

2024年11月05日

大唐新能源 (01798. HK)

投资评级：买入（维持）

——淡季业绩符合预期 老牌风企或享行业边际回暖

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

市场表现:



基本数据 2024年11月04日

收盘价 (港元)	2.24
一年内最高/最低 (港元)	2.48/1.48
总市值 (百万港元)	16,293.09
流通市值 (百万港元)	5,602.40
资产负债率 (%)	65.55

资料来源：聚源数据

投资要点:

- 事件：公司发布三季度财务数据**，前三季度实现营收 90.86 亿元，同比下降 4.11%；归母净利润 18.7 亿元，同比下降 17.04%。单三季度实现营收 24.58 亿元，同比下降 1.6%；归母净利润 1.05 亿元，同比下降 34.78%（绝对值下降 0.56 亿元），公司单三季度归母净利润基本符合市场预期。需要强调，三季度为风电淡季，公司利润绝对值较低，单季度的利润波动对于公司全年业绩影响不大。
- 三季度电量逐月修复，业绩下滑主要系电价下滑与折旧增长，财务费用持续下降。**截至 2024 年上半年，公司控股装机 1555 万千瓦，其中风电 1311、光伏 244 万千瓦，上半年新增 13.6 万千瓦，主要为风电；较去年同期新增 123 万千瓦，其中风电 33.3、光伏 89.2 万千瓦。单三季度公司发电量 60.6 亿千瓦时，同比增长 6.2%；其中风电 50.9 亿千瓦时，同比增长 0.7%；光伏 9.7 亿千瓦时，同比增长 48%，光伏发电量大幅增长主要系装机增长，风电电量整体平稳，并且呈现修复态势，7-9 月单月增速分别为 -16%、-4%、+24%，若四季度风况好转将显著改善公司业绩。
- 从财报数据分析，公司在单三季度电量同比正增长情况下营收略下滑 0.4 亿元，或主要系新能源进入市场化交易后电价下滑导致。另外公司单三季度营业成本同比增长 1 亿元或主要系新投产项目带来的折旧增长。单三季度利润总额同比下滑 0.93 亿元，低于营收与营业成本带来的 1.4 亿元差异，主要系财务费用持续下降。
- 绿电行业市场化推进但边际改善，老牌风电龙头或显著受益。**我们认为，在国家统一电力市场体系建设下，新能源入市大势所趋，但短期电源建设、电价政策、能耗双控、补贴发放等维度的边际改善仍值得注意。而大唐新能源作为我国最早一批风电运营商，占据资源最优的风电场，中期以大代小老旧机组更新改造有望大幅提升存量资产效益。在风电盈利能力优于光伏的客观事实下（同等条件下），公司存量机组 84% 比例的风电或使其 ROE 在市场化进程下有相对优势。从补贴角度，公司存量补贴 200 亿元（人民币）量级，约为当前市值的 1.3 倍。
- 国有险资举牌认可公司价值，首次中期分红强化股东回报。**公司于 2024 年 8 月 15 日获得长城人寿增持达到 5.08%（流通盘口径，下同），体现对公司长期价值的高度认可。8 月至今，长城人寿持续在二级市场增持大唐新能源，截至 10 月 25 日持股比例 8.03%。另外，公司拟派发 0.033 港元（0.03 元人民币）每股中期股息，对应分红比例约 14%（归母净利润口径，扣除永续债利息），为公司上市以来首次中期分红，彰显公司对于中小股东的投资回报的重视。
- 盈利预测与评级：**结合公司前三季度经营情况，我们预计公司 2024-2026 年归属于母公司所有者的净利润分别为 26、27、29 亿元，剔除永续债利息约 4.5 亿元后，对应 2024-2026 年 PE 分别为 7.5、7.1、6.7 倍；当前 PB 仅 0.77 倍。公司当前估值水平仍处于历史低位，若行业发生边际好转将率先受益，维持“买入”评级。
- 风险提示：政策落地不及预期、弃电超预期、应收账款减值风险。**

盈利预测与估值（人民币）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	12,499	12,802	12,040	12,598	13,585
同比增长率（%）	7.5%	2.4%	-5.9%	4.6%	7.8%
归母净利润（百万元）	3,485	2,753	2,613	2,735	2,890
同比增长率（%）	90.3%	-21.0%	-5.1%	4.7%	5.6%
每股收益（元/股）	0.40	0.31	0.30	0.31	0.34
ROE（%）	11.54%	8.59%	7.77%	7.76%	7.81%
市盈率（P/E）			7.5	7.1	6.7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

图表 1：公司利润表预测（百万元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11625	12499	12802	12040	12598	13585
材料成本	-149	-62	-71	-67	-70	-75
维修及保养费用	-507	-326	-247	-260	-285	-325
折旧及摊销	-4445	-4999	-5296	-5494	-5725	-6121
职工薪酬	-1021	-1092	-1249	-1314	-1443	-1646
其他支出-经营	-1212	-451	-1037	-880	-967	-1103
营业支出	-7334	-6930	-7900	-8014	-8491	-9270
其他收入-经营	280	637	405	500	500	500
营业利润	4571	6207	5307	4526	4607	4815
财务费用	-2099	-1910	-1692	-1137	-1057	-1062
应占联营公司损益	-9	47	9	50	50	50
除税前溢利	2462	4343	3623	3439	3599	3803
所得税	-376	-452	-530	-503	-526	-556
净利润(含少数股东权益)	2086	3891	3094	2937	3073	3247
净利润(不含少数股东权益)	1831	3485	2753	2613	2735	2890

资料来源：wind，华源证券研究所

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。