

# 买入

# 风场技改投入显成效, 预期 2022 年业绩增长可观

大唐新能源 (1798.HK)

2022-11-22 星期二

## 投资要点

目标价: **3.35 港元**

现价: 2.27 港元

预计升幅: 48%

## 重要数据

日期	2022-11-21
收盘价(港元)	2.27
总股本(百万股)	7,274
总市值(百万港元)	16,512
净资产(百万港元)	34,032
总资产(百万港元)	94,263
52 周高低(港元)	4.04/1.77
每股净资产(港元)	2.36

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 主要股东

中国大唐集团有限公司 (65.61%)

大唐吉林发电有限公司 (8.24%)

## 相关报告

深度报告-20220926

## 研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

### ➤ 2022 年 1-10 月发电量同比增长 8.54%:

经初步统计, 公司 1-10 月累计完成发电量 227 亿 kwh, 同比增长 8.54%。其中, 风电发电量 213 亿 kwh, 同比增长 7.08%; 1-10 月发电利用小时数 1738 小时, 同比增长 8 小时, 其中风电 1786 小时, 同比下降 25 小时, 主要受上半年风资源影响。1-10 月限电率 4.37%, 同比略微增长。

### ➤ 风场技改投入显成效, 预期 2022 年业绩增长可观:

2022 年 1-9 月, 公司实现收入人民币 87.48 亿元, 同比增 3.53%; 归属股东净利润人民币 23.33 亿元, 同比增 73.77%; 公司盈利增长显著高于收入增长, 主要因为去年计提了资产和信用减值损失人民币近 6 亿元, 而今年冲回为正值约人民币 2 亿元, 我们预期公司 2022 年全年业绩增长可观。而近几年公司业绩持续保持高增长, 则主要得益于电站技改提效, 公司每年技改费用大约人民币 7-8 亿元, 主要用于设备可靠性和提效改造, 包括加长叶片, 单机以大代小替代等等, 有效提升风机利用小时和可利用率。未来随着限电率的持续改善, 存量电站利用小时数的提升, 预期公司电站收益将不断提升并增厚公司整体盈利。

### ➤ 第一批补贴合规率高, 静待补贴下发:

2022 年前三季度, 公司累计回收补贴款约人民币 76 亿元。公司 80-90% 补贴项目进入到第一批项目公示名单, 整体合规率较高。截止 9 月底, 公司资产负债率 63.89%, 综合资金成本 3.53%, 整体财务稳健。预期补贴款回收后, 将进一步改善公司现金流和财务状况。

### ➤ 维持买入评级, 目标价 3.35 港元:

公司派息率为归属股东净利润的 40-50%, 目前估值优势明显, 安全边际高。我们更新公司目标价 3.35 港元, 相当于 2022 年和 2023 年 12 倍和 10 倍和 PE, 目标价较现价有 48% 上升空间, 给予买入评级。

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	9,372	11,625	13,028	14,335	15,774
变动(%)	12.6%	24.0%	12.1%	10.0%	10.0%
核心归母净利润	927	1,311	2,195	2,600	3,184
变动(%)	-1.0%	41.3%	67.5%	18.4%	22.5%
每股盈利(港元)	0.13	0.18	0.30	0.36	0.44
PE@2.27HKD	17.8	12.6	7.5	6.4	5.2
每股股息(港元)	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04
股息率(%)	1.44%	1.44%	1.44%	1.92%	1.92%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2022年1-10月发电量同比增长8.54%:

经初步统计，公司1-10月累计完成发电量227亿kwh，同比增长8.54%。其中，风电发电量213亿kwh，同比增长7.08%；1-10月发电利用小时数1738小时，同比增长8小时，其中风电1786小时，同比下降25小时，主要受上半年风资源影响。1-10月限电率4.37%，同比略微增长。

### 风场技改投入显成效，预期2022年业绩增长可观:

2022年1-9月，公司实现收入人民币87.48亿元，同比增3.53%；归属股东净利润人民币23.33亿元，同比增73.77%；公司盈利增长显著高于收入增长，主要因为去年计提了资产和信用减值损失人民币近6亿元，而今年冲回为正值约人民币2亿元，我们预期公司2022年全年业绩增长可观。而近几年公司业绩持续保持高增长，则主要得益于电站技改提效，公司每年技改费用大约人民币7-8亿元，主要用于设备可靠性和提效改造，包括加长叶片，单机以大代小替代等等，有效提升风机利用小时数和可利用率。未来随着限电率的持续改善，存量电站利用小时数的提升，预期公司电站收益将不断提升并增厚公司整体盈利。

### 第一批补贴合规率高，静待补贴下发:

2022年前三季度，公司累计回收补贴款约人民币76亿元。公司80-90%补贴项目进入到第一批项目公示名单，整体合规率较高。截止9月底，公司资产负债率63.89%，综合资金成本3.53%，整体财务稳健。预期补贴款回收后，将进一步改善公司现金流和财务状况。

### 维持买入评级，目标价3.35港元:

公司派息率为归属股东净利润的40-50%，目前估值优势明显，安全边际高。我们更新公司目标价3.35港元，相当于2022年和2023年12倍和10倍PE，目标价较现价有48%上升空间，给予买入评级。

### 风险提示:

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

政府补贴延后下发影响自有现金流

风资源不好，或限电影响发电量

疫情管控等不可控风险

**表1：行业估值**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
0836.HK	华润电力	HKD	14.10	678	42.6	7.5	5.8	4.9	0.8	0.7	0.6	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	9.68	1,441	10.8	10.0	8.0	6.7	1.1	1.1	1.0	0.9
0182.HK	协合新能源	HKD	0.65	58	6.1	5.9	4.4	3.6	0.7	0.6	0.6	0.6
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.33	327	5.3	5.6	4.6	4.1	0.7	0.6	0.5	0.4
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.41	103	7.2	6.2	6.0	6.0	1.0	0.8	0.8	0.8
<b>平均</b>					<b>14.4</b>	<b>7.0</b>	<b>5.8</b>	<b>5.1</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.27	165	12.6	7.5	6.4	5.2	1.0	0.9	0.9	0.9

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

**财务报表摘要**
**损益表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	9,372	11,625	13,028	14,335	15,774
经营成本	(66)	(149)	(261)	(287)	(315)
其他收入	300	280	290	285	287
行政费用	(768)	(1,021)	(1,172)	(1,290)	(1,420)
财务开支	(2,137)	(2,122)	(2,345)	(2,517)	(2,709)
应占联营公司利润	57	(9)	52	57	63
其他开支	(774)	(1,212)	(1,407)	(1,720)	(1,893)
<b>税前盈利</b>	1,879	2,462	3,656	4,197	4,978
所得税	(327)	(376)	(548)	(630)	(747)
少数股东应占利润	366	254	373	428	508
<b>核心归母净利润</b>	927	1,311	2,195	2,600	3,184
折旧及摊销	(3,839)	(4,445)	(4,534)	(4,625)	(4,717)
<b>EBITDA</b>	7,498	8,759	10,193	10,997	12,053
<b>增长</b>					
总收入 (%)	13%	24%	12%	10%	10%
EBITDA (%)	11%	17%	16%	8%	10%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	3,053	3,120	5,137	6,262	5,172
应收账款	12,406	16,471	18,458	20,310	22,349
存货	222	124	134	144	152
其他流动资产	1,535	1,682	1,716	1,750	1,784
<b>流动资产</b>	17,215	21,397	25,444	28,465	29,457
固定资产	64,704	70,274	83,486	95,081	107,650
其他固定资产	7,990	7,425	7,628	7,877	8,173
<b>非流动资产</b>	72,694	77,699	91,114	102,958	115,823
<b>总资产</b>	89,909	99,097	116,558	131,423	145,280
<b>流动负债</b>	21,737	22,339	22,679	23,150	23,179
应付帐款	283	370	398	429	453
短期银行贷款	14,155	12,462	11,839	11,247	10,684
其他短期负债	7,300	9,507	10,442	11,474	12,041
<b>非流动负债</b>	40,439	45,618	54,721	60,193	66,212
长期银行贷款	40,172	45,414	54,497	59,947	65,942
其他负债	267	203	223	246	270
<b>总负债</b>	62,176	67,957	77,400	83,343	89,391
少数股东权益	3,700	3,932	9,610	15,862	23,281
<b>股东权益</b>	24,032	27,208	29,548	32,218	32,608
每股账面值	0.30	0.27	0.25	0.23	0.22
营运资金	(4,522)	(942)	2,765	5,316	6,278

**财务分析**

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	80%	75%	78%	77%	76%
净利率 (%)	10%	11%	17%	18%	20%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	8%	9%	9%	9%	9%
实际税率 (%)	17%	15%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	24%	17%	10%	11%	9%
营业周期 (月)	12	12	12	12	12
应付账款天数	18	18	18	18	18
应收账款天数	483	517	517	517	517
ROE (%)	4%	5%	7%	8%	10%
ROA (%)	1%	1%	2%	2%	2%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.1	2.0	2.1	2.0	2.2
收入/总资产	0.10	0.12	0.11	0.11	0.11
总资产/股本	3.74	3.64	3.94	4.08	4.46
收入对利息倍数	4.4	5.5	5.6	5.7	5.8

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>EBITDA</b>	7,498	8,759	10,193	10,997	12,053
融资成本	(8,815)	(5,961)	(4,010)	(2,463)	(1,433)
营运资金变化	7,134	3,580	3,707	2,551	963
所得税	(327)	(376)	(548)	(630)	(747)
<b>营运现金流</b>	5,490	6,002	9,342	10,455	10,836
资本开支	(9,349)	(8,221)	(9,868)	(9,868)	(9,868)
其他投资活动	361	23	24	26	28
<b>投资活动现金流</b>	(8,988)	(8,197)	(9,844)	(9,842)	(9,839)
负债变化	5,044	(1,926)	(406)	(838)	3,414
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(2,090)	(2,021)	(2,223)	(2,445)	(2,690)
其他融资活动	84	6,210	5,148	3,796	(2,811)
<b>融资活动现金流</b>	3,039	2,263	2,519	512	(2,087)
<b>现金变化</b>	(459)	67	2,017	1,125	(1,090)
期初持有现金	3,517	3,053	3,120	5,137	6,262
汇率变动	(5)	(0)	(0)	(0)	(0)
期末持有现金	3,053	3,120	5,137	6,262	5,172

## 投资评级定义和免责条款

### 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

### 免责声明

#### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

#### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

#### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。