

## 买入

## 区域资源优势显著，蓄势待发稳增长

大唐新能源 (1798.HK)

2023-9-7 星期四

## 投资要点

目标价: **3.06 港元**

现价: 1.9 港元

预计升幅: 61%

## 重要数据

日期	2023-09-06
收盘价(港元)	1.9
总股本(百万股)	7,274
总市值(百万港元)	13,821
净资产(百万港元)	36,787
总资产(百万港元)	98,571
52周高低(港元)	3.24/1.71
每股净资产(港元)	2.60

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(57.37%)  
中国水利电力物资集团有限公司  
(8.24%)

## 相关报告

深度报告-20220926  
更新报告-20221122  
更新报告-20230421

## 研究部

姓名: 杨义琼  
SFC: AXU943  
电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

## ➤ 2023H1 盈利为人民币 20.93 亿元，同比增长 2.78%:

2023 年上半年，公司实现收入为人民币 69.76 亿元，同比增长 12.06%；税前利润为人民币 27.28 亿元，同比增长 7.44%；归属股东净利润为人民币 20.93 亿元，同比增长 2.78%；基本每股收益为人民币 0.2447 元。公司业绩仅小幅增长，主要因为去年同期有违约赔偿收益和坏账准备拨备冲回，若撇除一次性收益影响，公司核心盈利增长基本符合我们预期。

## ➤ 核心区域资源优势显著，积极获取大基地项目:

公司作为老牌风电运营商，占据“三北”优质风资源区域，公司 50% 以上风电站位于内蒙古、黑龙江、甘肃、吉林、河北等核心风资源丰富区域，获取“三北”风光大基地项目具天然优势。2023 年上半年，公司共获取项目建设指标 2,580MW，分布在新疆、山东、河北、内蒙古以及江苏等省份，并成功获取山东 900MW 和新疆 1000MW 等新能源大基地项目。目前公司在建项目容量 2,600.70 兆瓦，2023 年规划新增装机 1.5-2GW。公司项目储备充裕，根据十四五装机目标，随着风机价格低位以及光伏组件价格下行，预计 2024-2025 年公司风光装机将显著提速。

## ➤ 1-7 月发电量增长 20.58%，全年业绩稳定增长:

2023 年 1-7 月公司累计完成发电量 1929.55 万兆瓦时，同比增长 20.58%。其中，风电发电量 1788.29 万兆瓦时，同比增长 18.40%；光伏发电量 141.26 万兆瓦时，同比增长 57.24%。2023H1 公司风电平均利用小时数为 1,258 小时，同比增加 97 小时。光伏平均利用小时数为 781 小时，同比增加 99 小时。公司风光经营数据表现良好，支撑全年业绩稳定增长。

## ➤ 维持买入评级，目标价 3.06 港元:

我们给予公司目标价 3.06 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 6 倍 PE，目标价较现价有 61% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	11,625	12,499	14,335	15,774	17,394
变动(%)	24.0%	7.5%	14.7%	10.0%	10.3%
核心归母净利润	1,311	2,929	3,438	4,008	4,669
变动(%)	41.3%	123.5%	17.4%	16.6%	16.5%
每股盈利(港元)	0.18	0.40	0.47	0.55	0.64
PE@1.9HKD	10.5	4.7	4.0	3.4	3.0
每股股息(港元)	0.03	0.05	0.09	0.11	0.13
股息率(%)	1.72%	2.87%	5.42%	6.32%	7.36%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

## 报告正文

### 2023H1 盈利为人民币 20.93 亿元，同比增长 2.78%：

2023 年上半年，公司实现收入为人民币 69.76 亿元，同比增长 12.06%；税前利润为人民币 27.28 亿元，同比增长 7.44%；归属股东净利润为人民币 20.93 亿元，同比增长 2.78%；基本每股收益为人民币 0.2447 元。公司业绩仅小幅增长，主要因为去年同期有违约赔偿收益和坏账准备拨备冲回，若撇除一次性收益影响，公司核心盈利增长基本符合我们预期。

### 核心区域资源优势显著，积极获取大基地项目：

公司作为老牌风电运营商，占据“三北”优质风资源区域，公司 50% 以上风电场位于内蒙古、黑龙江、甘肃、吉林、河北等核心风资源丰富区域，获取“三北”风光大基地项目具天然优势。2023 年上半年，公司共获取项目建设指标 2,580MW，分布在新疆、山东、河北、内蒙古以及江苏等省份，并成功获取山东 900MW 和新疆 1000MW 等新能源大基地项目。目前公司在建项目容量 2,600.70 兆瓦，2023 年规划新增装机 1.5-2GW。公司项目储备充裕，根据十四五装机目标，随着风机价格低位以及光伏组件价格下行，预计 2024-2025 年公司风光装机将显著提速。

### 1-7 月发电量增长 20.58%，全年业绩稳定增长：

2023 年 1-7 月公司累计完成发电量 1929.55 万兆瓦时，同比增长 20.58%。其中，风电发电量 1788.29 万兆瓦时，同比增长 18.40%；光伏发电量 141.26 万兆瓦时，同比增长 57.24%。2023H1 公司风电平均利用小时数为 1,258 小时，同比增加 97 小时。光伏平均利用小时数为 781 小时，同比增加 99 小时。公司风光经营数据表现良好，支撑全年业绩稳定增长。

### 维持买入评级，目标价 3.06 港元：

我们给予公司目标价 3.06 港元，相当于 2023 年和 2024 年 7 倍和 6 倍 PE，目标价较现价有 61% 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

**表1：行业估值**

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
3868.HK	信义能源	HKD	1.71	140	14.5	12.1	10.0	8.4	1.1	1.2	1.1	1.0
0182.HK	协合新能源	HKD	0.63	54	5.6	4.5	3.6	2.8	0.6	0.6	0.6	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	15.24	733	10.4	5.6	4.8	4.2	0.9	0.8	0.7	0.6
2380.HK	中国电力	HKD	3.04	376	12.7	8.3	5.4	4.3	0.7	0.7	0.7	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	6.23	1,277	9.1	5.9	5.0	4.4	0.7	0.6	0.6	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.78	269	4.5	4.3	4.2	2.7	0.5	0.5	0.5	0.5
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.14	92	6.0	5.0	4.6	4.3	0.8	0.8	0.7	0.6
1071.HK	华电国际电力股份	HKD	3.16	530	-937.6	5.6	4.8	4.5	0.7	0.7	0.7	0.6
0902.HK	华能国际电力股份	HKD	3.90	1,143	-6.8	5.6	4.6	4.3	1.0	0.9	0.9	0.8
<b>平均</b>					<b>-98.0</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>	<b>4.5</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.90	138	4.7	4.0	3.4	3.0	0.7	0.7	0.6	0.6

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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	11,625	12,499	14,335	15,774	17,394
经营成本	(149)	(62)	(143)	(158)	(174)
其他收入	280	637	285	287	286
行政费用	(1,021)	(1,092)	(1,147)	(1,262)	(1,565)
财务开支	(2,122)	(1,940)	(2,088)	(2,253)	(2,436)
应占联营公司利润	(9)	47	57	63	70
其他开支	(1,212)	(451)	(500)	(789)	(870)
<b>税前盈利</b>	2,462	4,344	5,355	6,133	7,031
所得税	(376)	(452)	(803)	(920)	(1,055)
少数股东应占利润	254	406	546	626	717
<b>核心归母净利润</b>	1,311	2,929	3,438	4,008	0
折旧及摊销	(4,445)	(4,999)	(5,049)	(5,099)	(5,201)
<b>EBITDA</b>	8,759	10,598	12,150	13,134	14,313
<b>增长</b>					
总收入 (%)	24%	8%	15%	10%	10%
EBITDA (%)	17%	21%	15%	8%	9%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	3,120	2,441	1,865	2,392	2,199
应收账款	16,471	14,468	16,248	17,879	19,716
存货	124	123	123	132	141
其他流动资产	1,682	1,881	1,919	1,957	1,996
<b>流动资产</b>	21,397	18,913	20,155	22,360	24,052
固定资产	70,274	71,979	79,775	83,467	88,110
其他固定资产	7,425	6,657	6,779	6,962	7,186
<b>非流动资产</b>	77,699	78,635	86,555	90,430	95,296
<b>总资产</b>	99,097	97,548	106,710	112,790	119,348
<b>流动负债</b>	22,339	17,124	17,578	17,632	17,730
应付帐款	370	279	367	393	420
短期银行贷款	12,462	8,634	8,202	7,792	7,402
其他短期负债	9,507	8,211	9,010	9,447	9,907
<b>非流动负债</b>	45,618	46,154	50,769	55,846	61,431
长期银行贷款	45,414	45,945	50,540	55,594	61,153
其他负债	203	209	229	252	278
<b>总负债</b>	67,957	63,278	68,348	73,478	79,160
少数股东权益	3,932	4,083	4,602	5,165	5,810
<b>股东权益</b>	27,208	30,187	33,760	34,147	34,377
每股账面值	0.27	0.24	0.22	0.21	0.21
营运资金	(942)	1,789	2,577	4,728	6,322

**财务分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	75%	85%	85%	83%	82%
净利率 (%)	11%	23%	24%	25%	0%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	9%	9%	8%	8%	9%
实际税率 (%)	15%	10%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	17%	7%	8%	7%	162%
营业周期(月)	12	12	12	12	13
应付账款天数	18	18	18	18	18
应收账款天数	517	517	517	517	517
ROE (%)	5%	10%	10%	12%	0%
ROA (%)	1%	3%	3%	4%	0%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.0	1.7	1.7	1.8	1.9
收入/总资产	0.12	0.13	0.13	0.14	0.15
总资产/股本	3.64	3.23	3.16	3.30	3.47
收入对利息倍数	5.5	6.4	6.9	7.0	7.1

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>	8,759	10,598	12,150	13,134	14,313
融资成本	(5,961)	356	(1,202)	(2,699)	(2,268)
营运资金变化	3,580	2,730	788	2,152	1,594
所得税	(376)	(452)	(803)	(920)	(1,055)
<b>营运现金流</b>	6,002	13,231	10,933	11,667	12,584
资本开支	(8,221)	(6,970)	(6,988)	(6,988)	(6,988)
其他投资活动	23	122	6	6	7
<b>投资活动现金流</b>	(8,197)	(6,849)	(6,982)	(6,982)	(6,981)
负债变化	(1,070)	330	1,310	(327)	274
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(2,021)	(1,561)	(1,717)	(1,889)	(2,078)
其他融资活动	5,353	(5,836)	(4,124)	(1,948)	(3,998)
<b>融资活动现金流</b>	2,263	(7,067)	(4,531)	(4,164)	(5,802)
<b>现金变化</b>	67	(684)	(581)	522	(199)
期初持有现金	3,053	3,120	2,441	1,865	2,392
汇率变动	(0)	5	5	5	5
期末持有现金	3,120	2,441	1,865	2,392	2,199

## 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。