

## 买入

## 把握风电场“以大代小”政策，提质增效可期

大唐新能源 (1798.HK)

2023-4-21 星期五

### 投资要点

目标价: **4.0 港元**  
 现价: 3.11 港元  
 预计升幅: 29%

#### ➤ 补贴款回收良好，有利改善资产负债，降低财务成本：

2022年，公司共回收补贴款82.55亿元，公司通过补贴回款偿还高成本债务，降低资产负债率并降低融资成本，成效显著。2022年公司共转换高成本贷款457亿元，融资成本下降至3.38%，近三年累计下降93bp；2022年底，公司资产负债率64.87%，较2021年末下降3.56个百分点，近三年累计下降17.01个百分点。预期2023年公司平均融资成本将进一步下降到3.2%左右，有利于进一步节省财务成本。

### 重要数据

日期	2023-04-21
收盘价(港元)	3.11
总股本(百万股)	7,274
总市值(百万港元)	22,622
净资产(百万港元)	34,270
总资产(百万港元)	97,548
52周高低(港元)	3.18/1.75
每股净资产(港元)	2.44

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### ➤ 预计2023年新增风光装机1.5GW-2GW：

截止2022年底，公司控股装机容量14,193.37兆瓦，2022年新增1,115.35兆瓦；公司在建项目容量2,471.50兆瓦，其中，风电1,236.50兆瓦、光伏1,235.00兆瓦；2022全年共获取新能源项目投资建设指针3,646.90兆瓦，已核准备案项目2,531.10兆瓦。公司规划2023年新增新能源装机1.5-2GW，其中1.5GW为自建，风电600MW，光伏900MW。在疫情因素消除以及光伏组件下降趋势下，为实现公司“十四五”新能源装机40GW目标，预期2023年及以后风光装机将显著提速。

### 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%)

#### ➤ 把握风电场“以大代小”政策，提质增效值得期待：

随着国家和地方政策陆续出台，风电场“以大代小”逐步进入实操和示范阶段。公司单机容量在1.5兆瓦之下，10年以上的风机，总容量约3GW。主要集中在甘肃、内蒙、吉林、山东、河南、云南，经过前期论证，目前有2GW基本符合以大换小的条件。通过以大换小，风机发电率将提升近50%，初步测算全投资IRR回报率在9%以上。

### 相关报告

深度报告-20220926  
 更新报告-20221122

#### ➤ 维持买入评级，提高目标价至4.0港元：

我们提高公司目标价至4.0港元，相当于2023年和2024年10倍和8.3倍和PE，目标价较现价有29%上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	12,499	13,028	14,335	15,774	17,394
变动(%)	33.4%	4.2%	10.0%	10.0%	10.3%
核心归母净利润	1,311	2,929	3,132	3,815	4,592
变动(%)	41.3%	123.5%	6.9%	21.8%	20.4%
每股盈利(港元)	0.18	0.40	0.43	0.52	0.63
PE@3.11HKD	17.3	7.7	7.2	5.9	4.9
每股股息(港元)	0.03	0.05	0.09	0.10	0.13
股息率(%)	1.10%	1.84%	3.16%	3.85%	4.63%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

### 研究部

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

Email: yangyq@gyzq.com.hk

## 报告正文

### 补贴款回收良好，有利改善资产负债，降低财务成本：

2022年，公司共回收补贴款82.55亿元，公司通过补贴回款偿还高成本债务，降低资产负债率并降低融资成本，成效显著。2022年公司共转换高成本贷款457亿元，融资成本下降至3.38%，近三年累计下降93bp；2022年底，公司资产负债率64.87%，较2021年末下降3.56个百分点，近三年累计下降17.01个百分点。预期2023年公司平均融资成本将进一步下降到3.2%左右，有利于进一步节省财务成本。

### 预计2023年新增风光装机1.5GW-2GW：

截止2022年底，公司控股装机容量14,193.37兆瓦，2022年新增1,115.35兆瓦；公司在建项目容量2,471.50兆瓦，其中，风电1,236.50兆瓦、光伏1,235.00兆瓦；2022年全年共获取新能源项目投资建设指针3,646.90兆瓦，已核准备案项目2,531.10兆瓦。公司规划2023年新增新能源装机1.5-2GW，其中1.5GW为自建，风电600MW，光伏900MW。在疫情因素消除以及光伏组件下降趋势下，为实现公司十四五新能源40GW，预期2023年及以后风光装机将显著提速。

### 把握风电场“以大代小”政策，提质增效值得期待：

随着国家和地方政策陆续出台，风电场“以大代小”逐步进入实操和示范阶段。公司单机容量在1.5兆瓦之下，10年以上的风机，总容量约3GW。主要集中在甘肃、内蒙、吉林、山东、河南、云南，经过前期论证，目前有2GW基本符合以大换小的条件。通过以大换小，风机发电率将提升近50%，初步测算全投资IRR回报率在9%以上。

### 维持买入评级，提高目标价至4.0港元：

我们更新公司目标价4.0港元，相当于2023年和2024年10倍和8.3倍PE，目标价较现价有29%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			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0836.HK	华润电力	HKD	16.60	799	11.3	6.6	5.7	5.0	1.0	0.8	0.8	0.7
0916.HK	龙源电力	HKD	8.53	1,306	12.4	7.6	6.2	5.7	1.0	0.8	0.7	0.7
0182.HK	协合新能源	HKD	0.70	60	6.2	4.4	3.4	2.5	0.7	0.6	0.5	0.5
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.39	304	5.5	4.5	3.9	3.2	0.7	0.5	0.4	0.4
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.50	107	7.1	6.9	6.5	6.0	1.0	0.9	0.8	0.7
<b>平均</b>					<b>8.5</b>	<b>6.0</b>	<b>5.1</b>	<b>4.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>
1798.HK	大唐新能源	HKD	3.11	226	17.3	7.7	7.2	5.9	1.3	1.2	1.1	1.1

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>	12,499	13,028	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)	(1,290)	(1,420)	(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)	(717)	(789)	(870)
<b>税前盈利</b>	2,462	4,344	4,945	5,873	6,928
所得税	(376)	(452)	(742)	(881)	(1,039)
少数股东应占利润	254	406	504	599	707
<b>核心归母净利润</b>	1,311	2,929	3,132	3,815	0
折旧及摊销	(4,445)	(4,999)	(5,099)	(5,201)	(5,305)
<b>EBITDA</b>	8,759	10,598	11,790	12,976	14,313
<b>增长</b>					
总收入 (%)	33%	4%	10%	10%	10%
EBITDA (%)	17%	21%	11%	10%	10%

**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	2,817	3,334	3,279
应收账款	16,471	14,468	15,112	16,629	18,337
存货	124	123	130	136	143
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	19,977	22,055	23,755
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	106,532	112,485	119,051
<b>流动负债</b>	22,339	17,124	17,599	17,645	17,735
应付帐款	370	279	387	406	426
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	68,368	73,491	79,166
少数股东权益	3,932	4,083	4,562	5,101	5,737
<b>股东权益</b>	27,208	30,187	33,601	33,893	34,148
每股账面值	0.27	0.24	0.22	0.21	0.21
营运资金	(942)	1,789	2,378	4,411	6,020

**财务分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	70%	81%	82%	82%	82%
净利率 (%)	10%	22%	22%	24%	0%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	8%	8%	9%	9%	9%
实际税率 (%)	15%	10%	15%	15%	15%
股息支付率 (%)	17%	7%	9%	8%	165%
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	481	481	481	481	481
ROE (%)	5%	10%	9%	11%	0%
ROA (%)	1%	3%	3%	3%	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	0.13	0.13	0.13	0.14	0.15
总资产/股本	3.64	3.23	3.17	3.32	3.49
收入对利息倍数	5.9	6.7	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	11,790	12,976	14,313
融资成本	(5,961)	356	247	(2,471)	(2,161)
营运资金变化	3,580	2,730	589	2,033	1,609
所得税	(376)	(452)	(742)	(881)	(1,039)
<b>营运现金流</b>	6,002	13,231	11,884	11,657	12,723
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)	370	512	(60)
期初持有现金	3,053	3,120	2,441	2,817	3,334
汇率变动	(0)	5	5	5	5
期末持有现金	3,120	2,441	2,817	3,334	3,279

## 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。