

# 大唐新能源 (1798 HK)

## 预料转亏为盈

大唐新能源(大唐)虽然是中国第三大风电场运营商,但装机容量增长缓慢拖累市占率下跌,导致股价和财务表现逊于同业。我们认为不利因素包括:(1)风电场集中在限电地区,尤其是内蒙古;及(2)估计2015年末的净负债比率超过400%,是行内最高。我们重新覆盖大唐,基于现金流折现的目标价是0.92港元,隐含16财年预测市净率0.6倍。股票有9.7%上升空间,我们给予中性评级。

### 表现逊同业

大唐新能源的母公司是大唐集团(中国第四大发电集团),2013年前是中国第二大风电场运营商,其后被华能新能源追过。2015年,大唐的总装机容量按年上升4%至11太瓦时,升幅落后华能新能源的21%及龙源的7%,原因是公司在严重限电地区的覆盖率是同业中最高。于2015年中,大唐有74%的风电装机容量位于八大限电地区,比率是行内最高。

### 净负债比率高,可能局限增长

大唐的市占率由2010年10%下降至15上半年6%。(1)行内最高的净负债比率及(2)运营效率较同业低这两个负面因素限制了资产回报率的增长,导致净利润率偏低,预测16财年净利润率为2.6%(预测15财年:0.2%)。我们预测,大唐的风电装机容量增速在15财年已到达顶峰,达1.2吉瓦,其后在16/17财年放缓至600/400兆瓦,原因是(1)净负债比率高企;及(2)项目储备减少。

### 转亏为盈

虽然2015年限电问题恶化,但受惠运营开支占销售比例以及融资成本减少,我们预计大唐将转亏为盈,15财年核心利润为人民币1,200万(14财年:亏损人民币2.75亿)。2016年开始弃风限电问题可望改善,我们预测大唐(1)16/17财年的毛利率维持稳定于44.0%/43.9%;及(2)负债减少导致融资成本下降,带动核心利润率由16财年的2.6%大升至17财年的4.9%(15财年:0.2%)。据此,我们预测大唐的核心利润于16财年将达人民币1.74亿,于17财年进一步上升至人民币3.59亿。

### 重新予以中性评级,目标价0.92港元

我们按现金流折现计算目标价为0.92港元,相当于16财年预测市净率0.6倍(市盈率32.9倍),较过往5年预测市净率平均值0.9倍低一个标准差。基于我们预料大唐可在2015年开始转亏为盈,我们的目标价隐含的16财年预测EV/EBITDA(企业价值相对除利息、税项、折旧和摊销前盈利)倍数是0.99倍,接近彭博预测的1.02倍。主要风险:(1)弃风限电问题持续;(2)净负债比率上升;及(3)利润率增长较预期慢。

图2:盈利预测

截至 Dec 31 (人民币百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业额	5,630	5,186	5,714	6,770	7,369
实际盈利	230	(275)	12	174	359
每股实际盈利 (CNY)	0.032	(0.038)	0.002	0.024	0.049
每股账面价值 (CNY)	1.28	1.50	1.50	1.53	1.58
市盈率(x)	22.4	N/A	434.8	29.5	14.3
股息率(%)	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0
市净率(x)	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
净债务与股本(%)	411	358	429	445	435
每股实际盈利增长(%)	331	(220)	(104)	1,376	106
%每股盈利相对彭博预测			(92.9)	(49.0)	(31.4)

资料来源:国信证券(香港)

中国 能源及环保  
风力

2016年2月24日

中性

目标价	▼ HK\$0.92
上次评级/目标价	中性   HK\$1.29
收盘价 (24 Feb 16)	HK\$0.84
Upside/downside (%)	9.7
恒生指数	19192.45
总市值 (HK\$/US\$mn)	6,110/786
52周最高/最低 (HK\$)	0.70 - 1.50
日均成交额 (US\$mn)	.24
流通量 (%)	86.5

资料来源:彭博

### 股价表现



股票数据	1M	3M	12M
绝对回报 (%)	6.3	(10.6)	(20.8)
绝对回报 (US\$, %)	6.7	(10.9)	(20.9)
相对 HSI 回报 (%)	5.7	4.4	1.7

资料来源:彭博

### 公司简介

中国大唐集团新能源股份有限公司以可再生资源发电,主要在中国经营风力发电场。大唐集团,以2015年底总装机容量计中国第四大发电集团,直接及间接持有大唐新能源合共65.6%股权。

资料来源:彭博

汤雅喆, CPA

证监会中央编号:BG1612

+852 2899 8342

angus.tang@guosen.com.hk

## 信息披露

### 公司评级、行业评级及相关定义

#### 公司评级

**买入：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅在 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘涨幅介于-10%与 10%之间；

**减持：**我们预计未来 6-12 个月内，个股相对大盘跌幅大于 10%。

#### 行业评级

**超配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 10%以上；

**中性：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-10%与 10%之间；

**低配：**我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 10%以上。

#### 利益披露声明

报告作者为香港证监会持牌人士，分析员本人或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团高级管理人员，也未持有其任何财务权益。

本报告中，国信证券（香港）经纪有限公司及其所属关联机构（合称国信证券（香港））并无持有该公司须作出披露的财务权益（包括持股），在过去 12 个月内与该公司并无投资银行关系，亦无进行该公司有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。

#### 免责条款

证券价格有时可能非常波动。证券价格可升可跌，甚至变成毫无价值。买卖证券未必一定能够赚取利润，反而可能会招致损失。

本研究报告内容既不代表国信证券（香港）的推荐意见，也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易要约。国信证券（香港）或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务（例如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票）。国信证券（香港）不排除其员工有个人投资于本报告期内所提及的上市法团。

报告中的资料均来自公开信息，我们力求准确可靠，但对这些信息的正确性、公正性及完整性不做任何保证。本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，并不构成个人投资建议，客户据此投资，责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。本报告并不存在招揽或邀约购买或出售任何证券的企图。

本报告仅向特定客户传送，未经国信证券香港书面授权许可，任何人不得引用、转载以及向第三方传播，否则可能将承担法律责任。研究报告所载的资料及意见，如有任何更改，本司将不作另行通知。在一些管辖区域内，针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取渠道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令国信证券（香港）受制于任何注册或领牌规定，则本研究报告不适用于该等管辖区域内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。