

限电改善弹性大，净利大超预期

——大唐新能源 (1798.HK) 18Q1 季报点评

海外公司简报

◆1 季度净利略超预期

收入同比+44%至 22.9 亿元；归属股东净利同比+375%至 5.85 亿元。公司净利大幅增长主要是受益于限电改善以及利用小时提升促进风电运营收入及盈利能力提升。1 季度公司发电量同比增长 46%，其中风电、其他可再生能源同比分别增长 46%、22%。

◆三北地区发电量高增长，推动业绩高增长

1 季度公司风电发电量同比增长 46%，限电严重地区发电量同比增速均较大。其中吉林、山西、山东、甘肃发电量同比分别增长 103%、101%、69%、61%，辽宁、河北、宁夏发电量同比增速均超过 20%。重庆和贵州发电量同比略有下滑，我们推测主要是风速弱于去年所致。由于 17 年公司新增装机仅 302MW，发电量增长主要是利用小时提升推动。

◆利用小时同比+34%，限电率改善弹性大

公司风电装机约 88%位于限电严重的三北地区，因此限电改善弹性大，叠加北方地区风资源提升，促进公司利用小时同比大幅增长。我们测算公司 1 季度利用小时由 17Q1 的 423 同比增长 34%至 566 小时。由于 1 季度利用小时高于预期，我们预计全年公司利用小时有望超过 2,100 小时，超出公司此前指引的 2,000 小时的水平。

◆维持“买入”评级，上调目标价至 HK\$2.09

公司限电改善弹性大，利用小时超预期。根据公司最新发电量、利用小时情况，调整盈利预测至 18-20 年 EPS 分别为 0.17、0.19、0.21 元，预计收入、净利 CAGR 分别为 12%、36%。上调目标价至 HK\$2.09，维持“买入”评级。

◆风险提示：风资源不及预期，限电改善不及预期，新增装机不达预期，融资成本明显上升

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	5,786	7,104	8,660	9,361	10,071
营业收入增长率	3.5%	22.8%	21.9%	8.1%	7.6%
净利润 (百万元)	198	612	1,226	1,373	1,525
净利润增长率	1346%	267%	84%	11%	10%
EPS (元) (摊薄)	0.03	0.08	0.17	0.19	0.21
ROE (归属股东) (摊薄)	1.8%	5.4%	9.8%	10.1%	10.2%
P/E	47.9	15.5	7.7	6.9	6.2
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源：公司资料、光大证券研究所预测

买入 (维持)

当前价/目标价：1.61/2.09 港币

目标期限：6 个月

分析师

殷磊 (执业证书编号：S0930515070001)

021-22169176

yinl@ebsec.com

联系人

刘佳

021-22167201

liujia1@ebsec.com

市场数据

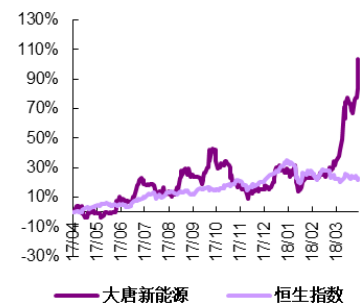
总股本(亿股)：72.74

总市值(亿港元)：117.11

一年最低/最高(港币)：0.74/1.62

近 3 月换手率：25.2%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	51.3	66.5	84.2
绝对	51.9	57.8	107.2

相关研报

1. 大唐新能源 (1798.hk) - 业绩符合预期, 限电改善释放业绩弹性 (2018-3-29)

2. 大唐新能源 (1798.hk) - 限电率及融资成本下降释放业绩弹性 (2017-8-22)

表 1: 盈利调整

人民币百万	新 2018E	旧 2018E	变化%	新 2019E	旧 2019E	变化%	新 2020E	旧 2020E	变化%
营业收入	8,660	7,965	8.7%	9,361	8,609	8.7%	10,071	9,260	8.8%
净利润	1,226	864	41.9%	1,373	976	40.6%	1,525	1,093	39.5%
EPS (元)	0.17	0.12	41.9%	0.19	0.13	40.6%	0.21	0.15	39.5%
净利率	14.2%	10.9%	0.3 pct	14.7%	11.3%	0.3 pct	15.1%	11.8%	0.3 pct

资料来源: 光大证券研究所测算

表 2: DCF 估值假设与目标价

WACC 计算	人民币百万元
无风险利率	2.26%
贝塔	0.80
风险溢价-%	15.40%
权益成本-%	14.56%
债务成本-%	4.60%
税率%	14.76%
税后债务成本-%	3.92%
目标负债率-%	65%
WACC-%	7.65%
现金流现值	16,654
2025 年 FCF	3,952
永续增长率	2%
终值折现值	42,275
企业价值	58,928
净债务	-46,598
权益价值	12,330
股份数 (百万)	7,274
DCF 目标价 (港币)	HK\$2.09

资料来源: 光大证券研究所测算

表 3: DCF 目标价敏感性分析 (HK\$)

永续增长率	WACC						
	6.1%	6.6%	7.1%	7.6%	8.1%	8.6%	9.1%
2.09	3.11	2.09	1.24	0.50	-0.13	-0.68	-1.17
0.5%	3.93	2.76	1.78	0.95	0.25	-0.37	-0.90
1.0%	4.92	3.55	2.42	1.48	0.68	-0.00	-0.59
1.5%	6.16	4.51	3.18	2.09	1.19	0.42	-0.24
2.0%	7.73	5.70	4.11	2.83	1.78	0.91	0.17
2.5%	9.81	7.22	5.26	3.72	2.49	1.48	0.64
3.0%	12.67	9.22	6.72	4.83	3.35	2.17	1.19

资料来源: 光大证券研究所测算

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,786	7,104	8,660	9,361	10,071
营业费用	3,861	4,441	5,030	5,476	5,912
折旧和摊销	2,830	3,159	3,555	3,881	4,197
职工薪酬费用	449	465	567	613	660
材料成本	40	56	69	74	80
维修及保养费用	204	186	226	245	263
特许经营权建设服务成本	6	7	7	7	7
其他经营费用	332	567	606	655	705
营业利润	2,115	2,868	3,884	4,163	4,459
利息费用净额	1,735	1,870	2,092	2,170	2,256
应占联营及合营企业投资利润	22	61	61	61	61
除税前利润	401	1,059	1,853	2,055	2,264
所得税	108	156	273	303	334
少数股东损益	95	175	237	263	290
归属公司权益持有人净利	198	728	1,342	1,489	1,641
基本及摊薄每股收益 (元)	0.03	0.08	0.17	0.19	0.21

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	68,792	70,548	77,179	81,179	85,492
流动资产	5,631	7,722	10,315	10,831	12,192
银行存款及现金	1,166	1,224	3,066	2,977	3,734
应收帐款及票据	2,801	5,042	4,330	4,681	5,035
其他	1,664	1,456	2,920	3,173	3,422
非流动资产	63,161	62,826	66,863	70,348	73,300
物业、厂房及设备	57,914	58,088	62,069	65,500	68,397
无形资产	807	635	642	648	653
其他	4,440	4,103	4,152	4,201	4,249
总负债	55,086	56,179	61,518	64,086	66,819
流动负债	34,576	34,917	34,917	34,917	34,917
长期负债	34,576	34,917	34,917	34,917	34,917
权益总额	13,706	14,369	15,661	17,093	18,672
股本	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274
股本溢价	2,081	2,081	2,081	2,081	2,081
永续票据	1,979	1,979	1,979	1,979	1,979
留存收益	964	1,426	2,481	3,651	4,941
其他储备	-1,419	-1,366	-1,366	-1,366	-1,366
归属于本公司所有者权益	10,879	11,394	12,449	13,619	14,908
非控制性权益	2,826	2,975	3,212	3,474	3,764

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,883	3,205	9,755	7,867	8,395
除税前利润	401	1,059	1,853	2,055	2,264
折旧摊销	2,830	3,159	3,555	3,881	4,197
营运资本变动	-1,904	4,424	-2,590	-126	-72
其他调整	2,557	-5,437	6,938	2,057	2,005
投资活动产生现金流	-5,616	-4,513	-7,531	-7,306	-7,087
资本性支出	-6,082	-4,503	-7,531	-7,306	-7,087
出售固定资产	21	4.97	-	-	-
已收股息	18	-	-	-	-
其它	426	-15.26	-	-	-
融资活动现金流	1,824	1,366	-383	-651	-549
净现金流	90	58	1842	-89	758

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力 (%YoY)					
营业收入增长率	3.5%	22.8%	21.9%	8.1%	7.6%
营业利润增长率	1.5%	35.6%	35.4%	7.2%	7.1%
净利润增长率	1345.5%	267.1%	84.4%	10.9%	10.2%
估值指标					
PE	47.9	15.5	7.7	6.9	6.2
PB	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.9	9.7	7.9	7.3	6.8
盈利能力 (%)					
毛利率	36.6%	40.4%	44.9%	44.5%	44.3%
净利率	3.4%	10.2%	15.5%	15.9%	16.3%
ROE	1.8%	6.4%	10.8%	10.9%	11.0%
ROIC	2.7%	4.0%	5.1%	5.2%	5.3%
偿债能力					
资产负债率	80.1%	79.6%	79.7%	78.9%	78.2%
净负债权益比	75.9%	76.4%	74.9%	74.0%	72.8%
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
每股收益	0.03	0.08	0.17	0.19	0.21
每股经营现金流	0.53	0.44	1.34	1.08	1.15
每股净资产	1.50	1.57	1.71	1.87	2.05
每股股利	0.01	0.02	0.04	0.04	0.05

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因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, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 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、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证, 本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议, 本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下, 本报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表达的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 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客户。本报告仅向特定客户传送, 未经本公司书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 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。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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络本公司并获得许可, 并需注明出处为光大证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件	
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com	
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebscn.com	
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com	
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com	
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com	
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com	
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com	
	李晓琳		13918461216	lixiaolin@ebscn.com	
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com	
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebscn.com	
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com	
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com	
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com	
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com	
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com	
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com	
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com	
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com	
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com	
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com	
深圳	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com	
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com	
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com	
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com	
	国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
		梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
		金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
		王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
		郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
		凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
金融同业与战略客户		黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
		丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
		徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
		王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com	
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com	
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com	
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com	
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com	
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com	
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com	
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com	
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com	
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com	
左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com		
任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com		
俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com		