

新能源行业	收盘价 港元 1.61	目标价 港元 2.10个	潜在涨幅 +30.43%
-------	----------------	-----------------	-----------------

2018年4月30日

## 大唐新能源 (1798 HK)

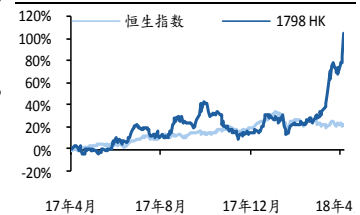
### 1 季度净利润远超预期，调高目标价 32.9%

- 财务数据摘要：**根据公司公布的中国会计准则财务数据，2018年1季度公司实现销售收入人民币22.85亿元，同比增长43.6%，基本符合我们预期，其中电力销售收入人民币22.56亿元，同比增长43.2%。归属公司权益持有人净利润人民币5.85亿元，同比大增375.5%。剔除永续债券持有人的收益，我们估算归属母公司股东净利润人民币5.56亿元，同比增长491.2%，超过我们以及市场普遍预期。
- 财务数据简析：**1季度业绩超预期主要是因为收入增幅远超成本费用的增长，导致公司盈利水平大幅提升。由于风电的边际变动成本基本为零，因此风机利用小时、售电收入增加时，公司的毛利基本会等额增长。1季度公司售电收入增长43.2%，而电力销售成本仅增加了10.0%，导致1季度公司的毛利率同比增加14个百分点至52.5%。同时，公司的一些费用项目、所得税率低于预期，以及额外收益都导致税后净利润有更大幅度的增长。1季度公司净利润率高达29.4%，同比大增19.5个百分点。
- 经营趋势预测：**由于弃风率大降以及风资源改善，我们估计1季度公司风机利用小时数提高超过30%。不过我们认为今年余下三个季度，利用小时数很难达到同等增幅，主要基于三个理由：1) 17年1季度基数较低（风资源一般），2) 2017年后三个季度的弃风率已经有明显降低，3) 无法预期未来风资源是否和1季度一样好。
- 盈利预测与估值：**虽然我们预计公司未来几个季度的盈利很难达到1季度的水平，不过仍需大幅提高盈利预测来反映公司经营状况的变化。我们把公司2018/19年每股基本盈利预测调高27.7%/29.6%至0.190元/0.225元人民币。我们调高公司目标价至2.10港元（原1.58港元），相当于我们2018/19年预测市盈率8.9倍/7.5倍，及2018年市账率1.18倍。重申买入评级。

#### 个股评级

买入

#### 1 年股价表现



资料来源:彭博

#### 股份资料

52周高位(港元)	1.62
52周低位(港元)	0.74
市值(港元百万)	11710.66
日均成交量(百万)	6.96
年初至今变化(%)	73.1
200天平均价(港元)	1.0

资料来源:彭博

#### 孙胜权

louis.sun@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3606

#### 财务数据一览

年结 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(百万人民币)	5,786	7,104	8,318	8,925	9,796
同比增长(%)	3.5	22.8	17.1	7.3	9.8
净利润(百万人民币)	198	612	1,384	1,640	1,938
每股盈利(人民币)	0.027	0.084	0.190	0.225	0.266
同比增长(%)	1345.5	208.6	126.2	18.5	18.2
前EPS预测值(人民币)			0.149	0.174	
调整幅度(%)			27.7	29.6	
市盈率(倍)	48	16	6.9	5.78	4.9
每股账面值(人民币)	1.22	1.29	1.45	1.63	1.84
市账率(倍)	1.1	1.01	0.90	0.80	0.7
股息率(%)	0.92	1.38	2.92	3.46	4.09

资料来源:公司资料,交银国际预测

交银国际荣幸地成为即将于香港举行的第71届CFA协会峰会的黄金赞助商。

图表 1: 公司 2018 年 1 季度损益表数据

千人民币	2018 年第 1 季度	2017 年第 1 季度	变化(%)
<b>营业收入</b>	<b>2,285,042</b>	<b>1,591,612</b>	<b>43.6</b>
主营业务收入	2,283,393	1,585,904	44
电力销售收入	2,255,640	1,574,922	43.2
热力销售收入	1,368	443	208.8
其他	26,386	10,539	150.4
其他业务收入	1,649	5,708	-71.1
<b>营业成本</b>	<b>-1,085,757</b>	<b>-979,602</b>	<b>10.8</b>
主营业务成本	-1,084,408	-978,156	10.9
电力销售成本	-1,042,441	-947,412	10
热力销售成本	-11,311	-3,845	194.2
其它	-30,655	-26,899	14
其他业务成本	-1,349	-1,446	-6.7
<b>毛利率 (%)</b>	<b>52.5</b>	<b>38.5</b>	
税金及附加	-26,230	-38,818	-32.4
管理费用	-10,538	-24,991	-57.8
财务费用	-506,843	-421,160	20.3
投资收益	6,481	8,081	-19.8
其他收益	45,551	-	-
<b>营业利润</b>	<b>707,706</b>	<b>135,122</b>	<b>423.8</b>
<b>营业利润率 (%)</b>	<b>31</b>	<b>8.5</b>	
营业外收入	20,658	39,534	-47.7
营业外支出	-41	-768	-94.7
利润总额	728,323	173,887	318.8
所得税	-56,534	-16,037	252.5
所得税率 (%)	7.8	9.2	
<b>净利润(含少数股东权益)</b>	<b>671,790</b>	<b>157,850</b>	<b>325.6</b>
<b>净利润率 (%)</b>	<b>29.4</b>	<b>9.9</b>	
<b>归属普通股股东的净利润</b>	<b>556,369</b>	<b>94,107</b>	<b>491.2</b>
少数股东损益	86,421	34,743	148.7
永续票据利息	29,000	29,000	0

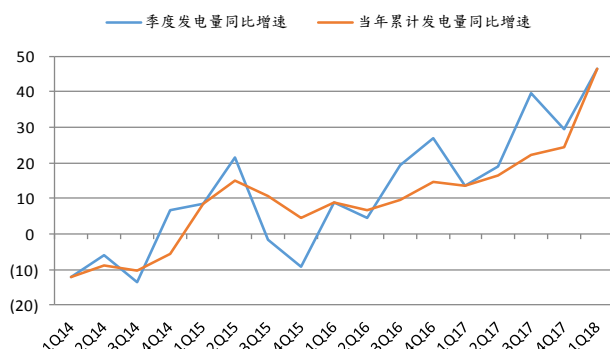
资料来源：公司资料、交银国际 注：根据中国会计准则编制

图表 2: 公司 2018 年 1 季度发电数据

业务板块 及地区分布	1Q18 发电量 (兆瓦时)	1Q18 同比变化率 (%)	4Q17 同比变化率 (%)	3Q17 同比变化率 (%)	2Q17 同比变化率 (%)	2018 年累计 发电量 (兆瓦时)	年累计发电量 同比变化率 (%)
<b>风电业务</b>	<b>4,891,759</b>	<b>46.35</b>	<b>39.62</b>	<b>18.94</b>	<b>13.59</b>	<b>4,891,759</b>	<b>46.35</b>
其中：内蒙古	1,854,978	37.20	52.97	11	18.19	1,854,978	37.20
黑龙江	305,226	81.78	30.12	32.64	2.68	305,226	81.78
吉林	350,740	102.98	37.93	29.25	8.07	350,740	102.98
辽宁	209,876	38.84	66.67	-14.81	18.50	209,876	38.84
河北	69,118	28.57	43.63	-8.86	-16.35	69,118	28.57
河南	68,436	0.61	1.78	-2.13	-6.25	68,436	0.61
山西	350,812	100.78	58.89	49.46	0.45	350,812	100.78
陕西	64,571	9.89	29.4	23.03	18.19	64,571	9.89
宁夏	237,387	23.81	7.18	36.8	92.31	237,387	23.81
甘肃	369,592	61.31	44.56	35.34	6.93	369,592	61.31
云南	216,928	38.91	12.23	1.89	1.49	216,928	38.91
山东	484,267	68.99	7.5	10.34	-2.31	484,267	68.99
广东	23,993	-15.38	1.22	39.99	-17.08	23,993	-15.38
广西	53,199	7.62	-45.16	141.84	82.92	53,199	7.62
上海	151,322	23.43	24.57	9.33	-14.41	151,322	23.43
安徽	23,473	26.07	-20.18	-16.1	-13.12	23,473	26.07
湖北		-	-	-	-		-
贵州	12,003	-13.10	-	-	-	12,003	-13.10
重庆	19,286	-0.45	-	-	-	19,286	-0.45
福建	26,553	-	-	-	-	26,553	-
<b>太阳能业务</b>	<b>73,294</b>	<b>21.73</b>	<b>-0.25</b>	<b>32.11</b>	<b>18.69</b>	<b>73,294</b>	<b>21.73</b>
<b>合计</b>	<b>4,965,053</b>	<b>45.92</b>	<b>38.5</b>	<b>19.15</b>	<b>13.68</b>	<b>4,965,053</b>	<b>45.92</b>

资料来源：公司资料、交银国际

图表 3: 公司风力发电量单季度及当年累计同比增速变化情况 (%)



资料来源：公司资料、交银国际

图表 4: 大唐新能源关键业务数据及预测

	2014年	2015年	2016年	2017年	2018E	2019E	2020E
风力	当年新增核准 (兆瓦)	796.9	1,308.7	868.5	1,024.5		
	年底装机量 (兆瓦)	5,915.6	7,029.0	8,345.5	8,647.0	9,247.0	10,047.0
	其中: 当年新装	197.0	1,113.4	1,346.5	301.5	600.0	800.0
	利用小时	1,803	1,745	1,753	1,899	2,120	2,150
	发电量 (亿千瓦时)	101.1	105.6	120.8	150.4	179.5	194.5
	电价 (含税, 人民币)	0.596	0.590	0.570	0.560	0.545	0.540
光伏	年底装机量 (兆瓦)	117.5	117.5	147.5	177.5	207.5	237.5
	其中: 当年新装	-	-	30.0	30.0	30.0	30.0
	利用小时	1,653	1,544	1,476	1,474	1,470.0	1,470.0
	发电量 (亿千瓦时)	1.9	1.8	1.9	2.3	2.8	3.2
	电价 (含税, 人民币)	1.003	0.950	0.931	0.912	0.894	0.876
<b>总发电量 (亿千瓦时)</b>	<b>103.3</b>	<b>107.7</b>	<b>123.0</b>	<b>153.0</b>	<b>182.5</b>	<b>198.0</b>	<b>219.7</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 风电主要公司季度风力发电量增长情况

季度	同比 (%)				环比 (%)			
	大唐新能源	龙源电力	华能新能源	行业整体	大唐新能源	龙源电力	华能新能源	行业整体
1Q14	-12.0	8.8	-6.9	10.8	-18.0	-3.1	-6.1	-8.8
2Q14	-6.0	1.1	2.8	12.7	3.0	-2.4	12.0	11.0
3Q14	-13.4	-10.2	-16.9	1.9	-29.0	-25.4	-39.1	-28.2
4Q14	6.5	18.2	35.3	18.1	77.0	67.6	111.0	62.5
1Q15	8.6	17.5	23.6	24.7	-16.0	-3.7	-14.2	-3.7
2Q15	21.4	26.8	33.4	27.5	15.0	5.4	20.8	13.5
3Q15	-1.5	9.5	9.5	16.3	-42.0	-35.6	-45.4	-34.5
4Q15	-9.2	-4.9	3.4	8.1	63.0	45.6	82.6	51.0
1Q16	8.8	6.2	29.0	21.0	0.0	7.5	7.2	7.8
2Q16	4.6	10.8	33.0	27.3	10.5	10.0	24.6	19.4
3Q16	19.5	21.2	40.5	33.8	-33.9	-29.6	-42.4	-31.2
4Q16	27.1	29.9	32.4	37.7	73.7	56.1	72.0	55.4
1Q17	13.6	12.3	30.3	25.2	-10.5	-7.1	5.3	-2.0
2Q17	18.9	9.8	1.2	17.4	15.7	7.5	-3.0	11.9
3Q17	39.6	22.8	20.7	38.3	-22.4	-21.2	-31.2	-18.9
4Q17	29.3	16.8	13.3	29.5	60.9	48.5	61.4	45.6
1Q18	46.4	33.2	19.8	39.1	1.3	5.9	11.3	5.3

资料来源: 各公司资料, 交银国际

## 财务数据

### 损益表(百万人民币)

年结 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,786	7,104	8,318	8,925	9,796
营业成本	(3,324)	(3,688)	(3,985)	(4,303)	(4,668)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>4,932</b>	<b>6,028</b>	<b>7,418</b>	<b>7,986</b>	<b>8,763</b>
息税折旧前利润率(%)	85.2	84.9	89.2	89.5	89.5
折旧及摊销	2,830	3,159	3,416	3,702	4,009
<b>息税前利润</b>	<b>2,136</b>	<b>2,929</b>	<b>4,002</b>	<b>4,284</b>	<b>4,754</b>
息税前利润率(%)	36.9	41.2	48.1	48.0	48.5
净利息支出	1,735	1,870	1,901	1,823	1,841
税前利润	401	1,059	2,102	2,461	2,912
所得税开支	108	156	316	395	496
净利润	293	903	1,785	2,066	2,416
永续票据利息	0	116	116	116	116
少数股东权益	95	175	286	310	362
<b>归属母公司股东的净利润</b>	<b>198</b>	<b>612</b>	<b>1,384</b>	<b>1,640</b>	<b>1,938</b>
净利润率(%)	5.1	12.7	21.5	23.1	24.7

### 资产负债表(百万人民币)

截至 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>总资产</b>	<b>68,792</b>	<b>70,548</b>	<b>70,927</b>	<b>74,198</b>	<b>77,749</b>
<b>非流动资产</b>	<b>63,161</b>	<b>62,826</b>	<b>61,733</b>	<b>64,461</b>	<b>67,233</b>
固定资产净值	57,914	58,088	57,004	59,756	62,561
无形资产	807	635	639	645	654
长期投资	686	739	739	739	739
预付土地租赁款项	0	0	0	0	0
其他非流动资产	3,754	3,364	3,352	3,321	3,279
<b>流动资产</b>	<b>5,631</b>	<b>7,722</b>	<b>9,194</b>	<b>9,737</b>	<b>10,516</b>
现金及短期投资	1,179	1,279	1,497	1,606	1,763
已抵押银行存款	0	0	0	0	0
应收账款	2,801	5,042	5,906	6,247	6,720
存货	114	138	148	158	169
预付土地租赁款项	1,537	1,262	1,641	1,723	1,861
其它流动资产	0	0	2	2	3
<b>总负债</b>	<b>55,086</b>	<b>56,179</b>	<b>55,165</b>	<b>56,814</b>	<b>58,453</b>
<b>流动负债</b>	<b>20,511</b>	<b>21,262</b>	<b>20,596</b>	<b>22,589</b>	<b>24,569</b>
短期借款	10,166	13,315	10,971	12,291	13,339
应付账款	2,362	1,429	1,992	2,109	2,242
其他流动负债	7,982	6,518	7,632	8,189	8,988
<b>长期负债</b>	<b>34,576</b>	<b>34,917</b>	<b>34,570</b>	<b>34,225</b>	<b>33,885</b>
可换股债券	0	0	0	0	0
长期借款	34,551	34,895	34,547	34,201	33,859
其他负债	24	22	23	24	26
<b>权益总额</b>	<b>13,706</b>	<b>14,369</b>	<b>15,761</b>	<b>17,383</b>	<b>19,296</b>
股本	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274
储备	1,626	2,141	3,248	4,560	6,110
永续票据	1,979	1,979	1,979	1,979	1,979
少数股东权益	2,826	2,975	3,260	3,570	3,933

资料来源:公司资料,交银国际预测

### 现金流量报表(百万人民币)

年结 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,883</b>	<b>3,205</b>	<b>7,858</b>	<b>7,858</b>	<b>8,658</b>
净利润	401	1,059	1,785	2,066	2,416
折旧及摊销	2,830	3,159	3,416	3,702	4,009
营运资本变动	(942)	(2,895)	805	322	449
其他营运资产及负债变动	1,594	1,882	1,852	1,767	1,784
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,616)</b>	<b>(4,513)</b>	<b>(2,647)</b>	<b>(6,456)</b>	<b>(6,862)</b>
资本支出净额	(6,082)	(4,503)	(2,339)	(6,468)	(6,823)
长期投资变动	0	0	(20)	0	0
其他资产变动	465	(10)	(288)	13	(39)
<b>融资活动现金流</b>	<b>1,824</b>	<b>1,366</b>	<b>(4,988)</b>	<b>(1,293)</b>	<b>(1,639)</b>
股本变动	0	0	0	0	0
负债变动	3,880	3,129	(2,692)	975	706
利息股息	(2,018)	(1,954)	(2,295)	(2,268)	(2,345)
其它长期资产变动	(39)	191	0	0	0
外汇变动影响	(2)	0	(6)	0	0
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>90</b>	<b>58</b>	<b>224</b>	<b>109</b>	<b>157</b>

### 财务比率

年结 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	42.5	48.1	52.1	51.8	52.3
息税折旧摊销前利润率	85.2	84.9	89.2	89.5	89.5
息税前利润率	36.9	41.2	48.1	48.0	48.5
净利润率	5.1	12.7	21.5	23.1	24.7
<b>盈利能力分析(%)</b>					
净资产收益率	2.1	6.4	11.9	12.5	13.2
总资产收益率	0.5	1.3	2.5	2.8	3.2
ROIC	4.7	2.3	10.2	10.3	11.1
<b>偿债能力</b>					
流动比率(倍)	0.27	0.36	0.45	0.43	0.43
速动比率(倍)	0.27	0.36	0.44	0.42	0.42
资产负债率(%)	80.1	79.6	77.8	76.6	75.2
净债务负债率(%)	74.5	76.1	76.6	73.6	72.1
利息保障倍数	1.2	1.6	2.1	2.3	2.6
<b>成长能力(%)</b>					
收益增长率	3.5	22.8	17.1	7.3	9.8
年内(亏损)利润增长率	1345.5	208.6	126.2	18.5	18.2
息税前利润增长率	2.0	37.1	36.6	7.0	11.0
息税折旧摊销前利润增长率	6.9	22.2	23.1	7.7	9.7
总资产增长率	13.1	2.6	0.5	4.6	4.8
<b>营运能力及其他</b>					
平均存货周转天数(天)	8.8	12.3	12.9	12.8	12.6
平均应收账款周转天数(天)	128.7	198.7	236.9	245.1	238.3
股息支付率(%)	44.0	21.4	20.0	20.0	20.0

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来 12 个月的总回报**高于**相关行业。  
**中性：**预期个股未来 12 个月的总回报与相关行业**一致**。  
**沽出：**预期个股未来 12 个月的总回报**低于**相关行业。  
**无评级：**对于个股未来 12 个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。  
**同步：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现与大盘标竿指数**一致**。  
**落后：**分析员预期所覆盖行业未来 12 个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。  
香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A 股市场的标竿指数为 **MSCI 中国 A 股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股 50 (美元) 指数**。



## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及 ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

## 有关商务关系之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、郑州银行股份有限公司、盈健医疗集团有限公司、中粮肉食控股有限公司、河北翼辰实业集团股份有限公司、中国飞机租赁集团控股有限公司、东方证券股份有限公司、无锡市建设发展投资有限公司、国银金融租赁股份有限公司、凤凰医疗集团有限公司、光大证券股份有限公司、中国首控集团有限公司、佳源国际控股有限公司、泸州市兴泸水务(集团)有限公司、中国邮政储蓄银行股份有限公司、招商证券股份有限公司、山东省国际信托股份有限公司、广东康华医疗股份有限公司、中信建投证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、HPC Holdings Limited、国泰君安证券股份有限公司、中原银行股份有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司及安乐工程集团有限公司有投资银行业务关系。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有东方证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有光大证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国联证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Global Investment Limited 现持有国泰君安证券股份有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国宇华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

BOCOM International Prosperity Investment Limited 目前持有中国新华教育集团有限公司的股本证券逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其联属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其联属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递延延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告内所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。