

【广发海外】大唐新能源 (1798.HK)

弃风利润弹性大，存量价值被低估

核心观点

- 18年前四月发电量大幅增长，五月增速疲软

18年前4个月，得益于风况良好和弃风限电的改善，大唐新能源电量增速较快，一季度发电量同比增速46.35%。从已公布五月发电量的几家大型风电运营商来看，五月单月同比风电电量增速明显放缓，主要由于北方地区风资源情况不太好。我们预计大唐新能源5月单月发电增速不快，不过全年仍能保持20%以上电量增速。

- 限电地区改善明显，利润增长弹性最大

公司累计风电装机在限电地区较多（约为63.6%），今年以来弃风率改善明显。得益于国家出台配额制征求意见稿和促进跨省交易，预计将明显促进限电严重地区的可再生能源消纳。与同行业其他公司相比，大唐新能源净利润对弃风率的变动最为敏感。预计公司2018年弃风率能下降到10%以下。2020年弃风率将达到国家电网规划的5%的目标。

- 风电竞争政策利好存量装机

由于出台风电竞争配置政策，已投产获核准的风电装机成为十分有利的资源。我们用风电市值除以已核准的装机容量来衡量投资价值，与同行业其他大型企业相比，大唐新能源的比值最低。公司存量资产价值低估。

- 盈利预测与投资评级

我们假设18-20年新增装机均为600MW左右，风电利用小时数为2090、2164和2215小时。我们对2018-2020年EPS分别为人民币0.187元、0.232元、0.269元，维持“买入”评级。

- 风险提示

市场交易导致电价下降风险，风况与限电率恶化风险，新能源补贴不确定性风险，借贷资金利率上行风险，港元与人民币汇率波动风险。

盈利预测：

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(RMB百万元)	5,786	7,104	8,304	9,040	9,806
增长率(%)	4	23	17	9	8
净利润(RMB百万元)	198	728	1,359	1,686	1,956
增长率(%)	1346	267	86	24	16
EPS (RMB元/股)	0.027	0.100	0.187	0.232	0.269
市盈率(P/E)	42.0	11.4	6.0	4.9	4.5
市净率(P/B)	0.81	0.78	0.76	0.74	0.72

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	1.43 港元
前次评级	买入
报告日期	2018-06-20

相对市场表现



分析师：韩玲, S0260511030002

☎ 021-60750603

✉ hanling@gf.com.cn

相关研究：

【广发海外】大唐新能源 2018-05-01

(1798.HK)：弃风率大幅改善，业绩提升弹性大

【广发海外】大唐新能源 2018-04-01

(1798.HK)：限电改善明显，业绩大幅增加

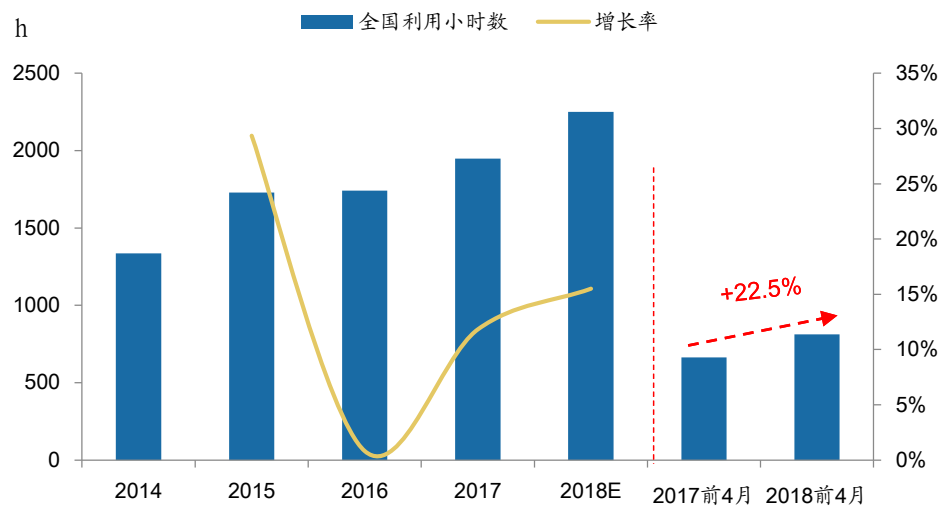
目录索引

2018 年前四月发电量大幅增长，五月增速疲软	3
限电地区改善明显，利润改善弹性最大	4
风电竞争政策利好存量装机	5
盈利预测与投资评级	5
风险提示	5

一. 2018年前四月发电量大幅增长，五月增速疲软

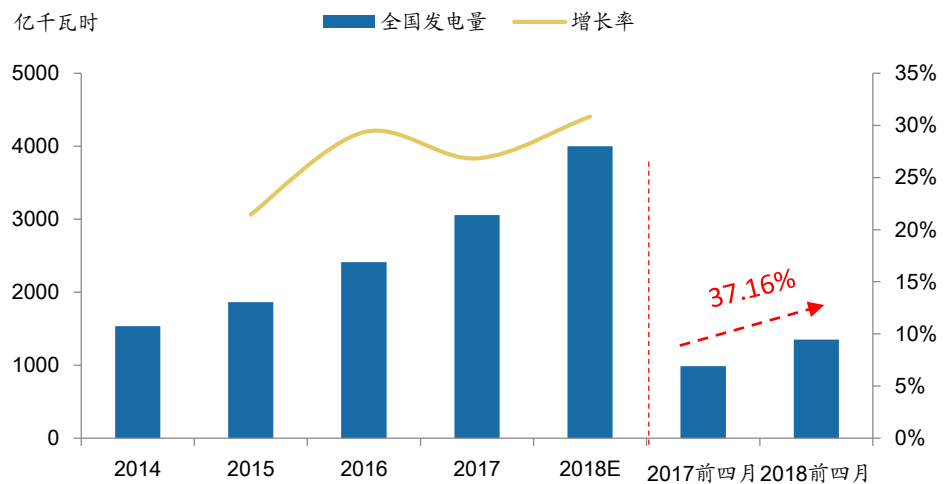
得益于风况良好和弃风限电的改善，2018年一至四月份全国风电利用小时达812，同比增加149小时，其中4月利用小时数220，同比增加25小时。2018年1-4月份，风电行业发电量整体显著增加。2018年1-4月，全国新增风电并网534万千瓦。到2018年4月底，全国累计风电并网16846万千瓦。风力发电量前4月1351亿千瓦时，同比增长37.16%。相比一季度的同比增速42.5%，四月的发电量同比增速明显放缓，为24.8%。已公布五月发电量的几家大型企业五月同比增速均为低迷，平均为1.8%，且限电地区多为负增长。由于大唐新能源一季度业绩大幅增长（发电量同比增速46.35%，高于同行业），预计后期增速虽不及一季度，全年发电量依然能保持20%左右增长。

图1：2014年至2018年全国利用小时数



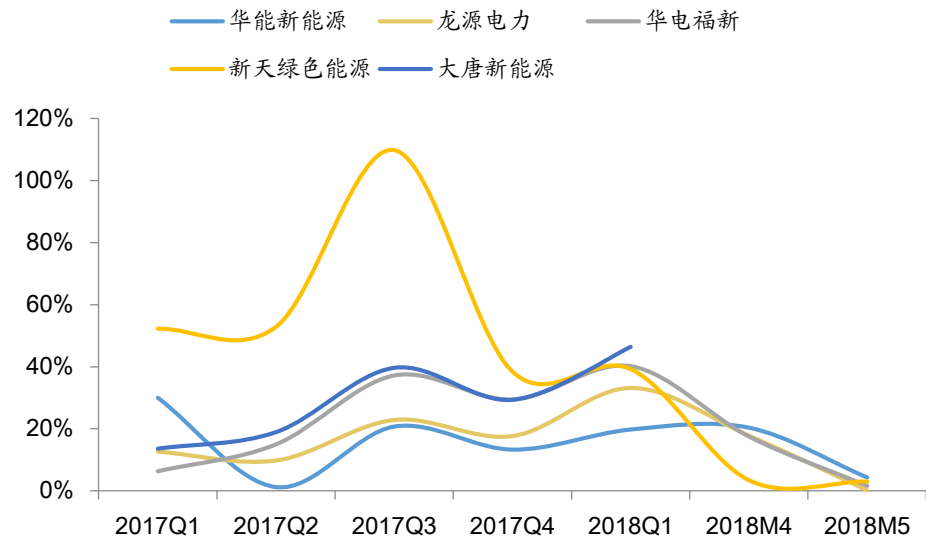
数据来源:国家能源局, 广发证券发展研究中心

图2：2014-2018全国风电发电量统计



数据来源:国家能源局, 广发证券发展研究中

图3: 五家公司2017Q1至2018五月发电量同比增速



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

二. 限电地区改善明显, 利润改善弹性最大

2018 国家出台配额制征求意见稿和促进跨省交易, 预计将明显促进限电严重地区的可再生能源消纳, 而大唐新能源累计风电装机在限电地区较多 (约为 63.6%)。

公司弃风率从 2017 年开始到 2018 年一季度得到持续改善, 所以我们认为公司 2018 年全年弃风率能下降到 10% 以下。2020 年的弃风率将继续改善达到 5% 的目标。预计公司 18、19 年利用小时数可达 2090、2164、2215 小时左右。

我们对港股五家风电运营商的净利润进行弃风率的敏感性分析。在五家公司中, 大唐新能源的净利润对弃风率的改善最为敏感, 弃风率每下降 1 个百分点净利润就上升 9.38% 左右。一季度大唐新能源的弃风率从 2017 年的 15.28% 降至 11%, 全年有望降至 10% 以下, 弃风率的大幅下降对其利润改善可观。

表 1: 18 年净利润对弃风率的敏感性分析

弃风率下降百分点	1 个百分点	2 个百分点	3 个百分点	4 个百分点	5 个百分	6 个百分点
2018E 利润变动幅度						
大唐新能源	+9.38%	+18.76%	+28.14%	+37.52%	+46.90%	+56.28%
龙源电力	+4.17%	+8.34%	+12.51%	+16.68%	+20.85%	+25.02%
新天绿色能源	+2.82%	+5.82%	+8.82%	+11.82%	+14.82%	+17.82%
华能新能源	+2.83%	+5.66%	+8.48%	+11.31%	+14.14%	+16.97%
华电福新	+0.80%	+1.60%	+2.40%	+3.19%	+3.99%	+4.79%

数据来源: 公司资料, 广发证券发展研究中心

注: 初始情况假设 18 年的弃风率和风况与 17 年的相同, 风况不变仅下调弃风率来测算利润变动,

三. 风电竞争政策利好存量装机

2018年5月24日，国家能源局发布《关于2018年度风电建设管理有关要求的通知》，其中的风电竞争配置政策较受关注。我们认为此项竞争配置政策对大唐近几年新增装机规模影响不大。大唐核准未投产的装机容量接近5GW，足以扩张至2020年。

经敏感性测算，在最坏的情况下，即假设19年和20年新投产的装机均适用新政，引起的电价下调幅度分别为15%，20%，大唐新能源19年利润和20年利润比原先预期的分别下降1.88%和3.44%，波动非常小。

与全行业相比，在竞价上网的背景下，之前获得核准的装机容量成为十分有利的资源，这部分装机会享有较高的上网电价。我们用四家运营公司的风电市值分别除以其对应的已核准的装机容量（包括在建装机容量和已投产装机容量），来作为衡量四家公司未来获利能力和投资价值的一个因素。与其他大型企业相比，大唐的比值最低，增长弹性较大。随着限电地区改善，相应的装机效能释放良好，预计大唐2018年利润增长幅度将高于同行业其他企业。

表 2: 风电市值与累计核准装机及累计投产装机比较（市值更新于 6 月 11 日）

公司名称	风电市值 (亿元 HKD)	2018 年前累计核准 装机 (GW)	市值/累计核准装机	2017 年底累计投 产装机(GW)	市值/累计投产装机
龙源电力	510.55	25.70	19.9	18.4	27.8
华能新能源	297.77	15.56	19.1	11.5	25.7
新天绿色能源	81.65	6.55	12.5	3.3	24.4
大唐新能源	113.00	13.65	8.3	8.6	13.1
华电福新	60.24	10.80	5.6	7.7	7.8

数据来源：公司公告，Wind，广发证券发展研究中心

四. 盈利预测与投资评级

关键盈利假设：

根据公司指引，2018-2020年每年新增风电控股装机均为600MW，我们预测平均利用小时数分别为2090、2164和2215。

根据公司指引，2018、2019、2020年每年新增光伏控股装机均为90MW、90MW、126MW，我们预测平均利用小时数为1525、1500、1500小时。

2018年6月14日，大唐新能源(1798.hk)收盘价为1.52港币。我们对公司2018-2020年EPS分别为人民币0.187元，0.232元和0.269元，公司业绩受益于弃风限电改善弹性大，维持为“买入”评级。

五. 风险提示

市场交易导致电价下降风险，风况与限电率恶化风险，新能源补贴不确定性风险，借贷资金利率上行风险，港元与人民币汇率波动风险。

	单位: RMB百万元				
至12月31日	2016	2017	2018	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,166	1,224	1,413	1,538	1,668
应收帐款	4,225	6,305	4,985	5,427	5,887
库存	114	138	161	175	190
其他流动资产	124	55	100	100	101
流动资产总计	5,631	7,722	6,659	7,240	7,847
固定资产	57,914	58,088	62,612	64,815	67,014
无形资产	807	635	635	635	635
其他长期资产	4,440	4,103	4,219	4,469	4,730
长期资产总计	63,161	62,826	67,466	69,919	72,378
总资产	68,792	70,548	74,125	77,160	80,225
应付帐款	2,470	1,519	1,799	1,920	2,051
短期债务	10,166	13,315	15,975	16,611	17,244
其他流动负债	7,874	6,429	5,323	5,100	5,101
流动负债总计	20,511	21,262	23,096	23,631	24,395
长期借款	34,160	34,507	36,031	38,231	40,231
其他长期负债	416	410	410	410	410
长期负债总计	34,576	34,917	36,441	38,641	40,641
股本	7,274	7,274	7,274	7,274	7,274
股东权益	10,879	11,394	11,694	11,994	12,295
少数股东权益	2,826	2,975	2,894	2,894	2,894
总负债及权益	68,792	70,548	74,125	77,160	80,225

	单位: RMB百万元				
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	5,786	7,104	8,304	9,040	9,806
经营费用	-3,861	-4,445	-4,734	-5,052	-5,396
息税折旧前利润	4,951	6,027	7,210	7,824	8,449
折旧及摊销	-2,830	-3,159	-3,435	-3,631	-3,833
经营利润(息税前)	2,122	2,868	3,775	4,193	4,616
净利息收入/(费用)	-1,724	-1,875	-1,968	-1,977	-2,062
其他收益/(损失)	4	66	32	30	31
税前利润	401	1,059	1,839	2,246	2,585
所得税	-108	-156	-276	-337	-388
少数股东权益	-95	-175	-205	-223	-242
净利润	198	728	1,359	1,686	1,956
每股收益 (RMB)	0.027	0.100	0.187	0.232	0.269
EBITDA	4,951	6,027	7,210	7,824	8,449
每股股息 (RMB)	0.014	0.014	0.056	0.070	0.081
收入增长(%)	4	23	17	9	8
息税前利润增长	2	35	32	11	10
每股收益增长(%)	1,346	267	87	24	16

	单位: RMB百万元				
至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	401	1,059	1,839	2,246	2,585
折旧与摊销	2,830	3,159	3,435	3,631	3,833
净利息费用	1,724	1,875	1,968	1,977	2,062
运营资本变动	-949	-2,898	-1,898	-898	102
税金	-108	-156	-276	-337	-388
其他经营现金流	-14	166	69	68	-408
经营活动产生的现金	3,883	3,205	5,137	6,688	7,786
购买固定资产净值	-6,060	-4,498	-5,498	-6,498	-7,521
投资减少/增加	45	-25	-25	-25	-10
其他投资现金流	399	10	991	1,215	1,063
投资活动产生的现金	-5,616	-4,513	-4,532	-5,307	-6,468
净增权益	127	663	219	300	301
净增债务	7,851	1,093	3,358	2,735	2,764
支付股息	0	-126	-408	-506	-587
其他融资现金流	-6,154	-264	-3,586	-3,784	-3,922
融资活动产生的现金	1,824	1,366	-417	-1,255	-1,443
现金变动	90	58	189	125	-125
期初现金	1,078	1,166	1,224	1,413	1,538

主要财务比率

单位: RMB百万元

至12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	85.6	84.8	86.8	86.5	86.2
息税前利润率(%)	36.7	40.4	45.5	46.4	47.1
税前利润率(%)	6.9	14.9	22.1	24.8	26.4
净利率(%)	3.4	10.2	16.3	3.4	10.2
流动性					
流动比率(倍)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
利息覆盖率(倍)	1.2	1.5	1.9	2.1	2.2
净权益负债率(%)	372.4	369.0	383.3	392.3	401.0
速动比率(倍)	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
估值					
市盈率(倍)	44.6	12.2	6.0	4.9	4.5
市净率(倍)	0.81	0.78	0.76	0.74	0.72
价格/现金流(倍)	2.3	2.8	1.7	1.3	1.1
企业价值/息税折旧前	12.7	10.6	9.3	8.9	8.5
周转率					
存货周转天数	7.6	10.2	11.4	12.0	12.2
应收帐款周转天数	198.7	266.8	244.7	207.3	207.7
应付帐款周转天数	171.6	153.5	117.3	122.0	122.0
回报率					
股息支付率(%)	51.4	14.3	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	1.83	6.53	11.77	14.24	16.11
资产收益率(%)	3.32	4.21	5.26	5.58	5.91

广发海外研究小组

- 欧亚菲：首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富海外研究（团队）第六名。
- 韩玲：首席分析师，工商管理硕士，电力系统自动化学士，12年证券从业经验，6年电力行业从业经验，获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名，2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名，2015年新财富海外研究团队入围，2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦：首席分析师，发展研究中心总经理助理，中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师，32年计算机、光电、集成电路工作和研究经历，13年证券研究所从业经历。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，南洋理工大学工程学学士。2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二名。2016及2017年新财富纺织服装行业最佳分析师入围。2016年进入广发证券发展研究中心。
- 刘峤：研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：研究助理，统计学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001 号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2 号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号 国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。