

【广发海外】大唐新能源 (01798.HK)

弃风显著改善，业绩大幅增长

核心观点：

● 18年业绩大幅增长

公司披露 2018 年业绩公告，全年公司实现主营业务收入人民币 83.2 亿元，同比增长 17.1%，归母净利润人民币 10.9 亿元，同比增长 78.7%，营业利润率为 42.1%，全年业绩实现大幅增长，符合我们之前的预期。我们认为，公司近年来业绩持续攀升的重要原因原因是弃风率的降低，并且随着全国弃风率的进一步改善，这一效应未来将继续发挥积极作用。

● 弃风改善效果显著，存量效益仍有增长空间

2018 年公司实现累计发电量 17,975.2GWH，同比增长 17.5%，其中风电发电量 17,689.8GWH，同比增长 17.6%，符合我们的预期。我们认为公司全年发电量能够取得较大幅度的增长主要受益于弃风率的改善。公司 18 年弃风率为 8.1%，同比降低 7.1 个百分点，利用小时数为 2096 小时，同比增加 191 小时。由于公司在重点弃风省份有较大的风电装机容量和发电量，我们认为随着全国弃风率的进一步改善，存量效益仍有较大增长空间，公司的发电量将保持平稳的增速。

● 新增装机有所放缓，19 年将加速

公司 18 年新增装机有所放缓，全年新增风电装机容量 188.5MW，低于我们之前的预期。我们认为新增装机放缓的主要原因是受环保、征地等要求趋严影响风机建造工期拉长，部分地区尤其是南方风电项目投产进度放慢。随着这部分在建的陆续完工，2019-2020 年将会有大批风电装机并网投产，我们预测 2019-2021 年公司新增风电装机容量为 1000/1000/600MW。

● 应收账款上升幅度较大

2018 年公司应收账款及应收票据金额达人民币 74.7 亿元，同比上升 48.2%，增幅较大主要原因是公司 18 年公司售电收入大幅增长带来的可再生能源补贴应收款增加。应收规模快速增长对公司现金流形成一定的压力，并且部分账龄较大的应收账款也面临一定的减值风险。不过我们认为随着平价上网临近，这种补贴产生和回收在时间上的延迟和错配会逐渐缓解，补贴回收情况会在 19 年之后逐步得到改善。

● 盈利预测与投资评级

2019 年 3 月 29 日，大唐新能源收盘价 0.93 港元。我们预测 2019-2021 年 EPS 分别为人民币 0.186/0.230/0.280 元。我们基于 2019 年 6.0 倍市盈率给予合理价值港币 1.30 元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

来风情况不达预期；新增装机不达预期；补贴、绿证等政策不确定性风险。

盈利预测：

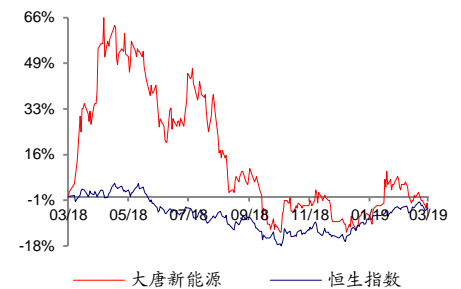
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万CNY)	7,104	8,131	8,990	10,060	11,293
增长率(%)	22.8	14.5	10.6	11.9	12.3
归母净利润(百万CNY)	612	1,093	1,350	1,673	2,035
增长率(%)	208.6	78.7	23.5	24.0	21.6
EPS (CNY/股)	0.084	0.151	0.186	0.230	0.280
市盈率 (P/E)	9.5	5.3	4.4	3.5	2.9
市净率 (P/B)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：所用汇率为 0.856 人民币/港元

公司评级	买入
当前价格	0.93 港元
合理价值	1.30 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-03-29

相对市场表现



分析师：韩玲



SAC 执证号：S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

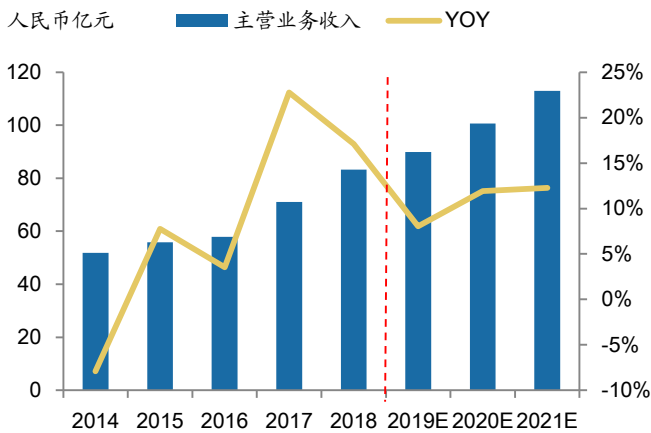
相关研究：

- 【广发海外】大唐新能源 (01798.HK)：四季度发电量略低于预期，全年弃风改善效果显著 2019-01-16
- 【广发海外】大唐新能源 (1798.HK)：三季度发电量好于预期，净利润大幅增长 2018-10-31
- 【广发海外】大唐新能源 (1798.HK)：限电改善明显，业绩大幅增加 2018-08-21

一、18 年业绩大幅增长

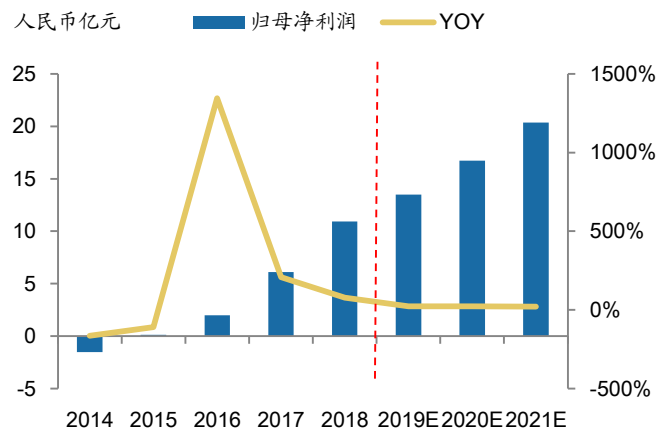
2018年公司实现主营业务收入人民币83.2亿元，同比增长17.1%，归母净利润人民币10.9亿元，同比增长78.7%，营业利润率为42.1%，全年业绩实现大幅增长，营业利润率，净利率均有较大改善，向同业可比公司靠拢。公司业绩持续攀升的重要原因是弃风率的显著降低，并且随着全国弃风率的进一步改善，这一效应未来将继续发挥积极作用。

图 1：公司2014-2021E主营业务收入及增速



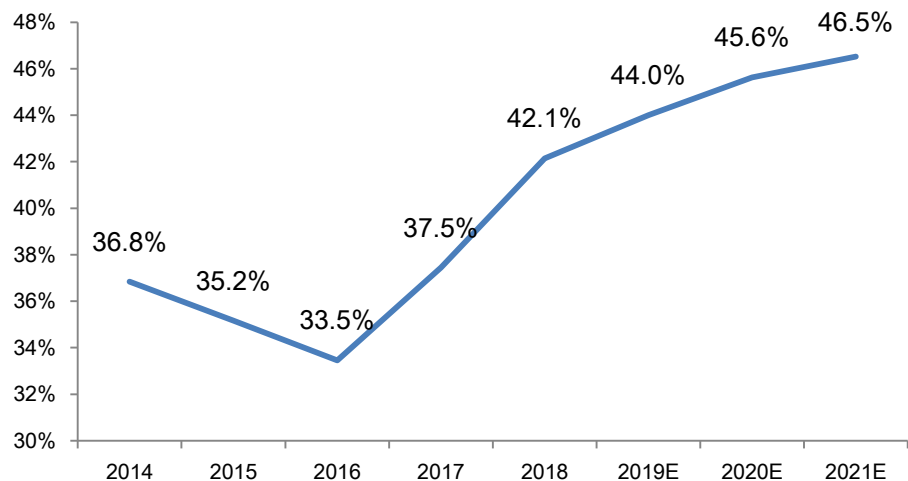
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 2：公司2014-2021E归母净利润及增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 3：公司2013-2018营业利润率

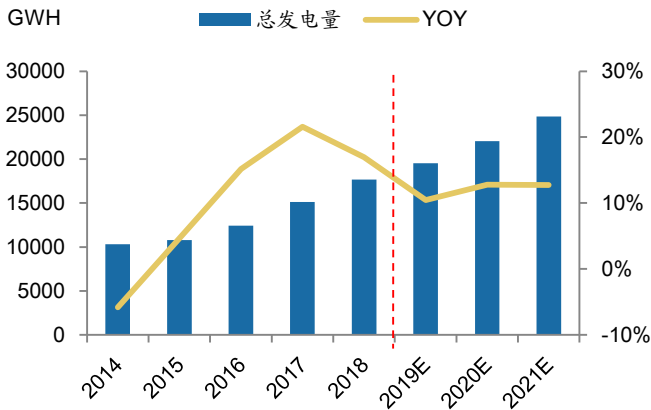


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

二、弃风改善效果显著，存量效益仍有增长空间

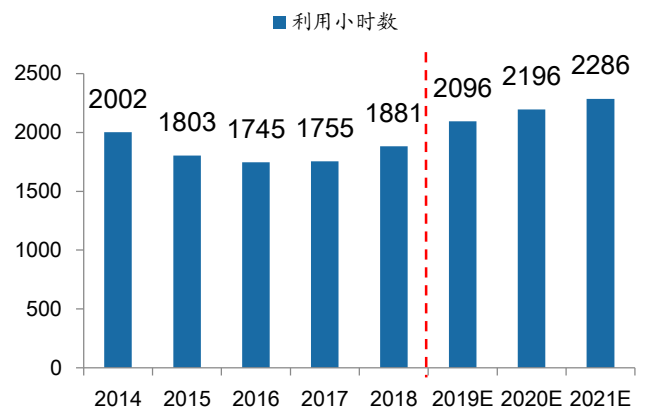
2018年公司实现累计发电量17,975.2GWH，同比增长17.5%，其中风电发电量17,689.8GWH，同比增长17.6%，符合我们的预期。我们认为公司全年发电量能够取得较大幅度的增长主要受益于弃风率的改善。公司18年弃风率为8.1%，同比降低7.1个百分点，利用小时数为2096小时，同比增加191小时。

图 4：公司2014-2021E风电发电量及增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

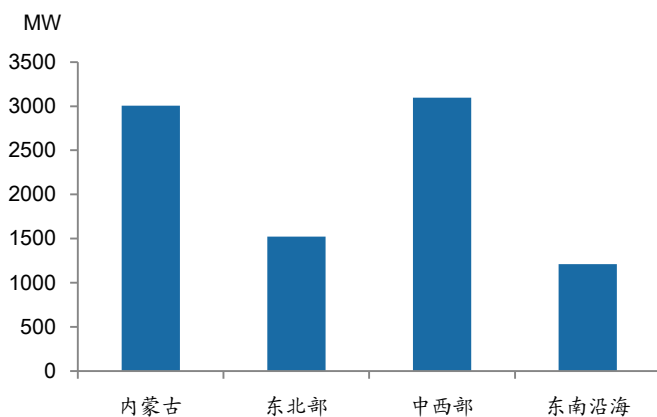
图 5：公司2014-2021E风电利用小时数



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

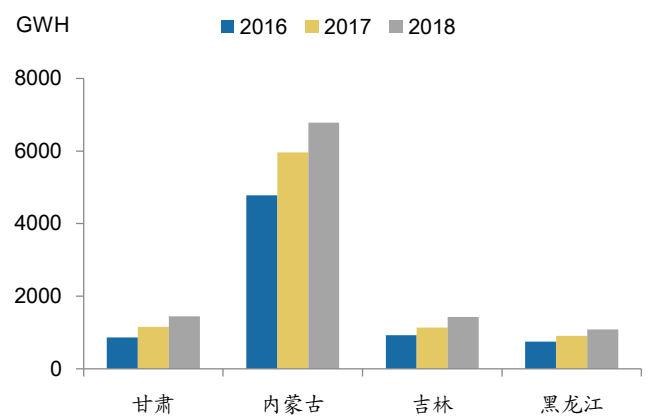
截至2018年底，公司的风电装机主要分布在内蒙古（占比34%）、东北部（占比17%）和中西部（占比35%）这些弃风率较高的地区。18年公司在甘肃、内蒙古、吉林和黑龙江这四个弃风率相对较高的省份风电发电量之和为10740GWH，占风电总发电量的60.7%。公司当前高于行业平均弃风率为公司未来业绩提升提供了空间，随着弃风逐步改善，可以预见未来公司风电利用小时数上升幅度要高于行业平均，同时三北弃风区域的风资源要优于南方地区，我们认为未来三年公司将继续保持高于行业平均的业绩增长率，毛利率及盈利水平逐渐向同业靠拢。基于以上对弃风率下降的判断，我们预测2019-2021年公司风电利用小时数为2196/2286/2366小时。

图 6：公司风电装机量分布（截至2018年底）



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 7：公司2016-2018主要弃风省份发电量

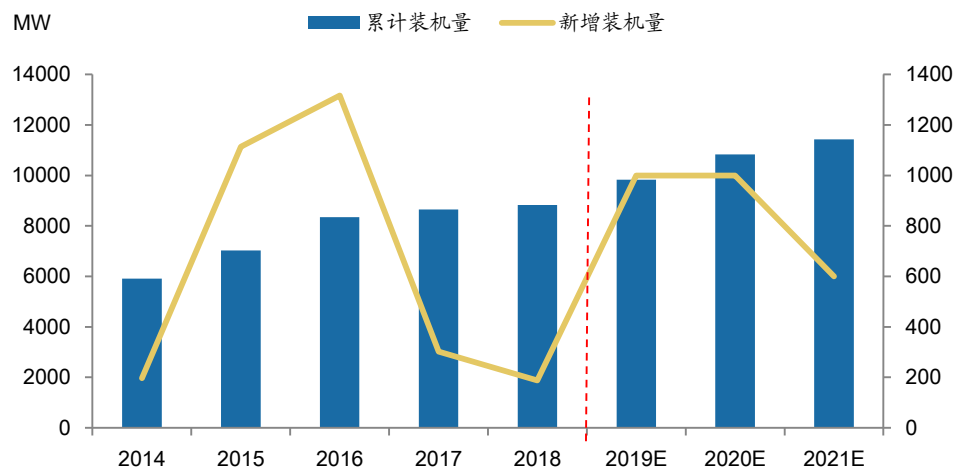


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

三、新增装机有所放缓，19年将加速

公司18年新增装机有所放缓，全年新增风电装机容量188.5MW，低于我们之前的预期。截至2018年底，公司在建项目容量1,772MW（主要为风电及少量光伏），分布于黑龙江、辽宁、江苏、广西、山西、安徽、宁夏及北京多个省市。由于受环保、征地等要求趋严影响风机建造工期拉长，部分地区尤其是南方风电项目投产进度放慢，随着这部分在建的陆续完工，2019-2020年将会有大批风电装机并网投产，我们预测2019-21年公司新增风电装机容量为1000/1000/600MW。

图 8：公司2014-2021E风电累计装机量和新增装机量

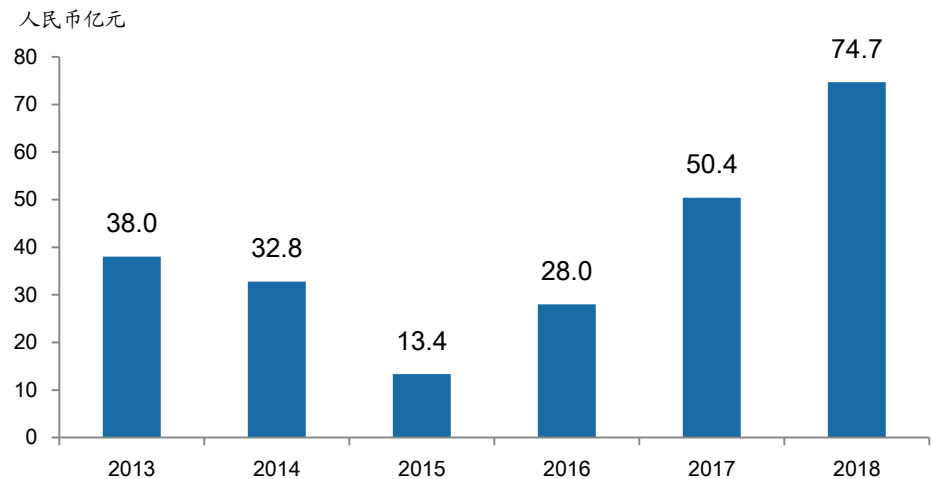


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

四、应收账款上升幅度较大

2018年公司应收账款及应收票据金额达人民币74.7亿元，同比上升48.2%，增幅较大主要原因是公司18年公司售电收入大幅增长带来的可再生能源补贴应收款增加。并且由于公司18年之前收入相对较少，相应补贴规模较低，18年的补贴回收进度相比增加额并不乐观，应收规模快速增长对公司现金流形成一定的压力，并且部分账龄较大的应收账款也面临一定的减值风险。不过我们认为随着平价上网临近，这种补贴产生和回收在时间上的延迟和错配会逐渐缓解，补贴回收情况会在19年之后逐步得到改善。

图 9: 公司 2013-2018 应收账款及应收票据



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资评级

我们预测2019-2021年公司风电装机增量分别为1000/1000/600MW, 利用小时数分别为2196/2286/2366小时, 主营业务收入分别为人民币89.9/100.6/112.9亿元, 归母公司净利润分别为人民币13.5/16.7/20.4亿元, EPS为人民币0.186/0.230/0.280元, 对应当前股价PE分别4.4/3.5/3.0倍, EPS同比增速分别为20.4%/22.1%/20.2%。

作为港股上市风电运营商, 公司在装机分布上和其他可比公司略有不同, 由于其装机在内蒙古有较大占比(截至2018年底占比为34%), 并在其他高弃风率省份区域也有较大分布, 公司弃风率要高于港股其他风电运营商。18年公司弃风率为8.1%, 同港股可比公司的5-6%的弃风率相比仍有较大差距。较高的弃风率使得公司估值相对行业平均较低, 从历史PE来看, 由于最近三年公司净利润变动度较大, 历史PE参考性不强, 但从2017年11月后, 公司PE基本稳定在8-9倍以上, 基本维持在于行业平均。

我们认为进入2019年后公司弃风率和利用小时数水平和其他风电运营商差距将进一步逐步缩小, 盈利水平也基本达到行业平均水平。远观未来, 公司弃风率较高源自于公司位于“红三省”较大规模的装机容量, 不过由于内蒙古等三北地区的风资源要远优于中国东部, 随着特高压线路搭建和跨省电力交易逐步推进等举措进一步解决三消纳问题后, 三北地区利用小时数潜在增长空间较大。我们认为公司当前略低于行业平均的PE水平未能充分反映公司当前的经营情况和增长前景, 未来股价修复到行业平均水平。

2019年3月29日, 大唐新能源(01798.HK)最新收盘价为0.93港元。由于2018年公司风电板块业绩大幅增长, 并且随着弃风率持续改善, 公司的经营和盈利能力将进一步向可比公司水平靠拢, 我们认为2019年公司PE有待修复到行业平均水平, 但同时鉴于目前公司相对较高弃风率和快速增长的应收账款规模, 出于审慎性给予适当折价。综合上述理由, 我们基于2019年6.0倍市盈率给予合理价值港币

1.30元/股，维持“买入”评级。

表 1: 主要可比公司估值情况 (股价为 2019 年 3 月 29 日收盘价)

公司名称	公司代码	股价	股价单位	EPS (单位: 人民币)				PE			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
龙源电力	00916.HK	5.46	港币	0.459	0.488	0.626	0.689	10.5	9.8	7.7	7.0
华能新能源	00958.HK	2.18	港币	0.294	0.292	0.347	0.391	6.4	6.5	5.4	4.8
华电福新	00816.HK	1.74	港币	0.236	0.237	0.322	0.380	6.3	6.3	4.6	3.9
新天绿色能源	00956.HK	2.39	港币	0.253	0.334	0.398	0.450	8.2	6.2	5.2	4.6
金风科技	02208.HK	11.30	港币	0.840	0.901	0.788	0.838	11.8	11.0	12.6	11.8
调整后平均										7.0	6.3

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 表中 EPS 均为 Wind 一致预测, 所用汇率为 0.856 人民币/港元

风险提示

来风情况不达预期风险; 新增装机不达预期风险; 补贴、绿证等政策不确定性风险。

资产负债表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
现金及现金等价物	1224	3633	2697	3018	3388	
应收帐款	6204	8959	8990	10060	11293	
库存	138	168	181	203	227	
其他流动资产	156	41	60	61	62	
流动资产总计	7722	12801	11928	13341	14971	
固定资产	58088	56430	64364	68140	68622	
无形资产	635	564	564	564	564	
其他长期资产	4103	4622	4851	5216	5638	
长期资产总计	62826	61616	69780	73921	74824	
总资产	70548	74417	81707	87262	89795	
应付帐款	1647	465	1913	2079	2295	
短期债务	13315	14627	17969	21058	21070	
其他流动负债	6300	5878	5878	5878	5878	
流动负债总计	21262	20969	25760	29014	29243	
长期借款	34507	35781	37981	39981	41982	
其他长期负债	410	2385	2385	2385	2385	
长期负债总计	34917	38166	40366	42366	44367	
股本	7274	7274	7274	7274	7274	
储备	4120	5018	5318	5619	5922	
股东权益	11394	12292	12592	12893	13196	
少数股东权益	2975	2990	2990	2990	2990	
总负债及权益	70548	74417	81707	87262	89795	

现金流量表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
税前利润	1059	1728	2096	2559	3076	
折旧与摊销	3159	3397	3462	3686	4004	
净利息费用	1875	2099	2194	2365	2511	
运营资本变动	-2898	-1798	-1798	-798	203	
税金	-156	-294	-367	-448	-538	
其他经营现金流	166	173	41	-452	-889	
经营活动产生的现金流	3205	5306	5627	6912	8366	
购买固定资产净值	-4498	-5126	-5126	-6149	-7173	
投资减少/增加	-25	34	34	-10	-10	
其他投资现金流	10	13	0	300	300	
投资活动产生的现金流	-4513	-5080	-5092	-5859	-6883	
净增权益	663	912	300	301	303	
净增债务	1093	2956	6991	5254	2230	
支付股息	-126	-131	-405	-502	-610	
其他融资现金流	-264	-1555	-8357	-5785	-3036	
融资活动产生的现金流	1366	2182	-1471	-732	-1113	
现金变动	58	2409	-936	321	370	
期初现金	1166	1224	3633	2697	3018	
期末现金	1224	3633	2697	3018	3388	

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	84.8	85.2	85.6	85.0	84.4
息税前利润率	40.4	43.4	47.0	48.4	48.9
税前利润率	14.9	21.3	23.3	25.4	27.2
净利率	10.2	15.0	16.3	17.8	19.0
流动性比率					
流动比率(倍)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
利息覆盖率(倍)	1.5	1.7	1.9	2.1	2.2
净权益负债率(%)	368.1	344.6	379.5	402.3	404.9
速动比率(倍)	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5
估值比率(倍)					
市盈率	9.5	5.3	4.4	3.5	2.9
市净率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4
价格/现金流	1.8	1.1	1.1	0.9	0.7
企业价值/息税折旧前利润	10.1	8.9	9.0	8.7	8.0
周转比率					
存货周转天数	10.2	11.4	12.5	12.6	12.8
应收帐款周转天数	264.3	335.7	359.4	340.9	340.3
应付帐款周转天数	153.5	67.2	76.0	121.0	120.0
回报比率(%)					
股息支付率	17.0	30.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率	5.5	9.3	10.8	13.1	15.6
资产收益率	4.21	5.28	5.50	5.83	6.31

利润表		单位: 百万元人民币				
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
销售收入	7104	8131	8990	10060	11293	
经营费用	-4445	-4803	-5034	-5470	-6040	
EBITDA	6027	6930	7692	8550	9531	
折旧及摊销	-3159	-3397	-3462	-3686	-4004	
经营利润(息税前利润)	2868	3533	4230	4864	5527	
净利息收入/(费用)	-1875	-2099	-2194	-2365	-2511	
其他收益/(损失)	66	295	60	60	60	
税前利润	1059	1728	2096	2559	3076	
所得税	-156	-294	-367	-448	-538	
少数股东权益	-175	-217	-263	-321	-386	
归母净利润	612	1,093	1,350	1,673	2,035	
每股收益(人民币)	0.084	0.151	0.186	0.230	0.280	
每股股息(人民币)	0.014	0.045	0.056	0.069	0.084	
收入增长(%)	23	14	11	12	12	
息税前利润增长(%)	35	23	20	15	14	
每股收益增长(%)	209	80	23	24	22	

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，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年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，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、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 武煜：广发海外医药行业首席分析师，上海交通大学硕士，2017年Asia Money评选，获得H股医药研究团队第二、个人第三，香港本地股团队第三。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 王雯：分析师，美国乔治华盛顿大学（George Washington University）金融硕士，从事港股金融板块研究。
- 刘峤：海外必须消费品研究助理，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，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。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加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。
- 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	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路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	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。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。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，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认为可靠，但广发证券不对其准确性、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，如有需要，应先咨询专业意见。

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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

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。