

限电改善明显，费用控制良好

——大唐新能源 (1798.HK) 2018 年半年报点评

海外公司简报

◆**上半年业绩略好于我们预期：**上半年公司收入同比+26%至 43.66 亿元（人民币，下同），归属股东净利同比+108%至 9.47 亿元，EPS 为 0.1223 元；净利增幅好于我们预期（我们预测全年+84%）。截至 6 月底，公司控股装机 8.87GW，同比增长 4.42%；发电量 9,552GWh，同比增长 30.13%。

◆**限电率、利用小时改善明显：**上半年，公司风电限电率下降至 9.8%，同比降低 9.56 个百分点，较全国降幅高 4.56 个百分点；公司平均利用小时 1,115.58，同比提升 18.75%；其中风电平均利用小时 1,122 小时，同比提升 19.23%（全国平均+16%）。限电率和利用小时改善明显，主要是因为公司在“三北”地区装机容量占比大，且随着国家政策出台及特高压外送通道的建成投运，“三北”地区限电大幅缓解。

◆**新增装机稳步推进，市场交易折让环比收窄：**上半年公司风电新增装机约 48MW，预计全年投产目标 500-700MW；2019-2020 年每年不低于 18 年水平。在建项目 2.06GW，有力保障全年 500-700MW 目标的实现。上半年市场化交易电量 25.44 亿千瓦时，占比 27.45%，去年同期 20-21%；交易电价折让幅度为 17.69%，环比去年下半年（18.48%）有所收窄。

◆**费用管控良好，风机造价持续下降：**上半公司费用控制良好，尤其是人工成本，除去折旧摊销费用之外的经营开支占收入比例 12.5%，同比下降 2.5 个百分点；北方地区风场造价目前 6,500-7,000 元/kw，风机造价目前已经降至 3500 元/kw。

◆**维持“买入”评级，下调目标价至 HK\$1.90：**公司尚有 59 亿新能源电价补贴未收回、回款压力较大；料 18 年下半年因基数原因，限电率同比改善不及上半年明显。调整 18 年风电利用小时至 2,100（此前 2,181）、平均含税电价至 0.548 元/kwh（此前 0.565），以使我们的预测更保守，仍然看好公司盈利能力提升。分别下调 18-20 年 EPS 预测 0.3%、1.5%、1%至 0.17、0.19、0.21 元，收入、净利 CAGR 分别为 10%、35%。下调目标价至 HK\$1.90（此前 HK\$2.09），维持“买入”评级。

◆**风险提示：**限电改善、利用小时不达预期；新增装机不及预期等。

业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万人民币）	5,786	7,104	8,176	8,833	9,496
营业收入增长率	3.5%	22.8%	15.1%	8.0%	7.5%
净利润（百万人民币）	198	612	1,222	1,352	1,510
净利润增长率	1346%	267%	84%	10%	11%
EPS（元）（摊薄）	0.03	0.08	0.17	0.19	0.21
ROE（归属股东）（摊薄）	1.8%	6.4%	10.8%	10.8%	10.9%
P/E	45.0	14.6	7.3	6.6	5.9
P/B	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6

资料来源：wind、光大证券研究所预测（股价为 2018 年 8 月 22 日收盘价）

买入（维持）

当前价/目标价：1.41/1.90 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

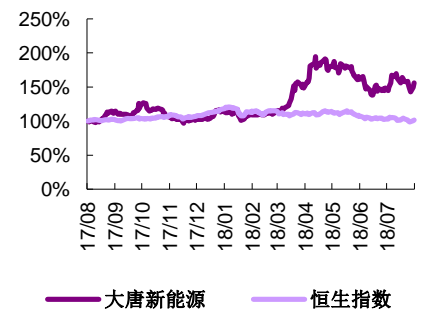
总股本(亿股)：72.74

总市值(亿港元)：102.56

一年最低/最高(港币)：0.86/1.79

近 3 月换手率：16.8%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	7.0	8.9	51.4
绝对	5.3	18.7	53.6

相关研报

1. 大唐新能源 (1798.hk) - 限电改善弹性大，净利大超预期 (2018-4-28)

2. 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)

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	8,176	8,660	-5.6%	8,833	9,361	-5.6%	9,496	10,071	-5.7%
净利润	1,222	1,226	-0.3%	1,352	1,373	-1.5%	1,510	1,525	-1.0%
EPS (元)	0.17	0.17	-0.3%	0.19	0.19	-1.5%	0.21	0.21	-1.0%
净利率	15.0%	14.2%	0.8 pct	15.3%	14.7%	0.6 pct	15.9%	15.1%	0.8 pct

资料来源: 光大证券研究所

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	2.20%	现金流现值	11,921
贝塔	1.15	2025 年 FCF	3,739
风险溢价-%	10.90%	永续增长率	2%
权益成本-%	14.73%	终值折现值	46,695
债务成本-%	4.20%	企业价值	58,616
税率%	14.76%	净债务	-46,598
税后债务成本-%	3.58%	权益价值	12,018
目标负债率-%	70%	股份数 (百万)	7,274
WACC-%	6.92%	DCF 目标价 (港币)	HK\$1.90

资料来源: 光大证券研究所

表 3: DCF 目标价敏感性分析 (HK\$)

永续增长率	WACC						
	5.4%	5.9%	6.4%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%
=1.90							
0.5%	3.02	1.86	0.90	0.09	-0.59	-1.18	-1.69
1.0%	4.00	2.63	1.51	0.59	-0.18	-0.84	-1.40
1.5%	5.24	3.57	2.26	1.19	0.30	-0.44	-1.07
2.0%	6.83	4.76	3.17	1.90	0.87	0.02	-0.69
2.5%	8.97	6.29	4.31	2.77	1.56	0.57	-0.25
3.0%	11.99	8.35	5.78	3.87	2.40	1.23	0.28
3.5%	16.58	11.26	7.76	5.29	3.45	2.04	0.92

资料来源: 光大证券研究所

利润表 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,786	7,104	8,176	8,833	9,496
营业费用	3,861	4,441	4,491	4,888	5,279
折旧和摊销	2,830	3,159	3,372	3,680	3,980
职工薪酬费用	449	465	474	512	551
材料成本	40	56	65	71	76
维修及保养费用	204	186	164	177	190
特许经营权建设服务成本	6	7	7	7	7
其他经营费用	332	567	409	442	475
营业利润	2,115	2,868	3,924	4,205	4,499
利息费用净额	1,735	1,870	2,159	2,263	2,342
享有联营和合营企业投资的利	22	61	61	61	61
除税前利润	401	1,059	1,826	2,003	2,218
所得税	108	156	270	296	327
少数股东损益	95	175	218	239	265
归属公司权益持有人净利	198	728	1,338	1,468	1,626
基本及摊薄 EPS	0.03	0.08	0.17	0.19	0.21

资产负债表 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	68,792	70,548	75,876	80,279	84,167
流动资产	5,631	7,722	8,830	9,547	10,266
货币资金	1,166	1,224	1,635	1,767	1,899
应收账款及票据	2,801	5,042	5,723	6,183	6,647
其他	1,664	1,456	1,472	1,597	1,720
非流动资产	63,161	62,826	67,046	70,732	73,901
物业、厂房及设备	57,914	58,088	62,263	65,904	69,028
无形资产	807	635	629	625	620
其他	4,440	4,103	4,154	4,203	4,253
总负债	55,086	56,179	60,237	63,247	65,593
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	15,639	17,032	18,575
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	2,478	3,632	4,910
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	12,446	13,600	14,878
非控制性权益	2,826	2,975	3,193	3,432	3,696

现金流量表 (百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	3,883	3,205	6,808	7,535	8,036
除税前利润	401	1,059	1,826	2,003	2,218
折旧摊销	2,830	3,159	3,372	3,680	3,980
营运资本变动	-1,904	4,424	218	54	116
其他调整	2,557	-5,437	1,392	1,797	1,721
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	5	-	-	-
已收股息	18	-	-	-	-
其它	426	-15	-	-	-
融资活动现金流	1,824	1,366	1,134	-98	-816
债务增减	-	-	3,579	2,480	1,874
股本增减	-	-	-	-	-
股利支付	-253	-242	-286	-314	-348
其它	2,076	1,608	-2,159	-2,263	-2,342
净现金流	90	58	411	131	133

资料来源: 公司财报, 光大证券研究所

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%	15.1%	8.0%	7.5%
营业利润增长率	1.5%	35.6%	36.8%	7.2%	7.0%
净利润增长率	1345.5%	267.1%	83.9%	9.7%	10.8%
估值指标					
PE	45.0	14.6	7.3	6.6	5.9
PB	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6
EV/EBITDA	11.8	9.6	8.0	7.4	6.9
盈利能力 (%)					
毛利率	36.6%	40.4%	48.0%	47.6%	47.4%
净利率	3.4%	10.2%	16.4%	16.6%	17.1%
ROE	1.8%	6.4%	10.8%	10.8%	10.9%
ROIC	2.7%	4.0%	5.1%	5.1%	5.2%
偿债能力					
资产负债率	80.1%	79.6%	79.4%	78.8%	77.9%
净负债权益比	75.9%	76.4%	76.1%	75.4%	74.4%
流动比率	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.2	0.2	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	0.94	1.04	1.10
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		