

2010年12月9日 星期四

招银证券研究部

大唐新能源 (1798.HK)

基本资料

股份代码	1798 HK
招股日期	07/12/2010-10/12/2010
发售股份数目 (百万)	2,142.6
发售股份占发售股本	30%
超额配股权(百万)	321
发行价 (港元)	2.33-3.18
集资额 (百万港元)	4,992-6,814
保荐人	瑞银、光大控股
主要财务资料	
历史市盈率	59.8-81.6
2010年预期市盈率	35.4-48.3

资料来源：招股书，招银证券整理

投资要点

- 大唐新能源是专注于风电项目开发、管理及运营的中国领先可再生能源公司，根据招股书，以截至2009年底的风电总装机容量计算，公司在中国位列第二，占中国风电总装机容量约10.2%，在全球则位列第八。近年来，公司的风电总装机容量由2007年底的919.1兆瓦增至2009年底的2,619.5兆瓦，复合年增长率为68.8%。截至今年上半年，风电总装机容量为2,717兆瓦，在建项目容量约1,462.4兆瓦。
- 除运营中及在建风电项目外，公司通过与中国22个省及直辖市的地方政府订立发展协议取得丰富的风资源储备，截至今年上半年，总预计容量为约50.7吉瓦，为公司未来发展奠定了坚实基础。公司目标是于2010年底及2011年底前将风电总装机容量分别提高至约4,000兆瓦及约5,500兆瓦。
- 公司风电场主要位于中国的内蒙古、东北、中西部和东南沿海。截至今年上半年，公司风电总装机容量约60%与预计容量的约52%位于内蒙古，该地区属政府划定的第一类风能资源区，上网电价(含增值税)为每千瓦时人民币0.51元，属较低水平。因此，2007年至2009年以及2010年上半年，加权平均上网电价(含增值税)分别为每千瓦时人民币0.586元、人民币0.560元、人民币0.562元及人民币0.559元，低于华能新能源(958.HK)的同期水平。2007-09年，公司风电场的加权平均利用小时数分别为2,144小时、2,255小时和2,159小时，也低于华能新能源的同期水平约10%。且内蒙地区的电网输电能力不足，风电场的建设速度已超越现有电网传输容量，若干风电场日后将会有可能继续受到输电限制，因而存在过度扩张的风险。
- 除了风电业务外，公司还计划发展太阳能及生物质能等其他可再生能源项目。截至今年上半年，公司已与11个中国地方政府订立开发协议，开发其他可再生能源项目，总预计容量为7,828.0兆瓦，其中7,655.0兆瓦为太阳能项目，173.0兆瓦为生物质能项目。
- 2007-09年，公司收入及盈利快速增长，售电收入从2007年的人民币2.86亿元增长3.8倍至2009年的13.84亿元；股东应占溢利由2007年的人民币5,610万元增长3.4倍至2009年的2.48亿元。今年上半年，售电收入及应占溢利分别较去年同期增长51.7%和43.7%至10.43亿元和2.03亿元。我们注意到，公司的净财务费用增长也较快，由2007年的1.1亿元增长到2009年的4.75亿元，而今年上半年净财务费用就达3.15亿元。公司的资产负债比率由2007年的68%，升至今年上半年的80%。目前加息预期已明朗化，沉重的贷款压力未来将影响公司的盈利能力。公司预计2010年股东应占溢利不低于人民币4.05亿元或每股6.59港仙，发行价对应35.4-48.3倍市盈率。

招银视点

- 我们认为，公司未来成长确定，但估值偏高。根据公司未来的发展目标，总装机容量到 2011 年底将达到 5,500 兆瓦，较 2009 年底的 2,619.5 兆瓦增长约 110%。但是公司目前运营风电场及储备项目多位于内蒙古，其上网电价偏低，输电能力是瓶颈，加上公司电场的利用小时数也不及华能，财务费用高企，综合以上因素，我们认为其合理定价应为招股价下限，不建议申购。

财务摘要

人民币百万元	2007	2008	2009	2009	2010
		截至 12 月 31 日止		截至 6 月 30 日止	
收入	390.9	860.3	1,428.1	726.7	1,043.2
其他收入和收益净额	60.0	120.6	206.8	86.7	106.3
折旧及摊销	(117.1)	(212.5)	(552.7)	(243.1)	(395.4)
服务特许权建设成本	(90.9)	(233.5)	(38.9)	(38.9)	-
人工成本	(9.8)	(20.5)	(52.7)	(19.9)	(34.4)
维修及保养	(2.9)	(7.0)	(19.6)	(7.2)	(8.8)
材料成本	(2.2)	(3.2)	(9.4)	(3.8)	(6.1)
其他经营费用	(20.9)	(42.4)	(101.8)	(43.4)	(58.3)
经营利润	207.1	461.8	859.8	457.1	646.5
财务费用	(109.8)	(221.6)	(474.8)	(213.5)	(314.5)
税前利润	97.3	240.2	384.2	243.2	331.1
税项	(6.9)	(21.7)	(17.3)	(24.4)	(41.3)
股东应占溢利	56.1	139.8	248.4	141.0	202.6
每股收益(人民币分)	0.79	1.96	3.48	1.97	2.83

资料来源：招股书、招银证券整理

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-15%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 15%
投机性买入	: 股价于未来 3 个月的潜在涨幅超过 20%，波动性高
投机性卖出	: 股价于未来 3 个月的潜在跌幅超过 20%，波动性高

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受标的资产表现以及其他市场因素影响。招银国际建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合 1986 年英国金融服务法案(投资广告)(豁免)(第 2 号)第 11(3)条 1995 年修正案规定范围的个人，未经招银国际书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。