

# 【广发海外】新天绿色能源 (00956.HK)

## 18年燃气销量超预期，风电发电量稳中有增

### 核心观点：

#### ● 第四季度风电略低于预期

2018年第四季度公司实现风电发电量2,295GWh，同比增长4.45%，略低于预期。全年公司累计实现风电发电量7,676GWh，同比增长13.93%，略低于我们之前的预期。我们测算全年风电利用小时数将创新高达到2480小时。

#### ● 风电板块业绩 2019/20 年稳中有增

我们认为由于（1）河北省弃风率水平较低（18年5%左右），且靠近消纳地弃风率比较稳定（2）不同于风电运营龙头公司，公司每年400-500MW的新增装机规模相对于存量规模比例较大。2019/20年风电板块业绩将持续稳中有增。我们预计19-20年公司风电发电量增长13.6/12.8%。

#### ● 2018年燃气销量大幅增长，批发销量超预期

2018年第四季度，公司燃气业务实现销气量9.1亿立方米，同比增长30.20%，其中批发、零售和CNG/LNG业务分别实现销气量5.9/2.9/0.3亿立方米，分别同比增长31.6%/31.3%/1.64%，第四季度实现销气量大幅增长。

公司全年实现累计销气量26.3亿立方米，同比增长40.0%，其中燃气批发、零售和CNG/LNG业务分别实现累计销气量16.2/9.2/0.9亿立方米，同比增长48.26%/31.52%/4.79%，其中燃气批发业务增速要高于我们之前全年40%的预期，全年增速也高于我们之前35%的预期。

#### ● 河北燃气供需偏紧，19/20 销气量保持稳定增长

我们认为2018年燃气业务大幅增长主要是17年的燃气供给缺口得到补充带来的销量释放，以及河北省燃气需求的持续稳定扩张。考虑到河北省燃气供需持续偏紧，19年公司可能在气源供应上仍面临一定的压力，但不会严重到17年的“气荒”程度，我们预计由于需求持续上涨，2019-20年公司燃气总销量每年增速为20%/15%。

#### ● 盈利预测和投资评级

2019年1月17日，新天绿色能源(00956.HK)收盘价2.05港元，我们预测公司2018-2020年EPS为人民币0.308/0.374/0.439元，对应PE为5.9/4.8/4.1倍。由于公司18年运营表现总体符合预期，19/20年公司预期业绩增长确定性高且增幅度高于行业平均，我们基于2019年6.6倍市盈率给予合理价值2.80港元/每股，并维持“买入”评级。

#### ● 风险提示

燃气供应紧张风险，风电装机新增不及预期风险，来风情况低于预期风险。

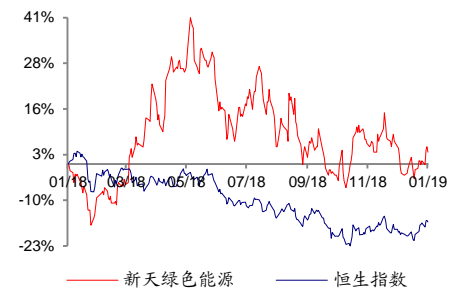
### 盈利预测：

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万 CNY)	4,384	7,058	9,249	10,465	11,828
增长率(%)	3.8	61.0	31.1	13.1	13.0
净利润(百万 CNY)	542	940	1143	1389	1631
增长率(%)	221.7	73.5	21.6	21.5	17.5
EPS (元/股)	0.146	0.253	0.308	0.374	0.439
市盈率 (P/E)	12.4	7.1	5.9	4.8	4.1
市净率 (P/B)	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6

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	2.05 港元
合理价值	2.80 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-01-18

### 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：

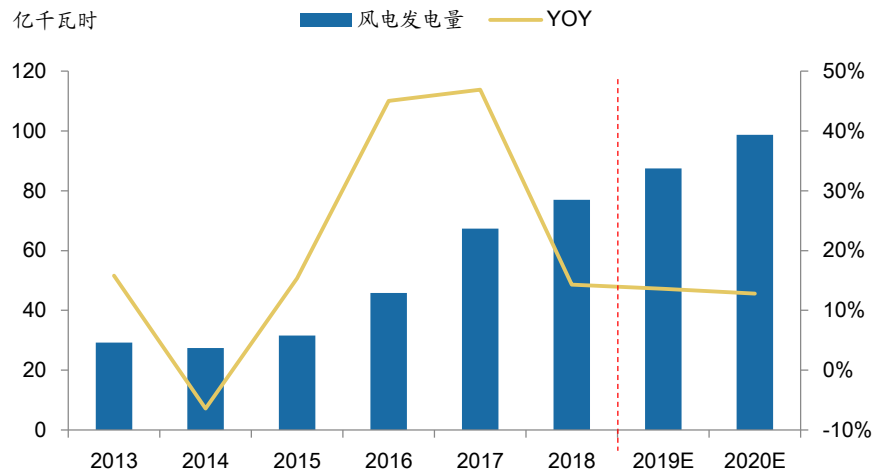
- 【广发海外】新天绿色能源 (00956.HK)：预计18年风电利用小时数再创新高 2018-12-29
- 【广发海外】新天绿色能源 (0956.HK)：三季度经营数据良好 2018-10-15
- 【广发海外】新天绿色能源 (0956.HK)：上半年天然气业务表现突出，风电业务增长稳定 2018-08-29

## 第四季度风电略低于预期，风电板块业绩 2019/20 年稳中有增

**四季度风电低于预期：**2018年第四季度公司实现风电发电量2,295GWh，同比增长4.45%，略低于预期。全年公司累计实现风电发电量7,676GWh，同比增长13.93%，我们测算公司2018年风电利用小时数可达到2480小时。

**展望未来：**我们认为由于（1）河北省弃风率水平较低（18年5%左右），且靠近消纳地弃风率比较稳定（2）不同于风电运营龙头公司，公司每年400-500MW的新增装机规模相对于存量规模比例较大。2019/20年风电板块业绩将持续稳中有增。我们预计19-20年公司风电发电量增长13.6/12.8%。

图 1：公司2013-2020E风电发电量和增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心预测

## 2018 年燃气销量大幅增长，批发销量超预期

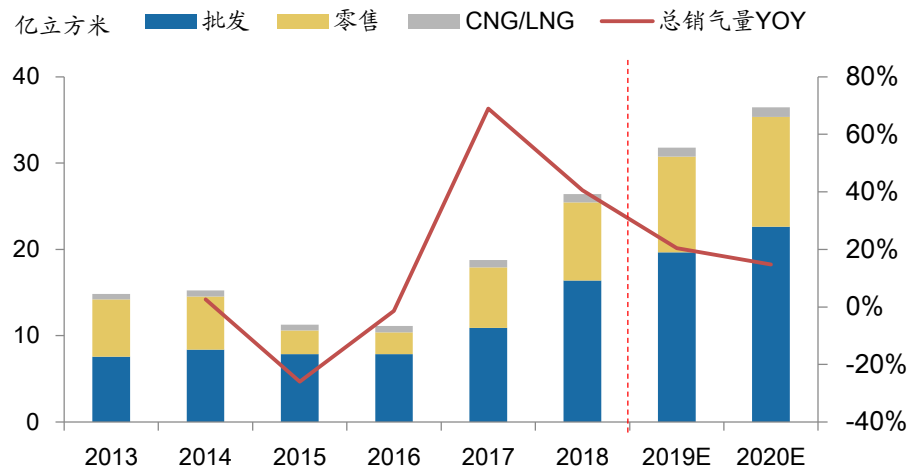
2018年第四季度，公司燃气业务实现销气量9.1亿立方米，同比增长30.20%，其中批发、零售和CNG/LNG业务分别实现销气量5.9/2.9/0.3亿立方米，分别同比增长31.6%/31.3%/1.64%，第四季度实现销气量大幅增长。

公司全年实现累计销气量26.3亿立方米，同比增长40.0%，其中燃气批发、零售和CNG/LNG业务分别实现累计销气量16.2/9.2/0.9亿立方米，同比增长48.26%/31.52%/4.79%，其中燃气批发业务增速要高于我们之前全年40%的预期，全年增速也高于我们之前35%的预期。

## 河北燃气供需偏紧，19/20 销气量保持稳定增长

我们认为2018年燃气业务大幅增长主要是17年的燃气供给缺口得到补充带来的销量释放，以及河北省燃气需求的持续稳定扩张。我们认为，考虑到燃气供需持续偏紧，19年公司可能在气源供应上仍面临一定的压力，但不会严重到17年的“气荒”程度，河北整体呈现燃气供需偏紧的形势。我们预计未来受到下游需求持续攀升带动，2019-20年公司燃气销量每年可分别实现增速20%/15%。

图 2：公司2013-2020E公司燃气分类销气量和总销气量增速



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心预测

## 盈利预测和投资评级

我们假设2018-20年公司新增风电装机容量为450/480/450MW，风电利用小时数是分别为2482/2450/2460，2019-20年风电发电量同比增加13.6%/12.8%，燃气总销量同比增加20.4%/14.8%。

2019年1月17日，新天绿色能源（00956.HK）收盘价为2.05港元，我们预测公司2018-2020年公司EPS分别为人民币0.308/0.374/0.439元，对应当前股价市盈率分别5.9/4.8/4.1倍。由于公司18年运营表现总体符合预期，19/20年公司预期业绩增长确定性高且增幅度高于行业平均，我们基于2019年的行业平均估值6.6倍市盈率给予合理价值2.80港元/每股，并维持“买入”评级。

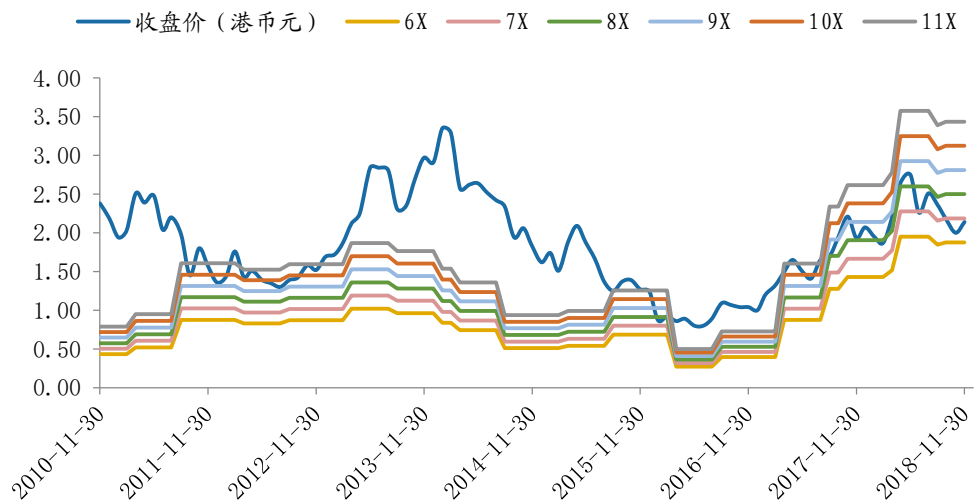
表 1: 主要可比公司估值情况 (股价为 2018 年 1 月 17 日收盘价)

公司名称	公司代码	股价 (港币)	EPS 单位	EPS				PE				
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E	
新天绿色能源	00956.HK	2.05	人民币	0.253	0.308	0.374	0.439	7.1	5.9	4.8	4.1	
龙源电力	00916.HK	5.78	人民币	0.459	0.591	0.653	0.690	11.1	8.6	7.8	7.4	
华能新能源	00958.HK	2.25	人民币	0.290	0.338	0.364	0.392	6.8	5.9	5.4	5.1	
华电福新	00816.HK	1.75	人民币	0.232	0.236	0.260	0.311	6.6	6.5	5.9	5.0	
金风科技	02208.HK	6.72	人民币	0.840	0.901	0.937	0.997	7.0	6.6	6.3	5.9	
天伦燃气	01600.HK	6.55	人民币	0.410	0.590	1.030	1.290	14.1	9.8	5.6	4.5	
昆仑能源	00135.HK	8.57	人民币	0.552	0.702	0.772	0.835	13.7	10.7	9.8	9.0	
<b>调整后平均</b>									<b>7.6</b>	<b>6.6</b>	<b>6.0</b>	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 表中公司 EPS 均为广发证券预测

图 3: 新天绿色能源历史PE情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**风险提示:** 燃气供应紧张风险, 风电装机新增不及预期风险, 来风情况低于预期风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 人民币百万元						单位: 人民币百万元					
至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,491	2,110	2,393	2,713	2,367	税前利润	744	1,205	1,505	1,822	2,121
应收帐款	2,333	3,365	4,164	4,711	17,158	折旧与摊销	776	1,124	1,098	1,233	1,371
库存	45	40	96	108	122	净利息费用	526	752	823	944	1,015
其他流动资产	0	18	225	150	177	运营资本变动	-264	-64	136	621	1,107
<b>流动资产总计</b>	<b>3,869</b>	<b>5,533</b>	<b>6,878</b>	<b>7,683</b>	<b>19,824</b>	税金	-97	-99	-194	-242	-297
固定资产	19,668	22,466	25,248	28,315	31,245	其他经营现金流	-76	-209	-217	-361	-430
无形资产	2,021	1,918	2,000	2,000	2,000	<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>1,609</b>	<b>2,709</b>	<b>3,152</b>	<b>4,018</b>	<b>4,887</b>
其他长期资产	3,816	4,371	4,522	4,848	5,260	购买固定资产净值	-3,994	-4,144	-4,344	-4,544	-4,744
<b>长期资产总计</b>	<b>25,505</b>	<b>28,755</b>	<b>31,770</b>	<b>35,163</b>	<b>38,505</b>	投资减少/增加	320	720	1,120	1,520	1,920
<b>总资产</b>	<b>29,374</b>	<b>34,288</b>	<b>38,649</b>	<b>42,846</b>	<b>58,329</b>	其他投资现金流	65	406	61	61	-292
应付帐款	501	663	1,084	1,131	10,301	<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>-3,609</b>	<b>-3,018</b>	<b>-3,163</b>	<b>-2,963</b>	<b>-3,115</b>
短期债务	5,113	5,764	4,232	4,377	6,224	净增权益	633	967	433	769	772
其他流动负债	2,204	3,046	3,351	3,518	7,213	净增债务	1,817	3,947	3,928	3,428	14,712
<b>流动负债总计</b>	<b>7,818</b>	<b>9,473</b>	<b>8,667</b>	<b>9,027</b>	<b>23,737</b>	支付股息	-56	-120	-130	-130	-131
长期借款	11,933	14,245	18,831	21,946	21,946	其他融资现金流	-1,931	-3,867	-3,937	-4,802	-17,471
其他长期负债	90	69	217	170	171	<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>464</b>	<b>927</b>	<b>294</b>	<b>-735</b>	<b>-2,118</b>
<b>长期负债总计</b>	<b>12,022</b>	<b>14,314</b>	<b>19,048</b>	<b>22,116</b>	<b>22,117</b>	现金变动	-1,536	619	283	320	-347
股本	3,715	3,715	3,715	3,715	3,716	<b>期初现金</b>	<b>3,027</b>	<b>1,491</b>	<b>2,110</b>	<b>2,393</b>	<b>2,713</b>
储备	4,185	4,890	5,679	6,447	7,217	<b>期末现金</b>	<b>1,491</b>	<b>2,110</b>	<b>2,393</b>	<b>2,713</b>	<b>2,367</b>
<b>股东权益</b>	<b>7,900</b>	<b>8,605</b>	<b>9,394</b>	<b>10,162</b>	<b>10,933</b>						
少数股东权益	1,634	1,896	1,540	1,541	1,542						
<b>总负债及权益</b>	<b>29,374</b>	<b>34,288</b>	<b>38,649</b>	<b>42,846</b>	<b>58,329</b>						

## 主要比率

利润表						主要比率					
单位: 人民币百万元						至 12 月 31 日					
至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
销售收入	4,384	7,058	9,249	10,465	11,828	<b>盈利能力</b>					
销售成本	-2,943	-4,750	-6,361	-7,210	-8,159	息税折旧前利润率(%)	43.6	39.9	33.8	34.6	35.2
经营费用	-3,252	-5,374	-7,228	-8,079	-9,036	息税前利润率(%)	25.9	24.0	21.9	22.8	23.7
<b>息税折旧前利润</b>	<b>1,910</b>	<b>2,816</b>	<b>3,125</b>	<b>3,623</b>	<b>4,168</b>	税前利润率(%)	17.0	17.1	16.3	17.4	17.9
折旧及摊销	-776	-1,124	-1,098	-1,233	-1,371	净利率(%)	12.4	13.3	12.4	13.3	13.8
经营利润(息税前利润)	1,134	1,692	2,026	2,390	2,798	<b>流动性</b>					
其他收益/(损失)	-390	-487	-521	-567	-676	流动比率(倍)	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8
<b>税前利润</b>	<b>744</b>	<b>1,205</b>	<b>1,505</b>	<b>1,822</b>	<b>2,121</b>	利息覆盖率(倍)	2.2	2.2	2.5	2.5	2.8
所得税	-97	-99	-194	-242	-297	净权益负债率(%)	186.3	199.5	219.7	231.8	264.7
少数股东权益	-106	-165	-169	-192	-193	速动比率(倍)	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
<b>净利润</b>	<b>542</b>	<b>940</b>	<b>1,143</b>	<b>1,389</b>	<b>1,631</b>	<b>估值比率</b>					
每股收益(CNY)	0.15	0.25	0.31	0.37	0.44	市盈率(倍)	12.6	7.2	5.9	4.8	4.1
收入增长(%)	4	61	31	13	13	市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.7	0.6
息税前利润增长	78	49	20	18	17	价格/现金流(倍)	4.3	2.5	2.2	1.7	1.4
每股收益增长(%)	222	73	22	22	17	企业价值/息税折旧前利润(倍)	13.2	10.1	10.3	9.7	12.1
						<b>周转率</b>					
						存货周转天数	5.2	2.9	3.4	4.5	4.6
						应收帐款周转天数	170.3	145.3	146.5	152.7	332.8
						应付帐款周转天数	56.4	34.9	37.7	42.5	40.9
						<b>回报率</b>					
						股息支付率(%)	44.1	30.0	30.0	30.0	30.0
						净资产收益率(%)	7.1	11.4	12.7	13.7	14.9
						资产收益率(%)	4.5	6.2	6.5	6.8	6.3

## 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：博彩休闲行业首席分析师，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。
- 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）。
- 邓崇静：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。
- 刘娇：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。

## 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	广州市天河北路183号 大都会广场5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 1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
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）。

## 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。