

买入

上半年运营表现符合预期

新天绿色能源 (956.HK)

2020-07-30 星期四

投资要点

目标价: **2.80 港元**
 现价: 2.20 港元
 预计升幅: 27%

➤ **2020 年上半年上网电量同比增长 4.13%:**

根据公司初步统计,截至2020年6月30日,累计完成发电量5,083,049.48兆瓦时,同比增加4.48%;累计完成上网电量4,789,003.69兆瓦时,同比增加4.13%。2020年上半年,公司平均上网电价(不含税)为0.47元/千瓦时,同比增加2.28%;公司市场化交易电量641,177.52兆瓦时,交易电量占比13.39%,同比下降4.04个百分点。

重要数据

日期	2020-07-29
收盘价(港元)	2.20
流通股本(百万股)	18.39
流通市值(百万港元)	4,046
净资产(百万元)	14,750
总资产(百万元)	45,955
52周高低(港元)	2.95/1.24
每股净资产(元)	3.18

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

➤ **2020 年上半年售气量同比增长 13.21%:**

2020年第二季度,公司及子公司按合并报表口径完成售气量约5.47亿立方米,同比增加14.50%。截至2020年6月30日,累计完成售气量约18.69亿立方米,同比增加13.21%。城市燃气受疫情影响较小,政府通过降低终端用户气价有效提升了天然气消费需求,在今年上游气价下行的形势下,预期下半年公司天然气业务将持续稳定增长。

➤ **预期下半年风电投资加快:**

根据中电联发布的最新统计数据,截至6月底,全国发电装机容量20.5亿千瓦,同比增长5.5%。其中,风电2.2亿千瓦,同比增长12.3%。1-6月份,全国主要发电企业电源工程完成投资1,738亿元,同比增长51.5%。其中,风电854亿元,同比增长152.2%。2020年为风电最后抢装,预期下半年风电投资将加快,下半年公司风电板块业务将持续增长。

主要股东

河北建设投资集团有限责任公司
 (50.50%)
 GIC Private Limited (5.46%)

相关报告

更新报告-20191127
 更新报告-20190910
 更新报告-20200410

➤ **维持买入评级,目标价 2.80 港元:**

公司上半年运营表现整体符合预期,我们亦看好公司A股上市后融资渠道的拓宽以及市场流通性的改善。我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况,给予公司目标价2.80港元,相当于2020年6倍PE和0.7倍PB,目标价较现价有27%上升空间,维持买入评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	9,975	11,943	13,882	15,302	16,477
同比增长(%)	41.3%	19.7%	16.2%	10.2%	7.7%
净利润	1,269	1,415	1,561	1,701	1,819
同比增长(%)	35.0%	11.5%	10.3%	9.0%	6.9%
每股盈利(港元)	0.334	0.362	0.420	0.458	0.490
PE@2.20HKD	5.9	5.5	4.7	4.3	4.1
每股股息(港元)	0.13	N/A	0.15	0.16	0.17
股息率	6.3%	N/A	7.4%	8.1%	8.6%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 杨义琼
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

报告正文

2020 年上半年上网电量同比增长 4.13%，售气量同比增长 13.21%：

根据公司初步统计，2020 年第二季度，公司及子公司按合并报表口径完成发电量 2,370,708.07 兆瓦时，同比增加 7.84%；完成上网电量 2,205,603.38 兆瓦时，同比增加 9.56%。截至 2020 年 6 月 30 日，累计完成发电量 5,083,049.48 兆瓦时，同比增加 4.48%；累计完成上网电量 4,789,003.69 兆瓦时，同比增加 4.13%。

2020 年上半年，公司平均上网电价（不含税）为 0.47 元/千瓦时，同比增加 2.28%；公司市场化交易电量 641,177.52 兆瓦时，交易电量占比 13.39%，同比下降 4.04 个百分点。

2020 年第二季度，公司及子公司按合并报表口径完成售气量约 5.47 亿立方米，同比增加 14.50%。截至 2020 年 6 月 30 日，累计完成售气量约 18.69 亿立方米，同比增加 13.21%。

图1：2020 年上半年新能源上网电量（GWH）

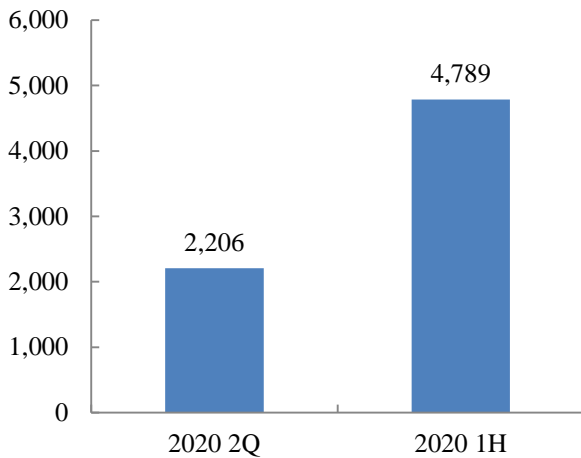


表1：2020 年上半年售气量(百万立方米)

燃气业务	2020 2Q	同比	2020 1H	同比
批发	240.05	1.31%	1,168.05	7.80%
零售	289.66	34.31%	670.01	29.73%
CNG	15.19	-39.57%	28.76	-43.79%
LNG	2.11	-	2.49	-
合计	547.01	14.50%	1,869.31	13.21%

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

预期下半年风电投资加快,公司风电业务稳定增长：

根据中电联发布的最新统计数据，截至 6 月底，全国发电装机容量 20.5 亿千瓦，同比增长 5.5%。其中，风电 2.2 亿千瓦，同比增长 12.3%。1-6 月份，全国主要发电企业电源工程完成投资 1,738 亿元，同比增长 51.5%。其中，风电 854 亿元，同比增长 152.2%。2020 年为风电最后抢装，预期下半年风电投资将加快，下半年公司风电板块业务将持续增长。

维持买入评级，目标价 2.80 港元：

公司上半年运营表现整体符合预期，我们亦看好公司 A 股上市后融资渠道的拓宽以及市场流通性的改善。我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 2.80 港元，相当于 2020 年 6 倍 PE 和 0.7 倍 PB，目标价较现价有 27% 上升空间，维持买入评级。

风险提示：

风电及光伏项目投产因多种因素推迟

政府补贴延后下发影响自有现金流

天然气销量增速放缓

销气毛差下降

表2：行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB		
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	2019	
城市燃气															
0003.HK	香港中华煤气	HKD	10.86	1,930	390.7	406.3	4.0%	93.1	69.7	-25.2%	27.7	23.9	22.3	3.0	
1083.HK	港华燃气	HKD	3.71	110	117.9	129.2	9.6%	12.2	13.1	6.9%	8.4	7.6	7.1	0.6	
0384.HK	中国燃气	HKD	23.70	1,237	595.4	596.7	0.2%	82.2	91.9	11.7%	13.5	11.3	9.7	3.1	
2688.HK	新奥能源	HKD	93.95	1,058	695.5	786.8	13.1%	32.2	63.3	96.8%	16.7	15.9	13.6	3.7	
1193.HK	华润燃气	HKD	38.70	896	516.4	568.9	10.2%	44.5	50.4	13.3%	17.8	16.2	14.4	3.3	
0135.HK	昆仑能源	HKD	6.36	551	1,208.9	1,268.3	4.9%	52.9	62.0	17.2%	8.9	8.0	7.0	1.0	
0392.HK	北京控股	HKD	27.40	346	683.3	684.1	0.1%	75.8	80.5	6.3%	4.3	4.2	3.9	0.5	
1600.HK	天伦燃气	HKD	6.12	61	58.4	73.1	25.3%	6.5	8.8	35.6%	6.9	5.6	4.8	1.4	
行业平均											13.0	11.6	10.4	2.1	
风电															
0916.HK	龙源电力	HKD	4.62	371	302.5	308.2	1.9%	44.8	48.3	7.8%	7.7	7.2	6.2	0.6	
1798.HK	大唐新能源	HKD	0.98	71	94.9	92.9	-2.1%	13.8	10.5	-24.3%	6.8	0.0	0.0	0.6	
0579.HK	京能清洁能源	HKD	2.13	176	187.5	185.3	-1.2%	22.8	23.3	2.5%	7.5	0.0	0.0	0.7	
0182.HK	协合新能源	HKD	0.32	27	16.2	20.6	27.4%	5.7	6.7	17.7%	4.0	3.1	2.5	0.4	
0816.HK	华电福新	HKD	2.42	203	210.5	221.3	5.1%	25.9	27.0	4.2%	7.5	8.5	6.7	0.5	
1811.HK	中广核新能源	HKD	1.36	58	108.8	100.4	-7.8%	6.9	8.7	25.3%	6.7	6.0	5.6	0.8	
2208.HK	金风科技	HKD	6.27	502	327.4	424.9	29.8%	36.7	24.7	-32.8%	10.7	7.4	6.2	0.8	
行业平均											7.3	4.6	3.9	0.6	
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.20	308	114.3	133.9	17.2%	14.5	15.8	9.1%	5.4	5.1	4.7	0.6	

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

财务报表摘要
损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	9,975	11,943	13,882	15,302	16,477
经营成本	(7,116)	(8,638)	(10,106)	(11,195)	(12,139)
毛利	2,860	3,305	3,776	4,106	4,338
其他收入	100	171	186	203	221
行政费用	(502)	(587)	(626)	(721)	(777)
财务开支	(785)	(875)	(1,110)	(1,143)	(1,154)
应占联营公司利润	296	222	224	227	229
其他开支	(219)	(44)	(49)	(53)	(59)
税前盈利	1,743	2,184	2,401	2,617	2,797
所得税	(168)	(356)	(384)	(419)	(448)
少数股东应占利润	307	413	456	497	531
净利润	1,269	1,415	1,561	1,701	1,819
折旧及摊销	600	626	651	675	697
EBITDA	1,533	2,040	2,449	2,656	2,804
增长					
总收入 (%)	41%	20%	16%	10%	8%
EBITDA (%)	38%	33%	20%	8%	6%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	2,240	2,332	2,209	2,864	2,907
应收账款	3,296	3,966	3,926	3,887	3,848
存货	46	51	218	80	243
其他流动资产	1	1	1	1	2
流动资产	6,418	7,455	7,715	8,177	8,566
固定资产	26,584	28,252	31,077	33,563	36,248
其他固定资产	6	10	9	9	8
非流动资产	32,743	38,499	39,906	42,164	44,366
总资产	39,161	45,955	47,620	50,340	52,932
流动负债	8,602	10,532	10,685	10,961	11,252
应付帐款	148	137	150	165	182
短期银行贷款	4,644	5,316	5,316	5,316	5,316
其他短期负债	3,810	5,079	5,219	5,480	5,754
非流动负债	18,162	20,673	20,527	21,297	21,801
长期银行贷款	16,683	19,093	19,593	20,093	20,593
其他负债	1,479	1,580	934	1,204	1,208
总负债	26,764	31,205	31,213	32,259	33,053
少数股东权益	2,360	2,933	3,252	3,600	3,972
股东权益	10,036	11,816	13,156	14,481	15,907
每股账面值(元)	2.83	3.34	3.97	4.42	4.87
营运资金	(2184)	(3077)	(2971)	(2785)	(2686)

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率 (%)	29%	28%	27%	27%	26%
EBITDA 利率 (%)	15%	17%	18%	17%	17%
净利率 (%)	13%	12%	11%	11%	11%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	5%	5%	5%	5%	5%
实际税率 (%)	10%	16%	16%	16%	16%
股息支付率 (%)	37%	30%	30%	30%	30%
库存周转	5	5	5	5	5
应付账款天数	26	26	26	26	26
应收账款天数	75	76	77	78	79
ROE (%)	13%	12%	12%	12%	11%
ROA (%)	3%	3%	3%	3%	4%
财务状况					
净负债/股本	2.0	2.0	1.8	1.6	1.5
收入/总资产	0.25	0.26	0.29	0.30	0.31
总资产/股本	3.90	3.89	3.62	3.48	3.33
收入对利息倍数	12.7	13.6	12.5	13.4	14.3

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	1,533	2,040	2,449	2,656	2,804
融资成本	2,087	2,214	1,652	1,710	1,795
营运资金变化	(273)	(218)	(134)	463	(60)
所得税	(191)	(305)	(384)	(419)	(448)
营运现金流	3,156	3,732	3,582	4,411	4,091
资本开支	(3,993)	(5,935)	(3,300)	(3,300)	(3,300)
其他投资活动	26	(168)	(71)	(71)	(336)
投资活动现金流	(3,967)	(6,103)	(3,371)	(3,371)	(3,636)
负债变化	2,402	3,083	500	500	500
股本变化	0	0	0	1	2
股息	464	548	605	659	705
其他融资活动	(1,921)	(1,166)	(1,438)	(1,546)	(1,618)
融资活动现金流	945	2,465	(333)	(385)	(411)
现金变化	135	93	(122)	655	44
期初持有现金	2,110	2,240	2,332	2,209	2,864
汇率变动	(4)	(2)	(0)	(0)	(0)
期末持有现金	2,240	2,332	2,209	2,864	2,907

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>