

香港股市 | 新能源 | 风电

## 新天绿色能源 (956 HK)

### 19年首三季度运营表现合乎预期

首三季度风电发电量及天然气销量分别同比增长 14.3% 及 25.3%

公司上周五(11日)公布了19年第三季度运营数字。第三季度风电发电量及天然气销量分别同比上升 14.0% 及 18.8% 至 1,373 吉瓦时和 494 百万立方米。换言之,公司19年首三季度风电发电量及天然气销量分别同比增长 14.3% 和 25.3% 至 6,153 吉瓦时及 2,145 百万立方米, 相等于我们全年预测的 69.9% 和 65.8%, 接近18年同期实际比率之 70.1% 和 65.1%, 合乎我们预期。

#### 市场对风电板块的关注

我们重申我们的看法, 华能集团近期提出私有化 **华能新能源 (958 HK; 买入; 目标价 3.10 港元)** H 股之计划, 可提升市场对风电板块的关注, 并有利风电板块估值。

#### 秋季来临, 天然气板块迎接季节性旺季

随着秋季来临, 天然气板块迎接年底及春节之季节性旺季。此外, 中俄东线于今年第四季开始运营在即。俄罗斯将首先向我国黑龙江及其他东北地区供应天然气, 有利激发中国天然气需求。我们认为这些因素将可在技术上增加市场对天然气板块的关注。

#### 维持“买入”评级

我们维持盈利预测及由贴现现金流分析(DCF)推算的 2.80 港元目标价(见图表 1 和 2), 这对应 5.6 倍 2020 年市盈率和 29.0% 上升空间。维持“买入”评级。

**风险提示:** (一)项目开发延误、(二)应收账款风险、(三)并网电价下跌。

#### 主要财务数据 (人民币百万元) (更新至 2019 年 10 月 11 日)

年结:12月31日	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
收入	7,058	9,975	12,205	14,223	16,244
增长率 (%)	61.0	41.3	22.3	16.5	14.2
股东净利润	940	1,269	1,502	1,654	1,803
增长率 (%)	73.5	35.0	18.4	10.1	9.0
每股盈利 (人民币)	0.25	0.33	0.40	0.44	0.49
市盈率 (倍)	7.6	5.7	4.8	4.4	3.9
每股股息 (人民币)	0.10	0.13	0.16	0.17	0.19
股息率 (%)	5.4	6.5	8.4	8.9	9.9
每股净资产 (人民币)	2.32	2.70	3.04	3.57	4.14
市净率 (倍)	0.82	0.71	0.63	0.54	0.46

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

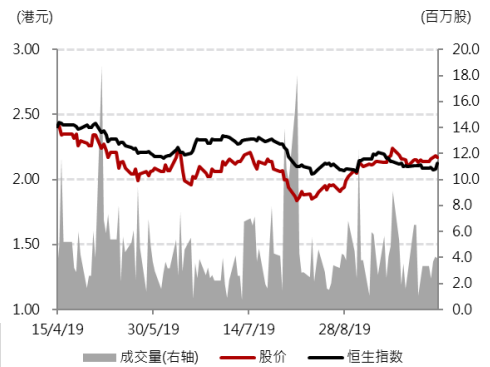
评级: 买入

目标价: 2.80 港元

股票资料 (更新至 2019 年 10 月 11 日)

现价	2.17 港元
总市值	8,061.90 百万港元
流通股比例(H股)	93.03 %
已发行总股本(H股)	1,839.00 百万
52周价格区间	1.76-2.56 港元
3个月日均成交额	9.65 百万港元
主要股东	河北建投 (占 50.50%)
来源:	彭博、中泰国际研究部

#### 股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

#### 相关报告

20190828 - 新天绿色能源 (956 HK) 更新报告: 19 年中期业绩大致合乎预期

20190411 - 新天绿色能源 (956 HK) 更新报告: 19 年首季运营表现略胜预期

#### 分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：时代中国盈利预测调整

年结: 12月31日 (人民币百万元)	2019 预测	2020 预测	2021 预测	2022 预测	2023 预测	2024 预测	2025 预测	2026 预测	2027 预测	2028 预测
息税前利润	3,085	3,410	3,706	4,020	4,378	4,729	5,083	5,388	5,604	5,716
加: 折旧及摊销	1,336	1,692	1,932	2,108	2,296	2,480	2,666	2,826	2,939	2,998
减: 税费	(313)	(346)	(379)	(442)	(482)	(520)	(559)	(593)	(616)	(629)
营运资金变动	46	37	37	45	49	53	56	60	62	64
资本开支	(3,800)	(3,990)	(4,189)	(4,101)	(3,930)	(3,735)	(3,533)	(3,296)	(3,017)	(2,708)
<b>自由现金流</b>	<b>355</b>	<b>803</b>	<b>1,107</b>	<b>1,630</b>	<b>2,311</b>	<b>3,006</b>	<b>3,713</b>	<b>4,385</b>	<b>4,972</b>	<b>5,440</b>
永续增长率	1.0%									
贝塔系数	1.20									
无风险收益率	4.0%									
风险溢价	15.0%									
权益成本	22.0%									
债务成本	6.0%									
债务/权益	60.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	11.5%									
<b>股权价值 (港币百万元)</b>	<b>10,413</b>									
<b>每股价值 (港元)</b>	<b>2.80</b>									
<b>目标价 (港元)</b>	<b>2.80</b> (四舍五入, 精确至 0.01)									

来源: 中泰国际研究部预测

图表 2：每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
加权平均资金 成本 (%)	10.4%	3.70	4.04	4.41	4.83	5.29
	10.9%	2.95	3.24	3.56	3.91	4.30
	11.5%	2.29	2.53	2.80	3.10	3.43
	12.1%	1.69	1.90	2.13	2.39	2.67
	12.7%	1.15	1.34	1.54	1.76	2.00

来源: 中泰国际研究部预测

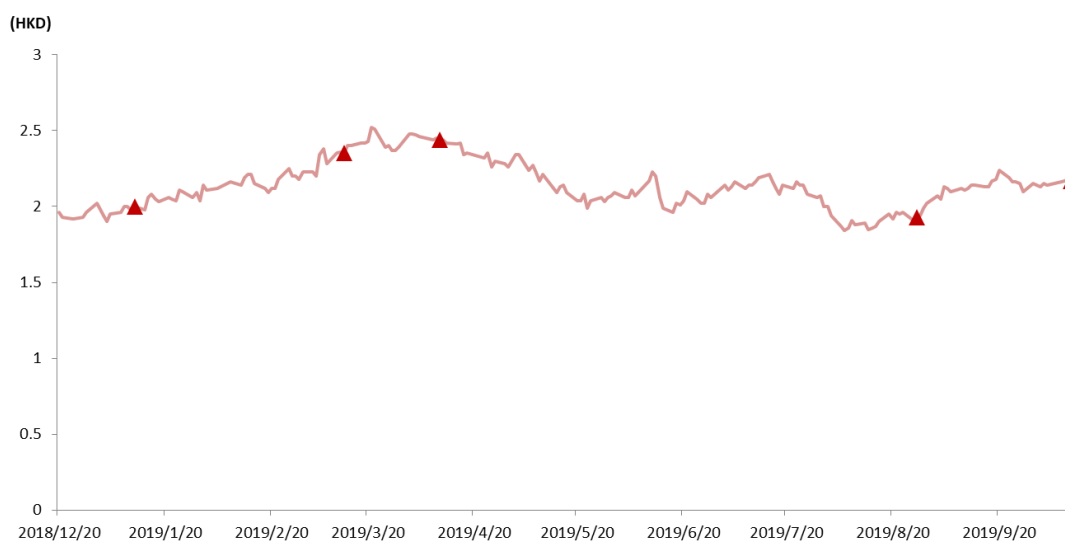
图表3: 财务摘要 (年结: 12月31日; 人民币百万元)

损益表	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测	现金流量表	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
收入	7,058	9,975	12,205	14,223	16,244	经营活动现金流	2,642	3,156	2,411	4,361	4,655
销售成本	(4,750)	(7,116)	(8,843)	(10,391)	(12,030)	净利润	940	1,269	1,502	1,654	1,803
毛利	1,849	2,099	2,400	2,690	2,899	折旧与摊销	1,125	1,182	1,336	1,692	1,932
其他收入 (不含财务收入)	69	86	99	108	114	营运资本变动	(279)	(273)	(46)	(37)	(37)
销售及分销成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)	其它	856	979	(381)	1,051	957
行政开支	(453)	(502)	(574)	(590)	(666)	投资活动现金流	(3,570)	(3,967)	(3,832)	(3,993)	(4,209)
其他开支	(171)	(219)	(134)	(299)	(341)	资本性支出净额	(3,489)	(3,993)	(3,800)	(3,990)	(4,189)
经营利润	1,752	2,224	2,752	3,051	3,320	其它	(82)	26	(32)	(4)	(20)
财务收入	12	15	15	15	15	自由现金流	(206)	(177)	355	803	1,107
财务费用	(774)	(785)	(810)	(900)	(968)	融资活动现金流	1,563	945	574	(430)	(1,599)
应占联营和合营公司利润	214	290	319	344	372	股本变动	0	0	0	0	0
税前利润	1,204	1,743	2,275	2,510	2,738	净债务变动	2,640	2,990	2,356	1,784	601
所得税	(99)	(168)	(313)	(346)	(379)	已派股息	(234)	(384)	(464)	(594)	(632)
税后利润	1,105	1,575	1,962	2,163	2,360	其它	(843)	(1,661)	(1,318)	(1,620)	(1,568)
少数股东权益	(165)	(307)	(460)	(509)	(557)	净现金流	634	135	(848)	(63)	(1,152)
股东净利润	940	1,269	1,502	1,654	1,803						
息税折旧摊销前利润	3,103	3,710	4,421	5,102	5,638						
息税前利润	1,978	2,528	3,085	3,410	3,706						
每股盈利(人民币)	0.25	0.33	0.40	0.44	0.49						
每股股息(人民币)	0.10	0.13	0.16	0.17	0.19						
资产负债表	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测	主要财务指标	2017年 实际	2018年 实际	2019年 预测	2020年 预测	2021年 预测
总资产	34,288	39,161	44,615	50,095	54,456	增长率(%)					
流动资产	5,533	6,418	6,768	7,589	7,322	收入	61.0	41.3	22.3	16.5	14.2
现金及银行存款	2,110	2,240	1,392	1,330	176	毛利	60.1	23.9	17.5	14.0	9.9
受限制存款	18	13	15	14	15	经营利润	45.5	26.9	23.7	10.9	8.8
应收账款及应收票据	2,564	3,296	4,028	4,694	5,361	息税折旧摊销前利润	49.9	19.6	19.2	15.4	10.5
预付、按金及其他应收账	789	812	1,249	1,455	1,662	息税前利润	52.9	27.8	22.0	10.5	8.7
存货	40	46	73	85	97	股东净利润	73.5	35.0	18.4	10.1	9.0
其它流动资产	12	11	11	11	11	每股盈利	73.5	31.9	18.8	10.3	10.9
非流动资产	28,755	32,743	37,848	42,505	47,134	利润率(%)					
固定资产净额	22,466	26,584	30,809	34,948	39,133	毛利率	32.7	28.7	27.5	26.9	25.9
无形资产	1,870	1,757	1,658	1,560	1,461	经营利润率	24.8	22.3	22.5	21.5	20.4
联营和合营公司的投资	1,687	1,831	1,923	2,000	2,000	息税折旧摊销前利润	44.0	37.2	36.2	35.9	34.7
其他应收账	2,002	1,648	2,441	2,845	3,249	息税前利润率	28.0	25.3	25.3	24.0	22.8
其它非流动资产	730	923	1,017	1,153	1,291	股东净利润率	13.3	12.7	12.3	11.6	11.1
总负债	23,787	26,764	30,499	33,507	35,197	净负债率(%)	195.4	190.2	197.3	182.1	168.4
流动负债	9,473	8,602	9,293	10,233	10,967	其他(%)					
短期借款	5,708	4,644	4,216	4,299	4,199	实际税率	10.0	11.6	16.0	16.0	16.0
应付账款及应付票据	162	148	220	256	292	派息比率	40.7	37.5	40.3	38.9	39.1
其他应付款及应计费用	3,498	3,655	4,687	5,462	6,238	已动用资本回报率	3.8	4.2	4.3	4.1	4.1
其它流动负债	106	155	171	216	237	平均净资产收益率	11.4	13.6	14.1	13.5	12.6
非流动负债	14,314	18,162	21,207	23,274	24,230	平均资产收益率	3.0	3.5	3.6	3.5	3.4
长期借款	13,217	16,683	19,467	21,168	21,869	利息覆盖倍数(倍)	2.6	3.2	3.8	3.8	3.8
其他应付款及应计费用	69	184	195	228	260						
其它非流动负债	1,027	1,295	1,544	1,879	2,102						
权益总额	10,501	12,397	14,116	16,587	19,259						
股东权益	8,605	10,036	11,296	13,258	15,373						
少数股东权益	1,896	2,360	2,820	3,330	3,886						
权益及负债总额	34,288	39,161	44,615	50,095	54,456						
净现金/(负债)	(16,815)	(19,087)	(22,292)	(24,138)	(25,892)						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2018/11/27	HK\$2.15	「买入」(首次评级)	HK\$2.60
2	2018/12/13	HK\$2.15	「买入」(维持)	HK\$2.60
3	2019/1/11	HK\$2.00	「买入」(维持)	HK\$2.42
4	2019/3/13	HK\$2.35	「买入」(维持)	HK\$3.13
5	2019/4/10	HK\$2.44	「买入」(维持)	HK\$3.13
6	2019/8/27	HK\$1.93	「买入」(维持)	HK\$2.80
7	2019/10/11	HK\$2.17	「买入」(维持)	HK\$2.80

来源：公司资料、中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布日后的 6 个月内公司的投资收益率相对同期恒生指数的建集团涨跌幅为基准:

买入: 投资收益率领先同期恒生指数 20% 以上

增持: 投资收益率领先同期恒生指数介于 5% 至 20% 之间

中性: 投资收益率与同期恒生指数的变动幅度相差介于 -10% 至 5% 之间

卖出: 投资收益率落后同期恒生指数 10% 以上

### 行业投资评级:

以报告发布日后的 6 个月内的行业的涨跌幅相对同期的恒生指数的涨跌幅为基准。

推荐: 行业基本面向好, 行业指数将领先恒生指数

中性: 行业基本面稳定, 行业指数将跟随恒生指数

谨慎: 行业基本面向淡, 行业指数将落后恒生指数

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。中泰国际不对因使用本报告的内容而导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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 238 号 2 楼

电话： (852) 2359 1800

传真： (852) 2511 1799