

【广发海外】新天绿色能源 (00956.HK)

三季度来风稍低，燃气销量持续增长

核心观点：

● 2019年第三季度来风稍低

公司披露了2019年第三季度经营数据。2019年第三季度，公司实现风电发电量1,373GWh，同比增长14.00%。2019年前三季度累计风电发电量6,153GWh，同比增长14.35%。2019年第三季度主要是9月份来风情况较差，其中，山西和山东发电量分别同比下降20%/27%。但从历史来风情况来看，2019年全年风电发电展望相对稳定，我们预计全年风电发电量同比增长14.3%。

● 2019年第三季度销气量增速恢复，全年燃气销气量预计稳定增长

2019年第三季度，公司实现总燃气销气量4.94亿立方米，同比增长18.77%，其中批发、零售、CNG/LNG业务销气量分别2.25/2.49/0.20亿立方米，分别同比增长9.8%/29.6%/5.5%。从月度数据来看，公司3、4月份销气量出现负增长，5、6月份逐渐恢复增长但增速较慢，而7、8、9月份增速恢复，总销气量分别分为1.66/1.61/1.66亿立方米，同比增长27.6%/17.5%/18.8%。

截止2019年第三季度公司实现累计燃气总销气量21.4亿立方米，同比增长25.25%，其中批发、零售、CNG/LNG业务销气量分别13.1/7.7/0.7亿立方米，分别同比增长27%/23%/19%，符合预期。第四季度是传统采暖季，燃气市场需求量较大，我们预计2019年第四季度销气量为10.59亿立方米，全年销气量为32.04亿立方米左右，同比增长约21.7%。

● 盈利预测与投资评级

2019年10月14日，新天绿色能源(00956.HK)最新收盘价2.2港元，我们预测公司2019-2021年EPS为人民币0.394/0.442/0.490元。我们预计未来公司发电量和销气量将保持稳定增长，公司回A计划正在顺利推行中，基于2019年7倍市盈率给予合理价值3.05港元/每股，维持“买入”评级。

● 风险提示

燃气供应紧张，风电装机新增不及预期，来风情况低于预期风险。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万CNY)	7,058	9,975	11,725	13,212	15,070
增长率(%)	61.0	41.3	17.5	12.7	14.1
EBITDA(百万CNY)	2816	3300	3858	4314	4780
归母净利润(百万CNY)	940	1,240	1,463	1,641	1,820
增长率(%)	73.5%	31.9%	18.0%	12.2%	10.9%
EPS(CNY/股)	0.253	0.334	0.394	0.442	0.490
市盈率(P/E)	7.5	5.5	5.1	4.5	4.1
市净率(P/B)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.0	8.5	7.9	7.3	6.6

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

注：所用汇率为港币/人民币=0.9035

公司评级

买入

当前价格

2.2 港元

合理价值

3.05 港元

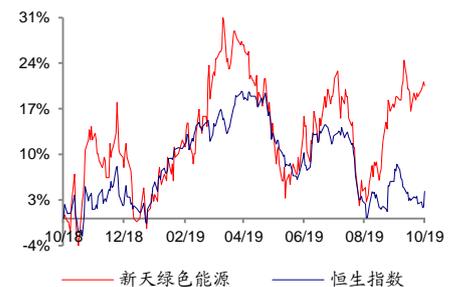
前次评级

买入

报告日期

2019-10-15

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：

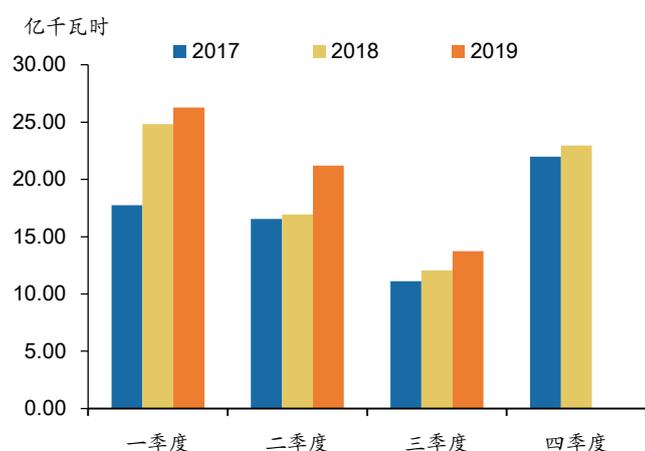
- 【广发海外】新天绿色能源 (00956.HK)：中期业绩符合预期，利润增长确定性高 2019-08-28
- 【广发海外】新天绿色能源 (00956.HK)：二季度来风恢复，燃气销量持续增长 2019-07-15
- 【广发海外】新天绿色能源 (00956.HK)：风电低于预期，燃气销气量持续高增长 2019-04-29

2019年第三季度来风稍低

公司披露了2019年第三季度经营数据。2019年第三季度，公司实现风电发电量1,373GWh，同比增长14.00%。2019年前三季度累计风电发电量6,153GWh，同比增长14.35%。

2019年第三季度主要是9月份来风情况较差，其中，山西和山东发电量分别同比下降20%/27%。但从历史来风情况来看，2019年全年风电发电展望相对稳定，我们预计全年风电发电量同比增长14.3%。

图 1：2017-2019Q3 季度风电发电量



数据来源：公司季度经营数据公告，广发证券发展研究中心

图 2：2013-2021E 全年风电发电量和同比



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

表 1：公司 2018 年第三季度和 2019 年第三季度发电量

	2019 年第 3 季度发电量 (兆瓦时)	2018 年同期发电量 (兆瓦时)	变化率 (%)	2019 年累计发电量 (兆瓦时)	2018 年同期累计发电量 (兆瓦时)	变化率 (%)
风电	1,373,459	1,204,738	14.00%	6,152,591	5,380,618	14.4%
河北	1,053,554	1,012,705	4.0%	4,854,565	4,528,249	7.2%
山西	42,472	53,258	-20.3%	205,033	236,178	-13.2%
新疆	63,402	57,582	10.1%	167,554	123,111	36.1%
云南	79,901	62,218	28.4%	497,764	425,039	17.1%
山东	13,794	18,972	-27.3%	56,319	68,040	-17.2%
内蒙古	54,367	-	-	231,089	-	-
广西	25,270	-	-	82,021.98	-	-
江苏	29,761	-	-	40,223	-	-
河南	10,934	-	-	18,019	-	-
太阳能业务	42,681	39,106	9.1%	128,537	102,392	25.5%
合计	1,416,140	1,243,845	13.9%	6,281,129	5,483,011	14.6%

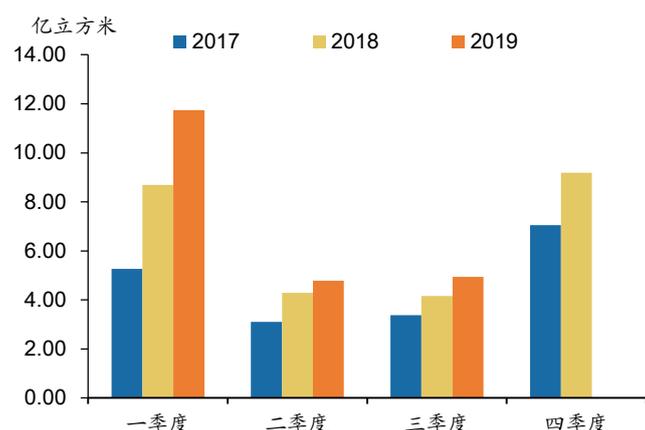
数据来源：公司季度经营数据公告，广发证券发展研究中心

2019年第三季度销气量增速恢复，全年燃气销气量预计稳定增长

2019年第三季度，公司实现总燃气销气量4.94亿立方米，同比增长18.77%，其中批发、零售、CNG/LNG业务销气量分别2.25/2.49/0.20亿立方米，分别同比增长9.8%/29.6%/5.5%。截止2019年第三季度公司实现累计燃气总销气量21.4亿立方米，同比增长25.25%，其中批发、零售、CNG/LNG业务销气量分别13.1/7.7/0.7亿立方米，分别同比增长27%/23%/19%，符合预期。

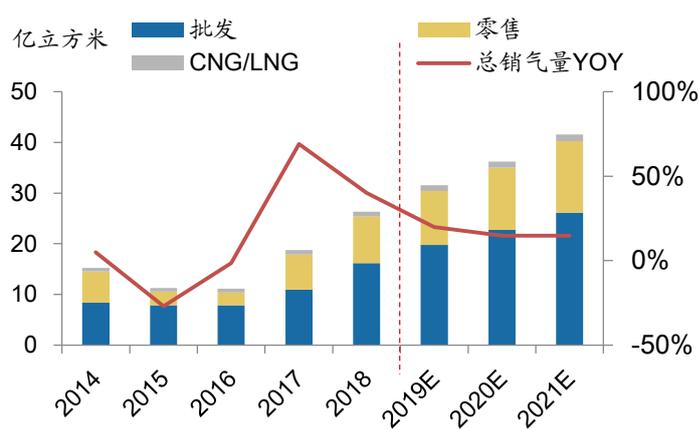
从月度数据来看，公司3、4月份销气量出现负增长，5、6月份逐渐恢复增长但增速较慢，而7、8、9月份增速恢复，总销气量分别分为1.66/1.61/1.66亿立方米，同比增长27.6%/17.5%/18.8%。第四季度是传统采暖季，燃气市场需求量较大，我们预计2019年第四季度销气量为10.59亿立方米，全年销气量为32.04亿立方米左右，同比增长约21.7%。公司燃气业务增长较快，公司从今年开始也加大了燃气业务的资本开支，公司天然气业务利润占比会进一步持续加大。

图 3: 2017-2019Q3 公司季度总燃气销气量



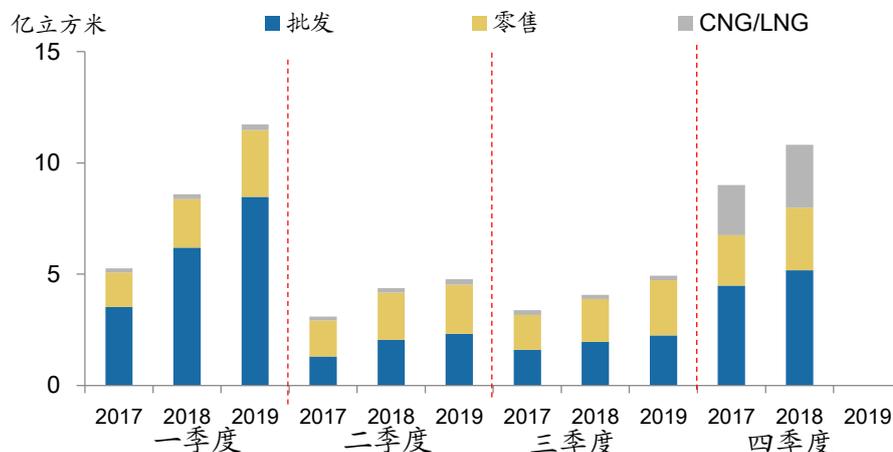
数据来源: 公司季度经营数据公告, 广发证券发展研究中心

图 4: 2014-2021E 公司全年销气量



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 5: 2017-2019Q3 燃气板块分季度业务分拆销气量



数据来源: 公司季度经营数据公告, 广发证券发展研究中心

盈利预测与投资评级

2019年10月14日，新天绿色能源（00956.HK）最新收盘价2.2港元，我们预测公司2019-2021年EPS为人民币0.394/0.442/0.490元。2019年前三季度业绩基本符合预期，我们预计未来公司发电量和销气量将保持稳定增长，目前公司的回A计划顺利推进中，我们预计有望今年年底或明年年初过会，届时对公司估值会有较大拉动，并基于2019年7倍市盈率给予合理价值3.05港元/每股，维持“买入”评级。

表 2: 主要可比公司估值情况（股价为 2019 年 10 月 14 日收盘价）

公司名称	公司代码	股价 (港币)	EPS 单位	EPS				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
新天绿色能源	00956.HK	2.17	人民币	0.334	0.394	0.442	0.490	5.5	5.1	4.5	4.1
龙源电力	00916.HK	4.19	人民币	0.488	0.556	0.617	0.685	7.4	6.7	6.0	5.4
华能新能源	00958.HK	2.95	人民币	0.292	0.358	0.402	0.443	5.6	7.5	6.7	6.1
华电福新	00816.HK	1.60	人民币	0.237	0.291	0.343	0.417	7.1	4.9	4.2	3.4
天伦燃气	01600.HK	7.40	人民币	0.570	0.924	1.135	1.267	11.6	7.1	5.8	5.2
昆仑能源	00135.HK	6.53	人民币	0.547	0.707	0.767	0.799	11.0	8.5	7.8	7.5
可比公司平均								6.9	6.1	5.5	

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：表中公司除新天绿色能源外，EPS 均为 Wind 一致预测；汇率为港币/人民币=0.9035

风险提示

燃气供应紧张，风电装机新增不及预期，来风情况低于预期风险。

资产负债表

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2,110	2,240	3,373	2,643	3,015
应收帐款	3,365	4,119	5,278	5,948	6,784
库存	40	46	54	60	69
其他流动资产	18	13	0	2	4
流动资产合计	5,533	6,418	8,705	8,654	9,873
固定资产	22,466	26,584	29,414	32,116	34,697
无形资产	1,918	1,796	2,000	2,000	2,000
其他长期资产	4,371	4,363	3,864	4,139	4,482
长期资产总计	28,755	32,743	35,278	38,256	41,180
总资产	34,288	39,161	43,983	46,909	51,052
应付帐款	663	258	1,282	1,445	1,657
短期债务	5,764	4,729	4,729	6,244	8,914
其他流动负债	3,046	3,615	3,796	3,986	4,185
流动负债总计	9,473	8,602	9,807	11,675	14,756
长期借款	14,245	17,952	21,660	21,946	22,232
其他长期负债	69	209	170	171	172
长期负债总计	14,314	18,162	21,830	22,117	22,404
股本	3,715	4,303	4,303	4,304	4,306
储备	4,890	5,734	6,502	7,272	8,044
股东权益	8,605	10,036	10,804	11,575	12,349
少数股东权益	1,896	2,360	1,541	1,542	1,543
总负债及权益	34,288	39,161	43,983	46,909	51,052

现金流量表

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
税前利润	1,204	1,743	2,025	2,266	2,544
折旧与摊销	1,124	1,125	1,289	1,416	1,538
净利息费用	752	788	863	967	1,050
运营资本变动	-279	-273	212	698	1,185
税金	-99	-168	-220	-266	-325
其他经营现金流	-61	-59	-228	-347	-468
经营活动产生的现金	2,642	3,156	3,942	4,735	5,524
购买固定资产净值	-3,505	-4,009	-4,209	-4,409	-4,609
投资减少/增加	-83	-72	328	728	1,128
其他投资现金流	17	113	115	149	132
投资活动产生的现金	-3,570	-3,967	-3,765	-3,531	-3,348
净增权益	967	1,895	-51	772	775
净增债务	3,947	2,977	4,878	2,149	3,368
支付股息	-234	-383	-130	-131	-132
其他融资现金流	-3,117	-3,545	-3,736	-4,728	-5,816
融资活动产生的现金	1,563	945	956	-1,933	-1,804
现金变动	634	135	1,138	-735	372

利润表

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2017A	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	7,058	9,975	11,725	13,212	15,070
销售成本	-4,750	-7,116	-8,410	-9,568	-11,061
经营费用	-5,374	-7,837	-9,160	-10,319	-11,834
息税折旧前利润	2,816	3,300	3,858	4,314	4,780
折旧及摊销	-1,124	-1,125	-1,289	-1,416	-1,538
经营利润(息税前利润)	1,692	2,175	2,569	2,898	3,242
其他收益/(损失)	264	356	319	335	352
税前利润	1,204	1,743	2,025	2,266	2,544
所得税	-99	-168	-220	-266	-325
少数股东权益	-165	-307	-343	-360	-399
归母净利润	940	1,240	1,463	1,641	1,820
每股收益(CNY)	0.253	0.334	0.394	0.442	0.490
每股股息(CNY)	0.102	0.141	0.166	0.186	0.207

主要比率

至 12 月 31 日	2017A	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	39.9	33.1	32.9	32.7	31.7
息税前利润率(%)	24.0	21.8	21.9	21.9	21.5
税前利润率(%)	17.1	17.5	17.3	17.2	16.9
净利率(%)	13.3	12.4	12.5	12.4	12.1
流动性					
流动比率(倍)	0.6	0.7	0.9	0.7	0.7
利息覆盖率(倍)	2.2	2.8	3.0	3.0	3.1
净权益负债率(%)	199.5	194.1	217.2	225.1	232.6
速动比率(倍)	0.6	0.7	0.9	0.7	0.7
估值比率					
市盈率(倍)	7.5	5.5	5.1	4.5	4.1
市净率(倍)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.0	8.4	7.9	7.3	6.6
周转率					
存货周转天数	2.9	2.0	2.0	2.0	2.0
应收帐款周转天数	145.3	135.0	144.3	152.9	152.1
应付帐款周转天数	34.9	16.6	24.5	40.8	40.4
回报率					
股息支付率(%)	40.3	42.2	42.2	42.2	42.2
净资产收益率(%)	11.39	13.3	13.54	14.17	14.74
资产收益率(%)	6.15	6.89	6.95	7.11	7.34

广发海外研究小组简介

- 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。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，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。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，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。
- 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）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，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。
- 刘峤：海外消费品高级分析师，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。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张晓飞：海外电子行业分析师，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。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马步云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡俊韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

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。