

【广发海外】新天绿色能源 (0956.HK)

三季度经营数据良好

核心观点:

- 三季度天然气销量有较大增长，预计全年售气量可能高于预期

2018年第三季度，公司天然气销售业务实现售气量41,571万立方米，同比增长23.27%，其中批发业务售气量为20,447万立方米，同比增长26.65%，零售业务售气量19,234万立方米，同比增长24.30%，CNG/LNG业务售气量1,889万立方米同比下降10.23%。

截至2018年三季度公司累计售气量为171,252万立方米，较2017年同期增长45.91%，业绩喜人。虽然三季度同比增速较一、二季度比略有下降，但整体累计经营数据是超预期的。售气量增长一方面是下游用气需求的增长，另一方面是上游气源问题的改善，同时公司在河北、山西、天津的管网以及煤层气管网建设也在连通中，扩展了售气渠道。

燃气市场未来仍是呈现一个供不应求的局面，销量有上升空间，第四季度是传统采暖季，燃气需求比较大，天然气全年售气量的同比增长可能会超出之前30%的预期。

- 风电发电量稳增符合预期，光伏发电继续改善

公司2018年三季度实现总发电量1,243.8吉瓦时，同比增长9.05%。其中风电发电量1,204.7吉瓦时，同比增长8.54%，光伏发电39.1吉瓦时，同比增长27%。风电累计发电量为5,380吉瓦时，同比增长18.53%。2018年预计能有新增风电控股装机容量500MW左右，在年底到明年初有望全面投产并网。第四季度是传统大风季，如果能保持和去年持平的风电利用小时数，全年发电量增速基本能达到预期的20%。

- 盈利预测与投资评级

我们预测公司2018-2020年EPS分别为人民币0.313元、0.387元、0.469元，对应当前股价PE分别为5.2x、4.1x和3.3x。我们维持“买入”评级。

- 风险提示：第四季度风资源差风险；煤改气政策变动风险；沙河地区用气量波动风险；天然气上游供应紧张风险。

盈利预测:

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币百万元)	4384	7058	9002	10205	11615
增长率(%)	3.8	61	27.6	13.4	13.8
EBITDA(人民币百万元)	1910	2816	3089	3662	4276
净利润(人民币百万元)	542	941	1162	1478	1806
增长率(%)	221.7	73.8	23.4	27.2	22.3
EPS(人民币元/股)	0.146	0.253	0.313	0.398	0.486
市盈率(P/E)	11.7	6.8	5.5	4.3	3.5
市净率(P/B)	0.8	0.7	0.7	0.6	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	1.94 港元
前次评级	买入
报告日期	2018-10-15

相对市场表现



分析师： 韩 玲, S0260511030002
 021-60750603
 hanling@gf.com.cn

相关研究:

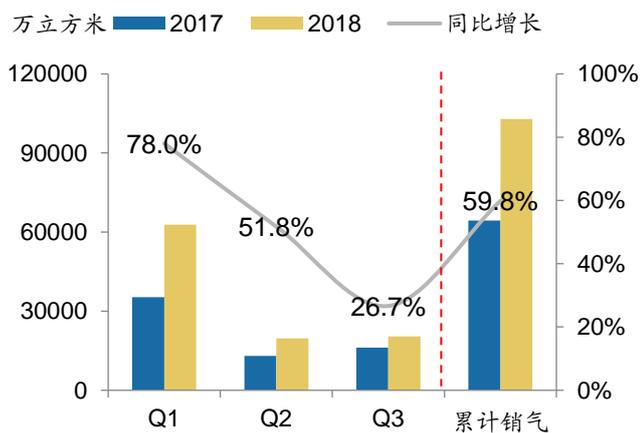
- 【广发海外】新天绿色能源 (0956.HK)：上半年天然气业务表现突出，风电业务增长稳定 2018-08-29
- 【广发海外】新天绿色能源 (0956.HK)：上半年天然气增长超预期，风电增长可观 2018-07-12
- 【广发海外】新天绿色能源 (0956.HK)：一季度来风良好，业绩增长超预期 2018-04-25

一、公司三季度天然气销量有较大增长

根据公司2018年三季度最新营业数据，公司天然气销售业务2018年三季度实现售气量41,571万立方米，同比增长23.27%，其中批发业务售气量为20,447万立方米，同比增长26.65%，零售业务售气量19,234万立方米，同比增长24.30%，CNG/LNG业务售气量1,889万立方米同比下降10.23%。增长较大，好于预期。

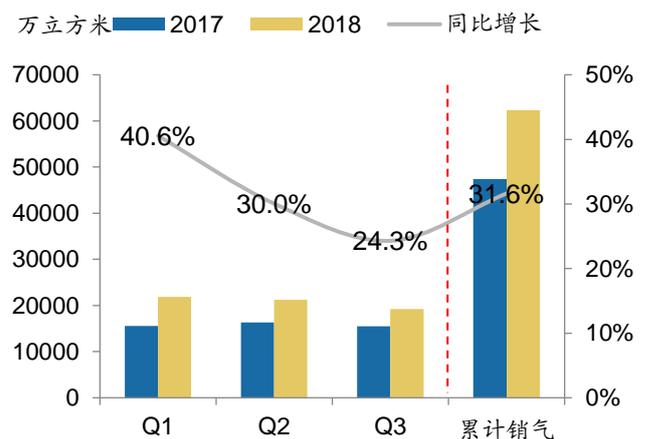
截至2018年三季度公司累计售气量为171,252万立方米，较2017年同期增长45.91%，业绩喜人。根据公司公告的前三个季度售气量比较来看，第一季度增长最为明显，同比增长65.1%，第二季度同比增长37.9%，虽然三季度同比增速和一、二季度比略有下降，但整体经营数据是超预期的。业务细分中，批发业务在前三个季度同比增长较大，分别为78.0%、51.8%、和26.65%。零售业务前三个季度分别同比增长40.6%、30.0%、24.3%。

图1：2017-18年分季度天然气批发售气量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图2：2017-18年分季度天然气零售售气量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

天然气售气量的增长主要原因有（1）下游天然气用户需求增加所致，（2）新建输气管道，煤层气管道并网扩大售气渠道，（3）上游气源情况得到改善。2017年上游天然气限气问题比较严重，2018年将会对这部分缺口进行填补，目前状况来看填补情况要好于预期。随着未来天然气的工业需求进一步增加，国内天然气的整体需求情况预计是供不应求，销量仍有上涨空间。而第四季度是传统的采暖季，燃气需求比较大，天然气全年售气量的同比增长可能会超出之前30%的预期。

二、风电业务表现稳定，光伏持续改善

公司2018年三季度实现总发电量1,243.8吉瓦时，同比增长9.05%。其中风电发电量1,204.7吉瓦时，同比增长8.54%，光伏发电39.1吉瓦时，同比增长27%，光伏业绩持续改善。

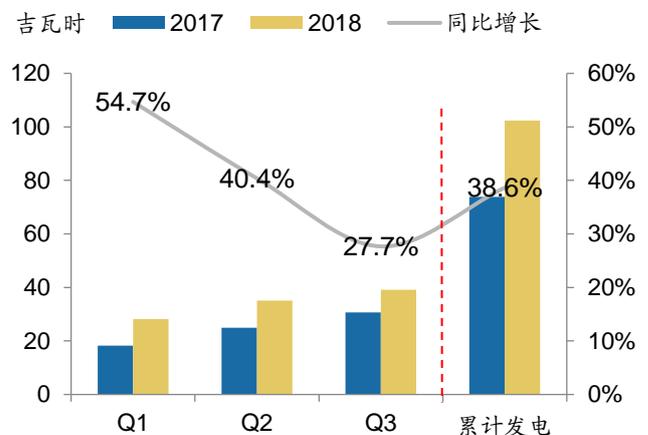
截至2018第三季度，风电累计发电量为5,380吉瓦时，同比增长18.53%，主要增长来源于第一季度，因为第一季度风电利用小时数同比增长较大，并有新增装机投产。风电2018年第三季度发电量，相较一、二季度，增速有所下降。风机主要分布的河北地区发电量同比增长较小，为5.8%，部分原因是河北地区8月份风资源差，利用小时数同比下降较大。不过2018年风电总体经营情况仍在预期之中。

图3：2017-18年分季度风电发电量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：2017-18年分季度光伏发电量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2018年预计能有新增风电控股装机容量500MW左右，在年底到明年初有望全面投产入网。公司风电主要分布在河北地区，整体弃风率较低，目前风电发电量的增长驱动主要是新增装机投产和风资源的改善。未来第四季度也是传统大风季，如果第四季度风机利用小时数能够保持2017年的水平或略有增长的话，全年总发电量基本能达到同比增长20%的预期。

三、盈利预测与投资评级

关键盈利假设：

1. 2018、2019、2020每年新增风电控股装机480MW、480MW和450MW，平均利用小时数分别为2410、2430、2450小时。
2. 2018、2019、2020年天然气业务总售气量同比增幅为30.3%、19.0%和14.8%

2018年10月12日，新天绿色能源（0956.HK）收盘价为1.94港币，我们预测公司2018-2020年主营收入90.02元、102.05亿元和116.15亿元人民币，同比增长27.6%、13.4%和13.8%；归母公司净利润为11.62亿元、14.78亿元和18.06亿元人民币，同比增长23.4%、27.2%和22.3%；EPS分别为人民币0.313元、0.398元、0.486元人民币，当前股价存在低估，维持“买入”评级。

四、风险提示

第四季度风资源低于预期风险；煤改气政策变动风险；沙河地区用气量波动风险；天然气上游供应紧张风险

资产负债表

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,491	2,110	2,543	2,869	2,324
应收帐款	2,333	3,365	4,053	4,594	16,850
库存	45	40	93	106	120
其他流动资产	0	18	225	150	177
流动资产总计	3,869	5,533	6,915	7,719	19,471
固定资产	19,668	22,466	25,248	28,315	31,245
无形资产	2,021	1,918	2,000	2,000	2,000
其他长期资产	3,816	4,371	4,448	4,769	5,196
长期资产总计	25,505	28,755	31,696	35,085	38,441
总资产	29,374	34,288	38,611	42,804	57,912
应付帐款	501	663	1,053	1,089	9,936
短期债务	5,113	5,764	4,232	4,377	6,171
其他流动负债	2,204	3,046	3,351	3,518	7,213
流动负债总计	7,818	9,473	8,636	8,985	23,320
长期借款	11,933	14,245	18,831	21,946	21,946
其他长期负债	90	69	211	170	171
长期负债总计	12,022	14,314	19,041	22,116	22,117
股本	3,715	3,715	3,715	3,715	3,716
储备	4,185	4,890	5,679	6,447	7,217
股东权益	7,900	8,605	9,394	10,162	10,933
少数股东权益	1,634	1,896	1,540	1,541	1,542
总负债及权益	29,374	34,288	38,611	42,804	57,912

现金流量表

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	744	1,205	1,462	1,855	2,221
折旧与摊销	776	1,124	1,098	1,233	1,371
净利息费用	526	752	821	942	1,016
运营资本变动	-264	-64	136	621	1,107
税金	-97	-99	-132	-186	-222
其他经营现金流	-92	-229	-234	-378	-452
经营活动产生的现金流	1,593	2,689	3,151	4,087	5,041
购买固定资产净值	-3,994	-4,144	-4,344	-4,544	-4,744
投资减少/增加	320	720	1,120	1,520	1,920
其他投资现金流	65	406	126	19	-478
投资活动产生的现金流	-3,609	-3,018	-3,097	-3,004	-3,302
净增权益	633	967	433	769	772
净增债务	1,817	3,947	3,890	3,424	14,336
支付股息	-56	-120	-130	-130	-131
其他融资现金流	-1,931	-3,867	-3,833	-4,840	-17,28
融资活动产生的现金流	464	927	359	-777	-2,305
现金变动	-1,551	599	413	306	-566
期初现金	3,027	1,491	2,110	2,543	2,869

主要比率

至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率	43.6	39.9	34.3	35.9	36.8
息税前利润率(%)	25.9	24.0	22.1	23.8	25.0
税前利润率(%)	17.0	17.1	16.2	18.2	19.1
净利率(%)	4.0	12.4	13.3	12.4	13.3
流动性					
流动比率(倍)	0.5	0.6	0.8	0.9	0.8
利息覆盖率(倍)	2.2	2.2	2.4	2.6	2.9
净权益负债率(%)	186.3	199.5	218.3	230.5	264.6
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.8	0.8	0.8
估值					
市盈率(倍)	11.1	6.4	5.2	4.1	3.3
市净率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
价格/现金流(倍)	3.8	2.2	1.9	1.5	1.2
周转率					
存货周转天数	12.8	9.8	10.1	9.4	11.5
应收帐款周转天数	5.2	2.9	3.4	4.6	4.7
应付帐款周转天数	170.3	145.3	148.3	152.5	332.3
回报率					
股息支付率(%)	56.4	34.9	38.2	42.7	40.9
净资产收益率(%)	44.1	30.0	30.0	30.0	30.0
资产收益率(%)	7.1	11.4	12.9	14.5	16.5

利润表

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	4,384	7,058	9,002	10,205	11,615
销售成本	-2,943	-4,750	-6,151	-6,911	-7,840
经营费用	-3,252	-5,374	-7,017	-7,780	-8,716
息税折旧前利润	1,910	2,816	3,089	3,662	4,276
折旧及摊销	-776	-1,124	-1,098	-1,233	-1,371
经营利润(息税前)	1,134	1,692	1,990	2,429	2,905
其他收益/(损失)	-390	-487	-528	-574	-683
税前利润	744	1,205	1,462	1,855	2,221
所得税	-97	-99	-132	-186	-222
少数股东权益	-106	-165	-169	-192	-193
净利润	542	941	1,162	1,478	1,806
每股收益(CNY)	0.15	0.25	0.31	0.40	0.49
EBITDA	1,910	2,816	3,089	3,662	4,276
每股股息(CNY)	0.06	0.08	0.09	0.12	0.15
收入增长(%)	4	61	28	13	14
息税前利润增长	78	49	18	22	20
每股收益增长(%)	222	73	24	27	22

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。
- 刘峤: 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。
- 谨慎增持: 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
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路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	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。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。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，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股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或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。

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，并不代表广发证券或其附属机构的立场。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。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。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。