

新天綠色能源 (956 HK)

上半年運營表現穩健

新天綠色能源發佈了二季度運營資料。整體運營表現穩健，其中上半年天然氣零售氣量高速增长非常亮眼，顯示了公司運營表現在疫情影響下具有較高的韌性。儘管公司港股價格在A股上市後呈現顯著波動，我們仍然對港股通南向交易增加後公司的股價能夠趨向穩定並逐步啟動價值重估充滿信心。我們預期上半年盈利表現偏弱，相信市場對此已有知悉。我們預期公司將在中期業績公佈時補發2019財年股息，將成為驅動股價的下一個催化劑。維持買入評級，目標價維持2.84港元。

- **上半年發/售電量分別同比上漲4.48%/4.13%。**風電發電量4,990吉瓦時，同比上漲4.42%。受新冠疫情影響限電率增加導致公司上半年的風電增長慢於我們全年12.8%的風電電量增長預期。公司公告顯示，上半年平均上網電價實現同比增長2.28%至每千瓦時0.47元人民幣，出乎意料。我們測算上半年公司發電業務收入同比增長約7%，同時根據運營更新，我們將全年風電利用小時自2,375小時下調至2,300小時。我們對公司全年的發電增速展望調整為同比增長9.4%。
- **天然氣零售氣量表現驚艷。**公司上半年天然氣實現銷售18.7億立方米，同比增長13.3%。零售氣量是公司上半年運營表現的亮點，同比實現增長29.7%，並且增速在二季度加速至34.3%。我們認為優異的零售氣量表現主要源自於公司管道燃氣服務隨著管道建設的不斷延伸覆蓋至更多的工業用戶，尤其是新投運的高邑-贊皇線接駁了一些新的陶瓷企業客戶。在天然氣批發業務方面，受河北省政府要求上半年下調管輸費5%影響，我們預期批發業務氣價將有所下降。氣價下降的影響部分可由毛利較高的零售氣量增長所抵消，但由於批發氣量仍佔據目前公司天然氣銷售的較大比重，我們認為公司上半年燃氣方面的業績將承受短期盈利影響。
- **盈利增長將於下半年恢復。**我們認為公司上半年在經歷疫情挑戰的情況下交出了具有韌性的運營表現。我們測算公司上半年的盈利同比下跌9.2%。由於公司A股上市後已對中期以及進行了初步展望，我們相信市場已對上半年盈利情況有所悉知。考慮到風電限電及管輸費下調等短期影響將在下半年獲得消除，我們預期公司下半年盈利將重回增長軌道。我們對公司的目標價為每股2.84港元。我們相信公司宣佈補發19財年股息將成為觸發價值重估的下一個催化劑。維持買入評級。

財務資料

(截至12月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	9,975	11,943	13,526	15,777	18,007
同比增長(%)	41.3	19.7	13.3	16.6	14.1
淨利潤(百萬元人民幣)	1,240	1,344	1,436	1,648	1,806
每股盈利(元人民幣)	0.33	0.36	0.38	0.43	0.47
每股盈利變動(%)	32.0	8.4	4.9	12.8	9.6
市場每股盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	0.41	0.44	0.46
市盈率(倍)	5.9	5.5	5.2	4.6	4.2
市帳率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
股息率(%)	6.3	0.0	7.5	8.7	9.5
權益收益率(%)	12.4	11.4	10.6	11.1	11.3
淨負債率(%)	203	199	204	237	260

資料來源：公司資料，彭博及招銀國際證券預測

買入 (維持)

目標價	HK\$2.84
(此前目標價)	HK\$2.84)
潛在升幅	29.1%
當前股價	HK\$2.20

中國風電板塊

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬元)	28,592
3月平均流通量(百萬元)	46.20
52周內股價高/低(港元)	2.95/1.24
已發行股本-H(百萬)	1,839
已發行股本-A(百萬)	2,011

資料來源：彭博

股東結構-H

河北建投	48.7%
流通股	51.3%

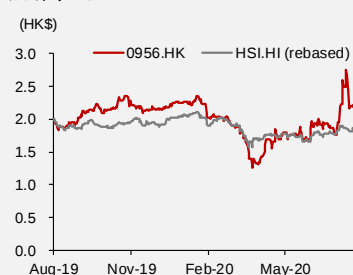
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	24.3%	22.0%
3-月	22.9%	21.7%
6-月	8.4%	15.2%
12-月	6.3%	20.2%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：安永

請登錄2020年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

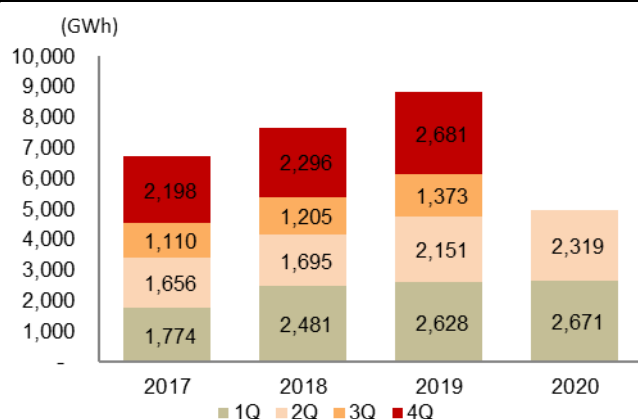
<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 上半年運營情況匯總

	1Q19	2Q19	1H19	1Q20	2Q20	1H20	1H20 YoY	FY20E	上半年/ 全年預測
風電發電量(吉瓦時)	2,628	2,151	4,779	2,671	2,319	4,990	4.4%	9,963	50.1%
河北	2,162	1,639	3,801	2,093	1,726	3,819	0.5%		
山西	97	65	163	110	108	218	34.1%		
新疆	30	74	104	38	75	113	8.3%		
云南	229	189	418	212	173	385	-7.9%		
山東	20	23	43	21	23	44	3.5%		
內蒙古	90	87	177	90	106	196	11.1%		
廣西	-	57	57	45	37	82	44.0%		
江蘇	-	10	10	47	44	91	770.2%		
河南	-	7	7	16	27	43	505.1%		
光伏發電量(吉瓦時)	39	35	74	41	51	93	25.7%	159	58.3%
燃氣銷售量(百萬立方)	1,173	478	1,651	1,326	547	1,873	13.4%	3,800	49.3%
批發	847	237	1,084	928	240	1,168	7.8%	2,244	52.1%
零售	301	216	516	380	290	670	29.7%	1,476	45.4%
CNG/LNG	26	25	51	17	17	35	-32.4%	81	42.9%

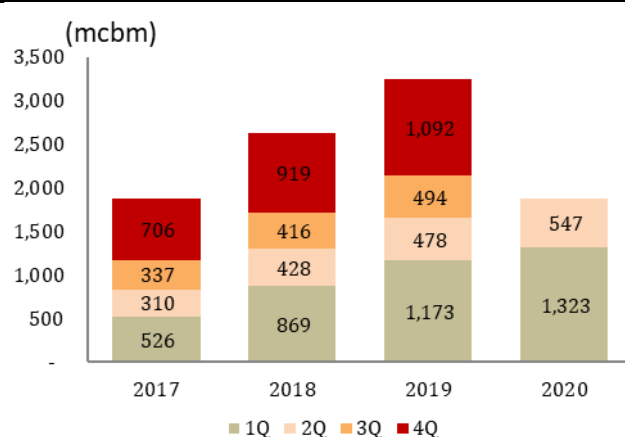
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 2: 風電發電量



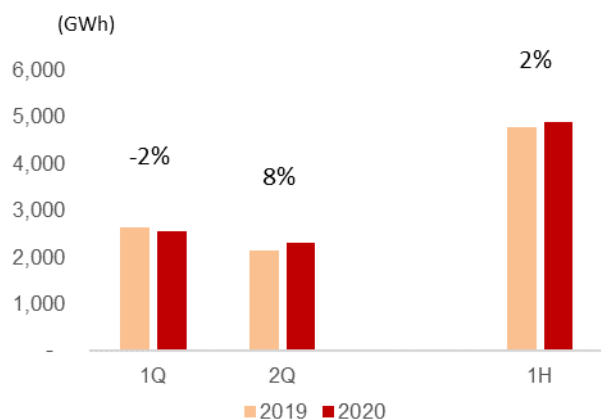
資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 3: 燃氣銷售量



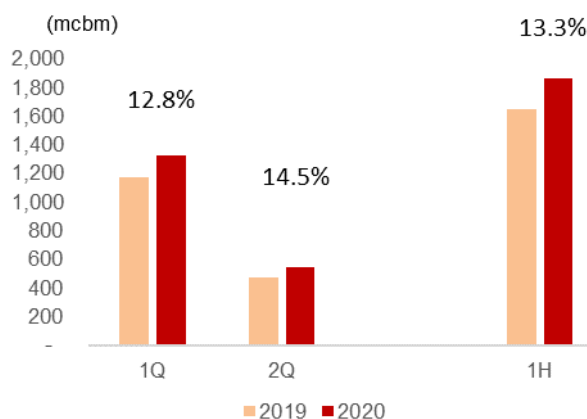
資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 4: 上半年及季度風電發電表現



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 5: 上半年及季度天然氣銷售表現



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 6: 20 財年上半年盈利預測

	1H19A	2H19A	FY19A	1H19/ FY19%	1H20E	2H20E	FY20E	1H20E/ FY20E%	1H20E YoY
收入	6,361	5,583	11,943	53.3%	6,692	6,834	13,526	49.5%	5.2%
风电及光伏发电	2,106	1,843	3,949	53.3%	2,254	2,209	4,463	50.5%	7.0%
天然气销售	4,254	3,727	7,981	53.3%	4,438	4,620	9,058	49.0%	4.3%
销售成本	(4,431)	(4,206)	(8,638)	51.3%	(4,871)	(5,070)	(9,941)	49.0%	9.9%
毛利	1,929	1,376	3,305	58.4%	1,821	1,764	3,584	50.8%	-5.6%
毛利率	30.3%	24.7%	27.7%	n/a	27.2%	25.8%	26.5%	n/a	-3.1ppt
其它净收入	53	118	171	31.0%	71	87	157	45.0%	33.9%
销售及分销开支	(0)	(0)	(1)	20.8%	(0)	(1)	(1)	20.0%	15.6%
行政开支	(218)	(369)	(587)	37.1%	(255)	(383)	(638)	40.0%	17.2%
其它支出/收益	4	(49)	(44)	-10.1%	(7)	(10)	(17)	40.0%	-252.6%
运营利润	1,769	1,076	2,845	62.2%	1,630	1,457	3,087	52.8%	-7.9%
财务成本	(422)	(453)	(875)	48.2%	(444)	(542)	(986)	45.0%	5.1%
利润分享	111	104	215	51.4%	107	107	213	50.0%	-3.5%
合营企业	(6)	(1)	(7)	80.9%	(2)	(2)	(4)	50.0%	-65.0%
联营企业	116	106	222	52.4%	109	109	217	50.0%	-6.6%
税前利润	1,457	727	2,184	66.7%	1,293	1,021	2,314	55.9%	-11.3%
所得税支出	(246)	(110)	(356)	69.0%	(199)	(183)	(382)	52.0%	-19.2%
有效税率	16.9%	15.2%	16.3%	n/a	15.4%	17.9%	16.5%	n/a	-1.5ppt
期间利润	1,211	617	1,828	66.3%	1,094	838	1,932	56.6%	-9.7%
减：非控股权益	244	170	413	59.0%	205	213	419	49.0%	-15.8%
可续期绿债	32	39	71	44.5%	39	39	78	50.0%	23.4%
归属股东净利润	936	408	1,344	69.7%	850	586	1,436	59.2%	-9.2%
净利润率	28.0%	7.3%	11.3%	n/a	28.0%	8.6%	10.6%	n/a	0.0ppt

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

圖 7: 盈利預測調整

	原预测			新预测			变动(%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
收入(百万人民币)	13,129	15,122	17,324	13,526	15,777	18,007	3.0%	4.3%	3.9%
净利润(百万人民币)	1,428	1,511	1,691	1,436	1,648	1,806	0.6%	9.0%	6.8%
每股盈利(人民币)	0.38	0.39	0.44	0.38	0.43	0.47	0.6%	9.0%	6.8%

招銀國際測算vs. 市场平均盈利预期	较平均预期差异		
市场平均盈利预测(百万人民币)	1,529	1,643	1,740
市场平均每股盈利(人民币)	0.41	0.44	0.46

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

財務報表

利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	9,975	11,943	13,526	15,777	18,007
風電及光伏	3,422	3,949	4,463	5,025	5,598
天然氣	6,551	7,981	9,058	10,747	12,404
銷售成本	(7,116)	(8,638)	(9,941)	(11,605)	(13,236)
其它收入淨額	100	171	157	165	173
銷售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(502)	(587)	(638)	(712)	(777)
其它支出	(219)	(44)	(17)	(20)	(28)
運營利潤	2,239	2,845	3,087	3,603	4,138
融資成本淨額	(785)	(875)	(986)	(1,194)	(1,435)
合資及聯營企業	290	215	213	263	287
稅前利潤	1,743	2,184	2,314	2,673	2,990
所得稅	(168)	(356)	(382)	(446)	(505)
非控制股東權益	(307)	(413)	(419)	(501)	(601)
可續期綠色債利息	(29)	(71)	(78)	(78)	(78)
淨利潤	1,240	1,344	1,436	1,648	1,806

現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
稅前利潤	1,743	2,184	2,314	2,673	2,990
折舊和攤銷	1,308	1,540	1,718	2,045	2,509
運營資金變動	(147)	(909)	(2,355)	(85)	(391)
稅項	(217)	(325)	(373)	(436)	(495)
其它	474	1,240	10	0	-
經營活動所得現金流	3,156	3,732	1,315	4,197	4,612
資本開支	(5,568)	(6,041)	(8,554)	(10,812)	(10,423)
其它	1,601	(62)	115	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,967)	(6,103)	(8,439)	(10,812)	(10,423)
股份發行	-	-	563	-	-
可續期綠色債	590	910	-	-	-
淨借貸	2,673	3,037	7,193	7,354	7,438
其它	(939)	533	-	-	-
融資活動所得現金淨額	945	2,465	7,425	6,445	6,378
現金增加淨額	135	93	302	(170)	567
年初現金及現金等價物	2,110	2,240	2,332	2,633	2,464
匯兌	(4)	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,240	2,332	2,633	2,464	3,030
加上：收購所得現金	-	9	-	-	-
資產負債表現金	2,240	2,341	2,633	2,464	3,030

資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	32,743	38,499	45,168	53,148	60,698
固定資產	26,584	28,252	35,011	43,607	51,327
無形資產	1,757	1,672	1,574	1,475	1,376
合資及聯營公司投資	1,918	2,302	2,467	2,729	3,014
預付款及其它應收	1,648	2,904	2,852	2,065	1,700
其它非流動資產	837	377	262	260	259
流動資產	6,418	7,455	9,213	10,510	11,127
現金及現金等價物	2,240	2,341	2,633	2,464	3,030
應收賬款	3,296	3,966	4,605	5,233	5,763
預付款	812	1,083	1,901	2,737	2,253
其它流動資產	70	65	74	77	80
流動負債	8,602	10,532	11,202	13,386	14,321
應付帳款	148	137	155	180	206
其它應付	3,655	4,870	4,036	4,648	4,012
借貸	4,644	5,316	6,782	8,308	9,835
其它流動負債	70	100	110	120	130
非流動負債	18,162	20,673	26,343	32,196	38,081
借貸	16,683	19,093	24,045	29,457	34,868
其它長期應付	184	225	168	194	167
其它非流動負債	25	46	46	46	46
少數股東權益	2,360	2,933	3,021	3,187	3,388
可續期綠色公司債	590	1,500	1,500	1,500	1,500
股東權益	9,446	10,316	12,315	13,389	14,535
淨資產總額	12,397	14,750	16,837	18,076	19,423

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合(%)					
風電及光伏	43.9	34.3	33.1	33.0	31.8
天然氣	56.1	65.7	66.8	67.0	68.1
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.7	28.7	0.28	26.5	0.26
運營利率	25.0	22.4	23.8	22.8	22.8
稅前利率	17.1	17.5	18.3	17.1	16.9
淨利潤率	13.3	12.4	11.3	10.6	10.4
有效稅率	8.2	9.6	16.3	16.5	16.7
資產負債比率					
流動比率(X)	0.58	0.75	0.71	0.82	0.79
速動比率(X)	0.58	0.74	0.70	0.82	0.78
現金比率(X)	0.22	0.26	0.22	0.24	0.19
平均應收款周轉天數	107.2	111.0	115.6	113.8	111.4
債務/股本比率(%)	190.0	182.3	175.1	183.1	208.9
淨負債/股東權益比率(%)	202.7	198.6	204.0	237.0	259.8
回報率(%)					
資本回報率	10.92	12.35	11.37	10.58	11.07
資產回報率	2.74	3.17	2.92	2.64	2.59
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.33	0.36	0.38	0.43	0.47
每股股息(人民幣)	0.13	-	0.15	0.17	0.19
每股帳面價值(人民幣)	2.70	3.18	3.59	3.87	4.17

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。