

新天綠色能源 (956 HK)

上半年業績勝預期；下半年盈利恢復增長

新天綠色上半年業績同比持平，超出我們預期，顯示公司業績表現具有韌性。對於唐山 LNG 接收站所需的巨額投資資金需求，公司計畫在 A 股上市滿 6 個月後啟動增發募集資金，同時管理層希望維持穩定的股息派發比率以穩定投資者預期。展望下半年，在風電新增裝機貢獻以及管輸費恢復政策的驅動下，我們預期盈利重歸增長軌道。估值正面，短期看似缺乏催化劑，但考慮到較高的股息收益率水準，我們維持積極展望。維持買入評級，目標價維持每股 2.84 港元不變。

- **上半年同比盈利持平。**淨利潤（扣除永續權益分派後）錄得人民幣 9.08 億，同比下跌 2.9%，較我們預期高 6.9%。盈利勝預期，主要是由於管理費用及其它收益表現好於預期，同時毛利率僅輕微下跌 1.6 百分點至 28.7%，較我們預測高 1.5 百分點。收入和其它主要開支均大致符合我們預期。通過上半年的業績表現，我們認為公司證明了其業績具備強韌的表現。
- **預計將募集資金以加速資本開支投入。**公司上半年投入資本開支人民幣 49 億元，其中大部分用於新增風電裝機。管理層維持全年資本開支指引人民幣 100 億元不變，並預期下半年大部分支出將用於唐山 LNG 接收站項目。公司上半年新增風電裝機 321 兆瓦，計畫下半年再新增另外 180 兆瓦風電專案。對於唐山 LNG 接收站，我們預期公司在 2020-22 年內還需要額外投入人民幣 250 億元，對於公司的現金流將帶來一定壓力。根據 A 股上市準則，上市後滿 6 個月即可啟動增發募資，根據公司目前 A 股較高的估值，我們判斷公司將通過 A 股方式募集資金以滿足資本開支需求。此外我們也觀察到公司近期通過訂立儲備合作合同與合作夥伴一道分擔投資成本。
- **維持穩定派息比率。**公司計畫維持穩定的股息派發率以穩定投資人預期（2017-19 派息比率區間為 35%-41%）。基於 35% 的派息比率假設，在目前股價，我們測算公司 2020 年股息收益率為 7.0%。該收益率對比風電及燃氣同業均更為吸引。
- **下半年恢復盈利增長。**管理層對全年發電量指引約為 10 太瓦時，並預期燃氣銷售量實現同比增長 10%，同時銷氣毛差對比上半年將略有改善。根據運營資料更新，我們將公司 2020-22 年每股盈利預測輕微調整 0.6%/-1.8%/-2.0%。基於新增風電裝機帶來貢獻以及管輸費恢復正常展望，我們維持下半年盈利恢復增長軌道預期。
- **目標價維持每股 2.84 港元。**新天 H 股在公司完成 A 股上市、納入港股通、以及宣佈重新派發 2019 年股息後，我們認為公司近期內暫時缺乏價值重估的催化劑。我們對公司的將估值態勢切換至長期增長展望。基於公司業務的韌性、較高的股息收益率，以及潛在 LNG 接收站將驅動長期業績增長，我們認為目前股價依然低估。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	13,281	15,445	17,633
同比增長 (%)	41.3	19.7	11.2	16.3	14.2
淨利潤(百萬元人民幣)	1,240	1,344	1,444	1,618	1,769
每股盈利(元人民幣)	0.33	0.36	0.38	0.42	0.46
每股盈利變動 (%)	32.0	8.4	5.5	10.1	9.3
市場每股盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	0.39	0.43	0.47
市盈率(倍)	5.6	5.2	4.9	4.5	4.1
市帳率(倍)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率 (%)	6.7	6.7	7.0	7.9	8.6
權益收益率 (%)	12.4	11.4	10.6	10.8	11.0
淨負債率 (%)	203	199	203	235	257

敬請參閱尾頁之免責聲明

請到彭博(搜索代碼: CMBR) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下載更多招銀國際證券研究報告

*本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

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\$2.08

中國風電板塊

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	25,565
3 月平均流通量(百萬港元)	50.62
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%

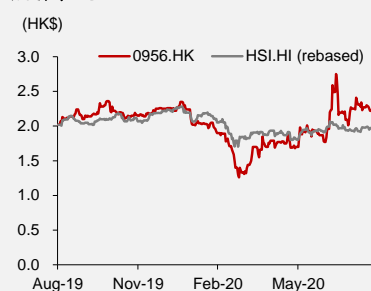
資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-0.5%	-3.0%
3-月	22.4%	11.3%
6-月	9.5%	12.5%
12-月	7.2%	8.0%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 萬德資訊

審計師: 安永

2020年8月28日

資料來源：公司資料，彭博及招銀國際證券預測

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	13,281	15,445	17,633
風電及光伏	3,422	3,949	4,501	5,025	5,598
天然氣	6,551	7,981	8,776	10,415	12,030
銷售成本	(7,116)	(8,638)	(9,701)	(11,325)	(12,924)
其它收入淨額	100	171	157	164	173
銷售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(502)	(587)	(626)	(697)	(761)
其它支出	(219)	(44)	(14)	(18)	(27)
運營利潤	2,239	2,845	3,096	3,568	4,094
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	2,324	2,637	2,946
所得稅	(168)	(356)	(383)	(440)	(498)
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	1,444	1,618	1,769

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	2,324	2,637	2,946
折舊和攤銷	1,308	1,540	1,718	2,045	2,509
運營資金變動	(147)	(909)	(2,268)	(60)	(384)
稅項	(217)	(325)	(375)	(430)	(488)
其它	474	1,240	10	0	-
經營活動所得現金流	3,156	3,732	1,409	4,192	4,582
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	6,514	6,471
現金增加淨額	135	93	396	(106)	630
年初現金及現金等價物	2,110	2,240	2,332	2,728	2,622
匯兌	(4)	(2)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,240	2,332	2,728	2,622	3,252
加上: 收購所得現金	-	9	-	-	-
資產負債表現金	2,240	2,341	2,728	2,622	3,252

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	9,218	10,553	11,226
現金及現金等價物	2,240	2,341	2,728	2,622	3,252
應收賬款	3,296	3,966	4,516	5,118	5,642
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	11,199	13,382	14,317
應付帳款	148	137	152	177	202
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	12,323	13,436	14,639
淨資產總額	12,397	14,750	16,845	18,123	19,526

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	33.9	32.5
天然氣	56.1	65.7	66.8	66.1	67.4
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.7	28.7	0.28	27.0	0.27
運營利率	25.0	22.4	23.8	23.3	23.1
稅前利率	17.1	17.5	18.3	17.5	17.1
淨利潤率	13.3	12.4	11.3	10.9	10.5
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	0.20
平均應收款周轉天數	107.2	111.0	116.5	113.8	111.4
債務/股本比率(%)	190.0	182.3	175.1	183.0	208.4
淨負債/股東權益比率(%)	202.7	198.6	203.2	235.2	256.8
回報率(%)					
資本回報率	10.9	12.3	11.3	10.6	10.8
資產回報率	2.74	3.17	2.92	2.65	2.54
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.33	0.36	0.38	0.42	0.46
每股股息(人民幣)	0.13	0.13	0.13	0.15	0.16
每股帳面價值(人民幣)	2.70	3.18	3.59	3.88	4.19

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。