

新天绿色能源 (956 HK)

3 季度业绩未及预期；天然气毛差疲软拖累盈利

新天绿能公布第三季度业绩，净亏损（扣除永续权益分配后）2500 万元人民币。前九个月盈利 8.84 亿元人民币，同比下跌 12.0%。第三季度业绩不佳主要由于天然气销售与 LNG 激烈竞争导致天然气销售毛差下降，而一些新的风电场在小风季节投产运营也推高了整体折旧成本。在发布第三季度业绩后，公司股价明显下挫。根据公司过往表现，第三季度是风电和天然气销售业务的传统淡季。我们认为市场反应过度。公司当前股价仅为 4.4/3.7 倍 20/21 财年预测市盈率，但 20 财年预测股息率为 8.0%，具有吸引力。我们下调目标价至 2.50 元港币。维持买入评级。

- **前九个月盈利同比下跌 12.0%**。第三季度收入增长仅为 1.2%，与电力/天然气销售增长 13.93%/6.36% 相比并不匹配。总经营成本同比增长 9.4%，导致当季经营亏损 6,500 万元人民币。其他经营费用基本符合预期。前九个月，公司录得净利润（扣除永续权益分配后）为 8.84 亿元人民币，同比下降 12.0%。业绩低于预期。
- **由于竞争激烈，天然气销售利润率受压**。根据河北省发改委减轻疫情影响的要求，公司天然气批发价下调 1.10 分人民币，对应管输费的 5%。对于零售气量，由于 LNG 价格在三季度处于低位，价格竞争激烈。公司为留住工业客户提供了交大幅度的气价折扣。我们估计零售天然气的毛差折让幅度可能高达 15%，导致天然气板块综合毛差从 0.332 元人民币大幅下降至约 0.28 元人民币。展望第四季度，随着 LNG 价格回升至正常水平，我们预计公司利润率将有所回升。
- **新增风电装机促进第四季度发电量**。管理层维持约 100 亿千瓦时发电指引不变，目标利用小时数为 2,300-2,350。公司还确认，鉴于装机进度顺利，全年风电装机将超过 500MW。第三季度，部分新增装机在小风季节投运，导致折旧成本有较为显著的上漲。在第四季度，随着新产能的增加，我们预计风电板块将恢复正常并为新产能也将盈利增长做出贡献。
- **估值极具吸引力**。经过最近的回调，公司当前股价为 20/21 财年预测市盈率 4.4 倍/3.7 倍，而股息率分别为 8.0%/9.6%。我们认为市场的过度反应为买入提供了良好的机会。我们将目标价下调至 2.50 港元。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	9,975	11,943	12,781	15,034	17,134
同比增长 (%)	41.3	19.7	7.0	17.6	14.0
净利润(百万元人民币)	1,240	1,344	1,391	1,689	1,845
每股盈利(元人民币)	0.33	0.36	0.37	0.44	0.48
每股盈利变动 (%)	32.0	8.4	1.7	19.7	9.6
市场每股盈利预测(人民币)	N/A	N/A	0.39	0.43	0.47
市盈率(倍)	4.8	4.4	4.4	3.7	3.4
市帐率(倍)	0.6	0.5	0.4	0.4	0.4
股息率 (%)	7.8	7.8	7.9	9.6	10.4
权益收益率 (%)	12.4	11.4	10.3	11.3	11.4
净负债率 (%)	203	199	201	219	239

资料来源：公司数据，彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$2.50
(此前目标价)	HK\$2.84)
潜在升幅	36.6%
当前股价	HK\$1.83

中国风电板块

萧小川
 (852) 3900 0849
 robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	23,229
3 月平均流通量(百万港元)	21.71
52 周内股价高/低(港元)	2.76/1.16
已发行股本-H(百万)	1,839
已发行股本-A(百万)	2,011

资料来源：彭博

股东结构-H

河北建投	48.7%
流通股	51.3%

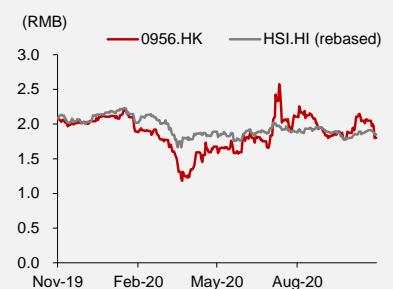
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-3.9%	-6.5%
3-月	-14.6%	-12.9%
6-月	7.4%	9.8%
12-月	-13.4%	-2.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万得资讯

审计师：安永

财务报表

利润表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	9,975	11,943	12,781	15,034	17,134
风电及光伏	3,422	3,949	4,523	5,225	5,801
天然气	6,551	7,981	8,254	9,804	11,328
销售成本	(7,116)	(8,638)	(9,293)	(10,922)	(12,443)
其它收入净额	100	171	157	166	173
销售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(502)	(587)	(603)	(679)	(739)
其它支出	(219)	(44)	(8)	22	(18)
运营利润	2,239	2,845	3,033	3,620	4,105
融资成本净额	(785)	(875)	(986)	(1,161)	(1,354)
合资及联营企业	290	215	213	263	287
税前利润	1,743	2,184	2,261	2,722	3,037
所得税	(168)	(356)	(373)	(455)	(513)
非控制股东权益	(307)	(413)	(419)	(501)	(601)
永续期绿色债利息	(29)	(71)	(78)	(78)	(78)
净利润	1,240	1,344	1,391	1,689	1,845

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	1,743	2,184	2,261	2,722	3,037
折旧和摊销	1,308	1,540	1,718	2,045	2,509
运营资金变动	(147)	(909)	(2,015)	(334)	(384)
税项	(217)	(325)	(364)	(445)	(503)
其它	474	1,240	188	2,150	325
经营活动所得现金流	3,156	3,732	1,787	6,139	4,983
资本开支	(5,568)	(6,041)	(8,554)	(10,812)	(10,423)
其它	1,601	(62)	115	-	-
投资活动所得现金净额	(3,967)	(6,103)	(8,439)	(10,812)	(10,423)
股份发行	-	-	563	-	-
永续期绿色债	590	910	-	-	-
净借贷	2,673	3,037	7,193	5,504	6,513
其它	(939)	533	-	-	-
融资活动所得现金净额	945	2,465	7,425	4,682	5,521
现金增加净额	135	93	774	10	81
年初现金及现金等价物	2,110	2,240	2,332	3,106	3,116
汇兑	(4)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,240	2,332	3,106	3,116	3,197
加上: 收购所得现金	-	9	-	-	-
资产负债表现金	2,240	2,341	3,106	3,116	3,197

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	32,743	38,499	45,180	53,157	60,706
固定资产	26,584	28,252	35,011	43,607	51,327
无形资产	1,757	1,672	1,574	1,475	1,376
合资及联营公司投资	1,918	2,302	2,467	2,729	3,014
预付款及其它应收	1,648	2,904	2,864	2,073	1,709
其它非流动资产	837	377	262	260	259
流动资产	6,418	7,455	9,422	8,727	8,525
现金及现金等价物	2,240	2,341	3,106	3,116	3,197
应收账款	3,296	3,966	4,333	2,786	2,983
预付款	812	1,083	1,909	2,749	2,265
其它流动资产	70	65	74	77	80
流动负债	8,602	10,532	11,456	12,970	13,700
应付账款	148	137	146	172	196
其它应付	3,655	4,870	4,299	4,648	4,012
借贷	4,644	5,316	6,782	7,901	9,224
其它流动负债	70	100	110	120	130
非流动负债	18,162	20,673	26,354	30,753	35,917
借贷	16,683	19,093	24,045	28,014	32,703
其它长期应付	184	225	179	194	167
其它非流动负债	25	46	46	46	46
少数股东权益	2,360	2,933	3,021	3,187	3,388
永续期绿色公司债	590	1,500	1,500	1,500	1,500
股东权益	9,446	10,316	12,271	13,472	14,726
净资产总额	12,397	14,750	16,792	18,160	19,614

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合(%)					
风电及光伏	43.9	34.3	33.1	35.4	34.8
天然气	56.1	65.7	66.8	64.6	65.2
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.7	28.7	0.28	27.3	0.27
运营利率	25.0	22.4	23.8	23.7	24.1
税前利率	17.1	17.5	18.3	17.7	18.1
净利率	13.3	12.4	11.3	10.9	11.2
有效税率	8.2	9.6	16.3	16.5	16.7
资产负债比率					
流动比率(x)	0.58	0.75	0.71	0.82	0.67
速动比率(x)	0.58	0.74	0.70	0.82	0.67
现金比率(x)	0.22	0.26	0.22	0.27	0.24
平均应收款周转天数	107.2	111.0	118.5	86.4	61.4
债务/股本比率(%)	190.0	182.3	175.1	183.6	197.8
净负债/股东权益比率(%)	202.7	198.6	201.2	219.0	238.6
回报率(%)					
资本回报率	10.92	12.35	11.37	10.28	11.28
资产回报率	2.74	3.17	2.92	2.55	2.73
每股数据(人民币)					
每股盈利	0.33	0.36	0.37	0.44	0.48
每股股息	0.13	0.13	0.13	0.15	0.17
每股账面价值	2.70	3.18	3.58	3.89	4.21

资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(CMBISG)(公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。