

新天绿色能源 (956 HK)

上半年业绩超预期；下半年盈利恢复增长

新天绿能上半年业绩同比持平，超出我们预期，显示公司业绩表现具有韧性。对于唐山 LNG 接收站所需的巨额投资资金需求，公司计划在 A 股上市满 6 个月后启动增发募集资金，同时管理层希望维持稳定的股息派发比率以稳定投资者预期。展望下半年，在风电新增装机贡献以及管输费恢复政策的驱动下，我们预期盈利重归增长轨道。估值正面，短期看似缺乏催化剂，但考虑到较高的股息收益率水平，我们维持积极展望。维持买入评级，目标价维持每股 2.84 港元不变。

- 上半年同比盈利持平。** 净利润（扣除永续权益分派后）录得人民币 9.08 亿，同比下跌 2.9%，较我们预期高 6.9%。盈利超预期，主要是由于管理费用及其它收益表现好于预期，同时毛利率仅轻微下跌 1.6 个百分点至 28.7%，较我们预测高 1.5 个百分点。收入和其它主要开支均大致符合我们预期。通过上半年的业绩表现，我们认为公司证明了其业绩具备强韧的表现。
- 预计将募集资金以加速资本开支投入。** 公司上半年投入资本开支人民币 49 亿元，其中大部分用于新增风电装机。管理层维持全年资本开支指引人民币 100 亿元不变，并预期下半年大部分支出将用于唐山 LNG 接收站项目。公司上半年新增风电装机 321 兆瓦，计划下半年再新增另外 180 兆瓦风电项目。对于唐山 LNG 接收站，我们预期公司在 2020-22 年内还需要额外投入人民币 250 亿元，对于公司的现金流将带来一定压力。根据 A 股上市准则，上市后满 6 个月即可启动增发募资，根据公司目前 A 股较高的估值，我们判断公司将通过 A 股方式募集资金以满足资本开支需求。此外我们也观察到公司近期通过订立储罐合作合同与合作伙伴一道分担投资成本。
- 维持稳定派息比率。** 公司计划维持稳定的股息派发率以稳定投资人预期（2017-19 派息比率区间为 35%-41%）。基于 35% 的派息比率假设，在目前股价，我们测算公司 2020 年股息收益率为 7.0%。该收益率对比风电及燃气同业均更为吸引。
- 下半年恢复盈利增长。** 管理层对全年发电量指引约为 10 太瓦时，并预期燃气销售量实现同比增长 10%，同时销气毛差对比上半年将略有改善。根据运营数据更新，我们将公司 2020-22 年每股盈利预测轻微调整 0.6%/-1.8%/-2.0%。基于新增风电装机带来贡献以及管输费恢复正常展望，我们维持下半年盈利恢复增长轨道预期。
- 目标价维持每股 2.84 港元。** 新天 H 股在公司完成 A 股上市、纳入港股通、以及宣布重新派发 2019 年股息后，我们认为公司近期内暂时缺乏价值重估的催化剂。我们对公司的估值态势切换至长期增长展望。基于公司业务的韧性、较高的股息收益率，以及潜在 LNG 接收站将驱动长期业绩增长，我们认为目前股价仍然低估。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	13,281	15,445	17,633
同比增长 (%)	41.3	19.7	11.2	16.3	14.2
净利润 (百万元人民币)	1,240	1,344	1,444	1,618	1,769
每股盈利 (元人民币)	0.33	0.36	0.38	0.42	0.46
每股盈利变动 (%)	32.0	8.4	5.5	10.1	9.3
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)	5.6	5.2	4.9	4.5	4.1
市帐率 (倍)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4
股息率 (%)	6.7	6.7	7.0	7.9	8.6
权益收益率 (%)	12.4	11.4	10.6	10.8	11.0
净负债率 (%)	203	199	203	235	257

资料来源：公司数据，彭博及招银国际证券预测

敬请参阅尾页之免责声明

请到彭博 (搜索代码: CMBR) 或 <http://www.cmbi.com.hk> 下载更多招银国际证券研究报告

*本报告摘要自英文版本，如欲进一步了解，敬请参阅英文报告。

买入 (维持)

目标价	HK\$2.84
(此前目标价)	HK\$2.84)
潜在升幅	29.1%
当前股价	HK\$2.08

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)	25,565
3 月平均流通量(百万港元)	50.62
52 周内股价高/低(港元)	2.95/1.24
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%

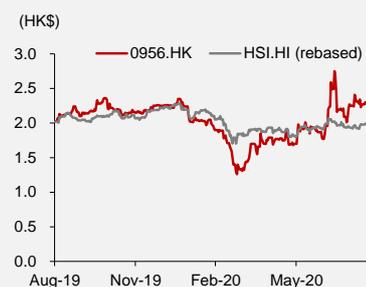
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-0.5%	-3.0%
3-月	22.4%	11.3%
6-月	9.5%	12.5%
12-月	7.2%	8.0%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万德资讯

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	13,281	15,445	17,633
风电及光伏	3,422	3,949	4,501	5,025	5,598
天然气	6,551	7,981	8,776	10,415	12,030
销售成本	(7,116)	(8,638)	(9,701)	(11,325)	(12,924)
其它收入净额	100	171	157	164	173
销售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(502)	(587)	(626)	(697)	(761)
其它支出	(219)	(44)	(14)	(18)	(27)
运营利润	2,239	2,845	3,096	3,568	4,094
融资成本净额	(785)	(875)	(986)	(1,194)	(1,435)
合资及联营企业	290	215	213	263	287
税前利润	1,743	2,184	2,324	2,637	2,946
所得税	(168)	(356)	(383)	(440)	(498)
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	1,444	1,618	1,769

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	2,324	2,637	2,946
折旧和摊销	1,308	1,540	1,718	2,045	2,509
运营资金变动	(147)	(909)	(2,268)	(60)	(384)
税项	(217)	(325)	(375)	(430)	(488)
其它	474	1,240	10	0	-
经营活动所得现金流	3,156	3,732	1,409	4,192	4,582
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	7,354	7,438
其它	(939)	533	-	-	-
融资活动所得现金净额	945	2,465	7,425	6,514	6,471
现金增加净额	135	93	396	(106)	630
年初现金及现金等价物	2,110	2,240	2,332	2,728	2,622
汇兑	(4)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,240	2,332	2,728	2,622	3,252
加上: 收购所得现金	-	9	-	-	-
资产负债表现金	2,240	2,341	2,728	2,622	3,252

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	45,168	53,148	60,698
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	2,852	2,065	1,700
其它非流动资产	837	377	262	260	259
流动资产	6,418	7,455	9,218	10,553	11,226
现金及现金等价物	2,240	2,341	2,728	2,622	3,252
应收账款	3,296	3,966	4,516	5,118	5,642
预付款	812	1,083	1,901	2,737	2,253
其它流动资产	70	65	74	77	80
流动负债	8,602	10,532	11,199	13,382	14,317
应付账款	148	137	152	177	202
其它应付	3,655	4,870	4,036	4,648	4,012
借贷	4,644	5,316	6,782	8,308	9,835
其它流动负债	70	100	110	120	130
非流动负债	18,162	20,673	26,343	32,196	38,081
借贷	16,683	19,093	24,045	29,457	34,868
其它长期应付	184	225	168	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	12,323	13,436	14,639
净资产总额	12,397	14,750	16,845	18,123	19,526

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	33.9	32.5
天然气	56.1	65.7	66.8	66.1	67.4
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.7	28.7	0.28	27.0	0.27
运营利率	25.0	22.4	23.8	23.3	23.1
税前利率	17.1	17.5	18.3	17.5	17.1
净利润率	13.3	12.4	11.3	10.9	10.5
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	0.79
速动比率(x)	0.58	0.74	0.70	0.82	0.78
现金比率(x)	0.22	0.26	0.22	0.24	0.20
平均应收款周转天数	107.2	111.0	116.5	113.8	111.4
债务/股本比率(%)	190.0	182.3	175.1	183.0	208.4
净负债/股东权益比率(%)	202.7	198.6	203.2	235.2	256.8
回报率(%)					
资本回报率	10.9	12.3	11.3	10.6	10.8
资产回报率	2.74	3.17	2.92	2.65	2.54
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.33	0.36	0.38	0.42	0.46
每股股息(人民币)	0.13	0.13	0.13	0.15	0.16
每股账面价值(人民币)	2.70	3.18	3.59	3.88	4.19

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国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规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个人。

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。