

新天绿色能源 (956 HK)

上半年运营表现稳健

新天绿能发布了二季度运营数据。整体运营表现稳健，其中上半年天然气零售气量高速增长非常亮眼，显示了公司运营表现在疫情影响下具有较高的韧性。尽管公司港股价格在A股上市后呈现显著波动，我们仍然对港股通南向交易增加后公司的股价能够趋向稳定并逐步启动价值重估充满信心。我们预期上半年盈利表现偏弱，相信市场对此已有知悉。我们预期公司将在中期业绩公布时补发2019财年股息，将成为驱动股价的下一个催化剂。维持买入评级，目标价维持2.84港元。

- **上半年发/售电量分别同比上涨4.48%/4.13%**。风电发电量4,990吉瓦时，同比上涨4.42%。受新冠疫情影响限电率增加导致公司上半年的风电增长慢于我们全年12.8%的风电电量增长预期。公司公告显示，上半年平均上网电价实现同比增长2.28%至每千瓦时0.47元人民币，出乎意料。我们测算上半年公司发电业务收入同比增长约7%，同时根据运营更新，我们将全年风电利用小时自2,375小时下调至2,300小时。我们对公司全年的发电增速展望调整为同比增长9.4%。
- **天然气零售气量表现惊艳**。公司上半年天然气实现销售18.7亿立方米，同比增长13.3%。零售气量是公司上半年运营表现的亮点，同比实现增长29.7%，并且增速在二季度加速至34.3%。我们认为优异的零售气量表现主要源自于公司管道燃气服务随着管道建设的不断延伸覆盖至更多的工业用户，尤其是新投运的高邑-赞皇线接驳了一些新的陶瓷企业客户。在天然气批发业务方面，受河北省政府要求上半年下调管输费5%影响，我们预期批发业务气价将有所下降。气价下降的影响部分可由毛利较高的零售气量增长所抵消，但由于批发气量仍占据目前公司天然气销售的较大比重，我们认为公司上半年燃气方面的业绩将承受短期盈利影响。
- **盈利增长将于下半年恢复**。我们认为公司上半年在经历疫情挑战的情况下交出了具有韧性的运营表现。我们测算公司上半年的盈利同比下跌9.2%。由于公司A股上市后已对中期以及进行了初步展望，我们相信市场已对上半年盈利情况有所悉知。考虑到风电限电及管输费下调等短期影响将在下半年获得消除，我们预期公司下半年盈利将重回增长轨道。我们对公司的目标价为每股2.84港元。我们相信公司宣布补发19财年股息将成为触发价值重估的下一个催化剂。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	13,526	15,777	18,007
同比增长(%)	41.3	19.7	13.3	16.6	14.1
净利润(百万元人民币)	1,240	1,344	1,436	1,648	1,806
每股盈利(元人民币)	0.33	0.36	0.38	0.43	0.47
每股盈利变动(%)	32.0	8.4	4.9	12.8	9.6
市场每股盈利预测(人民币)	N/A	N/A	0.41	0.44	0.46
市盈率(倍)	5.9	5.5	5.2	4.6	4.2
市帐率(倍)	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5
股息率(%)	6.3	0.0	7.5	8.7	9.5
权益收益率(%)	12.4	11.4	10.6	11.1	11.3
净负债率(%)	203	199	204	237	260

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\$2.84
(此前目标价)	HK\$2.84
潜在升幅	29.1%
当前股价	HK\$2.20

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)	28,592
3月平均流通量(百万港元)	46.20
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%

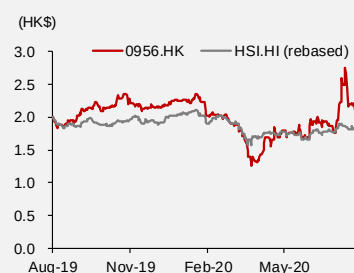
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	24.3%	22.0%
3-月	22.9%	21.7%
6-月	8.4%	15.2%
12-月	6.3%	20.2%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

审计师：安永

请登录2020年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

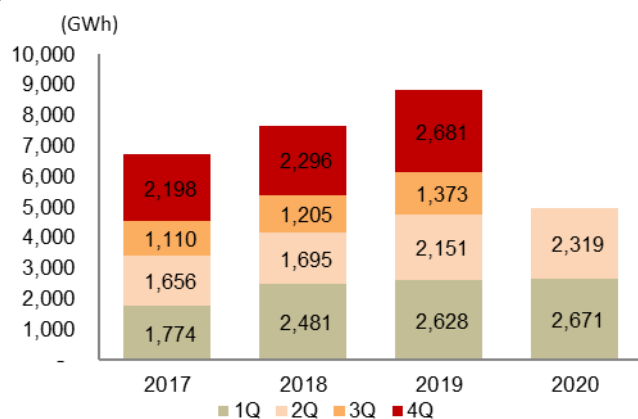
<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 上半年运营情况汇总

	1Q19	2Q19	1H19	1Q20	2Q20	1H20	1H20 YoY	FY20E	上半年/ 全年预测
风电发电量(吉瓦时)	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%		
山东	20	23	43	21	23	44	3.5%		
内蒙古	90	87	177	90	106	196	11.1%		
广西	-	57	57	45	37	82	44.0%		
江苏	-	10	10	47	44	91	770.2%		
河南	-	7	7	16	27	43	505.1%		
光伏发电量(吉瓦时)	39	35	74	41	51	93	25.7%	159	58.3%
燃气销售量(百万立方)	1,173	478	1,651	1,326	547	1,873	13.4%	3,800	49.3%
批发	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%

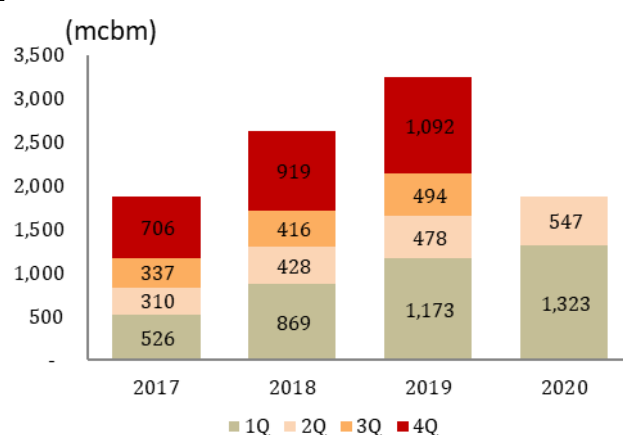
资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 2: 风电发电量



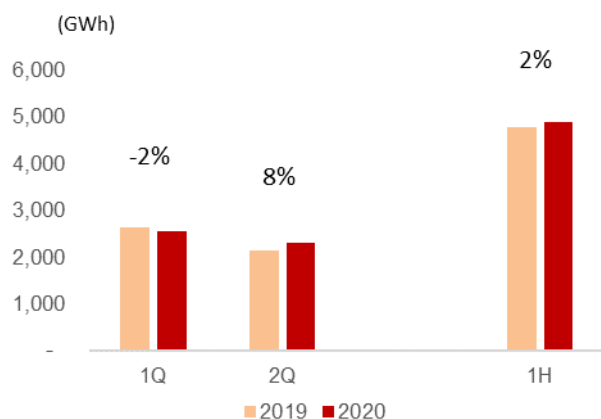
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 3: 燃气销售量



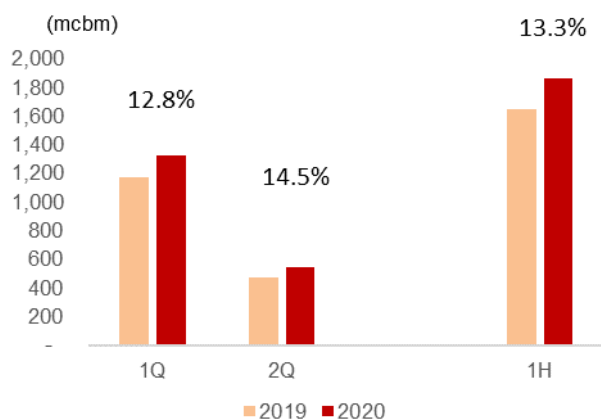
资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 4: 上半年及季度风电发电表现



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 5: 上半年及季度天然气销售表现



资料来源: 彭博, 招银国际证券

图 6: 20 财年上半年盈利预测

	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

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 7: 盈利预测调整

	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%

招银国际测算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

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

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	13,526	15,777	18,007
风电及光伏	3,422	3,949	4,463	5,025	5,598
天然气	6,551	7,981	9,058	10,747	12,404
销售成本	(7,116)	(8,638)	(9,941)	(11,605)	(13,236)
其它收入净额	100	171	157	165	173
销售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(502)	(587)	(638)	(712)	(777)
其它支出	(219)	(44)	(17)	(20)	(28)
运营利润	2,239	2,845	3,087	3,603	4,138
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	2,314	2,673	2,990
所得税	(168)	(356)	(382)	(446)	(505)
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	1,436	1,648	1,806

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	2,314	2,673	2,990
折旧和摊销	1,308	1,540	1,718	2,045	2,509
运营资金变动	(147)	(909)	(2,355)	(85)	(391)
税项	(217)	(325)	(373)	(436)	(495)
其它	474	1,240	10	0	-
经营活动所得现金流	3,156	3,732	1,315	4,197	4,612
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	6,445	6,378
现金增加净额	135	93	302	(170)	567
年初现金及现金等价物	2,110	2,240	2,332	2,633	2,464
汇兑	(4)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,240	2,332	2,633	2,464	3,030
加上: 收购所得现金	-	9	-	-	-
资产负债表现金	2,240	2,341	2,633	2,464	3,030

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	9,213	10,510	11,127
现金及现金等价物	2,240	2,341	2,633	2,464	3,030
应收账款	3,296	3,966	4,605	5,233	5,763
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	11,202	13,386	14,321
应付账款	148	137	155	180	206
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	12,315	13,389	14,535
净资产总额	12,397	14,750	16,837	18,076	19,423

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	33.0	31.8
天然气	56.1	65.7	66.8	67.0	68.1
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.7	28.7	0.28	26.5	0.26
运营利率	25.0	22.4	23.8	22.8	22.8
税前利率	17.1	17.5	18.3	17.1	16.9
净利润率	13.3	12.4	11.3	10.6	10.4
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	0.19
平均应收款周转天数	107.2	111.0	115.6	113.8	111.4
债务/股本比率(%)	190.0	182.3	175.1	183.1	208.9
净负债/股东权益比率(%)	202.7	198.6	204.0	237.0	259.8
回报率(%)					
资本回报率	10.92	12.35	11.37	10.58	11.07
资产回报率	2.74	3.17	2.92	2.64	2.59
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.33	0.36	0.38	0.43	0.47
每股股息(人民币)	0.13	-	0.15	0.17	0.19
每股账面价值(人民币)	2.70	3.18	3.59	3.87	4.17

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。

招銀国际证券投资评级

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	: 招銀国际证券并未给予投资评级

招銀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

招銀国际证券有限公司

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

招銀国际证券有限公司(“招銀国际证券”)为招銀国际金融有限公司之全资附属公司(招銀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。招銀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。招銀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銀国际证券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招銀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責任。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，未经招銀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人士。

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責任。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。