强烈推荐

预期 2019 年盈利持续增长，估值优势明显

新天绿色能源（956.HK）

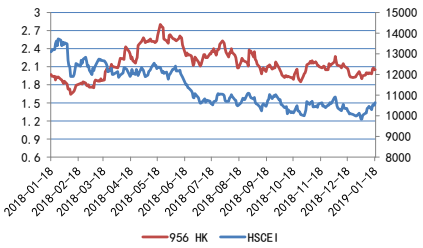
2019-1-21 星期一

目标价：HK$ 2.95
现　价：HK$ 2.06
预计升幅： 43%

股本数据
总股本(亿股)：37.15
港股股本（亿股）：18.39
港股市值(亿港元)：37.9
总市值(亿港元)：76.5
52 周高/低（HK$）： 2.96/1.68
每股净值(人民币元)：2.58
所属行业：清洁能源行业

主要股东
河北建设投资集团有限责任公司(50.50%)
GIC Private Limited (5.43%)

52 周行情图(Vs 恒生中国指数)



相关报告：

国元国际研究部
姓名：杨义琼
电话：0755-21516065
Email:yangyq@gyzq.com.hk

投资要点

2018 年四季度天然气业务表现良好，风电发电量增长放缓：

2018 年第四季度公司完成发电量 233.23 万兆瓦时，同比增长 5.08%。其中，风电发电量 229.55 万兆瓦时，同比增长 4.45%，太阳能发电量 36790.34 兆瓦时，同比增长 67.63%。

2018 年第四季度公司完成售气量 9.19 亿立方米，同比增长 30.20%。其中，批发完成 5.9 亿立方米，同比增长 31.64%，零售完成 2.96 亿立方米，同比增长 31.31%，CNG/LNG 完成 3189.48 万立方米，同比增长 1.64%。

2018 年全年经营业绩超出公司指引：

2018 年全年公司天然气销售 26.3 亿立方米，同比增 40%，其中批发 16.2 亿立方米，同比增 48%；零售气 9.2 亿立方米，同比增 32%；CNG 0.9 亿立方米，同比增 5%。2018 年全年公司发电量 78.15 亿千瓦时，同比增 14.37%，其中风电发电量 78.15 亿千瓦时 76.8 亿千瓦时，同比增长 13.93%，太阳能发电量 13.9 亿千瓦时，同比增长 45.28%。

公司 2018 年经营业绩表现良好，主要受益一季度风电和天然气业务双双高增长所致。

2018 年风电利用小时数创新高，限电率持续下降：

公司 2018 年全年利用小时数约 2,482 小时，同比增 90 小时，限电率 5.43%，同比降 2.3 个百分点。公司利用小时数创新高主要受益 2018 年 1Q 良好的风资源。

维持强烈推荐评级，目标价 2.95 港元

展望 2019 年，我们基于公司风电新增装机 400-500MW 的指引以及天然气需求的增长，预计 2019 年盈利仍将保持持续增长。而 A 股的成功发行，或将成为公司估值提升的催化剂。

目前公司 2018 年 PE 和 PB 分别为 5.2 倍和 0.7 倍，股息率达到 6.9%，估值优势明显，安全边际高。我们更新公司目标价 2.95 港元，目标相当于 2018 年 1 倍 PB 和 7.5 倍 PE，较现价有+43%的升幅，维持强烈推荐评级。

截止 12 月31 日	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
营业额(人民币百万元)	4,384	7,058	8,045	9,103	10,262
变动(%)	3.8%	61.0%	14.0%	13.1%	12.7%
净利润(人民币百万元)	542	940	1,277	1,425	1,636
每股盈利(人民币元)	0.146	0.253	0.344	0.384	0.440
变动(%)	221.8%	73.5%	35.9%	11.6%	14.8%
市盈率@2.06港元(倍)	12.2	7.0	5.2	4.6	4.0
每股股息(分)	5.8	10.3	12.3	13.7	15.7
股息现价比率(%)	3.28%	5.80%	6.91%	7.71%	8.85%

表 1、公司 2018 年经营数据

	2018年第四季度發電量（兆瓦時）	2017年第四季度同期發電量（兆瓦時）	變化率（%）	2018年累計發電量（兆瓦時）	2017年累計發電量（兆瓦時）	變化率（%）
風電業務	**2,295,511.81**	**2,197,673.96**	**4.45%**	**7,676,130.25**	**6,737,305.31**	**13.93%**
其中：河北	1,963,311.71	1,946,529.97	0.86%	6,491,561.04	5,787,061.18	12.17%
山西	101,257.15	112,084.45	-9.66%	337,435.16	312,810.60	7.87%
新疆	40,539.54	17,380.85	133.24%	163,650.59	113,760.21	43.86%
雲南	146,061.76	100,820.98	44.87%	571,100.89	486,690.74	17.34%
山東	17,096.70	20,857.71	-18.03%	85,137.63	36,982.58	130.21%
內蒙古	27,244.95	0.00	–	27,244.95	0.00	–
太陽能業務	**36,790.34**	**21,947.14**	**67.63%**	**139,183.15**	**95,805.88**	**45.28%**
合計	**2,332,302.16**	**2,219,621.10**	**5.08%**	**7,815,313.40**	**6,833,111.19**	**14.37%**

	2018年第四季度售氣量（萬立方米）	2017年第四季度售氣量（萬立方米）	變化率（%）	2018年累計售氣量（萬立方米）	2017年累計售氣量（萬立方米）	變化率（%）
燃氣業務						
批發	59,038.31	44,848.73	31.64%	161,967.48	109,242.01	48.26%
零售	29,629.10	22,563.71	31.31%	91,977.89	69,932.62	31.52%
CNG/LNG	3,189.48	3,138.00	1.64%	9,164.39	8,745.19	4.79%
合計	**91,856.90**	**70,550.45**	**30.20%**	**263,109.76**	**187,919.83**	**40.01%**

表 2、行业相关公司估值

风电运营行业											
				PE				PB			
名称	代码	股价	市值（亿）	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
华能新能源	958 HK	2.22	234.6	7.5	5.7	5.3	4.7	0.9	0.7	0.7	0.6
龙源电力	916 HK	5.74	461.3	10.1	8.3	7.4	6.7	0.9	0.8	0.7	0.7
大唐新能源	1798 HK	0.96	69.8	9.2	4.7	4.0	3.5	0.6	0.5	0.4	0.4
京能清洁能源	579 HK	1.72	141.8	6.8	5.7	5.3	4.9	0.7	0.6	0.5	0.5
协合新能源	182 HK	0.33	28.1	12.3	5.3	3.9	3.2	0.5	0.4	0.4	0.4
华电福新	816 HK	1.77	148.8	6.7	5.9	4.7	4.1	0.7	0.5	0.5	0.4
中广核新能源	1811 HK	1.08	46.3	9.8	5.1	4.6	4.2	0.7	0.6	0.5	0.5
中电新能源	735 HK	2.61	31.0	10.1	N/A	N/A	N/A	0.5	N/A	N/A	N/A
平均				9.1	5.8	5.0	4.5	0.7	0.6	0.5	0.5
城市燃气行业											
				PE				PB			
名称	代码	股价	市值（亿）	2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
华润燃气	1193 HK	31.95	710.57	16.9	15.9	14.2	12.5	2.9	2.8	2.5	2.2
香港中华煤气	3 HK	16.78	2581.84	26.1	29.0	27.8	26.3	3.5	4.0	3.8	3.6
昆仑能源	135 HK	8.60	694.24	11.5	10.2	9.1	8.2	1.4	1.4	1.3	1.1
中国燃气	384 HK	26.45	1341.40	17.6	21.4	17.1	14.7	3.8	5.2	3.9	3.3
北京控股	392 HK	44.25	558.46	8.5	7.3	6.7	6.0	0.9	0.8	0.7	0.6
中油燃气	603 HK	0.52	30.36	17.5	N/A	N/A	N/A	1.5	N/A	N/A	N/A
港华燃气	1083 HK	6.23	175.06	12.6	12.1	11.0	10.0	1.1	1.0	1.0	0.9
新奥能源	2688 HK	74.10	832.89	17.9	16.6	14.1	12.1	3.0	3.5	3.0	2.5
天伦燃气	1600 HK	6.62	65.51	12.5	9.2	5.9	4.3	1.8	1.7	1.4	1.1
苏创燃气	1430 HK	2.80	25.28	30.8	N/A	N/A	N/A	2.2	N/A	N/A	N/A
平均				17.2	15.2	13.2	11.8	2.2	2.5	2.2	1.9
新天绿色能源	956 HK	2.06	76.50	7.03	5.17	4.63	4.04	0.74	0.70	0.63	0.58

资料来源：国元国际，Bloomberg

财务报表摘要

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	4,384	7,058	8,045	9,103	10,262
经营成本	(2,943)	(4,750)	(5,285)	(6,045)	(6,837)
毛利	1,441	2,308	2,760	3,058	3,425
其他收入	97	81	88	96	104
行政费用	(302)	(453)	(363)	(411)	(463)
财务开支	(549)	(774)	(787)	(827)	(847)
应占联营公司利润	65	215	217	219	222
其他开支	(8)	(171)	(188)	(207)	(227)
税前盈利	744	1,204	1,727	1,928	2,213
所得税	(97)	(99)	(207)	(231)	(266)
少数股东应占利润	106	165	243	271	312
净利润	542	940	1,277	1,425	1,636
折旧及摊销	542	571	600	626	651
EBITDA	590	1,111	1,609	1,814	2,083
增长					
总收入（%）	4%	61%	14%	13%	13%
EBITDA（%）	381%	88%	45%	13%	15%

财务分析

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
毛利率（%）	33%	33%	34%	34%	33%
EBITDA 利率（%）	13%	16%	20%	20%	20%
净利率(%)	12%	13%	16%	16%	16%
营运表现					
SG&A/收入(%)	7%	6%	5%	5%	5%
实际税率（%）	13%	8%	12%	12%	12%
股息支付率（%）	20%	40%	30%	30%	30%
库存周转	5	5	5	5	5
应付账款天数	26	26	26	26	26
应收账款天数	80	75	75	76	77
ROE（%）	7%	11%	14%	14%	14%
ROA（%）	2%	3%	4%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	1.9	2.1	1.9	1.8	1.7
收入/总资产	0.15	0.21	0.23	0.24	0.26
总资产/股本	3.72	3.98	3.77	3.65	3.50
收入对利息倍数	8.0	9.1	10.2	11.0	12.1

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
现金	1,491	2,110	2,447	1,887	1,885
应收账款	1,597	2,564	1,856	2,321	2,410
存货	45	40	100	60	121
其他流动资产	1	1	1	1	1
流动资产	3,869	5,533	5,054	5,273	5,269
固定资产	19,668	22,466	24,488	26,447	28,563
其他固定资产	6	6	6	6	6
非流动资产	25,505	28,755	30,516	32,475	34,591
总资产	29,374	34,288	35,570	37,748	39,860
流动负债	7,818	9,473	9,631	9,859	10,101
应付帐款	465	576	633	697	766
短期银行贷款	5,113	5,708	5,708	5,708	5,708
其他短期负债	2,240	3,190	3,290	3,454	3,627
非流动负债	12,022	14,314	14,447	15,291	15,891
长期银行贷款	11,933	13,217	13,717	14,717	15,217
其他负债	90	1,097	730	574	674
总负债	19,840	23,787	24,078	25,149	25,992
少数股东权益	1,634	1,896	2,066	2,256	2,475
股东权益	7,900	8,605	9,426	10,342	11,393
每股账面值(元)	2.40	2.57	2.83	3.09	3.39
营运资金	(3949)	(3940)	(4577)	(4586)	(4832)

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
EBITDA	590	1,111	1,609	1,814	2,083
融资成本	1,357	1,936	1,435	1,498	1,571
营运资金变化	(264)	(279)	1,028	(554)	241
所得税	(89)	(126)	(207)	(231)	(266)
营运现金流	1,593	2,642	3,865	2,526	3,630
资本开支	(3,960)	(3,492)	(3,300)	(3,300)	(3,300)
其他投资活动	351	(78)	(71)	(71)	(71)
投资活动现金流	(3,609)	(3,570)	(3,371)	(3,371)	(3,371)
负债变化	1,217	2,640	500	1,000	500
股本变化	0	0	0	0	0
股息	129	442	456	509	584
其他融资活动	(882)	(1,519)	(1,112)	(1,223)	(1,344)
融资活动现金流	464	1,563	(156)	286	(260)
现金变化	(1,551)	634	338	(560)	(1)
期初持有现金	3,027	1,491	2,110	2,447	1,887
汇率变动	15	(15)	(0)	(0)	(0)
期末持有现金	1,491	2,110	2,447	1,887	1,885

投资评级定义和免责条款

投资评级：

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%~20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%~20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责申明：

此刊物只供阁下参考，在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元国际控股有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元国际”)编写，所载资料的来源皆被国元国际认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础，只是表达观点，国元国际或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元国际于最初发此刊物日期当日的判断，可随时更改。国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认：

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见；及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定，投资者务请运用个人独立思考能力，慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前，应先咨询专业意见。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系；及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元国际、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元国际事先授权，任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元国际保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元国际控股有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司，并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元国际控股有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 22 楼

电　　话：(852) 3769 6888

传　　真：(852) 3769 6999

服务热线：400-888-1313

公司网址：http://www.gyzq.com.hk