

买入

# 加快开拓燃气业务市场

**新天绿色能源 (956.HK)**

2019-11-27 星期三

## 投资要点

目标价: **3.18 港元**  
 现价: 2.19 港元  
 预计升幅: 45%

### ➤ 投资唐山 LNG 接收站及配套外输管线项目:

近期公司唐山 LNG 接收站及配套曹宝段外输管线项目获国家发改委核准。其中唐山 LNG 接收站总投资约人民币 253.9 亿元,设计总接卸能力达 1,200 万吨/年,将分三期建设,年接卸能力分别为 500/500/200 万吨,预计将分别于 2022/2025/2030 年投产;其配套工程曹宝段外输管线项目起于河北新天唐山 LNG 接收站,止于天津市宝坻分输站,全长 176.18 公里,设计年输气量 112 亿立方米,日最大输气能力 1.6 亿立方米,总投资约人民币 64.2 亿元,预计将于 2022 年四季度完工。

## 重要数据

日期	2019-11-26
收盘价 (港元)	2.19
总股本 (百万股)	3,715
总市值 (百万港元)	8,136
净资产 (百万元)	12,397
总资产 (百万元)	39,161
52 周高低 (港元)	2.56/1.76
每股净资产 (元)	2.70

数据来源: Wind

### ➤ 加快开拓燃气业务市场:

公司唐山 LNG 接收站及配套曹宝段外输管线项目建成后可将唐山 LNG 项目引入的海外优质 LNG 气源输送至河北省腹地,通过与中俄东线、陕京系统、永唐秦等输气管道实现互联互通,将有利于增强河北省及周边地区天然气供应、储备和应急调峰能力。该项目将进一步提高公司气源多元化水平,有利于公司加快开拓燃气业务市场,提升燃气业务比重。

## 主要股东

河北建设投资集团有限责任公司  
 (50.50%)  
 GIC Private Limited (5.46%)

### ➤ 1-10 月风电发电量保持较快增长:

公司 1-10 月累计实现风电发电量 68.5 亿千瓦时,同比增 14.1%;利用小时数为 1,926 小时,虽同比下降 26 小时,但仍高于同期全国平均可利用小时数 238 小时;限电率约 5.19%,较去年同期下降 0.5 个百分点。

### ➤ 维持目标价 3.18 港元, 买入评级:

公司目前股价对应 2019 年 PE 和 PB 分别为 4.9 倍和 0.6 倍,股息率约 6.1%。估值优势明显,安全边际高。我们看好公司 A 股发行后,未来流通性的改善及估值的提升,维持公司目标价 3.18 港元,相当于 2019 年 7.1 倍 PE 和 0.9 倍 PB,目标价较现价有 45% 的升幅,维持买入评级。

## 相关报告

新天绿色能源(956.HK)-更新报告  
 -20190910  
 新天绿色能源(956.HK)-更新报告  
 -20190502  
 新天绿色能源(956.HK)-更新报告  
 -20190118

## 国元国际研究部

姓名: 段静娴  
 SFC: BLO863  
 电话: 0755-21519166  
 Email: duanjx@gyzq.com.hk

百万人民币	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业额	7,058	9,975	10,892	12,287	13,882
同比增长(%)	61.0%	41.3%	9.2%	12.8%	13.0%
毛利率	32.7%	28.7%	29.6%	29.5%	29.8%
净利润	940	1,269	1,489	1,712	2,012
同比增长(%)	73.5%	35.0%	17.4%	15.0%	17.5%
净利润率	13.3%	12.7%	13.7%	13.9%	16.0%
每股盈利 (元)	0.25	0.33	0.40	0.46	0.54
PE@2.19HKD	7.8	5.9	4.9	4.3	3.6

数据来源: wind、公司资料、国元国际

## 报告正文

### 投资唐山 LNG 接收站及配套外输管线项目：

近期公司唐山 LNG 接收站及配套曹宝段外输管线项目获国家发改委核准。其中唐山 LNG 接收站总投资约人民币 253.9 亿元，设计总接卸能力达 1,200 万吨/年，将分三期建设，年接卸能力分别为 500/500/200 万吨，预计将分别于 2022/2025/2030 年投产；其配套工程曹宝段外输管线项目起于河北新天唐山 LNG 接收站，止于天津市宝坻分输站，全长 176.18 公里，设计年输气量 112 亿立方米，日最大输气能力 1.6 亿立方米，总投资约人民币 64.2 亿元，预计将于 2022 年四季度完工。

### 加快开拓燃气业务市场：

公司唐山 LNG 接收站及配套曹宝段外输管线项目建成后可将唐山 LNG 项目引入的海外优质 LNG 气源输送至河北省腹地，通过与中俄东线、陕京系统、永唐秦等输气管道实现互联互通，将有利于增强河北省及周边地区天然气供应、储备和应急调峰能力。该项目将进一步提高公司气源多元化水平，有利于公司加快开拓燃气业务市场，提升燃气业务比重。

### 1-10 月风电发电量同比增 14.1%，天然气销量同比增 23.9%：

1-10 月，公司累计实现风电发电量 68.5 亿千瓦时，同比增 14.1%；利用小时数为 1,926 小时，虽同比下降 26 小时，但仍高于同期全国平均可利用小时数 238 小时；限电率约 5.19%，较去年同期下降 0.5 个百分点。天然气业务方面，1-10 月完成售气量 23.35 亿方，同比增加 23.9%，其中批发 14.03 亿方，同比增加 25.7%；零售 8.55 亿方，同比增加 22.0%；CNG/LNG 0.77 亿方，同比增加 13.9%。

### 维持目标价 3.18 港元，买入评级：

公司目前股价对应 2019 年 PE 和 PB 分别为 4.9 倍和 0.6 倍，股息率约 6.1%。估值优势明显，安全边际高。我们看好公司 A 股发行后，未来流通性的改善及估值的提升，维持公司目标价 3.18 港元，相当于 2019 年 7.1 倍 PE 和 0.9 倍 PB，目标价较现价有 45% 的升幅，维持买入评级。

### 风险提示：

风电项目投产延迟、天然气销量增速放缓

**表 1、行业相关公司估值**

风电运营行业											
名称	代码	股价	市值 (亿)	PE				PB			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
华能新能源	958 HK	2.98	314.9	6.3	7.3	6.7	6.1	0.7	0.9	0.8	0.7
龙源电力	916 HK	4.18	335.9	9.6	7.2	6.3	5.6	0.9	0.6	0.6	0.5
大唐新能源	1798 HK	0.77	56.0	5.5	4.5	3.7	3.3	0.5	0.4	0.4	0.3
京能清洁能源	579 HK	1.32	108.8	6.3	4.5	4.1	3.7	0.7	0.4	0.4	0.4
协合新能源	182 HK	0.35	29.8	4.6	4.0	3.2	2.7	0.4	0.4	0.4	0.4
华电福新	816 HK	1.44	121.1	7.1	4.5	3.9	3.3	0.7	0.4	0.4	0.4
中广核新能源	1811 HK	1.09	46.8	6.7	5.8	5.6	4.6	0.7	0.6	0.5	0.5
平均				6.6	5.4	4.8	4.2	0.6	0.5	0.5	0.5
城市燃气行业											
名称	代码	股价	市值 (亿)	PE				PB			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
华润燃气	1193 HK	44.20	983.0	15.2	19.2	17.2	15.5	2.9	3.6	3.2	2.8
香港中华煤气	3 HK	15.04	2545.5	26.8	31.0	29.2	27.7	4.0	3.9	3.7	3.6
昆仑能源	135 HK	6.76	585.3	12.7	8.1	7.3	6.8	1.4	1.1	1.0	0.9
中国燃气	384 HK	31.15	1625.6	17.1	19.6	16.5	13.8	4.1	4.5	3.8	3.2
北京控股	392 HK	35.45	447.4	6.9	5.5	5.2	4.7	0.8	0.6	0.5	0.5
港华燃气	1083 HK	5.49	157.6	13.2	10.6	9.9	9.0	1.0	0.9	0.8	0.8
新奥能源	2688 HK	87.50	984.7	23.8	17.0	14.8	12.7	3.2	3.5	3.0	2.6
天伦燃气	1600 HK	6.99	69.9	9.8	6.7	5.5	4.9	1.7	1.5	1.3	1.1
平均				15.7	14.7	13.2	11.9	2.4	2.4	2.2	1.9
新天绿色能源	956 HK	2.19	81.4	5.9	4.9	4.3	3.6	0.7	0.6	0.5	0.5

资料来源: Bloomberg、国元国际

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

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	7,058	9,975	10,892	12,287	13,882
经营成本	(4,750)	(7,116)	(7,663)	(8,663)	(9,750)
<b>毛利</b>	2,308	2,860	3,228	3,623	4,131
其他收入	81	100	109	119	130
行政费用	(453)	(502)	(491)	(554)	(626)
财务开支	(774)	(785)	(904)	(924)	(945)
应占联营公司利润	215	296	305	308	311
其他开支	(171)	(219)	(241)	(265)	(292)
<b>税前盈利</b>	1,204	1,743	2,005	2,305	2,708
所得税	(99)	(168)	(211)	(242)	(284)
少数股东应占利润	165	307	305	351	412
<b>净利润</b>	940	1,269	1,489	1,712	2,012
折旧及摊销	571	600	626	651	675
<b>EBITDA</b>	1,111	1,533	1,869	2,152	2,538
<b>增长</b>					
总收入 (%)	61%	41%	9%	13%	13%
EBITDA (%)	88%	38%	22%	15%	18%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金	2,110	2,240	3,848	1,017	3,566
应收账款	2,564	3,296	1,488	4,436	1,797
存货	40	46	158	72	187
其他流动资产	1	1	1	1	1
<b>流动资产</b>	5,533	6,418	6,613	6,605	6,949
固定资产	22,466	26,584	28,711	31,008	33,488
其他固定资产	6	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	28,755	32,743	34,802	37,350	39,596
<b>总资产</b>	34,288	39,161	41,416	43,956	46,545
<b>流动负债</b>	9,473	8,602	8,719	8,931	9,154
应付帐款	576	148	163	180	198
短期银行贷款	5,708	4,644	4,644	4,644	4,644
其他短期负债	3,190	3,810	3,912	4,107	4,313
<b>非流动负债</b>	14,314	18,162	18,257	18,857	19,357
长期银行贷款	13,217	16,683	17,683	18,183	18,683
其他负债	1,097	1,479	574	674	674
<b>总负债</b>	23,787	26,764	26,975	27,788	28,511
少数股东权益	1,896	2,360	2,574	2,819	3,108
<b>股东权益</b>	8,605	10,036	11,866	13,349	14,926
每股账面值(元)	2.57	2.83	3.34	3.89	4.35
营运资金	(3940)	(2184)	(2106)	(2325)	(2205)

财务分析

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	33%	29%	30%	29%	30%
EBITDA 利率 (%)	16%	15%	17%	18%	18%
净利率 (%)	13%	13%	14%	14%	14%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	6%	5%	5%	5%	5%
实际税率 (%)	8%	10%	11%	11%	11%
股息支付率 (%)	40%	37%	30%	30%	30%
库存周转	5	5	5	5	5
应付账款天数	26	26	26	26	26
应收账天数	75	75	76	77	78
ROE (%)	11%	13%	13%	13%	13%
ROA (%)	3%	3%	4%	4%	4%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.1	2.0	1.6	1.7	1.4
收入/总资产	0.21	0.25	0.26	0.28	0.30
总资产/股本	3.98	3.90	3.49	3.29	3.12
收入对利息倍数	9.1	12.7	12.0	13.3	14.7

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>EBITDA</b>	1,111	1,533	1,869	2,152	2,538
融资成本	1,936	2,087	1,589	1,671	1,724
营运资金变化	(279)	(273)	1,610	(2,615)	2,425
所得税	(126)	(191)	(211)	(242)	(284)
<b>营运现金流</b>	2,642	3,156	4,857	967	6,402
资本开支	(3,492)	(3,993)	(3,300)	(3,300)	(3,300)
其他投资活动	(78)	26	(71)	(71)	(71)
<b>投资活动现金流</b>	(3,570)	(3,967)	(3,371)	(3,371)	(3,371)
负债变化	2,640	2,402	1,000	500	500
股本变化	0	0	0	0	1
股息	442	464	538	619	727
其他融资活动	(1,519)	(1,921)	(1,417)	(1,545)	(1,710)
<b>融资活动现金流</b>	1,563	945	122	(426)	(482)
<b>现金变化</b>	634	135	1,608	(2,830)	2,549
期初持有现金	1,491	2,110	2,240	3,848	1,017
汇率变动	(15)	(4)	(0)	(0)	(0)
期末持有现金	2,110	2,240	3,848	1,017	3,566

## 投资评级：

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元国际控股有限公司(以下统称“国元国际”)制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料,但国元国际及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用,不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前,应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求,并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果,国元国际及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期,国元国际可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元国际的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致,相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元国际没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指,投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下,国元国际可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此,投资者应当考虑到国元国际及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元国际所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

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>