

买入

风光燃气多能互补，业绩稳定增长

新天绿色能源 (0956.HK)

2022-09-01 星期四

投资要点

目标价：**5.08 港元**
 现价：3.53 港元
 预计升幅：44%

➤ 2022H1 盈利人民币 16.17 亿元，同比下降 5.29%：

2022H1 公司营业收入为人民币 102.25 亿元，同比增长 19.66%；股东应占盈利为人民币 16.17 亿元，同比下降 5.29%；基本每股盈利 0.38 元。2022H1 风光实现税后利润为人民币 14.48 亿元，同比减少人民币 2.97 亿元，主要因为风资源较差影响利用小时数；2022H1 燃气板块税后利润为人民币 5.93 亿元，同比增加人民币 1.8 亿元，主要受益售气量增长和毛差上升所致。2022H1 总输气量增长 7.2%，售气量增长 3%，预期全年总输气量达到 8-10% 水平，燃气板块业绩将保持稳定增长。

重要数据

日期	2022-08-31
收盘价 (港元)	3.53
流通股本 (百万股)	1,839
流通市值 (百万港元)	6,492
总股本 (百万股)	4,187
总市值 (百万港元)	36,984
净资产 (百万元)	24,182
总资产 (百万元)	72,255
52 周高低 (港元)	7.86 / 3.37
每股净资产 (元)	4.48

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

➤ 加快新能源项目拓展，明年新增装机将提速：

2022H1 公司新增风光核准和备案容量分别为 271.5MW/300MW，新增风光及抽水蓄能协议容量分别为 33GW/36GW/12GW；风光协议总容量分别达到 52.4GW/15.8GW，此外海上风电项目及多能互补项目正加速落地。根据公司规划，为实现 2025 年底新能源装机容量达到 10GW 的目标，预计后续装机将逐年提速，2022/2023/2024-2025 年公司新增装机分别为 400-500MW/800-900MW/1000MW。

➤ 唐山 LNG 项目进展顺利，2024 年有望盈亏平衡：

目前唐山 LNG 接收站、码头以及外输管线项目进展顺利，预期年底前陆续投运。上游采购方面，公司采取长协合约锁定；而在盈利模式方面，LNG 气化费和和管输费都是省核定固定收费价格，项目稳定盈利可保障，预期 2023 年有望实现盈亏平衡。

➤ 给予买入评级，更新目标价 5.08 港元：

结合行业估值，我们更新公司目标价至 5.08 港元，相当于 2022 年和 2023 年 8 倍和 6.7 倍 PE，目标价较现价有 44% 上升空间，给予买入评级。

主要股东

河北建设投资集团有限责任公司
 (48.73%)

相关报告

更新报告-20220520
 更新报告-20210610/20210915
 更新报告-20201228/20210510
 更新报告-20200828/20201123
 更新报告-20200730/20200410
 更新报告- 20190910/20191127

研究部

姓名：杨义琼
 SFC: AXU943
 电话：0755-21516065
 Email: yangyq@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业额	12,511	15,985	17,488	20,723	24,039
同比增长(%)	4.4%	27.8%	9.4%	18.5%	16.0%
归属股东净利润	1,511	2,160	2,330	2,781	3,377
同比增长(%)	6.3%	43.0%	7.8%	19.4%	21.4%
每股盈利 (元)	0.38	0.54	0.56	0.66	0.81
PE@3.53HKD	8.1	5.7	5.6	4.7	3.8
每股股息 (元)	0.14	0.17	0.17	0.20	0.24
股息率	4.4%	5.5%	5.4%	6.4%	7.8%

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

2022H1 盈利人民币 16.17 亿元，同比下降 5.29%：

2022H1 公司营业收入为人民币 102.25 亿元，同比增长 19.66%；股东应占盈利为人民币 16.17 亿元，同比下降 5.29%；基本每股盈利 0.38 元。2022H1 风光实现税后利润为 14.48 亿元，同比减少 2.97 亿元，主要因为风资源较差影响利用小时数；2022H1 燃气板块税后利润为 5.93 亿元，同比增加 1.8 亿元，主要受益售气量增长和毛差上升所致。2022H1 总输气量增长 7.2%，售气量增长 3%，预期全年总输气量达到 8-10% 水平，燃气板块业绩将保持稳定增长。

加快新能源项目拓展，明年新增装机将提速：

2022H1 公司新增风光核准和备案容量分别为 271.5MW/300MW，新增风光及抽水蓄能协议容量分别为 33GW/36GW/12GW；风光协议总容量分别达到 52.4GW/15.8GW，根据公司规划，为实现 2025 年底新能源装机容量达到 10GW 的目标，预计后续装机将逐年提速，2022/2023/2024-2025 年公司新增装机分别为 400-500MW/800-900MW/1000MW。

此外，公司拟投资建设多能互补一体化项目，包括沧州青县、渤海新区签订了多能互补一体化项目协议，以及北戴河新区签订风光燃机互补一体化项目。

公司亦积极布局海上风电项目。近日公司与河北秦皇岛市山海关区人民政府签署海上风电项目投资框架协议。根据协议，双方将充分利用山海关良好海上风能资源，拟分两期开发建设海上风电项目，计划总投资 110 亿元、总装机容量 80 万千瓦，预计“十四五”期间建成并网发电。

唐山 LNG 项目进展顺利，2024 年有望盈亏平衡：

目前唐山 LNG 接收站、码头以及外输管线项目进展顺利，预期年底前陆续投运。上游采购方面，采取长协合约锁定；而在盈利模式方面，LNG 气化费和和管输费都是省核定固定收费价格，项目稳定盈利可保障，预期 2023 年有望实现盈亏平衡。

给予买入评级，更新目标价 5.08 港元：

结合行业估值，我们更新公司目标价至 5.08 港元，相当于 2022 年和 2023 年 8 倍和 6.7 倍 PE，目标价较现价有 44% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

风电及光伏项目投产推迟，天然气销量和销气毛差下降

表1：行业估值

代码	电力行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
2380.HK	中国电力	HKD	4.40	477	-	16.0	11.1	8.3	1.1	1.1	1.1	1.0
0836.HK	华润电力	HKD	15.66	753	47.3	8.0	6.1	5.2	0.9	0.8	0.7	0.6
1811.HK	中广核新能源	HKD	3.02	130	9.0	6.5	5.6	5.0	1.2	1.1	1.0	0.9
0182.HK	协合新能源	HKD	0.72	65	6.8	6.5	4.5	3.6	0.7	0.7	0.6	0.6
0916.HK	龙源电力	HKD	12.72	1,640	14.2	12.0	10.1	8.9	1.5	1.3	1.2	1.1
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.97	143	6.4	7.0	6.0	5.0	0.8	0.4	0.5	0.5
0991.HK	大唐发电	HKD	1.62	552	-	-	-	-	0.8	-	-	-
0902.HK	华能国际	HKD	4.02	1,214	-	16.5	6.8	5.5	0.5	0.5	0.5	0.4
1071.HK	华电国际	HKD	3.23	563	-	-	-	-	0.7	-	-	-
1816.HK	中广核电力	HKD	1.87	1,468	7.9	7.3	6.6	6.4	0.8	0.8	0.7	0.6
平均					15.3	10.0	7.1	6.0	0.9	0.8	0.8	0.7

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	7.75	1,446	28.8	19.8	18.4	17.2	2.3	2.1	2.1	2.0
1193.HK	华润燃气	HKD	30.65	709	11.1	10.5	9.6	8.6	1.8	1.4	1.3	1.2
0384.HK	中国燃气	HKD	11.14	606	7.9	6.8	5.9	-	1.0	0.8	0.7	0.7
0392.HK	北京控股	HKD	23.40	295	3.0	3.1	2.8	2.5	0.3	0.3	0.3	0.2
1083.HK	港华燃气	HKD	3.45	112	9.0	6.5	5.4	4.0	0.5	0.5	0.4	0.4
2688.HK	新奥能源	HKD	114.40	1,293	13.6	13.9	12.3	11.3	3.0	2.7	2.4	2.1
0135.HK	昆仑能源	HKD	6.85	593	2.1	8.1	7.6	7.1	0.9	0.9	0.8	0.7
1600.HK	天伦燃气	HKD	3.55	36	2.9	3.0	2.6	2.4	0.6	0.5	0.4	0.4
平均					9.8	9.0	8.1	7.6	1.3	1.1	1.1	1.0
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.53	370	5.7	5.6	4.7	3.8	0.7	0.6	0.6	0.5

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
收入	12,511	15,985	17,488	20,723	24,039
经营成本	(9,101)	(11,234)	(12,416)	(14,921)	(17,308)
毛利	3,410	4,751	5,071	5,802	6,731
其他收入	75	120	132	138	145
行政费用	528	675	682	696	710
财务开支	913	1,216	1,265	1,329	1,397
应占联营公司利润	254	282	287	293	299
其他开支	(56)	(7)	(7)	(7)	(8)
税前盈利	2,264	3,128	3,359	4,028	4,891
所得税	331	417	447	536	651
少数股东应占利润	422	551	582	710	862
归属股东净利润	1,511	2,160	2,330	2,781	3,377
折旧及摊销	1,589	2,123	2,219	2,318	2,423
EBITDA	2,941	4,036	4,313	5,017	5,917
增长					
总收入 (%)	4%	28%	9%	19%	16%
盈利 (%)	6%	43%	8%	19%	21%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金	1,898	7,648	4,752	3,871	4,282
应收账款	4,866	6,657	6,990	7,340	7,707
存货	58	214	225	236	248
其他流动资产	2	1	1	2	2
流动资产	8,634	16,006	13,413	13,005	13,903
固定资产	25,618	32,220	36,086	39,695	43,665
其他固定资产	23	24	27	28	27
非流动资产	48,624	55,912	63,206	67,604	71,030
总资产	57,258	71,918	76,618	80,609	84,933
流动负债	13,536	17,062	16,829	17,405	18,005
应付帐款	177	458	481	505	530
短期银行贷款	1,221	1,978	2,077	2,181	2,290
其他短期负债	12,138	14,626	14,271	14,719	15,185
非流动负债	27,026	31,092	33,827	34,890	36,513
长期银行贷款	23,837	28,706	31,002	32,552	34,180
其他负债	3,189	2,386	2,825	2,338	2,333
总负债	40,562	48,153	50,656	52,295	54,518
少数股东权益	3,531	4,080	4,459	4,920	5,480
股东权益	13,165	19,684	21,503	23,394	24,935
每股账面值(元)	3.42	4.70	5.35	5.37	5.95
营运资金	(4,902)	(1,056)	(3,416)	(4,400)	(4,101)

财务分析

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
毛利率 (%)	27%	30%	29%	28%	28%
EBITDA 利率 (%)	24%	25%	25%	24%	25%
净利率 (%)	12%	14%	13%	13%	14%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-4%	-4%	-4%	-3%	-3%
实际税率 (%)	-15%	-13%	-13%	-13%	-13%
股息支付率 (%)	35%	30%	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	77	78	79	77	78
ROE (%)	11%	11%	11%	12%	14%
ROA (%)	3%	3%	3%	4%	4%
财务状况					
净负债/股本	1.8	1.2	1.3	1.3	1.3
收入/总资产	0.22	0.22	0.23	0.26	0.28
总资产/股本	4.35	3.65	3.56	3.45	3.41
收入对利息倍数	(13.7)	(13.2)	(13.8)	(15.6)	(17.2)

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	2,941	4,036	4,313	5,017	5,917
融资成本	1,568	2,023	2,233	2,324	2,421
营运资金变化	(279)	(1,310)	(1,290)	(1,487)	(1,702)
所得税	(331)	(417)	(447)	(536)	(651)
营运现金流	3,899	4,333	4,808	5,318	5,984
资本开支	9,860	7,946	8,741	8,915	8,737
其他投资活动	(19,674)	(15,257)	(17,725)	(18,112)	(17,797)
投资活动现金流	(9,814)	(7,311)	(8,985)	(9,196)	(9,060)
负债变化	23,052	22,973	21,719	24,998	21,940
股本变化	135	337	(167)	337	(167)
股息	2,118	2,178	2,396	2,636	2,899
其他融资活动	(19,866)	(16,838)	(22,551)	(24,972)	(21,184)
融资活动现金流	5,438	8,649	1,397	2,999	3,488
现金变化	(477)	5,671	(2,780)	(880)	412
期初持有现金	2,334	1,863	7,533	4,752	3,871
汇率变动	6	(1)	(1)	(1)	(1)
期末持有现金	1,863	7,533	4,752	3,871	4,282

投资评级定义和免责条款

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

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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，国元证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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，国元证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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证券经纪（香港）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
香港中环康乐广场8号交易广场三期17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>