

## 买入

## 业绩短期承压，明后年风电装机提速可期

**新天绿色能源 (0956.HK)**

2023-06-15 星期四

### 投资要点

**目标价: 3.96 港元**
**现价: 2.89 港元**
**预计升幅: 37%**

### 重要数据

日期	2023-06-14
收盘价 (港元)	2.89
流通股本 (百万股)	1,839
流通市值 (百万港元)	5,315
总股本 (百万股)	4,187
总市值 (百万港元)	27,440
净资产 (百万元)	26,233
总资产 (百万元)	75,721
52 周高低 (港元)	4.16 / 2.44
每股净资产 (港元)	5.53

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

### 主要股东

 河北建设投资集团有限责任公司  
 (49.17%)

### 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  
 更新报告- 20220901

### 研究部

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

#### ➤ 2023 年 1-5 月经营数据不佳，业绩或短期承压：

2023Q1 公司股东应占盈利为人民币约 8.40 亿元，同比下降 10.41%；盈利下降主要因为天然气销售量下降所致。2023Q1 公司主要经营区域河北省采暖期时间同比减少，同时一季度整体气温升高导致采暖需求有所下降。而 1-5 月公司售气量 18.49 亿立方米，同比下降 6.51%；1-5 累计完成发电量 686.29 万千瓦时，同比增加 1.93%。总体来看，公司前 5 月新能源和天然气板块经营数据不佳，预期 2023 年公司总体气量增长约 2%-5%，叠加毛差下行，将带来 2023 年业绩增长承压。

#### ➤ 2023 新增风电装机 350-500MW，明后年新增装机将提速：

受河北省 2022 年核准指标延迟下发影响，根据公司目前在建项目，初步预计 2023 年新增装机 350-500MW，主要为河北省内的风电项目。为实现公司十四五末达到 10GW 装机容量目标，2022 年延期的核准指标会记录到 2024 和 2025 年的投产计划中。按照未来两年平均年装机 1.5GW 计算，初步判断 2024 年的装机规模在 1-1.5GW 左右。

#### ➤ 唐山 LNG 项目一期即将投产：

唐山 LNG 第一船气在 6 月会到达码头，因此 6 月开始，LNG 一期项目将进入调试期。之前已经核定了临时的气化费和管输费，后续会根据客户的周转量以及管道输送的气量进行调整。从调试期转商运后，才会计入相关折旧及财务费用。根据下半年 LNG 码头一期项目周转量以及固定成本测算，预计 2023 年有望实现盈亏平衡。

#### ➤ 给予买入评级，更新目标价 3.96 港元：

结合行业估值，我们更新公司目标价至 3.96 港元，相当于 2023 年和 2024 年 6 倍和 4.7 倍 PE，目标价较现价有 37% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业额	15,985	18,561	21,345	24,760	29,216
同比增长(%)	27.8%	16.1%	15.0%	16.0%	18.0%
归属股东净利润	2,160	2,294	2,487	3,203	3,938
同比增长(%)	43.0%	6.2%	8.4%	28.8%	23.0%
每股盈利 (元)	0.54	0.53	0.59	0.76	0.94
PE@2.89HKD	4.9	5.0	4.4	3.5	2.8
每股股息 (元)	0.17	0.16	0.18	0.23	0.28
股息率	6.4%	6.0%	6.8%	8.7%	10.7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

## 報告正文

### 2023 年 1-5 月經營數據不佳，業績或短期承压：

2023Q1 公司股東應占盈利為人民幣約 8.40 億元，同比下降 10.41%；盈利下降主要因為天然氣銷售量下降所致。2023Q1 公司主要經營區域河北省采暖期時間同比減少，同時一季度整體氣溫升高導致采暖需求有所下降。

1-5 月公司售氣量 18.49 億立方米，同比下降 6.51%；1-5 累計完成發電量 686.29 萬兆瓦時，同比增加 1.93%。總體來看，公司前 5 月新能源和天然氣板塊經營數據不佳，預期 2023 年公司總體氣量增長約 2%-5%，疊加毛差下行，將帶來 2023 年業績增長承压。

### 2023 新增風電裝機 350-500MW，明後年新增裝機將提速：

受河北省 2022 年核准指標延遲影響，根據公司目前在建項目，初步預計 2023 年新增裝機 350-500MW，主要為河北省內的風電項目。為實現公司十四五末達到 10GW 裝機容量目標，2022 年延期的核准指標會記錄到 2024 和 2025 年的投產計劃中。按照未來兩年平均年裝機 1.5GW 計算，初步判斷 2024 年的裝機規模在 1-1.5GW 左右。

### 唐山 LNG 項目一期即將投產：

唐山 LNG 第一船氣在 6 月會到達碼頭，因此 6 月開始，LNG 一期項目將進入調試期。之前已經核定了臨時的气化費和管輸費，因為是臨時價格，後續會根據客戶的周轉量以及管道輸送的气量進行調整。從調試期轉商運後，才會計入相關折舊及財務費用。根據下半年 LNG 碼頭一期項目周轉量以及固定成本，預計 2023 年有望實現盈虧平衡。

### 給予買入評級，更新目標價 3.96 港元：

我們更新公司盈利預測，結合行業估值，更新目標價至 3.96 港元，相當於 2023 年和 2024 年 6 倍和 4.7 倍 PE，目標價較現價有 37% 上升空間，給予買入評級。

### 風險提示：

風電及光伏項目投產推遲

天然氣銷量和銷氣毛差下降

風資源不佳

**表1：行业估值**

代码	电力行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
2380.HK	中国电力	HKD	2.78	344	11.6	8.1	6.0	4.8	0.7	0.7	0.6	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	17.20	827	11.7	6.9	5.9	5.1	1.0	0.9	0.8	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.22	95	6.3	5.3	5.1	4.8	0.9	0.9	0.8	0.8
0182.HK	协合新能源	HKD	0.69	60	6.1	4.5	3.5	2.5	0.7	0.6	0.5	0.0
0916.HK	龙源电力	HKD	8.15	1,401	11.9	7.6	6.4	5.6	1.0	0.8	0.7	1.0
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.68	195	5.0	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	0.9	0.9
0991.HK	大唐发电	HKD	1.49	540	-74.8	-	-	-	0.9	-	-	-
0902.HK	华能国际	HKD	4.77	1,274	-8.3	6.8	5.6	5.2	1.4	0.5	0.5	0.5
1071.HK	华电国际	HKD	3.87	656	-1,148.3	6.9	5.9	5.5	0.9	0.9	0.8	0.8
1816.HK	中广核电力	HKD	1.85	1,515	8.4	7.4	7.0	6.8	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>平均</b>					<b>-117.0</b>	<b>5.9</b>	<b>5.0</b>	<b>4.5</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.7</b>	<b>0.6</b>

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.85	1,278	24.4	-	-	-	2.1	-	-	-
1193.HK	华润燃气	HKD	27.10	627	13.2	11.0	9.6	8.4	1.6	1.4	1.3	1.3
0384.HK	中国燃气	HKD	9.15	498	6.5	6.8	5.9	0.0	0.9	-	-	-
0392.HK	北京控股	HKD	30.55	385	5.1	4.4	3.8	3.6	0.4	0.4	0.4	0.3
1083.HK	港华燃气	HKD	3.32	108	11.2	6.7	5.4	4.3	0.5	0.5	0.4	0.4
2688.HK	新奥能源	HKD	100.00	1,131	17.2	12.1	10.5	9.2	2.6	2.3	1.9	1.6
0135.HK	昆仑能源	HKD	6.14	532	9.1	7.3	6.5	5.9	0.8	0.7	0.7	0.6
1600.HK	天伦燃气	HKD	5.99	59	11.8	7.2	6.0	4.9	1.0	0.9	0.8	0.6
<b>平均</b>					<b>12.3</b>	<b>7.9</b>	<b>6.8</b>	<b>5.2</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.89	274	5.0	4.4	3.5	2.8	0.5	0.4	0.4	0.4

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

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>收入</b>	15,985	18,561	21,345	24,760	29,216
经营成本	(11,234)	(13,319)	(15,582)	(17,877)	(21,182)
<b>毛利</b>	4,751	5,242	5,763	6,883	8,035
其他收入	120	169	178	187	196
行政费用	675	660	680	693	707
财务开支	1,216	1,185	1,234	1,299	1,366
应占联营公司利润	282	225	229	234	238
其他开支	(7)	(42)	(43)	(44)	(44)
<b>税前盈利</b>	3,128	3,295	3,649	4,699	5,778
所得税	417	476	527	679	835
少数股东应占利润	551	525	635	818	1,005
<b>归属股东净利润</b>	2,160	2,294	2,487	3,203	3,938
折旧及摊销	2,123	2,329	2,432	2,541	2,655
<b>EBITDA</b>	4,036	4,439	4,846	5,941	7,067
<b>增长</b>					
总收入 (%)	28%	16%	15%	16%	18%
盈利 (%)	43%	6%	8%	29%	23%

**资产负债表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	7,648	7,326	6,186	6,774	7,891
应收账款	6,657	5,345	5,612	5,893	6,188
存货	214	105	110	115	121
其他流动资产	1	2	2	2	2
<b>流动资产</b>	16,006	15,085	13,544	14,530	16,032
固定资产	32,220	32,774	34,412	37,854	41,639
其他固定资产	24	30	32	32	32
<b>非流动资产</b>	55,912	62,323	66,852	70,242	73,699
<b>总资产</b>	71,918	77,409	80,396	84,772	89,731
<b>流动负债</b>	17,062	19,209	18,665	19,315	19,992
应付帐款	458	403	423	444	466
短期银行贷款	1,978	2,698	2,833	2,975	3,124
其他短期负债	14,626	16,108	15,409	15,896	16,402
<b>非流动负债</b>	31,092	33,014	34,440	35,960	37,575
长期银行贷款	28,706	30,429	31,951	33,548	35,226
其他负债	2,386	2,585	2,489	2,411	2,350
<b>总负债</b>	48,153	52,223	53,106	55,275	57,567
少数股东权益	4,080	4,720	5,133	5,664	6,318
<b>股东权益</b>	19,684	20,465	22,158	23,833	25,845
每股账面值(元)	4.70	4.89	5.09	5.47	5.71
营运资金	(1,056)	(4,124)	(5,122)	(4,785)	(3,960)

**财务分析**

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	30%	28%	27%	28%	28%
EBITDA 利率 (%)	25%	24%	23%	24%	24%
净利率 (%)	14%	12%	12%	13%	13%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	-4%	-4%	-3%	-3%	-2%
实际税率 (%)	-13%	-14%	-14%	-14%	-14%
股息支付率 (%)	30%	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	78	79	77	78	79
ROE (%)	11%	11%	11%	13%	15%
ROA (%)	3%	3%	3%	4%	5%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
收入/总资产	0.22	0.24	0.27	0.29	0.33
总资产/股本	3.65	3.78	3.63	3.56	3.47
收入对利息倍数	(13.2)	(15.7)	(17.3)	(19.1)	(21.4)

**现金流量表**

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>EBITDA</b>	4,036	4,439	4,846	5,941	7,067
融资成本	2,023	2,318	2,226	2,325	2,428
营运资金变化	(1,310)	1,183	1,263	1,350	1,443
所得税	(417)	(476)	(527)	(679)	(835)
<b>营运现金流</b>	4,333	7,463	7,808	8,937	10,103
资本开支	7,946	(7,288)	(7,433)	(7,285)	(7,139)
其他投资活动	(15,257)	(361)	(3,252)	(3,574)	(3,945)
<b>投资活动现金流</b>	(7,311)	(7,649)	(10,686)	(10,859)	(11,085)
负债变化	22,973	3,285	5,071	6,156	6,188
股本变化	337	0	170	0	170
股息	2,178	(2,695)	(2,964)	(3,261)	(3,587)
其他融资活动	(16,838)	(766)	(372)	(379)	(666)
<b>融资活动现金流</b>	8,649	(176)	1,904	2,516	2,106
<b>现金变化</b>	5,671	(361)	(973)	595	1,125
期初持有现金	1,863	7,533	7,166	6,186	6,774
汇率变动	(1)	(6)	(7)	(7)	(7)
期末持有现金	7,533	7,166	6,186	6,774	7,891

## 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>