

买入 (维持)

新天绿色能源 (0956.HK)

目标价: 3.30 港元

现价 : 2.57 港元

天然气零售业务占比持续提升

预期升幅: 28.4%

## 主要财务指标

## 市场数据

报告日期 2014.4.1

收盘价(港元)	2.57
总股本(百万股)	3,714
流通股本(百万股)	1,362
总市值(亿港元)	95.46
流通市值(亿港元)	35.01
净资产(百万元)	7,107
总资产(百万元)	17,414
每股净资产(元)	1.84

数据来源: Wind

## 相关报告

会计年度	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,702	4,661	6,128	7,801
同比增长	16.79%	25.90%	31.48%	27.30%
净利润(百万元)	550	460	580	749
同比增长	28.60%	-15.23%	27.03%	23.68%
毛利率	33.45%	31.31%	28.43%	26.54%
净利率	14.85%	9.86%	9.46%	9.60%
净资产收益率	12.52%	9.83%	11.49%	12.88%
每股收益(元)	0.17	0.14	0.16	0.20
市盈率	15.14	18.11	16.47	12.75
股息率	0.98%	2.26%	1.15%	1.48%

数据来源: 公司资料、兴证香港

## 投资要点

- **2013 经营业绩略逊我们之前预期。**新天绿色能源(0956.HK)3月23日公告2013年经营业绩。其中营业收入为人民币(下同)46.61亿元,同比增长25.9%;税前利润8.32亿元,同比增长3.6%;股东应占利润4.60亿元,同比下降16.4%;每股盈利14.19分,同比下降16.4%;董事会建议每股派发现金股息4.6分。公司的经营业绩略逊于我们之前的预期(我们预测营收47.57亿元,股东净利润为5.265亿元,EPS为16.26分)。预测的净利润数据低于预期主要是应占联营公司业绩一项低于我们之前预期约6,000万元。
- **天然气零售业务占比持续提升。**2013年公司售气总量18.48亿立方米,同比增长19%,其中批发7.57亿立方米,同比增长9%;零售气量同比增长35%达6.65亿立方米;CNG售气量增长0.30.8%至0.62亿立方米。零售业务在天然气售气结构中的占比持续提升,达到44.8%(2012年为39.5%)。2013年7月,因为天然气价格调整,公司天然气采购价平均每立方米上升0.43元,而单位管输收费价格不变,因此燃气业务毛利率下降1.8个百分点至19.8%,抵消了零售气业务占比提升所带来的毛利率较高的影响。
- **电力生产持续增长,积极拓展风资源储备。**受益于新增投运风电场装机容量增加,2013年风电业务收入增长17.6%,控股发电量比上年度的增长15.8%至29.27亿千瓦时;风电场平均利用小时数为2,312小时,较去年同期增长22小时,公司风电场平均可利用率为97.48%,达到国内领先水平。2013年新增投产99兆瓦,运营中的控股装机容量已达1,445.3兆瓦,新增装机较少主要是因为部分风电场土地占用手续办理进程较慢和电网建设滞后影响。

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军  
注册国际投资分析师 CIIA  
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999  
(755) 2382-6005  
luhj@xyzq.com.hk

预计 2014 年公司可投产 250-300 兆瓦风电装机。同时公司积极拓展风资源储备，公司立项项目储备容量累计达 3.16GW，核准项目储备容量 1.22GW。

- **积极推进天然气项目基建建设，着力布局 CNG 和 LNG 业务。**新天绿色能源现拥有天然气运营管道 1123.5 公里，其中长输管道 550 公里，城市管网 573.5 公里，累计运营 10 座分输站、4 座门站、3 座 CNG 加气站和 2 座 CNG 母站。2013 年公司完成 4 座 CNG 母站、10 座 CNG 子站和 4 座 LNG 加气站的立项工作，其中保定、承德两座 CNG 母站，平泉及涿源两座 CNG 子站以及沙河 LNG 加气站已开工建设，预计这些项目均有望在 2014 年下半年实现销气量贡献。公司预计 2014 年资本支出是 38 亿元，其中有 8-10 亿是天然气业务，约 26 亿元风电业务(包括 1 亿多海上风电项目)，还有约 4 亿元太阳能业务开支。
- **努力拓展上游新气源。**目前公司的主要气源还是来自中石油陕京线，开口一个是涿州站，一个是藁城站，这是公司的主要气源。公司参股的唐山 LNG 接收站项目已经 2013 年 12 月正式投产，公司为了缓解河北省冬季供暖的供气紧张局面，采用平进平出的策略增加了 1,695 万立方米的 LNG 补充气源。山西煤层气引进项目，设计年输气量 4.9 亿立方米，预计到 2015 年建成。另外公司将与中石化达成合作协议，计划从宁西、安平、南乐管线处开口取气，中石化将成为公司第二个管道气供气气源。
- **雾霾治理为公司供清洁能源业务发展提供历史机遇。**华北地区日益严重的大气污染(如雾霾天气)造成的环保治理压力和国家对天然气、风电等清洁能源的政策支持奠定了公司未来持续增长的基础，国家不断出台更强有力的治理雾霾的措施，因此地处京津冀的新天绿色能源也正迎来清洁能源业务快速发展的历史良机。
- **投资建议：**我们预测 2014-2016 年期间公司营业收入为 61.3、78.0、96.3 亿元，EPS 分别为 0.20、0.25、0.31 港元。2014 年公司 EPS 增长较低主要是受增发约 15%的 H 股股份摊薄因素影响，但考虑到公司作为华北地区清洁能源的领先者，无论从清洁能源行业发展大趋势还是公司管理、治理上，新天绿色能源都是值得长期投资的优质标的。我们给出新天绿色能源未来 12 个月内目标价至 3.30 港元，目标价约相当于 2014-2016 年 PE 为 16.8、13.1、10.1 倍，目标价较现价 2.57 港元约有 28.4%的上升空间，故维持对其“买入”的投资评级。
- **催化剂：**国家出台治理雾霾和有利于清洁能源发展的行业政策。

图表 1 新天绿色能源 2013 年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)		同比变动	点评
	2013年	2012年		
收入	4,660,919	3,702,079	25.9%	天然气价格上调和销气量增加。风电场售电量增加。毛利率下降主要是天然气调价，单位天然气的销售加成不变，毛利率因此下降。
销售成本	(3,201,802)	(2,463,732)	30.0%	
毛利	1,459,117	1,238,347	17.8%	
其他收入及收益	31,079	77,942	-60.1%	CDM收入同比大幅减少。
销售及分销费用	(1,060)	(505)	109.9%	
管理费用	(238,549)	(194,523)	22.6%	计提减值同比减少。
其他开支	(34,305)	(54,137)	-36.6%	
经营溢利	1,216,282	1,067,124	14.0%	借款本金增加导致利息增加，同时投运项目利息费用化参股风电场的CDM收入下降、计提拨备增加和税率提升致联营收入下降
财务费用	(423,890)	(353,623)	19.9%	
应占联营公司利润	39,912	89,937	-55.6%	
税前利润	832,304	803,438	3.6%	1、天然气税收优惠到期，税率25%。2、2012年风电板块有一次性的优惠冲减。3、有3家风电场开始减半征收
所得税开支	(157,502)	(7,415)	2024.1%	
净利润	674,802	796,023	-15.2%	
本公司拥有人	459,516	549,701	-16.4%	
少数股东权益	215,286	246,322	-12.6%	
基本EPS(分)	14.19	16.97	-16.4%	

资料来源：公司资料，兴证香港

### 风险因素

市场风险	风电新增装机不达预期。 气源紧张，燃气销售量受限。
系统风险	天气等不可抗力因素，如风资源较差，发电小时数低于预期。 经济增速下滑，天然气消费增长率不达预期。

## 附表

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元					
现金及等价物	758	1,670	1,605	1,095	1,304
应收帐款	843	846	1,103	1,170	1,445
存货	30	43	48	63	79
其他流动资产	601	565	810	927	1,105
<b>总流动资产</b>	<b>2,231</b>	<b>3,123</b>	<b>3,566</b>	<b>3,255</b>	<b>3,933</b>
固定资产	8,602	10,180	13,385	17,039	21,037
无形资产	2,348	2,247	2,247	2,247	2,247
其他非流动资产	4,312	4,987	5,100	5,132	6,184
<b>总资产</b>	<b>15,263</b>	<b>17,414</b>	<b>20,732</b>	<b>24,418</b>	<b>29,468</b>
银行借款	971	1,359	1,787	2,275	2,808
应付帐款	197	224	306	400	500
其他流动负债	928	1,162	1,078	1,083	1,132
<b>总流动负债</b>	<b>2,096</b>	<b>2,744</b>	<b>3,171</b>	<b>3,758</b>	<b>4,440</b>
其他应付	15	19	20	18	19
银行及其他借款	6,529	7,545	9,721	12,004	14,376
其他	0	0	0	0	0
<b>负债总额</b>	<b>8,640</b>	<b>10,307</b>	<b>12,912</b>	<b>15,779</b>	<b>18,834</b>
股本	3,238	3,238	3,238	3,238	3,238
<b>储备</b>	<b>2,264</b>	<b>2,556</b>	<b>3,262</b>	<b>3,957</b>	<b>5,819</b>
每股净资产(元)	1.72	1.84	1.77	1.97	2.48
营运资金	135	378	395	-503	-507
少数股东权益	1,055	1,141	1,232	1,331	1,437
<b>本公司权益拥有人应占权益</b>	<b>6,623</b>	<b>7,107</b>	<b>7,820</b>	<b>8,638</b>	<b>10,634</b>

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元					
<b>EBITDA</b>	<b>1,165</b>	<b>1,240</b>	<b>1,594</b>	<b>1,991</b>	<b>2,438</b>
融资成本(收入)	354	424	454	499	0
营运资金变化	-328	205	-518	-109	-331
所得税	-7	-142	-201	-250	-319
<b>营运现金流</b>	<b>1,230</b>	<b>1,800</b>	<b>1,402</b>	<b>2,202</b>	<b>2,425</b>
资本开支	-1,529	-1,575	-2,992	-3,292	-3,621
其他投资活动	200	4	-3	-3	-4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,329</b>	<b>-1,571</b>	<b>-2,995</b>	<b>-3,295</b>	<b>-3,625</b>
已付股息	304	15	9	11	14
其他融资活动	-309	802	1,529	571	1,395
<b>融资活动现金流</b>	<b>-5</b>	<b>816</b>	<b>1,537</b>	<b>582</b>	<b>1,409</b>
<b>现金变化</b>	<b>-104</b>	<b>1,046</b>	<b>-56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
汇兑调整	-733	0	0	0	0
<b>期初持有现金</b>	<b>720</b>	<b>614</b>	<b>1,661</b>	<b>1,605</b>	<b>1,095</b>
<b>期末持有现金</b>	<b>614</b>	<b>1,661</b>	<b>1,605</b>	<b>1,095</b>	<b>1,304</b>

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
单位: 百万元					
<b>收入</b>	<b>3,702</b>	<b>4,661</b>	<b>6,128</b>	<b>7,801</b>	<b>9,632</b>
<b>毛利</b>	<b>1,238</b>	<b>1,459</b>	<b>1,742</b>	<b>2,070</b>	<b>2,476</b>
其他收入及收益	78	31	25	25	25
销售费用	-1	-1	-1	-1	-1
行政开支	-195	-239	-274	-329	-395
其他开支	-54	-34	-44	-39	-42
<b>经营利润</b>	<b>1,067</b>	<b>1,216</b>	<b>1,448</b>	<b>1,726</b>	<b>2,062</b>
融资成本	-354	-424	-454	-499	-574
<b>税前利润</b>	<b>803</b>	<b>832</b>	<b>1,058</b>	<b>1,310</b>	<b>1,597</b>
所得税	-7	-158	-201	-250	-319
<b>税后利润</b>	<b>796</b>	<b>675</b>	<b>857</b>	<b>1,060</b>	<b>1,277</b>
少数股东权益	246	215	278	312	350
<b>归属于所有者的净利润</b>	<b>550</b>	<b>460</b>	<b>580</b>	<b>749</b>	<b>927</b>
<b>EBITDA</b>	<b>1,165</b>	<b>1,240</b>	<b>1,594</b>	<b>1,991</b>	<b>2,438</b>

主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>盈利能力</b>					
毛利率(%)	33.5%	31.3%	28.4%	26.5%	25.7%
净利率(%)	21.5%	14.5%	14.0%	13.6%	13.3%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入(%)	0.014%	0.023%	0.018%	0.014%	0.012%
实际税率(%)	0.9%	18.9%	19.0%	19.1%	20.0%
股息支付率(%)	11.8%	32.4%	15.0%	15.0%	15.0%
存货周转天数	4	4	4	4	4
应付账款天数	24	24	22	23	23
应收账款天数	61	66	58	53	50
<b>财务状况</b>					
负债/权益	112.5%	125.0%	142.6%	158.3%	156.0%
收入/总资产	24.3%	26.8%	29.6%	31.9%	32.7%
总资产/权益	1.99	2.11	2.29	2.45	2.44
盈利对利息倍数	2.27	1.96	2.33	2.63	2.78
总资产收益率	5%	4%	4%	4%	4%
净资产收益率	12%	9%	11%	12%	12%
<b>估值比率(倍)</b>					
PE	12.0	14.4	13.1	10.1	8.2
PB	1.19	1.11	1.15	1.04	0.82

## 投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场  
中性: 相对表现与市场持平  
回避: 相对表现弱于市场

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票的涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

买入: 涨幅大于 15%  
增持: 涨幅在 5% ~ 15% 之间  
中性: 涨幅在 -5% ~ 5% 之间  
减持: 涨幅小于 -5%

## 机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室  
总机: (852) 35095999  
传真: (852) 35095900

**【免责声明】**

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

**【分析师声明】**

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。