

新天绿色能源 (956 HK)

高盈利增长能见度

- 盈利增长能见度高，是我们的行业首选。**新天前9月运营表现非常强劲，风力发电及天然气销售量同比分别增长18.8%及45.9%，仍然领先于我们对两个分部18.2%和33.2%的全年增速预测。我们认为强劲的经营业绩表明公司2018年的高盈利增速具有很高的能见度。此外我们认为这种较高的能见度可以延续至未来2-3年，基于1)公司每年保持新增风电装机4-500兆瓦；2)我们预期河北天然气需求增长将保持强劲；更重要的是3)应收账款已作拨备自2019年起将可能进行回拨。目前新天绿色能源的交易估值仅为2018E/19E的5.6/4.7倍，并且预期对应两年的股息率分别高达7.2/8.6%。我们认为公司目前的估值非常吸引，并给予高业绩能见度将公司列为行业首选。我们的目标价维持每股2.86港元，重申买入评级。
- 2018年风电利用小时或将再创新高。**公司2018年前9个月实现等效利用小时1,752小时，限电率为5.9%，分别较去年同期高出145小时和降低1.1个百分点。在2017年公司创下风电利用小时2,392小时历史高位过后，基于目前利用小时数仍大幅领先去年同期，我们认为公司2018年将大概率再创新高。对于2019及以后，我们认为公司的风电业务将保持稳定增长，基于1)目前的限电情况仍然具备改善空间，以及2)公司未来仍将稳定保持每年新增装机4-500兆瓦，新的机组将采用更加先进的技术使得整体的发电运行更为高效。
- 河北省天然气需求增长将保持强劲。**尽管目前公司的天然气销售增长快于我们预期，但由于天然气供应一直受限，管理层指出这仍然是一个被抑制的增速，表明天然气未来需求增速将持续强劲。面对即将到来的冬季，公司已与中石油签订了5档气价，管理层预期冬季天然气缺气情况将获缓解，并且天然气成本上涨可以通过顺价转移给批发客户。对于零售气量部分，公司预期居民用气价格上涨将有助于公司保持稳定的销气毛差，同时公司计划调升工业气价以使销气毛差得以增加。管理层计划根据河北沙河地区的玻璃制造商的盈利能力逐步调升该地区的燃气价格。未来几年，公司将扩大并增加气源作为天然气业务的部署重点。
- 应收拨备成为一项资产。**截止2018年中，公司累积已对人民币4.74亿人民币贸易应收账款进行拨备，这些拨备主要来自于对沙河地区浮法玻璃制造商的历史天然气销售。管理层披露这些应收款仍然在按计划进行回收，款项回收速度约为每年人民币1.5亿元。目前我们仍未将应收拨备回拨纳入我们的模型测算之中，但我们预计公司可能会自2019年起开始进行回拨。届时，我们认为这些应收拨备将成为公司的资产，回拨启动将平稳支持公司未来的盈利增长。

财务资料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	4,384	7,058	9,285	10,693	12,484
净利润(百万人民币)	542	940	1,166	1,395	1,616
每股盈利(人民币)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.43
每股盈利变动(%)	222	74	24	20	16
市盈率(x)	12.0	6.9	5.6	4.6	4.0
市帐率(x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	3.6	5.9	7.2	8.6	10.0
权益收益率(%)	6.9	10.9	11.7	12.3	13.1
净财务杠杆率(%)	197	195	212	214	225

数据来源：公司，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$2.86
(此前目标价)	HK\$2.86)
潜在升幅	+51.3%
当前股价	HK\$1.89

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电板块

市值(百万港元)	7,021
3月平均流通量(百万港元)	16.12
52周最高/低(港元)	2.96/1.68
总股本(百万)	3,715.2

数据来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

数据来源：港交所

股价表现

	绝对	相对
1月	-3.3%	3.4%
3月	-12.7%	-4.3%
6月	-9.3%	5.0%

数据来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.suntien.com

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	4,384	7,058	9,285	10,693	12,484
风电及光伏	1,983	3,100	3,636	3,968	4,461
天然气	2,392	3,957	5,649	6,725	8,022
销售成本	(2,943)	(4,750)	(6,408)	(7,509)	(8,814)
其它收入净额	97	81	100	107	110
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(302)	(453)	(594)	(684)	(799)
其它支出	(8)	(171)	(186)	(21)	(25)
运营利润	1,228	1,764	2,197	2,583	2,954
融资成本净额	(549)	(774)	(901)	(1,046)	(1,168)
合资及联营企业	65	214	234	311	331
税前利润	744	1,204	1,529	1,848	2,117
所得税	(97)	(99)	(145)	(185)	(212)
非控制股东权益	(106)	(165)	(190)	(209)	(229)
可续期绿色债利息	-	-	(28)	(60)	(60)
净利润	542	940	1,166	1,395	1,616

数据来源:公司及招银国际预测

资产负债表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	25,505	28,755	33,058	37,884	42,369
固定资产	19,668	22,466	26,023	30,659	34,669
无形资产	1,973	1,870	1,772	1,674	1,576
合资及联营公司投资	1,229	1,687	1,959	2,271	2,602
预付款及其它应收	1,814	1,819	2,209	2,087	2,218
其它非流动资产	821	913	1,095	1,193	1,304
流动资产	3,869	5,533	6,267	7,484	7,244
现金及现金等价物	1,491	2,110	1,678	2,335	1,277
应收账款	1,597	2,564	3,660	4,261	5,021
预付款	725	789	859	812	863
其它流动资产	56	70	70	77	84
流动负债	7,818	9,473	8,865	9,494	9,928
应付账款	465	576	975	1,123	1,311
其它应付	2,213	3,084	2,094	2,425	2,483
借贷	5,113	5,708	5,702	5,841	6,104
其它流动负债	27	49	30	30	30
非流动负债	12,022	14,314	18,528	22,547	23,068
借贷	11,933	13,217	17,105	20,710	22,964
其它长期应付	90	69	87	101	103
少数股东权益	1,634	1,896	1,954	2,011	2,073
净资产总额	7,900	8,605	9,978	11,317	14,544
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
股东权益	7,900	8,605	9,388	10,317	11,375

数据来源:公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	744	1,204	1,529	1,848	2,117
折旧和摊销	776	1,125	1,305	1,515	1,782
运营资金变动	1,079	(75)	(2,280)	2	(767)
税项	(89)	(126)	(164)	(185)	(212)
其它	(917)	496	(8)	(57)	29
经营活动所得现金流	1,593	2,642	381	3,123	2,949
资本开支	(5,593)	(4,324)	(5,083)	(6,411)	(6,070)
其它	1,984	754	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,609)	(3,570)	(5,083)	(6,411)	(6,070)
股份发行	-	-	(4)	(3)	(3)
可续期绿色债	-	-	590	410	-
净借贷	1,219	2,963	4,199	4,155	2,790
股息	(77)	(319)	(515)	(618)	(725)
其它	(615)	(901)	-	-	-
融资活动所得现金净额	464	1,563	4,270	3,944	2,062
现金增加净额	(1,551)	634	(432)	657	(1,058)
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	1,678	2,335
汇兑	15	(15)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,491	2,110	1,678	2,335	1,277
资产负债表现金	1,491	2,110	1,678	2,335	1,277

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合(%)					
风电及光伏	33.8	45.2	43.9	39.2	37.1
天然气	66.1	54.6	56.1	60.8	62.9
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	26.5	32.9	32.7	31.0	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	23.7	24.2
税前利率	4.7	17.0	17.1	16.5	17.3
净利润率	4.0	12.4	13.3	12.6	13.0
有效税率	5.7	13.0	8.2	9.5	10.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.15	0.49	0.58	0.71	0.79
速动比率(x)	1.14	0.49	0.58	0.70	0.78
现金比率(x)	0.69	0.19	0.22	0.19	0.25
平均应收款周转天数	118.1	107.6	122.3	135.2	135.7
债务/股本比率(%)	163.2	178.8	180.2	191.1	199.2
净负债/股东权益比率(%)	153.6	196.9	195.2	211.7	214.0
回报率(%)					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	11.68	12.33
资产回报率	0.63	1.84	2.74	2.96	3.07
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.43
每股股息(人民币)	0.06	0.10	0.13	0.15	0.17
每股账面价值(人民币)	2.13	2.32	2.69	3.05	3.33

数据来源:公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。