

## ✶ 新天绿色能源 (956 HK)

### 大风起兮，业绩飞扬

❖ **核心净利润超出预期。** 新天发布了2017年度业绩。营收录得人民币70.58亿元，同比增长61.0%。强劲的营收增长主要来源于1) 风力发电量增长46.7%至67.37亿千瓦时，以及2) 天然气销量同比增长69.1%。毛利润为人民币23.08亿元，毛利率为32.7%，较2016年同比略微下降0.18个百分点。公司在其他运营费用中对长期应收账款计提拨备人民币1.56亿元，该部分影响部分被强劲增长的联营公司盈利所抵消。2017年联营公司利润增长231.6%至人民币2.15亿元。有效税率方面则同比下跌4.76个百分点至8.2%，低于我们预估。新天实现净利润9.4亿人民币，同比增长73.5%，较公司此前盈利惊喜指引高13.5%。若剥离拨备影响，我们估计核心盈利为人民币10.96亿元，较我们预期高13.5%。公司宣布末期股息每股人民币0.103元，派息比率为40.7%。

❖ **2017年风资源异常优异。** 2017年风电利用小时数同比增长197小时至2,392小时，而限电率方面则同比上升1.2个百分点至7.8%。管理层将强劲的风电板块业绩表现归功于河北异常优异的风力资源，同时认为2018年的风速将恢复常态，给予风电利用小时指引为2,100-2,150小时。基于我们预估有效装机容量将增加20.7%将抵消部分风资源正常化的影响，我们预计风力发电量2018年将增长8.4%。新增装机方面，2017年新天实现风电装机552.2兆瓦，达管理层指引上线，同时截止至2017年末公司共计在建容量为700兆瓦。公司计划2018年新增400-500兆瓦陆上风电装机，另预计264MW海上风电项目将于19年中投运。

❖ **天然气销售前景：**2018年维持中-高双位数增长。2017年天然气销售量增长69.1%至18.79亿立方米，主要由零售销售气量复苏所驱动。2017年零售气销量实现同比增长175.2%。管理层给予的2018年销气量指引较预期保守，为15-20%区间。公司在2017年实现工商业和住宅用户数分别增长32.5%和35.4%，我们认为用户数增长将为销气量进一步增加打下良好基础。我们预期天然气销售增量将达到管管理层指引的上限。

❖ **派息慷慨，维持买入评级。** 基于1) 管理层给予的运营指引更新，以及2) 联营公司股份盈利预测调整，我们分别将我们的2018/2019盈利预测分别小幅下调4.6/2.6%。新天目前的交易价格仅为2018年预测市盈率6.3倍，低于风电和燃气同业。由于公司的资产负债率仍处于良好的控制之下（资产负债率2017为69.4%，而公司目标上限为75%），我们预计公司将维持派息比率稳定于40%，对应现价2017/2018年度股息收益率分别为5.8/6.3%。目前估值具有吸引力，维持买入评级，目标价维持2.41港元不变。

#### 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 | 7,953 | 9,285 | 10,815 |
| 净利润(百万人民币) | 542   | 940   | 1,048 | 1,161 | 1,340  |
| 每股盈利(人民币)  | 0.15  | 0.25  | 0.28  | 0.31  | 0.36   |
| 每股盈利变动(%)  | 222   | 74    | 12    | 11    | 15     |
| 市盈率(x)     | 12.2  | 7.0   | 6.3   | 5.7   | 4.9    |
| 市帐率(x)     | 0.8   | 0.8   | 0.7   | 0.6   | 0.6    |
| 股息率(%)     | 3.5   | 5.8   | 6.3   | 7.0   | 8.1    |
| 权益收益率(%)   | 6.9   | 10.9  | 10.6  | 10.6  | 11.3   |
| 净财务杠杆率(%)  | 197   | 195   | 236   | 250   | 261    |

资料来源：公司，招銀国际预测

#### 买入(维持)

|         |          |
|---------|----------|
| 目标价     | HK\$2.41 |
| (此前目标价) | HK\$2.41 |
| 潜在升幅    | +13.7%   |
| 当前股价    | HK\$2.12 |

#### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 中国风电板块

|               |           |
|---------------|-----------|
| 市值(百万港元)      | 7,876     |
| 3月平均流通量(百万港元) | 16.55     |
| 52周最高/低(港元)   | 2.45/1.36 |
| 总股本(百万)       | 3715.2    |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|      |       |
|------|-------|
| 河北建投 | 50.5% |
| GIC  | 5.4%  |
| 流通股  | 44.5% |

资料来源：港交所

#### 股价表现

|    | 绝对   | 相对    |
|----|------|-------|
| 1月 | 4.8% | 3.5%  |
| 3月 | 1.0% | -6.2% |
| 6月 | 4.2% | -6.9% |

资料来源：彭博

#### 过去一年股价



来源：彭博

审计师：安永

公司网站：[www.suntien.com](http://www.suntien.com)

## 财务摘要

### 利润表

| 年结:12月31日(百万人民币) | FY16A          | FY17E          | FY18E          | FY19E          | FY20E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>销售收入</b>      | <b>4,384</b>   | <b>7,058</b>   | <b>7,953</b>   | <b>9,285</b>   | <b>10,815</b>  |
| 风电及光伏            | 1,983          | 3,100          | 3,337          | 3,816          | 4,319          |
| 天然气              | 2,392          | 3,957          | 4,616          | 5,469          | 6,496          |
|                  |                |                |                |                | <b>0</b>       |
| <b>销售成本</b>      | <b>(2,943)</b> | <b>(4,750)</b> | <b>(5,492)</b> | <b>(6,421)</b> | <b>(7,485)</b> |
|                  |                |                |                |                | <b>0</b>       |
| 其它收入净额           | 97             | 81             | 97             | 99             | 106            |
| 销售成本             | (0)            | (0)            | (1)            | (1)            | (1)            |
| 管理费用             | (302)          | (453)          | (509)          | (594)          | (692)          |
| 其它支出             | (8)            | (171)          | (16)           | (19)           | (22)           |
| <b>运营利润</b>      | <b>1,228</b>   | <b>1,764</b>   | <b>2,032</b>   | <b>2,349</b>   | <b>2,721</b>   |
|                  |                |                |                |                | <b>0</b>       |
| 融资成本净额           | (549)          | (774)          | (899)          | (1,106)        | (1,277)        |
| 合资及联营企业          | 65             | 214            | 234            | 280            | 300            |
| 特殊项目             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>税前利润</b>      | <b>744</b>     | <b>1,204</b>   | <b>1,368</b>   | <b>1,522</b>   | <b>1,744</b>   |
|                  |                |                |                |                | <b>0</b>       |
| 所得税              | (97)           | (99)           | (130)          | (152)          | (174)          |
| 减:非控制股东权益        | 106            | 165            | 190            | 209            | 229            |
| <b>净利润</b>       | <b>542</b>     | <b>940</b>     | <b>1,048</b>   | <b>1,161</b>   | <b>1,340</b>   |

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         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>非流动资产</b>     | <b>25,505</b> | <b>28,755</b> | <b>34,001</b> | <b>39,082</b> | <b>43,126</b> |
| 固定资产             | 19,668        | 22,466        | 27,304        | 32,117        | 35,704        |
| 无形资产             | 1,973         | 1,870         | 1,779         | 1,681         | 1,584         |
| 合资及联营公司投资        | 1,229         | 1,687         | 1,679         | 1,958         | 2,259         |
| 预付款及其它应收         | 1,814         | 1,819         | 2,125         | 2,095         | 2,226         |
| 其它非流动资产          | 821           | 913           | 1,116         | 1,230         | 1,353         |
| <b>流动资产</b>      | <b>3,869</b>  | <b>5,533</b>  | <b>5,306</b>  | <b>6,304</b>  | <b>7,081</b>  |
| 现金及现金等价物         | 1,491         | 2,110         | 1,012         | 1,397         | 1,409         |
| 应收账款             | 1,597         | 2,564         | 3,399         | 4,016         | 4,723         |
| 预付款              | 725           | 789           | 826           | 815           | 866           |
| 其它流动资产           | 56            | 70            | 70            | 77            | 84            |
| <b>流动负债</b>      | <b>7,818</b>  | <b>9,473</b>  | <b>9,188</b>  | <b>9,718</b>  | <b>10,488</b> |
| 应付账款             | 465           | 576           | 835           | 975           | 1,136         |
| 其它应付             | 2,213         | 3,084         | 2,253         | 2,354         | 2,503         |
| 借贷               | 5,113         | 5,708         | 6,070         | 6,359         | 6,819         |
| 其它流动负债           | 27            | 49            | 30            | 30            | 30            |
| <b>非流动负债</b>     | <b>12,022</b> | <b>14,314</b> | <b>18,305</b> | <b>22,645</b> | <b>25,758</b> |
| 借贷               | 11,933        | 13,217        | 18,211        | 22,547        | 25,654        |
| 其它长期应付           | 90            | 69            | 94            | 98            | 104           |
| <b>少数股东权益</b>    | <b>1,634</b>  | <b>1,896</b>  | <b>1,954</b>  | <b>2,011</b>  | <b>2,073</b>  |
| <b>净资产总额</b>     | <b>7,900</b>  | <b>8,605</b>  | <b>9,860</b>  | <b>11,012</b> | <b>11,888</b> |
| <b>股东权益</b>      | <b>7,900</b>  | <b>8,605</b>  | <b>9,860</b>  | <b>11,012</b> | <b>11,888</b> |

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          |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>税前利润</b>       | <b>744</b>     | <b>1,204</b>   | <b>1,368</b>   | <b>1,522</b>   | <b>1,744</b>   |
| 折旧和摊销             | 776            | 1,089          | 1,276          | 1,502          | 1,764          |
| 运营资金变动            | 1,079          | (75)           | (1,938)        | (407)          | (658)          |
| 税项                | (89)           | (126)          | (100)          | (152)          | (174)          |
| 其它                | (917)          | (18)           | 18             | 0              | 0              |
| <b>经营活动所得现金流</b>  | <b>1,593</b>   | <b>2,074</b>   | <b>624</b>     | <b>2,466</b>   | <b>2,676</b>   |
| 资本开支              | (5,593)        | (4,288)        | (6,063)        | (6,544)        | (5,598)        |
| 其它                | 1,984          | 8              | (8)            | 0              | 0              |
| <b>投资活动所得现金净额</b> | <b>(3,609)</b> | <b>(4,281)</b> | <b>(6,071)</b> | <b>(6,544)</b> | <b>(5,598)</b> |
| 股份发行              | 63             | 181            | 590            | 410            | 0              |
| 净借贷               | 1,219          | 2,963          | 4,273          | 4,625          | 3,566          |
| 股息                | (77)           | (319)          | (515)          | (571)          | (631)          |
| 其它                | (741)          | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>融资活动所得现金净额</b> | <b>464</b>     | <b>2,826</b>   | <b>4,349</b>   | <b>4,464</b>   | <b>2,935</b>   |
| <b>现金增加净额</b>     | <b>(1,551)</b> | <b>619</b>     | <b>(1,099)</b> | <b>385</b>     | <b>12</b>      |
| 年初现金及现金等价物        | 3,027          | 1,491          | 2,110          | 1,012          | 1,397          |
| 汇兑                | 15             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>年末现金及现金等价物</b> | <b>1,491</b>   | <b>2,110</b>   | <b>1,012</b>   | <b>1,397</b>   | <b>1,409</b>   |
| <b>资产负债表现金</b>    | <b>1,491</b>   | <b>2,110</b>   | <b>1,012</b>   | <b>1,397</b>   | <b>1,409</b>   |

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      |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>销售组合 (%)</b>  |            |            |            |            |            |
| 风电及光伏            | 33.8       | 45.2       | 43.9       | 42.0       | 41.1       |
| 天然气              | 66.1       | 54.6       | 56.1       | 58.0       | 58.9       |
| <b>合计</b>        | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> | <b>100</b> |
| <b>盈利能力比率</b>    |            |            |            |            |            |
| 毛利率              | 26.5       | 32.9       | 32.7       | 30.9       | 0.3        |
| 运营利率             | 16.8       | 28.0       | 25.0       | 25.6       | 25.3       |
| 税前利率             | 4.7        | 17.0       | 17.1       | 17.2       | 16.4       |
| 净利润率             | 4.0        | 12.4       | 13.3       | 13.2       | 12.5       |
| 有效税率             | 5.7        | 13.0       | 8.2        | 9.5        | 10.0       |
| <b>资产负债比率</b>    |            |            |            |            |            |
| 流动比率 (x)         | 1.15       | 0.49       | 0.58       | 0.58       | 0.65       |
| 速动比率 (x)         | 1.14       | 0.49       | 0.58       | 0.57       | 0.64       |
| 现金比率 (x)         | 0.69       | 0.19       | 0.22       | 0.11       | 0.14       |
| 平均应收款周转天数        | 118.1      | 107.6      | 136.8      | 145.7      | -          |
| 债务 / 股本比率 (%)    | 163.2      | 178.8      | 180.2      | 205.5      | 222.0      |
| 净负债/股东权益比率 (%)   | 153.6      | 196.9      | 195.2      | 236.0      | 249.8      |
| <b>回报率 (%)</b>   |            |            |            |            |            |
| 资本回报率            | 2.27       | 6.86       | 10.92      | 10.63      | 10.55      |
| 资产回报率            | 0.63       | 1.84       | 2.74       | 2.67       | 2.56       |
| <b>每股数据(人民币)</b> |            |            |            |            |            |
| 每股盈利 (人民币, 分)    | 0.15       | 0.25       | 0.28       | 0.31       | 0.36       |
| 每股股息 (人民币)       | 0.06       | 0.10       | 0.11       | 0.13       | 0.14       |
| 每股账面价值 (人民币)     | 2.13       | 2.32       | 2.65       | 2.96       | 3.20       |

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之分析员，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責任。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，请与我们联络。

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。