

新天綠色能源 (956 HK)

高盈利增長能見度

- ❖ **盈利增長能見度高，是我們的行業首選。**新天前9月運營表現非常強勁，風力發電及天然氣銷售量同比分別增長18.8%及45.9%，仍然領先於我們對兩個分部18.2%和33.2%的全年增速預測。我們認為強勁的經營業績表明公司2018年的高盈利增速具有很高的能見度。此外我們認為這種較高的能見度可以延續至未來2-3年，基於1)公司每年保持新增風電裝機4-500兆瓦；2)我們預期河北天然氣需求增長將保持強勁；更重要的是3)應收賬已作撥備自2019年起將可能進行回撥。目前新天綠色能源的交易估值僅為2018E/19E的5.6/4.7倍，並且預期對應兩年的股息率分別高達7.2/8.6%。我們認為公司目前的估值非常吸引，並給予高業績能見度將公司列為行業首選。我們的目標價維持每股2.86港元，重申買入評級。
- ❖ **2018年風電利用小時或將再創新高。**公司2018年前9個月實現等效利用小時1,752小時，限電率為5.9%，分別較去年同期高出145小時和降低1.1個百分點。在2017年公司創下風電利用小時2,392小時歷史高位過後，基於目前利用小時數仍大幅領先去年同期，我們認為公司2018年將大概率再創新高。對於2019年及以後，我們認為公司的風電業務將保持穩定增長，基於1)目前的限電情況仍然具備改善空間，以及2)公司未來仍將穩定保持每年新增裝機4-500兆瓦，新的機組將採用更加先進的技術使得整體的發電運行更為高效。
- ❖ **河北省天然氣需求增長將保持強勁。**儘管目前公司的天然氣銷售增長快於我們預期，但由於天然氣供應一直受限，管理層指出這仍然是一個被抑制的增速，表明天然氣未來需求增速將持續強勁。面對即將到來的冬季，公司已與中石油簽訂了5檔氣價，管理層預期冬季天然氣缺氣情況將獲緩解，並且天然氣成本上漲可以通過順價轉移給批發客戶。對於零售氣量部分，公司預期居民用氣價格上漲將有助於公司保持穩定的銷氣毛差，同時公司計劃調升工業氣價以使銷氣毛差得以增加。管理層計劃根據河北沙河地區的玻璃製造商的盈利能力逐步調升該地區的燃氣價格。未來幾年，公司將擴大并增加氣源作為天然氣業務的部署重點。
- ❖ **應收撥備成為一項資產。**截止2018年中，公司累積已對人民幣4.74億人民幣貿易應收賬進行撥備，這些撥備主要來自於對沙河地區浮法玻璃製造商的歷史天然氣銷售。管理層披露這些應收款仍然在按計劃進行回收，款項回收速度約為每年人民幣1.5億元。目前我們仍未將應收撥備回撥納入我們的模型測算之中，但我們預計公司可能會自2019年起開始進行回撥。屆時，我們認為這些應收撥備將成為公司的資產，回撥啟動將平穩支持公司未來的盈利增長。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	4,384	7,058	9,285	10,693	12,484
淨利潤(百萬人民幣)	542	940	1,166	1,395	1,616
每股盈利(人民幣)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.43
每股盈利變動(%)	222	74	24	20	16
市盈率(x)	12.0	6.9	5.6	4.6	4.0
市帳率(x)	0.8	0.8	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	3.6	5.9	7.2	8.6	10.0
權益收益率(%)	6.9	10.9	11.7	12.3	13.1
淨財務杠杆率(%)	197	195	212	214	225

數據源：公司，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.86
(此前目標價)	HK\$2.86)
潛在升幅	+51.3%
當前股價	HK\$1.89

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國風電板塊

市值(百萬港元)	7,021
3月平均流通量(百萬港元)	16.12
52周最高/低(港元)	2.96/1.68
總股本(百萬)	3,715.2

數據源：彭博

股東結構

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

數據源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1月	-3.3%	3.4%
3月	-12.7%	-4.3%
6月	-9.3%	5.0%

數據源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.suntien.com

財務摘要

利潤表

年結: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

數據來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結: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

數據來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	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)
稅項	(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

數據來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
銷售組合 (%)					
風電及光伏	33.8	45.2	43.9	39.2	37.1
天然氣	66.1	54.6	56.1	60.8	62.9
合計	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
稅前利率	4.7	17.0	17.1	16.5	17.3
淨利潤率	4.0	12.4	13.3	12.6	13.0
有效稅率	5.7	13.0	8.2	9.5	10.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.15	0.49	0.58	0.71	0.79
速動比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.70	0.78
現金比率 (x)	0.69	0.19	0.22	0.19	0.25
平均應收款周轉天數	118.1	107.6	122.3	135.2	135.7
債務 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	191.1	199.2
淨負債/股東權益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	211.7	214.0
回報率 (%)					
資本回報率	2.27	6.86	10.92	11.68	12.33
資產回報率	0.63	1.84	2.74	2.96	3.07
每股數據(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
每股賬面價值 (人民币)	2.13	2.32	2.69	3.05	3.33

數據來源：公司及招銀國際預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。