

新天綠色能源 (956 HK)

運營業績表現超预期

- ❖ **運營業績超出預期，目標價提升至每股 3.10 港元。** 新天綠色能源 2018 年 1-4 月運營業績表現令人驚喜。風電發電量錄得同比增長 29.5%，同時整體燃氣銷售量也實現同比上漲 64.4%。我們相信公司兩個業務板塊的運營業績表現均優於我們和市場一致預測，主要源于 1) 一季度強勁的風資源條件；2) 可再生能源電力消納條件持續改善；以及 3) “煤改氣”對用氣量推動在供暖季結束後對用氣量影響依然持續。公司也在 1 季度強硬的運營表現之下報告季度淨利同比增長 76.2% 至人民幣 6.19 億元。基于 1) 我們對公司盈利能力和淨利預測的正向調整，以及 2) 我們預期市場一致預測將大概率進行上調，我們將 DCF 目標價自每股 2.41 港元上調至每股 3.10 港元。重申買入評級。
- ❖ **風電板塊：全年展望依然維持強勁。** 管理層透露，儘管 2017 年風資源條件已為公司帶來較高基數，2018 年 1-4 月份公司仍然錄得風電利用 1,030 小時，較去年同期增長 138 小時。限電情況維持穩定，1-4 月限電率為 6.5%，較去年同期下跌 1.2 個百分點。基于前 4 個月的優異表現，我們將全年風電利用小時數自管理層年初指引上限 2,150 小時上調 6.9% 至 2,300 小時。我們的預測相對保守，因 2018 年前四個月利用小時數對全年預期比已達 44.8%，而去年同期數值僅為 37.3%。我們認為公司風電板塊的運營表現明顯優於我們以及市場一致預測。
- ❖ **燃氣板塊：後煤改氣時代影響猶在。** 2018 年 1-4 月燃氣銷售量同比增長 64.4%。分項來看：1) 批發氣量同比增長 81%，2) 零售氣量同比增長 38%，以及 3) CNG 銷氣量實現同比增加 20%。根據我們觀察，零售氣和 CNG 進入 4 月以後銷氣量增速有所放緩，而批發氣銷氣增長則出現加速。我們認為批發氣銷售增長任然受煤改氣影響所帶動，而零售及 CNG 銷氣量增長則更多的来源于公司燃氣業務的內生增長。2017 年公司工商業和居民用戶數量分別增長 32.5% 以及 35.4%。對於 2018 年全年展望，由于 2017 年下半年已處於較高基數狀態，我們判斷全年增速將有所放緩至 33.2%，但這個數值仍然明顯超出管理層年初給予的 15-20% 銷氣量增速指引。
- ❖ **股息率非常吸引。** 基于公司目前已實現優異的運營表現，我們將 2018/2019/2020 年淨利預測分別上調 20.5%/12.3%/6.8% 至人民幣 12.6/13.0/14.3 億元。除較強的基本面支撐股價表現以外，公司將于近期派發股息。公司 2017 年期末股息為每股人民幣 0.103 元，除淨日為 6 月 12 日。目前股價對應公司 2017 年股息率為 4.8%。我們認為公司目前的股息率非常吸引。

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	8,710	10,087	11,665
淨利潤 (百萬人民幣)	542	940	1,263	1,304	1,431
每股盈利 (人民幣)	0.15	0.25	0.34	0.35	0.39
每股盈利變動 (%)	222	74	34	3	10
市盈率 (x)	14.6	8.4	6.3	6.1	5.5
市帳率 (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	3.0	4.8	6.4	6.6	7.2
權益收益率 (%)	6.9	10.9	12.5	11.6	11.7
淨財務杠杆率 (%)	197	195	232	243	254

資料來源：公司，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$3.10
(此前目標價)	HK\$2.41
潛在升幅	+17.0%
當前股價	HK\$2.65

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)	9,845
3月平均流通量(百萬港元)	36.45
52周最高/低(港元)	2.76/1.36
總股本(百萬)	3,715.2

資料來源：彭博

股東結構

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1月	6.9%	4.2%
3月	39.9%	39.9%
6月	36.3%	26.4%

資料來源：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	8,710	10,087	11,665
风电及光伏	1,983	3,100	3,566	3,986	4,413
天然气	2,392	3,957	5,144	6,101	7,252
销售成本	(2,943)	(4,750)	(5,930)	(6,945)	(8,112)
其它收入净额	97	81	97	98	106
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(302)	(453)	(557)	(646)	(747)
其它支出	(8)	(171)	(17)	(20)	(23)
运营利润	1,228	1,764	2,301	2,574	2,888
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
税前利润	744	1,204	1,636	1,747	1,911
所得税	(97)	(99)	(155)	(175)	(191)
减: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	1,263	1,304	1,431

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	34,039	39,122	43,168
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	1,153	1,270	1,395
流动资产	3,869	5,533	5,591	6,708	7,581
现金及现金等价物	1,491	2,110	955	1,439	1,526
应收账款	1,597	2,564	3,740	4,377	5,105
预付款	725	789	826	815	866
其它流动资产	56	70	70	77	84
流动负债	7,818	9,473	9,268	9,802	10,577
应付账款	465	576	915	1,059	1,225
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
非流动负债	12,022	14,314	18,305	22,645	25,758
借贷	11,933	13,217	18,211	22,547	25,654
其它长期应付	90	69	94	98	104
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	10,103	11,372	12,341
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
股东权益	7,900	8,605	9,485	10,284	11,193

數據來源:公司及招銀國際預測

現金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	744	1,204	1,636	1,747	1,911
折旧和摊销	776	1,089	1,276	1,502	1,764
运营资金变动	1,079	(75)	(2,237)	(424)	(677)
税项	(89)	(126)	(125)	(175)	(191)
其它	(917)	(18)	18	-	-
经营活动所得现金流	1,593	2,074	568	2,650	2,807
资本开支	(5,593)	(4,288)	(6,063)	(6,544)	(5,598)
其它	1,984	8	(8)	-	-
投资活动所得现金净额	(3,609)	(4,281)	(6,071)	(6,544)	(5,598)
股份发行	-	-	0	0	-
可续期绿色债	-	-	590	410	-
净借贷	1,219	2,963	4,273	4,625	3,566
股息	(77)	(319)	(515)	(657)	(689)
其它	(615)	180.96	-	-	-
融资活动所得现金净额	464	2,826	4,349	4,378	2,878
现金增加净额	(1,551)	619	(1,155)	484	87
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	955	1,439
汇兑	15	-	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,491	2,110	955	1,439	1,526
资产负债表现金	1,491	2,110	955	1,439	1,526

數據來源：公司及招銀國際預測

主要指標

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	40.9	39.5
天然气	66.1	54.6	56.1	59.1	60.5
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	26.5	32.9	32.7	31.9	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	26.4	25.5
税前利率	4.7	17.0	17.1	18.8	17.3
净利润率	4.0	12.4	13.3	14.5	12.9
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	0.60	0.68
速动比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.60	0.68
现金比率 (x)	0.69	0.19	0.22	0.10	0.15
平均应收款周转天数	118.1	107.6	132.1	146.9	148.4
债务 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	201.9	217.4
净负债 / 股东权益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	231.5	243.4
回报率 (%)					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	12.54	11.56
资产回报率	0.63	1.84	2.74	3.19	2.85
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.15	0.25	0.34	0.35	0.39
每股股息 (人民币)	0.06	0.10	0.14	0.14	0.15
每股账面价值 (人民币)	2.13	2.32	2.71	3.04	3.28

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责任。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，且不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 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為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。