

新天綠色能源 (956 HK)

海上風電初探

- ❖ **探索中國最北海上風電場。**我們參加了新天綠色能源在唐山樂亭縣的海上風電反向路演。該項目位於唐山曹妃甸港和京唐港之間，風場中心位置距離海岸線 16 公里，專案總規模為 300 兆瓦。公司是該項目的控股股東，持股 51.4%；建投能源（000600 CH）為二股東，持股 45%；新天和建投能源的母公司河北建投集團持有餘下的 3.6% 股份。由於樂亭菩提島專案為目前中國最北端的海上風電場，公司自 2011 年以來花費了 4 年時間對項目細節，機組選型和項目可行性進行了深入研究。項目自 2016 年開始建設，公司對於項目總預算為人民幣 51 億元。截止 2018 年 10 月 10 日，公司共完成了 35 颱風機吊裝（總共 75 台），管理層預計該專案將於 2019 年末完工並開始商業運營。
- ❖ **專案要求高標準，人員配置精簡。**公司為其第一個海上專案選用了頂級設備配置，包括上海電氣-西門子 4.0 兆瓦海上風機，以及 ABB 設備用於海上升壓站。除設備以外，公司在海工工程方面選用了海上風電建設安裝經驗豐富的承包商，比如聘用中交第一及第三航務工程局有限公司進行海上風電平臺基礎的打樁和吊裝。根據我們實地觀察，海工承包商在專案承建中採用了專業的自升式風電安裝船以進行高效風機吊裝。在專案管理和承包商施工協調方面，公司自身的人員配置相當精簡，整個專案僅配備 52 名員工，該團隊除樂亭專案外還負責冀東地區的風電專案開發。
- ❖ **項目回報測算：股本回報率可達 11.4%。**管理層預估樂亭專案可研預估利用小時數為 2,543，同時專案銀行借貸規模為人民幣 41 億元，利率為 4.9%。基於上述資訊，我們測算了該專案的幾項關鍵經濟資訊，1) 專案的每瓦資本開支為人民幣 15.5 元，總的資本開支約人民幣 46.5 億，另有約人民幣 4.65 億為運營資本金投入；2) 專案杠杆後股本回報率為 11.4%，專案投資回收期為 9 年；3) 項目的淨利潤區間為人民幣 0.64 億至 1.65 億，平均為 1.2 億，具體主要受增值稅抵扣、所得稅減免優惠期、以及債務償還期限所影響。我們的測算顯示專案盈利水準對維護成本非常敏感，表明風機和關鍵設備的可靠性對於專案盈利水準起決定性作用。
- ❖ **風電專案開發節奏保持每年 4-500 兆瓦。**管理層預期 2018 年新建風電專案並網將靠近公司指引的低端，約 400 兆瓦，主要因部分專案受並網工程影響有所延誤。隨著樂亭海上風電項目投運，公司預計 2019 年並網容量將相對較高。根據修訂後的新疆專案並網容量假設，我們將 2018E-20E 的盈利預測略微調整 0.9/-1.1/0.5%。此外，參考目前市場對於燃氣板塊的估值下調，我們也將新天的分部估值加總目標價自每股 3.00 港元下調至每股 2.86 港元。我們對公司盈利前景仍維持樂觀展望，我們的目標價對應 2019 年預測市盈率僅為 6.7 倍，並且 2018 年預測股息率為 7.3%。**維持買入評級。**

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	9,281	10,687	12,478
淨利潤 (百萬人民幣)	542	940	1,162	1,391	1,611
每股盈利 (人民幣)	0.15	0.25	0.31	0.37	0.43
每股盈利變動 (%)	222	74	24	20	16
市盈率 (x)	11.7	6.8	5.5	4.6	3.9
市帳率 (x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	3.7	6.0	7.3	8.8	10.2
權益收益率 (%)	6.9	10.9	11.7	12.3	13.0
淨財務杠杆率 (%)	197	195	212	214	225

資料來源：公司，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.86
(此前目標價)	HK\$3.00)
潛在升幅	+47.4%
當前股價	HK\$1.94

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)	7,207
3 月平均流通量(百萬港元)	16.20
52 周最高/低(港元)	2.96/1.68
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	-5.4%	-0.9%
3 月	-13.8%	-4.7%
6 月	-23.3%	-8.4%

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	9,281	10,687	12,478
风电及光伏	1,983	3,100	3,632	3,962	4,455
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	109
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	2,192	2,578	2,948
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	1,525	1,843	2,111
所得税	(97)	(99)	(145)	(184)	(211)
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	1,162	1,391	1,611

資料來源: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	1,094	1,193	1,303
流动资产	3,869	5,533	6,263	7,477	7,234
现金及现金等价物	1,491	2,110	1,676	2,330	1,269
应收账款	1,597	2,564	3,658	4,259	5,019
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	9,493	9,927
应付账款	465	576	974	1,122	1,310
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	9,974	11,310	14,534
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
股东权益	7,900	8,605	9,384	10,310	11,365

資料來源: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	1,525	1,843	2,111
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)	(184)	(211)
其它	(917)	496	(10)	(60)	26
经营活动所得现金流	1,593	2,642	375	3,116	2,941
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	-	-	0	0	0
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)	(617)	(723)
其它	(615)	(901)	-	-	-
融资活动所得现金净额	464	1,563	4,274	3,949	2,067
现金增加净额	(1,551)	634	(434)	654	(1,061)
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	1,676	2,330
汇兑	15	(15)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,491	2,110	1,676	2,330	1,269
资产负债表现金	1,491	2,110	1,676	2,330	1,269

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
风电及光伏	33.8	45.2	43.9	39.1	37.1
天然气	66.1	54.6	56.1	60.9	62.9
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	26.5	32.9	32.7	30.9	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	23.6	24.1
稅前利率	4.7	17.0	17.1	16.4	17.2
净利润率	4.0	12.4	13.3	12.5	13.0
有效稅率	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	122.4	135.2	135.7
债务 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	191.2	199.3
净负债/股东权益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	211.8	214.2
回报率 (%)					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	11.65	12.29
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	0.37	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	2.68	3.04	3.33

資料來源：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）發表於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	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 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。報告所載資料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。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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，任何機構或個人於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資訊，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。