

## 新天綠色能源 (956 HK)

### 上半年業績靚麗

- ❖ **核心淨利潤同比飆升 54.6%**。2018 年上半年，新天綠色能源收入同比增長 50.2% 至人民幣 48.39 億元。新能源和天然氣銷售兩個板塊均表現出色，新能源發電收入同比增長 22.7%，發電量增長 22.1%，而天然氣銷售收入增長 74.2%，天然氣銷量增長 55.0%。毛利率下降 3.5 個百分點至 32.7%，主要由於毛利率較低的天然氣銷售占比提升所致。公司期內主要費用控制較好，基本符合我們預期。在其它費用方面，公司上半年確認了一筆人民幣 1.18 億元的應收賬款撥備，上半年淨利潤也受此有所拖累。公司上半年實現淨利潤人民幣 8.11 億元，同比增長 34.9%。若將撥備還原，我們估計公司的核心盈利為人民幣 9.29 億元，同比增長 54.6%，符合我們預期。
- ❖ **風電業務強勁，展現高業績能見度**。儘管 2017 年新天利用小時創下歷史新高奠定高基數，公司上半年風電等效利用小時同比仍然增加了 128 小時。對於下半年展望，管理層透露 7 月份利用小時同比增加 11 小時，而 8 月則呈現風資源較差態勢，利用小時可能同比减少 30-40 個小時。結合前八月數據，我們估計公司目前仍手握 100 小時領先於 2017 年同期，若能在剩下幾個月保持，則意味全年發電能夠實現高速增長。公司上半年電價保持穩定，含稅電價為人民幣 0.54 元/千瓦時，與去年同期相比保持穩定。由於河北大部分風電項目並不參與市場電價交易，市場電價銷售對於公司電價影響非常有限。基於公司擁有穩定的電價和目前領先於去年同期的利用小時數，我們認為公司的風電業務部門展現了非常高的業績能見度。
- ❖ **天然氣銷售增長受氣源供應限制**。公司披露 7-8 月天然氣銷售增速有所放緩，自上半年 55.0% 降至預計 8 月的 20% 以上。公司給予的全年天然氣銷售量增速為 30% 以上，較為保守，因公司除供熱季以外燃氣銷售持續受到了氣源供應偏緊影響。公司已經實施了多項氣源補充計劃，包括獲取中石化氣源，建設管綫聯通山西黎城煤層氣，京唐 LNG 接收站氣化，以及通過上海交易平臺採購現貨等。在沙河零售氣量方面，上半年公司錄得沙河銷氣量 2.3 億方。管理層透露對沙河燃氣用戶的逾期應收款項回收仍在按計劃進行，上半年進行應收撥備為依據會計準則進行。截止 2018 年上半年，公司仍有沙河逾期應收人民幣 5.98 億元，其中人民幣 4.46 億已進行撥備處理。我們認為撥備部分將對公司未來盈利增速起到平滑作用。
- ❖ **維持行業首選**。我們將對公司 2018-19E 年盈利預測分別下調 12.4% 及上調 4.6%，自人民幣 13.15/13.44 億調整為人民幣 11.52/14.06 億元，調整主要基於上半年運營情況更新，以及預期 2018 年全年將產生人民幣 1.6 億元應收撥備。基於新天擁有 1) 較高盈利能見度，2) 盈利增速平滑空間，3) 較低的股權融資風險，4) 較低的估值和具備吸引力的股息率，我們維持新天作為我們的行業首選股份。維持買入評級，目標價維持每股 3.00 港元。

#### 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	9,291	10,774	12,497
淨利潤 (百萬人民幣)	542	940	1,152	1,406	1,519
每股盈利 (人民幣)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.41
每股盈利變動 (%)	222	74	23	22	8
市盈率 (x)	14.0	8.1	6.6	5.4	5.0
市帳率 (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	3.1	5.0	6.1	7.4	8.0
權益收益率 (%)	6.9	10.9	11.6	12.4	12.4
淨財務杠杆率 (%)	197	195	216	222	229

數據源：公司，招銀國際預測

### 買入(維持)

目標價	HK\$3.00
(此前目標價)	HK\$3.00)
潛在升幅	+26.1%
當前股價	HK\$2.38

#### 蕭小川

電話：(852) 3900 0849

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

#### 中國風電板塊

市值(百萬港元)	8,842
3 月平均流通量(百萬港元)	20.00
52 周最高/低(港元)	2.96/1.64
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	-14.6%	-13.2%
3 月	-19.2%	-14.3%
6 月	12.2%	23.8%

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](http://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
<b>销售收入</b>	<b>4,384</b>	<b>7,058</b>	<b>9,291</b>	<b>10,774</b>	<b>12,497</b>
风电及光伏	1,983	3,100	3,642	4,050	4,475
天然气	2,392	3,957	5,649	6,725	8,022
<b>销售成本</b>	<b>-2,943</b>	<b>-4,750</b>	<b>-6,413</b>	<b>-7,546</b>	<b>-8,823</b>
其它收入净额	97	81	103	107	108
销售成本	-0	-0	-1	-1	-1
管理费用	-302	-453	-595	-690	-800
其它支出	-8	-171	-186	-22	-25
<b>运营利润</b>	<b>1,228</b>	<b>1,764</b>	<b>2,200</b>	<b>2,623</b>	<b>2,956</b>
融资成本净额	-549	-774	-920	-1,074	-1,185
合资及联营企业	65	214	234	311	237
<b>税前利润</b>	<b>744</b>	<b>1,204</b>	<b>1,514</b>	<b>1,861</b>	<b>2,008</b>
所得税	-97	-99	-144	-186	-201
减:非控制股东权益	106	165	190	209	229
可续期绿色债利息	-	-	28	60	60
<b>净利润</b>	<b>542</b>	<b>940</b>	<b>1,152</b>	<b>1,406</b>	<b>1,519</b>

數據源: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
<b>非流动资产</b>	<b>25,505</b>	<b>28,755</b>	<b>33,579</b>	<b>38,638</b>	<b>42,553</b>
固定资产	19,668	22,466	26,628	31,403	34,939
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	2,508
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	1,095	1,196	1,304
<b>流动资产</b>	<b>3,869</b>	<b>5,533</b>	<b>6,764</b>	<b>7,054</b>	<b>7,371</b>
现金及现金等价物	1,491	2,110	2,205	1,867	1,394
应收账款	1,597	2,564	3,663	4,295	5,027
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>9,231</b>	<b>9,505</b>	<b>10,021</b>
应付账款	465	576	976	1,131	1,312
其它应付	2,213	3,084	2,239	2,340	2,490
借贷	5,113	5,708	5,922	5,929	6,188
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>19,194</b>	<b>22,856</b>	<b>23,384</b>
借贷	11,933	13,217	17,765	21,022	23,280
其它长期应付	90	69	93	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>9,964</b>	<b>11,320</b>	<b>14,445</b>
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
<b>股东权益</b>	<b>7,900</b>	<b>8,605</b>	<b>9,374</b>	<b>10,320</b>	<b>11,276</b>

數據源: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
<b>稅前利潤</b>	<b>744</b>	<b>1,204</b>	<b>1,514</b>	<b>1,861</b>	<b>2,008</b>
折旧和摊销	776	1,125	1,305	1,542	1,816
运营资金变动	1,079	-75	-2,016	-392	-648
稅項	-89	-126	-163	-186	-201
其它	-917	496	-10	-59.60	26.24
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>1,593</b>	<b>2,642</b>	<b>629</b>	<b>2,765</b>	<b>3,002</b>
资本开支	-5,593	-4,324	-5,688	-6,576	-5,536
其它	1,984	754	0	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>-3,609</b>	<b>-3,570</b>	<b>-5,688</b>	<b>-6,576</b>	<b>-5,536</b>
股份发行	-	-	0	0	-
可续期绿色债	-	-	590	410	-
净借贷	1,219	2,963	5,079	3,675	2,790
股息	-77	-319	-515	-613	-729
其它	-615	-901.05	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>464</b>	<b>1,563</b>	<b>5,154</b>	<b>3,472</b>	<b>2,060</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>-1,551</b>	<b>634</b>	<b>95</b>	<b>-338</b>	<b>-473</b>
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	2,205	1,867
汇兑	15	-15.15	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,491</b>	<b>2,110</b>	<b>2,205</b>	<b>1,867</b>	<b>1,394</b>
<b>资产负债表现金</b>	<b>1,491</b>	<b>2,110</b>	<b>2,205</b>	<b>1,867</b>	<b>1,394</b>

數據源：公司及招銀國際預測

**主要指標**

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>銷售組合 (%)</b>					
风电及光伏	33.8	45.2	43.9	39.2	37.6
天然气	66.1	54.6	56.1	60.8	62.4
<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	31.0	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	23.7	24.3
稅前利率	4.7	17.0	17.1	16.3	17.3
净利润率	4.0	12.4	13.3	12.4	13.1
有效稅率	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	0.73	0.74
速动比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.73	0.74
現金比率 (x)	0.69	0.19	0.22	0.24	0.20
平均应收款周转天数	118.1	107.6	122.3	134.8	136.1
債務 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	198.7	202.2
淨負債/股東權益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	215.6	221.6
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	2.27	6.86	10.92	11.56	12.42
資產回報率	0.63	1.84	2.74	2.86	3.08
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利 (人民币)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.41
每股股息 (人民币)	0.06	0.10	0.12	0.15	0.16
每股賬面價值 (人民币)	2.13	2.32	2.68	3.05	3.30

數據源：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。