

新天绿色能源 (956 HK)

风电进展符合预期；燃气面临不确定性

- ❖ **一季度净利润同比增长 8.0%**。新天绿色能源发布了基于中国会计准则的一季度业绩。收入同比增长 39.5%至人民币 42.80 亿元。销售收入增长主要由燃气销售量同比增长 35.1%以及风电发电量同比增长 6.27%所驱动。主要的成本费用大致符合预期，费用率维持稳定与销售收入同比增加，管理层解释管理费用增长主要来源于人员费用增加。公司一季度的联营及合营企业利润分享与去年同期持平，维持于人民币 9,700 万水平。有效税率则有 2018 年一季度 11.6% 跃升至 2019 年一季度 15.9%，主要来源于燃气收入占比提升，以及部分风电项目税务优惠逐渐到期。公司一季度实现净利润人民币 6.69 亿元，同比增长 8.0%。由于去年一季度基数较高，我们认为新天今年一季度利润增幅略有放缓符合市场预期。
- ❖ **风电进展符合预期**。公司一季度发电量 2,628 吉瓦时，同比增长 5.9%。相较于去年受异常优异的风资源所带来的较高的发电量基数（18 年一季度风电发电量同比增长 39.9%），我们认为公司一季度的发电量表现仍然略高于我们预期。根据管理层透露，一季度利用小时为 776 小时，同比下跌了 32 小时。限电方面则同比进一步下降 0.3 百分点至 5.64%。公司 2019 年一季度发电量表现已达我们全年预测的 30.5%，改数字略低于 18 年同期（18 年一季度占全年发电量 32.3%）。我们认为公司的风电业务进展符合预期。
- ❖ **燃气销售面临一定不确定性**。受河北省煤改气趋势影响。公司一季度燃气销售量 11.73 亿方，同比增长 35.1%。尽管燃气销售仍然维持快速增长势头，我们看到了一些潜在不确定性，基于 1) 3 月份燃气销售量录得同比下跌 4.2%，以及 2) 中石油（857 HK）在供暖季结束后并没有下调天然气价格。管理层解释 3 月份燃气销售量同比下跌主要是收到了去年同期高基数影响，尤其是去年 3 月份限气结束带来了极大的销气量增幅，同时 2019 年 3 月份气温也较去年同期更为温暖。管理层强调 4 月份的燃气销量将恢复增长趋势，同时与中石油与的天然气结算价格的调整仍有待发改委最终核准确认。根据上述信息，我们认为公司的燃气销售板块将面临一定的价格不确定性，同时销售价格上升对需求释放也带来一定的抑制效应。
- ❖ **维持买入评级，目标价维持每股 3.20 港元**。我们认为新天绿色能源的一季度盈利仍处于我们的预期轨道当中。尽管公司短期股价表现受到燃气价格不确定性影响，我们仍然预期价格调整的影响对于公司业务是较为有限的，因为公司将拥有足够能力通过占比较高的燃气批发业务进行价格疏导。在目前 2019 年预测市盈率 4.9 倍以及 8.2%股息收益率估值下，我们认为公司股价非常吸引。重申买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
营业额(百万人民币)	7,058	9,975	12,323	14,947	17,607
净利润(百万人民币)	940	1,240	1,513	1,720	1,911
每股盈利(人民币)	0.25	0.33	0.41	0.46	0.51
每股盈利变动(%)	73.5	32.0	22.0	13.7	11.1
市盈率(x)	7.8	5.9	4.9	4.3	3.8
市帐率(x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	5.2	6.3	8.2	9.4	10.4
权益收益率(%)	10.9	12.4	13.2	13.6	13.8
净财务杠杆率(%)	195	190	223	254	257

资料来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.20
(此前目标价)	HK\$3.20)
潜在升幅	+41.6%
当前股价	HK\$2.26

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电板块

市值(百万港元)	8,396
3 月平均流通量(百万港元)	15.11
52 周最高/低(港元)	2.96/1.83
总股本(百万)	3,715.2

资料来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

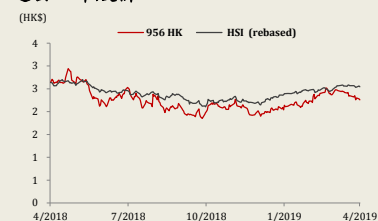
资料来源：港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-4.6%	-7.3%
3 月	9.1%	0.5%
6 月	17.5%	-2.4%
12 月	-12.0%	-10.8%

资料来源：彭博

过去一年股价



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.suntien.com

财务摘要

利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	7,058	9,975	12,323	14,947	17,607
风电及光伏	3,100	3,422	3,878	4,366	4,838
天然气	3,957	6,551	8,445	10,582	12,769
销售成本	(4,750)	(7,116)	(9,190)	(11,319)	(13,480)
其它收入净额	81	100	77	76	76
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(453)	(502)	(573)	(635)	(704)
其它支出	(171)	(219)	(62)	(75)	(79)
运营利润	1,764	2,239	2,575	2,993	3,419
融资成本净额	(774)	(785)	(916)	(1,152)	(1,339)
合资及联营企业	214	290	341	375	425
税前利润	1,204	1,743	2,065	2,336	2,624
所得税	(99)	(168)	(207)	(234)	(289)
非控制股东权益	(165)	(307)	(286)	(324)	(366)
可续期绿色债利息	-	(29)	(60)	(60)	(60)
净利润	940	1,240	1,513	1,720	1,911

资料来源：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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流动资产	28,755	32,743	39,327	47,428	52,533
固定资产	22,466	26,584	33,026	41,091	45,836
无形资产	1,870	1,757	1,673	1,574	1,475
合资及联营公司投资	1,687	1,918	2,378	2,757	3,185
预付款及其它应收	1,819	1,648	1,391	1,114	1,114
其它非流动资产	913	837	859	892	923
流动资产	5,533	6,418	7,355	7,820	8,227
现金及现金等价物	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772
应收账款	2,564	3,296	3,729	4,442	4,885
预付款	789	812	1,844	1,476	1,476
其它流动资产	70	70	86	90	94
流动负债	9,473	8,602	9,572	11,143	12,560
应付账款	576	148	986	1,196	1,409
其它应付	3,084	3,655	2,440	2,693	2,788
借贷	5,708	4,644	6,022	7,118	8,215
其它流动负债	49	70	50	50	50
非流动负债	14,314	18,162	23,214	29,000	31,767
借贷	13,217	16,683	21,350	26,779	29,125
其它长期应付	69	184	102	112	116
其它非流动负债	-	-	-	-	-
少数股东权益	1,896	2,360	2,401	2,496	2,603
净资产总额	8,605	10,036	11,495	12,609	13,832
可续期绿色公司债	-	590	1,000	1,000	1,000
股东权益	8,605	9,446	10,495	11,609	12,832

资料来源：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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	1,204	1,743	2,065	2,336	2,624
折旧和摊销	1,125	1,308	1,540	1,887	2,320
运营资金变动	(75)	(147)	(1,685)	402	(136)
税项	(126)	(217)	(227)	(234)	(289)
其它	496	91	(60)	(60)	(60)
经营活动所得现金流	2,642	2,778	1,634	4,332	4,460
资本开支	(4,324)	(5,568)	(8,392)	(10,265)	(7,426)
其它	754	(12)	12	-	-
投资活动所得现金净额	(3,570)	(5,580)	(8,381)	(10,265)	(7,426)
股份发行	-	274	-	-	-
可续期绿色债	-	590	410	-	-
净借贷	2,963	2,673	6,502	6,883	3,872
其它	(901)	-	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,563	3,022	6,202	6,049	2,925
现金增加净额	634	220	(544)	116	(40)
年初现金及现金等价物	1,491	2,110	2,240	1,696	1,812
汇兑	(15)	(89)	-	-	-

资料来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电及光伏	45.2	43.9	34.3	31.5	29.2
天然气	54.6	56.1	65.7	68.5	70.8
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.9	32.7	28.7	0.25	24.3
运营利率	28.0	25.0	22.4	20.9	20.0
税前利率	17.0	17.1	17.5	16.8	15.6
净利润率	12.4	13.3	12.4	12.3	11.5
有效税率	13.0	8.2	9.6	10.0	10.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.49	0.58	0.75	0.77	0.70
速动比率 (x)	0.49	0.58	0.74	0.76	0.70
现金比率 (x)	0.19	0.22	0.26	0.18	0.16
平均应收款周转天数	107.6	107.2	104.0	99.8	96.7
债务 / 股本比率 (%)	178.8	180.2	172.0	197.0	224.4
净负债/股东权益比率 (%)	195.2	190.0	223.3	254.4	257.0
回报率 (%)					
资本回报率	6.86	10.92	12.35	13.16	13.64
资产回报率	1.84	2.74	3.17	3.24	3.11
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.25	0.33	0.41	0.46	0.51
每股股息 (人民币)	0.10	0.13	0.16	0.19	0.21
每股账面价值 (人民币)	2.32	2.70	3.09	3.39	3.72

资料来源：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上责任。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，请与我们联系。

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。