

新天绿色能源 (956 HK)

上半年业绩靓丽

- ❖ **核心净利润同比飙升 54.6%**。2018 年上半年，新天绿色能源收入同比增长 50.2% 至人民币 48.39 亿元。新能源和天然气销售两个板块均表现出色，新能源发电收入同比增长 22.7%，发电量增长 22.1%，而天然气销售收入增长 74.2%，天然气销量增长 55.0%。毛利率下降 3.5 个百分点至 32.7%，主要由于毛利率较低的天然气销售占比提升所致。公司期内主要费用控制较好，基本符合我们预期。在其它费用方面，公司上半年确认了一笔人民币 1.18 亿元的应收账款拨备，上半年净利润也受此有所拖累。公司上半年实现净利润人民币 8.11 亿元，同比增长 34.9%。若将拨备还原，我们估计公司的核心盈利为人民币 9.29 亿元，同比增长 54.6%，符合我们预期。
- ❖ **风电业务强劲，展现高业绩能见度**。尽管 2017 年新天利用小时创下历史新高奠定高基数，公司上半年风电等效利用小时同比仍然增加了 128 小时。对于下半年展望，管理层透露 7 月份利用小时同比增加 11 小时，而 8 月则呈现风资源较差态势，利用小时可能同比减少 30-40 个小时。结合前八月数据，我们估计公司目前仍手握 100 小时领先于 2017 年同期，若能在剩下几个月保持，则意味全年发电能够实现高速增长。公司上半年电价保持稳定，含税电价为人民币 0.54 元/千瓦时，与去年同期相比保持稳定。由于河北大部分风电项目并不参与市场电价交易，市场电价销售对于公司电价影响非常有限。基于公司拥有稳定的电价和目前领先于去年同期的利用小时数，我们认为公司的风电业务部门展现了非常高的业绩能见度。
- ❖ **天然气销售增长受气源供应限制**。公司披露 7-8 月天然气销售增速有所放缓，自上半年 55.0% 降至预计 8 月的 20% 以上。公司给予的全年天然气销售量增速为 30% 以上，较为保守，因公司除供热季以外燃气销售持续受到了气源供应偏紧影响。公司已经实施了多项气源补充计划，包括获取中石化气源，建设管线联通山西黎城煤层气，京唐 LNG 接收站气化，以及通过上海交易平台采购现货等。在沙河零售气量方面，上半年公司录得沙河销气量 2.3 亿方。管理层透露对沙河燃气用户的逾期应收款项回收仍在按计划进行，上半年进行应收拨备为依据会计准则进行。截止 2018 年上半年，公司仍有沙河逾期应收人民币 5.98 亿元，其中人民币 4.46 亿已进行拨备处理。我们认为拨备部分将对公司未来盈利增速起到平滑作用。
- ❖ **维持行业首选**。我们将对公司 2018-19E 年盈利预测分别下调 12.4% 及上调 4.6%，自人民币 13.15/13.44 亿调整为人民币 11.52/14.06 亿元，调整主要基于上半年运营情况更新，以及预期 2018 年全年将产生人民币 1.6 亿元应收拨备。基于新天拥有 1) 较高盈利能见度，2) 盈利增速平滑空间，3) 较低的股权融资风险，4) 较低的估值和具备吸引力的股息率，我们维持新天作为我们的行业首选股份。维持买入评级，目标价维持每股 3.00 港元。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额(百万人民币)	4,384	7,058	9,291	10,774	12,497
净利润(百万人民币)	542	940	1,152	1,406	1,519
每股盈利(人民币)	0.15	0.25	0.31	0.38	0.41
每股盈利变动(%)	222	74	23	22	8
市盈率(x)	14.0	8.1	6.6	5.4	5.0
市帐率(x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率(%)	3.1	5.0	6.1	7.4	8.0
权益收益率(%)	6.9	10.9	11.6	12.4	12.4
净财务杠杆率(%)	197	195	216	222	229

数据来源：公司，招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$3.00
(此前目标价)	HK\$3.00)
潜在升幅	+26.1%
当前股价	HK\$2.38

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)	8,842
3 月平均流通量(百万港元)	20.00
52 周最高/低(港元)	2.96/1.64
总股本(百万)	3,715.2

数据来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

数据来源：港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-14.6%	-13.2%
3 月	-19.2%	-14.3%
6 月	12.2%	23.8%

数据来源：彭博

过去一年股价



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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	4,384	7,058	9,291	10,774	12,497
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
销售成本	-2,943	-4,750	-6,413	-7,546	-8,823
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
运营利润	1,228	1,764	2,200	2,623	2,956
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
税前利润	744	1,204	1,514	1,861	2,008
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
净利润	542	940	1,152	1,406	1,519

数据来源: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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	25,505	28,755	33,579	38,638	42,553
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
流动资产	3,869	5,533	6,764	7,054	7,371
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
流动负债	7,818	9,473	9,231	9,505	10,021
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
非流动负债	12,022	14,314	19,194	22,856	23,384
借贷	11,933	13,217	17,765	21,022	23,280
其它长期应付	90	69	93	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	9,964	11,320	14,445
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
股东权益	7,900	8,605	9,374	10,320	11,276

数据来源: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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
税前利润	744	1,204	1,514	1,861	2,008
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
税项	-89	-126	-163	-186	-201
其它	-917	496	-10	-59.60	26.24
经营活动所得现金流	1,593	2,642	629	2,765	3,002
资本开支	-5,593	-4,324	-5,688	-6,576	-5,536
其它	1,984	754	0	-	-
投资活动所得现金净额	-3,609	-3,570	-5,688	-6,576	-5,536
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	-	-	-
融资活动所得现金净额	464	1,563	5,154	3,472	2,060
现金增加净额	-1,551	634	95	-338	-473
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	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,491	2,110	2,205	1,867	1,394
资产负债表现金	1,491	2,110	2,205	1,867	1,394

数据源：公司及招银国际预测

主要指标

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	39.2	37.6
天然气	66.1	54.6	56.1	60.8	62.4
合计	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	24.3
税前利率	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	0.73	0.74
速动比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.73	0.74
现金比率 (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
债务 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	198.7	202.2
净负债/股东权益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	215.6	221.6
回报率 (%)					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	11.56	12.42
资产回报率	0.63	1.84	2.74	2.86	3.08
每股数据(人民币)					
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
每股账面价值 (人民币)	2.13	2.32	2.68	3.05	3.30

数据源：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的分析员，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士。