

新天綠色能源 (956 HK)

大風起兮，業績飛揚

- ❖ **核心淨利潤超出預期。** 新天發佈了2017年度業績。營收錄得人民幣70.58億元，同比增長61.0%。強勁的營收增長主要來源於1) 風力發電量增長46.7%至67.37億千瓦時，以及2) 天然氣銷量同比增長69.1%。毛利潤為人民幣23.08億元，毛利率為32.7%，較2016年同比略微下降0.18個百分點。公司在其他運營費用中對長期應收賬款計提撥備人民幣1.56億元，該部分影響部分被強勁增長的聯營公司盈利所抵消。2017年聯營公司利潤增長231.6%至人民幣2.15億元。有效稅率方面則同比下跌4.76百分點至8.2%，低於我們預估。新天實現淨利潤9.4億人民幣，同比增長73.5%，較公司此前盈利預告指引高13.5%。若剝離撥備影響，我們估計核心盈利為人民幣10.96億元，較我們預期高13.5%。公司宣佈末期股息每股人民幣0.103元，派息比率為40.7%。
- ❖ **2017年風資源異常優異。** 2017年風電利用小時數同比增長197小時至2,392小時，而限電率方面則同比上升1.2個百分點至7.8%。管理層將強勁的風電板塊業績表現歸功於河北異常優異的風力資源，同時認為2018年的風速將恢復常態，給予風電利用小時指引為2,100-2,150小時。基於我們預估有效裝機容量將增加20.7%將抵消部分風資源正常化的影響，我們預計風力發電量2018年將增長8.4%。新增裝機方面，2017年新天實現風電裝機552.2兆瓦，達管理層指引上線，同時截止至2017年末公司共計在建容量為700兆瓦。公司計畫2018年新增400-500兆瓦陸上風電裝機，另預計264MW海上風電項目將於19年中投運。
- ❖ **天然氣銷售前景：**2018年維持中-高雙位數增長。2017年天然氣銷售量增長69.1%至18.79億立方米，主要由零售銷售氣量復蘇所驅動。2017年零售氣銷量實現同比增長175.2%。管理層給予的2018年銷氣量指引較預期保守，為15-20%區間。公司在2017年實現工商業和住宅用戶數分別增長32.5%和35.4%，我們認為用戶數增長將為銷氣量進一步增加打下良好基礎。我們預期天然氣銷售增量將達到管理層指引的上限。
- ❖ **派息慷慨，維持買入評級。** 基於1) 管理層給予的運營指引更新，以及2) 聯營公司股份盈利預測調整，我們分別將我們的2018/2019盈利預測分別小幅下調4.6/2.6%。新天目前的交易價格僅為2018年預測市盈率6.3倍，低於風電和燃氣同業。由於公司的資產負債率仍處於良好的控制之下（資產負債率2017為69.4%，而公司目標上限為75%），我們預計公司將維持派息比率穩定於40%，對應現價2017/2018年度股息收益率分別為5.8/6.3%。目前估值具有吸引力，維持買入評級，目標價維持2.41港元不變。

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	7,953	9,285	10,815
淨利潤 (百萬人民幣)	542	940	1,048	1,161	1,340
每股盈利 (人民幣)	0.15	0.25	0.28	0.31	0.36
每股盈利變動 (%)	222	74	12	11	15
市盈率 (x)	12.2	7.0	6.3	5.7	4.9
市帳率 (x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	3.5	5.8	6.3	7.0	8.1
權益收益率 (%)	6.9	10.9	10.6	10.6	11.3
淨財務杠杆率 (%)	197	195	236	250	261

資料來源：公司，招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.41
(此前目標價)	HK\$2.41
潛在升幅	+13.7%
當前股價	HK\$2.12

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)	7,876
3月平均流通量(百萬港元)	16.55
52周最高/低(港元)	2.45/1.36
總股本(百萬)	3715.2

資料來源：彭博

股東結構

河北建投	50.5%
GIC	5.4%
流通股	44.5%

資料來源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1月	4.8%	3.5%
3月	1.0%	-6.2%
6月	4.2%	-6.9%

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	FY17E	FY18E	FY19E	FY20E
銷售收入	4,384	7,058	7,953	9,285	10,815
風電及光伏	1,983	3,100	3,337	3,816	4,319
天然氣	2,392	3,957	4,616	5,469	6,496
					0
銷售成本	(2,943)	(4,750)	(5,492)	(6,421)	(7,485)
					0
其它收入淨額	97	81	97	99	106
銷售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(302)	(453)	(509)	(594)	(692)
其它支出	(8)	(171)	(16)	(19)	(22)
運營利潤	1,228	1,764	2,032	2,349	2,721
					0
融資成本淨額	(549)	(774)	(899)	(1,106)	(1,277)
合資及聯營企業	65	214	234	280	300
特殊項目	0	0	0	0	0
稅前利潤	744	1,204	1,368	1,522	1,744
					0
所得稅	(97)	(99)	(130)	(152)	(174)
減:非控制股東權益	106	165	190	209	229
淨利潤	542	940	1,048	1,161	1,340

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
非流動資產	25,505	28,755	34,001	39,082	43,126
固定資產	19,668	22,466	27,304	32,117	35,704
無形資產	1,973	1,870	1,779	1,681	1,584
合資及聯營公司投資	1,229	1,687	1,679	1,958	2,259
預付款及其它應收	1,814	1,819	2,125	2,095	2,226
其它非流動資產	821	913	1,116	1,230	1,353
流動資產	3,869	5,533	5,306	6,304	7,081
現金及現金等价物	1,491	2,110	1,012	1,397	1,409
應收賬款	1,597	2,564	3,399	4,016	4,723
預付款	725	789	826	815	866
其它流動資產	56	70	70	77	84
流動負債	7,818	9,473	9,188	9,718	10,488
應付賬款	465	576	835	975	1,136
其它應付	2,213	3,084	2,253	2,354	2,503
借貸	5,113	5,708	6,070	6,359	6,819
其它流動負債	27	49	30	30	30
非流動負債	12,022	14,314	18,305	22,645	25,758
借貸	11,933	13,217	18,211	22,547	25,654
其它長期應付	90	69	94	98	104
少數股東權益	1,634	1,896	1,954	2,011	2,073
淨資產總額	7,900	8,605	9,860	11,012	11,888
股東權益	7,900	8,605	9,860	11,012	11,888

資料來源: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	1,368	1,522	1,744
折旧和摊销	776	1,089	1,276	1,502	1,764
运营资金变动	1,079	(75)	(1,938)	(407)	(658)
税项	(89)	(126)	(100)	(152)	(174)
其它	(917)	(18)	18	0	0
经营活动所得现金流	1,593	2,074	624	2,466	2,676
资本开支	(5,593)	(4,288)	(6,063)	(6,544)	(5,598)
其它	1,984	8	(8)	0	0
投资活动所得现金净额	(3,609)	(4,281)	(6,071)	(6,544)	(5,598)
股份发行	63	181	590	410	0
净借贷	1,219	2,963	4,273	4,625	3,566
股息	(77)	(319)	(515)	(571)	(631)
其它	(741)	0	0	0	0
融资活动所得现金净额	464	2,826	4,349	4,464	2,935
现金增加净额	(1,551)	619	(1,099)	385	12
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	1,012	1,397
汇兑	15	0	0	0	0
年末现金及现金等价物	1,491	2,110	1,012	1,397	1,409
资产负债表现金	1,491	2,110	1,012	1,397	1,409

資料來源：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	42.0	41.1
天然气	66.1	54.6	56.1	58.0	58.9
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	25.6	25.3
税前利率	4.7	17.0	17.1	17.2	16.4
净利润率	4.0	12.4	13.3	13.2	12.5
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	0.58	0.65
速动比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.57	0.64
现金比率 (x)	0.69	0.19	0.22	0.11	0.14
平均应收款周转天数	118.1	107.6	136.8	145.7	-
债务 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	205.5	222.0
净负债 / 股东权益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	236.0	249.8
回报率 (%)					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	10.63	10.55
资产回报率	0.63	1.84	2.74	2.67	2.56
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币, 分)	0.15	0.25	0.28	0.31	0.36
每股股息 (人民币)	0.06	0.10	0.11	0.13	0.14
每股账面价值 (人民币)	2.13	2.32	2.65	2.96	3.20

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並無直接或間接關係。

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，並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，並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责任。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並不時自行及/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 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。