

新天綠色能源 (956 HK)

東風灑雨露，會入天地春

❖ **專注于天然氣及風電業務的清潔能源公司。**位于河北省的新天綠色能源（新天）旗下擁有兩大業務板塊：天然氣業務、風電及太陽能業務。截止 2016 年末，公司在河北省擁有天然氣輸配設施，在河北、山西、雲南及遼寧省運營總裝機容量達 2,796 兆瓦的風電場及總裝機容量達 61 兆瓦的太陽能發電場。新天 2012-2015 年期間的歷史表現受經濟發展及能源價格波動影響，盈利起伏較大。2016 年，公司天然氣業務盈利能力恢復，新天的營收也隨之大幅提升。2016 年公司收入/淨利潤分別達 43.8 億/6.5 億元（人民幣·下同），同比增長 3.8%/242.5%，每股盈利也從 2015 年的低點 4.5 分回升至 14.6 分。

❖ **2017 年天然氣業務迎來復蘇。**在經歷過去兩年的低迷期後，我們預計新天天然氣業務將在今年迎來復蘇。據公司管理層透露，2017 年前 5 個月公司零售天然氣銷售量較去年同比增長 169.0%，批發銷售量同比增長 22.8%。綜合來看，天然氣板塊總銷售量同比增長 40.0%。受益於河北省“煤改氣”政策及經濟復蘇，我們預計公司天然氣銷售量將保持增長趨勢，管理層保守估計 2017 年新天天然氣銷售量將擴大 20-30%。

❖ **風電將為可再生能源板塊的重點。**新天已將風電項目作為可再生能源開發的重點。我們認為，由于新天專注于河北市場的新能源開發，并且與地方政府關係密切（河北建投持有公司 50.5% 的股份），公司在風資源較好地區的項目布局存在一定的優勢（風電利用小時數高）。目前，河北省大部分地區不受限電影響，受限電影響的張家口地區在新的輸電綫路 2017 建成後，限電情況也有明顯改善。

❖ **應收賬款欠款問題逐步緩解。**2015 年河北地區玻璃行業陷入低迷，公司天然氣業務累積約 10 億元的應收賬款逾期，這些應收主要來自于河北沙河的 5 家玻璃廠商。公司于 2015 財年計提 2.14 億的減值撥備，引發市場對高額應收賬款帶來進一步負面影響的擔憂。所幸近期在房地產市場銷售旺盛的推動下，玻璃行業盈利情況逐漸改善，新天也通過降低天然氣銷售價格幫助欠款的玻璃廠商渡過了低迷期。根據管理層信息，新天已成功收回 2.15 億逾期賬款。我們相信新天的應收賬款欠款問題將會持續得到緩解，并預期應收賬款減值撥備有望實現回撥。

❖ **2017 年度業績值得期待，估值具有吸引力。**隨著 2017 年前 5 個月新天天然氣業務的復蘇和風電業務的不斷發展，我們預計公司業績將持續上揚，2017 年收入及淨利潤有望回升。根據彭博數據，該股目前前市淨率為 0.6 倍，市盈率為 8.5 倍，均低于 5 年平均 0.8 倍/16.2 倍，因此我們認為新天目前的估值具有吸引力。

財務資料

（截至 12 月 31 日）	FY14A	FY15A	FY16A
營業額（百萬人民幣）	5,149	4,224	4,384
淨利潤（百萬人民幣）	498	189	647
每股收益（人民幣元）	0.09	0.05	0.15
每股收益變動（%）	-36	-50	222
市盈率(x)	13.6	27.3	8.5
市帳率(x)	0.6	0.6	0.6
股息率(%)	2.5	1.2	5.1
股本回報率(%)	4.6	2.3	6.9
淨負債率(%)	110	167	192

資料來源：公司資料，招銀國際

未評級

當前股價 HK\$1.39

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

新能源板塊

市值(百萬港元)	5,164
3 月平均流通量(百萬港元)	10.11
52 周最高/低(港元)	1.86/0.85
總股本(百萬)	1,839

Source: Bloomberg

股價表現

	絕對	相對
1 月	-9.2%	-6.7%
3 月	-14.7%	-18.4%
6 月	23.0%	9.2%

來源：彭博

股東結構

河北建投	50.5%
新加坡政府投資	5.4%
流動股	44.1%

來源：港交所

過去一年股價



來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.suntien.com

- ❖ **風電業務是推動新天業績發展的關鍵。**近年來風電及太陽能業務在公司總體業務中占比持續擴大，2016 年該板塊收入占總收入的 45.2%，占營業利潤的 83.7%。新天 2016 年風力發電量達 4.6 太瓦時，2012-2016 年年均複合增長率 16.0%。公司計劃在 2017 年新增風電裝機 400-500 兆瓦，預計風電方面資本性支出為 65 億元，占總資本支出預算 68 億元的 95.6%。儘管近期風電政策存在一定的不確定性（如削減補貼、引入綠證制度），公司管理層仍有意持續對風電項目的開發。考慮到風電業務較高的毛利率（2016 年風電 57.7%，天然氣 12.7%）以及持續擴大的收入占比，我們預計風電業務將成為公司短期內業績發展的關鍵，新天總體毛利率也將有所提升。
- ❖ **潛在股權融資解決方案：可續期綠色永續債。**隨著風電項目銀行借款的增加，新天的負債比率（淨負債/（淨負債+總股本））在 2016 年末已達到 70.0%。我們預計在目前市淨率明顯低於 1.0 倍 PBR 的情況下（目前股價為 0.6 倍 PBR），公司向境內外投資者籌集股本金將比較困難。為了將負債比率控制在 75.0% 的目標限值以下，新天給予的解決方案是發行綠色永續債。據公司披露，新天在 2016 年已獲得中國證監會的批准，允許發行總額不超過 15 億元的綠色永續債，並計劃在年內擇機發行。

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：香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 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。而過去的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責任。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 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。