

## 新天綠色能源 (956 HK)

### 風電進展符合預期；燃氣面臨不確定性

- ❖ **一季度淨利潤同比增長 8.0%**。新天綠色能源發布了基於中國會計準則的一季度業績。收入同比增長 39.5% 至人民幣 42.80 億元。銷售收入增長主要由燃氣銷售量同比增長 35.1% 以及風電發電量同比增長 6.27% 所驅動。主要的成本費用大致符合預期，費用率維持穩定與銷售收入同比增加，管理層解釋管理費用增長主要來源於人員費用增加。公司一季度的聯營及合營企業利潤分享與去年同期持平，維持於人民幣 9,700 萬水平。有效稅率則有 2018 年一季度 11.6% 躍升至 2019 年一季度 15.9%，主要來源於燃氣收入占比提升，以及部分風電項目稅務優惠逐漸到期。公司一季度實現淨利潤人民幣 6.69 億元，同比增長 8.0%。由於去年一季度基數較高，我們認為新天今年一季度利潤增幅略有放緩符合市場預期。
- ❖ **風電進展符合預期**。公司一季度發電量 2,628 吉瓦時，同比增長 5.9%。相較於去年受異常優異的風資源所帶來的較高的發電量基數（18 年一季度風電發電量同比增長 39.9%），我們認為公司一季度的發電量表現仍然略高於我們預期。根據管理層透露，一季度利用小時為 776 小時，同比下跌了 32 小時。限電方面則同比進一步下降 0.3 百分點至 5.64%。公司 2019 年一季度發電量表現已達我們全年預測的 30.5%，改數字略低於 18 年同期（18 年一季度占全年發電量 32.3%）。我們認為公司的風電業務進展符合預期。
- ❖ **燃氣銷售面臨一定不確定性**。受河北省煤改氣趨勢影響。公司一季度燃氣銷售量 11.73 億方，同比增長 35.1%。儘管燃氣銷售仍然維持快速增長勢頭，我們看到了一些潛在的不確定性，基於 1) 3 月份燃氣銷售量錄得同比下跌 4.2%，以及 2) 中石油 (857 HK) 在供暖季結束後並沒有下調天然氣價格。管理層解釋 3 月份燃氣銷售量同比下跌主要是收到了去年同期高基數影響，尤其是去年 3 月份限氣結束帶來了極大的銷氣量增幅，同時 2019 年 3 月份氣溫也較去年同期更為溫暖。管理層強調 4 月份的燃氣銷量將恢復增長趨勢，同時與中石油與的天然氣結算價格的調整仍有待發改委最終核准確認。根據上述信息，我們認為公司的燃氣銷售板塊將面臨一定的價格不確定性，同時銷售價格上升對需求釋放也帶來一定的抑制效應。
- ❖ **維持買入評級，目標價維持每股 3.20 港元**。我們認為新天綠色能源的一季度盈利仍處於我們的預期軌道當中。儘管公司短期股價表現受到燃氣價格不確定性影響，我們仍然預期價格調整的影響對於公司業務是較為有限的，因為公司將有足夠能力通過占比較高的燃氣批發業務進行價格疏導。在目前 2019 年預測市盈率 4.9 倍以及 8.2% 股息收益率估值下，我們認為公司股價非常吸引。重申買入評級。

#### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E	FY21E
營業額 (百萬人民幣)	7,058	9,975	12,323	14,947	17,607
淨利潤 (百萬人民幣)	940	1,240	1,513	1,720	1,911
每股盈利 (人民幣)	0.25	0.33	0.41	0.46	0.51
每股盈利變動 (%)	73.5	32.0	22.0	13.7	11.1
市盈率 (x)	7.8	5.9	4.9	4.3	3.8
市帳率 (x)	0.9	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	5.2	6.3	8.2	9.4	10.4
權益收益率 (%)	10.9	12.4	13.2	13.6	13.8
淨財務杠杆率 (%)	195	190	223	254	257

#### 買入(維持)

目標價	HK\$3.20
(此前目標價)	HK\$3.20)
潛在升幅	+41.6%
當前股價	HK\$2.26

#### 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)	8,396
3 月平均流通量(百萬港元)	15.11
52 周最高/低(港元)	2.96/1.83
總股本(百萬)	3,715.2

資料來源：彭博

#### 股東結構

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

資料來源：港交所

#### 股價表現

	絕對	相對
1 月	-4.6%	-7.3%
3 月	9.1%	0.5%
6 月	17.5%	-2.4%
12 月	-12.0%	-10.8%

資料來源：彭博

#### 過去一年股價



資料來源：彭博

#### 審計師：安永

公司網站：www.suntien.com

資料來源：公司及招銀國際預測

**財務摘要****利潤表**

年結:12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售收入</b>	<b>7,058</b>	<b>9,975</b>	<b>12,323</b>	<b>14,947</b>	<b>17,607</b>
風電及光伏	3,100	3,422	3,878	4,366	4,838
天然氣	3,957	6,551	8,445	10,582	12,769
<b>銷售成本</b>	<b>(4,750)</b>	<b>(7,116)</b>	<b>(9,190)</b>	<b>(11,319)</b>	<b>(13,480)</b>
其它收入淨額	81	100	77	76	76
銷售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(453)	(502)	(573)	(635)	(704)
其它支出	(171)	(219)	(62)	(75)	(79)
<b>運營利潤</b>	<b>1,764</b>	<b>2,239</b>	<b>2,575</b>	<b>2,993</b>	<b>3,419</b>
融資成本淨額	(774)	(785)	(916)	(1,152)	(1,339)
合資及聯營企業	214	290	341	375	425
<b>稅前利潤</b>	<b>1,204</b>	<b>1,743</b>	<b>2,065</b>	<b>2,336</b>	<b>2,624</b>
所得稅	(99)	(168)	(207)	(234)	(289)
非控制股東權益	(165)	(307)	(286)	(324)	(366)
可續期綠色債券利息	-	(29)	(60)	(60)	(60)
<b>淨利潤</b>	<b>940</b>	<b>1,240</b>	<b>1,513</b>	<b>1,720</b>	<b>1,911</b>

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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>非流動資產</b>	<b>28,755</b>	<b>32,743</b>	<b>39,327</b>	<b>47,428</b>	<b>52,533</b>
固定資產	22,466	26,584	33,026	41,091	45,836
無形資產	1,870	1,757	1,673	1,574	1,475
合資及聯營公司投資	1,687	1,918	2,378	2,757	3,185
預付款及其它應收	1,819	1,648	1,391	1,114	1,114
其它非流動資產	913	837	859	892	923
<b>流動資產</b>	<b>5,533</b>	<b>6,418</b>	<b>7,355</b>	<b>7,820</b>	<b>8,227</b>
現金及現金等價物	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772
應收賬款	2,564	3,296	3,729	4,442	4,885
預付款	789	812	1,844	1,476	1,476
其它流動資產	70	70	86	90	94
<b>流動負債</b>	<b>9,473</b>	<b>8,602</b>	<b>9,572</b>	<b>11,143</b>	<b>12,560</b>
應付賬款	576	148	986	1,196	1,409
其它應付	3,084	3,655	2,440	2,693	2,788
借貸	5,708	4,644	6,022	7,118	8,215
其它流動負債	49	70	50	50	50
<b>非流動負債</b>	<b>14,314</b>	<b>18,162</b>	<b>23,214</b>	<b>29,000</b>	<b>31,767</b>
借貸	13,217	16,683	21,350	26,779	29,125
其它長期應付	69	184	102	112	116
其它非流動負債	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>1,896</b>	<b>2,360</b>	<b>2,401</b>	<b>2,496</b>	<b>2,603</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>8,605</b>	<b>10,036</b>	<b>11,495</b>	<b>12,609</b>	<b>13,832</b>
<b>可續期綠色公司債</b>	<b>-</b>	<b>590</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>	<b>1,000</b>
<b>股東權益</b>	<b>8,605</b>	<b>9,446</b>	<b>10,495</b>	<b>11,609</b>	<b>12,832</b>

資料來源：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)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>稅前利潤</b>	<b>1,204</b>	<b>1,743</b>	<b>2,065</b>	<b>2,336</b>	<b>2,624</b>
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)
稅項	(126)	(217)	(227)	(234)	(289)
其它	496	91	(60)	(60)	(60)
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>2,642</b>	<b>2,778</b>	<b>1,634</b>	<b>4,332</b>	<b>4,460</b>
资本开支	(4,324)	(5,568)	(8,392)	(10,265)	(7,426)
其它	754	(12)	12	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(3,570)</b>	<b>(5,580)</b>	<b>(8,381)</b>	<b>(10,265)</b>	<b>(7,426)</b>
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)	-	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>1,563</b>	<b>3,022</b>	<b>6,202</b>	<b>6,049</b>	<b>2,925</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>634</b>	<b>220</b>	<b>(544)</b>	<b>116</b>	<b>(40)</b>
年初现金及现金等价物	1,491	2,110	2,240	1,696	1,812
汇兑	(15)	(89)	-	-	-

資料來源：公司及招銀國際預測

**主要指標**

年結:12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
<b>銷售組合 (%)</b>					
風電及光伏	45.2	43.9	34.3	31.5	29.2
天然氣	54.6	56.1	65.7	68.5	70.8
<b>合計</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	32.9	32.7	28.7	0.25	24.3
运营利率	28.0	25.0	22.4	20.9	20.0
稅前利率	17.0	17.1	17.5	16.8	15.6
淨利潤率	12.4	13.3	12.4	12.3	11.5
有效稅率	13.0	8.2	9.6	10.0	10.0
<b>資產負債比率</b>					
流動比率 (x)	0.49	0.58	0.75	0.77	0.70
速動比率 (x)	0.49	0.58	0.74	0.76	0.70
現金比率 (x)	0.19	0.22	0.26	0.18	0.16
平均應收款周轉天數	107.6	107.2	104.0	99.8	96.7
債務 / 股本比率 (%)	178.8	180.2	172.0	197.0	224.4
淨負債 / 股東權益比率 (%)	195.2	190.0	223.3	254.4	257.0
<b>回報率 (%)</b>					
資本回報率	6.86	10.92	12.35	13.16	13.64
資產回報率	1.84	2.74	3.17	3.24	3.11
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利 (人民幣)	0.25	0.33	0.41	0.46	0.51
每股股息 (人民幣)	0.10	0.13	0.16	0.19	0.21
每股賬面價值 (人民幣)	2.32	2.70	3.09	3.39	3.72

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	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來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。

本報告基於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。