

✿ 新天綠色能源 (956 HK)

增加預算開支以擴張天然氣業務

❖ **2018 年業績符合預期，同時派發慷慨股息。**收入同比增長 41.3% 至人民幣 99.75 億元，主要由於電力和天然氣銷售收入同比分別增加 10.4% 和 65.5% 所致。由於天然氣業務收入貢獻增加，毛利率下降 4 個百分點至 28.7%。行政費用和財務費用均顯著低於我們的預期，表明管理層對於運營成本實施了良好的控制。公司於 2018 年下半年確認另外人民幣 5,000 萬元應收撥備，使全年應收撥備達到人民幣 1.68 億元。聯營公司的利潤同比增加人民幣 8,100 萬至 2.96 億，體現京唐液化天然氣項目的盈利增長顯著。公司 2018 年實現淨利潤（除可續期綠債權益後）為人民幣 12.4 億元，同比增長 31.9%。新天的業績比我們和市場一致共識預測分別高 4% 和 1.4%。管理層宣布派發慷慨的期末股息，每股人民幣 0.125 元，派息率為 37.5%，對應現價股息收益率為 6.18%。

❖ **儘管 2018 創下風電歷史新高，2019 仍將維持良好增長。**在異常優越的風資源條件支持下，新天風電發電量同比增長 13.9% 至 76.8 億千瓦時，同時利用小時數刷新歷史新高至 2,482 小時。展望 2019 年，根據管理層指引，我們預計利用小時數將回歸正常，同比下降 7.3% 至 2,300 小時，但由於我們預計有效裝機容量將同比增加 24.7% 至 3.86 吉瓦，我們認為將帶動風電發電量同比實現 12.1% 增長至 86.1 億千瓦時。在新增產能擴張方面，管理層希望 2019-20 年新增裝機維持穩定與每年 500 兆瓦水平。

❖ **天然氣銷量將維持高速增長，預期增速 30.8%。**2018 年，公司的天然氣銷售量同比增長 40.0% 至 26.3 億方。根據 2019 年前兩個月數據，天然氣銷量增長仍然保持強勁勢頭，1-2 月銷量錄得 9.52 億方，同比增長 49.4%。管理層解釋強勁的燃氣銷量主要受河北省煤改氣用戶支持，並且 2019 年河北省政府計劃新增 160 萬煤改氣用戶，將使天然氣增量需求有較高的能見度。除燃氣需求大幅增加以外，我們還預計天然氣銷售毛差將從 2019 年開始逐步擴大，主要因為公司去年開始提升了對沙河地區浮法玻璃製造商的燃氣銷售價格。我們測算公司的天然氣銷氣毛差將從 2018 年每方人民幣 0.336 元擴大至每方人民幣 0.343 元，並預計公司 19 年的天然氣銷量將實現同比增長 30.4% 至 34.4 億方。銷量的快速增長將使天然氣部門利潤貢獻比重快速提升。

❖ **資本開支預算增加至約人民幣 100 億。**管理層表示 1 月份新的長輸管線計劃獲得了地方發改委的核准，有鑒於目前較為寬鬆的信用市場支持，管理層希望將 2019 年資本開支預算從人民幣 70 億增加至約 100 億元。公司就幾天增加氣源補充的長輸管線項目預算支出 32 億人民幣，同時就新的風電項目開發預備人民幣 65 億元預算支出。我們測算公司的淨負債比率將因此由 2018 年 190% 擴大至 2019 年末的 223%，我們認為市場對負債率的快速攀升抱有一定顧慮。

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)	8.0	6.1	5.0	4.4	3.9
市帳率 (x)	0.9	0.7	0.7	0.6	0.5
股息率 (%)	5.1	6.2	8.1	9.2	10.2
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

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$3.20
(此前目標價)	HK\$2.86)
潛在升幅	+36.2%
當前股價	HK\$2.35

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)	8,731
3 月平均流通量(百萬港元)	10.42
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	9.3%	5.6%
3 月	11.3%	0.8%
6 月	15.7%	5.7%

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

- ❖ **燃氣應收撥備將從 2019 年開始回撥。**公司對沙河地區浮法玻璃生產商的陳欠天然氣銷售應收賬款已計提了 4.98 億應收撥備，目前陳欠應收之中只餘下人民幣 46 百萬仍掛於應收賬款之中。根據管理層計劃，公司仍維持 2019 年起每年回收人民幣 1.2 億元應收款計劃。若該計劃順利實施，則公司將有條件在 2019 年實現 7,400 萬人民幣回撥，此後預計每年能夠回撥 1.2 億人民幣。我們預計壞賬回撥將增強市場對於公司的盈利增長預期，並增加股息。
- ❖ **2018 年回收 6.82 億可再生能源補貼。**根據管理層信息，公司獲得補貼的頻率在 4Q18 顯著增加。截止 2018 年末，公司累積補貼應收人民幣 23 億元，占應收賬款總額比例 69.8%。展望 2019 年，由於目前政府對於新能源發展政策仍未最終明確，管理層認為對於補貼的回收節奏仍具有不確定性。
- ❖ **仍在繼續推進 A 股上市進程。**由於公司所委托的資產評估機構受到中國證監會調查，公司的 A 股上市進程受到了一定阻礙。管理層表示 A 股上市仍在按程序推進，預計將在 2019 年末獲得批復。屆時，公司將在港股和 A 股市場獲得兩地上市地位及靈活的融資渠道。
- ❖ **目標價上調至每股 3.20 港元，維持買入評級。**根據 1) 運營細節更新，2) 最新的管理層目標指引，3) 顯著增加的資本開支和借貸計劃，以及 4) 我們將應收回撥納入模型測算，我們將公司 FY19/20E 的每股盈利預測自人民幣 0.36/0.39 元分別上調 14.6/17.3%至人民幣 0.41/0.46 元。基於目前 2019 年 5 倍預測市盈率，我們認為公司的價值被明顯低估。我們的分布估值加總就風光發電業務進行了估值更新，同時就燃氣業務板塊就港股市場同業 2019 年 14.3 倍預測市盈率施加了 25%的估值折扣。結合上述調整，我們將公司的目標價自每股 2.86 港元上調 11.9%至每股 3.20 港元。維持買入。

財務摘要

利潤表

年結: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

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
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

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
稅前利潤	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)
稅項	(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
股息	(319)	(515)	(710)	(834)	(947)
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)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772
资产负债表现金	2,110	2,240	1,696	1,812	1,772

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
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	0.3	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
净利润率	12.4	13.3	12.4	12.3	11.5
有效稅率	13.0	8.2	9.6	10.0	10.0
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
淨負債/股東權益比率 (%)	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

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。接收本報告之行爲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。