

新天綠色能源 (956 HK)

雙擎驅動綠色未來

❖ **專注于河北的清潔能源提供商。**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。公司的主要業務布局位于河北省。截止 2017 年上半年，新天在運風電產能 3,159.6 兆瓦中，有 83.2% 容量位于河北省境內，并且天然氣管輸及分銷業務均位于河北。河北省未來發展將受政策支持而形成刺激，包括 1) 京津冀協同發展，2) 雄安新區規劃，以及 3) 2022 年北京-張家口冬季奧林匹克運動會。受上述政策和事件影響，我們預期河北省產業升級和人口流入將會加速，這將對可再生能源電力及天然氣消費帶來顯著的增長空間。我們認為公司將受惠于河北省對於清潔能源需求的快速增長。

❖ **風光新能源：將成為利潤增長的主要推動力。**風電項目的開發是新天可再生能源業務拓展的重點。未來幾年，我們預料公司將維持每年 4-500 兆瓦的項目開發節奏。基于 2016 年實現的 703 兆瓦較高的新增并網裝機以及 2017 年預料公司將實現較高的風電利用小時數，我們預測 1) 2017 年風電利用小時將恢復至 2,300 小時，并在後續年份保持穩定，2) 2017E/2018E/2019E 風電發電量分別為 6,822/7,857/8,777 吉瓦時，對應按年同比增長 48.8/15.2/11.7%。

❖ **天然氣業務：“煤改氣”需求將形成強刺激。**我們觀察到 2017 年公司的天然氣銷量出現強勁反彈，我們判斷銷量反彈將歸因于 1) 燃氣需求的內生增長；2) 河北煤改氣帶來增量需求；以及 3) 公司對沙河地區用戶氣價折扣明顯提振了零售銷氣量。2017 年，我們預料河北省超過 250 萬戶的煤改氣將在短期內對新天的燃氣銷售量形成強刺激。長期來看，隨著河北省人口流入增加以及工業能源清潔化，我們認為燃氣需求將維持明顯增長。我們預測整體燃氣銷售量將在 2017 年實現同比反彈 64.4% 至 18.27 億方。

❖ **我們預測 2017 年淨利將增長 78.1%。**基于我們對於收入將實現高速增長，并且毛利和成本結構將維持穩定的預期，我們測算淨利潤將自 2016 年較低基數的人民幣 5.42 億元增長 78.1% 至 2017 年的人民幣 9.65 億元。2018 及 2019 年淨利將分別同比增長 14% 及 9% 至人民幣 10.98 億以及 11.93 億元。

❖ **目標價：每股 2.41 港元。**我們使用分部加總估值法來衡量新天的股權價值。我們的測算顯示公司的股權公允值為每股人民幣 2.05 元，對應目標價每股 2.41 港元。我們的目標價對應 2018 年測算每股盈利 6.94 倍。基于我們的分布加總估值結果，**首次覆蓋，我們給予公司買入評級。**

❖ **主要風險：**1) 政策風險，2) 限電風險，3) 天然氣短缺風險

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額 (百萬人民幣)	4,224	4,384	6,870	7,804	8,735
淨利潤 (百萬人民幣)	168	542	965	1,098	1,193
每股盈利 (人民幣)	0.05	0.15	0.26	0.30	0.32
每股盈利變動 (%)	-50	222	78	14	9
市盈率 (x)	34.9	10.8	6.1	5.4	4.9
市帳率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	1.0	4.0	6.6	7.5	8.1
權益收益率 (%)	2.3	6.9	11.2	11.8	11.8
淨財務杠杆率 (%)	154	197	241	270	277

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$2.41
潛在升幅	+28.2%
當前股價	HK\$1.88

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)	6,985
3 月平均流通量 (百萬港元)	29.40
52 周最高/低 (港元)	2.45/0.98
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	-7.5%	-7.0%
3 月	-2.1%	-5.5%
6 月	22.4%	8.6%

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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售收入	4,224	4,384	6,870	7,804	8,735
风电及光伏	1,427	1,983	3,090	3,537	3,912
天然气	2,792	2,392	3,772	4,260	4,815
销售成本	(3,103)	(2,943)	(4,537)	(5,142)	(5,776)
其它收入净额	77	97	79	92	86
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(272)	(302)	(378)	(390)	(419)
其它支出	(216)	(8)	(14)	(16)	(17)
运营利润	710	1,229	2,020	2,348	2,607
融资成本净额	(572)	(549)	(761)	(929)	(1,063)
合资及联营企业	63	65	116	128	128
特殊项目	0	0	0	0	0
税前利润	201	744	1,376	1,546	1,672
所得税	(11)	(97)	(165)	(186)	(201)
非控制股东权益	21	106	245	263	278
净利润	168	542	965	1,098	1,193

數據來源：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)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	21,691	25,505	30,564	35,483	38,698
固定资产	14,971	19,668	24,465	29,339	32,308
无形资产	2,063	1,973	1,876	1,779	1,681
合资及联营公司投资	1,150	1,229	1,346	1,474	1,602
预付款及其它应收	2,852	1,814	1,865	1,782	1,903
其它非流动资产	657	821	1,012	1,108	1,203
流动资产	5,232	3,869	5,037	5,077	5,738
现金及现金等价物	3,139	1,491	1,355	982	1,152
应收账款	1,241	1,597	2,894	3,332	3,769
预付款	566	725	725	693	740
其它流动资产	286	56	63	70	77
流动负债	4,555	7,818	9,569	9,581	9,591
应付账款	553	465	721	819	917
其它应付	1,540	2,213	2,168	2,170	2,234
借贷	2,440	5,113	6,650	6,561	6,410
其它流动负债	21	27	30	30	30
非流动负债	13,468	12,022	15,606	19,775	22,819
借贷	13,386	11,933	15,516	19,684	22,726
其它长期应付	82	90	90	90	93
少数股东权益	1,487	1,634	1,794	1,861	1,929
净资产总额	7,413	7,900	8,632	9,344	10,097
股东权益	7,413	7,900	8,632	9,344	10,097

數據來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百萬人民幣)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
稅前利潤	201	744	1,376	1,546	1,672
折舊和攤銷	694	776	1,089	1,333	1,590
運營資金變動	(1,569)	1,079	(1,286)	(278)	(496)
稅項	(117)	(89)	(162)	(186)	(201)
其它	2,161	(917)	0	0	0
經營活動所得現金流	1,339	1,593	1,016	2,416	2,565
資本開支	(4,016)	(5,593)	(5,954)	(6,286)	(4,636)
其它	(1,213)	1,984	0	0	0
投資活動所得現金淨額	(5,228)	(3,609)	(5,954)	(6,286)	(4,636)
股份發行	148	63	0	(0)	(0)
淨借貸	4,800	1,219	5,120	4,080	2,890
股息	(199)	(77)	(319)	(582)	(650)
其它	(698)	(741)	0	0	0
融資活動所得現金淨額	4,051	464	4,801	3,498	2,240
現金增加淨額	162	(1,551)	(136)	(372)	170
年初現金及現金等价物	2,839	3,027	1,491	1,355	982
匯兌	26	15	0	0	0
年末現金及現金等价物	3,027	1,491	1,355	982	1,152
加上:收購所得現金	112	0	0	0	0
資產負債表現金	3,139	1,491	1,355	982	1,152

數據來源:公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
銷售組合 (%)					
風電及光伏	24.2	33.8	45.2	45.0	45.3
天然氣	75.8	66.1	54.6	54.9	54.6
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	25.1	26.5	32.9	34.0	34.1
運營利率	21.2	16.8	28.0	29.4	30.1
稅前利率	13.1	4.7	17.0	20.0	19.8
淨利潤率	6.5	4.0	12.4	14.1	14.1
有效稅率	26.2	5.7	13.0	12.0	12.0
資產負債比率					
流動比率 (x)	1.66	1.15	0.49	0.53	0.53
速動比率 (x)	1.65	1.14	0.49	0.52	0.52
現金比率 (x)	0.91	0.69	0.19	0.14	0.10
平均應收款周轉天數	114.2	118.1	119.3	145.6	148.4
債務 / 股本比率 (%)	125.8	163.2	178.8	212.6	234.2
淨負債/股東權益比率 (%)	106.4	153.6	196.9	241.1	270.4
回報率 (%)					
資本回報率	4.58	2.27	6.86	11.19	11.75
資產回報率	1.54	0.63	1.85	2.71	2.71
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (人民幣, 分)	0.05	0.15	0.26	0.30	0.32
每股股息 (人民幣)	0.01	0.06	0.10	0.12	0.13
每股賬面價值 (人民幣)	2.00	2.13	2.32	2.51	2.72

數據來源: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。