

新天绿色能源 (956 HK)

双擎驱动绿色未来

❖ **专注于河北的清洁能源提供商。**新天绿色能源（新天）旗下拥有两大业务板块：天然气业务、风电及太阳能业务。公司的主要业务布局位于河北省。截止 2017 年上半年，新天在运风电产能 3,159.6 兆瓦中，有 83.2% 容量位于河北省境内，并且天然气管输及分销业务均位于河北。河北省未来发展将受政策支持而形成刺激，包括 1) 京津冀协同发展，2) 雄安新区规划，以及 3) 2022 年北京-张家口冬季奥林匹克运动会。受上述政策和事件影响，我们预期河北省产业升级和人口流入将会加速，这将对可再生能源电力及天然气消费带来显著的增长空间。我们认为公司将受惠于河北省对于清洁能源需求的快速增长。

❖ **风光新能源：将成为利润增长的主要推动力。**风电项目的开发是新天可再生能源业务拓展的重点。未来几年，我们预料公司将维持每年 4-500 兆瓦的项目开发节奏。基于 2016 年实现的 703 兆瓦较高的新增并网装机以及 2017 年预料公司将实现较高的风电利用小时数，我们预测 1) 2017 年风电利用小时将恢复至 2,300 小时，并在后续年份保持稳定，2) 2017E/2018E/2019E 风电发电量分别为 6,822/7,857/8,777 吉瓦时，对应按年同比增长 48.8%/15.2%/11.7%。

❖ **天然气业务：“煤改气”需求将形成强刺激。**我们观察到 2017 年公司的天然气销量出现强劲反弹，我们判断销量反弹将归因于 1) 燃气需求的内生增长；2) 河北煤改气带来增量需求；以及 3) 公司对沙河地区用户气价折扣明显提振了零售销气量。2017 年，我们预料河北省超过 250 万户的煤改气将在短期内对新天的燃气销售量形成强刺激。长期来看，随着河北省人口流入增加以及工业能源清洁化，我们认为燃气需求将维持明显增长。我们预测整体燃气销售量将在 2017 年实现同比反弹 64.4% 至 18.27 亿方。

❖ **我们预测 2017 年净利将增长 78.1%。**基于我们对于收入将实现高速增长，并且毛利和成本结构将维持稳定的预期，我们测算净利润将自 2016 年较低基数的人民币 5.42 亿元增长 78.1% 至 2017 年的人民币 9.65 亿元。2018 及 2019 年净利将分别同比增长 14% 及 9% 至人民币 10.98 亿以及 11.93 亿元。

❖ **目标价：每股 2.41 港元。**我们使用分部加总估值法来衡量新天的股权价值。我们的测算显示公司的股权公允值为每股人民币 2.05 元，对应目标价每股 2.41 港元。我们的目标价对应 2018 年测算每股盈利 6.94 倍。基于我们的分布加总估值结果，首次覆盖，我们给予公司买入评级。

❖ **主要风险：**1) 政策风险，2) 限电风险，3) 天然气短缺风险

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
营业额 (百万人民币)	4,224	4,384	6,870	7,804	8,735
净利润 (百万人民币)	168	542	965	1,098	1,193
每股盈利 (人民币)	0.05	0.15	0.26	0.30	0.32
每股盈利变动 (%)	-50	222	78	14	9
市盈率 (x)	34.9	10.8	6.1	5.4	4.9
市帐率 (x)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6
股息率 (%)	1.0	4.0	6.6	7.5	8.1
权益收益率 (%)	2.3	6.9	11.2	11.8	11.8
净财务杠杆率 (%)	154	197	241	270	277

资料来源：公司，招银国际预测

买入(首次覆盖)

目标价	HK\$2.41
潜在升幅	+28.2%
当前股价	HK\$1.88

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电板块

市值(百万港元)	6,985
3 月平均流通量 (百万港元)	29.40
52 周最高/低 (港元)	2.45/0.98
总股本 (百万)	3715.2

资料来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
GIC	5.4%
流通股	44.5%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	-7.5%	-7.0%
3 月	-2.1%	-5.5%
6 月	22.4%	8.6%

资料来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.suntien.com

财务摘要

利润表

年结: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

数据来源：公司及招银国际预测

资产负债表

年结: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

数据来源：公司及招银国际预测

现金流量表

年结:12月31日(百万人民币)	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	201	744	1,376	1,546	1,672
折旧和摊销	694	776	1,089	1,333	1,590
运营资金变动	(1,569)	1,079	(1,286)	(278)	(496)
税项	(117)	(89)	(162)	(186)	(201)
其它	2,161	(917)	0	0	0
经营活动所得现金流	1,339	1,593	1,016	2,416	2,565
资本开支	(4,016)	(5,593)	(5,954)	(6,286)	(4,636)
其它	(1,213)	1,984	0	0	0
投资活动所得现金净额	(5,228)	(3,609)	(5,954)	(6,286)	(4,636)
股份发行	148	63	0	(0)	(0)
净借贷	4,800	1,219	5,120	4,080	2,890
股息	(199)	(77)	(319)	(582)	(650)
其它	(698)	(741)	0	0	0
融资活动所得现金净额	4,051	464	4,801	3,498	2,240
现金增加净额	162	(1,551)	(136)	(372)	170
年初现金及现金等价物	2,839	3,027	1,491	1,355	982
汇兑	26	15	0	0	0
年末现金及现金等价物	3,027	1,491	1,355	982	1,152
加上:收购所得现金	112	0	0	0	0
资产负债表现金	3,139	1,491	1,355	982	1,152

数据来源:公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合(%)					
风电及光伏	24.2	33.8	45.2	45.0	45.3
天然气	75.8	66.1	54.6	54.9	54.6
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	25.1	26.5	32.9	34.0	34.1
运营利率	21.2	16.8	28.0	29.4	30.1
税前利率	13.1	4.7	17.0	20.0	19.8
净利润率	6.5	4.0	12.4	14.1	14.1
有效税率	26.2	5.7	13.0	12.0	12.0
资产负债比率					
流动比率(x)	1.66	1.15	0.49	0.53	0.53
速动比率(x)	1.65	1.14	0.49	0.52	0.52
现金比率(x)	0.91	0.69	0.19	0.14	0.10
平均应收款周转天数	114.2	118.1	119.3	145.6	148.4
债务/股本比率(%)	125.8	163.2	178.8	212.6	234.2
净负债/股东权益比率(%)	106.4	153.6	196.9	241.1	270.4
回报率(%)					
资本回报率	4.58	2.27	6.86	11.19	11.75
资产回报率	1.54	0.63	1.85	2.71	2.71
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币,分)	0.05	0.15	0.26	0.30	0.32
每股股息(人民币)	0.01	0.06	0.10	0.12	0.13
每股账面价值(人民币)	2.00	2.13	2.32	2.51	2.72

数据来源:公司及招银国际预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际证券有限公司（“招银证券”）为招银国际金融有限公司之全资附属公司（招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司）

重要披露

本报告期内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。