

新天綠色能源 (956 HK)

投資唐山 LNG 接收站

新天宣佈其唐山 LNG 接收站項目及配套“曹妃甸 - 寶坻”管線獲國家發改委核准。唐山接收站及曹寶線分別共計總投資人民幣 254 億及人民幣 64 億。唐山接收站將成為新天的下屬子公司，遠期產能規劃降達到每年 1,200 萬噸。我們認為這將是公司業務重心向天然氣轉移所邁出的堅實的一步，並為公司即將到來的 A 股上市進行預熱。

- **一期項目將於 2022 年末投運。**唐山 LNG 接收站將分三期建設，年處理量分別為 500 萬/500 萬/200 萬噸，分別計劃於 2022/2025/2030 年投運。我們測算一期項目將對河北省最多提供 68 億方額外天然氣供應，這是公司 2018 年燃氣銷售量的 2.6 倍。曹寶管道將成為唐山 LNG 接收站的配套管線，提供每年 112 億方管輸能力，並與接收站一期工程同步完工。
- **潛在計劃為項目引入戰略投資者。**目前階段，該 LNG 接收站及管線均由新天全資擁有。管理層透露一期項目及管線資本開支分別為人民幣 81 億元及人民幣 64 億元，項目股本金投入為總投資的 30%，於 2020-22 年每年投入 13-14 億股本金。公司將通過社會資本募集餘下資金，管理層也考慮為項目引入潛在戰略投資人。
- **項目回報前景樂觀。**參考目前公司目前對京唐 LNG 接收站所作投資（歸屬上市公司權益持股 11%），我們對公司新的唐山 LNG 接收站收益水平展望樂觀。京唐接收站自投運後第二年實現盈利，2018 年實現資產/股本回報率分別為 21.7%/26.9%。儘管新的項目投資將建設成本將會更高，我們認為一旦處理負荷提升帶來較高經營杠杆，與此同時河北省的天然氣消費維持較高增速，項目仍將具備較高回報水平。
- **向燃氣分銷業務邁出堅實一步。**除對 2021 年燃氣業務部門資本開支投入由原預計人民幣 8 億元上調至 30 億元以外，我們大致維持對於公司 2019-21 年的財務預測不變。我們分部加總估值目標價維持每股 2.74 港元。新天 2020 年市盈率僅 4.8 倍，並且 2019/20 年預期股息回報率 7.5/8.4%，交易估值僅反映風電運營商估值。隨著市場對公司燃氣業務佈局有所認知，公司將有望迎來價值重估。維持買入評級。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	7,058	9,975	12,731	15,436	18,210
同比增長(%)	61.0	41.3	27.6	21.3	18.0
淨利潤(百萬元人民幣)	940	1,240	1,329	1,483	1,615
每股盈利(元人民幣)	0.25	0.33	0.36	0.40	0.43
每股盈利變動(%)	73.5	32.0	7.2	11.6	9.0
市盈率(倍)	7.5	5.7	5.3	4.8	4.4
市帳率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率(%)	5.4	6.6	7.5	8.4	9.1
權益收益率(%)	10.9	12.4	11.3	11.6	11.7
淨負債率(%)	195	190	214	252	267

資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK\$2.74
(此前目標價)	HK\$2.74)
潛在升幅	29.2%
當前股價	HK\$2.12

中國風電板塊

蕭小川
 (852) 3900 0849
 robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬元港元)	7,876
3 月平均流通量(百萬元港元)	9.0
52 周內股價高/低(港元)	2.39/1.76
總股本(百萬)	1,839

資料來源：彭博

股東結構

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

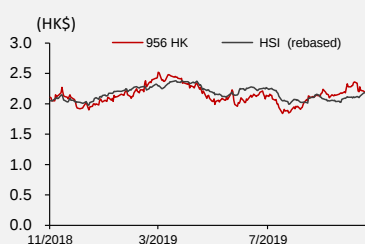
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-9.0%	-7.2%
3-月	11.6%	9.1%
6-月	1.4%	7.7%
12-月	1.0%	0.4%

資料來源：彭博

股份表現



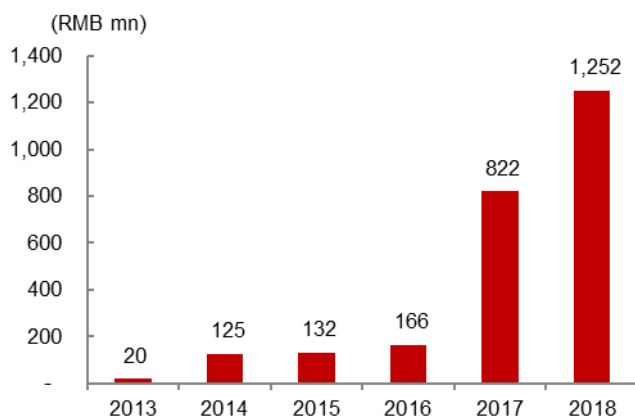
資料來源：彭博

審計師：安永

近期報告

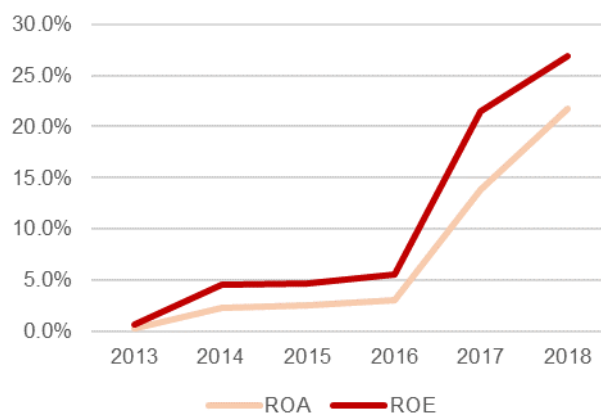
1. “新天綠色能源 (956 HK) – 三季度運營表現符合預期軌道” – 21 Oct 2019
2. “Suntien Green Energy (956 HK) – A share listing will be a potential catalyst” – 29 Aug 2019
3. “Suntien Green Energy (956 HK) – 1H19 maintain decent growth” – 5 Aug 2019

圖 1: 京唐 LNG 項目盈利水平



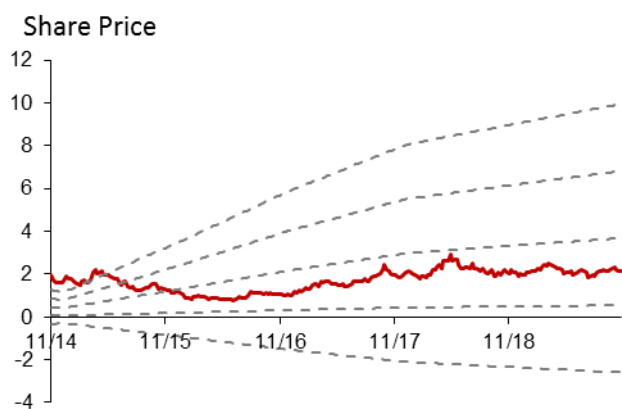
資料來源: 公司資料, 招銀國際

圖 2: 京唐項目資產及股本回報率



資料來源: 公司資料, 招銀國際

圖 3: 12-月前瞻市盈率



資料來源: 彭博, 招銀國際

圖 4: 12 月前瞻市淨率



資料來源: 彭博, 招銀國際

財務報表

利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售收入	7,058	9,975	12,731	15,436	18,210
風電及光伏	3,100	3,422	3,961	4,366	4,838
天然氣	3,957	6,551	8,770	11,070	13,372
銷售成本	(4,750)	(7,116)	(9,453)	(11,651)	(13,884)
其它收入淨額	81	100	78	77	78
銷售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(453)	(502)	(592)	(656)	(728)
其它支出	(171)	(219)	(64)	(77)	(82)
運營利潤	1,764	2,239	2,700	3,128	3,593
融資成本淨額	(774)	(785)	(916)	(1,152)	(1,374)
合資及聯營企業	214	290	341	375	425
稅前利潤	1,204	1,743	2,191	2,471	2,763
所得稅	(99)	(168)	(307)	(346)	(387)
非控制股東權益	(165)	(307)	(485)	(564)	(683)
可續期綠色債利息	-	(29)	(70)	(78)	(78)
淨利潤	940	1,240	1,329	1,483	1,615

現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
稅前利潤	1,204	1,743	2,191	2,471	2,763
折舊和攤銷	1,125	1,308	1,540	1,887	2,320
運營資金變動	(75)	(147)	(1,861)	(17)	(196)
稅項	(126)	(217)	(327)	(346)	(387)
其它	496	91	-	-	-
經營活動所得現金流	2,642	2,778	1,542	3,994	4,501
資本開支	(4,324)	(5,568)	(8,392)	(10,265)	(8,636)
其它	754	(12)	12	-	-
投資活動所得現金淨額	(3,570)	(5,580)	(8,381)	(10,265)	(8,636)
股份發行	-	-	-	-	-
可續期綠色債	-	590	910	-	-
淨借貸	2,963	2,673	6,502	6,883	5,742
其它	(901)	274	-	-	-
融資活動所得現金淨額	1,563	3,022	6,702	5,964	4,698
現金增加淨額	634	220	(136)	(306)	563
年初現金及現金等價物	1,491	2,110	2,240	2,104	1,798
匯兌	(15)	(89)	-	-	-
年末現金及現金等價物	2,110	2,240	2,104	1,798	2,361
加上：收購所得現金	-	-	-	-	-
資產負債表現金	2,110	2,240	2,104	1,798	2,361

資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
非流動資產	28,755	32,743	39,327	47,428	52,533
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
流動資產	5,533	6,418	7,902	8,293	8,664
現金及現金等價物	2,110	2,240	2,104	2,129	2,034
應收賬款	2,564	3,296	3,868	4,599	5,060
預付款	789	812	1,844	1,476	1,476
其它流動資產	70	70	86	90	94
流動負債	9,473	8,602	9,605	11,182	12,608
應付帳款	576	148	1,018	1,235	1,457
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
非流動負債	14,314	18,162	23,214	29,000	31,767
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	-	25	25	25	25
少數股東權益	1,896	2,360	2,600	2,776	3,008
可續期綠色公司債	-	590	1,000	1,000	1,000
股東權益	8,605	9,446	10,311	11,263	12,315
淨資產總額	10,501	12,397	14,410	15,539	16,823

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
銷售組合(%)					
風電及光伏	45.2	43.9	34.3	31.1	28.3
天然氣	54.6	56.1	65.7	68.9	71.7
合計	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.9	32.7	28.7	0.26	24.5
運營利率	28.0	25.0	22.4	21.2	20.3
稅前利率	17.0	17.1	17.5	17.2	16.0
淨利潤率	12.4	13.3	12.4	10.4	9.6
有效稅率	13.0	8.2	9.6	14.0	14.0
資產負債比率					
流動比率(X)	0.49	0.58	0.75	0.82	0.73
速動比率(X)	0.49	0.58	0.74	0.82	0.72
現金比率(X)	0.19	0.22	0.26	0.22	0.16
平均應收款周轉天數	107.	107.	102.	100.	96.8
債務/股本比率(%)	178.	180.	172.	189.	218.
淨負債/股東權益比率(%)	195.	190.	213.	251.	267.
回報率(%)					
資本回報率	6.86	10.9	12.3	11.2	11.6
資產回報率	1.84	2.74	3.17	2.81	2.66
每股數據(人民幣)					
每股盈利(人民幣)	0.25	0.33	0.36	0.40	0.43
每股股息(人民幣)	0.10	0.13	0.14	0.16	0.17
每股賬面價值(人民幣)	2.32	2.70	3.18	3.44	3.71

資料來源：公司資料，招銀國際證券預測

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

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(“招銀國際證券”)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。招銀國際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，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並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國際證券編寫，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佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈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。招銀國際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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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)不時修訂之英國2000年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，未經招銀國際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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。