

新天绿色能源 (956 HK)

东风洒雨露，会入天地春

- ❖ **专注于天然气及风电业务的清洁能源公司。**位于河北省的新天绿色能源（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。截止 2016 年末，公司在河北省拥有天然气输配设施，在河北、山西、云南及辽宁省运营总装机容量达 2,796 兆瓦的风电场及总装机容量达 61 兆瓦的太阳能发电场。新天 2012-2015 年期间的历史表现受经济发展及能源价格波动影响，盈利起伏较大。2016 年，公司天然气业务盈利能力恢复，新天的营收也随之大幅提升。2016 年公司收入/净利润分别达 43.8 亿/6.5 亿元(人民币·下同)，同比增长 3.8%/242.5%，每股盈利也从 2015 年的低点 4.5 分回升至 14.6 分。
- ❖ **2017 年天然气业务迎来复苏。**在经历过去两年的低迷期后，我们预计新天天然气业务将在今年迎来复苏。据公司管理层透露，2017 年前 5 个月公司零售天然气销售量较去年同比增长 169.0%，批发销售量同比增长 22.8%。综合来看，天然气板块总销售量同比增长 40.0%。受益于河北省“煤改气”政策及经济复苏，我们预计公司天然气销售量将保持增长趋势，管理层保守估计 2017 年新天天然气销售量将扩大 20-30%。
- ❖ **风电将为可再生能源板块的重点。**新天已将风电项目作为可再生能源开发的重点。我们认为，由于新天专注于河北市场的新能源开发，并且与地方政府关系密切（河北建投持有公司 50.5% 的股份），公司在风资源较好地区的项目布局存在一定的优势（风电利用小时数高）。目前，河北省大部分地区不受限电影响，受限电影响的张家口地区在新的输电线路 2017 建成后，限电情况也有明显改善。
- ❖ **应收账款欠款问题逐步缓解。**2015 年河北地区玻璃行业陷入低迷，公司天然气业务累积约 10 亿元的应收账款逾期，这些应收主要来自于河北沙河的 5 家玻璃厂商。公司于 2015 财年计提 2.14 亿的减值拨备，引发市场对高额应收账款带来进一步负面影响的担忧。所幸近期在房地产市场销售旺盛的推动下，玻璃行业盈利情况逐渐改善，新天也通过降低天然气销售价格帮助欠款的玻璃厂度过了低迷期。根据管理层信息，新天已成功收回 2.15 亿逾期账款。我们相信新天的应收账款欠款问题将会持续得到缓解，并预期应收账款减值拨备有望实现回拨。
- ❖ **2017 年度业绩值得期待，估值具有吸引力。**随着 2017 年前 5 个月新天天然气业务的复苏和风电业务的不断发展，我们预计公司业绩将持续上扬，2017 年收入及净利润有望回升。根据彭博数据，该股目前前瞻市净率为 0.6 倍，市盈率为 8.5 倍，均低于 5 年平均 0.8 倍/16.2 倍，因此我们认为新天目前的估值具有吸引力。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额 (百万人民币)	5,149	4,224	4,384
净利润 (百万人民币)	498	189	647
每股收益 (人民币元)	0.09	0.05	0.15
每股收益变动 (%)	-36	-50	222
市盈率(x)	13.6	27.3	8.5
市帐率(x)	0.6	0.6	0.6
股息率 (%)	2.5	1.2	5.1
股本回报率 (%)	4.6	2.3	6.9
净负债率 (%)	110	167	192

资料来源：公司资料，招银国际

未评级

当前股价 HK\$1.39

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

新能源板块

市值(百万港元)	5,164
3月平均流通量(百万港元)	10.11
52周最高/低(港元)	1.86/0.85
总股本(百万)	1,839

Source: Bloomberg

股价表现

	绝对	相对
1月	-9.2%	-6.7%
3月	-14.7%	-18.4%
6月	23.0%	9.2%

来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
新加坡政府投资	5.4%
流通股	44.1%

来源：港交所

过去一年股价



来源：彭博

审计师：安永

公司网站：www.suntien.com

- ❖ **风电业务是推动新天业绩发展的关键。**近年来风电及太阳能业务在公司总体业务中占比持续扩大，2016年该板块收入占总收入的45.2%，占营业利润的83.7%。新天2016年风力发电量达4.6太瓦时，2012-2016年年均复合增长率16.0%。公司计划在2017年新增风电装机400-500兆瓦，预计风电方面资本性支出为65亿元，占总资本支出预算68亿元的95.6%。尽管近期风电政策存在一定的不确定性（如削减补贴、引入绿证制度），公司管理层仍有意持续对风电项目的开发。考虑到风电业务较高的毛利率（2016年风电57.7%，天然气12.7%）以及持续扩大的收入占比，我们预计风电业务将成为公司短期内业绩发展的关键，新天总体毛利率也将有所提升。
- ❖ **潜在股权融资解决方案：可续期绿色永续债。**随着风电项目银行借款的增加，新天的负债比率（净负债/（净负债+总股本））在2016年末已达到70.0%。我们预计在目前市净率明显低于1.0倍PBR的情况下（目前股价为0.6倍PBR），公司向境内外投资者筹集股本金将比较困难。为了将负债比率控制在75.0%的目标限值以下，新天给予的解决方案是发行绿色永续债。据公司披露，新天在2016年已获得中国证监会的批准，允许发行总额不超过15亿元的绿色永续债，并计划在年内择机发行。

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于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：香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 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作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。