

新天绿色能源 (956 HK)

投资唐山 LNG 接收站

新天宣布其唐山 LNG 接收站项目及配套“曹妃甸 - 宝坻”管线获国家发改委核准。唐山接收站及曹宝线分别共计总投资人民币 254 亿及人民币 64 亿。唐山接收站将成为新天的下属子公司，远期产能规划将达到每年 1,200 万吨。我们认为这将是公司业务重心向天然气转移所迈出的坚实的一步，并为公司即将到来的 A 股上市进行预热。

- **一期项目将于 2022 年末投运。**唐山 LNG 接收站将分三期建设，年处理量分别为 500 万/500 万/200 万吨，分别计划于 2022/2025/2030 年投运。我们测算一期项目将对河北省最多提供 68 亿方额外天然气供应，这是公司 2018 年燃气销售量的 2.6 倍。曹宝管道将成为唐山 LNG 接收站的配套管线，提供每年 112 亿方管输能力，并与接收站一期工程同步完工。
- **潜在计划为项目引入战略投资者。**目前阶段，该 LNG 接收站及管线均由新天全资拥有。管理层透露一期项目及管线资本开支分别为人民币 81 亿元及人民币 64 亿元，项目股本投入为总投资的 30%，于 2020-22 年每年投入 13-14 亿股本金。公司将通过社会资本募集余下资金，管理层也考虑为项目引入潜在战略投资人。
- **项目回报前景乐观。**参考目前公司目前对京唐 LNG 接收站所作投资（归属上市公司权益持股 11%），我们对公司新的唐山 LNG 接收站收益水平展望乐观。京唐接收站自投运后第二年实现盈利，2018 年实现资产/股本回报率分别为 21.7/26.9%。尽管新的项目投资将建设成本将会更高，我们认为一旦处理负荷提升带来较高经营杠杆，与此同时河北省的天然气消费维持较高增速，项目仍将具备较高回报水平。
- **向燃气分销业务迈出坚实一步。**除对 2021 年燃气业务部门资本开支投入由原预计人民币 8 亿元上调至 30 亿元以上，我们大致维持对于公司 2019-21 年的财务预测不变。我们的分部加总估值目标价维持每股 2.74 港元。新天 2020 年市盈率仅 4.8 倍，并且 2019/20 年预期股息回报率 7.5/8.4%，交易估值仅反映风电运营商估值。随着市场对公司燃气业务布局有所认知，公司将有望迎来价值重估。**维持买入评级。**

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	7,058	9,975	12,731	15,436	18,210
同比增长 (%)	61.0	41.3	27.6	21.3	18.0
净利润(百万元人民币)	940	1,240	1,329	1,483	1,615
每股盈利(元人民币)	0.25	0.33	0.36	0.40	0.43
每股盈利变动 (%)	73.5	32.0	7.2	11.6	9.0
市盈率(倍)	7.5	5.7	5.3	4.8	4.4
市帐率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.5
股息率 (%)	5.4	6.6	7.5	8.4	9.1
权益收益率 (%)	10.9	12.4	11.3	11.6	11.7
净负债率 (%)	195	190	214	252	267

资料来源：公司数据，招银国际证券预测

买入（维持）

目标价	HK\$2.74
(此前目标价)	HK\$2.74)
潜在升幅	29.2%
当前股价	HK\$2.12

中国风电板块

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

公司数据

市值(百万港元)	7,876
3 月平均流通量(百万港元)	9.0
52 周内股价高/低(港元)	2.39/1.76
总股本(百万)	1,839

资料来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

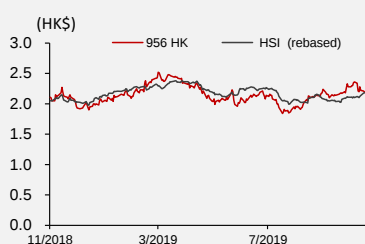
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-9.0%	-7.2%
3-月	11.6%	9.1%
6-月	1.4%	7.7%
12-月	1.0%	0.4%

资料来源：彭博

股份表现



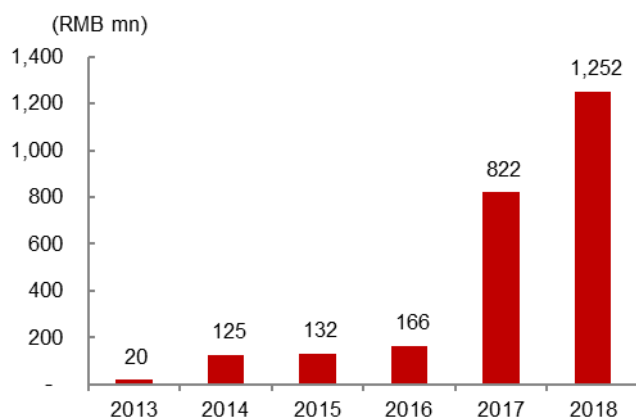
资料来源：彭博

审计师：安永

近期报告

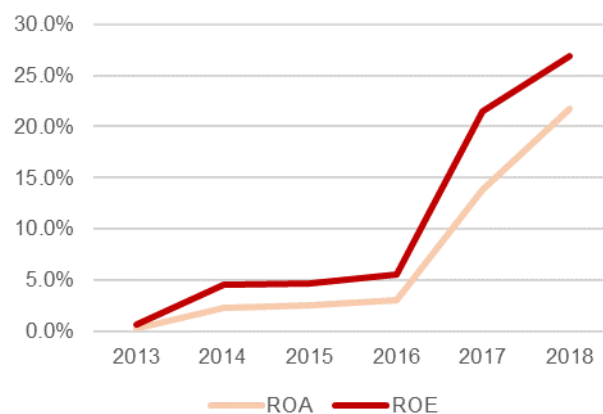
1. “新天绿色能源 (956 HK) – 三季度运营表现符合预期轨道” – 21 Oct 2019
2. “Suntien Green Energy (956 HK) – A share listing will be a potential catalyst” – 29 Aug 2019
3. “Suntien Green Energy (956 HK) – 1H19 maintain decent growth” – 5 Aug 2019

图 1: 京唐 LNG 项目盈利水平



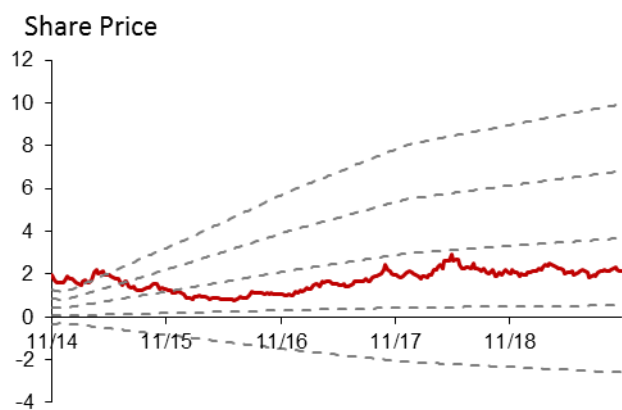
资料来源: 公司资料, 招银国际

图 2: 京唐项目资产及股本回报率



资料来源: 公司资料, 招银国际

图 3: 12-月前瞻市盈率



资料来源: 彭博, 招银国际

图 4: 12 月前瞻市净率



资料来源: 彭博, 招银国际

财务报表

利润表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售收入	7,058	9,975	12,731	15,436	18,210
风电及光伏	3,100	3,422	3,961	4,366	4,838
天然气	3,957	6,551	8,770	11,070	13,372
销售成本	(4,750)	(7,116)	(9,453)	(11,651)	(13,884)
其它收入净额	81	100	78	77	78
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(453)	(502)	(592)	(656)	(728)
其它支出	(171)	(219)	(64)	(77)	(82)
运营利润	1,764	2,239	2,700	3,128	3,593
融资成本净额	(774)	(785)	(916)	(1,152)	(1,374)
合资及联营企业	214	290	341	375	425
税前利润	1,204	1,743	2,191	2,471	2,763
所得税	(99)	(168)	(307)	(346)	(387)
非控制股东权益	(165)	(307)	(485)	(564)	(683)
可续期绿色债利息	-	(29)	(70)	(78)	(78)
净利润	940	1,240	1,329	1,483	1,615

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
税前利润	1,204	1,743	2,191	2,471	2,763
折旧和摊销	1,125	1,308	1,540	1,887	2,320
运营资金变动	(75)	(147)	(1,861)	(17)	(196)
税项	(126)	(217)	(327)	(346)	(387)
其它	496	91	-	-	-
经营活动所得现金流	2,642	2,778	1,542	3,994	4,501
资本开支	(4,324)	(5,568)	(8,392)	(10,265)	(8,636)
其它	754	(12)	12	-	-
投资活动所得现金净额	(3,570)	(5,580)	(8,381)	(10,265)	(8,636)
股份发行	-	-	-	-	-
可续期绿色债	-	590	910	-	-
净借贷	2,963	2,673	6,502	6,883	5,742
其它	(901)	274	-	-	-
融资活动所得现金净额	1,563	3,022	6,702	5,964	4,698
现金增加净额	634	220	(136)	(306)	563
年初现金及现金等价物	1,491	2,110	2,240	2,104	1,798
汇兑	(15)	(89)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,110	2,240	2,104	1,798	2,361
加上: 收购所得现金	-	-	-	-	-
资产负债表现金	2,110	2,240	2,104	1,798	2,361

资产负债表

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	7,902	8,293	8,664
现金及现金等价物	2,110	2,240	2,104	2,129	2,034
应收账款	2,564	3,296	3,868	4,599	5,060
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	9,605	11,182	12,608
应付账款	576	148	1,018	1,235	1,457
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	-	25	25	25	25
少数股东权益	1,896	2,360	2,600	2,776	3,008
可续期绿色公司债	-	590	1,000	1,000	1,000
股东权益	8,605	9,446	10,311	11,263	12,315
净资产总额	10,501	12,397	14,410	15,539	16,823

主要比率

12月31日	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
销售组合 (%)					
风电及光伏	45.2	43.9	34.3	31.1	28.3
天然气	54.6	56.1	65.7	68.9	71.7
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.9	32.7	28.7	0.26	24.5
运营利率	28.0	25.0	22.4	21.2	20.3
税前利率	17.0	17.1	17.5	17.2	16.0
净利润率	12.4	13.3	12.4	10.4	9.6
有效税率	13.0	8.2	9.6	14.0	14.0
资产负债比率					
流动比率 (X)	0.49	0.58	0.75	0.82	0.73
速动比率 (X)	0.49	0.58	0.74	0.82	0.72
现金比率 (X)	0.19	0.22	0.26	0.22	0.16
平均应收款周转天数	107.	107.	102.	100.	96.8
债务 / 股本比率 (%)	178.	180.	172.	189.	218.
净负债 / 股东权益比率 (%)	195.	190.	213.	251.	267.
回报率 (%)					
资本回报率	6.86	10.9	12.3	11.2	11.6
资产回报率	1.84	2.74	3.17	2.81	2.66
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.25	0.33	0.36	0.40	0.43
每股股息 (人民币)	0.10	0.13	0.14	0.16	0.17
每股账面价值 (人民币)	2.32	2.70	3.18	3.44	3.71

资料来源: 公司资料, 招银国际证券预测

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。

招銀國際证券投资评级

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	: 招銀國際证券并未给予投资评级

招銀國際证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

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

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告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。招銀國際證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。招銀國際證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銀國際證券编写，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責任。任何使用本报告信息所作的投资决策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。招銀國際證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投资银行相关业务联系。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責任。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)不时修订之英国2000年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，未经招銀國際證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。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。