

## 新天绿色能源 (956 HK)

### 运营业绩表现超预期

- 运营业绩超出预期，目标价提升至每股 3.10 港元。** 新天绿色能源 2018 年 1-4 月运营业绩表现令人惊喜。风电发电量录得同比增长 29.5%，同时整体燃气销售量也实现同比上涨 64.4%。我们相信公司两个业务板块的运营业绩表现均优于我们和市场一致预测，主要源于 1) 一季度强劲的风资源条件；2) 可再生能源电力消纳条件持续改善；以及 3) “煤改气”对用气量推动在供暖季结束后对用气量影响依然持续。公司也在 1 季度强硬的运营表现之下报告季度净利同比增长 76.2% 至人民币 6.19 亿元。基于 1) 我们对公司盈利能力和净利预测的正向调整，以及 2) 我们预期市场一致预测将大概率进行上调，我们将 DCF 目标价自每股 2.41 港元上调至每股 3.10 港元。重申买入评级。
- 风电板块：全年展望依然维持强劲。** 管理层透露，尽管 2017 年风资源条件已为公司带来较高基数，2018 年 1-4 月份公司仍然录得风电利用 1,030 小时，较去年同期增长 138 小时。限电情况维持稳定，1-4 月限电率为 6.5%，较去年同期下跌 1.2 个百分点。基于前 4 个月的优异表现，我们将全年风电利用小时数自管理层年初指引上限 2,150 小时上调 6.9% 至 2,300 小时。我们的预测相对保守，因 2018 年前四个月利用小时数对全年预期比已达 44.8%，而去年同期数值仅为 37.3%。我们认为公司风电板块的运营表现明显优于我们以及市场一致预测。
- 燃气板块：后煤改气时代影响犹在。** 2018 年 1-4 月燃气销售量同比增长 64.4%。分项来看：1) 批发气量同比增长 81%，2) 零售气量同比增长 38%，以及 3) CNG 销气量实现同比增加 20%。根据我们观察，零售气和 CNG 进入 4 月以后销气量增速有所放缓，而批发气销气增长则出现加速。我们认为批发气销售增长任然受煤改气影响所带动，而零售及 CNG 销气量增长则更多的来源于公司燃气业务的内生增长。2017 年公司工商业和居民用户数量分别增长 32.5% 以及 35.4%。对于 2018 年全年展望，由于 2017 年下半年已处于较高基数状态，我们判断全年增速将有所放缓至 33.2%，但这个数值仍然明显超出管理层年初给予的 15-20% 销气量增速指引。
- 股息率非常吸引。** 基于公司目前已实现优异的运营表现，我们将 2018/2019/2020 年净利预测分别上调 20.5%/12.3%/6.8% 至人民币 12.6/13.0/14.3 亿元。除较强的基本面支撑股价表现以外，公司将于近期派发股息。公司 2017 年期末股息为每股人民币 0.103 元，除净日为 6 月 12 日。目前股价对应公司 2017 年股息率为 4.8%。我们认为公司目前的股息率非常吸引。

#### 财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
营业额 (百万人民币)	4,384	7,058	8,710	10,087	11,665
净利润 (百万人民币)	542	940	1,263	1,304	1,431
每股盈利 (人民币)	0.15	0.25	0.34	0.35	0.39
每股盈利变动 (%)	222	74	34	3	10
市盈率 (x)	14.6	8.4	6.3	6.1	5.5
市帐率 (x)	1.0	0.9	0.8	0.7	0.6
股息率 (%)	3.0	4.8	6.4	6.6	7.2
权益收益率 (%)	6.9	10.9	12.5	11.6	11.7
净财务杠杆率 (%)	197	195	232	243	254

资料来源：公司，招银国际预测

#### 买入(维持)

目标价	HK\$3.10
(此前目标价)	HK\$2.41
潜在升幅	+17.0%
当前股价	HK\$2.65

#### 萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：[robinxiao@cmbi.com.hk](mailto:robinxiao@cmbi.com.hk)

#### 中国风电板块

市值(百万港元)	9,845
3月平均流通量(百万港元)	36.45
52周最高/低(港元)	2.76/1.36
总股本(百万)	3,715.2

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	相对
1月	6.9%	4.2%
3月	39.9%	39.9%
6月	36.3%	26.4%

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](http://www.suntien.com)

## 财务摘要

### 利润表

年结:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售收入</b>	<b>4,384</b>	<b>7,058</b>	<b>8,710</b>	<b>10,087</b>	<b>11,665</b>
风电及光伏	1,983	3,100	3,566	3,986	4,413
天然气	2,392	3,957	5,144	6,101	7,252
<b>销售成本</b>	<b>(2,943)</b>	<b>(4,750)</b>	<b>(5,930)</b>	<b>(6,945)</b>	<b>(8,112)</b>
其它收入净额	97	81	97	98	106
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(302)	(453)	(557)	(646)	(747)
其它支出	(8)	(171)	(17)	(20)	(23)
<b>运营利润</b>	<b>1,228</b>	<b>1,764</b>	<b>2,301</b>	<b>2,574</b>	<b>2,888</b>
融资成本净额	(549)	(774)	(899)	(1,106)	(1,277)
合资及联营企业	65	214	234	280	300
<b>税前利润</b>	<b>744</b>	<b>1,204</b>	<b>1,636</b>	<b>1,747</b>	<b>1,911</b>
所得税	(97)	(99)	(155)	(175)	(191)
减:非控制股东权益	106	165	190	209	229
可续期绿色债利息	-	-	28	60	60
<b>净利润</b>	<b>542</b>	<b>940</b>	<b>1,263</b>	<b>1,304</b>	<b>1,431</b>

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>非流动资产</b>	<b>25,505</b>	<b>28,755</b>	<b>34,039</b>	<b>39,122</b>	<b>43,168</b>
固定资产	19,668	22,466	27,304	32,117	35,704
无形资产	1,973	1,870	1,779	1,681	1,584
合资及联营公司投资	1,229	1,687	1,679	1,958	2,259
预付款及其它应收	1,814	1,819	2,125	2,095	2,226
其它非流动资产	821	913	1,153	1,270	1,395
<b>流动资产</b>	<b>3,869</b>	<b>5,533</b>	<b>5,591</b>	<b>6,708</b>	<b>7,581</b>
现金及现金等价物	1,491	2,110	955	1,439	1,526
应收账款	1,597	2,564	3,740	4,377	5,105
预付款	725	789	826	815	866
其它流动资产	56	70	70	77	84
<b>流动负债</b>	<b>7,818</b>	<b>9,473</b>	<b>9,268</b>	<b>9,802</b>	<b>10,577</b>
应付账款	465	576	915	1,059	1,225
其它应付	2,213	3,084	2,253	2,354	2,503
借贷	5,113	5,708	6,070	6,359	6,819
其它流动负债	27	49	30	30	30
<b>非流动负债</b>	<b>12,022</b>	<b>14,314</b>	<b>18,305</b>	<b>22,645</b>	<b>25,758</b>
借贷	11,933	13,217	18,211	22,547	25,654
其它长期应付	90	69	94	98	104
<b>少数股东权益</b>	<b>1,634</b>	<b>1,896</b>	<b>1,954</b>	<b>2,011</b>	<b>2,073</b>
<b>净资产总额</b>	<b>7,900</b>	<b>8,605</b>	<b>10,103</b>	<b>11,372</b>	<b>12,341</b>
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
<b>股东权益</b>	<b>7,900</b>	<b>8,605</b>	<b>9,485</b>	<b>10,284</b>	<b>11,193</b>

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)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>税前利润</b>	<b>744</b>	<b>1,204</b>	<b>1,636</b>	<b>1,747</b>	<b>1,911</b>
折旧和摊销	776	1,089	1,276	1,502	1,764
运营资金变动	1,079	(75)	(2,237)	(424)	(677)
税项	(89)	(126)	(125)	(175)	(191)
其它	(917)	(18)	18	-	-
<b>经营活动所得现金流</b>	<b>1,593</b>	<b>2,074</b>	<b>568</b>	<b>2,650</b>	<b>2,807</b>
资本开支	(5,593)	(4,288)	(6,063)	(6,544)	(5,598)
其它	1,984	8	(8)	-	-
<b>投资活动所得现金净额</b>	<b>(3,609)</b>	<b>(4,281)</b>	<b>(6,071)</b>	<b>(6,544)</b>	<b>(5,598)</b>
股份发行	-	-	0	0	-
可续期绿色债	-	-	590	410	-
净借贷	1,219	2,963	4,273	4,625	3,566
股息	(77)	(319)	(515)	(657)	(689)
其它	(615)	180.96	-	-	-
<b>融资活动所得现金净额</b>	<b>464</b>	<b>2,826</b>	<b>4,349</b>	<b>4,378</b>	<b>2,878</b>
<b>现金增加净额</b>	<b>(1,551)</b>	<b>619</b>	<b>(1,155)</b>	<b>484</b>	<b>87</b>
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	955	1,439
汇兑	15	-	-	-	-
<b>年末现金及现金等价物</b>	<b>1,491</b>	<b>2,110</b>	<b>955</b>	<b>1,439</b>	<b>1,526</b>
<b>资产负债表现金</b>	<b>1,491</b>	<b>2,110</b>	<b>955</b>	<b>1,439</b>	<b>1,526</b>

数据来源:公司及招银国际预测

**主要指标**

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
<b>销售组合 (%)</b>					
风电及光伏	33.8	45.2	43.9	40.9	39.5
天然气	66.1	54.6	56.1	59.1	60.5
<b>合计</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	26.5	32.9	32.7	31.9	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	26.4	25.5
税前利率	4.7	17.0	17.1	18.8	17.3
净利润率	4.0	12.4	13.3	14.5	12.9
有效税率	5.7	13.0	8.2	9.5	10.0
<b>资产负债比率</b>					
流动比率 (x)	1.15	0.49	0.58	0.60	0.68
速动比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.60	0.68
现金比率 (x)	0.69	0.19	0.22	0.10	0.15
平均应收款周转天数	118.1	107.6	132.1	146.9	148.4
债务 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	201.9	217.4
净负债 / 股东权益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	231.5	243.4
<b>回报率 (%)</b>					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	12.54	11.56
资产回报率	0.63	1.84	2.74	3.19	2.85
<b>每股数据(人民币)</b>					
每股盈利 (人民币)	0.15	0.25	0.34	0.35	0.39
每股股息 (人民币)	0.06	0.10	0.14	0.14	0.15
每股账面价值 (人民币)	2.13	2.32	2.71	3.04	3.28

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。