

新天綠色能源 (956 HK)

高盈利增長能見度

- ❖ **2018年運營業績超出管理層預期。**新天發佈了4Q18運營數據，風電發電量2,296吉瓦時，同比增長4.5%；光伏發電量139.2吉瓦時；燃氣銷售9.2億方，同比增長30.2%。2018年全年，公司實現風電發電量7,676吉瓦時，同比增長13.9%，較我們全年預期略低3.6%；燃氣銷售26.3億方，同比增長40.0%，較我們預期高5.1%。風電和燃氣銷售業務運營表現均顯著高出管理層給予全年分別同比增長10%及30%的運營指引。
- ❖ **風電利用小時達2,482，再創記錄，同比2017年增長90小時。**我們相信創紀錄的高利用小時數主要驅動因素為1) 2018年一季度風資源情況異常優異，以及2) 新投運的風場隨着技術提升帶來顯著發電效率提升。展望2019年，根據管理層對於風電利用小時參考過往三年平均指引，我們結合對於2017-18年高基數進行調整，預期利用小時數可達2,300小時，我們認為風電發電量將同比增長10.1%至8,449吉瓦時。
- ❖ **限電率穩定改善。**公司2018年12月限電率同比下跌6.2個百分點至5.3%。根據我們資料跟蹤，全年月度限電率均控制在5-6%區間，表現穩定。管理層透露限電主要是由於新疆及張家口北網專案受到電力送出瓶頸所致。展望2019年，管理層認為新疆的送電制約將會隨2018年中投運的特高壓線路明顯改善，但張家口北網的輸瓶頸仍將等待新的輸電線路投入使用。因此我們預期公司2019年限電率將維持在5-6%水準，改善空間較為有限。
- ❖ **天然氣銷售受到抑制，但增長仍然強勁。**儘管天然氣銷售量超出預期，但管理層指出較高的銷氣量增長僅反應上一個冬季燃氣短缺部分獲得釋放，而新的燃氣消費需求由於受到上游全年大部分時間限氣影響而明顯抑制。公司預期2019年燃氣消費需求仍然強勁，並且燃氣銷售量將取決於河北省政府對於煤改氣的目標以及燃氣供應情況。我們預期公司2019年燃氣銷售增速為23.3%。
- ❖ **預測2018年盈利增長26.8%。**基於對2018E年運營資料更新及對2019-20E業務展望調整，我們將公司2018-20E的每股盈利預測分別調整2.2%/-5.1%/-8.6%至每股人民幣0.32/0.36/0.39元。我們的預測隱含2018年下半年公司將對應收再度撥備人民幣三千萬，並且尚未將未來潛在應收撥備回沖納入考慮。新天目前估值為2018/19E預測市盈率5.5/5.0倍，且股本回報率為7.3/8.1%。基於公司目前估值吸引，派息率較高，盈利增長前景清晰並具備潛在上調可能，我們維持公司買入評級，目標價為每股2.86港元。

財務資料

(截至12月31日)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
營業額(百萬人民幣)	4,384	7,058	9,436	11,080	12,799
淨利潤(百萬人民幣)	542	940	1,192	1,320	1,467
每股盈利(人民幣)	0.15	0.25	0.32	0.36	0.39
每股盈利變動(%)	221.7	73.5	26.8	10.8	11.1
市盈率(x)	12.1	7.0	5.5	5.0	4.5
市帳率(x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率(%)	3.6	5.9	7.3	8.1	9.0
權益收益率(%)	6.9	10.9	11.9	11.7	12.0
淨財務杠杆率(%)	197	195	211	216	228

資料來源：公司及招銀國際預測

買入(維持)

目標價	HK\$2.86
(此前目標價)	HK\$2.86)
潛在升幅	+43.0%
當前股價	HK\$2.00

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國風電板塊

市值(百萬港元)	7,430
3月平均流通量(百萬港元)	9.70
52周最高/低(港元)	2.96/1.68
總股本(百萬)	3,715.2

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	相對
1月	-5.7%	-7.4%
3月	3.1%	-0.3%
6月	-11.1%	-4.9%

資料來源：彭博

過去一年股價



資料來源：彭博

審計師：安永

公司網站：www.suntien.com

財務摘要

利潤表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售收入	4,384	7,058	9,436	11,080	12,799
风电及光伏	1,983	3,100	3,511	3,789	4,174
天然气	2,392	3,957	5,925	7,291	8,625
销售成本	(2,943)	(4,750)	(6,535)	(7,968)	(9,306)
其它收入净额	97	81	101	106	108
销售成本	(0)	(0)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(302)	(453)	(604)	(698)	(794)
其它支出	(8)	(171)	(189)	(22)	(26)
运营利润	1,228	1,764	2,208	2,496	2,781
融资成本净额	(549)	(774)	(885)	(1,043)	(1,160)
合资及联营企业	65	214	234	311	331
税前利润	744	1,204	1,557	1,765	1,951
所得税	(97)	(99)	(148)	(176)	(195)
非控制股东权益	(106)	(165)	(190)	(209)	(229)
可续期绿色债利息	-	-	(28)	(60)	(60)
净利润	542	940	1,192	1,320	1,467

資料來源：公司及招銀國際預測

資產負債表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
非流动资产	25,505	28,755	33,020	37,724	42,049
固定资产	19,668	22,466	26,023	30,494	34,346
无形资产	1,973	1,870	1,772	1,674	1,576
合资及联营公司投资	1,229	1,687	1,959	2,271	2,602
预付款及其它应收	1,814	1,819	2,166	2,078	2,210
其它非流动资产	821	913	1,100	1,207	1,315
流动资产	3,869	5,533	6,346	7,402	7,231
现金及现金等价物	1,491	2,110	1,712	2,095	1,136
应收账款	1,597	2,564	3,722	4,422	5,152
预付款	725	789	842	808	859
其它流动资产	56	70	70	77	84
流动负债	7,818	9,473	8,881	9,453	9,916
应付账款	465	576	991	1,163	1,344
其它应付	2,213	3,084	2,094	2,383	2,475
借贷	5,113	5,708	5,702	5,802	6,067
其它流动负债	27	49	30	30	30
非流动负债	12,022	14,314	18,528	22,405	22,925
借贷	11,933	13,217	17,105	20,570	22,822
其它长期应付	90	69	87	99	103
少数股东权益	1,634	1,896	1,954	2,011	2,073
净资产总额	7,900	8,605	10,004	11,257	14,366
可续期绿色公司债	-	-	590	1,000	1,000
股东权益	7,900	8,605	9,414	10,257	11,196

資料來源：公司及招銀國際預測

現金流量表

年結:12月31日(百万人民币)	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
稅前利潤	744	1,204	1,557	1,765	1,951
折旧和摊销	776	1,125	1,305	1,515	1,775
运营资金变动	1,079	(75)	(2,274)	(153)	(755)
稅項	(89)	(126)	(167)	(176)	(195)
其它	(917)	496	104	(225)	(68)
经营活动所得现金流	1,593	2,642	525	2,726	2,708
资本开支	(5,593)	(4,324)	(5,083)	(6,246)	(5,905)
其它	1,984	754	-	-	-
投资活动所得现金净额	(3,609)	(3,570)	(5,083)	(6,246)	(5,905)
股份发行	-	-	(114)	147	142
可续期绿色债	-	-	590	410	-
净借贷	1,219	2,963	4,199	3,975	2,790
股息	(77)	(319)	(515)	(628)	(695)
其它	(615)	(901)	-	-	-
融资活动所得现金净额	464	1,563	4,160	3,903	2,237
现金增加净额	(1,551)	634	(398)	383	(959)
年初现金及现金等价物	3,027	1,491	2,110	1,712	2,095
汇兑	15	(15)	-	-	-
年末现金及现金等价物	1,491	2,110	1,712	2,095	1,136
资产负债表现金	1,491	2,110	1,712	2,095	1,136

資料來源：公司及招銀國際預測

主要指標

年結:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
销售组合 (%)					
风电及光伏	33.8	45.2	43.9	37.2	34.2
天然气	66.1	54.6	56.1	62.8	65.8
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	26.5	32.9	32.7	30.7	0.3
运营利率	16.8	28.0	25.0	23.4	22.5
稅前利率	4.7	17.0	17.1	16.5	15.9
净利润率	4.0	12.4	13.3	12.6	11.9
有效稅率	5.7	13.0	8.2	9.5	10.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	1.15	0.49	0.58	0.71	0.78
速动比率 (x)	1.14	0.49	0.58	0.71	0.78
现金比率 (x)	0.69	0.19	0.22	0.19	0.22
平均应收款周转天数	118.1	107.6	121.6	134.1	136.5
债务 / 股本比率 (%)	163.2	178.8	180.2	190.7	198.8
净负债/股东权益比率 (%)	153.6	196.9	195.2	210.9	215.6
回报率 (%)					
资本回报率	2.27	6.86	10.92	11.91	11.73
资产回报率	0.63	1.84	2.74	3.03	2.93
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	0.15	0.25	0.32	0.36	0.39
每股股息 (人民币)	0.06	0.10	0.13	0.14	0.16
每股账面价值 (人民币)	2.13	2.32	2.69	3.03	3.28

資料來源：公司及招銀國際預測

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并無直接或間接關係。

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	: 招銀國際并未給予投資評級

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。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀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，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，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資料。報告中的資訊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。任何使用本報告資訊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資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、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并不時自行及/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資訊，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)2000 年英國不時修訂之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 年證券交易法規則 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。