

新天绿色能源 (956 HK)

高盈利增长能见度

- ❖ **2018年运营业绩超出管理层预期。**新天发布了4Q18运营数据，风电发电量2,296吉瓦时，同比增长4.5%；光伏发电量139.2吉瓦时；燃气销售9.2亿方，同比增长30.2%。2018年全年，公司实现风电发电量7,676吉瓦时，同比增长13.9%，较我们全年预期略低3.6%；燃气销售26.3亿方，同比增长40.0%，较我们预期高5.1%。风电和燃气销售业务运营表现均显著高出管理层给予全年分别同比增长10%及30%的运营指引。
- ❖ **风电利用小时达2,482，再创记录，同比较2017年增长90小时。**我们相信创纪录的高利用小时数主要驱动因素为1) 2018年一季度风资源情况异常优异，以及2) 新投运的风场随着技术提升带来显著发电效率提升。展望2019年，根据管理层对于风电利用小时参考过往三年平均指引，我们结合对于2017-18年高基数进行调整，预期利用小时数可达2,300小时，我们认为风电发电量将同比增长10.1%至8,449吉瓦时。
- ❖ **限电率稳定改善。**公司2018年12月限电率同比下跌6.2个百分点至5.3%。根据我们数据跟踪，全年月度限电率均控制在5-6%区间，表现稳定。管理层透露限电主要是由于新疆及张家口北网项目受到电力送出瓶颈所致。展望2019年，管理层认为新疆的送电制约将会随2018年中投运的特高压线路明显改善，但张家口北网的输瓶颈仍将等待新的输电线路投入使用。因此我们预期公司2019年限电率将维持在5-6%水平，改善空间较为有限。
- ❖ **天然气销售受到抑制，但增长仍然强劲。**尽管天然气销售量超出预期，但管理层指出较高的销气量增长仅反应上一个冬季燃气短缺部分获得释放，而新的燃气消费需求由于受到上游全年大部分时间限气影响而明显抑制。公司预期2019年燃气消费需求仍然强劲，并且燃气销售量将取决于河北省政府对于煤改气的目标以及燃气供应情况。我们预期公司2019年燃气销售增速为23.3%。
- ❖ **预测2018年盈利增长26.8%。**基于对2018E年运营数据更新及对2019-20E业务展望调整，我们将公司2018-20E的每股盈利预测分别调整2.2%/-5.1%/-8.6%至每股人民币0.32/0.36/0.39元。我们的预测隐含2018年下半年公司将对应收再度拨备人民币三千万，并且尚未将未来潜在应收拨备回冲纳入考虑。新天目前估值为2018/19E预测市盈率5.5/5.0倍，且股本回报率为7.3/8.1%。基于公司目前估值吸引，派息率较高，盈利增长前景清晰并具备潜在上调可能，我们维持公司买入评级，目标价为每股2.86港元。

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	9,436	11,080	12,799
净利润(百万人民币)	542	940	1,192	1,320	1,467
每股盈利(人民币)	0.15	0.25	0.32	0.36	0.39
每股盈利变动(%)	221.7	73.5	26.8	10.8	11.1
市盈率(x)	12.1	7.0	5.5	5.0	4.5
市帐率(x)	0.8	0.8	0.7	0.6	0.5
股息率(%)	3.6	5.9	7.3	8.1	9.0
权益收益率(%)	6.9	10.9	11.9	11.7	12.0
净财务杠杆率(%)	197	195	211	216	228

资料来源：公司及招银国际预测

买入(维持)

目标价	HK\$2.86
(此前目标价)	HK\$2.86)
潜在升幅	+43.0%
当前股价	HK\$2.00

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国风电板块

市值(百万港元)	7,430
3月平均流通量(百万港元)	9.70
52周最高/低(港元)	2.96/1.68
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	-5.7%	-7.4%
3月	3.1%	-0.3%
6月	-11.1%	-4.9%

资料来源：彭博

过去一年股价



资料来源：彭博

审计师：安永

公司网站：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
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

资料来源：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
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

资料来源：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
税前利润	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)
税项	(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

资料来源：公司及招银国际预测

主要指标

年结:12月31日	FY16A	FY17A	FY18E	FY19E	FY20E
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
税前利率	4.7	17.0	17.1	16.5	15.9
净利润率	4.0	12.4	13.3	12.6	11.9
有效税率	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

资料来源：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法律责任。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。