

买入 (维持)

0956.HK 新天绿色能源

目标价: 2.43 港元

现价: 1.97 港元

全年业绩高增长, 拟发行 A 股

预期升幅: 23.4%

2017 年 10 月 04 日

市场数据

数据日期	2017.10.03
收盘价(港元)	1.97
总股本(百万股)	3,715
流通股本(百万股)	1,839
总市值(亿港元)	73.19
流通市值(亿港元)	36.23
股东净资产(亿元)	82.66
总资产(亿元)	320.77
每股净资产(元)	2.22

数据来源: Wind

相关报告

调研纪要-20131107
 深度报告-20131112
 业绩点评-20140401
 会议摘要-20140422
 会议摘要-20140617
 调研纪要-20140714
 业绩点评-20140829
 业绩点评-20150329
 业绩点评-20150826
 跟踪报告-20160204
 业绩点评-20160330
 业绩点评-20160818
 跟踪报告-20170104
 业绩点评-20170302
 会议摘要-20170405
 事件点评-20170712
 业绩点评-20171004

海外新能源研究

高级分析师: 鲁衡军
 注册国际投资分析师 CIIA
 luhj@xyzq.com.cn
 SFC: AZF126
 SAC: S0190515010004

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,384	5,969	6,578	7,367
同比增长	3.78%	36.16%	10.20%	12.01%
股东净利润(百万元)	542	855	1,003	1,158
同比增长	242.52%	53.87%	16.66%	14.54%
毛利率	32.88%	33.64%	33.76%	33.60%
净利润率	12.35%	14.32%	15.26%	15.72%
净资产收益率	7.02%	9.40%	9.40%	9.57%
每股收益(元)	0.15	0.23	0.27	0.31
市盈率	11.52	7.30	6.22	5.39
股息率	3.75%	4.11%	4.82%	5.57%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **风电发电量全年大增。**截止 8 月底, 公司风力发电量同比增长 57%, 利用小时增加 54 小时, 风电限电率 7.22%, 今年公司风机主要区域风资源略差于去年同期, 但仍为属风况较好的年份, 关键是看四季度的风况情况, 我们预测全年平均利用小时 2,000-2,050 小时问题不大。
- **煤改气与沙河玻璃工业客户用气拉动销气量。**截止 8 月底, 公司天然气总售气量同比增长 62.4%, 其中批发增长 26.7%, 零售增长 205.5%, CNG 增长 1.57%。主要拉动因素: 1、沙河玻璃工业用户供气恢复。2、河北省煤改气带动批发用气量增加。我们预计全年总售气量从去年的 11 亿立方米大幅增长至 16 亿立方米以上。进入冬季采暖季后, 气源偏紧或者上游提价可能是制约燃气业务利润提升的关键因素。
- **公司公告拟发行 A 股, 带来多重利好。**我们认为, 申请发行 A 股对公司带来多重利好: 1、增强资本实力, 拓宽新的融资渠道。2、H 股的价值有望得到重估。3、公司变为 A+H 股后, 直接进入港股通。4、提升新天绿色在内地资本市场的知名度, 也有助于提升企业的资信评级水平。
- **投资建议: 维持“买入”投资评级。**我们维持公司未来 12 个月内目标价 2.43 港元不变, 目标价约相当于 2017-2019 年 PE 为 9.0、7.7、6.6 倍, 目标价较现价 1.97 港元约有 23.4% 的上升空间, 维持“买入”投资评级。
- **风险提示:** 四季度风况较差; 气源紧张, 进气价格提升而无法转嫁下游; 燃气管输费下调。

报告正文

- **风电发电量全年大增。**截止 8 月底，公司风力发电量同比增长 57%，利用小时增加 54 小时，风电限电率 7.22%，今年公司风机主要区域风资源略差于去年同期，但仍为属风况较好的年份，当前关键是看四季度风况情况，我们预测全年平均利用小时 2,000-2,050 小时问题不大。
- **预计全年新增风电装机超过 500MW。**截止 6 月底，公司新增风电控股装机 364MW，累计控股装机容量 3,159.55MW。公司拓展风电业务到全国多个地区，包括新疆、山西、云南和山东省，省外控股装机占比提升至 17.8%。9 月 13 日，唐山乐亭菩提岛海上风电场 300 兆瓦示范工程首台风机吊装顺利完成，公司海上风电全面进入风机机组吊装阶段。我们预期全年装机目标将超过之前 500MW 装机指引，风电板块维持了较高的装机增速，奠定了公司 2018 年业绩高速增长基础。
- **煤改气与沙河玻璃工业客户用气拉动销气量。**截止 8 月底，公司天然气总售气量同比增长 62.4%，其中批发增长 26.7%，零售增长 205.5%，CNG 增长 1.57%。主要拉动因素：1、沙河玻璃工业用户供气恢复，零售气量大幅增加，但该部分业务相对毛利率较低。2、河北省煤改气带动批发用气量增加。批发气量增长则主要是由于河北省政策“煤改气”带来的用气需求。随着河北省部分地市的煤改气工程推进、冀中十县管网一期用气增长，加上沙河玻璃大客户的恢复供气，我们预计全年总售气量从去年的 11 亿立方米大幅增长至 16 亿立方米以上。进入冬季采暖季后，气源偏紧或者上游提价可能是制约燃气业务利润提升的关键因素。
- **“十三五”规划政策强势助力，国内天然气行业增长潜力巨大。**今年 7 月，国家出台的《加快推进天然气利用的意见》明确了天然气在我国能源发展中的定位，明确指出要以提高天然气在一次能源消费结构中的比重为发展目标，大力发展天然气产业，逐步把天然气培育成主体能源之一。我们认为，当前中国雾霾治理对清洁能源需求迫切，因此未来数年间天然气消费在我国有巨大的提升潜力，尤其是河北区域属于雾霾较为严重的省份之一。
- **燃气业务欠款回收顺利，并无实质性的坏账产生。**之前燃气欠款总计 10 亿元应收账，2015 年计提减值拨备 2.14 亿，2016 年全年已回款 1.3 亿元，2017 年上半年回收 9,400 万元，全年预计回收超过之前给出的 1.4 亿元回款指引。我们认为燃气应收款目前并未形成实质坏账死账，公司能逐步收回大部分所欠账款，除非这些玻璃工业客户发生经营倒闭状况。

- **公告拟发行 A 股，带来多重利好。** 公司 8 月 14 日发布公告称拟首次公开发行 A 股。9 月 25 日，公司公告拟公开发行 A 股数量不超过 1.3475 亿股，占已发行全部股份的 3.63%。我们认为，公司因为持续的项目建设需要大量资本开支，之前曾公告过拟进行大股东通过发行内资股增持为公司融资，但因市场条件不成熟未能实现，故此次计划发行 A 股进行直接融资也是公司的一个必然选择。我们认为，申请发行 A 股将带来多重利好：1、增强资本实力，拓宽新的融资渠道。2、H 股的价值有望得到重估。3、公司变为 A+H 股后，直接进入港股通。4、提升新天绿色在内地资本市场的知名度，也有助于提升企业的资信评级水平。
- **投资建议：目标价 2.43 港元不变，维持“买入”投资评级。** 我们认为公司的天然气业务已经企稳回升，气量销售已经恢复增长态势，燃气业务的经营利润将稳步回升。

业绩预测和估值： 我们维持之前中期业绩点评报告的业绩预测，2017-2019 年公司营收分别为 59.7、65.8 和 73.7 亿元，股东净利润为 8.5、10.0 和 11.6 亿元，EPS 分别为 23.0、27.0 和 31.2 分（不考虑发行 A 股摊薄）。故我们维持目标价 2.43 港元不变，目标价约相当于 2017-2019 年 PE 为 9.0、7.7、6.6 倍，目标价较现价 1.97 港元约有 23.4% 的上升空间，维持其“买入”的投资评级。
- **风险提示：** 四季度风况较差；气源紧张，进气价格提升而无法转嫁下游；燃气管输费下调。

附表

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
单位: 百万元				
现金及等价物	1,491	1,495	1,845	2,129
应收帐款	1,597	1,791	1,973	2,210
存货	45	59	65	73
其他流动资产	736	885	1,060	1,271
总流动资产	3,869	4,230	4,944	5,684
固定资产	19,668	29,190	34,418	40,478
无形资产	1,973	1,973	1,973	1,973
其他非流动资产	7,733	8,852	10,006	11,294
总资产	29,374	40,015	46,397	53,746
银行借款	5,113	7,170	8,771	10,610
应付帐款	465	626	688	773
其他流动负债	2,240	2,476	2,726	3,001
总流动负债	7,818	10,272	12,185	14,384
其他应付	90	64	79	78
银行及其他借款	11,933	18,034	21,066	24,539
其他	0	0	0	0
负债总额	19,840	28,371	33,330	39,001
股本	3,715	3,715	3,715	3,715
储备	3,951	5,908	7,146	8,625
每股净资产(元)	2.13	2.66	3.00	3.42
营运资金	-3,949	-6,042	-7,241	-8,700
少数股东权益	1,634	1,764	1,905	2,058
本公司权益拥有人应占	9,534	11,644	13,067	14,745
现金流量表				
单位: 百万元				
EBITDA	1,531	1,172	1,367	1,566
融资成本(收入)	549	680	666	687
营运资金变化	73	315	348	489
所得税	-97	-176	-205	-235
营运现金流	2,082	1,969	2,157	2,490
资本开支	-4,895	-5,385	-4,846	-4,362
其他投资活动	115	16	14	12
投资活动现金流	-4,781	-5,368	-4,832	-4,349
已付股息	23	26	30	35
其他融资活动	1,140	3,378	2,994	2,108
融资活动现金流	1,163	3,404	3,024	2,143
现金变化	-1,536	4	349	284
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	3,027	1,491	1,495	1,845
期末持有现金	1,491	1,495	1,845	2,129

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
单位: 百万元				
收入	4,384	5,969	6,578	7,367
毛利	1,441	2,008	2,221	2,475
其他收入及收益	97	69	71	73
销售费用	0	0	0	0
行政开支	-302	-332	-365	-402
其他开支	-8	-10	-11	-13
经营利润	1,228	1,735	1,915	2,133
融资成本	-549	-680	-666	-687
税前利润	744	1,172	1,367	1,566
所得税	-97	-176	-205	-235
税后利润	647	996	1,162	1,331
少数股东权益	106	141	158	173
归属于所有者的净利润	542	855	1,003	1,158
EBITDA	1,531	1,172	1,367	1,566
主要财务比率				
盈利能力				
毛利率(%)	32.9%	33.6%	33.8%	33.6%
净利率(%)	14.8%	16.7%	17.7%	18.1%
营运表现				
SG&A/收入(%)	0.008%	0.007%	0.007%	0.007%
实际税率(%)	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率(%)	43.2%	30.0%	30.0%	30.0%
存货周转天数	6	5	5	5
应付账款天数	63	50	55	55
应收账款天数	118	104	104	104
财务状况				
负债/权益	177.7%	211.6%	222.6%	232.1%
收入/总资产	14.9%	14.9%	14.2%	13.7%
总资产/权益	2.63	2.98	3.10	3.20
盈利对利息倍数	1.35	1.72	2.05	2.28
总资产收益率	2.20%	2.49%	2.50%	2.48%
净资产收益率	6.79%	8.55%	8.89%	9.02%
估值比率(倍)				
PE	11.5	7.3	6.2	5.4
PB	0.79	0.63	0.56	0.49

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

机构销售负责人

邓亚萍 021-38565916 dengyp@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
			杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
			李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn
			曹静婷	021-68982274	caojt@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	卢俊	021-68982297	lujun@xyzq.com.cn
			张馨月	13167227339	zhangxinyue@xyzq.com.cn

地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-68583167

北京地区销售经理

姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	苏蔚	010-66290190	suwei@xyzq.com.cn
			朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
			吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn

地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220

深圳地区销售经理

姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元戩	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23826027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn	王留阳	13530830620	wangliuyang@xyzq.com.cn
张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@xyzq.com.cn			

地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017

国际机构销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	0755-23826028	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	18817533269	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	021-68982273	caimzh@xyzq.com.cn
王奇	14715018365	kim.wang@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
晁启滨 Evan	(852)67350150	evan.chao@xyzq.com.hk	段濛濛	13823242912	duanmm@xyzq.com.hk
钟骏 Stephen	(852)53987752	stephen.chung@xyzq.com.hk	陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk
张蔚瑜 Nikola	(852)68712096	nikola.cheung@xyzq.com.hk	孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk
周围	13537620185	zhouwei@xyzq.com.hk			
地址：香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真：(852) 3509-5900					
私募及企业业务负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私企销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn	唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn
管庆	18612596212	guanqing@xyzq.com.cn	黄谦	18511451579	huangq@xyzq.com.cn
金宁	18810340769	jinning@xyzq.com.cn	陈欣	15999631857	chenxingt@xyzq.com.cn
彭蜀海	0755-23826013	pengshuhai@xyzq.com.cn	陶醉	0755-23826015	taozui@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	袁敏	021-20370677	yuanmin@xyzq.com.cn
晏宗飞	021-20370630	yanzongfei@xyzq.com.cn	徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					
证券与金融业务负责人			张枫	021-38565711	zhangfeng@xyzq.com.cn
证金销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
周子吟	021-38565485	zhouziyin@xyzq.com.cn	吴良彬	021-38565799	wulb@xyzq.com.cn
双星	021-38565665	shuangxing@xyzq.com.cn	黄梅君	021-38565911	huangmj@xyzq.com.cn
张力	021-68982272	zhangli1@xyzq.com.cn	王方舟	021-68982302	wangfangzhou@xyzq.com.cn
罗敬云	021-20370633	luojy@xyzq.com.cn	李晓政	021-38565996	lixzh@xyzq.com.cn
束海平	021-68982266	shuhp@xyzq.com.cn			
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层（200135）传真：021-68583167					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司（“本公司”）在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyjq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料,本公司未有参阅有关网站,也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的,纯粹为了收件人的方便及参考,连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

【有关财务权益及商务关系的披露】

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与光大证券股份有限公司、闽港控股有限公司和五菱汽车集团控股有限公司、大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司和德斯控股有限公司有投资银行业务关系。