

证券研究报告
能源行业



买入 (首次)

新天绿色能源股份有限公司 (0956.HK)

目标价: 3.28 港元

现价 : 2.83 港元

大力发展清洁能源 雾霾治理助力成长

预期升幅: 15.9%

主要财务指标

市场数据

报告日期 2013.11.12

收盘价(港元)	2.91
总股本(百万股)	3,238
流通股本(百万股)	1,362
总市值(亿港元)	94.23
流通市值(亿港元)	39.63
净资产(百万元)	6,623
总资产(百万元)	15,263
每股净资产(元)	1.72

数据来源: 彭博资讯

相关报告

会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3,702	4,758	6,077	7,858
同比增长	16.79%	28.51%	27.74%	29.29%
净利润(百万元)	550	527	661	837
同比增长	28.60%	-4.44%	21.28%	22.53%
毛利率	33.45%	30.47%	29.75%	28.22%
净利率	14.85%	11.07%	10.87%	10.65%
净资产收益率	12.52%	11.21%	12.07%	12.40%
每股收益(元)	0.17	0.16	0.18	0.23
市盈率	15.97	16.67	15.23	12.03
股息率	0.93%	1.13%	1.24%	1.57%

数据来源: 公司资料、兴证香港

投资要点

- **首次覆盖给予买入评级, 目标价 3.28 港元, 较现价有 15.90% 的上升空间。**新天绿色能源是华北地区领先的清洁能源企业、华北地区天然气市场的领导者和中国十大风电运营商之一。我们预测 2013-2015 年公司 EPS 分别为 0.20、0.22、0.28 港元, 参照港股风电行业和燃气行业的估值, 给予新天绿色能源未来 12 个月内 3.28 港元的目标价。目标价约相当于 2013-2015 年 PE 为 16.0、14.6、11.6 倍, 目标价较现价 2.83 港元约有 15.90% 的上升空间, 新天仍具有一定的估值优势, 故对其首次给予“买入”的投资评级。
- **积极拓展天然气下游业务。**公司的天然气业务具有天然的垄断特性, 随着中国进入天然气消费高速增长阶段, 公司高毛利率的天然气零售业务伴随着公司下游市场的快速拓展而高速增长。2013 年上半年, 公司零售业务在天然气售气结构中的占比持续提升, 已达到 46.8%。
- **拟增发 H 股, 大力发展清洁能源。**华北地区日益严重的大气污染(如雾霾天气)造成的环保治理压力和国家对天然气、风电等清洁能源的政策支持奠定了公司未来业绩持续增长的基础。面临清洁能源行业大发展的历史机遇, 公司拟通过增发股份募集资金, 此举将加快公司业务的发展步伐, 有助于进一步提升公司行业的竞争力, 巩固新天绿色能源在河北省清洁能源领域的领军地位并向全国范围快速扩张。
- **催化剂:** 国家出台治理雾霾和有利于清洁能源发展的行业政策。
- **风险提示:** 经济增速下滑, 天然气消费增长不及预期。

兴证香港研究部

分析师: 鲁衡军
注册国际投资分析师 CIIA
(SFC: AZF126)

(852) 3509-5999
(755) 2382-6005
luhj@xyzq.com.hk

目 录

1、公司基本概况.....	- 4 -
1.1 华北地区清洁能源的领先者.....	- 4 -
1.2 新天绿色能源的发展历程.....	- 5 -
1.3 公司的股权结构及控股股东.....	- 5 -
1.4 过往业务发展概况.....	- 6 -
2、积极拓展天然气下游业务.....	- 8 -
2.1 河北省天然气市场的领导者.....	- 8 -
2.2 天然气业务稳健增长，积极拓展下游市场.....	- 9 -
2.3 天然气业务具有天然的垄断优势.....	- 10 -
2.4 上游气源供应逐步多元化.....	- 11 -
2.5 中国天然气消费进入高速增长阶段.....	- 11 -
3、高效益的风电业务.....	- 13 -
3.1 中国十大风电运营商之一.....	- 13 -
3.2 风电运营效率持续提升.....	- 14 -
3.3 风电行业增速触底反弹，长期看增长空间依然广阔.....	- 15 -
3.4 风资源储备丰富，项目经验丰富.....	- 16 -
3.5 行业利好政策频出助力行业发展.....	- 17 -
4、环保治理引致清洁能源需求.....	- 18 -
4.1 我国大气污染严重，雾霾天气频发.....	- 18 -
4.2 大气治理引致清洁能源发展的刚性需求.....	- 18 -
4.3 河北乃京畿重地，清洁能源须先行.....	- 20 -
4.4 拟增发 H 股，大力发展清洁能源.....	- 20 -
4、稳健的财务状况.....	- 21 -
5、盈利预测与估值.....	- 23 -
5.1 销售收入预测.....	- 23 -
5.2 经营费用及利润预测.....	- 24 -
5.3 目标价.....	- 25 -
5.4 同类公司估值比较.....	- 25 -
6、风险因素.....	- 26 -

图表目录

图表 1 公司的主营业务.....	- 4 -
图表 2 新天绿色能源的发展历程.....	- 5 -
图表 3 新天绿色能源发展过程中的里程碑事件.....	- 5 -
图表 4 公司主要股权结构.....	- 5 -
图表 5 主营收入和主营利润.....	- 6 -
图表 6 历年主要财务比率数据.....	- 6 -
图表 7 各分部业务的收入.....	- 6 -
图表 8 各分部业务毛利率走势图.....	- 6 -
图表 9 公司天然气业务的财务结构比率.....	- 7 -
图表 10 公司风电业务的财务结构比率.....	- 7 -
图表 11 新天的天然气业务.....	- 8 -
图表 12 截至 2012 年底公司的天然气营运设施分布图.....	- 9 -
图表 13 天然气销量稳健增长.....	- 9 -
图表 14 天然气各业务增长.....	- 9 -
图表 15 我国各省市天然气渗透率.....	- 10 -
图表 16 河北省经济增速增长迅速.....	- 10 -
图表 17 中国过去 10 年天然气产量和消费量.....	- 11 -
图表 18 中国天然气月度进口同比增长.....	- 11 -
图表 19 我国与世界的能源消费结构比较图.....	- 12 -
图表 20 河北省风电市场装机量占有率.....	- 13 -
图表 21 河北区域风电弃风率.....	- 13 -
图表 22 公司经营的风电运营场.....	- 13 -
图表 23 公司风电装机容量.....	- 14 -
图表 24 公司控股净销售电量和风场可利用率.....	- 14 -
图表 25 风电可利用小时数领先同行.....	- 14 -
图表 26 中国新增风电装机容量及增长率.....	- 15 -
图表 27 2011 年全球十大风电装机国的风电装机容量占比.....	- 16 -
图表 28 风资源及立项储备项目分布示意图.....	- 17 -
图表 29 可再生能源附加费逐步提高.....	- 17 -
图表 30 北京的雾霾天气.....	- 18 -
图表 31 我国多数地区遭受长时间雾霾天气.....	- 18 -
图表 32 我国电力来源结构.....	- 19 -
图表 33 清洁能源前景发展广阔.....	- 19 -
图表 34 我国电力生产上网调度顺序.....	- 19 -
图表 35 我国前十大污染城市排名.....	- 20 -
图表 36 河北省煤炭消费必须限制量.....	- 20 -
图表 37 新天绿色增发股份事项.....	- 21 -
图表 38 资产负债率及负债分类财务指标.....	- 21 -
图表 39 利息覆盖率及债务风险指标.....	- 22 -
图表 40 收入预测明细表.....	- 23 -
图表 41 利润预测表.....	- 24 -
图表 42 同类公司估值比较.....	- 25 -

1、公司基本概况

1.1 华北地区清洁能源的领先者

新天绿色能源（0956.HK）是河北建设投资集团有限责任公司开发清洁能源的旗舰企业，是华北地区领先的清洁能源企业。公司在河北省拥有运营天然气的输配设施，并通过天然气分销渠道销售天然气；同时，公司还从事风电场的规划、开发及运营，并向各地方电网公司销售风电场生产的电力；公司还长期关注其他可再生能源的技术发展，积极推进光伏示范项目，为未来进行产业化发展积累经验。

图表 1 公司的主营业务



资料来源：公司资料，兴证香港

天然气业务：新天绿色能源公司是河北省最大的天然气分销商，截至 2013 年 6 月 31 日，公司共拥有 19 个城市天然气项目、长输天然气管道 2 条、高压分支管道 4 条、天然气分输站 13 座、压缩天然气母站 2 座以及加气子站 2 座，总计拥有天然气长输管网 550 公里，城市管网 410 公里。2012 年公司完成销售天然气 12.46 亿立方米。

风电运营业务：公司还是河北省最大的风电运营商、中国十大风电运营商之一。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总装机容量达到 1,593.8 兆瓦；公司控股风电场 23 个，控股装机容量 1,346.3 兆瓦，其中河北省内控股装机容量 1,247.3 兆瓦，河北省外控股装机容量 99 兆瓦；权益装机容量 1,193.6 兆瓦。2012 年度公司总计完成发电量 25.28 亿千瓦时。

其他能源项目：新天绿色能源还在积极跟踪太阳能发电等其它可再生能源开发的产业化进程，现在已运营着河北省保定市涞源县周村 1 兆瓦的太阳能发电项目，另有 51MW 已立项待核准项目。

1.2 新天绿色能源的发展历程

图表 2 新天绿色能源的发展历程

2001. 04	河北建投附属公司—河北天然气成立，供应天然气。
2002. 09	河北涿州至邯郸的长输管线建成，为保定、石家庄、邢台和邯郸地区供气。
2003. 09	在张家口设立测风塔，标志公司进入风电领域。
2005. 07	河北天然气引资香港中华煤气(0003. HK): 河北建投占 55%权益，香港中华煤气占 45%权益。
2006. 07	河北建投附属公司—河北新能源成立。
2006. 10	公司首个风电运营场—康保风电厂一期正式运营。
2010. 02	公司重组为股份有限公司。
2010. 10	新天绿色能源在香港主板成功上市，股份代号: 0956. HK。
2011. 08	公司首个 CNG 标准加气站，于沙河市正式营运。
2011. 12	公司第二条高压长输管道，高邑—清河管线工程投产运营。

资料来源：公司资料，兴证香港

1.3 公司的股权结构及控股股东

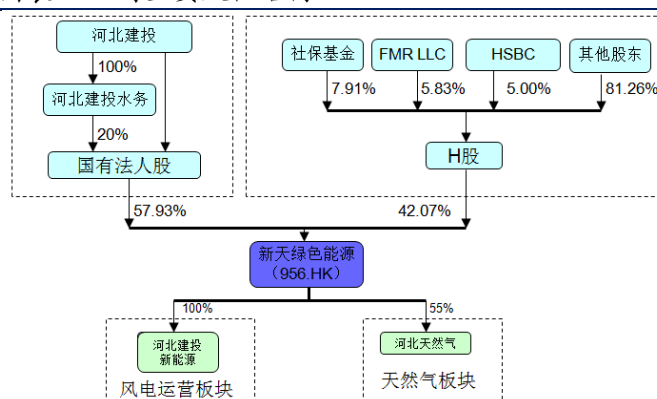
控股股东河北建投投资集团有限责任公司持有 18.76 亿(占总股份数 57.93%) 的国有法人股；H 股总股数 13.62 亿股(占总股份数 42.07%)。公司的最新股权结构如图 4 所示。

图表 3 新天绿色能源发展过程中的里程碑事件



资料来源：公司资料，兴证香港

图表 4 公司主要股权结构



资料来源：公司资料，兴证香港

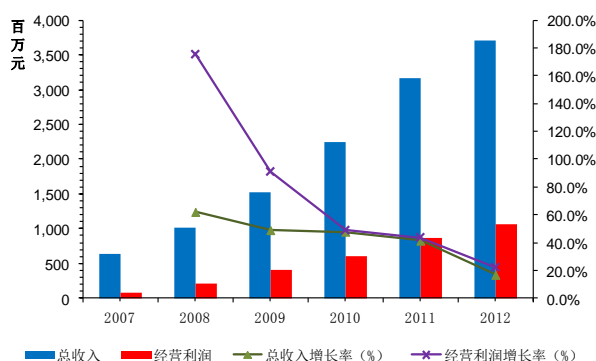
控股股东—河北建设投资集团有限责任公司(简称河北建投)是由河北省国资委履行监管职责的国有资本运营机构和投资主体。集团公司主要从事能源、交通、水务、旅游及商业地产等基础产业、基础设施和省支柱产业的投资与建设。

河北建投注册资本 150 亿元，拥有二、三级公司共 138 家，是河北省省属资产规模最大的国有投资控股公司。集团控股两家上市公司，即建投能源(000600. SZ)和新天绿色能源(0956. HK)，参股华能国际、大唐电力等上市公司。截至 2012 年底，集团合并总资产达到 962.0 亿元，净资产 372.0 亿元，实现合并营业收入 204.1 亿元，利润总额 10.8 亿元。

1.4 过往业务发展概况

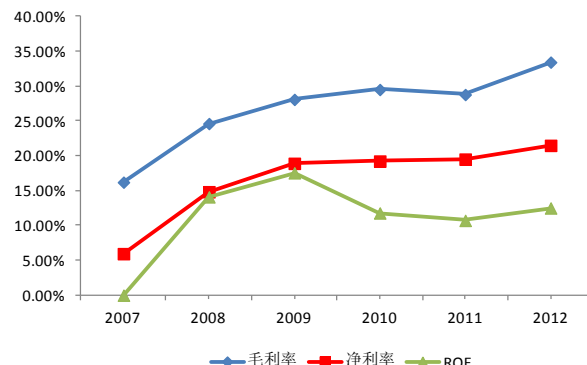
近几年新天绿色能源的营业收入和经营利润均保持高速增长，2007-2012 年，公司营业收入复合增速为 42.6%，主营利润复合增速高达 68.9%。最近 2013 上半年经营业绩，营业收入 22.06 亿元、税前利润 5.55 亿元，同比分别增长 19.7%及 5.7%；本公司股东净利润 3.30 亿元，每股盈利 10.18 分，每股净资产 1.80 元。

图表 5 主营收入和主营利润



资源来源：公司资料，兴证香港

图表 6 历年主要财务比率数据



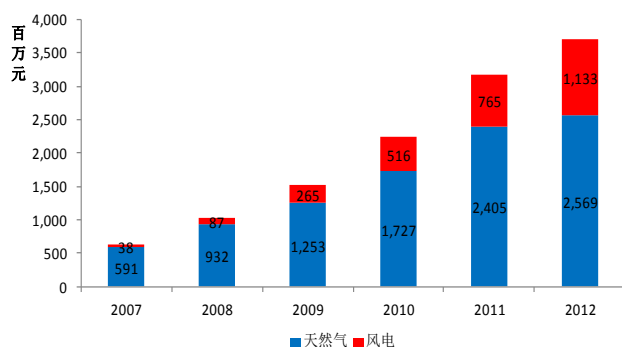
资源来源：公司资料，兴证香港

基于产品和服务类型，公司的产品主要可分为两个业务板块：

- (1) 天然气 - 该板块涉及批发和零售天然气和天然气用具及提供建造和接驳天然气管道的服务。
- (2) 风电 - 开发、管理和运营风电厂和生产电力，然后出售给外部电网公司。

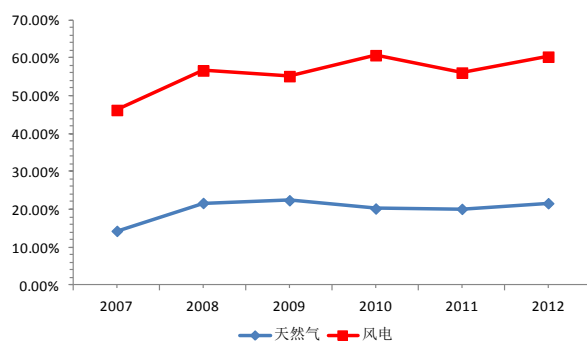
两个业务板块的收入构成和毛利率走势如下图所示：

图表 7 各分部业务的收入



资源来源：公司资料，兴证香港

图表 8 各分部业务毛利率走势图



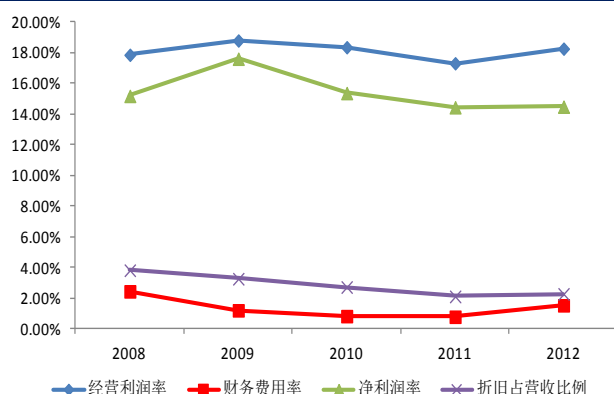
资源来源：公司资料，兴证香港

两个业务板块中，风电业务收入占比逐渐提升，截至 2013 年上半年，风电板块的营业收入占比已达总收入 33%。过往几年，天然气业务板块毛利率基本比较稳定。风电运营板块毛利率稳步提升，主要受益于风机价格下降和规模运营效率的提高。

公司的天然气业务和风电业务有着明显不同的财务构成结构比例。

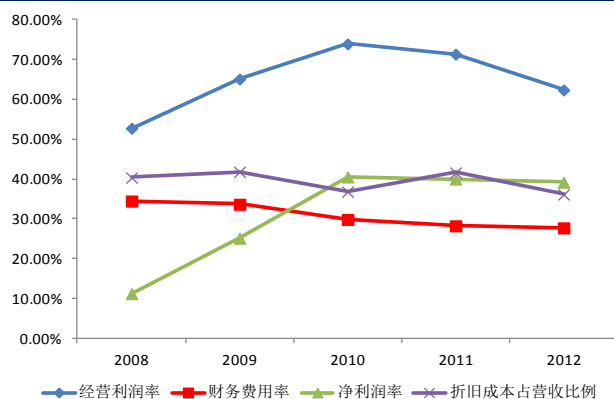
公司的天然气业务的毛利润主要来自天然气采购和销售之间的价差，只要天然气进价和销售价格没有发生大幅变动，毛利率相对就比较稳定。销售成本主要的构成是天然气采购成本，而其折旧成本也比较低，一般只占营收比例的 2-3%，行政管理费用也相对较低，经营利润率约在 18-19% 左右，公司过往数据显示财务费用约占营收比例在 1% 左右。

图表 9 公司天然气业务的财务结构比率



资料来源：公司资料，兴证香港

图表 10 公司风电业务的财务结构比率



资料来源：公司资料，兴证香港

2013 年 6 月 28 日，国家发改委公告了天然气价格调整方案，调整后全国平均门站价格由每立方米 1.69 元提高到每立方米 1.95 元，幅度为 15%，方案自 2013 年 7 月 10 日起执行。河北省发改委公告的河北省门站价格存量气最高为 2.24 元/立方米，增量气 3.12 元/立方米。公司天然气采购价格上涨，公司可以向批发客户和下游用户转移同等涨幅，因为管道运输费没有发生变化，故单位销气量的毛利润并不发生变化，毛利润随着销气量的提升而提升，但毛利率预计将会有有一个明显的下降幅度。

公司的风电业务是重资产的业务，生产成本的主要构成是风机等设备的折旧成本，一般达到了生产成本的 9 成以上，折旧成本占营收 35-40% 的比例，风电场的运营维护费用一般不高，尤其是新建风电场的运维费用，因为一般风机等设备制造商会提供几年的免费维修期。天然气业务的行政管理费用也较低，风电业务的经营利润率可达 60%，公司过往数据显示风电业务财务费用约占营收比例在 25-30% 左右，风电业务的净利润在 40% 左右。

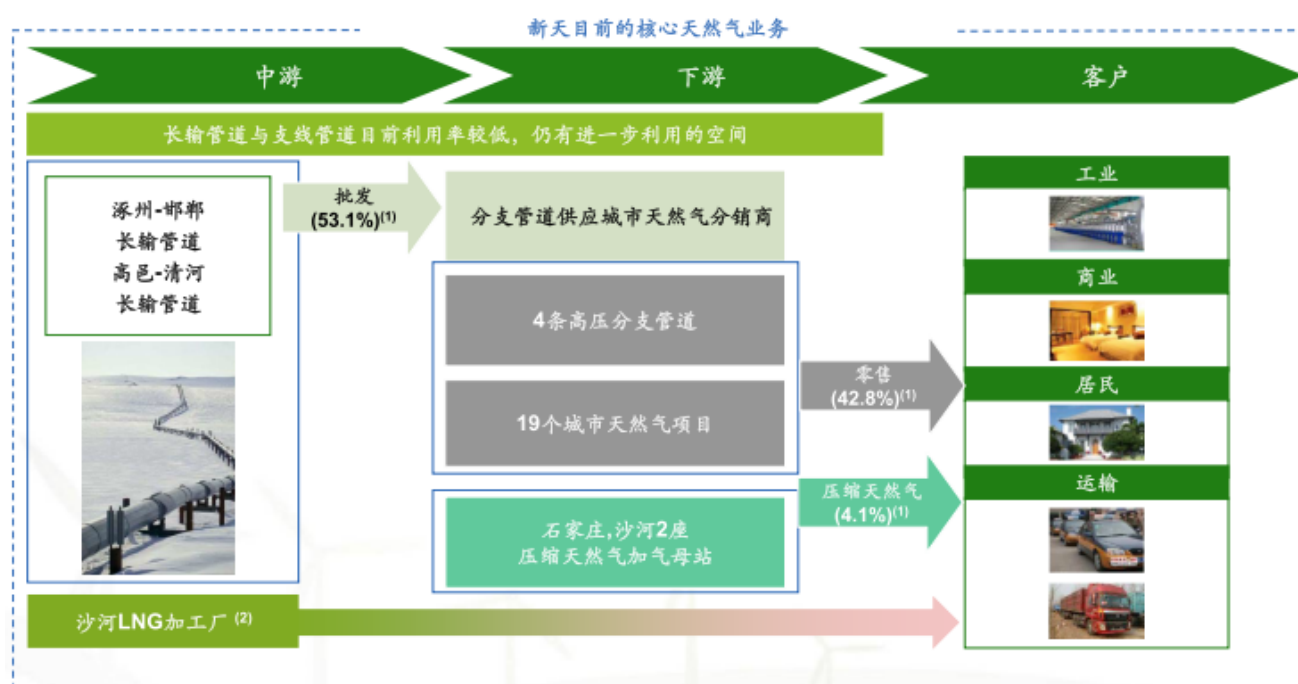
2、积极拓展天然气下游业务

2.1 河北省天然气市场的领导者

新天绿色能源公司是河北省最大的天然气分销商，截至2012年6月31日，公司共拥有19个城市天然气项目、长输天然气管道2条、高压分支管道4条、天然气分输站13座、压缩天然气母站2座以及加气子站2座，总计拥有天然气长输管网550公里，城市管网410公里。

新天绿色能源天然气业务中，下游结合，具有均衡布局的产业链结构：

图表 11 新天的天然气业务



资料来源：公司资料，兴证香港

另外，公司天然气基建管理工作推进顺利。2013年上半年，冀中十县管网一期项目施工完成75%，承德天然气利用一期项目管道施工基本完工，两座压缩天然气加气子站已完成规划，目前正在办理方案审批手续；沙河环城次高压管网项目已完成管道主体焊接工程。这些后续天然气管网建设为天然气业务持续发展奠定了基础。

2013年上半年，曹妃甸LNG接收站与码头项目一期工程完成总体进度的81%，工程建设按计划推进，预计2013年底开始外输天然气。

新天绿色能源是河北省天然气市场的领导者，2012 年公司天然气销售量占河北省总销售量的 28%，是河北省的龙头企业。

公司营运设施分布如下图所示：

图表12 截至2012年底公司的天然气营运设施分布图

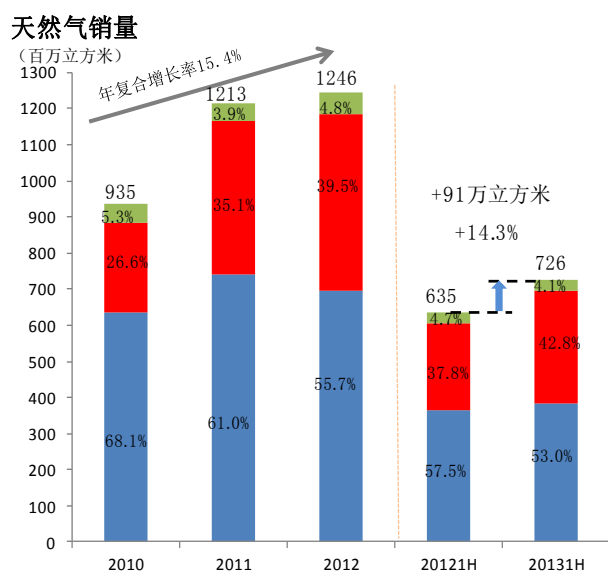


资料来源：公司资料，兴证香港

2.2 天然气业务稳健增长，积极拓展下游市场

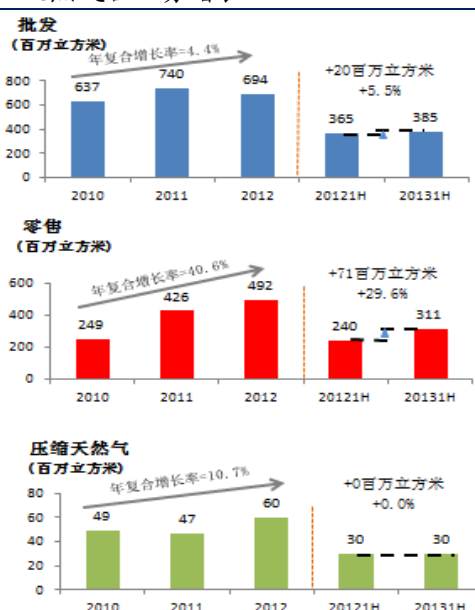
公司天然气业务稳健增长，过往三年天然气销量复合增长15.4%，其中天然气零售业务销量伴随着下游市场快速拓展，高速增长。截止2013年6月底，零售业务在天然气售气结构中的占比持续提升，已达到 46.8%。

图表 13 天然气销量稳健增长



资料来源：公司资料，兴证香港

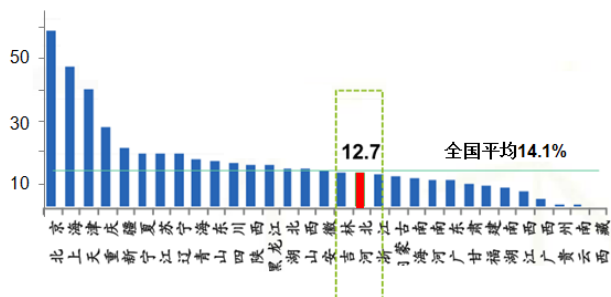
图表 14 天然气各业务增长



资料来源：公司资料，兴证香港

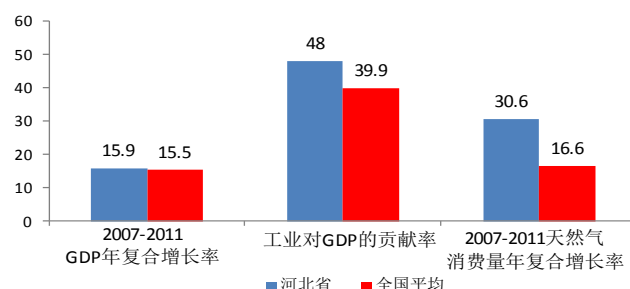
公司抓住天然气升级替代和新建经济开发区的有利时机，着力拓展下游业务范围。河北省的天然气渗透率较低，据国家统计局 2011 年数据，河北省的天然气渗透率仅为 12.7%，低于全国 14.1% 的平均渗透率。与此同时，河北省 2007-2011 年经济复合增速 15.9%，天然气消费量复合增速为 30.6%。较低的渗透率和高经济增长率奠定了未来数年河北省仍处于天然气高速发展阶段。

图表 15 我国各省市天然气渗透率



资源来源：国家统计局，兴证香港

图表 16 河北省经济增速增长迅速



资源来源：国家统计局，兴证香港

公司在拓展下游客户过程中，主要针对两块市场，一个是与未使用天然气的城市签署整体供气协议，这个过程可能涉及业务和股权收购以及改造旧的煤气管网工程。另一个积极拓展的市场是城市新建的开发区或新经济区。公司与当地政府签署经济区供气协议后开始铺设管网，由于没有旧的管线改造，这些新的经济开发区建设成本比较低，而且不少是工业用户，用气量都比较大。如邢台地区的沙河市由于玻璃产能聚集，用气量比较大。公司现已经提供供气的开发区有石家庄经济开发区、保定开发区、邯郸开发区、石家庄南部山前工业区、邢台开发区和乐亭新区等。

2.3 天然气业务具有天然的垄断优势

公司在天然气业务上的战略定位是：参与上游，控制中游，拓展下游。公司天然气中游批发业务具有垄断地位。公司现拥有 2 条高压长输管道，一条自北京南郊涿州至邯郸市，另一条为高邑至清河县。已建成的长输管道在天然气运输上具有自然垄断地位，即除非不能满足用气需求，否则不会有新的竞争者的进入这一区域。涿州-邯郸长输管道已经建成 10 年，供气最大容量为 15 亿立方米，近几年盈利指标越来越好。高清线长输管道于 2011 年 12 月投产，配合公司的冀中十县管网工程，业务辐射冀东南，为公司业绩持续增长打下基础。燃气批发利润率稳定，即不管线路距离、长度，每立方米一律加价 0.25 元，而最新开通的高清线每立方米加价 0.30 元/米。

同时，地方政府通常不会授权在同一地方建设超过一条支线管道，以避免资源的

重复配置。城市燃气项目，亦需要获得地方政府授予特许经营权，实质上具有排他经营的特性，特许经营的年限可长达50年，赋予营运商长期的垄断地位。

2.4 上游气源供应逐步多元化

当前公司天然气在上游供气主要来自中石油一家，这与我国的当前的能源开采体制有关。虽然公司与中石油合作关系十分良好，但公司长远规划上也在上游领域积极争取各种新的气源，保障气源供应。

□ 引进煤层气：公司已经与山西国际能源公司合作，引入山西的煤层气(上游管线是从山西黎城到河北邯郸涉县，下游管线从涉县至沙河市，设计输气量为4.9亿立方米，预期2015年建成通气)，这将有助于公司多方位拓展上游气源。

□ 液化天然气：公司参股的曹妃甸LNG接收站与码头项目一期项目，目前工程完成总体进度的81%，预计2013年底开始外输天然气。

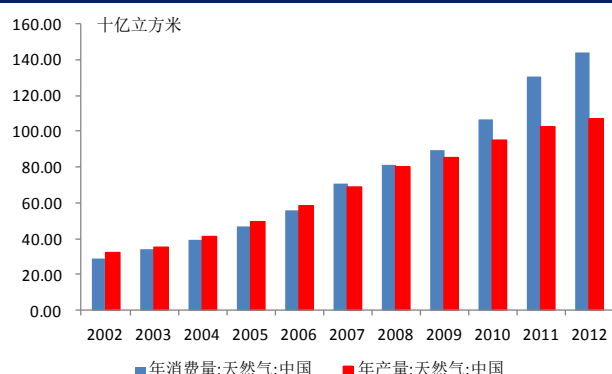
□ 煤制天然气：公司与河北建投内蒙古能源有限公司签订供用气框架协议；公司与中海油新能源投资有限责任公司签署合作协议。

2.5 中国天然气消费进入高速增长阶段

天然气是优质、高效、洁净的能源，液化天然气可以像石油一样安全方便地储存及运输，液化天然气技术的发展，提高了天然气在全球的竞争性。作为“对环境友好的低碳”能源，天然气的地位日益上升，市场前景十分广阔。

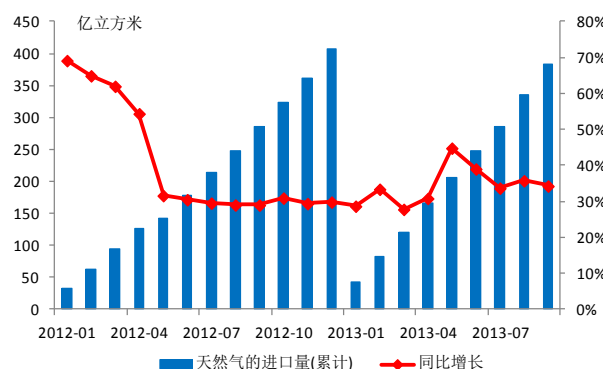
2003年至2012年，中国天然气消费量从339亿立方米增长至1,438亿立方米，行业复合增速保持17%。近年来我国天然气需求增长强劲，导致进口急剧攀升。2013年上半年，我国天然气进口量同比增长仍高达39.1%。

图表 17 中国过去 10 年天然气产量和消费量



资料来源: Wind, 兴证香港

图表 18 中国天然气月度进口同比增长



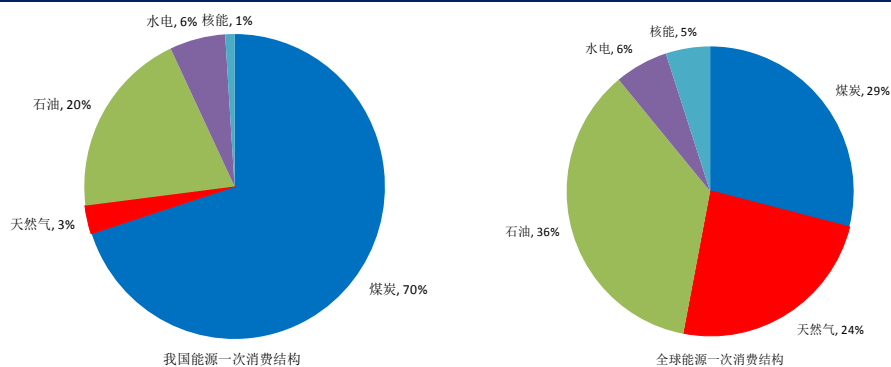
资料来源: Wind, 兴证香港

我们认为，未来数年仍是中国天然气消费高速增长时期：

- 1、天然气的使用日益广泛。近年来，天然气作为一种高效、优质、清洁燃料，应用范围越来越广。在民用天然气不断扩容的同时，国内部分省市推行 CNG 汽车规划，以及发电、化工等天然气工业项目的相继开建，也进一步刺激了天然气需求的膨胀。
- 2、石油能源的替代效应。由于石油资源相对有限，再加上原油价格维持在相对较高价位，引起世界各国更加重视天然气对石油的替代。
- 3、环保治理压力。当前我国很多地区雾霾严重，大气治理刻不容缓。使用天然气清洁能源是改善大气污染的有效途径之一。
- 4、美国页岩气革命的成功为世界各国发展替代清洁能源提供了借鉴作用。

我国能源结构以煤炭为主，石油、天然气所占比例较小。相比原油，我国天然气储量相对丰富，根据英国石油（BP）公司的统计，截至2008年年底，我国原油储量为155亿桶，储采比为11.1，天然气储量为2.46万亿立方米，储采比为32.3，发展天然气产业具有坚实的基础。可以预见，未来天然气在我国一次能源消费中的比重将逐步提高。

图表 19 我国与世界的能源消费结构比较图



资料来源：兴证香港

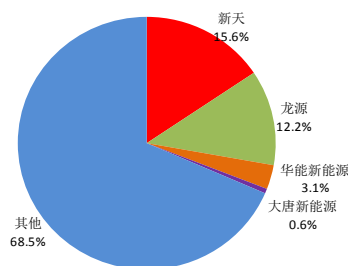
3、高效益的风电业务

3.1 中国十大风电运营商之一

截至2012年12月31日，新天绿色能源控股风电场23个，控股装机容量1,346.3兆瓦，权益装机容量1,193.6兆瓦，根据中国水利水电集团研究报告，以控股装机容量计算，新天绿色能源是河北省最大的风电运营商，是中国十大风电运营商之一。

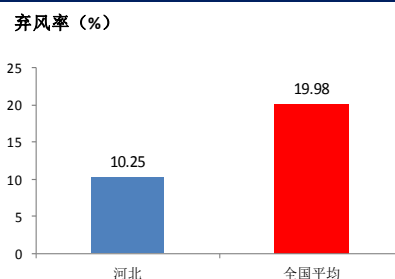
河北省是全国第二大风电大省，新天绿色能源在河北风电市场占有率拥有领军地位，因靠近京津塘电网，河北省的风电消纳能力高于全国水平。

图表 20 河北省风电市场装机量占有率



资料来源：中国风能协会，兴证香港

图表 21 河北区域风电弃风率



资料来源：公司资料，兴证香港

2013年上半年，公司控股运营风电场容量1,346.3兆瓦，同比增长12.07%，实现控股总发电量16.10亿千瓦时，比上年同期增长27.07%；风电业务实现销售收入人民币7.37亿元，比上年同期增长29.0%；公司在建风电项目5个，建设容量350兆瓦，筹建风电项目7个，建设容量748兆瓦。

图表22 公司经营的风电运营场

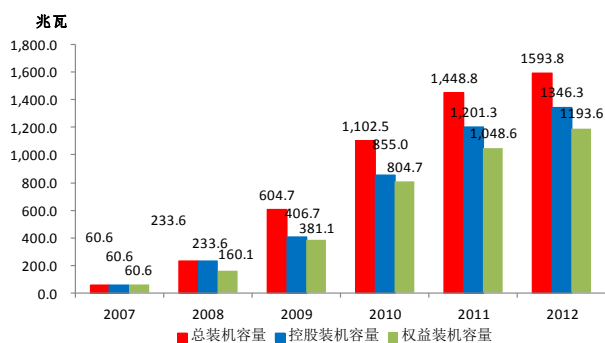


资料来源：公司资料，兴证香港

3.2 风电运营效率持续提升

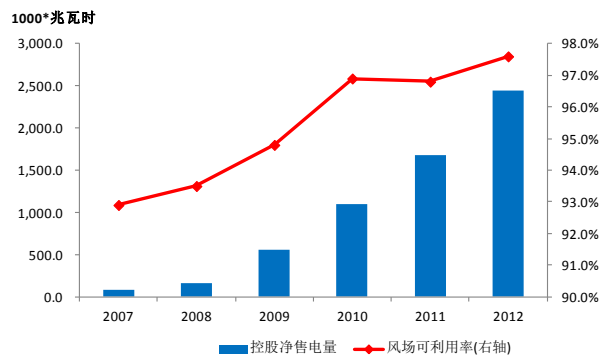
公司风电业务装机容量近几年均保持高速增长态势，经营效率不断提高。

图表23 公司风电装机容量



资料来源：公司资料，兴证香港

图表24 公司控股净销售电量和风场可利用率

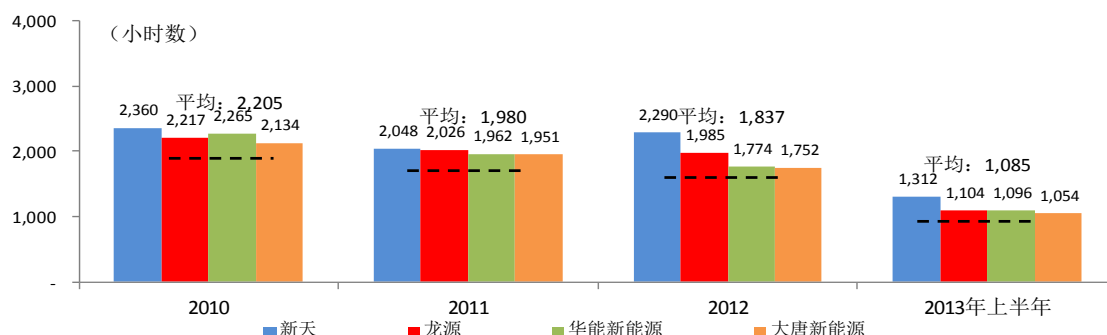


资料来源：公司资料，兴证香港

公司的风电控股装机容量从2007年60.6兆瓦到2012年1,364.3兆瓦，复合年增速86.79%。同时由于公司风电运营规模提升，管理运行效率不断提高，风场可利用率上的不断提升。

公司为此还成立了专门从事风电场运行维护的附属公司－河北新天科创新能源技术有限公司，负责本公司所有风电场运营和维护的专业化管理。独立、统一的管理方式带来显著成效，使风电场运行效率大幅提升，截至2012年12月31日，公司的平均综合场用电率控制在2.39%，平均风电场可利用率达到97.6%，比2011年增长0.8个百分点，全年平均利用小时数为2,290小时，同比增长242小时，高于风电行业全国平均水平。

图表 25 风电可利用小时数领先同行



资料来源：公司资料，兴证香港

公司积极对风电场进行低电压穿越、无功补偿装置、风功率预测系统等进行技术改造，截至2012年12月31日，公司风电场的技术改造工作已基本完成，能够满足电网公司对风电场的并网要求。成功进行的技术改造为风电场平稳运营提供了保障。

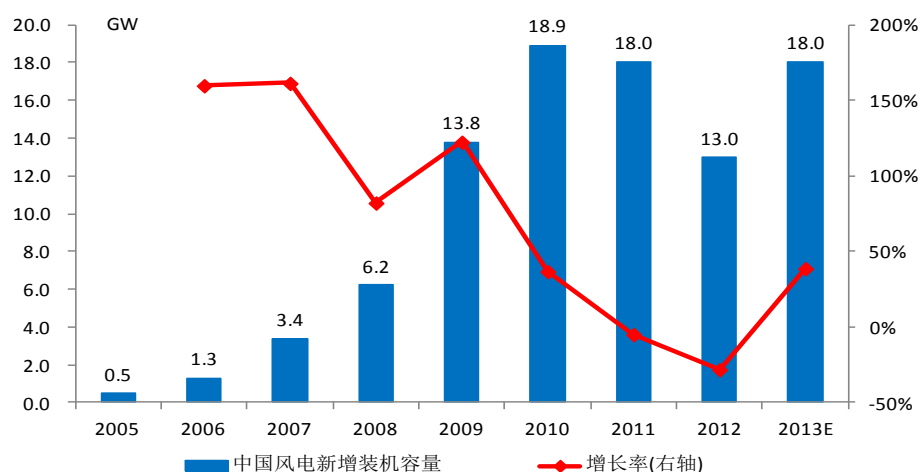
3.3 风电行业增速触底反弹，长期看增长空间依然广阔

据全球风能理事会统计，2012年，全球新增风电装机4,471万千瓦，与2011年4,056万千瓦的新增装机容量相比有所增加，连续三年保持在4,000万千瓦左右，全球风电开始进入平稳发展阶段。2012年，美国以1,312.4万千瓦的优势，重回年新增装机市场全球第一的地位。

根据中国风能协会公布的2012年风电装机容量数据：2012年中国（不包括台湾地区）新增安装风电机组7,872台，装机容量12,960MW，同比下降26.5%；累计安装风电机组53,764台，装机容量75,324.2MW，同比增长20.8%。但相比2008年、2009年中国风电装机超高速增长，2012年行业增速触底，风机等设备制造行业进入整合期。

国家能源局此前在全国能源工作会议上表示，2013年全国能源重点推进八方面工作，其中提出今年全年风电新增装机容量目标为18GW。

图表26 中国新增风电装机容量及增长率



资料来源：中国风能协会，兴证香港

国家能源局2012年8月发布的《可再生能源发展“十二五”规划》中强调了风电行业的规范化发展，确定了开发布局和建设重点，风电行业也将步入稳健、高质量的发展道路。

□ 2015年发展目标：累计并网风电装机达到100吉瓦，年发电量超过190,000吉瓦时，其中海上风电装机达到5吉瓦，基本形成完整的、具有国际竞争力的风电装备制造产业。

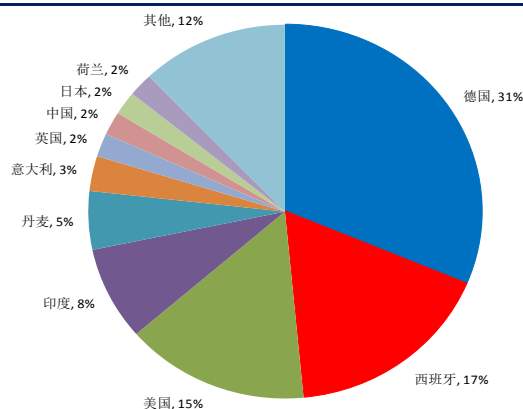
□ 2020年发展目标：累计并网风电装机达到200吉瓦，年发电量超过390,000吉瓦时，其中海上风电装机达到30吉瓦，风电成为电力系统的重要电源。

截止2012年，我国风电累计装机容量已达 75.32GW。根据上述国家能源工作会议报告，我国争取在2020年非化石能源占一次能源消费比重达到15%左右。按照这个目标推算，我国风电总装机规划也是2015年达到100GW，2020年达到200GW。

2011年10月19日发布的《中国风电发展路线2050》中也表示，到 2020、2030、2050年，风电装机容量将分别达到 200GW、400GW、1000GW。就目前全国75GW的装机总容量来看，未来风电行业仍有相当大的提升空间。

从另外一个角度看，与西方发达国家相比，我国的风电能源在总能源占比中比例很小，还有相当大的提升空间。根据2011年数据，我国的风电发电量仅占全部发电量的2%，而德国为31%，西班牙16%，美国15%。所以从技术角度上看风电并网并不是限制风电最高比例限额的因素，长期来看我国风电增长空间依然广阔。

图表27 2011年全球十大风电装机国的风电装机容量占比



资料来源：全国风力发电信息中心，兴证香港

3.4 风资源储备丰富，项目经验丰富

新天绿色能源已拥有十多年的风电开发经验，秉承“立足陆上，面向海上，全国布局的开发思路风电项目包含陆上、海上且项目已经遍及全国17个省区。

公司储备风电项目数量充足，处于立项及核准阶段的总装机容量为2,897.9兆瓦，且多位于不限电区域

公司风电项目中有多项第一：

- ☐ 唐山海上风电项目是我国北方首个获得国家立项批复的海上风电场
- ☐ 承德丰宁风电项目是河北单体项目容量最大的陆上风电场
- ☐ 新疆若羌风电项目是南疆区域第一个风电场
- ☐ 云南建水风电项目是西南地区单体容量最大的风电场

图表 28 风资源及立项储备项目分布示意图

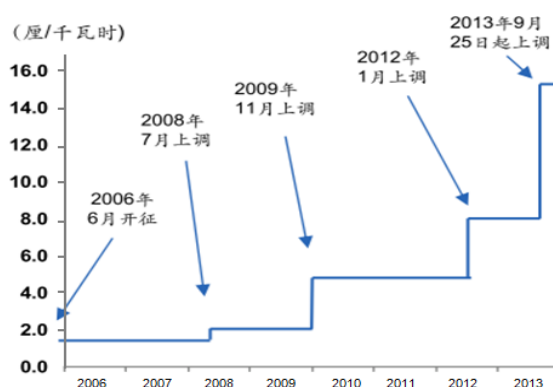


资料来源：中国风能协会，兴证香港

3.5 行业利好政策频出助力行业发展

2013年8月底，国家发改委宣布将可再生能源电价附加标准由每千瓦时8厘钱提高到15厘钱；2012年3月电价补贴方式将逐步改为按月结算。上述政策为公司享受电价补贴提供了政策和资金保障，并有利于加速资金周转。同时，专为可再生能源发电项目接入电网系统而发生的工程投资和运行维护费用，按上网电量给予适当补助，也有利于公司未来新建风电场的接网。

图表 29 可再生能源附加费逐步提高



资料来源：中国风能协会，兴证香港

2012年3月出台的《可再生能源电价附加补助资金管理暂行办法》中明确规定，电网企业将按月与可再生能源发电企业结算电费。电价附加按月结算将改变以往风电上网电价与火电标杆上网电价的差额部分结算相对滞后的情况，可使公司及时回收售电收入，有利于加速资金周转，降低财务费用。

4、环保治理引致清洁能源需求

4.1 我国大气污染严重，雾霾天气频发

近些年来随着工业化的发展和城镇化的加速，以及人们生活水平的提高，大量的人涌入城市，但由于我国能源结构的不合理和环保治理不重视，我国的大气、水资源等生态系统出现了各种各样的严重污染问题。

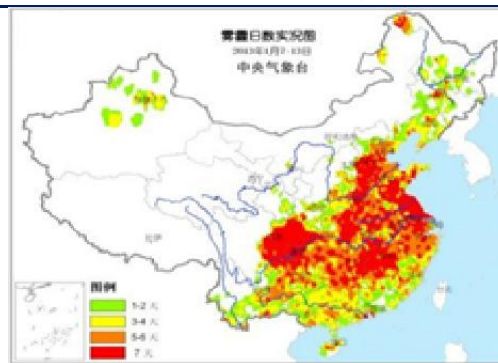
近些年来全国已经有很多城市都接连出现了雾霾天气。雾霾天气可以引致人体呼吸系统、心血管系统等多种疾病，如引起鼻炎、支气管炎等病症，长期处于这种环境还会诱发肺癌。雾霾还会造成城市里能见度低，影响交通安全等其他问题。

图表 30 北京的雾霾天气



资源来源：互联网，兴证香港

图表 31 我国多数地区遭受长时间雾霾天气



资源来源：中央气象台，兴证香港

国家气候中心监测显示，1961-2012年，全国平均的年霾日数呈显著增加趋势。本世纪以来，全国霾日数增加明显，中东部地区霾日数有显著增多趋势。据环保部门最新统计，目前一些大城市的灰霾天数，已经达到全年的30%以上，有的甚至达到全年的一半左右。

雾霾天气唤起了民众对空气污染系统性治理的强烈诉求，以治理 PM2.5 污染为目标的环保革命已刻不容缓。

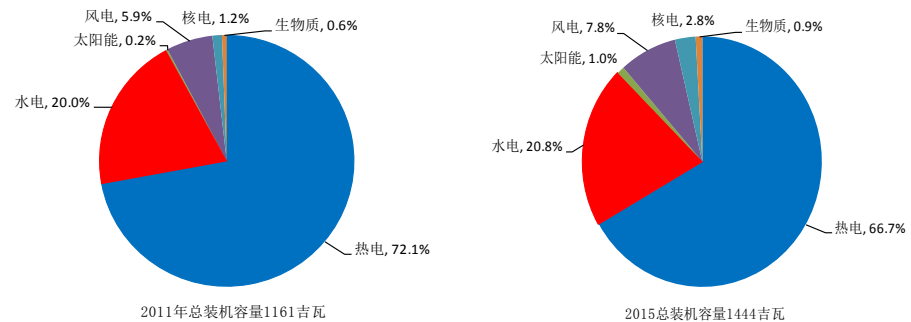
4.2 大气治理引致清洁能源发展的刚性需求

当前我国正处于工业化中后期和城镇化加速发展的阶段，不少地区污染排放严重，而且以水泥、钢铁、焦化等重化工业为主的产业结构，对资源环境造成的压力还在持续增大。

由于很多生产生活过程都会产生大气污染，因此治理改善大气环境是一项综合、系统工程。而来自于燃煤电厂、机动车尾气排放等方面的氮氧化物正是可以在空

气中转化成 PM2.5 的气体污染物之一。我们认为大气环保治理需进行经济结构转型升级，并大力进行能源结构调整，因此清洁能源对煤电的替代已是大势所趋。

图表32 我国电力来源结构

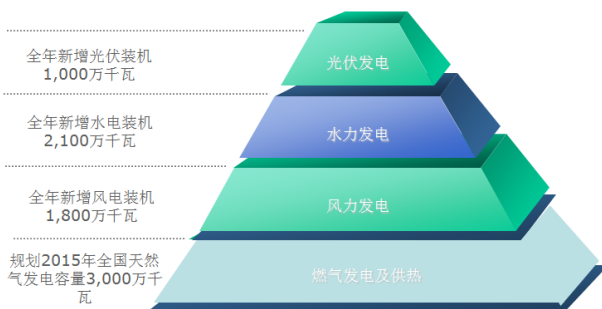


资料来源：中国电力企业联合会，中国风能协会，兴证香港

环保重压之下的国家政策将长期支持清洁能源和可再生能源的发展。清洁能源技术包括水力、风力、分布式能源、核能、太阳能、生物质和潮汐。可再生能源在自然界可以循环再生，不包括上述清洁能源定义中的分布式能源和核能。

2007年9月，中国政府发布《可再生能源中长期发展规划》，提出在2020年之前将可再生能源在一次能源总消耗量中的比重提高到15%。2009年11月25日，中国政府宣布拟在2020年之前将每单位GDP的二氧化碳排放量较2005年的水平降低40.0%至45.0%，这意味着中国政府将对清洁能源的发展必须给予持续支持。

图表33 清洁能源前景发展广阔



资料来源：兴证香港

图表34 我国电力生产上网调度顺序

1	不可调节可再生能源，例如风能、太阳能、海洋能及水电等
2	可调节可再生能源，例如水电、生物质能及地热能以及环保垃圾焚烧发电机组
3	核电发电机组
4	带热负荷的燃煤型联供发电机组，以及使用包括余热、余气、余压、以及煤矸石、煤层气等综合资源的发电机组
5	燃气发电机组
6	其它燃煤发电机组，包括无热负荷联供发电机组

资料来源：中国电力企业联合会，兴证香港

我们认为，大力发展清洁能源是应对国家能源需求及环境保护需要的长远解决方案。因为一方面是国家经济增长产生对电力需求不断增加，另一方面是必须要面对资源短缺和环境治理的压力，欲协调二者的矛盾，就必须实行能源结构转型，大力发展清洁能源。

4.3 河北乃京畿重地，清洁能源须先行

北京作为全国的首都，河北作为京畿之地其重要性不言而喻。然而多年以来，北京地区环境污染愈发严重，民众反应强烈。2013 年 1 月份，北京地区持续雾霾天气，一个月北京市雾霾天气的天数达到 25 天，只有 5 天空气是相对比较干净的。

根据环境保护部发布的第一季度 74 个城市空气质量状况，全国前十个空气污染最严重的城市中河北省占据 6 个。

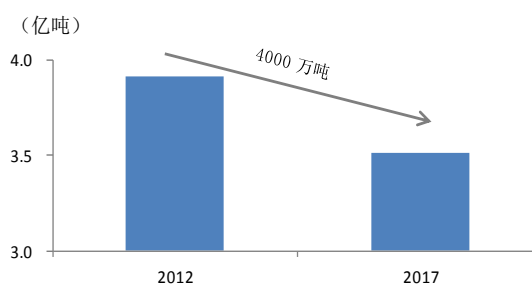
图表35 我国前十大污染城市排名

污染排名	城市	省份	空气质量综合指数
1	唐山	河北省	7.93
2	石家庄	河北省	6.93
3	西安	陕西省	6.92
4	成都	四川省	6.81
5	邢台	河北省	6.70
6	保定	河北省	6.52
7	西宁	青海省	6.11
8	邯郸	河北省	5.98
9	廊坊	河北省	5.58
10	太原	山西省	5.38

资料来源：环保部，兴证香港

图表36 河北省煤炭消费必须限制量

根据《河北省大气污染防治行动实施方案》，2017年煤炭消费比2012年净减少4000万吨



资料来源：网络资料，兴证香港

环绕京津的河北地区现在年煤炭消耗量约2亿吨标煤，而河北政府要求在5年内，将煤炭消费在当前的量上减少4,000万吨。天然气、风电等清洁能源未来数年受惠于政策的支持而必将快速发展。

河北地区包围京津的独特区位地域特征显示对清洁能源需求已刻不容缓。新天绿色能源的天然气业务和风电业务均是国家政策大力支持的清洁能源，因此公司的业务方向前景广阔。

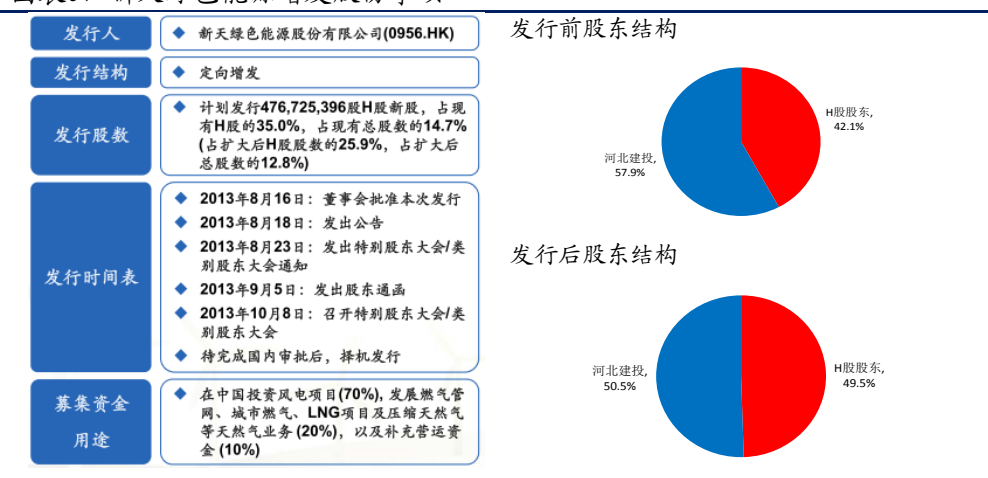
4.4 拟增发H股，大力发展清洁能源

为了抓住清洁能源发展的历史机遇，公司拟增发H股，大力发展清洁能源。公司公告拟定向增发约 4.77 亿股 H 股，占现有 H 股的 35%，占现有总股数的 14.7%。募集资金约 70%投资风电项目，20%投资于燃气项目，剩余补充营运资金。

增发所募集资金将用于大力发展燃气业务以及以风力发电为主的可再生能源发电业务。此举可保持公司在河北市场的领军地位并向全国范围内扩张。增发 H 股扩大了股东基础，吸引更多投资者关注，发行后 H 股股东持股比例将从现有的 42.1%增加到 49.5%，从而提升公司股份流动性。此次资本融资将优化公司资本

结构，降低财务成本。

图表37 新天绿色能源增发股份事项



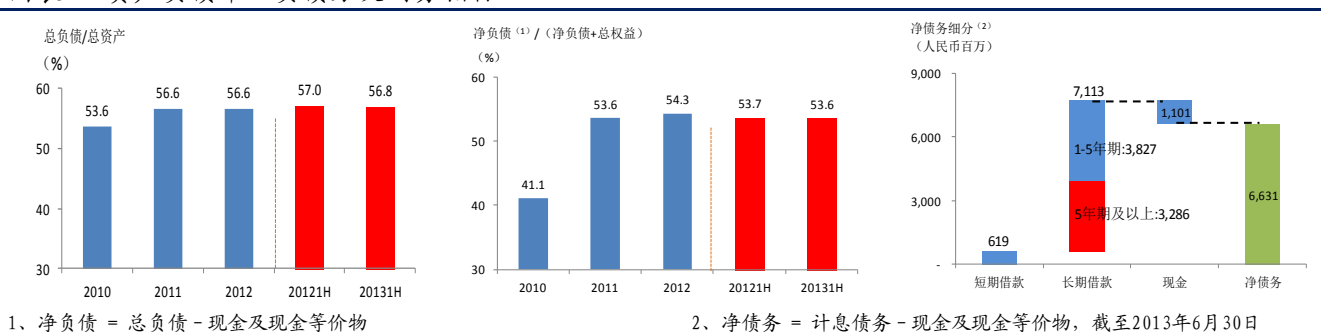
资料来源：公司资料，兴证香港

我们认为，当前面临清洁能源大力发展的历史良遇，公司通过增发股份募集资金将加快公司业务的发展步伐，有助于进一步提升公司行业的竞争力，巩固新天绿色能源在河北省清洁能源领域的领军地位并向全国范围快速扩张。

4、稳健的财务状况

从下表的财务比例分析中可以看出，公司在 2007-2009 年间高速发展，资产负债比率也较为稳定，2010 年公司成功上市后，公司的财务状况得到极大改善。当前公司的流动比率、负债比率以及利息保障倍数都处于较为安全的区域。

图表38 资产负债率及负债分类财务指标



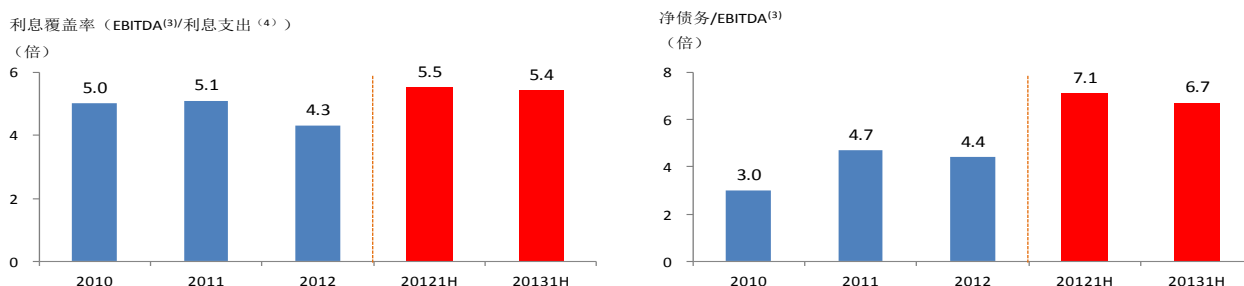
1、净负债 = 总负债 - 现金及现金等价物

2、净债务 = 计息债务 - 现金及现金等价物，截至2013年6月30日

资料来源：公司资料，兴证香港

公司运营稳健，多年来资产负债率维持在 56-57%左右。净债务结构较为合理，其中长期负债占比较大，有效支持了公司对长期资本的需求。从利息覆盖率指标看，公司财务状况也处于较为安全的状态。

图表39 利息覆盖率及债务风险指标



3、EBITDA=运营利润+折旧与摊销

4、不包括资本化部分

资料来源：公司资料，兴证香港

在资本开支方面，与天然气管道建设相比，风电运营场的资本开支是比较大的。假若按照当前行业内每千瓦 8,000 元投资开支计算，100MW 装机容量大约则需要 8 亿资本投入。

公司规划 2015 年风电控股装机量要达到 2.5GW。风电板块预计今年装机容量增加 250MW。今年上半年资本开支为 6.13 亿元，预计下半年还有 22 亿元资本开支。

我们认为，公司的财务状况是有安全边际的：

- 1、公司天然气和风电运营两块业务的现金流都是稳定流入的。公司的燃气批发业务是同客户先签订购气协议，然后采用每旬预付方式收费，即在上一旬采取多退少补的基础上预交本旬用气费用。风电销售的收入按照每月上网电量乘以标杆电价由电网公司进行结算，差价的清洁电费收入按照月进行结算。
- 2、公司资信评级优良，具有较高的银行授信规模。公司是河北省建行两家 AAA 客户之一。公司在资本市场的直接融资利率也比较低，2011 年 11 月份，公司发行 20 亿公司债券，其中 6 年期利率 5.3%，7 年期利率 5.4%。
- 3、公司在内部组建了两个行业共用的资金池，一方面有稳定的业务现金流入，另一方面可以优先偿还掉一些利率较高的负债，从而有效的降低公司的财务费用支出。公司的两个业务板块的投资及回报模式形成互补、有利于公司整体的内部资金调配，以优化资源配置效率。
- 4、拟增发 H 股所融资本将充实发展资本，为公司业务发展提供资金支持。

5、盈利预测与估值

5.1 销售收入预测

我们对新天绿色能源公司的销售收入预测主要基于以下假设：

- 1、天然气燃气业务：预计今年销售气量增长 19-20%。2012 年公司销售天然气 12.46 亿立方米，公司规划 2015 年要销售超过 18 亿立方米，即每年复合增长 15%以上。今年 7 月份天然气提价，提价后平均进价从 1.67 元/立方米提升到 2.11 元/立方米，同样公司对提价向批发客户和下游进行转嫁，故预计天然气销售总收入今年同比增长可达 28%以上。毛利率受提价因素影响则有明显下降，唯终端零售占比逐渐提升而部分弥补毛利率下降的幅度。
- 2、风电业务：2012 年公司新增控股装机容量同比增长 12.07%，按照公司的风电装机规划，2013 年新增装机 250MW，同比增长 18.5%，2014-2015 年新增 400MW 和 500MW，约复合增长 25%。今年上半年风资源较好，公司风电业务收入同比增长 29%，控股发电量比上年度的增长 27.1%至 16.1 亿千瓦时；风电场平均风机利用小时数为 1,312 小时，较去年同期增长 56 小时。预计 2013 年全年风电发电量 32.69 亿度，风电收入同比增长约 24%左右。毛利率随着运营效率的提高而略有小幅提升空间。

图表 40 收入预测明细表

单位：千元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
汇总						
营业总收入	2,242,757	3,169,831	3,702,079	4,757,547	6,077,483	7,857,670
增长率	47.82%	41.34%	16.79%	28.51%	27.74%	29.29%
毛利	652,642	912,849	1,246,999	1,449,571	1,807,840	2,217,558
毛利率	29.10%	28.80%	33.68%	30.47%	29.75%	28.22%
分部业务： 天然气						
营业收入	1,726,918	2,404,749	2,569,338	3,350,992	4,299,946	5,586,490
增长率	37.86%	39.25%	6.84%	30.42%	28.32%	29.92%
销售成本	(1,378,081)	(1,921,394)	(2,024,638)	(2,787,551)	(3,611,955)	(4,788,420)
毛利	348,837	483,355	544,700	563,441	687,991	798,070
毛利率	20.20%	20.10%	21.20%	16.81%	16.00%	14.29%
分部业务： 风电						
营业收入	515,839	765,082	1,132,741	1,406,555	1,777,537	2,271,181
增长率	94.97%	48.32%	48.05%	24.17%	26.38%	27.77%
销售成本	(202,725)	(335,871)	(430,442)	(520,425)	(657,689)	(851,693)
毛利	313,114	429,211	702,299	886,130	1,119,848	1,419,488
毛利率	60.70%	56.10%	62.00%	63.00%	63.00%	62.50%

资料来源：公司资料、兴证香港预测

综合以上假设，我们预测新天绿色能源于 2013-2015 的销售收入分别为 47.58 亿、60.77 亿和 78.58 亿元，同比分别增长 28.51%、27.74%和 29.29%，年均复合增长率约合 28.51%。

5.2 经营费用及利润预测

我们对利润表的预测主要基于以下假设：

- 1、销售费用率：天然气业务和风电场运营业务都具客户较为稳定的特性，天然气的管道业务更具有垄断性，风电场电力也销售给单一的电网公司，因此公司的销售费用一向比较低。管理费用率：我们认为行政管理开支费用具有规模效应，因此增长幅度低于营收增速。
- 2、今年风电 CDM 收入同比将大幅降低，2012 年 CDM 收入 4,400 万元，我们假设 2013 年 CDM 贡献仅 300 万元。
- 3、所得税税率：天然气业务方面，两免三减半的优惠税率于 2012 年到期，2013-2015 年实行 25%所得税税率，这与 2012 年 12.5%的所得税税率将有大幅提高。风电方面，因为新增装机具有优惠税率，因此维持 8-9%的所得税税率。因此今年综合加权所得税税率将明显提升，我们预估为 18%左右，并且我们假定公司未来得税税率还有小幅上升趋势。
- 4、公司参股 20%的唐山 LNG 码头业务于 2014 年贡献投资收益，我们预计 2014 年贡献 3,000 万元投资收益。
- 5、我们预测 2013-2015 年公司维持 15%的派息率。
- 6、预计 2014 年公司将增发 14.7% H 股股份，我们在 2014 年进行全面摊薄估算。

其它数据假定 2013 年上半年财报披露的数据比率均保持相对稳定。

图表 41 利润预测表

RMB 千元	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	2,242,757	3,169,831	3,702,079	4,757,547	6,077,483	7,857,670
增长	47.8%	41.3%	16.8%	28.5%	27.7%	29.3%
毛利	662,042	912,849	1,238,347	1,449,571	1,807,840	2,217,558
毛利率	29.5%	28.8%	33.5%	30.5%	29.7%	28.2%
其它收入	84,048	135,009	77,942	40,669	21,340	39,314
销售及分销开支	(358)	(664)	(505)	(520)	(536)	(552)
占销售收入比	0.02%	0.02%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%
行政开支	(100,572)	(151,956)	(194,523)	(223,701)	(257,257)	(295,845)
占销售收入比	4.5%	4.8%	5.3%	4.7%	4.2%	3.8%
其它开支	(37,591)	(22,068)	(54,137)	(4,382)	(29,260)	(16,821)
经营利润	607,569	873,170	1,067,124	1,261,636	1,542,128	1,943,654
增长	48.9%	43.7%	22.2%	18.2%	22.2%	26.0%
营业利润率	27.1%	27.5%	28.8%	26.5%	25.4%	24.7%
财务收入（净额）	(168,066)	(244,924)	(353,623)	(431,719)	(551,496)	(713,037)
税前利润	489,872	700,785	803,438	933,344	1,125,088	1,378,518
增长	60.2%	43.1%	14.6%	16.2%	20.5%	22.5%
所得税	(58,181)	(81,797)	(7,415)	(172,669)	(202,516)	(248,133)
实际税率	11.9%	11.7%	0.9%	18.5%	18.0%	18.0%
股东应占溢利	279,719	448,908	549,701	526,545	660,760	837,049
增长	68.2%	60.5%	22.5%	-4.2%	25.5%	26.7%
基本每股收益(分)	12.38	13.86	16.97	16.26	17.79	22.53

资料来源：公司资料，兴证香港预测

综合以上分析，我们预测新天绿色能源 2013-2015 的权益持有人净利的年均复合增长率为 15%，对应 EPS (每股基本收益) 分别为 0.16、0.18 和 0.23 元 (若按 1.26 港元/人民币汇率计算，相当于 0.20、0.22、0.28 港元)。

5.3 目标价

我们采用 P/E 相对估值法对新天绿色能源进行估值。我们预测 2013-2015 年公司天然气业务净利润分别为 3.36、3.88 和 4.48 亿元，按 55% 股东权益计算，归属上市公司股东净利润为 1.85、2.13 和 2.46 亿元；风电业务净利润为 4.64、5.67 和 6.59 亿元，按 85% 的权益计算，归属于上市公司股东净利润为 3.94、4.82 和 5.60 亿元。参照风电运营类公司平均估值 15 倍，燃气销售行业 21 倍的估值，综合给予新天绿色能源未来 12 个月内 3.28 港元的目标价。目标价约相当于 2013-2015 年 PE 为 16.0、14.6、11.6 倍，目标价较现价 2.83 港元约有 15.90% 的上升空间，故我们首次给予其“买入”投资评级。

5.4 同类公司估值比较

图表 42 同类公司估值比较

港股风电运营类上市公司										
股票代码	公司名称	HKD		净资产收益率 (2012)	EPS (HKD)			P/E		
		股价	市值(亿)		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
0579 HK	京能清洁能源	3.42	210.3	9.39%	0.26	0.37	0.45	13.44	9.22	7.69
0916 HK	龙源电力	9.19	743.8	9.59%	0.49	0.62	0.74	18.86	14.92	12.54
0816 HK	华电福新	2.66	202.8	9.97%	0.25	0.30	0.37	10.76	9.04	7.18
1798 HK	大唐新能源	1.48	107.7	1.25%	0.08	0.13	0.18	18.24	11.85	8.14
0958 HK	华能新能源	3.10	261.9	4.82%	0.17	0.23	0.30	18.14	13.32	10.44
平均				7.01%				15.89	11.67	9.20
港股燃气业务相关上市公司										
股票代码	公司名称	HKD		净资产收益率 (2012)	EPS (HKD)			P/E		
		股价	市值(亿)		2013E	2014E	2015E	2013E	2014E	2015E
0392 HK	北京控股	60.30	703.5	7.11%	3.26	4.01	4.85	18.19	14.79	12.22
1083 HK	港华燃气	7.47	195.2	8.27%	0.40	0.48	0.56	18.57	15.54	13.29
1193 HK	华润燃气	20.15	448.1	15.50%	0.97	1.19	1.44	20.64	16.80	13.89
1265 HK	天津天联公用	2.00	36.8	8.20%	0.10	0.15	0.19	20.08	13.38	10.53
1600 HK	天伦燃气	7.00	58.0	19.61%	0.30	0.41	0.52	23.50	17.14	13.49
2688 HK	新奥能源	44.10	477.5	18.58%	2.12	2.59	2.99	20.17	16.50	14.27
0003 HK	中华煤气	18.06	1,726.5	17.65%	0.78	0.84	0.89	23.12	21.56	20.19
0384 HK	中国燃气	8.60	412.9	10.22%	0.33	0.45	0.53	25.53	18.64	15.67
平均				13.14%				21.23	16.8	14.2
0956.HK	新天绿色能源	2.83	91.6	12.52%	0.20	0.22	0.28	13.81	12.63	9.97

资料来源: Bloomberg, 兴证香港预测

6、风险因素

市场风险

新建风电项目审批更加严格，装机容量不达预期。

系统风险

天气等不可抗力因素，如风资源较差，发电小时数低于预期。

经济增速下滑，天然气消费增长率不达预期。

附表

资产负债表	2012A	2013E	2014E	2015E
单位: 百万元				
现金及等价物	758	369	455	695
应收帐款	843	952	1,094	1,179
存货	30	38	47	62
其他流动资产	601	570	881	937
总流动资产	2,231	1,928	2,477	2,873
固定资产	8,602	11,055	14,122	18,259
无形资产	2,348	2,583	2,583	2,583
其他非流动资产	4,312	4,199	5,292	6,411
总资产	15,263	17,837	21,996	27,252
银行借款	971	1,248	1,595	2,062
应付帐款	197	265	342	452
其他流动负债	928	968	989	967
总流动负债	2,096	2,481	2,925	3,480
其他应付	15	14	18	16
银行及其他借款	6,529	8,390	10,718	13,857
其他	0	0	0	0
负债总额	8,640	10,885	13,661	17,353
股本	3,238	3,238	3,238	3,238
储备	2,264	2,264	2,264	2,264
每股净资产 (元)	1.72	1.79	1.91	2.31
营运资金	135	-553	-448	-607
少数股东权益	1,055	1,139	1,231	1,329
本公司权益拥有人应占权益	6,623	6,951	8,335	9,899

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
单位: 百万元				
EBITDA	1,165	1,376	1,690	2,109
融资成本(收入)	354	432	551	713
营运资金变化	-328	24	-366	-69
所得税	-7	-155	-203	-248
营运现金流	1,230	1,690	1,675	2,510
资本开支	-1,529	-2,752	-5,229	-5,752
其他投资活动	200	1	-2	-3
投资活动现金流	-1,329	-2,751	-5,231	-5,756
已付股息	304	8	10	13
其他融资活动	-309	808	3,633	3,473
融资活动现金流	-5	816	3,643	3,486
现金变化	-104	-246	86	0
汇兑调整	-733	0	0	0
期初持有现金	720	614	369	455
期末持有现金	614	369	455	695

资料来源: 公司资料、兴证香港

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
单位: 百万元				
收入	3,702	4,758	6,077	7,858
毛利	1,238	1,450	1,808	2,218
其他收入及收益	78	41	21	39
销售费用	-1	-1	-1	-1
行政开支	-195	-224	-257	-296
其他开支	-54	-4	-29	-17
经营利润	1,067	1,262	1,542	1,944
融资成本	-354	-432	-551	-713
税前利润	803	933	1,125	1,379
所得税	-7	-173	-203	-248
税后利润	796	761	923	1,130
少数股东权益	246	234	262	293
归属于所有者的净利润	550	527	661	837
EBITDA	1,165	1,376	1,690	2,109

主要财务比率

盈利能力	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率 (%)	33.5%	30.5%	29.7%	28.2%
净利率 (%)	21.5%	16.0%	15.2%	14.4%

营运表现	2012A	2013E	2014E	2015E
SG&A/收入 (%)	0.014%	0.011%	0.009%	0.007%
实际税率 (%)	0.9%	18.5%	18.0%	18.0%

股息支付率 (%)	11.8%	15.0%	15.0%	15.0%
存货周转天数	4	4	4	4
应付账款天数	24	25	26	26
应收账款天数	61	69	61	53

财务状况	2012A	2013E	2014E	2015E
负债/权益	112.5%	134.5%	142.8%	154.6%
收入/总资产	24.3%	26.7%	27.6%	28.8%
总资产/权益	1.99	2.20	2.30	2.43
盈利对利息倍数	2.27	2.16	2.04	1.93
总资产收益率	5%	4%	4%	4%
净资产收益率	12%	11%	11%	11%

估值比率 (倍)	2012A	2013E	2014E	2015E
PE	12.7	13.2	12.1	9.5
PB	1.25	1.20	1.12	0.93

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%之间

减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

香港德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室

总机: (852) 35095999

传真: (852) 35095900

【免责声明】

本研究报告乃由兴证（香港）证券经纪有限公司（持有香港证券及期货事务监察委员会（「香港证监会」）第 1（证券交易）、4（就证券提供意见）类受规管活动牌照）备发。接收并阅读本研究报告，则意味着收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

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兴证（香港）证券经纪有限公司、兴证（香港）期货有限公司、兴证（香港）资产管理有限公司及兴证（香港）融资有限公司（统称「兴证香港」）违反当地的法律或法规或可致使兴证香港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）。

本报告仅提供予收件人，其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途，当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述，并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可，收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠，惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定，兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制，因此所提述的证券不一定（或在相关时候不一定持续）适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场，分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变，惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断，收件人在作出投资决定前，应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员（撰写全部或部分本报告的研究员除外），将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人，进行该等证券之买卖。此外，兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务，或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时，应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

【分析师声明】

本研究报告由兴证（香港）证券经纪有限公司之分析员撰写。（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点；（2）该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系；（3）对于提述之证券，该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。