

新天绿色能源股份有限公司 (0956.HK)

大力发展清洁能源

市场数据

报告日期	2013. 11. 6
收盘价(港元)	2.80
总股本(百万股)	3,238
流通股本(百万股)	1,362
总市值(亿港元)	90.66
流通市值(亿港元)	38.13
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

事件:

我们于 2013 年 11 月 5 日与新天绿色能源副总裁孙总和河北天然气总会计师刘总进行了座谈, 就公司经营情况做了沟通。

我们的观点:

今年因为天然气业务的所得税优惠税率到期, 影响部分净利润, 加上去年风电类有一些一次性税收优惠而今年没有, 我们预期 EPS 可能低于去年, 约为 0.16-0.17 元, 当前估值略低于行业水平, 2014 年公司的 EPS 将受增发 15% 股份全面摊薄而影响, 2015 年业绩预计将恢复高增长。因为当前雾霾环保治理压力非常大, 公司亦受惠于清洁能源发展的政策推动, 建议逢低买入。

会议要点如下:

公司基本情况?

新天绿色能源 (0956.HK) 是河北建设投资集团开发清洁能源的旗舰企业。公司拥有长输管线和高压分支管线, 经营包括批发和零售天然气, 2012 年公司完成销售天然气 12.46 亿立方米。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, 公司控股装机容量 1,346.3 兆瓦, 2012 年度公司总计完成发电量 25.28 亿千瓦时。同时, 公司还运营着 1 兆瓦的太阳能发电项目。

2013 年上半年, 公司营业收入 22.06 亿元, 同比增长 16.8%; 股东所占利润 3.30 亿元, 同比下降 8.4%, 主要因为所得税税率变动所致, 其中燃气业务净利润占比约四分之一, 其余为风电业务贡献。

公司今年的风电装机量以及未来的规划及区域分布?

今年风电新增装机 250MW, 预计到 2015 年, 风电总装机达到 2.5GW。14-15 年装机量还没有最后的确定, 粗略预计 2014 年可能在 400MW, 2015 年更多些。

区域分布上, 新增装机一部分在省内, 包括承德、唐山和秦皇岛。省外在新疆、云南和山东等地, 新疆目前在建有个 50MW 项目, 计划明年年底投产, 新疆还有个太阳能项目立项了。云南一个 200MW 项目正在核准, 预计今年年底或明年年初核准, 2015 年投产。山东规划到 2015 年有 150-250MW 的量, 但还没立项。海上风电公司在唐山乐亭有个 300MW 示范项目, 原预计今年年底能核准, 但因今年 5 月份风电核准下放到了省发改委, 需要一个过程, 估计今年春节前后核准。

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

公司在前两年核准的量少些，今年由于风电核准权下放，加上雾霾天气引致的政策支持，今年核准了约 500MW，估计到 2015 年投资的项目会多一些，整体上看审核的节奏在加快。

风电行业的发展趋势？

过去几年风电行业发展放慢，因为大量的风电场项目上马后限电加剧。国家随后推出了核准计划政策，整个行业发展速度有所放慢。现在项目核准权下放，估计未来发展会比较快些。另外，华北的雾霾天气严重，国家各部门也都比较重视风电项目的推进。

今年的风机利用小时数以及限电率的情况？

公司的风机利用小时数在行业内还是比较高的，今年预计和去年差不多，今年下半年风况比去年稍差。到现在，同比还是略高一点，估计到全年风机利用小时数可能在 2,300 小时左右，历史上看今年风况属于中等偏上。风机利用小时数行业内最高的有 4,000 多小时的，新天最多的运营风厂有 2,900-3,000 小时。

风电项目上网肯定没问题，但限电避免不了。公司已确定投资的风电项目，以能上网送出为前提。限电率全国看有一部分的区域的限电率是下降的，如内蒙。在河北某些区域限电率可能还会增加，但总体情况还好，如张家口要启动 3 个 50 万千瓦变电站，会对张家口的限电现象有所缓解。

公司风机的招标及选择情况？

公司采用的风机品牌：进口的有 GE、歌美飒、维斯塔斯等，国产品牌有上电、远景、华锐、金风、湘电、联合动力等。

风机招标选择要看性能、价格，度电成本是主要的指标。不同的风电场可能用不同的风机。公司主要机型还是 1.5MW, 2.0MW, 2.3MW，投标的也有 2.5MW 的。海上风电主要考虑西门子等品牌。

风机一般运行十几年后要更换一些零部件，包括齿轮箱零部件，但现在新运行的一些风机还没有到 10 年的运行时间。

公司海上风电项目的进展情况？

公司海上风电 300MW 的项目还没有招标，按计划明年招标。整个河北省的海上风电资源储备规划是 4-5GW。公司也在山东、浙江签订了一些开发协议。海上风电建设的成本高，时间长，当然电价也高。

风电项目的投资成本及回报率？

200MW 风电项目需要投资 14-15 亿元，投资回报率和项目的风资源有关，公司认为项目回报率要在 10% 以上。一般讲投资资金上自有和负债的比率是 20:80。公司现在上网电价平均为 0.54 元/度，有几个风电场是 0.61 元/度。

增值税即征即退 50%指要在抵扣一些设备的进项税后，其 17%增值税减半征收。公司风电的贷款利率不到 6%。

中国的风资源是否开发完了？

中国的风资源实际上未开发的还很多，但已被各大风电运营商和当地政府签签署协议瓜分了。实际上待开发的资源还是很多，河北省主要在张家口和承德。承德新增风资源还是比较多，规划新增风资源 2,600MW，公司占了 1,000MW。

公司的光伏发电项目情况？

公司有一个光伏发电 1MW 的项目在河北涞源，新疆有一个在建 20MW 项目，涞源有个二期 10MW 已开工，准备明年建成发电。

按照河北省发改委的规划，要成立一个单独的太阳能发电公司，负责河北省光伏电站的建设，由新天牵头合资成立并控股，在一些开发区、高铁站屋顶等建立光伏项目。

公司目前储备 300MW 光伏项目。光伏发电建设成本因不同项目不同，现在价格大约在 9,000 元/千瓦左右。光伏项目回报率还是比较高的，至少 10%以上。

公司的天然气售气量情况以及天然气业务简单介绍？

2012 年公司天然气销售 12.46 亿立方米，今年接近 20%增幅，气源全部由中石油供应。河北省去年销售天然气 37 亿立方米，公司占比 34%。

公司是河北省最大的天然气分销商，也是管网最长的是公司。公司的天然气业务主要在河北四个地区，保定、石家庄、邢台和邯郸及下边的所辖县。公司有批发客户 37 家。高压及中压管网接近 700 公里，加上一些终端城市管网有 1,000 多公里。公司有 9 个子公司，6 间分公司。

今年在保定做了一个 7 个县的 120 公里管网工程，大概明年下半年通气，计划明年再投资一个长输管线 120 公里，把 7 个县之外的 3 个县和石家庄连起来，公司在这个 3 个县直接做用气终端。

从结构来讲，公司零售气占 45%，批发占 50%，CNG4-5%，零售占比不断上升。公司前几年售气复合增长 30-40%，去年略低。

今年天然气的业绩情况？

去年燃气业务总计 3.5 亿净利润，公司股权 55%，预计今年略低，今年燃气部分主要是所得税问题，去年是 12.5%，是三免两减半优惠税率的最后一年，今年所得税税率是 25%。

当前气源紧张否？

现在存在气源紧张的状况。现在公司每天用气需求 380-390 万立方米，但公司只能从中石油采购 350 万立方米，其他气源如山西煤层气短期无法供应上。

天然气涨价的情况介绍？

7 月 10 日，中石油给新天公司平均涨了 0.43 元/立方米，从 1.67 元/立方米涨到 2.11 元/立方米，新增供气量购买价格 3.12 元/立方米。增量气涨价部分 100%转嫁，增量零售气终端在 3.4-3.5 元/立方米。

与公司相同，每个批发客户也是由工业、居民、非工非居和增量气四部分组成，公司按四个类型对客户结构做一个综合批发价。工业用气调价之前进价是 2.02 元/立方米，公司加 0.25 元/立方米，终端涨价前最高价是 2.9-2.95 元/立方米。居民用气调价前进价是 1.58 元/立方米，公司售价是 1.73 元/立方米，这次调价未动。因为公司的进销气的客户结构不一致，会有一些差别，可能实际上公司工业客户销售的比例比从中石油购进的比例数值要高。

公司预计明年还会调价一次，但是具体时间不清楚，因为一些下游客户里还有些价格没有顺下去。最晚到 2015 年就没有存量气和增量气的区分了，调价后所有气同一个价格。

天然气业务毛利率的变动趋势？

若从单项用气加价看，毛利率不过 12%多点，但公司的燃气的毛利率在 21-22%，公司的进销气的客户结构不一致是原因之一，即公司从中石油购买时候工业用气比例计算价格低，而公司销售出去的实际上工业用户比例高。公司的管输费明年可能会下调，公司的高压管线管输费是 0.25 元/立方米，另高清线是 0.3 元/立方米，高清线今年大约用气 2,000 万立方米左右，去年 12 月投产。

公司未来的毛利率因此可能会下降，但毛利额随着销气量提升而增加。公司策略是多拿终端客户，大致加权看零售气加价 0.7 元/立方米，批发 0.25-0.26 元/立方米，居民用气因为未提价是 0.5 元/立方米，明年开始公司计划每年投入 3-5 座加气站，加大终端销售气占有率。

天然气的需求情况？

河北省的天然气市场没有问题，市场消费潜力很大，公司主要问题还是供气不够。

因为现在雾霾情况严重，烧煤锅炉都在改造。公司当前客户没有燃气电厂，北京以南有几个在规划的燃气电厂，如石家庄，衡水，邯郸。电厂的气是否由中石油直接供还是由公司供并不确定性。当然即使由公司供，价格也肯定比较便宜，但是燃气电厂的用量很大。如邯郸必须是公司管线来供气，如果是石家庄则可能走昆仑的管线。一个电厂一年就用

8 亿立方米，一立方有几分钱就不得了。因此未来公司的天然气市场空间是没问题。

公司的天然气项目的投资情况？

明年资本开支还在上报，但比今年要多，因新开发的的项目较多。明年后年天然气并购有不少，有一个开发区并购 1.5 亿元，今年其用气量已达到 2,000 万立方米，另保定下三个县的管网投入有 3.5 亿元，煤层气项目要投 2-3 亿元。

大唐煤制气经过承德的情况？

承德地区是公司在做下游市场。本月 15 日，大唐煤制气要通气，规划一期到北京的气量是 20 亿立方米，并为承德留了 2 亿立方米。价格是直接和大唐谈判，最终还没有谈定，公司希望是和北京一个价。这 2 亿立方米是未来总体规划，现在承德地区估计年销售能有 1,000-2,000 万立方米就不错了。

煤制气的成本约 1.5 元/立方米，主要是要看规模，如果能连续生产，成本就比较低，过往因各种原因大唐煤制气未能进京，今年终于通气了。

山西煤层气的引进进展？

山西煤层气项目预计要到 2015 年底才能建成通气。

唐山 LNG 码头项目的情况？

唐山 LNG 码头项目，公司参股占 20%。预计今年 12 月 10 日投产投用。LNG 进入码头要每立方米收 0.4-0.5 元的气化费，并没单独算仓储费，设计一期为 30 亿立方米，码头加仓储气化共 80 亿投资，管网是中石油的。气源是从澳大利亚进口的 LNG。今年业绩上可忽略不计，明年要看来船量以及中石油的天然气进口策略。

公司公告与中石化的管线项目？

控股股东与中石化的合作项目，只是一个框架协议，最早也要明年甚至后年才能开建。主要是两条管线，从沧州-衡水-邯郸 400 多公里，与现有长输管线并行，大约东移 100 多公里，第二条是丰润到秦皇岛的 180 公里管线。这个项目目前是公司大股东在做，气源是中石油。

拟增发股份情况？

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。现在处于中国证监会审批之中。

公司的派息政策？

派息率 15%，公司也要考虑未来几年资本开支比较大的情况。

【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。