

买入 (维持)

新天绿色能源 (0956.HK)

目标价: 2.72 港元
现价 : 1.74 港元

天然气需求放缓, 风电装机量快速提升

预期升幅: 56.3%

主要财务指标

会计年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	5,149	6,005	7,026	7,877
同比增长 (%)	10.48%	16.61%	17.01%	12.11%
净利润 (百万元)	335	573	726	790
同比增长 (%)	-26.15%	58.74%	20.77%	7.45%
毛利率	25.17%	27.50%	27.52%	26.51%
净利率	6.51%	9.54%	10.33%	10.03%
净资产收益率	6.28%	8.68%	9.61%	9.29%
每股收益 (元)	0.09	0.16	0.20	0.21
市盈率	15.32	8.96	7.07	6.49
股息率	2.22%	1.67%	2.12%	2.31%

数据来源: 公司资料、兴证香港

市场数据

报告日期	2015.03.29
收盘价 (港元)	1.74
总股本 (百万股)	3,679
流通股本 (百万股)	1,362
总市值 (亿港元)	64.01
流通市值 (亿港元)	23.70
净资产 (百万元)	8,762
总资产 (百万元)	21,610
每股净资产 (元)	2.00

数据来源: Wind

相关报告

调研纪要_20131107
首发深度报告_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

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)

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

投资要点

- **2014 全年营收增长, 净利润下降。**新天绿色能源 (0956.HK) 3 月 25 日公告 2014 年全年业绩: 其中营业收入为人民币 (下同) 51.49 亿元, 同比增长 10.5%; 税前利润 6.75 亿元, 同比下降 18.9%; 股东应占利润 3.35 亿元, 同比下降 27.1%; 每股盈利 9.1 分, 去年同期为 14.19 分; 董事会建议派发末期股息每股 3.1 分。公司的 2014 年全年业绩不佳, 因之前发布过中期业绩盈警, 实际上全年业绩基本符合市场预期。
- **天然气售价提升致板块毛利率下降。**2014 年, 天然气销售收入 39.03 亿元, 同比增长 17.3%, 主要是售气量和销售价格提升; 经营利润 5.75 亿元, 同比增长 5.04%; 净利润 3.73 亿元, 同比增长 2.5%; 毛利率从去年上半年 19.8% 下降至今年的 16.5%, 主要是因为售气单价上调。
- **天然气消费量增速放缓, 零售气同比下降 7.5%。**2014 年公司售气总量 15.23 亿立方米, 同比增长 2.7%, 其中批发 8.39 亿立方米, 同比增长 10.8%; 零售气量同比下降 7.5% 至 6.15 亿立方米; CNG 售气量增长 12.7% 至 0.69 亿立方米。公司的燃气销售量低于预期, 尤其是零售业务增速下降明显, 主要是因为: 1、沙河项目用气增长放缓, 不少玻璃项目延缓投产。2、年初属于暖冬, 用气量减少。3、气价涨价而油价下跌使得个别公司客户转去使用其他能源。公司预计 2015 年天然气气量批发在 10% 增长, CNG 增速因为公司新建的加气站较多有 30-40% 增长, 而零售气业务依然不乐观, 甚至可能下降。
- **风况不佳致风电板块收入下降, 拖累并表净利润下降。**2014 年, 风电业务实现销售收入 12.46 亿元, 同比减少 6.6%, 毛利率下降 7.7 个百分点至 52.2%, 经营利润 5.65 亿元, 同比减少 19.9%。风电售电量下降主要是因为: 1、风速下降。风机利用小时数从去年 2,312 小时下降 316 小时至 1,996 小时。2、张家口区域限电率略有提升。营业利润下降主要是一方面售电量下降导致了营收下降, 而另一方面 2013 年新投产的 3 个风电场导致期内折旧、财务等经营费用却同比增长。

- **2015年风电新增装机量快速提升。**截至2014年年底，公司控股装机容量为1,696.8MW，受风况不佳以及张家口限电因素，公司控股发电量27.40亿千瓦时，同比下降6.4%；公司风电机组平均可利用率为97.8%。2014年新增风电控股装机251.5MW，2015年当前在建风电装机548MW，预计全年完成新增装机400-500MW，大部分于年底投产。
- **2015年业绩有望大幅回升：**新天绿色能源的天然气和风电两块清洁能源业务都是受国家政策鼓励支持的领域，在当前华北地区雾霾严重、民众意愿较为强烈的背景下，公司业绩有望呈现稳健增长的态势。天然气业务尽受用气需求放缓的影响，但基本上仍保持了营收、净利润的增长。2014年公司并表净利润下降主要是受风况影响所致，河北区域的风电利用小时下降幅度达13.6%，以至于风电板块净利润从2013年的3.55亿元直接下降到1.48亿元。我们认为一旦今年河北区域风况恢复到历史年份的平均水平，公司的风电板块盈利将有明显回升。
- **投资建议：**根据公司最新的经营情况，我们预测2015-2017年期间公司营业收入为60.0、70.3、78.8亿元，股东净利润分别为5.73、7.26、7.90亿元，EPS分别为0.19、0.25、0.27港元。我们对公司业绩预测进行了下调主要考虑了公司天然气的销售量放缓以及公司最新的风电装机计划等因素。据此我们下调了公司未来12个月内目标价至2.72港元，目标价约相当于2015-2017年PE为14.0、11.0、10.2倍，目标价较现价1.74港元约有56.3%的上升空间，维持对其“买入”的投资评级。
- **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。

图表1 新天绿色能源2014年全年业绩主要财务指标变动情况

	单位(人民币千元)			点评
	2014年	2013年	同比变动	
收入	5,149,432	4,660,919	10.5%	天然气价格上调和销气量增加。风电场售电量下降。
销售成本	<u>(3,853,539)</u>	<u>(3,201,802)</u>	20.4%	综合毛利率下降主要是天然气调价。风电由于风况不佳
毛利	1,295,893	1,459,117	-11.2%	至风电毛利率也大幅下降。
其他收入及收益	56,118	31,079	80.6%	配售H股募集资金产生的汇兑收益和利息收益增加。
销售及分销费用	(388)	(1,060)	-63.4%	
管理费用	(255,441)	(238,549)	7.1%	生产规模扩大而增加。
其他开支	<u>(3,631)</u>	<u>(34,305)</u>	-89.4%	
经营溢利	1,092,551	1,216,282	-10.2%	
财务费用	(486,643)	(423,890)	14.8%	借款本金增加导致利息增加。同时投运项目利息费用化
应占联营公司利润	68,703	39,912	72.1%	参股企业盈利水平提升
税前利润	674,611	832,304	-18.9%	
所得税开支	(176,281)	(157,502)	11.9%	CDM补交所得税，增值税即征即退50%部分计提所得费用
净利润	<u>498,330</u>	<u>674,802</u>	-26.2%	主要是风电板块净利润下降所致
本公司拥有人	335,053	459,516	-27.1%	
少数股东权益	163,277	215,286	-24.2%	
基本EPS(分)	9.11	14.19	-35.8%	

资料来源：公司资料，兴证香港

2014业绩发布会 Q&A (2015. 03. 25)

1、去年下游燃气需求零售有比较大下降，今年预期如何？

天然气下游市场去年下半年经历了两次提价，零售市场气量增长为负，因为有些玻璃用气客户，价格承受能力较低，该投产的项目放缓。还有去年油价下降较多，原来用天然气的客户，改成用调和油，造成天然气零售去年下半年有降低。今年

情况还不是特别乐观，天然气价格需要下游市场一定时间去消化。

今年年初，国家出台第三次调价方案，是个利好消息，增量气下调 0.44 元/立方米，存量气最高门站价增加 0.04 分/立方米。河北区域天然气存量气占比多，增量气少。对新增用户是利好消息，对于老用户，我们算了一下，我的进气价比原来还是要上升一些，但幅度不大，对老用户影响也不太大。今年天然气销量增长不乐观，对未来发展看法是因为增量气下降，对新用户发展有好处，对未来长远发展持乐观态度。

2、2015 年具体到批发、零售和 CNG 业务的增长指引？

天然气批发业务预计每年增长 10%左右，CNG 业务这两年加速发展，近期有 7 座母子站和 LNG 站投产，预计有较为明显的增长，增速估计在 30-40%，但原来的基数很低。零售业务大块在沙河，沙河受提价整个玻璃行业用气有影响，今年零售气估计还是不景气，甚至可能比去年还有下降。

3、沙河新建的管道是不是可以让公司有更多气源增长？

沙河这个管道连接山西榆济管线，刚通气时候从榆济接气，远期连接山西南部沁水和顺气田的煤层气，是要新增气源，是这么个计划。

4、公司天然气涨价后有没有追溯期？

燃气价格之前两次提价，有追溯期，就是文件下发的时间点。

5、4 月 1 日下调门站价格，我们的零售价格下调到多少水平？

我们按照前两年的程序，国家发改委出文件后我们等省发改委出文件，我们在同他们沟通，希望尽快下发。价格调下去后，因为整体价格并没有降，所以目前看零售价格还没有降的空间。

6、今年在建的风电在建项目有 50 多万千瓦，具体看进度如何？

在建项目开工 54.8 万千瓦，涉及风电上网电价调整日期的事情。集团给予各项支持，处于在建项目进度有快有慢。比如新疆项目基础都基本做完，云南、山西等都在不同程度开工了，今年全力以赴争取完成 40-50 万千瓦装机量。

7、公司对于风电上、下半年投产的指引？

今年装机都在下半年，新疆有望 9-10 月投产，其他的项目要到年底了。

8、风电限电比率，张家口三站四线投产后有什么影响？ 14 年限电率是 10.6%，2014 年限电率比 2013 年稍微上升一点。张家口的三站四线建设工程，去年年底

也有投资者看过，他们建设计划是上半年建成。我们沟通结果也是，估计 6-7 月份投产，对于改善张家口的限电有好处，限电率会下降。

9、2015 年的利用小时预期？今年前 2-3 个月的风况？

预计全年风电利用小时数，2,150-2,200 小时之间。

前 2 个月风况，以我们的年计划看是高于我们的预期，前两个月风还不错。

10、参股了抽水蓄能项目的原因和预计回报率怎么样？

抽水蓄能也是一个新能源项目，投资回报率在 10%左右，因为电价没有确定，我们最后回报率也没完全确定，现在就大致这么预期。公司是小股东身份参与，今后有一些类似具有战略意义的项目，若由大型公司去主导的，也不排除我们作为小股东去介入。抽水蓄能最重要作用可以调峰，对于限电率比较高张家口以及将来承德建的风电装机量越来越大，也有可能限电，所以建一个抽水蓄能项目是有战略意义的。

11、税率受 CDM 影响，是不是去年一次性的影响，看到去年所得税税率比前年提高了一点？

CDM 应补的所得税，CDM 所有的应收在 14 年全部消化，现在应收已经是零了，明年就没有了。

12、如果看今年资本支出的，天然气和风电各多少计划，是否需要一些融资计划？

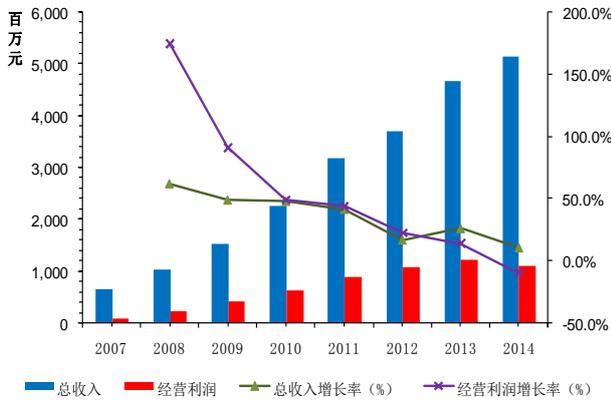
今年预计 40-50 万千瓦风电装机，资本开支计划在 40 多亿，因为有 2015 年资本市场增发融资资金，所以可以满足我们资本金的需求，其他债务性的融资和国内大的银行都签订了协议，在工程和资金安排上公司调集了资源满足项目的需求。

13、应收账款有风电，燃气各是多少？

应收账款应该是 2014 年年底比年初增加了 5 个多亿，这个 95%是来自燃气业务，主要是沙河玻璃用户，去年经营上回款上速度慢，但没达到坏账程度。风电大概只有 300 多万，都是可再生能源补贴的一小部分。

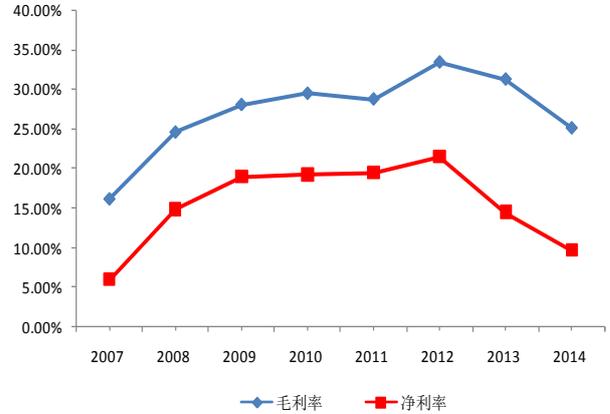
公司运营数据

图表 2 主营收入和主营利润



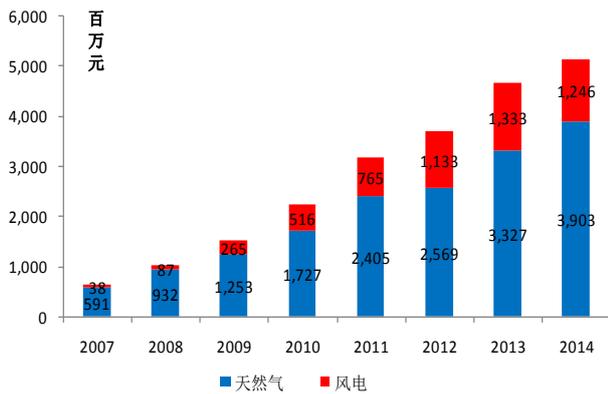
资源来源：公司资料，兴证香港

图表 3 综合毛利率和净利率



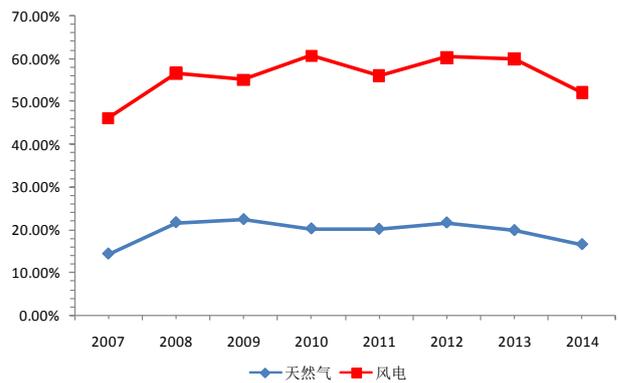
资源来源：公司资料，兴证香港

图表 4 天然气和风电的板块收入



资源来源：公司资料，兴证香港

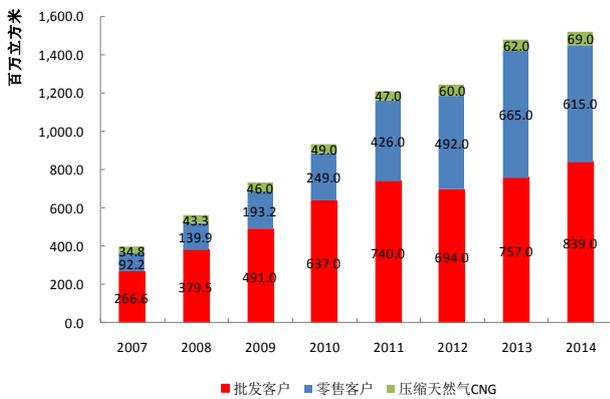
图表 5 天然气和风电毛利率



资源来源：公司资料，兴证香港

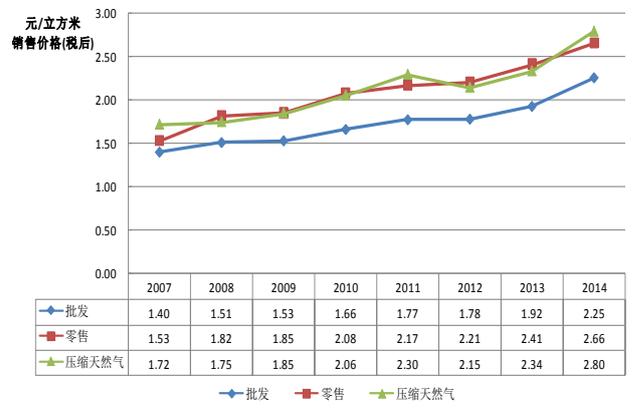
天然气业务

图表 6 天然气业务销售气量



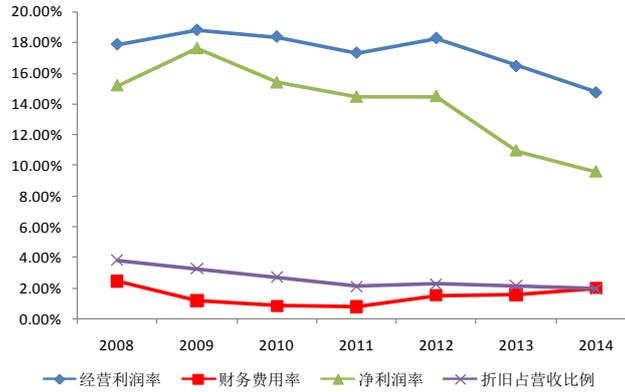
资源来源：公司资料，兴证香港

图表 7 天然气销售价格(税后)



资源来源：公司资料，兴证香港

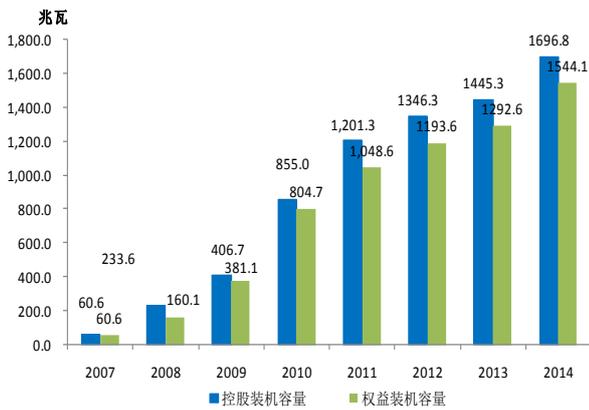
图表8 天然气业务的费用率及利润率



资料来源：公司资料，兴证香港

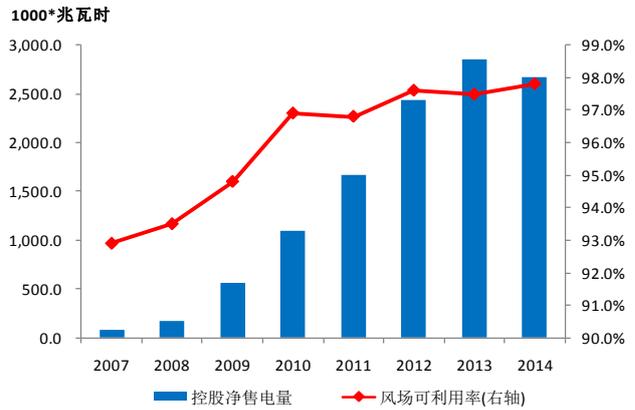
风电业务

图表9 公司风电装机容量



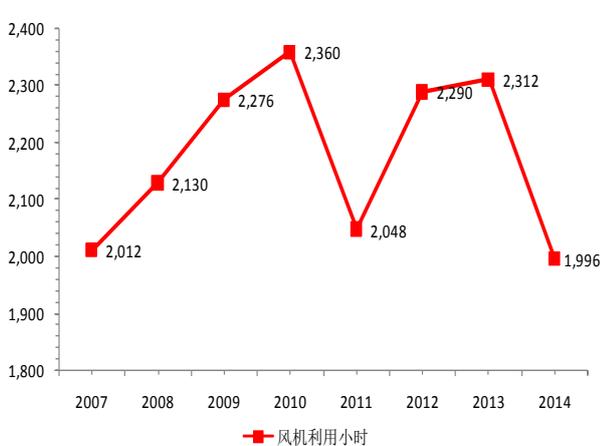
资料来源：公司资料，兴证香港

图表10 控股净销售电量和风场可利用率



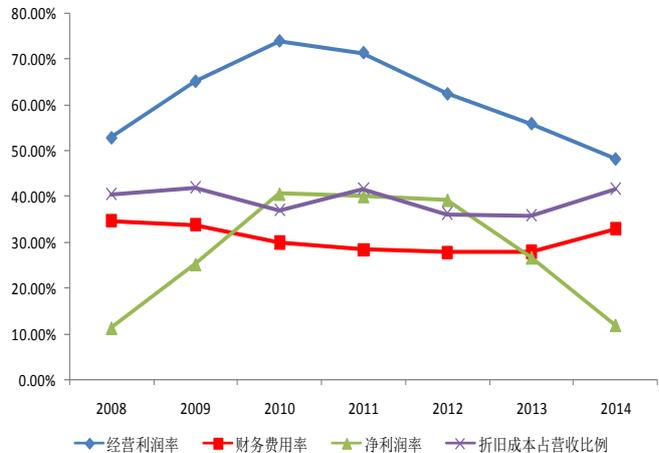
资料来源：公司资料，兴证香港

图表11 风机利用小时



资料来源：公司资料，兴证香港

图表12 风电业务的费用率及利润率



资料来源：公司资料，兴证香港

风险因素

市场风险	风电新增装机不达预期。
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	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
现金及等价物	3,167	2,692	3,169	3,867
应收帐款	1,402	1,501	1,616	1,575
存货	43	48	56	64
其他流动资产	719	868	832	1,019
总流动资产	5,331	5,110	5,673	6,525
固定资产	11,731	14,090	16,487	19,222
无形资产	2,163	2,163	2,163	2,163
其他非流动资产	7,716	7,776	8,687	9,855
总资产	21,610	24,029	27,337	31,240
银行借款	1,730	2,017	2,360	2,646
应付帐款	437	494	578	657
其他流动负债	1,364	1,199	1,283	1,311
总流动负债	3,531	3,710	4,222	4,614
其他应付	21	18	19	19
银行及其他借款	9,296	10,840	12,684	14,931
其他	0	0	0	0
负债总额	12,848	14,568	16,925	19,564
股本	3,715	3,715	3,715	3,715
储备	3,529	4,145	4,951	6,075
每股净资产(元)	2.00	2.16	2.39	2.69
营运资金	1,800	1,400	1,452	1,911
少数股东权益	1,403	1,515	1,636	1,767
本公司权益持有人应占权益	8,762	9,461	10,412	11,676
现金流量表				
单位: 百万元				
EBITDA	1,144	1,541	1,854	1,283
融资成本(收入)	487	545	0	0
营运资金变化	-197	-421	66	503
所得税	-176	-186	-239	-257
营运现金流	1,270	1,460	2,268	2,166
资本开支	-2,265	-2,491	-2,740	-3,014
其他投资活动	26	33	36	40
投资活动现金流	-2,239	-2,459	-2,704	-2,974
已付股息	11	9	11	12
其他融资活动	1,952	539	1,382	1,494
融资活动现金流	1,964	547	1,392	1,506
现金变化	995	-452	956	698
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	1,670	2,664	2,213	3,169
期末持有现金	2,664	2,213	3,169	3,867

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
单位: 百万元				
收入	5,149	6,005	7,026	7,877
毛利	1,296	1,652	1,933	2,088
其他收入及收益	56	62	64	67
销售费用	0	0	0	0
行政开支	-255	-268	-282	-296
其他开支	-4	-19	-11	-15
经营利润	1,093	1,426	1,705	1,844
融资成本	-487	-545	-616	-688
税前利润	675	977	1,194	1,283
所得税	-176	-186	-239	-257
税后利润	498	791	955	1,026
少数股东权益	163	218	229	236
归属于所有者的净利润	335	573	726	790
EBITDA	1,144	1,541	1,854	1,283

主要财务比率

	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力				
毛利率(%)	25.2%	27.5%	27.5%	26.5%
净利率(%)	9.7%	13.2%	13.6%	13.0%
营运表现				
SG&A/收入(%)	0.008%	0.007%	0.006%	0.005%
实际税率(%)	26.1%	19.1%	20.0%	20.0%
股息支付率(%)	34.0%	15.0%	15.0%	15.0%
存货周转天数	4	4	4	4
应付账款天数	31	39	38	39
应收账款天数	80	88	81	74
财务状况				
负债/权益	126.4%	132.7%	140.5%	145.5%
收入/总资产	23.8%	25.0%	25.7%	25.2%
总资产/权益	2.13	2.19	2.27	2.32
盈利对利息倍数	1.39	1.79	1.94	1.87
总资产收益率	2%	3%	3%	3%
净资产收益率	6%	8%	9%	9%
估值比率(倍)				
PE	15.3	9.0	7.1	6.5
PB	0.70	0.65	0.58	0.52

资料来源: 公司资料、兴证香港

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

公司评级以报告发布日后的 12 个月内公司股票涨跌幅度衡量, 投资建议的评级标准为:

- 买入: 涨幅大于 15%
- 增持: 涨幅在 5% ~ 15% 之间
- 中性: 涨幅在 -5% ~ 5% 之间
- 减持: 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】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第 [4] 类牌照之持牌人士。分析员在此声明：（1）本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位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，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。