

# 新天綠色能源 (956 HK)

## 邁向進一步價值重估機遇

我們認為新天綠色 2020 年的盈利表現受疫情影響將略乏善可陳，但市場及股價已對此充分反應。展望 2021 年，在新增風電裝機以及燃氣銷售毛差復蘇雙重因素的支持下，我們認為公司的盈利將恢復快速增長勢頭，預測盈利增速達 21.2%。公司目前的估值水準顯著低於同業。隨著時間逐步向 2022 年北京冬奧會推移（2022 年 2 月 4 號開幕），我們認為市場會將關注點聚焦於公司以及其作為河北省最大的風電運營商的地位。我們將公司的分部估值目標價上調 30.4% 至每股 3.26 港元，並預期公司 H 股價值重估機遇即將到來。維持買入。

- **2020 年盈利將大致持平。**公司 2020 年錄得風電發電量及燃氣銷售量同比分別增長 11.9% 及 8.9%。受風資源條件制約及疫情因素影響，兩個業務部門的表現均略低於我們此前預期。我們預測公司 2020 年全年盈利人民幣 13.96 億，同比僅微增 3.9%。我們認為市場已對公司 2020 年的運營及業績表現完全反應。
- **2021 年實現開門紅。**公司 2021 年實現了良好的開局，1 月份風電發電量同比增長 86.3%，同時燃氣銷量同比穩健增長 7%。受風電新增裝機所驅動，我們預期全年風電發電量將同比增長 15.6%，而燃氣銷售量將回升至雙位數增長 11.4%，並且燃氣銷售毛差將隨 LNG 價格正常化而復蘇。我們預測 2021 年公司盈利將同比增加 21.2% 至人民幣 16.92 億元。
- **A 股配售將吸引市場關注。**新天綠色在 2020 年 12 月宣佈了 A 股新股配售計畫。公司計畫發行最多 11.5 億新股，募集最多 51.1 億元，潛在最大的股本攤薄為 23.1%。配售價將參考配售日前 20 天的收盤平均價及公司的每股淨資產價格確定，以較高者為準。結合公司 A 股近期的股價走勢，我們認為公司的配售攤薄影響將顯著低於 23.1%。並且在配售完成後，我們認為公司的 A 股交易流動性將呈逐步改善趨勢，對於 H 股也將吸引更多的市場關注。
- **冬奧會可再生能源概念將成為新的催化劑。**受低碳發展策略所支援，中國風電運營商自 2020 年四季度開始經歷了非常強勁的價值重估。新天綠色目前的市值僅為前瞻市盈率/市淨率分別 4.8/0.55 倍，顯著低於同業。作為河北省最大的風電運營商，公司擁有超過 3.8 吉瓦在運風電資產，同時，公司亦將成為 2022 年北京冬奧會關鍵的可再生能源電力供應商之一。隨著時間逐步向北京冬奧會推移，我們認為市場對於公司的情緒將獲提振並有望帶動公司 H 股價值重估。

### 財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬元人民幣)	9,975	11,943	12,234	14,153	16,365
同比增長 (%)	41.3	19.7	2.4	15.7	15.6
淨利潤(百萬元人民幣)	1,240	1,344	1,396	1,692	1,843
每股盈利(元人民幣)	0.33	0.36	0.37	0.44	0.48
每股盈利變動 (%)	32.0	8.4	2.1	19.1	8.9
市場每股盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	0.39	0.43	0.47
市盈率(倍)	6.4	5.9	5.8	4.8	4.4
市帳率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.55	0.50
股息率 (%)	5.9	5.9	6.0	7.2	7.9
權益收益率 (%)	12.4	11.4	10.3	11.3	11.4
淨負債率 (%)	203	199	202	221	241

資料來源：公司資料，彭博及招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$3.26
(此前目標價)	HK\$2.50)
潛在升幅	+27.3%
當前股價	HK\$2.56

### 中國風電板塊

蕭小川  
 (852) 3900 0849  
 robinxiao@cmbi.com.hk

### 公司資料

市值(百萬港元)	23,182
3 月平均流通量(百萬港元)	40.58
52 周內股價高/低(港元)	2.84/1.16
已發行股本-H(百萬)	1,839
已發行股本-A(百萬)	2,011

資料來源：彭博

### 股東結構

河北建設投資集團	48.7%
流通股	51.3%

資料來源：港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	2.8%	-0.1%
3-月	28.6%	12.2%
6-月	23.1%	2.0%
12-月	33.3%	20.1%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：萬得資訊

審計師：安永

## 財務報表

### 利潤表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售收入</b>	<b>9,975</b>	<b>11,943</b>	<b>12,234</b>	<b>14,153</b>	<b>16,365</b>
風電及光伏	3,422	3,949	4,422	5,218	5,840
天然氣	6,551	7,981	7,806	8,931	10,519
<b>銷售成本</b>	<b>(7,116)</b>	<b>(8,638)</b>	<b>(8,813)</b>	<b>(10,078)</b>	<b>(11,710)</b>
其它收入淨額	100	171	156	164	170
銷售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(502)	(587)	(577)	(639)	(706)
其它支出	(219)	(44)	(2)	26	(16)
<b>運營利潤</b>	<b>2,239</b>	<b>2,845</b>	<b>2,997</b>	<b>3,626</b>	<b>4,102</b>
融資成本淨額	(785)	(875)	(990)	(1,170)	(1,363)
合資及聯營企業	290	215	213	263	287
<b>稅前利潤</b>	<b>1,743</b>	<b>2,184</b>	<b>2,220</b>	<b>2,718</b>	<b>3,026</b>
所得稅	(168)	(356)	(366)	(454)	(511)
非控制股東權益	(307)	(413)	(379)	(494)	(593)
可續期綠色債利息	(29)	(71)	(78)	(78)	(78)
<b>淨利潤</b>	<b>1,240</b>	<b>1,344</b>	<b>1,396</b>	<b>1,692</b>	<b>1,843</b>

### 現金流量表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>稅前利潤</b>	<b>1,743</b>	<b>2,184</b>	<b>2,220</b>	<b>2,718</b>	<b>3,026</b>
折舊和攤銷	1,308	1,540	1,718	2,055	2,531
運營資金變動	(147)	(909)	(1,630)	1,805	(105)
稅項	(217)	(325)	(358)	(444)	(501)
其它	474	1,240	10	0	-
<b>經營活動所得現金流</b>	<b>3,156</b>	<b>3,732</b>	<b>1,961</b>	<b>6,134</b>	<b>4,950</b>
資本開支	(5,568)	(6,041)	(8,779)	(11,087)	(10,423)
其它	1,601	(62)	115	-	-
<b>投資活動所得現金淨額</b>	<b>(3,967)</b>	<b>(6,103)</b>	<b>(8,664)</b>	<b>(11,087)</b>	<b>(10,423)</b>
股份發行	-	-	563	-	-
可續期綠色債	590	910	-	-	-
淨借貸	2,673	3,037	7,443	5,504	6,513
其它	(939)	533	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>945</b>	<b>2,465</b>	<b>7,675</b>	<b>4,712</b>	<b>5,525</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>135</b>	<b>93</b>	<b>973</b>	<b>(240)</b>	<b>51</b>
年初現金及現金等價物	2,110	2,240	2,332	3,305	3,064
匯兌	(4)	(2)	-	-	-
<b>年末現金及現金等價物</b>	<b>2,240</b>	<b>2,332</b>	<b>3,305</b>	<b>3,064</b>	<b>3,116</b>
加上: 收購所得現金	-	9	-	-	-
<b>資產負債表現金</b>	<b>2,240</b>	<b>2,341</b>	<b>3,305</b>	<b>3,064</b>	<b>3,116</b>

### 資產負債表

12月31日(百萬人民幣)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>非流動資產</b>	<b>32,743</b>	<b>38,499</b>	<b>45,405</b>	<b>53,647</b>	<b>61,175</b>
固定資產	26,584	28,252	35,236	44,097	51,796
無形資產	1,757	1,672	1,574	1,475	1,376
合資及聯營公司投資	1,918	2,302	2,467	2,729	3,014
預付款及其它應收	1,648	2,904	2,864	2,073	1,709
其它非流動資產	837	377	262	260	259
<b>流動資產</b>	<b>6,418</b>	<b>7,455</b>	<b>9,420</b>	<b>8,499</b>	<b>8,305</b>
現金及現金等價物	2,240	2,341	3,305	3,064	3,116
應收賬款	3,296	3,966	4,132	2,610	2,845
預付款	812	1,083	1,909	2,749	2,265
其它流動資產	70	65	74	77	80
<b>流動負債</b>	<b>8,602</b>	<b>10,532</b>	<b>11,518</b>	<b>13,044</b>	<b>13,766</b>
應付帳款	148	137	140	162	187
其它應付	3,655	4,870	4,312	4,677	4,031
借貸	4,644	5,316	6,837	7,956	9,279
其它流動負債	70	100	110	120	130
<b>非流動負債</b>	<b>18,162</b>	<b>20,673</b>	<b>26,549</b>	<b>30,950</b>	<b>36,113</b>
借貸	16,683	19,093	24,240	28,209	32,898
其它長期應付	184	225	180	195	168
其它非流動負債	25	46	46	46	46
<b>少數股東權益</b>	<b>2,360</b>	<b>2,933</b>	<b>2,982</b>	<b>3,173</b>	<b>3,371</b>
<b>可續期綠色公司債</b>	<b>590</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>	<b>1,500</b>
<b>股東權益</b>	<b>9,446</b>	<b>10,316</b>	<b>12,276</b>	<b>13,479</b>	<b>14,730</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>12,397</b>	<b>14,750</b>	<b>16,758</b>	<b>18,152</b>	<b>19,601</b>

### 主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
<b>銷售組合(%)</b>					
風電及光伏	43.9	34.3	33.1	36.1	36.9
天然氣	56.1	65.7	66.8	63.8	63.1
<b>合計</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>盈利能力比率</b>					
毛利率	32.7	28.7	0.28	28.0	0.29
運營利潤率	25.0	22.4	23.8	24.5	25.6
稅前利潤率	17.1	17.5	18.3	18.1	19.2
淨利潤率	13.3	12.4	11.3	11.4	12.0
有效稅率	8.2	9.6	16.3	16.5	16.7
<b>資產負債比率</b>					
流動比率(x)	0.58	0.75	0.71	0.82	0.65
速動比率(x)	0.58	0.74	0.70	0.81	0.65
現金比率(x)	0.22	0.26	0.22	0.29	0.24
平均應收款周轉天數	107.2	111.0	120.8	86.9	60.8
債務/股本比率(%)	190.0	182.3	175.1	185.4	199.2
淨負債/股東權益比率(%)	202.7	198.6	201.5	220.9	240.6
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	10.92	12.35	11.37	10.32	11.30
資產回報率	2.74	3.17	2.92	2.55	2.72
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣)	0.33	0.36	0.37	0.44	0.48
每股股息(人民幣)	0.13	0.13	0.13	0.15	0.17
每股帳面價值(人民幣)	2.70	3.18	3.58	3.89	4.22

資料來源: 公司資料, 招銀國際證券預測

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 披露

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與本報告內所提及發行人有投資銀行業務的關係。

### 招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際證券並未給予投資評級

### 招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表现亦不代表未來的表现，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國2000年金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管當局(“FINRA”)註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關FINRA規則的限制。本報告僅提供給美國1934年證券交易法(經修訂)規則15a-6定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。