

新天绿色能源 (956 HK)

A股上市渐行渐近

新天绿能明确A股上市价格为人民币3.18元，对应2019年8.65/1.0倍市盈率/市净率，符合我们预期。基于近期A股上市记录，我们相信公司的A股发行价是自2019年以来众多上市企业中发行PE估值最低的企业。结合近期H+A企业上市发行历史，我们认为与公司可比的企业为福莱特玻璃(6865HK/601865 CH)。我们预期A股发行将会在短期内提振市场对于公司的情绪，并预判公司上市后被纳入港股通将成为刺激H股价值重估的下一个催化剂。我们将公司燃气板块的市盈率估值从10倍上调至12倍，以反映A股上市对于市场对公司的情绪提振。我们对公司的分部估值加总目标价因此上调23.5%至每股2.84港元，维持买入评级。

- **A股代号为600956 CH。**新天绿能宣布6月12日开始招股，招股价人民币3.18元，对应8.65倍/1.0倍2019年市盈率及市净率。发行规模为1.348亿股，募集资金人民币4.29亿元。扣除上市费用后预计净融资金额为人民币3.90亿元。结合2019年以来的A股上市情况，从招股到正式上市时间区间为11-49天，平均约25天。我们预计公司将在6月底至7月初完成发行上市。
- **纳入港股通将成为下一催化剂。**新天绿能的A股上市进程已提起市场情绪。股价自3月24日内低位已反弹54%。根据近期H+A上市企业的情况，我们预期新天的H股将在A股上市10个交易日后被纳入港股通。基于目前新天绿能较为吸引的风电及燃气业务基本面，较好的盈利表现和慷慨的股息派发历史，以及有限的A股发行规模，我们相信公司的H股也会吸引不少南向投资人关注。我们将纳入港股通视作下一个驱动H股价值重估的强催化剂，并预期福莱特玻璃的股价情况将会成为一个近似的参考（详见第二页）。
- **维持买入评级，目标价上调23.5%至每股2.84港元。**我们将对公司2020-22年每股盈利预测略微下调3.3/6.6/6.1%以反应1) 新冠疫情对于业务的影响，2) 对于未来联营公司盈利贡献作更为保守的预估，以及3) A股发行后带来约3.5%的盈利稀释。在完成A股发行后，我们认为公司的燃气业务板块将会获得更多的市场认可。我们据此将燃气板块的PE估值系数从10倍上调至12倍，我们的分部估值加总目标价也因此提升23.5%至每股2.84港元。维持买入评级。

财务资料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
营业收入(百万元人民币)	9,975	11,943	13,130	15,124	17,326
净利润(百万元人民币)	1,240	1,344	1,428	1,512	1,692
每股盈利(人民币)	0.33	0.36	0.38	0.39	0.44
每股盈利变动(%)	31.95	8.39	4.40	3.99	11.91
平均盈利预测(人民币)	N/A	N/A	0.41	0.44	0.46
市盈率(倍)	5.26	4.85	4.65	4.47	3.99
市帐率(倍)	0.65	0.55	0.49	0.46	0.43
股息率(%)	7.12	0.00	8.46	8.95	10.02
权益收益率(%)	12.35	11.37	10.53	10.25	10.68
净负债率(%)	203	199	203	239	263

资料来源：公司数据，招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$2.84
(此前目标价)	HK\$2.30
潜在升幅	47.9%
当前股价	HK\$1.92

中国风电板块

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

公司数据

市值(百万港元)	7,133
3月平均流通量(百万港元)	21.80
52周内股价高/低(港元)	2.38/1.24
总股本(百万)	3,715

资料来源：彭博

股东结构

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

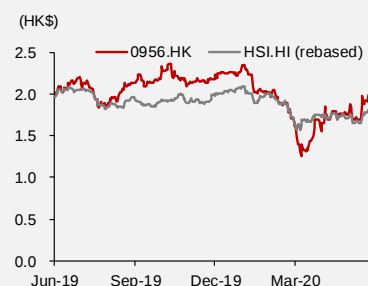
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	9.7%	7.4%
3-月	12.3%	11.0%
6-月	-11.9%	0.3%
12-月	-3.5%	7.7%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：Wind

审计师：安永

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址，投下您对招银国际研究团队信任的一票：

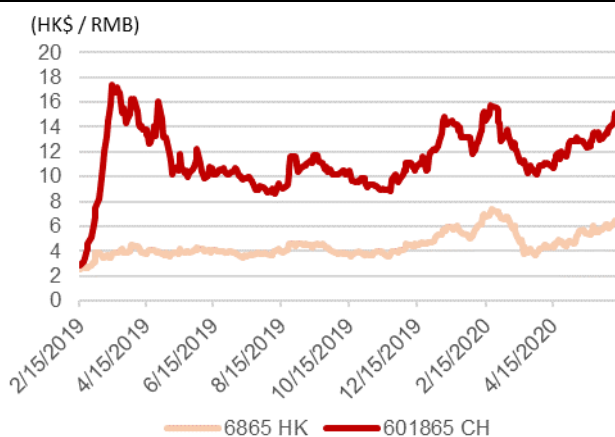
<https://euromoney.com/brokers>

图 1: 基于近期 H+A 股份上市信息, 我们预期新天将在 6 月底-7 月初上市发行, 并预计将与福莱特玻璃(6865 HK/601865 CH) 情况相似

A股代号	H股代号	公司名称	招股日期	上市日期	日期差	上市价格	发行PE	募资金额	上市费用
002948 CH	3866 HK	青岛银行	12/5/2018	1/16/2019	42	4.52	10.81	2,038	75.8
601298 CH	6198 HK	青岛港	12/28/2018	1/21/2019	24	4.61	10.51	2,095	115.7
300759 CH	3759 HK	康龙化成	1/7/2019	1/28/2019	21	7.66	22.99	503	69.9
601865 CH	6865 HK	福莱特	1/21/2019	2/15/2019	25	2.00	9.56	300	45.6
003816 CH	1816 HK	中国广核	7/31/2019	8/26/2019	26	2.49	14.60	12,574	184.4
601077 CH	3618 HK	渝农商行	9/10/2019	10/29/2019	49	7.36	9.26	9,988	99.8
601916 CH	2016 HK	浙商银行	10/15/2019	11/26/2019	42	4.94	9.39	12,597	159.1
601658 CH	1658 HK	邮储银行	10/29/2019	12/10/2019	42	5.50	9.58	32,714	508.0
600956 CH	956 HK	新天绿色能源	6/12/2020	n/a	n/a	3.18	8.65	429	38.7

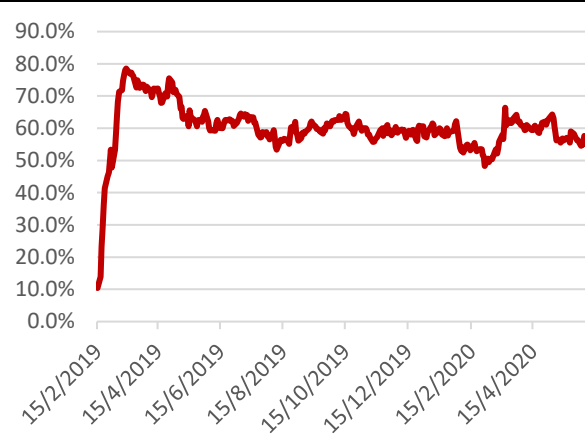
资料来源: Wind, 招银国际证券

图 2: 福莱特玻璃 H 股及 A 股股价走势



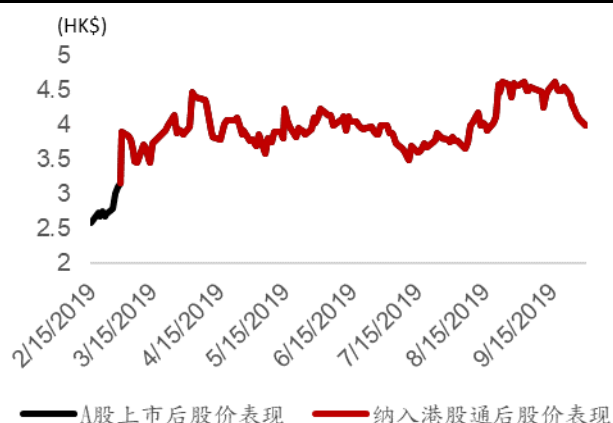
资料来源: 彭博、招银国际证券

图 3: 福莱特玻璃 H 股对 A 股的估值折让



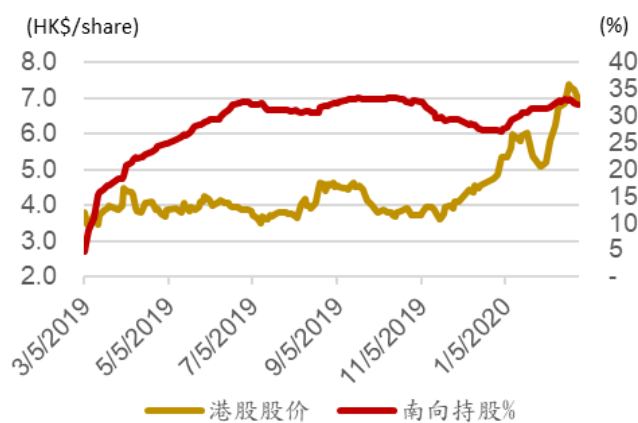
资料来源: 彭博、招银国际证券

图 4: 在 A 股上市发行以及纳入港股通以后, 我们观察到福莱特玻璃在 A 股上市后半年内呈显著的价值重估。



资料来源: 彭博、招银国际证券

图 5: 福莱特玻璃的南向持股呈显著增加态势



资料来源: Wind、招银国际证券

图 6: 盈利测算变动

	原预测			新预测			变动(%)		
	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
收入 (百万人民币)	13,130	15,124	17,326	13,130	15,124	17,326	0.0%	0.0%	0.0%
净利润 (百万人民币)	1,451	1,561	1,739	1,428	1,512	1,692	-1.6%	-3.2%	-2.7%
每股盈利 (人民币)	0.39	0.42	0.47	0.38	0.39	0.44	-3.3%	-6.6%	-6.1%

招银国际测算 vs. 市场平均盈利预期				较平均预期差异		
市场平均盈利预测 (百万人民币)				1,529	1,643	1,740
市场平均每股盈利 (人民币)				0.407	0.439	0.46
				-6.6%	-8.0%	-2.8%
				-7.2%	-10.5%	-4.5%

资料来源: 招银国际证券预测

图 7: 我们对新天绿能的分部估值加总

分部估值加总	衡量基准	
	公司 (百万人民币)	每股 (人民币)
风电及光伏分部 - DCF估值	31,505	8.18
燃气供应 - 市盈率估值	9,602	2.49
总价值	41,107	10.68
减: 净负债	28,061	7.29
少数股东权益	3,021	0.78
可续期企业债	1,500	0.05
股权价值	10,024	2.56
每股价值 (港元)		2.84

资料来源: 招银国际证券预测

图 8: 我们对于公司风电板块的 DCF 估值

DCF估值	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
并网装机容量 (兆瓦)	5,416	5,916	6,416	6,958	7,546	8,184	8,876	9,626	10,439	11,322
装机增速	10.2%	9.2%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
新增装机规模	500	500	500	542	588	638	692	750	814	882
收入 (百万人民币)	4,949	5,572	6,090	6,167	6,621	7,109	7,633	8,195	8,799	9,448
收入增速	9.1%	12.6%	9.3%	1.3%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
息税前收入 (百万人民币)	2,634	3,047	3,359	3,385	3,618	3,866	4,131	4,414	4,716	5,039
息税前利润率 (%)	53.2%	54.7%	55.2%	54.9%	54.6%	54.4%	54.1%	53.9%	53.6%	53.3%
所得税率 (%)	12.3%	12.8%	13.3%	14%	15%	16%	16%	17%	18%	19%
折旧 (百万人民币)	1,667	1,811	1,950	2,274	2,442	2,622	2,815	3,022	3,245	3,484
资本开支 (百万人民币)	(3,250)	(3,250)	(3,250)	(3,489)	(3,747)	(4,023)	(4,319)	(4,637)	(4,979)	(5,346)
运营资本投入 (百万人民币)	(6)	(395)	(675)	(23)	(136)	(146)	(157)	(169)	(181)	(194)
自由现金流	722	824	938	1,673	1,643	1,719	1,798	1,880	1,964	2,051
折现年期	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折现率	0.93	0.86	0.80	0.74	0.69	0.64	0.60	0.55	0.52	0.48
折现自由现金流	671	711	752	1,246	1,137	1,105	1,074	1,043	1,012	982
终值	45,479									
永续增长率	3.00%									
折现 EV/EBITDA	5.34									

估值 (百万人民币)		加权平均资本成本 (WACC) 计算	
终值	45,479	负债成本	4.80%
永续增长率	3.0%	有效税率	20%
终值 EV/EBITDA	5.34	税后负债成本	3.8%
折现现金流总额	9,732	调整后 Beta 值	1.05
折现终值总额	21,773	市场风险溢价	14.40%
分部估值	31,505	无风险利率	1.4%
折现现金流率占比%	31%	股权成本	16.5%
折现总之占比%	69%	债务比率	70%
每股公允价值 (人民币)	8.18	加权平均资本成本	7.6%
每股公允价值 (港元)	9.09		

资料来源: 招银国际证券预测

财务报表

利润表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	9,975	11,943	13,130	15,124	17,326
风电及光伏	3,422	3,949	4,536	4,949	5,572
天然气	6,551	7,981	8,589	10,169	11,748
销售成本	(7,116)	(8,638)	(9,515)	(11,096)	(12,665)
其它收入净额	100	171	130	136	142
销售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(502)	(587)	(619)	(683)	(748)
其它支出	(219)	(44)	(27)	(16)	(25)
运营利润	2,239	2,845	3,097	3,464	4,029
融资成本净额	(785)	(875)	(1,005)	(1,217)	(1,463)
合资及联营企业	290	215	213	263	287
税前利润	1,743	2,184	2,305	2,510	2,853
所得税	(168)	(356)	(380)	(419)	(482)
非控制股东权益	(307)	(413)	(419)	(501)	(601)
永续期绿色债利息	(29)	(71)	(78)	(78)	(78)
净利润	1,240	1,344	1,428	1,512	1,692

现金流量表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
税前利润	1,743	2,184	2,305	2,510	2,853
折旧和摊销	1,308	1,540	1,718	2,045	2,509
运营资金变动	(147)	(909)	(2,215)	(6)	(395)
税项	(217)	(325)	(372)	(409)	(472)
其它	474	1,240	10	0	-
经营活动所得现金流	3,156	3,732	1,448	4,139	4,494
资本开支	(5,568)	(6,041)	(8,554)	(10,812)	(10,423)
其它	1,601	(62)	115	-	-
投资活动所得现金净额	(3,967)	(6,103)	(8,439)	(10,812)	(10,423)
股份发行	-	-	563	-	-
永续期绿色债	590	910	-	-	-
净借贷	2,673	3,037	7,193	7,354	7,438
其它	(939)	533	-	-	-
融资活动所得现金净额	945	2,465	7,425	6,448	6,432
现金增加净额	135	93	434	(224)	503
年初现金及现金等价物	2,110	2,240	2,332	2,766	2,542
汇兑	(4)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,240	2,332	2,766	2,542	3,045
加上：收购所得现金	-	9	-	-	-
资产负债表现金	2,240	2,341	2,766	2,542	3,045

资产负债表

12月31日(百万人民币)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	32,743	35,507	42,166	50,136	57,676
固定资产	26,584	28,252	35,011	43,607	51,327
无形资产	1,757	1,672	1,574	1,475	1,376
合资及联营公司投资	1,918	2,302	2,467	2,729	3,014
预付款及其它应收	1,648	2,904	2,852	2,065	1,700
其它非流动资产	837	377	262	260	259
流动资产	6,418	7,455	9,201	10,362	10,920
现金及现金等价物	2,240	2,341	2,766	2,542	3,045
应收账款	3,296	3,966	4,460	5,007	5,541
预付款	812	1,083	1,901	2,737	2,253
其它流动资产	70	65	74	77	80
流动负债	8,602	10,423	11,078	13,249	14,174
应付账款	148	137	150	173	198
其它应付	3,655	4,870	4,036	4,648	4,012
借贷	4,644	5,316	6,782	8,308	9,835
其它流动负债	70	100	110	120	130
非流动负债	18,162	20,673	26,343	32,196	38,081
借贷	16,683	19,093	24,045	29,457	34,868
其它长期应付	184	225	168	194	167
其它非流动负债	-	-	-	-	-
少数股东权益	2,360	2,933	3,021	3,187	3,388
永续期绿色公司债	590	1,500	1,500	1,500	1,500
股东权益	9,446	10,316	12,308	13,249	14,336
净资产总额	12,397	11,867	13,946	15,053	16,340

主要比率

12月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合					
风电及光伏	43.9	34.3	33.1	34.5	32.7
天然气	56.1	65.7	66.8	65.4	67.2
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.7	28.7	0.28	27.5	0.27
运营利率	25.0	22.4	23.8	23.6	22.9
税前利率	17.1	17.5	18.3	17.6	16.6
净利润率	13.3	12.4	11.3	10.9	10.0
有效税率	8.2	9.6	16.3	16.5	16.7
资产负债比率					
流动比率(x)	0.58	0.75	0.71	0.82	0.77
速动比率(x)	0.58	0.74	0.70	0.82	0.77
现金比率(x)	0.22	0.26	0.22	0.25	0.19
平均应收账款周转天数	107.	111.	117.	114.	111.
债务/股本比率(%)	190.	182.	175.	183.	210.
净负债/股东权益比率(%)	202.	198.	203.	238.	263.
回报率(%)					
资本回报率	10.9	12.3	11.3	10.5	10.2
资产回报率	2.74	3.17	2.92	2.63	2.38
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.33	0.36	0.38	0.39	0.44
每股股息(人民币)	0.13	-	0.15	0.16	0.18
每股账面价值(人民币)	2.70	3.18	3.59	3.83	4.11

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招銀國際證券投資評級

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招銀國際證券并未给予投资评级

招銀國際證券行業投資評級

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀國際證券”)为招銀國際金融有限公司之全资附属公司(招銀國際金融有限公司为招商銀行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招銀國際證券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招銀國際證券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招銀國際證券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律責任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招銀國際證券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何責任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招銀國際證券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律責任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。