

# 新天綠色能源 (956 HK)

## A股上市漸行漸近

新天綠色能源明確A股上市價格為人民幣3.18元，對應2019年8.65/1.0倍市盈率/市淨率，符合我們預期。基于近期A股上市記錄，我們相信公司的A股發行價是自2019年以來眾多上市企業中發行PE估值最低的企業。結合近期H+A企業上市發行歷史，我們認為與公司可比的企業為福萊特玻璃(6865HK/601865 CH)。我們預期A股發行將會在短期內提振市場對於公司的情緒，并預判公司上市後被納入港股通將成為刺激H股價值重估的下一個催化劑。我們將公司燃氣板塊的市盈率估值從10倍上調至12倍，以反映A股上市對於市場對於公司的情緒提振。我們對公司的分部估值加總目標價因此上調23.5%至每股2.84港元，維持買入評級。

- **A股代號為600956 CH。**新天綠色宣布6月12日開始招股，招股價人民幣3.18元，對應8.65倍/1.0倍2019年市盈率及市淨率。發行規模為1.348億股，募集資金人民幣4.29億。扣除上市費用後預計淨融資金額為人民幣3.90億。結合2019年以來的A股上市情況，從招股到正式上市時間區間為11-49天，平均約25天。我們預計公司將在6月底至7月初完成發行上市。
- **納入港股通將成為下一催化劑。**新天綠色的A股上市進程已提起市場情緒。股價自3月24日年內低位已反彈54%。根據近期H+A上市企業的情況，我們預期新天的H股將在A股上市10個交易日後被納入港股通。基于目前新天綠色較為吸引的風電及燃氣業務基本面，較好的盈利表現和慷慨的股息派發歷史，以及有限的A股發行規模，我們相信公司的H股也會吸引不少南向投資人關注。我們將納入港股通視作下一個驅動H股價值重估的強催化劑，并預期福萊特玻璃的股價情況將會成為一個近似的參考（詳見第二頁）。
- **維持買入評級，目標價上調23.5%至每股2.84港元。**我們將對公司2020-22年每股盈利預測略微下調3.3/6.6/6.1%以反應1) 新冠疫情對於業務的影響，2) 對於未來聯營公司盈利貢獻作更為保守的預估，以及3) A股發行後帶來約3.5%的盈利稀釋。在完成A股發行後，我們認為公司的燃氣業務板塊將會獲得更多的市場認可。我們據此將燃氣板塊的PE估值係數從10倍上調至12倍，我們的部分估值加總目標價也因此提升23.5%至每股2.84港元。維持買入評級。

### 財務資料

(截至12月31日)	FY17A	FY18A	FY19E	FY20E	FY21E
營業收入(百萬元人民幣)	9,975	11,943	13,130	15,124	17,326
淨利潤(百萬元人民幣)	1,240	1,344	1,428	1,512	1,692
每股盈利(人民幣)	0.33	0.36	0.38	0.39	0.44
每股盈利變動(%)	31.95	8.39	4.40	3.99	11.91
平均盈利預測(人民幣)	N/A	N/A	0.41	0.44	0.46
市盈率(倍)	5.26	4.85	4.65	4.47	3.99
市帳率(倍)	0.65	0.55	0.49	0.46	0.43
股息率(%)	7.12	0.00	8.46	8.95	10.02
權益收益率(%)	12.35	11.37	10.53	10.25	10.68
淨負債率(%)	203	199	203	239	263

資料來源：公司數據，招銀國際證券預測

### 買入 (維持)

目標價	HK\$2.84
(此前目標價)	HK\$2.30
潛在升幅	47.9%
當前股價	HK\$1.92

### 中國風電板塊

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

### 公司數據

市值(百萬港元)	7,133
3月平均流通量(百萬港元)	21.80
52周內股價高/低(港元)	2.38/1.24
總股本(百萬)	3,715

資料來源：彭博

### 股東結構

河北建投	50.5%
流通股	49.5%

資料來源：港交所

### 股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	9.7%	7.4%
3-月	12.3%	11.0%
6-月	-11.9%	0.3%
12-月	-3.5%	7.7%

資料來源：彭博

### 股份表現



資料來源：Wind

審計師：安永

請登錄2020年亞洲貨幣券商投票網址，投下您對招銀國際研究團隊信任的一票：

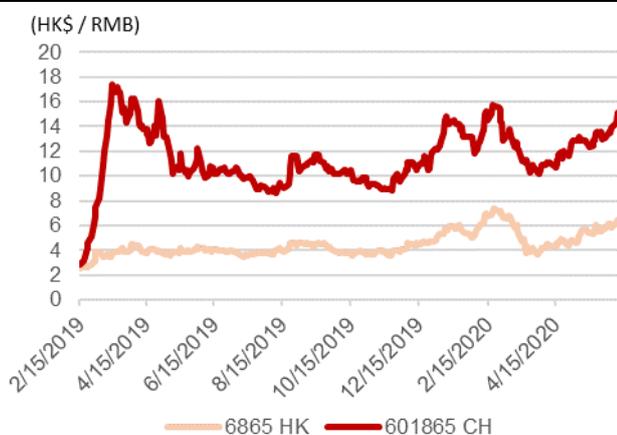
<https://euromoney.com/brokers>

圖 1: 基于近期 H+A 股份上市信息, 我們預期新天將在 6 月底-7 月初上市發行, 并預計將與福萊特玻璃(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

資料來源: Wind, 招銀國際證券

圖 2: 福萊特玻璃 H 股及 A 股股價走勢



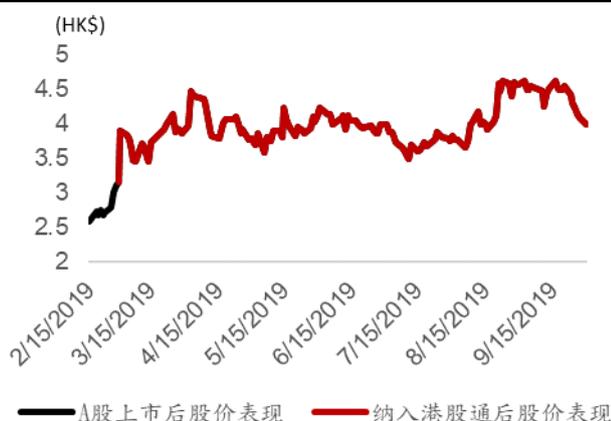
資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 3: 福萊特玻璃 H 股對 A 股的估值折讓



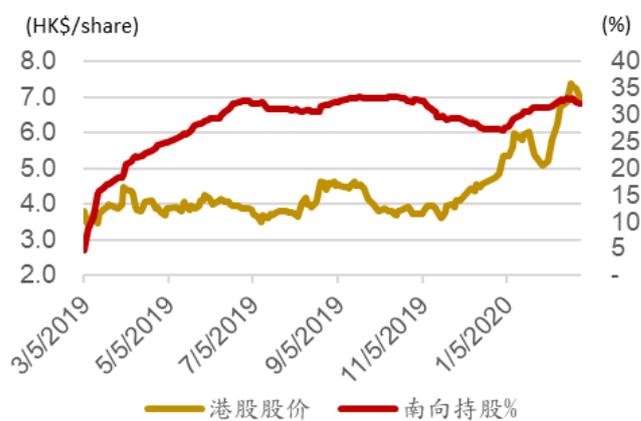
資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 4: 在 A 股上市發行以及納入港股通以後, 我們觀察到福萊特玻璃在 A 股上市後半年內呈顯著的價值重估。



資料來源: 彭博、招銀國際證券

圖 5: 福萊特玻璃的南向持股呈顯著增加態勢



資料來源: Wind、招銀國際證券

圖 6: 盈利測算變動

	原預測			新預測			變動(%)		
	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%

招銀國際測算 vs. 市場平均盈利預期				較平均預期差異					
市場平均盈利預測(百万人民币)				1,529	1,643	1,740	-6.6%	-8.0%	-2.8%
市場平均每股盈利(人民币)				0.407	0.439	0.46	-7.2%	-10.5%	-4.5%

資料來源: 招銀國際證券預測

圖 7: 我們對新天綠能的分部估值加總

分部估值加總	衡量基準	
	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
<b>每股价值(港元)</b>		<b>2.84</b>

資料來源: 招銀國際證券預測

圖 8: 我們對於公司風電板塊的 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
裝機增速	10.2%	9.2%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
新增裝機規模	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%
所得稅率(%)	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
資本開支(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)
运营資本投入(百万人民币)	(6)	(395)	(675)	(23)	(136)	(146)	(157)	(169)	(181)	(194)
<b>自由現金流</b>	<b>722</b>	<b>824</b>	<b>938</b>	<b>1,673</b>	<b>1,643</b>	<b>1,719</b>	<b>1,798</b>	<b>1,880</b>	<b>1,964</b>	<b>2,051</b>
折現年期	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
折現率	0.93	0.86	0.80	0.74	0.69	0.64	0.60	0.55	0.52	0.48
折現自由現金流	671	711	752	1,246	1,137	1,105	1,074	1,043	1,012	982
終值	45,479									
永續增長率	3.00%									
折現EV/EBITDA	5.34									

估值(百万人民币)	加權平均資本成本(WACC)計算		
終值	45,479	負債成本	4.80%
永續增長率	3.0%	有效稅率	20%
終值EV/EBITDA	5.34	稅後負債成本	3.8%
折現現金流總額	9,732	調整後Beta值	1.05
折現終值總額	21,773	市場風險溢價	14.40%
分部估值	31,505	無風險利率	1.4%
折現現金率占比%	31%	股權成本	16.5%
折現總之占比%	69%	債務比率	70%
每股公允價值(人民币)	8.18	加權平均資本成本	7.6%
每股公允價值(港元)	9.09		

資料來源: 招銀國際證券預測

## 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>13,130</b>	<b>15,124</b>	<b>17,326</b>
風電及光伏	3,422	3,949	4,536	4,949	5,572
天然氣	6,551	7,981	8,589	10,169	11,748
<b>銷售成本</b>	<b>(7,116)</b>	<b>(8,638)</b>	<b>(9,515)</b>	<b>(11,096)</b>	<b>(12,665)</b>
其它收入淨額	100	171	130	136	142
銷售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理費用	(502)	(587)	(619)	(683)	(748)
其它支出	(219)	(44)	(27)	(16)	(25)
<b>運營利潤</b>	<b>2,239</b>	<b>2,845</b>	<b>3,097</b>	<b>3,464</b>	<b>4,029</b>
融資成本淨額	(785)	(875)	(1,005)	(1,217)	(1,463)
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>2,305</b>	<b>2,510</b>	<b>2,853</b>
所得稅	(168)	(356)	(380)	(419)	(482)
非控制股東權益	(307)	(413)	(419)	(501)	(601)
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>1,428</b>	<b>1,512</b>	<b>1,692</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>2,305</b>	<b>2,510</b>	<b>2,853</b>
折舊和攤銷	1,308	1,540	1,718	2,045	2,509
運營資金變動	(147)	(909)	(2,215)	(6)	(395)
稅項	(217)	(325)	(372)	(409)	(472)
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>1,448</b>	<b>4,139</b>	<b>4,494</b>
資本開支	(5,568)	(6,041)	(8,554)	(10,812)	(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>(8,439)</b>	<b>(10,812)</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	7,193	7,354	7,438
其它	(939)	533	-	-	-
<b>融資活動所得現金淨額</b>	<b>945</b>	<b>2,465</b>	<b>7,425</b>	<b>6,448</b>	<b>6,432</b>
<b>現金增加淨額</b>	<b>135</b>	<b>93</b>	<b>434</b>	<b>(224)</b>	<b>503</b>
年初現金及現金等價物	2,110	2,240	2,332	2,766	2,542
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>2,766</b>	<b>2,542</b>	<b>3,045</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>2,766</b>	<b>2,542</b>	<b>3,045</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>35,507</b>	<b>42,166</b>	<b>50,136</b>	<b>57,676</b>
固定資產	26,584	28,252	35,011	43,607	51,327
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	2,852	2,065	1,700
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>9,201</b>	<b>10,362</b>	<b>10,920</b>
現金及現金等價物	2,240	2,341	2,766	2,542	3,045
應收賬款	3,296	3,966	4,460	5,007	5,541
預付款	812	1,083	1,901	2,737	2,253
其它流動資產	70	65	74	77	80
<b>流動負債</b>	<b>8,602</b>	<b>10,423</b>	<b>11,078</b>	<b>13,249</b>	<b>14,174</b>
應付帳款	148	137	150	173	198
其它應付	3,655	4,870	4,036	4,648	4,012
借貸	4,644	5,316	6,782	8,308	9,835
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>26,343</b>	<b>32,196</b>	<b>38,081</b>
借貸	16,683	19,093	24,045	29,457	34,868
其它長期應付	184	225	168	194	167
其它非流動負債	-	-	-	-	-
<b>少數股東權益</b>	<b>2,360</b>	<b>2,933</b>	<b>3,021</b>	<b>3,187</b>	<b>3,388</b>
可續期綠色公司債	590	1,500	1,500	1,500	1,500
<b>股東權益</b>	<b>9,446</b>	<b>10,316</b>	<b>12,308</b>	<b>13,249</b>	<b>14,336</b>
<b>淨資產總額</b>	<b>12,397</b>	<b>11,867</b>	<b>13,946</b>	<b>15,053</b>	<b>16,340</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	34.5	32.7
天然氣	56.1	65.7	66.8	65.4	67.2
<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	27.5	0.27
運營利率	25.0	22.4	23.8	23.6	22.9
稅前利率	17.1	17.5	18.3	17.6	16.6
淨利潤率	13.3	12.4	11.3	10.9	10.0
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	0.77
速動比率(x)	0.58	0.74	0.70	0.82	0.77
現金比率(x)	0.22	0.26	0.22	0.25	0.19
平均應收款周轉天數	107.	111.	117.	114.	111.
債務/股本比率(%)	190.	182.	175.	183.	210.
淨負債/股東權益比率(%)	202.	198.	203.	238.	263.
<b>回報率(%)</b>					
資本回報率	10.9	12.3	11.3	10.5	10.2
資產回報率	2.74	3.17	2.92	2.63	2.38
<b>每股數據(人民幣)</b>					
每股盈利(人民幣)	0.33	0.36	0.38	0.39	0.44
每股股息(人民幣)	0.13	-	0.15	0.16	0.18
每股賬面價值(人民幣)	2.70	3.18	3.59	3.83	4.11

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）發表于本報告的觀點準確地反映有關于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并無直接或間接關係。

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。

### 招銀國際證券投資評級

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

### 招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來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。報告所載數據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。而過去表現亦不代表未來的表現，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，并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，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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并不時自行及/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，任何機構或個人于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信息，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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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。

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，并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。