

新天绿色能源 (956 HK)

迈向进一步价值重估机遇

我们认为新天绿能 2020 年的盈利表现受疫情影响将略乏善可陈，但市场及股价已对此充分反应。展望 2021 年，在新增风电装机以及燃气销售毛差复苏双重因素的支持下，我们认为公司的盈利将恢复快速增长势头，预测盈利增速达 21.2%。公司目前的估值水平显著低于同业。随着时间逐步向 2022 年北京冬奥会推移（2022 年 2 月 4 号开幕），我们认为市场会将关注点聚焦于公司以及其作为河北省最大的风电运营商的地位。我们将公司的分部估值目标价上调 30.4% 至每股 3.26 港元，并预期公司 H 股价值重估机遇即将到来。维持买入。

- 2020 年盈利将大致持平。**公司 2020 年录得风电发电量及燃气销售量同比分别增长 11.9% 及 8.9%。受风资源条件制约及疫情因素影响，两个业务部门的表现均略低于我们此前预期。我们预测公司 2020 年全年盈利人民币 13.96 亿，同比仅微增 3.9%。我们认为市场已对公司 2020 年的运营及业绩表现完全反应。
- 2021 年实现开门红。**公司 2021 年实现了良好的开局，1 月份风电发电量同比增长 86.3%，同时燃气销量同比稳健增长 7%。受风电新增装机所驱动，我们预期全年风电发电量将同比增长 15.6%，而燃气销售量将回升至双位数增长 11.4%，并且燃气销售毛差将随 LNG 价格正常化而复苏。我们预测 2021 年公司盈利将同比增加 21.2% 至人民币 16.92 亿元。
- A 股配售将吸引市场关注。**新天绿能在 2020 年 12 月宣布了 A 股新股配售计划。公司计划发行最多 11.5 亿新股，募集最多 51.1 亿元，潜在最大的股本摊薄为 23.1%。配售价将参考配售日前 20 天的收盘均价及公司的每股净资产价格确定，以较高者为准。结合公司 A 股近期的股价走势，我们认为公司的配售摊薄影响将显著低于 23.1%。并且在配售完成后，我们认为公司的 A 股交易流动性将呈逐步改善趋势，对于 H 股也将吸引更多的市场关注。
- 冬奥会可再生能源概念将成为新的催化剂。**受低碳发展策略所支持，中国风电运营商自 2020 年四季度开始经历了非常强劲的价值重估。新天绿能目前的市值仅为前瞻市盈率/市净率分别 4.8/0.55 倍，显著低于同业。作为河北省最大的风电运营商，公司拥有超过 3.8 吉瓦在运风电资产，同时，公司亦将成为 2022 年北京冬奥会关键的可再生能源电力供应商之一。随着时间逐步向北京冬奥会推移，我们认为市场对于公司的情绪将获提振并有望带动公司 H 股价值重估。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万元人民币)	9,975	11,943	12,234	14,153	16,365
同比增长 (%)	41.3	19.7	2.4	15.7	15.6
净利润(百万元人民币)	1,240	1,344	1,396	1,692	1,843
每股盈利(元人民币)	0.33	0.36	0.37	0.44	0.48
每股盈利变动 (%)	32.0	8.4	2.1	19.1	8.9
市场每股盈利预测(人民币)	N/A	N/A	0.39	0.43	0.47
市盈率(倍)	6.4	5.9	5.8	4.8	4.4
市帐率(倍)	0.8	0.7	0.6	0.55	0.50
股息率 (%)	5.9	5.9	6.0	7.2	7.9
权益收益率 (%)	12.4	11.4	10.3	11.3	11.4
净负债率 (%)	203	199	202	221	241

资料来源：公司数据，彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$3.26
(此前目标价)	HK\$2.50)
潜在升幅	+27.3%
当前股价	HK\$2.56

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)	23,182
3 月平均流通量(百万港元)	40.58
52 周内股价高/低(港元)	2.84/1.16
已发行股本-H(百万)	1,839
已发行股本-A(百万)	2,011

资料来源：彭博

股东结构

河北建设投资集团	48.7%
流通股	51.3%

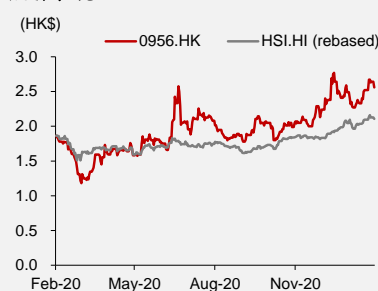
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	2.8%	-0.1%
3-月	28.6%	12.2%
6-月	23.1%	2.0%
12-月	33.3%	20.1%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：万得资讯

审计师：安永

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	12,234	14,153	16,365
风电及光伏	3,422	3,949	4,422	5,218	5,840
天然气	6,551	7,981	7,806	8,931	10,519
销售成本	(7,116)	(8,638)	(8,813)	(10,078)	(11,710)
其它收入净额	100	171	156	164	170
销售成本	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
管理费用	(502)	(587)	(577)	(639)	(706)
其它支出	(219)	(44)	(2)	26	(16)
运营利润	2,239	2,845	2,997	3,626	4,102
融资成本净额	(785)	(875)	(990)	(1,170)	(1,363)
合资及联营企业	290	215	213	263	287
税前利润	1,743	2,184	2,220	2,718	3,026
所得税	(168)	(356)	(366)	(454)	(511)
非控制股东权益	(307)	(413)	(379)	(494)	(593)
永续期绿色债利息	(29)	(71)	(78)	(78)	(78)
净利润	1,240	1,344	1,396	1,692	1,843

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	2,220	2,718	3,026
折旧和摊销	1,308	1,540	1,718	2,055	2,531
运营资金变动	(147)	(909)	(1,630)	1,805	(105)
税项	(217)	(325)	(358)	(444)	(501)
其它	474	1,240	10	0	-
经营活动所得现金流	3,156	3,732	1,961	6,134	4,950
资本开支	(5,568)	(6,041)	(8,779)	(11,087)	(10,423)
其它	1,601	(62)	115	-	-
投资活动所得现金净额	(3,967)	(6,103)	(8,664)	(11,087)	(10,423)
股份发行	-	-	563	-	-
永续期绿色债	590	910	-	-	-
净借贷	2,673	3,037	7,443	5,504	6,513
其它	(939)	533	-	-	-
融资活动所得现金净额	945	2,465	7,675	4,712	5,525
现金增加净额	135	93	973	(240)	51
年初现金及现金等价物	2,110	2,240	2,332	3,305	3,064
汇兑	(4)	(2)	-	-	-
年末现金及现金等价物	2,240	2,332	3,305	3,064	3,116
加上: 收购所得现金	-	9	-	-	-
资产负债表现金	2,240	2,341	3,305	3,064	3,116

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	38,499	45,405	53,647	61,175
固定资产	26,584	28,252	35,236	44,097	51,796
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	2,864	2,073	1,709
其它非流动资产	837	377	262	260	259
流动资产	6,418	7,455	9,420	8,499	8,305
现金及现金等价物	2,240	2,341	3,305	3,064	3,116
应收账款	3,296	3,966	4,132	2,610	2,845
预付款	812	1,083	1,909	2,749	2,265
其它流动资产	70	65	74	77	80
流动负债	8,602	10,532	11,518	13,044	13,766
应付账款	148	137	140	162	187
其它应付	3,655	4,870	4,312	4,677	4,031
借贷	4,644	5,316	6,837	7,956	9,279
其它流动负债	70	100	110	120	130
非流动负债	18,162	20,673	26,549	30,950	36,113
借贷	16,683	19,093	24,240	28,209	32,898
其它长期应付	184	225	180	195	168
其它非流动负债	25	46	46	46	46
少数股东权益	2,360	2,933	2,982	3,173	3,371
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	12,276	13,479	14,730
净资产总额	12,397	14,750	16,758	18,152	19,601

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	36.1	36.9
天然气	56.1	65.7	66.8	63.8	63.1
合计	100	100	100	100	100
盈利能力比率					
毛利率	32.7	28.7	0.28	28.0	0.29
运营利润率	25.0	22.4	23.8	24.5	25.6
税前利润率	17.1	17.5	18.3	18.1	19.2
净利润率	13.3	12.4	11.3	11.4	12.0
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	0.65
速动比率(x)	0.58	0.74	0.70	0.81	0.65
现金比率(x)	0.22	0.26	0.22	0.29	0.24
平均应收款周转天数	107.2	111.0	120.8	86.9	60.8
债务/股本比率(%)	190.0	182.3	175.1	185.4	199.2
净负债/股东权益比率(%)	202.7	198.6	201.5	220.9	240.6
回报率(%)					
资本回报率	10.92	12.35	11.37	10.32	11.30
资产回报率	2.74	3.17	2.92	2.55	2.72
每股数据(人民币)					
每股盈利(人民币)	0.33	0.36	0.37	0.44	0.48
每股股息(人民币)	0.13	0.13	0.13	0.15	0.17
每股账面价值(人民币)	2.70	3.18	3.58	3.89	4.22

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。

披露

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与本报告内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

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	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

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

招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

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。招银国际证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。招银国际证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银国际证券编写，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、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银国际证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责任。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，未经招银国际证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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

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属制的报告。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责任。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。