

2024年10月9日

## 新天绿色能源(0956.HK)

——风电+天然气双轮驱动 优质现金流助力资产规模稳增

买入 (首次覆盖)

## 投资要点:

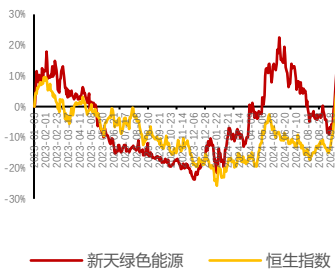
## 证券分析师

刘晓宁  
S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
查浩  
S1350524060004 zhahao@huayuanstock.com  
邹佩轩  
S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com

## 研究支持

## 联系人

## 市场表现:



## 相关研究

- **华北地区领先的清洁能源领先企业，风电+天然气双轮驱动，实控人为河北省国资委。**2010年，河北省国资委100%控股企业河北建投与建投水务共同发起设立新天绿色能源，并于同年在港股上市。经过多年发展，公司形成了以风电为主、天然气为辅的主要盈利格局：2023年实现营收202.82亿元，归母净利润22.07亿元，风电和光伏分部贡献约2/3归母净利润，天然气分部对归母净利润贡献约26%。
- **风电和光伏分部：1) 坐拥华北优质风资源，公司风电净资产收益率相对稳定且优于同行。**截至2023年底，公司风电控股装机达6293.75MW，光伏控股装机126.12MW，分部利润主要来自风力发电业务。公司风电在华北地区装机容量占比达到79%，风资源质量上乘，平均利用小时数长期以来均优于全国平均水平。在优质风资源+较优的电价支撑下，2023年公司风电和光伏分部净资产收益率12%左右，处于同行领先水平。**2) 在手资源充足，河北海风规划落地进一步打开成长空间。**截至2023年底，公司风电在建+核准未开工机组约为风电控股装机容量的56.1%，为后续资产规模扩张奠定坚实基础。2024年初河北海风规划落地，规划建设省管海域风电项目180万千瓦，国管海域风电项目550万千瓦。作为河北省领先的清洁能源企业，公司有望充分受益，未来成长可期。
- **天然气分部：兼具中游管输与下游城燃分销业务，唐山LNG项目进一步完善产业链布局，LNG增量带动售气规模快速攀升。**近年来随着对下游城燃项目的并购，公司零售气量占比逐渐提升，带动总体售气购销价差有所提高。唐山LNG项目第一阶段及外输管线于2023年建成投产，LNG成为当前售气增量主要来源，2024H1售气量30.17亿立方米，其中LNG售气量6.91亿立方米、超过2023全年，2024全年售气量有望增长25%以上；在国际天然气价格回归合理区间情况下，唐山LNG项目亦有助于提升公司气源成本管控水平。**此外河北顺价工作已于2023年全面落地，公司零售气量毛差有望回升。**
- **资产质量较优，现金创造能力值得重点关注。面对行业机遇，现金流可有效支撑资本开支需求，有望带动盈利规模及资产规模稳步提升。**2023年公司折旧摊销费用合计23.79亿元，折旧摊销/净利润达到100.2%；经营性现金流48.52亿元，是净利润的1.77倍，可见净利润无法反映真实的现金创造能力，根本原因在于风电营业成本以折旧摊销等非付现成本为主。若以净利润+折旧摊销作为净现金流创造能力指标，则2023年经营数据对应净现金流创造能力约47.5亿元，可覆盖2023年资本性支出(61.47亿元)的77%。随着在建风电及天然气项目逐步投产，公司盈利规模及资产规模有望稳步提升。
- **立足当前时点，在港股流动性显著修复、市场风险偏好回归的大背景下，绿电板块整体估值水平有望抬升；公司作为板块内资产质量较优标的，估值水平有望快速修复。**
- **盈利预测与估值：**预测2024-2026年归母净利润分别为23.8、30.7、34.1亿元，分别同比增长7.8%、29.0%、11.1%。1) 预计2024年风电和光伏分部归母净利润17.0亿元，选取港股龙源电力、大唐新能源、中广核新能源等作为可比公司，考虑流动性改善及行业政策面边际改善带动板块估值水平回升，参考历史估值水平，给予风电和光伏分部10倍PE，取人民币/港币汇率1.1，对应价值187亿港元；2) 预计2024年天然气分部归母净利润6.1亿元，选取华润燃气、昆仑能源、港华智慧能源、新奥能源作为可比公司，同样参考历史估值水平，取人民币/港币汇率1.1，给予天然气分部13倍PE，对应价值87亿港元。保守考虑下暂不给其他业务估值，则公司内在价值约为274亿港元，较当前市值仍有约49%上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**风电利用小时数不及预期、电价波动风险、LNG项目运营不及预期、天然气价格波动风险

## 股票数据: 2024年10月7日

收盘价(港元) 4.36  
年内最高/最低(港元) 4.36/2.53  
总市值(亿港元) 183.37

## 基础数据: 2024年6月30日

总股本(亿股) 42.06  
总资产(亿元) 817.74  
净资产(亿元) 264.37  
每股净资产(元) 5.09

资料来源:公司公告, ifind

## 盈利预测与估值(人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	18,561	20,282	22,881	25,915	28,612
同比增长率(%)	16.1%	9.3%	12.8%	13.3%	10.4%
毛利率(%)	28.2%	25.0%	23.6%	25.8%	26.2%
归母净利润(百万元)	2,294	2,207	2,379	3,070	3,411
同比增长率(%)	6.2%	-3.8%	7.8%	29.0%	11.1%
每股收益(元/股)	0.55	0.52	0.57	0.73	0.81
ROE(%)	8.7%	8.4%	9.0%	11.6%	12.9%
市盈率			7.0	5.4	4.9

## 投资案件

### 投资评级与估值

预测 2024-2026 年公司归母净利润分别为 23.8、30.7、34.1 亿元，同比增长 7.8%、29.0%、11.1%。1) 预计 2024 年**风电和光伏分部**贡献归母净利润 17.0 亿元，选取龙源电力、大唐新能源、中广核新能源等作为可比公司，考虑流动性改善及行业政策面边际改善带动板块估值水平回升，参考历史估值水平，**给予风电和光伏分部 10 倍 PE，汇率取 1.1，对应价值 187 亿港元**；2) 预计 2024 年**天然气分部**贡献归母净利润 6.1 亿元，选取华润燃气、昆仑能源、港华智慧能源、新奥能源作为可比公司，同样参考历史估值水平，**给予天然气分部 13 倍 PE，汇率取 1.1，对应价值 87 亿港元**。保守考虑下暂不给其他业务估值，则公司内在价值约为  $187+87=274$  亿港元，较当前市值仍有约 **49%上涨空间**。

此外，近年来公司分红率有所提升，假设公司维持 2023 年股利支付率 40.77%，则当前股价对应 2024-2026 年股息率分别为 5.82%/7.51%/8.34%。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

**1) 风电和光伏分部：**结合公司新能源项目在建及储备情况，假设公司 2024-2026 年风电控股装机量增长 13.7%、14.0%、12.3%，平均利用小时数 2250，2400，2400 小时，市场化交易带动平均上网电价小幅下滑至 0.435，0.433，0.430 元/千瓦时。**2) 天然气分部：**考虑唐山 LNG 码头投产以及潜在城燃项目并购，假设 2024-2026 年总售气量增长 27.5%、10.5%、9.5%，售气毛差维持 0.33-0.34 元/立方米。

### 投资逻辑要点

公司为华北地区领先的风电+天然气双轮驱动的清洁能源公司，两大业务板块均具有出色的现金流创造能力，资产质量较优，在河北海风规划落地以及唐山 LNG 项目投产等多重机遇下，公司盈利性资产规模有望进一步扩张，业绩有望获得稳健增长。

### 核心风险提示

风电利用小时数不及预期、电价波动风险、天然气价格波动风险、LNG 项目运营情况不及预期等。

## 目录

1. 风电+天然气双轮驱动 现金流价值凸显 .....	6
1.1 风电+天然气双轮驱动的清洁能源公司 .....	6
1.2 现金创造能力优秀 进可攻退亦可守 .....	8
2. 风电：资产质量优于同行 海风打开成长空间 .....	10
2.1 风资源质量上乘 装机驱动盈利规模稳增 .....	10
2.2 需求基本盘稳固 资产收益率优于同行 .....	12
2.3 在手资源充足 河北海风规划落地打开空间 .....	15
3. 天然气：LNG 支撑售气规模提升 顺价助推零售毛差修复 .....	17
3.1 兼顾中游与下游业务 售气结构优化带动盈利能力提升 .....	17
3.2 顺价落地+气源成本回归低位 零售气量毛差有望回升 .....	18
3.3 唐山 LNG 项目投产 进一步完善产业链布局 .....	20
4. 盈利预测及估值 .....	22

## 图表目录

图 1: 股权结构图 (截至 2024H1) .....	6
图 2: 营业收入 (亿元) 及增速 .....	7
图 3: 归母净利润 (亿元) 及增速 .....	7
图 4: 2023 年营收结构 .....	7
图 5: 2023 年毛利结构 .....	7
图 6: 2019-2023 年经营现金流/净利润 .....	8
图 7: 2019-2023 年 EBITDA/营业收入 .....	8
图 8: 风电企业新增应收/发电收入对比 .....	9
图 9: 2023 年公司风电装机区域分布 .....	11
图 10: 2010-2023 年公司及全国风电利用小时数 (h) .....	11
图 11: 2010-2023 年累计风电控股装机容量 (MW) .....	11
图 12: 2010-2023 年公司风电发电量 (亿千瓦时) .....	11
图 13: 风电公司单 GW 盈利能力 (亿元/GW) 对比 .....	11
图 14: 2010-2023 年风电和光伏分部净利润 (亿元) 及增速 .....	11
图 15: 2001-2023 年河北省用电量及发电量 (亿千瓦时) .....	12
图 16: 2001-2023 年河北省净输入电量 (亿千瓦时) .....	12
图 17: 2020-2023 年河北省发电量结构 .....	14
图 18: 2020-2023 年河北省分类型电力装机 (百万千瓦) .....	14
图 19: 河北省光伏利用率 .....	14
图 20: 河北省风电利用率 .....	14
图 21: 风电企业净资产收益率 (摊薄) 对比 .....	15
图 22: 在建及核准未开工容量 (MW) .....	16
图 23: 新增协议容量和列入政府开发建设方案容量 (MW) .....	16
图 24: 2018-2023 年公司运营管道长度 (km) .....	18
图 25: 2010-2023 年售气量 (亿立方米) 及其增速 .....	18
图 26: 2018-2023 年分类型售气量 (亿立方米) .....	18
图 27: 2010-2023 年天然气分部净利润 (亿元) .....	18

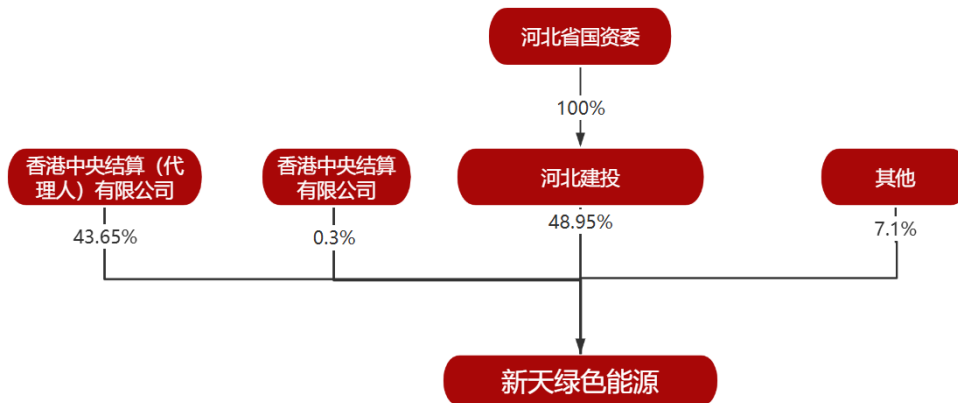
图 28: 液化天然气进口平均单价 (美元 / 吨) .....	19
图 29: 管道天然气进口平均单价 (美元 / 吨) .....	19
图 30: 唐山 LNG 项目及外输管线示意图.....	20
图 31: LNG 售气量占比由 0.13%上升至 10.13%.....	21
图 32: 2021-2023 售气量增长来源 .....	21
图 33: 港股流动性大幅改善 .....	22
图 34: 恒生指数 PE-Band .....	22
图 35: 龙源电力 PE-Band .....	23
图 36: 大唐新能源 PE-Band.....	23
图 37: 中广核新能源 PE-Band .....	23
图 38: 华润燃气 PE-Band .....	24
图 39: 新奥能源 PE-Band .....	24
图 40: 港华智慧能源 PE-Band .....	24
图 41: 昆仑能源 PE-Band .....	24
图 42: 2019-2023 年公司分红总额 (百万元) 及股利支付率 (%) .....	25
表 1: 2023 年重要子公司、投资收益及对应净利润和归母净利润 .....	7
表 2: 欠款前五名均为当地电网公司 (截至 2023 年底) .....	9
表 3: 冀北电网和河北南网中长期交易电量交易限额 .....	13
表 4: 2021-2023 年冀北电网电力交易成交情况 .....	14
表 5: 公司天然气购销价差 (元/立方米) .....	17
表 6: 河北省天然气终端销售价格调整情况 (以石家庄和廊坊市为例) .....	19
表 7: 唐山 LNG 项目建设内容及进展情况.....	20
表 8: 风电和光伏分部可比公司相对估值表 .....	23
表 9: 天然气分部可比公司相对估值表 .....	24

# 1. 风电+天然气双轮驱动 现金流价值凸显

## 1.1 风电+天然气双轮驱动的清洁能源公司

实控人为河北省国资委，创立之初便构建起风电+天然气双轮驱动的业务结构，A+H 两地上市。公司控股股东为河北建投，为河北省国资委 100%持股省级国资企业。2010 年，河北建投为整合风电板块及天然气板块业务并搭建上市平台，推动河北清洁能源产业快速发展，经河北省国资委同意，河北建投与建投水务共同发起设立新天绿色能源。其中，河北建投持股 80%，以其持有的河北天然气 55%股权和建投新能源 100%股权作为经营性资产、以及部分现金作为出资；建投水务则以现金出资，持股 20%。同年，新天绿色能源成功在香港联交所上市；并于 2020 年在 A 股上市。截至 2024H1，控股股东河北建投持股 48.95%，实控人为河北省国资委。

图 1：股权结构图（截至 2024H1）



资料来源：wind, 华源证券研究

在我国推动能源转型的历史机遇期，公司风电装机量快速增长、天然气销售规模稳步提升，驱动业绩规模扩张。依托建投新能源（100%控股）、丰宁新能源（100%控股）、河北天然气（55%控股）3 家核心子公司，同时通过股权投资等方式，构建起以风电为主、天然气为辅的盈利格局。

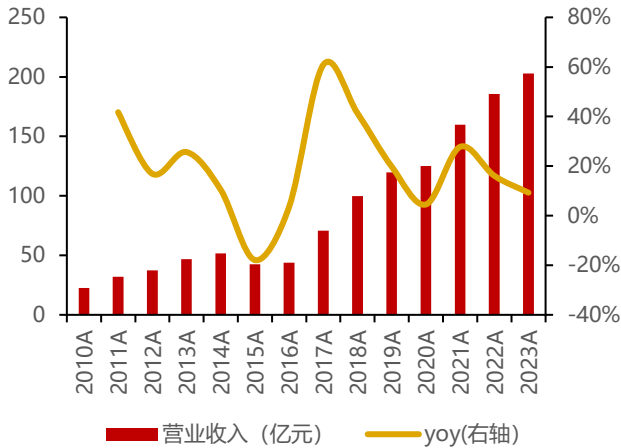
2023 年，公司实现营收 202.82 亿元，同比增长 9.27%；实现归母净利润 22.07 亿元，同比下滑 3.78%。营收及归母净利润分别较上市之初增长 901%和 793%。分板块来看，其中：

1) 风电和光伏分部：以风力发电为主，2010-2023 年公司风电控股装机由 855MW 提升至 6293.75MW，年复合增速 16.5%；光伏控股装机 126.12MW。

2023 年实现营收 62.43 亿元，净利润 18.16 亿元，2 大核心子公司建设新能源、丰宁新能源及股权投资收益贡献归母净利润约 14.6 亿元（占比约 66%）。

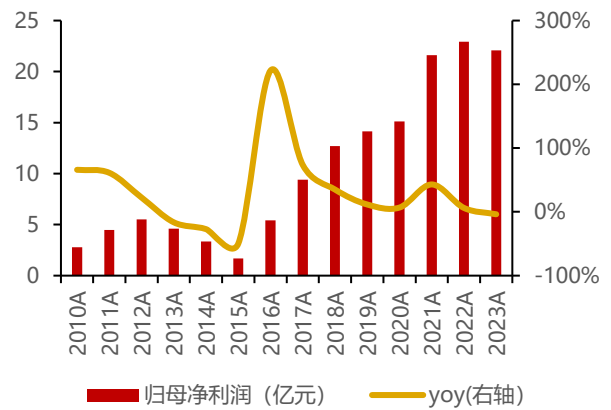
2) 天然气分部：以天然气销售为主，同时从事少量接驳及建设燃气管网业务，凭借在长输管线方面的投资以及对城燃特许经营项目的获取，2023 年售气规模达到 45.03 亿立方米，实现营收 140.27 亿元，核心子公司河北天然气及股权投资收益贡献归母净利润约 5.67 亿元（占比约 26%）。

图 2：营业收入（亿元）及增速



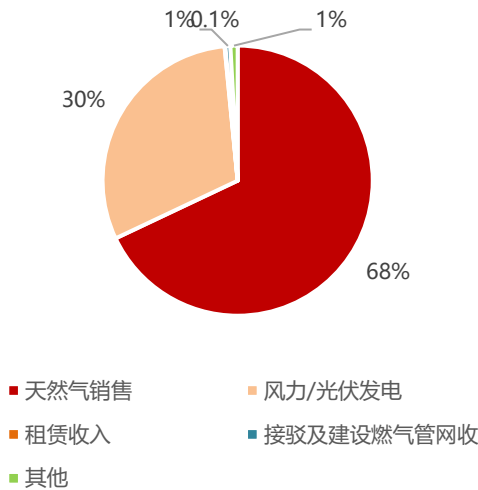
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 3：归母净利润（亿元）及增速



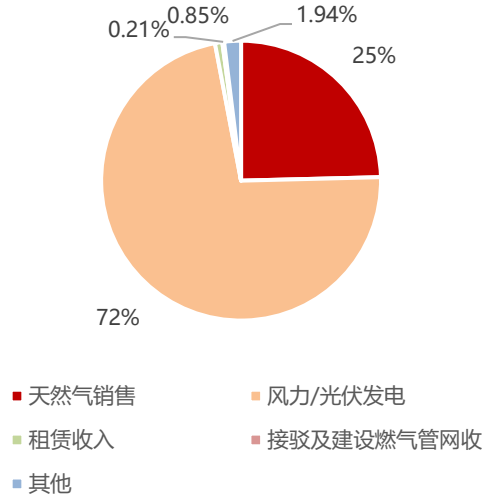
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 4：2023 年营收结构



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 5：2023 年毛利结构



资料来源：公司公告，华源证券研究

表 1：2023 年重要子公司、投资收益及对应净利润和归母净利润

重要子公司	持股比例	净利润		归母净利润		
		金额 (亿元)	占比	重要子公司	金额 (亿元)	占比
建设新能源	100%	10.21	37%	建设新能源	10.21	46%

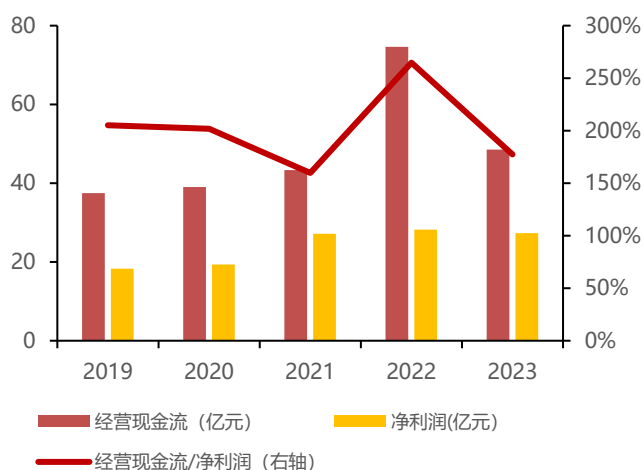
丰宁新能源	100%	4.10	15%	丰宁新能源	4.10	19%
河北天然气	55%	6.53	24%	河北天然气	3.59	16%
权益法投资收益		3.39		权益法投资收益		3.39
其中：天然气		2.08	8%	其中：天然气		2.08
风电光伏发电		0.29	1%	风电光伏发电		0.29
股份及其他		1.01	4%	股份及其他		1.01
净利润（合并口径）		27.34	89%	归母净利润（合并口径）		22.07
						96%

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 1.2 现金创造能力优秀 进可攻退亦可守

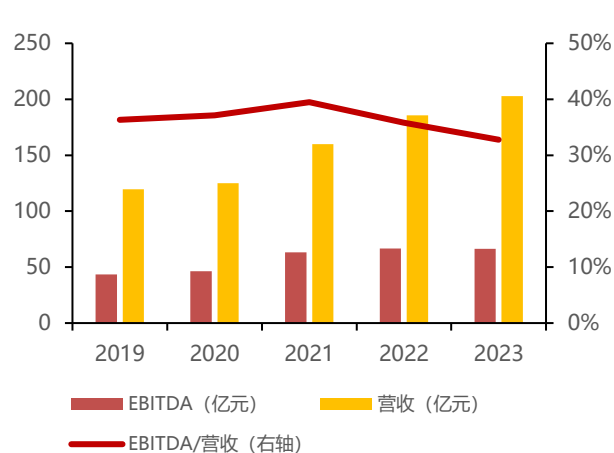
从净利润构成及现金流情况来看，因公司折旧摊销费用较高，经营性现金流/净利润保持在 160%以上，EBITDA 利润率（EBITDA/营收）亦维持在 30%以上，公司净现金流创造能力较为凸显。

图 6：2019-2023 年经营现金流/净利润



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 7：2019-2023 年 EBITDA/营业收入



资料来源：公司公告，华源证券研究

从现金流创造视角来看，2023 年公司折旧摊销费用合计 23.79 亿元，折旧摊销/净利润达到 100.2%；经营性现金流 48.52 亿元，是净利润 27.34 亿元的 1.77 倍，可见净利润无法反映真实的现金创造能力，究其根本在于营业成本中存在大额折旧摊销（主要来自风电）等非付现成本。考虑到折旧摊销并不会导致实际现金流出，若以净利润+折旧摊销作为净现金创造能力指标，则 2023 年经营数据对应净现金创造能力约 47.5 亿元，可覆盖 2023 年资本性支出（61.47 亿元，其中风电和光伏分部 20.73 亿元、天然气分部 40.53 亿元）的 77%。

分析财务数据可知，1) 公司折旧摊销费用几乎全部来自风电和光伏分部，风电和光伏分部是公司净现金流入的主要来源；公司应收账款主要来自可再生能源补贴，且补贴拖欠对现金流影响较同行更小。风电和光伏分部折旧摊销费用约 20.96 亿元，



占公司折旧摊销费用的 88%，因此净利润中未体现的现金获取能力，主因风电机组折旧成本占比较大导致。以净利润+折旧摊销作为净现金流创造能力指标，则风电和光伏分部潜在可创造约 39.1 亿元净现金流入，是公司净现金流主要来源。

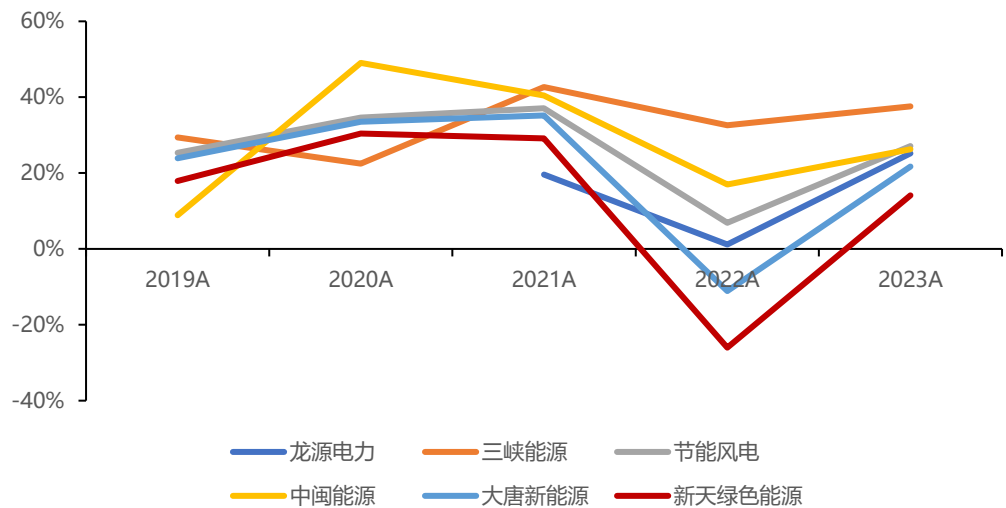
同时，考察近年来应收账款情况可知：公司前五大欠款方自 2020 年后均为电网公司，其欠款增加额占公司应收账款增加额的 90%左右。因此，若以应收账款增加额/发电收入作为衡量可再生能源补贴回款情况指标，可知 2023 年**电费补贴导致的新增应收账款仅占到公司发电收入的 14%左右**；从新增应收账款/发电收入来看，公司单位发电收入产生的新增应收账款均处于行业较低水平，意味着有更高比例的**发电收入转换为现金流入和再投资，有助于提高自身资产周转率及收益率**。

表 2：欠款前五名均为当地电网公司（截至 2023 年底）

单位名称	应收账款期末余额（亿元）	占应收账款比例
国网冀北电力有限公司	33.11	49.42%
国网河北省电力有限公司	6.93	10.34%
云南电网有限责任公司	5.29	7.90%
国网内蒙古东部电力有限公司	3.40	5.08%
国网新疆电力有限公司巴州供电公司	2.83	4.23%
合计	51.56	76.97%

资料来源：公司公告，华源证券研究

图 8：风电企业新增应收/发电收入对比



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：龙源电力新增应收账款采用应收账款+应收账款融资总额变动值计算。

2) 因天然气销售采取以预收气费为主的结算模式，因此天然气销售几乎不会带来新增应收账款，超过 90%毛利可转化为净现金流入。考察 2023 年新增应收账款来源，假设除前五大欠款方（均为电网公司）外的其他新增应收账款（约 0.89 亿元）均来自天然气销售，其占天然气销售收入（137.86 亿元）的比例仅 0.65%。同样以净

利润+折旧摊销作为净现金流创造能力指标，则天然气潜在可创造 11.98 亿元现金流，约为天然气销售毛利的 96%。

在以长输管网及城燃管网为盈利性资产赚取管输费和配气费的经营模式下，售气产生的现金流虽受管输价格及购销毛差影响会有一定波动，但中长期看净现金创造的总体规模主要受输售气规模影响，在河北省天然气仍然面临保供压力的情况下，我们预期天然气销售产生的净现金流入规模有望继续扩张。

展望公司中长期发展，一方面，从风险视角来看，较高比例的净利润转化为净现金流入，意味着**更低的信用减值风险和更优的资产质量**。另一方面，从资金利用及资产规模扩张的视角而言，优秀的净现金流创造能力可以**更好满足公司资本开支需求**，有助于公司把握行业机遇、推动自身在风电或天然气行业的资产规模扩张。

**我们认为公司正面临着风电空间打开、天然气市场化改革多重发展机遇，凭借优秀的现金流创造能力，公司进可攻退可守，盈利性资产兼具成长性和一定的风险防范能力。立足当前时点，在当前资本市场流动性改善、估值水平抬升的市场风格下，公司资产质量优秀且公司港股估值仍处于较低水平，值得重点关注。**

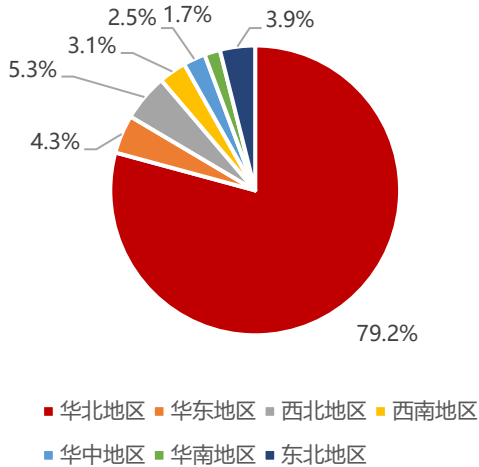
## 2. 风电：资产质量优于同行 海风打开成长空间

### 2.1 风资源质量上乘 装机驱动盈利规模稳增

风资源质量上乘，平均利用小时数优于全国平均水平，装机盈利能力处于同行较高水平。截至 2023 年底，公司风电控股装机为 6293.75MW，光伏控股装机为 126.12MW。从装机分布来看，公司风电场主要分布在风资源较好的河北张家口、承德等地区，华北地区装机容量占比达到 79%；公司风电项目平均利用小时数长期以来均优于全国平均水平，公司风电场 2023 年利用小时数 2419 小时，优于全国风电平均 2225 小时水平。从盈利能力来看，若以  $(\text{净利润} + \text{减值}) / \text{装机量}$  测算单 GW 装机盈利能力，公司电力装机盈利能力领先于龙源电力等同行。

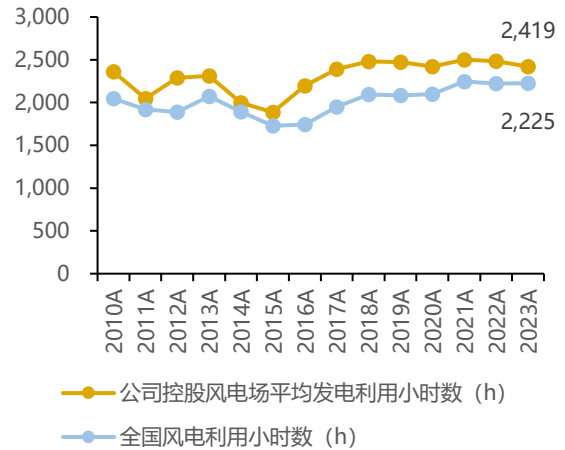
风电装机量的快速增长，以及 2015 后可再生能源消纳形势持续好转，带动公司发电净利润规模不断提升。2010-2023 年，在装机增长驱动下，风电和光伏分部净利润年复合增速达到 17.8%。2023 年，受市场化交易比例上升、平均利用小时数较上年减少，以及子公司富平冀新绿色能源资产减值等影响，公司风电和光伏分部净利润下滑 14.94%。

图 9：2023 年公司风电装机区域分布



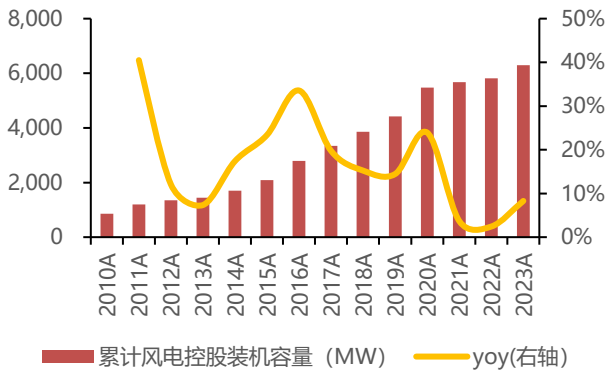
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 10：2010-2023 年公司风电利用小时数 (h)



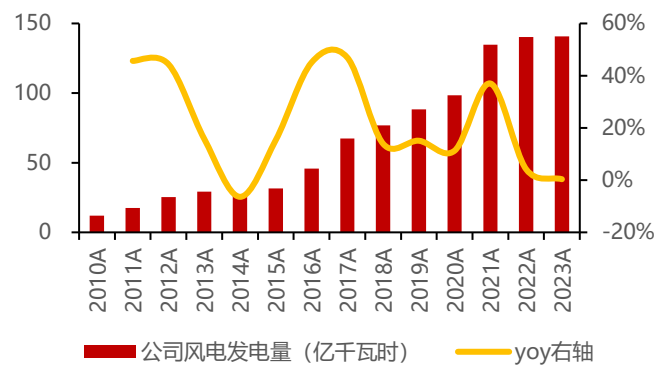
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 11：2010-2023 年累计风电控股装机容量 (MW)



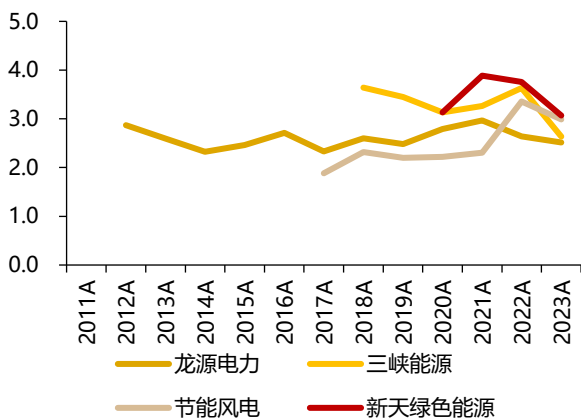
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 12：2010-2023 年公司风电发电量 (亿千瓦时)



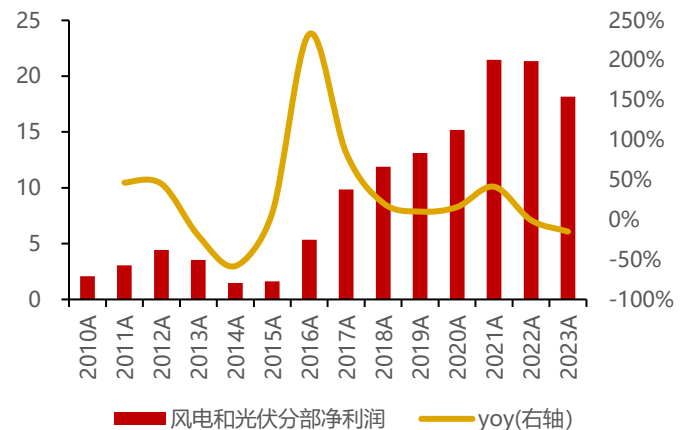
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 13：风电公司单 GW 盈利能力 (亿元/GW) 对比



资料来源：公司公告，华源证券研究。注：单 GW 盈利按照 (净利润+减值) / 装机容量计

图 14：2010-2023 年风电和光伏分部净利润 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究

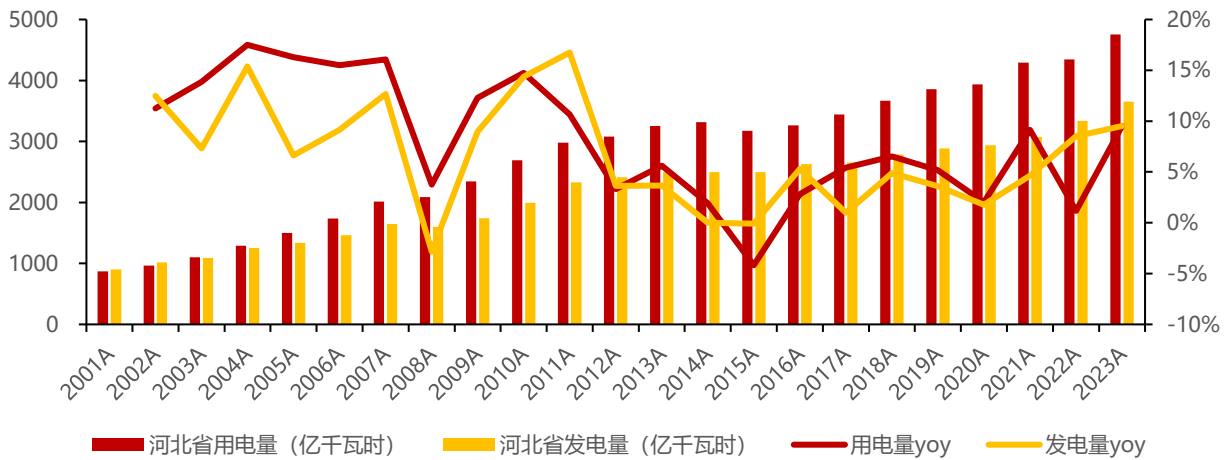
算。

## 2.2 需求基本盘稳固 资产收益率优于同行

河北省具有“外电占比高”特点，对于省内发电企业而言，需求基本盘较为稳固。自 2003 年起，河北省发电量便一直低于用电量，2023 年用电缺口（用电量-发电量）约 1100 亿千瓦时左右。若考虑 5%的线损率，以“用电量-发电量/（1-5%）”作为净输入电量的指标，则 2023 年时河北省净输入电量占全省用电量的比例仍在 27%左右。

对于已经建成投产的发电机组资产而言，决定其收益率的核心因素在于发电量及电价。电量方面，优质的风资源及较高的利用小时数意味着相同的风电机组在本区域具有更高的发电能力和机组利用率。电价方面，在市场化交易下，新能源电价的博弈根本上在于对出力空间的竞争，在河北省电力供应仍对外存在较强依赖的情况下，以及在本省绿电优先消纳的约束之下，需求基本盘有望为出力空间及新能源电价提供一定支撑。

图 15：2001-2023 年河北省用电量及发电量（亿千瓦时）



资料来源：中电联, 华源证券研究

图 16：2001-2023 年河北省净输入电量（亿千瓦时）



资料来源：中电联, 华源证券研究

**电价：河北南网和冀北电网绿电交易规模逐渐扩大，除稳固的需求基本盘以外，省内稳健的电力市场推进步伐亦可保障市场平稳过渡，市场化交易电价维持较高水平。**

一方面，从对电价影响较大的电力市场来看，冀北电网及河北南网在电力市场建设方面风格稳健，新能源入市比例存在上限，保障市场平稳过渡。其中，1) **冀北电网方面**：电力市场以中长期交易市场为主，尚未开展现货市场，带补贴项目及平价项目可选择参与绿电交易，但交易电量入市比例存在上限（50%/60%，详见表）；同时，尽管带补贴项目参与交易的电量需放弃补贴，但我们分析未选择等额抵扣的好处在于，避免了大量带补贴项目以标杆电价报价拉低绿电交易均价，有助于维持新项目投资吸引力；而对于带补贴项目来说，由于参与交易的好处在于获得更高级别的出清优先权利，因此是否参与交易主要需关注项目所在区域的限电率，在河北省新能源消纳情况维持稳定的情况下，带补贴项目参与绿电的比例预计可维持在可控水平，从而保障带补贴项目收益率。2) **河北南网方面**：电力市场包括中长期交易和现货市场（试运行），其中作为压舱石的中长期交易市场同样对入市比例予以限制（20%-60%，详见表）。

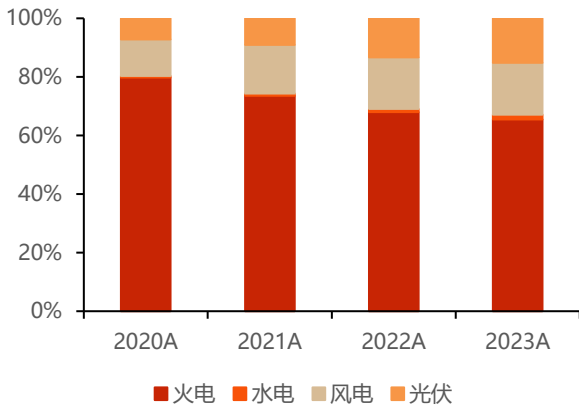
表 3：冀北电网和河北南网中长期交易电量交易限额

冀北电网	
火电	火电厂交易上限不超过其实际发电能力,同时不得超过当次交易规模×该电厂容量占比的 1.4 倍。
新能源	新能源企业年度分月、月度交易上限，暂按前三年(2020-2022 年)分地市当月平均利用小时的 50%确定(平价新能源项目按 60%确定)，配建调相机的项目交易上限按 1.3 倍执行。
河北南网	
火电	燃煤发电上网电量原则上全部进入电力市场
新能源	省调直调光伏冬季(1-2 月、12 月)、夏季(6-8 月)入市比例暂定为 40%，春季(3-5 月)、秋季(9-11 月)入市比例暂定为 60%； 风力发电场站冬季夏季入市比例暂定为 20%，春季、秋季入市比例暂定为 30%对于无补贴风力发电场站，依申请可将入市比例扩大为冬季、夏季 40%，春季、秋季 60%。

资料来源：河北省发改委《冀北电网 2024 年电力中长期交易工作方案》和《河北南部电网 2024 年电力中长期交易工作方案》，华源证券研究

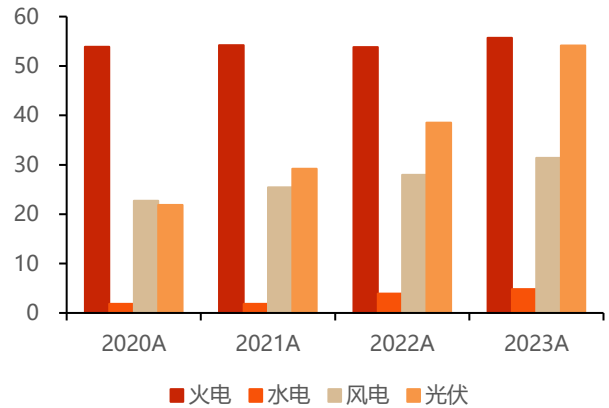
另一方面，火电电价仍是新能源定价的锚。尽管河北省新能源装机占比已超过50%，但省内发电量的65%仍源于火电，对于用户而言，火电电价仍然是用电成本的主要影响因素，因此绿电以相对小幅低于火电电价的价格便可以促成与用户的交易。从成交结果来看，冀北电网新能源交易电价小幅低于火电电价且近三年有所上升。我们分析认为，在河北省消纳情况维持相对较好的情况下，多数带补贴项目缺乏动力参加交易，而批复电价为标杆电价的平价项目虽具有更强意愿参与交易来获取高收益，但从较高的交易电价来看，参与交易的平价项目对出力空间的挤压效应比较有限，或主要受益于河北省限电率未出现大幅下滑且新能源参与交易电量比例存在上限。

图 17：2020-2023 年河北省发电量结构



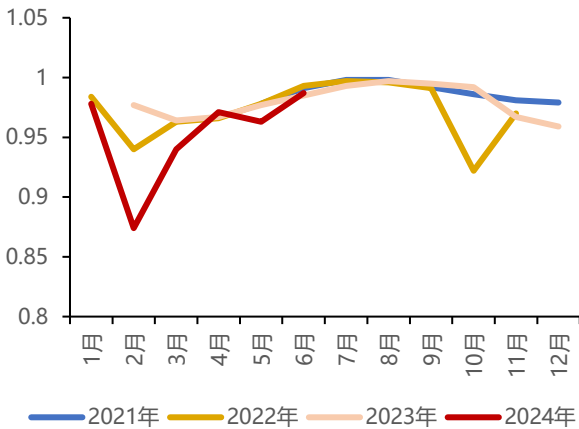
资料来源：中电联，华源证券研究

图 18：2020-2023 年河北省分类型电力装机(百万千瓦)



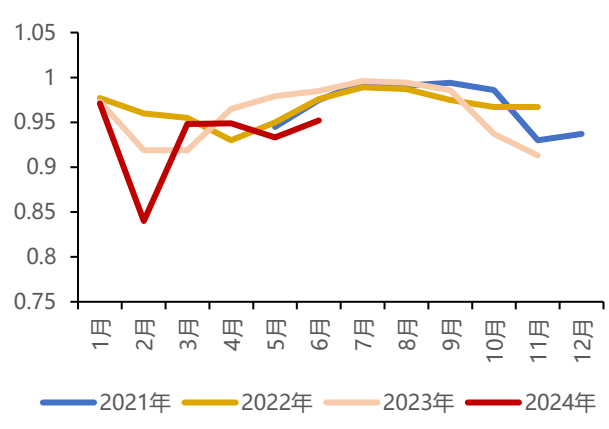
资料来源：中电联，华源证券研究

图 19：河北省光伏利用率



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，华源证券研究

图 20：河北省风电利用率



资料来源：全国新能源消纳监测预警中心，华源证券研究

表 4：2021-2023 年冀北电网电力交易成交情况

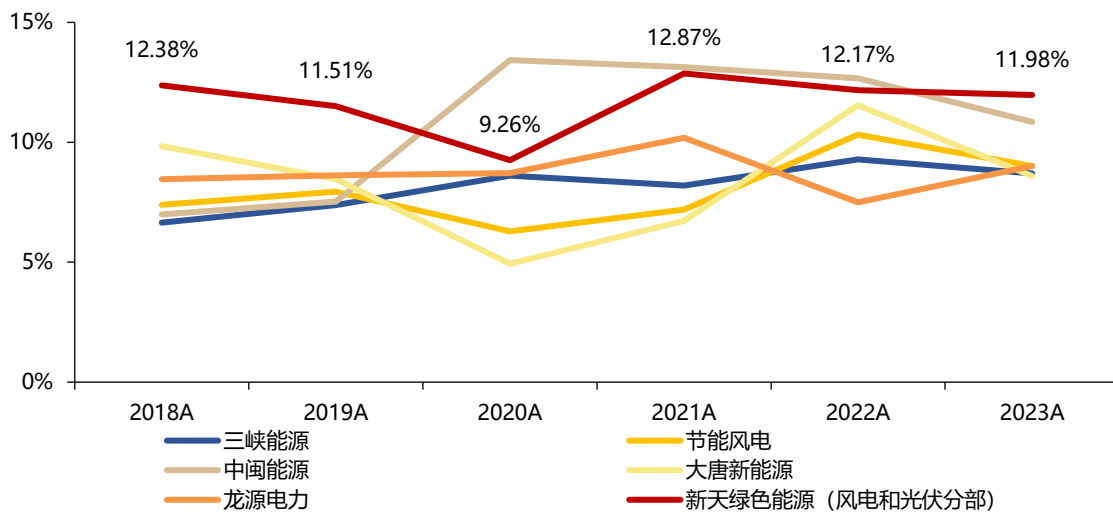
京津唐电网（冀北地区）			
	2021A	2022A	2023A
交易电量(亿千瓦时)	479.55	701.43	617.74

成交均价 (元/MWh)	尖峰	642.88	793.01	790.77
	峰	536.61	663.43	670.39
	谷	354.73	438.85	439.08
	平	173.52	197.99	208.71
<b>冀北地区新能源交易电量</b>				
		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>
交易电量(亿千瓦时)			27.23	198.51
成交均价 (元/MWh)	尖峰		724.90	771.02
	峰		586.34	657.81
	谷		394.08	435.24
	平		185.29	213.27

资料来源：冀北电力交易中心，华源证券研究

公司风电资产收益率处于同行领先水平，资产质量较高。以风电和光伏分部数据测算净资产收益率，可以看到在优质风资源+较优的电价支撑下，2023 年公司风电和光伏分部净资产收益率 12%左右，处于同行领先水平。

图 21：风电企业净资产收益率（摊薄）对比



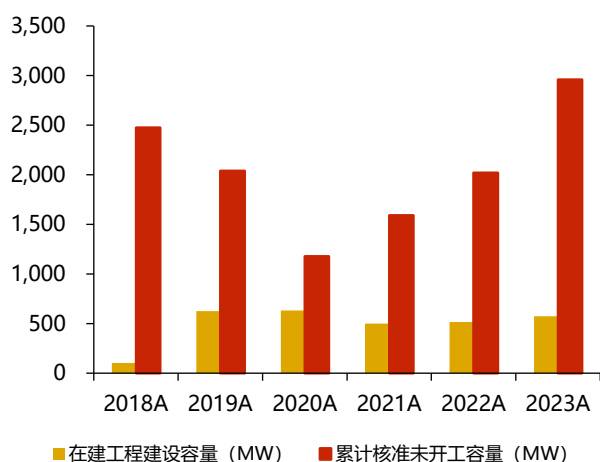
资料来源：公司公告，华源证券研究。

## 2.3 在手资源充足 河北海风规划落地打开空间

在手项目资源充足，在建+核准未开工达到当前控股装机容量的 56.1%。截至 2023 年底，公司在建机组容量 574.5MW，累计核准未开工装机容量 2957.8MW，累计纳入各地（河北、内蒙古、黑龙江、新疆、云南、山西、江苏）开发建设方案容量 10740.85MW，分别是累计控股装机容量 6293.75MW 的 9.1%/47.0%/170.7%，**在建+核准未开工机组约为当前控股装机容量的 56.1%**。短期来看，在建机组及核准未开工机组意味着较为确定性的业绩增长趋势；而纳入规划的容量资源则为维护公司

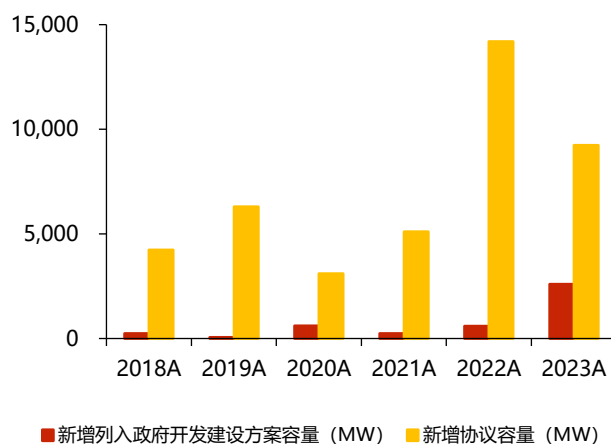
中长期竞争优势奠定坚实基础。

图 22: 在建及核准未开工容量 (MW)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 23: 新增协议容量和列入政府开发建设方案容量 (MW)



资料来源: 公司公告, 华源证券研究

**河北海上风电规划落地: 省管+国管拟建 730 万千瓦, 2025 年前并网 160 万千瓦。**2024 年 1 月, 河北省“十四五”海上风电规划获批, 规划建设省管海域风电项目 180 万千瓦 (其中秦皇岛 50 万千瓦、唐山 130 万千瓦), 国管海域风电项目 550 万千瓦; 要求 2025 年前省管海域风电并网 60 万千瓦, 国管海域风电并网 100 万千瓦。此外, 河北省制定加快建设新型能源强省战略, 提出到 2027 年全省风光装机达 1.14 亿千瓦, 海上风电装机达 500 万千瓦。

**公司是河北“十四五”海风并网主力, 省管海域 180 万千瓦项目公司已获批建设其中 50 万千瓦。**河北省海风空间打开后, 公司有望成为主要受益运营商。河北省“十四五”海上风电规划获批后, 2024 年 3 月, 公司作为投资方的秦皇岛市首个海风平价示范项目——山海关海上风电一期 500 兆瓦平价示范项目获得核准批复, 该项目计划于 2025 年 12 月 31 日前实现全部风机并网发电, 是河北省管海域 2025 年前并网 60 万千瓦的主力项目。

作为河北省首个海风项目 (唐山乐亭菩提岛海上风电项目, 2020 年 7 月并网发电, 项目总容量 30 万千瓦) 以及首个海上平价示范项目的投资方和运营商, 随着河北两大海风城市秦皇岛与唐山推进海风规划落地, 公司有望成为主要受益运营商。



## 3. 天然气：LNG 支撑售气规模提升 顺价助推零售毛差修复

### 3.1 兼顾中游与下游业务 售气结构优化带动盈利能力提升

凭借长输管线及城燃管网，公司天然气业务兼顾中游管输和下游分销业务。公司在河北省拥有运营天然气输配设施，包括长输管网、城燃管网、以及 LNG 接收站等，并借此向下游批发客户、零售客户、CNG 客户等销售天然气。其中零售客户为工业用户、商业用户、居民用户等终端客户，批发客户则主要为其他城燃公司。截至 2024 年 6 月 30 日，公司累计运营管线 9,803.86 公里，累计运营 LNG 接收站 1 座、CNG 母站 5 座、CNG 子站 3 座、LNG 加注站 3 座、L-CNG 合建站 1 座。从盈利模式来看，批发气量赚取稳定的管输费用，属于天然气行业中游业务；零售气量、CNG 等则属于天然气行业下游业务，主要赚取购销价差。

下游业务规模逐渐扩张，零售气与 LNG 售气量增长带动利润规模稳步提升。对于天然气行业而言，基于管网资产的售气潜力决定着业绩基本盘的规模。近年来，公司通过收购城燃项目，带动城燃管网规模及零售气量在 2018-2023 年期间均获得翻倍以上增长；同时，受益于 2023 年唐山 LNG 项目第一阶段及外输管线投产，LNG 售气量由 2022 年 0.05 亿立方米增长至 2023 年的 4.56 亿立方米，实现跨越式增长。在零售和 LNG 售气增量的推动下，公司天然气分部盈利规模迈上新台阶：2023 年天然气分部实现营收 140.27 亿元（其中天然气销售 137.86 亿元），同比增长 14.96%；2023 年净利润同比增长 30.15%，达到 9.48 亿元。

此外，受益于高毛利的零售气量占比提升，售气平均购销价差扩大带动毛利率逐渐回升。过去，公司售气量中以批发气量为主，赚取的管输费虽然稳定但毛利率相对较低。近年来，由于高毛利的零售气量占比逐渐提升，公司售气购销价差由约 0.22 元/立方米提升至约 0.35 元/立方米。2023 年毛差有所下降，主要受河北省于 2022 年 5 月下调管输价格影响；随着售气规模稳步增长，天然气销售毛利规模有望继续保持稳健扩张。

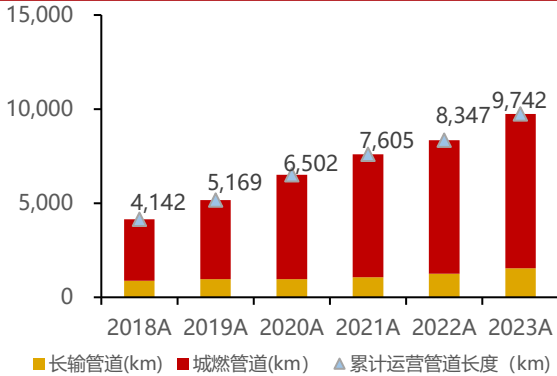
表 5：公司天然气购销价差（元/立方米）

	2021A	2022A	2023A
天然气采购量（亿立方米）	38.04	38.84	45.02
天然气销售总量（亿立方米）	38.84	38.84	45.03
其中：批发气量	20.81	19.57	19.62
零售气量	16.32	18.38	20.00
CNG	0.83	0.84	0.85
LNG	0.12	0.05	4.56
加权平均销售价格（元/立方米）	2.50	3.05	3.06

加权平均采购价格 (元/立方米)	2.16	2.66	2.69
平均购销价差 (元/立方米)	0.33	0.39	0.37

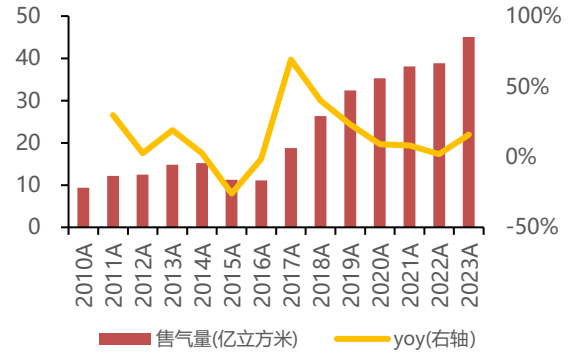
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 24：2018-2023 年公司运营管道长度 (km)



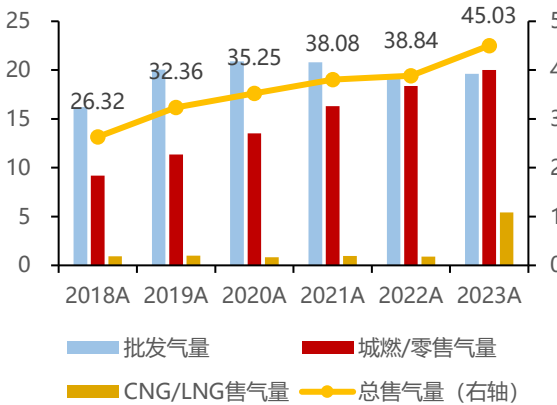
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 25：2010-2023 年售气量 (亿立方米) 及其增速



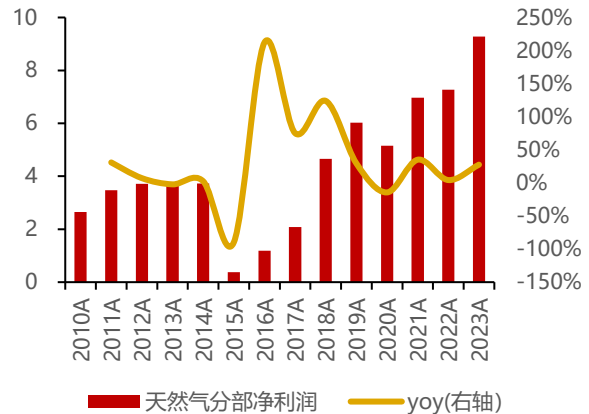
资料来源：公司公告，华源证券研究

图 26：2018-2023 年分类型售气量 (亿立方米)



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 27：2010-2023 年天然气分部净利润 (亿元)



资料来源：公司公告，华源证券研究

## 3.2 顺价落地+气源成本回归低位 零售气量毛差有望回升

2021 年-2023 年，受全球宏观经济及地缘政治事件影响，国际天然气价格大幅波动；尽管过去城市燃气定价存在上下游联动机制，但多数地区联动周期较长、联动范围不包括居民用气，且考虑到民生问题，城燃销售价格的调整节奏难以匹配天然气资源价格的波动，使得上游成本无法传导至下游销售端，城燃企业承担较大经营压力。此外，由于上游资源企业与城燃企业签署的供气合同仅能覆盖部分民生用气，在 2021 年-2022 年天然气价格大幅上涨时期，部分地区出现限气现象。在天然气价格

机制改革不断深化背景下，2023 年 6 月国家发改委发布《**国家天然气上下游价格联动机制指导意见**》，推动顺价机制在全国范围内落实。就各省市落地政策来看，联动机制的变化主要在于联动范围扩大至居民用气、联动频率进一步提升等。

**河北省天然气顺价工作已全面落地，零售气量毛差有望修复。**就河北而言，由于 2022/2023 采暖季保供压力较为凸显，多个县（市、区）曾出限气问题，因此推动顺价工作较为积极。根据《河北省 2023 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2024 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，2023 年河北省 151 个通气县（市、区）全部完成天然气顺价工作、缓解价格倒挂矛盾 41 亿元。以石家庄和廊坊为例，2023 年以来，石家庄居民用气上涨 0.37 元/立方米、非居民用气采暖季最高销售价格上调 0.29 元/立方米；廊坊市居民用气销售价格上调 0.38 元/立方米。

**表 6：河北省天然气终端销售价格调整情况（以石家庄和廊坊市为例）**

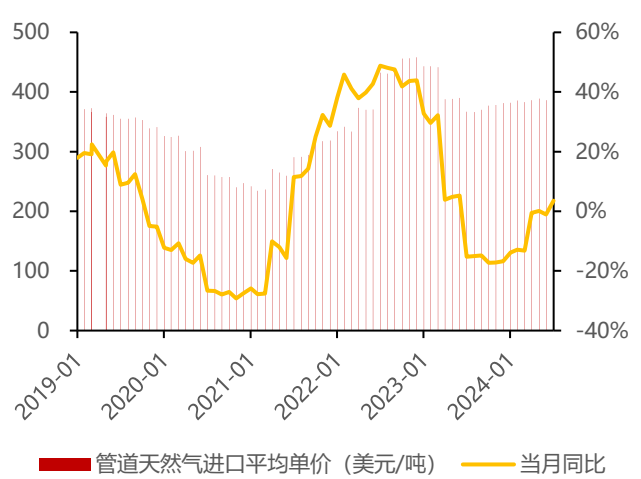
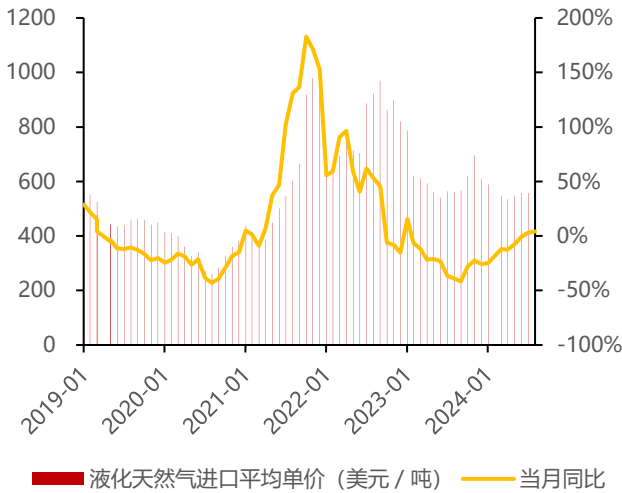
	分类	最新调整时间	依据文件	调整内容
石家庄市	居民用气	2023 年 4 月	2019 年印发：《关于市区居民用管道天然气价格暨销售价格联动机制的通知》（石发改价格〔2019〕438 号）。	居民用管道天然气综合采购价格较基期价格累计上涨 0.58 元/立方米，达到价格联动机制启动条件。上调 0.37 元/立方米。
	非居民用气	2024 年 3 月	2024 年 1 月印发：《石家庄市主城区非居民用管道天然气销售价格联动机制》（石发改价格〔2024〕1 号）。	2023 年 11 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日，将非居民用管道天然气最高销售价格由 4.02 元/立方米调整为 4.31 元/立方米。 2024 年 4 月 1 日起，暂恢复 2023 年非采暖季最高销售价格 4.02 元/立方米。待燃气企业签订 2024 年非采暖季购销合同后，按程序核定销售价格，并按核定价格多退少补。
廊坊市	居民用气	2023 年 6 月	2023 年 6 月印发：《廊坊市天然气配气价格方案》、《廊坊市居民用天然气阶梯价格制度方案》、《廊坊市居民用天然气价格上下游联动机制方案》	居民用天然气终端销售价格由现行 2.55 元/方调整到 2.93 元/方（为居民用气第一档价格）。
	非居民用气	2023 年 7 月		2023 年非取暖期（4 月 1 日-10 月 31 日）非居民用气价格延续执行现行价格 4.30 元/立方米。

资料来源：政府部门官网，华源证券研究

此外，**气源成本端维持低位亦有助于零售气量毛差提升。**继 2023 年国际天然气价格回落以后，天然气价格维持阶段性低位：2024 年 1 月-8 月期间，管道天然气进口平均单价除 6 月同比上升 0.15%以外，其余月份同比低于去年同期；液化天然气进口单价 7 月、8 月同比分别上升 2.99%、4.12%，其余月份同比亦明显低于去年同期。同时，在唐山 LNG 项目投产进一步提升气源多元化水平和气源成本管控能力的情况下，零售气量毛差修复有望进一步提升。

**图 28：液化天然气进口平均单价（美元/吨）**

**图 29：管道天然气进口平均单价（美元/吨）**



资料来源: wind, 海关总署, 华源证券研究

资料来源: wind, 海关总署, 华源证券研究。  
注: 以海关总署公布的管道天然气进口金额/进口量计算。

### 3.3 唐山 LNG 项目投产 进一步完善产业链布局

**唐山 LNG 项目第一阶段投产, 进一步完善产业链上游布局。**2022 年 1 月, 公司通过定增募资 45.96 亿元, 用于建设唐山 LNG 项目 (第一和第二阶段) 及外输管线 (曹妃甸-宝坻段、宝坻-永清段) 项目。经营模式方面, 将以气化管理和液态分销为主, 同时开展罐容租赁、政府储备、窗口期拍卖等作为补充的综合运营模式。对于公司而言, 唐山 LNG 项目可进一步完善在上游资源端的布局, 在国际天然气价格回归合理区间情况下, 有助于提升公司气源多元化水平和气源成本的管控能力; 同时, 在京津冀地区冬季天然气供应偏紧背景下, 该项目对于扩大公司售气规模亦有重要意义。

表 7: 唐山 LNG 项目建设内容及进展情况

项目名称	建设内容	进展
唐山 LNG 项目(第一阶段、第二阶段)	第一阶段: 拟建成投产 4 座 20 万方 LNG 储罐、1 座 8-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位。设计接卸能力 500 万吨/年。 第二阶段: 拟建成 8 座 20 万方 LNG 储罐, 1 座 1-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位, 设计接卸能力 500 万吨/年, 计划于 2025 年建成。	第一阶段已投产。第二阶段 1#2#5#6#储罐已投产, 9#10#15#16#储罐工程已陆续开始水压试验, 项目计划于 2025 年建成投产
唐山 LNG 接收站外输管线项目 (曹妃甸—宝坻段)	起于唐山 LNG 接收站, 止于天津市宝坻分输站, 管道全长 176.18 公里, 管径 1422 毫米, 设计压力 10 兆帕, 设计年输气量 112 亿立方米, 日最大输气能力 1.6 亿立方米。	已投产
唐山 LNG 接收站外输管线项目 (宝坻—永清段)	起于天津市宝坻分输站, 止于河北省廊坊市永清末站, 全长 112 公里, 设计年输气量 112 亿立方米, 管径 1422 毫米, 设计压力 10 兆帕, 日最大输气能力 1.51 亿立方米	已投产

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

图 30: 唐山 LNG 项目及外输管线示意图

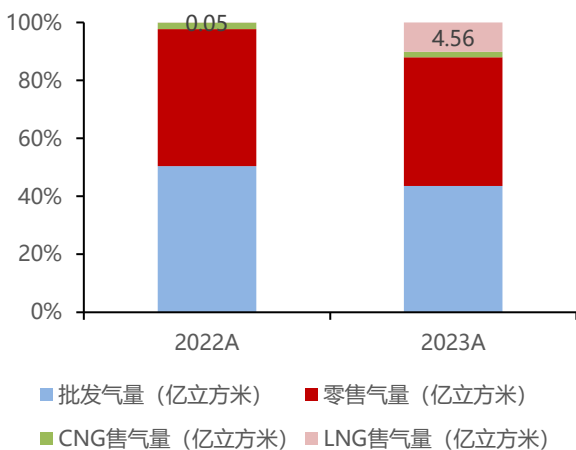


资料来源：公司公告，华源证券研究

**项目第一阶段已投产，LNG 售气增量有望带动 2024 全年售气量增长 25%以上，且后续仍有较大空间。**2023 年，随着唐山 LNG 项目第一阶段工程和曹妃甸-宝坻段、宝坻-永清段外输管线投产运营，LNG 售气量由 2022 年的 0.05 亿立方米提升至 4.56 亿立方米，占总售气量比例由 2022 年的 0.13% 上升至 2023 年的 10.13%。

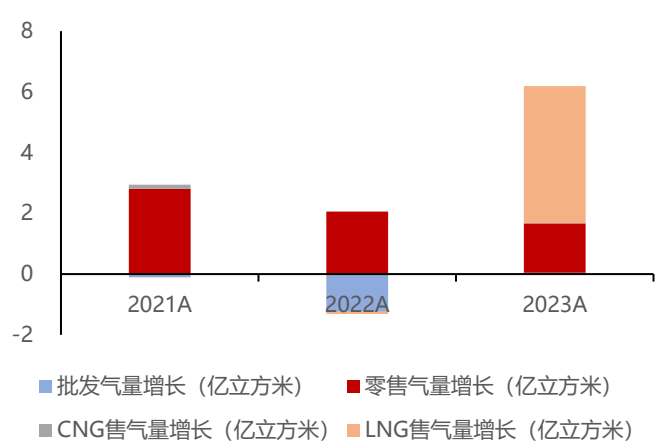
参考公司经营数据公告，2024 年 1-8 月公司售气量累计达到 36.41 亿立方米，同比增长 45.05%；其中 LNG 售气量达到 8.56 亿立方米，是主要增量来源。保守假设 2024 年 9-12 月份各类售气量保持 2023 年水平，**则 2024 年售气量可达到约 56 亿立方米，同比增长约 25%。**此外，考虑华北地区用气季节性峰谷差和调峰量较大，随着唐山 LNG 项目第二阶段投产后，LNG 售气量仍有较大增长空间。

图 31：LNG 售气量占比由 0.13% 上升至 10.13%



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 32：2021-2023 售气量增长来源



资料来源：公司公告，华源证券研究

## 4. 盈利预测及估值

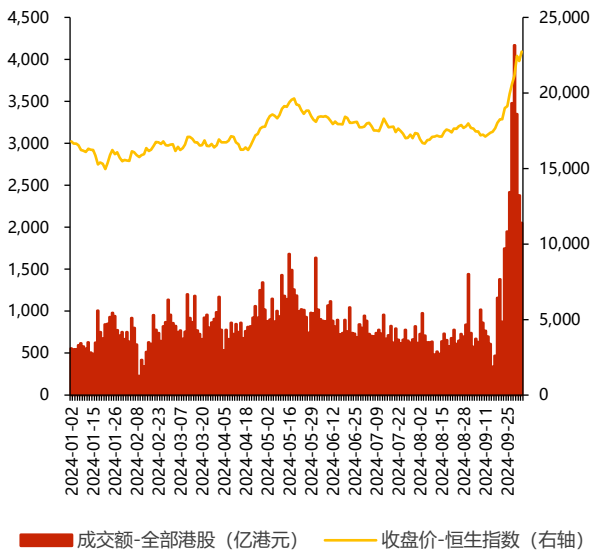
**风电/光伏发电方面**，公司在手资源充足，考虑公司投产节点及后续核准项目的逐步落地，假设 2024-2026 年风电控股装机量增长 13.7%，14.0%，12.3%；平均利用小时数 2250，2400，2400 小时；随着市场化交易电量占比提升，平均上网电价小幅下滑至 0.435，0.433，0.430 元/千瓦时。

**天然气销售方面**，唐山 LNG 码头投产带动 LNG 售气量快速增长，零售气量方面亦受益于公司不断推动对城燃业务的收购和内生消费水平的增长，假设 2024-2026 年总售气量增长 27.5%，10.5%，9.5%，售气毛差维持 0.33-0.34 元/立方米水平。

基于上述假设，预测 2024-2026 年归母净利润分别为 **23.8、30.7、34.1 亿元**，分别同比增长 **7.8%、29.0%、11.1%**。其中，预计 2024 年**风电和光伏分部**实现归母净利润 **17.0 亿元**，天然气分部实现归母净利润 **6.1 亿元**。

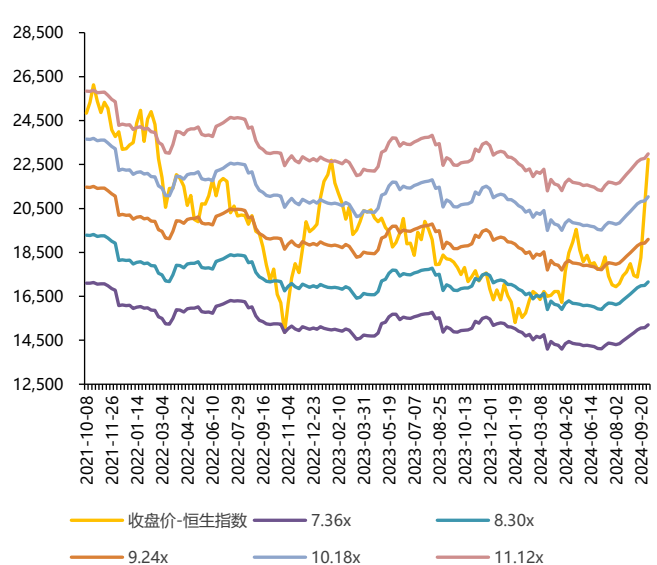
**估值方面**，随着美联储 9 月宣布降息 50 基点，以及国内出台一系列超预期货币及金融支持政策，**我们认为当前市场环境下应重点关注两方面逻辑：1) 从市场整体来看，港股流动性出现明显改善，带动港股估值水平抬升，同时 A/H 股折价有望修复；另一方面从行业视角出发，绿电板块过去受电价政策、补贴回款、风资源、消纳压力等多重因素压制，估值处于历史低位，随着相关因素边际改善，绿电板块具有潜在较大弹性，而公司作为板块内资产质量较优标的，估值水平有望更快回升。**

图 33：港股流流动性大幅改善



资料来源：wind，华源证券研究

图 34：恒生指数 PE-Band



资料来源：wind，华源证券研究

采用分部估值法分别对公司风电和光伏分部和天然气分部合理价值进行测算：

**1) 风电和光伏分部：**预计 2024 年实现归母净利润 **17.0 亿元**。选取龙源电力、

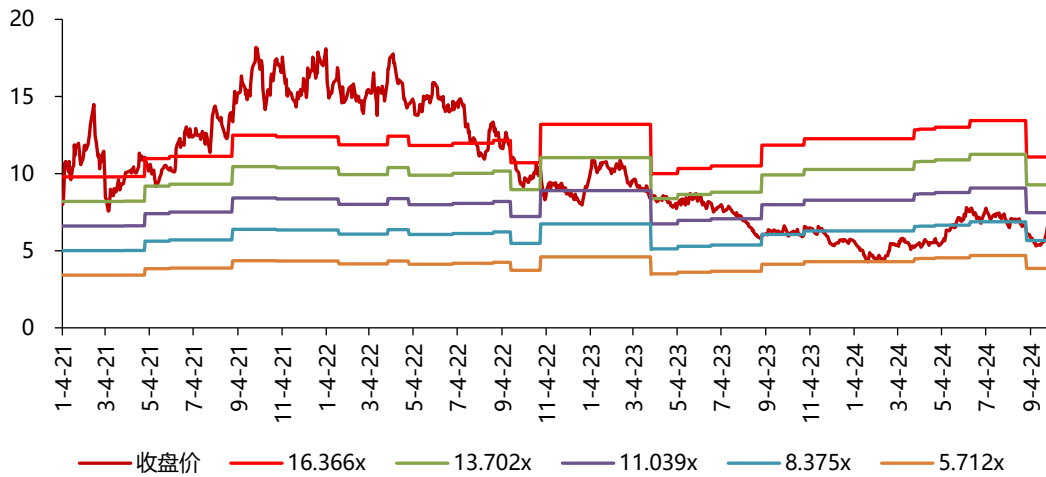
大唐新能源、中广核新能源等作为可比公司，其 2024-2026 平均估值为 6.8 倍、6.1 倍、5.6 倍。考虑当前市场流动性及风险偏好回归，结合可比公司历史估值水平，我们认为港股绿电运营商估值有望回升至 PE 8-12 倍区间，结合公司历史估值水平，给予公司风电和光伏分部业务 10 倍 PE，汇率取 1.1，对应价值约 187 亿港元。

表 8：风电和光伏分部可比公司相对估值表

证券代码	证券简称	收盘价(港元/股)	每股收益(港元/股)			PE			PB (1f)
		2024/10/7	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
0916.HK	龙源电力	8.29	0.96	1.09	1.22	9	8	7	0.90
1798.HK	大唐新能源	2.45	0.37	0.41	0.45	7	6	5	0.51
1811.HK	中广核新能源	2.84	0.54	0.59	0.63	5	5	5	1.01
	平均值					6.8	6.1	5.6	0.80

资料来源：ifind，华源证券研究。注：大唐新能源每股收益取华源证券预测值，汇率取 1.1，其余取 ifind 一致预期

图 35：龙源电力 PE-Band



资料来源：wind，华源证券研究。

图 36：大唐新能源 PE-Band

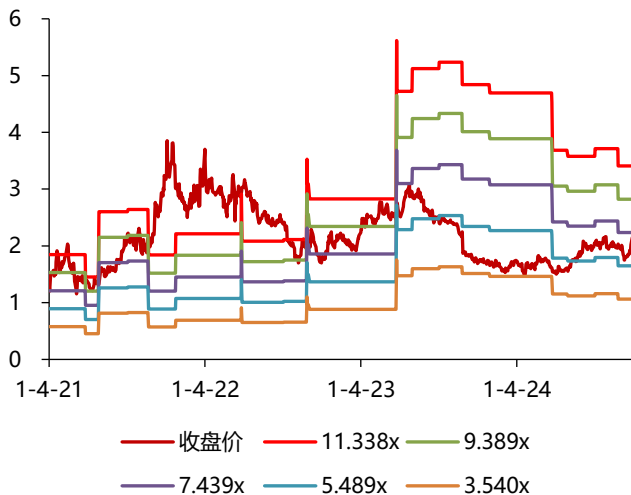
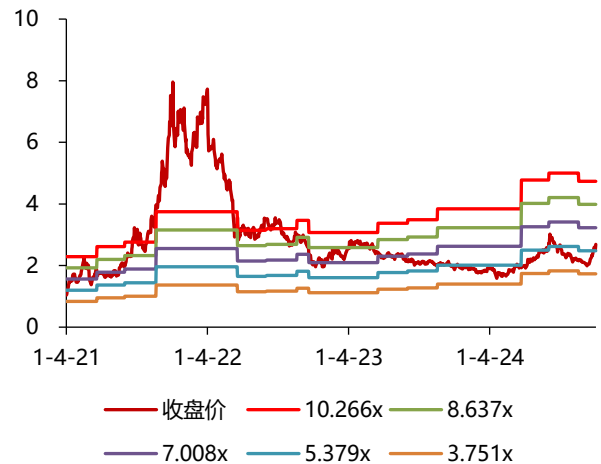


图 37：中广核新能源 PE-Band



资料来源: wind, 华源证券研究

资料来源: wind, 华源证券研究

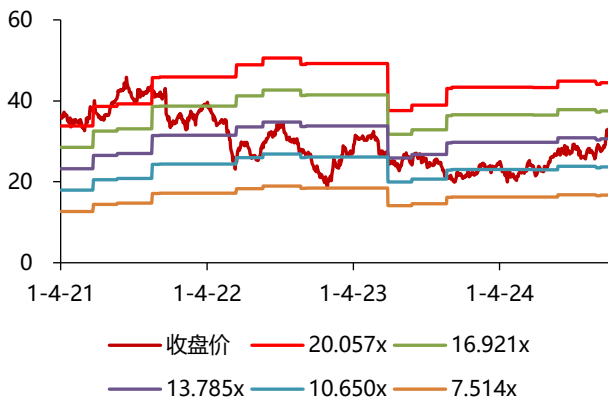
**2) 天然气分部:** 预计 2024 年实现归母净利润 6.1 亿元, 选取华润燃气、昆仑能源、港华智慧能源、新奥能源作为可比公司, 其 2024-2026 平均估值为 10.8 倍、10.0 倍、9.2 倍。考虑市场流动性改善, 以及在未来经济预期转好后燃气成长性改善, 结合可比公司历史估值水平, 我们预计燃气公司标的估值水平有望回升至 12-16 倍区间, 给予公司天然气业务 13 倍 PE, 汇率取 1.1, 则对应价值 87 亿港元。

表 9: 天然气分部可比公司相对估值表

证券代码	证券简称	收盘价(港元/股)	每股收益(港元/股)			PE			PB (1f)
		2024/10/7	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
1193.HK	华润燃气	35.10	2.49	2.72	3.02	14	13	12	1.99
0135.HK	昆仑能源	8.50	0.81	0.87	0.94	10	10	9	1.06
1083.HK	港华智慧能源	3.57	0.46	0.48	0.52	8	7	7	0.54
2688.HK	新奥能源	63.00	6.91	7.62	8.32	9	8	8	1.52
	平均值					10.8	10.0	9.2	1.20

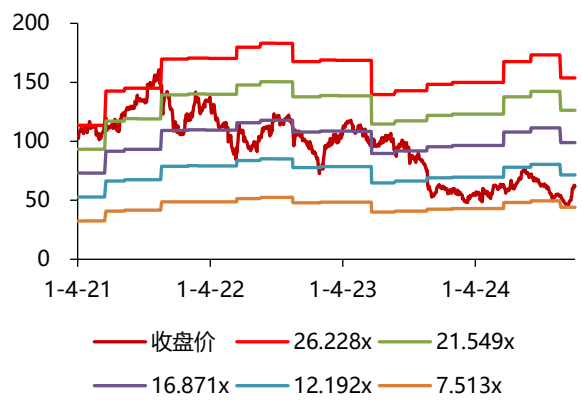
资料来源: ifind, 华源证券研究。可比公司归母净利润取 ifind 一致预期

图 38: 华润燃气 PE-Band



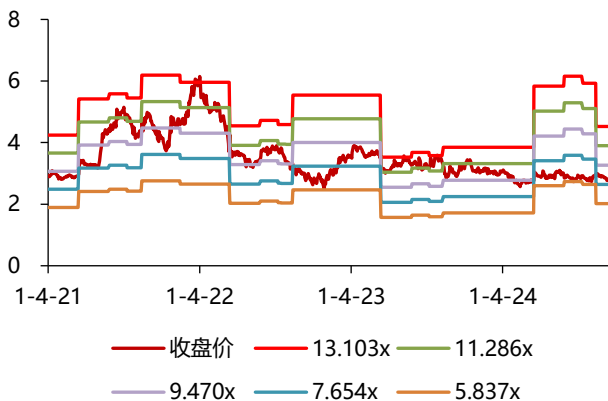
资料来源: wind, 华源证券研究

图 39: 新奥能源 PE-Band



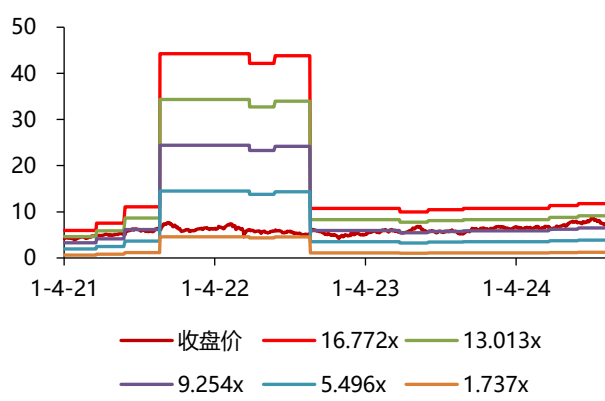
资料来源: wind, 华源证券研究

图 40: 港华智慧能源 PE-Band



资料来源: wind, 华源证券研究

图 41: 昆仑能源 PE-Band



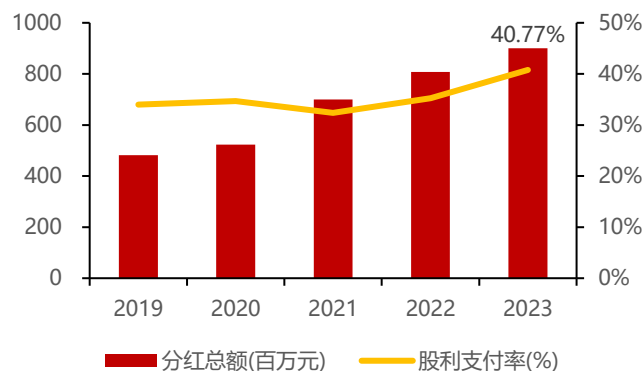
资料来源: wind, 华源证券研究



同时，公司在手多家风力光伏及天然气公司股权预计每年可产生投资收益约 1 亿元，另有总部其他费用。保守考虑下暂不给其他业务估值。综上，**公司内在价值约为 187+87=274 亿港元，较当前市值仍有约 49% 上涨空间。**

此外，近年来公司分红率有所提升。考虑到公司风电及天然气板块具有较强的现金获取能力，以及未来三年公司开发风电及推进唐山 LNG 项目仍需一定资本开支，保守假设公司维持 2023 年股利支付率 40.77%，**则当前股价对应 2024-2026 年股息率分别为 5.82%/7.51%/8.34%。**

**图 42：2019-2023 年公司分红总额(百万元)及股利支付率 (%)**



资料来源：公司公告，华源证券研究

综上，考虑公司具有较强的现金流创造能力，在装机及售气量增长驱动下，业绩增量有较强确定性。在外部政策环境改善、流动性及风险偏好回归的市场风格下，估值水平有望抬升，公司凭借较优的资产质量、以及一定的成长性，应享有更高估值水平，当前市值仍有可观上涨空间。同时在低利率环境下公司股息价值凸显。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示：

- (1) **风电利用小时数不及预期：**风电利用小时数受风资源情况及新能源消纳形势影响，若风电利用小时数不及预期，将对风电营收及净利润产生负面影响。
- (2) **电价波动风险：**随着新能源市场化交易比例上升，若公司风电/光伏项目所在区域电力需求增长缓慢或外送通道建设滞后，以及新增装机过快等其他因素影响下，电价或存在下降风险，将影响风电/光伏项目的盈利能力。
- (3) **唐山 LNG 项目运营情况不及预期：**唐山 LNG 项目有望成为公司未来三年售气量增长主要来源，若售气量增长不及预期将影响业绩增长前景。

- (4) **天然气价格波动风险：**若上游资源涨价超预期，单方毛利将有所下降，影响公司天然气销售盈利能力。

**附：财务预测**

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3420.05	4576.30	5997.23	5722.47	营业收入	20281.79	22881.49	25915.02	28612.34
应收票据及账款	6452.95	7280.08	8245.24	9103.43	营业成本	15206.40	17472.42	19230.35	21105.45
预付账款	733.93	828.00	937.77	1035.38	税金及附加	82.42	92.99	105.32	116.28
其他应收款	290.84	259.18	293.54	324.10	销售费用	3.87	4.37	4.95	5.46
存货	967.72	1111.92	1223.80	1343.12	管理费用	709.65	800.85	894.07	981.40
其他流动资产	1089.41	1180.34	1286.45	1380.79	研发费用	371.59	472.91	505.20	574.57
<b>流动资产总计</b>	<b>12954.89</b>	<b>15235.83</b>	<b>17984.04</b>	<b>18909.29</b>	财务费用	1066.35	1096.62	1222.79	1363.30
长期股权投资	3596.57	3962.93	4372.52	4789.11	资产减值损失	-115.70	0.00	0.00	0.00
固定资产	50284.15	56187.20	61831.52	72058.79	信用减值损失	-15.81	0.00	0.00	0.00
在建工程	6510.39	7340.26	11170.13	8000.00	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	3034.33	2904.35	2769.02	2628.34	投资收益	365.63	393.39	436.62	443.62
长期待摊费用	83.56	41.78	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	2552.70	2547.30	2541.89	2536.49	资产处置收益	-3.34	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>66061.70</b>	<b>72983.82</b>	<b>82685.09</b>	<b>90012.73</b>	其他收益	289.83	289.83	289.83	289.83
<b>资产总计</b>	<b>79016.59</b>	<b>88219.64</b>	<b>100669.13</b>	<b>108922.03</b>	营业利润	3362.11	3624.54	4678.80	5199.31
短期借款	2410.51	1826.01	0.00	1587.95	营业外收入	13.24	13.24	13.24	13.24
应付票据及账款	487.23	559.84	616.17	676.25	营业外支出	6.99	6.99	6.99	6.99
其他流动负债	15795.42	18654.87	20640.43	22686.23	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	<b>18693.17</b>	<b>21040.72</b>	<b>21256.60</b>	<b>24950.43</b>	利润总额	3368.36	3630.79	4685.04	5205.56
长期借款	33151.64	37605.75	46740.70	47856.85	所得税	634.08	683.48	881.94	979.92
其他非流动负债	431.02	431.02	431.02	431.02	净利润	2734.28	2947.31	3803.11	4225.64
<b>非流动负债合计</b>	<b>33582.66</b>	<b>38036.77</b>	<b>47171.72</b>	<b>48287.87</b>	少数股东损益	526.81	567.85	732.74	814.15
<b>负债合计</b>	<b>52275.82</b>	<b>59077.50</b>	<b>68428.32</b>	<b>73238.30</b>	归属母公司股东净利润	2207.47	2379.46	3070.37	3411.49
股本	4187.09	4205.69	4205.69	4205.69	EBITDA	6814.10	7278.33	8722.83	9764.49
资本公积	6611.41	6592.81	6592.81	6592.81	NOPLAT	3569.04	3832.43	4790.64	5327.24
留存收益	11078.23	12911.76	15277.68	17906.46	EPS(元)	0.52	0.57	0.73	0.81
归属母公司权益	21876.73	23710.26	26076.18	28704.96					
少数股东权益	4864.04	5431.89	6164.63	6978.77					
<b>股东权益合计</b>	<b>26740.77</b>	<b>29142.15</b>	<b>32240.81</b>	<b>35683.73</b>					
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>79016.59</b>	<b>88219.64</b>	<b>100669.13</b>	<b>108922.03</b>					

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
税后经营利润	2734.28	2387.64	3208.34	3625.19
折旧与摊销	2379.39	2550.92	2815.00	3195.63
财务费用	1066.35	1096.62	1222.79	1363.30
投资损失	-365.63	-393.39	-436.62	-443.62
营运资金变动	-1176.78	1807.37	714.61	905.86
其他经营现金流	214.07	689.46	732.69	739.69
<b>经营性现金净流量</b>	<b>4851.68</b>	<b>8138.63</b>	<b>8256.81</b>	<b>9386.06</b>
资本支出	6587.06	9106.68	12106.68	10106.68
长期投资	-22.46	0.00	0.00	0.00
其他投资现金流	193.48	-102.76	-110.90	-112.22
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-6416.05</b>	<b>-9209.44</b>	<b>-12217.58</b>	<b>-10218.90</b>
短期借款	-287.85	-584.50	-1826.01	1587.95
长期借款	577.68	4454.12	9134.95	1116.15
普通股增加	0.00	18.60	0.00	0.00
资本公积增加	30.08	-18.60	0.00	0.00
其他筹资现金流	-2629.99	-1642.55	-1927.24	-2146.02
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-2310.08</b>	<b>2227.06</b>	<b>5381.70</b>	<b>558.07</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>-3886.33</b>	<b>1156.25</b>	<b>1420.94</b>	<b>-274.77</b>

数据来源：同花顺iFinD，华源证券研究

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 [liruixue@huayuanstock.com](mailto:liruixue@huayuanstock.com)  
华北区销售代表 王梓乔 [wangziquiao@huayuanstock.com](mailto:wangziquiao@huayuanstock.com)  
华南区销售代表 杨洋 [yangyang@huayuanstock.com](mailto:yangyang@huayuanstock.com)

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)