

## 新天绿能 (600956.SH)

## “风”“气”双擎，立足河北，聚势扩张

**风电+天然气双轮驱动，立足河北、走向全国。**新天绿能于2010年2月由河北建投与建投水务发起设立，实控人为河北省国资委，先后于2010年10月、2020年6月分别在香港联交所及上交所两地主板上市。作为华北地区领先的清洁能源公司，公司以河北为依托，辐射全国开展新能源项目投资开发，重点布局风电光伏及天然气领域。2020年上市以来，公司存量业务盈利稳健，预计LNG投产与风电装机规模扩大将进一步带来增量贡献。

**省内绿电优先消纳，优质资产夯实业绩基础。**河北省内绿电优先消纳，新能源电力交易基本面具备支撑。作为河北建投旗下核心风电开发平台，公司深耕省内市场，依托优质风力资源和高效运营能力保持业内领先。**电量方面**，公司风电利用小时数长期维持在2400小时以上，稳定优于全国平均水平，2024年风电发电量达139.08亿千瓦时。**电价方面**，尽管行业整体电价承压，公司电价变动幅度仍优于同业。

**项目储备叠加政策助推，风电装机增长可期。**陆风方面以沙、戈、荒漠为重点继续开展大型风电基地开发，推进现有储备项目落地同时进一步争取新的资源储备。**海风方面**依托已投产的唐山乐亭菩提岛海上风电项目，推进省管海域规划项目落地，并提前谋划国管海域示范项目申报工作。2020年以来风电在建项目容量连续保持在50万千瓦/年以上，核准待建项目容量逐年递增，2024H1已达450.78万千瓦，政策助力下未来装机增长潜力充足。

**天然气业务加速扩张，顺价机制优化助力行业发展。**公司天然气板块具备完善的产、供、储、销业务体系。**上游**依托唐山LNG码头延伸产业链；**中游**天然气输送稳步扩张，截至2024H1累计运营管线9804公里；**下游**唐山LNG项目投产提振LNG售气量，二阶段建设推进助力业务持续增长；同时持续推进城市燃气项目收购，拓展终端用户规模，带动零售气量增长。此外天然气价格市场化改革持续推进，顺价机制逐步完善，价格传导效率有望进一步提升。

**盈利预测与投资建议：**我们预计公司2024-2026年实现营业收入226.89/253.96/273.19亿元，实现11.9%/11.9%/7.6%增长；归母净利润实现23.35/29.56/34.10亿元，对应2024-2026年EPS分别为0.56/0.70/0.81，对应PE分别为13.0/10.3/8.9倍，新天绿能25-26年PE低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

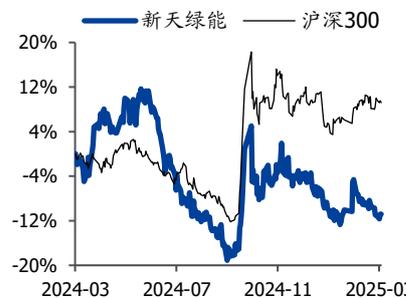
**风险提示：**电价下跌等市场风险；装机速度不及预期；上游原料涨价风险。

## 买入（首次）

## 股票信息

行业	电力
03月12日收盘价(元)	7.21
总市值(百万元)	30,323.05
总股本(百万股)	4,205.69
其中自由流通股(%)	99.56
30日日均成交量(百万股)	5.26

## 股价走势



## 作者

分析师	张津铭
执业证书编号:	S0680520070001
邮箱:	zhangjinming@gszq.com
分析师	高紫明
执业证书编号:	S0680524100001
邮箱:	gaoziming@gszq.com
分析师	刘力钰
执业证书编号:	S0680524070012
邮箱:	liuliyu@gszq.com
研究助理	廖岚琪
执业证书编号:	S0680124070012
邮箱:	liaolanqi@gszq.com

## 相关研究

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,561	20,282	22,689	25,396	27,319
增长率 yoy (%)	15.0	9.3	11.9	11.9	7.6
归母净利润(百万元)	2,293	2,207	2,335	2,956	3,410
增长率 yoy (%)	-0.1	-3.7	5.8	26.6	15.3
EPS 最新摊薄(元/股)	0.55	0.52	0.56	0.70	0.81
净资产收益率(%)	11.2	10.2	10.1	11.6	12.1
P/E(倍)	13.2	13.7	13.0	10.3	8.9
P/B(倍)	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2025年03月12日收盘价

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>15085</b>	<b>12955</b>	<b>17853</b>	<b>19113</b>	<b>20925</b>
现金	7326	3420	6997	8143	8592
应收票据及应收账款	5581	6271	7787	7488	9188
其他应收款	207	291	162	371	206
预付账款	534	734	685	903	805
存货	105	968	943	925	855
其他流动资产	1332	1271	1278	1282	1278
<b>非流动资产</b>	<b>62327</b>	<b>66062</b>	<b>72487</b>	<b>78785</b>	<b>82607</b>
长期投资	3394	3597	4129	4637	5166
固定资产	32774	48823	53291	58557	61568
无形资产	2150	3037	3245	3640	3887
其他非流动资产	24010	10606	11823	11951	11987
<b>资产总计</b>	<b>77413</b>	<b>79017</b>	<b>90340</b>	<b>97898</b>	<b>103532</b>
<b>流动负债</b>	<b>19209</b>	<b>18693</b>	<b>31970</b>	<b>41424</b>	<b>50055</b>
短期借款	2698	2411	9314	21709	25064
应付票据及应付账款	416	487	594	547	666
其他流动负债	16094	15795	22061	19167	24325
<b>非流动负债</b>	<b>33022</b>	<b>33583</b>	<b>29614</b>	<b>24912</b>	<b>18569</b>
长期借款	31929	32533	28543	23852	17504
其他非流动负债	1093	1049	1071	1060	1066
<b>负债合计</b>	<b>52231</b>	<b>52276</b>	<b>61584</b>	<b>66336</b>	<b>68625</b>
少数股东权益	4720	4864	5421	6127	6941
股本	4187	4187	4206	4206	4206
资本公积	6581	6611	6611	6611	6611
留存收益	8643	9989	11784	14009	16602
归属母公司股东权益	20461	21877	23335	25435	27967
<b>负债和股东权益</b>	<b>77413</b>	<b>79017</b>	<b>90340</b>	<b>97898</b>	<b>103532</b>

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7463</b>	<b>4852</b>	<b>9883</b>	<b>4002</b>	<b>12368</b>
净利润	2818	2734	2893	3661	4223
折旧摊销	2181	2229	2615	2999	3357
财务费用	1185	1066	1139	1323	1521
投资损失	-258	-366	-292	-301	-305
营运资金变动	1279	-1177	3524	-3682	3570
其他经营现金流	258	364	5	1	3
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7649</b>	<b>-6416</b>	<b>-8802</b>	<b>-8980</b>	<b>-6883</b>
资本支出	7288	6578	5465	6004	3186
长期投资	-849	22	-532	-508	-529
其他投资现金流	-1210	184	-3870	-3484	-4225
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-176</b>	<b>-2310</b>	<b>-4263</b>	<b>-6344</b>	<b>-8355</b>
短期借款	720	-288	144	-72	36
长期借款	2224	604	-3990	-4691	-6348
普通股增加	0	0	19	0	0
资本公积增加	-9	30	0	0	0
其他筹资现金流	-3111	-2656	-435	-1580	-2043
<b>现金净增加额</b>	<b>-367</b>	<b>-3886</b>	<b>-3182</b>	<b>-11321</b>	<b>-2870</b>

**利润表 (百万元)**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>18561</b>	<b>20282</b>	<b>22689</b>	<b>25396</b>	<b>27319</b>
营业成本	13319	15206	17199	18685	19583
营业税金及附加	63	82	92	103	111
营业费用	3	4	4	5	5
管理费用	660	710	794	889	956
研发费用	427	372	469	495	549
财务费用	1185	1066	1139	1323	1521
资产减值损失	-42	-116	-45	-51	-55
其他收益	169	290	230	260	245
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	258	366	292	301	305
资产处置收益	0	-3	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	<b>3286</b>	<b>3362</b>	<b>3557</b>	<b>4504</b>	<b>5196</b>
营业外收入	17	13	15	14	14
营业外支出	7	7	9	8	8
<b>利润总额</b>	<b>3295</b>	<b>3368</b>	<b>3564</b>	<b>4511</b>	<b>5203</b>
所得税	477	634	671	849	979
<b>净利润</b>	<b>2818</b>	<b>2734</b>	<b>2893</b>	<b>3661</b>	<b>4223</b>
少数股东损益	525	527	557	705	814
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2293</b>	<b>2207</b>	<b>2335</b>	<b>2956</b>	<b>3410</b>
EBITDA	7527	7788	7386	9087	10408
EPS (元)	0.55	0.52	0.56	0.70	0.81

**主要财务比率**

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	15.0	9.3	11.9	11.9	7.6
营业利润(%)	0.8	2.3	5.8	26.6	15.4
归属于母公司净利润(%)	-0.1	-3.7	5.8	26.6	15.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	28.2	25.0	24.2	26.4	28.3
净利率(%)	12.4	10.9	10.3	11.6	12.5
ROE(%)	11.2	10.2	10.1	11.6	12.1
ROIC(%)	7.6	7.1	5.6	6.2	7.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	67.5	66.2	68.2	67.8	66.3
净负债比率(%)	129.3	142.0	135.4	146.1	123.2
流动比率	0.8	0.7	0.6	0.5	0.4
速动比率	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
应收账款周转率	3.0	3.4	3.2	3.3	3.3
应付账款周转率	30.0	33.7	31.8	32.7	32.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.55	0.52	0.56	0.70	0.81
每股经营现金流(最新摊薄)	1.77	1.15	2.35	0.95	2.94
每股净资产(最新摊薄)	4.62	4.95	5.30	5.80	6.40
<b>估值比率</b>					
P/E	13.2	13.7	13.0	10.3	8.9
P/B	1.6	1.5	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	8.9	9.3	10.1	9.0	7.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年03月12日收盘价

## 内容目录

1.风电+天然气双轮驱动，立足河北、走向全国.....	5
1.1 风电天然气双主业协同，省国资委实控根基稳固.....	5
1.2 风为主、气为辅，贡献盈利主要来源.....	6
1.3 经营性现金流保持稳健，资本开支压力缓解.....	8
1.4 分红比例整体呈现上升趋势.....	9
2.风电质优价稳凸显优势，装机具备成长空间.....	10
2.1 河北外送电高占比，省内绿电优先消纳.....	10
2.2 项目储备叠加政策助推，风电装机增长可期.....	14
3.天然气业务加速扩张，顺价机制优化助力行业发展.....	17
3.1 下游终端拓展与 LNG 投产共振，带动售气量稳步增长.....	17
3.2 天然气顺价机制逐步捋顺，价格传导效率有望提升.....	20
4.投资建议.....	23
4.1 核心假设.....	23
4.2 投资建议.....	24
风险提示.....	26

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	5
图表 2: 公司股权结构.....	6
图表 3: 公司营收及增长情况 (单位: 亿元).....	6
图表 4: 公司营收结构.....	6
图表 5: 公司累计权益装机 (单位: 万千瓦).....	7
图表 6: 2023 年公司风电项目分布情况.....	7
图表 7: 公司归母净利润 (单位: 亿元).....	8
图表 8: 公司毛利率情况.....	8
图表 9: 公司现金流变化情况 (单位: 亿元).....	8
图表 10: 公司历史分红情况 (单位: 亿元).....	9
图表 11: 河北发用电量情况 (单位: 亿千瓦时).....	10
图表 12: 河北电源装机情况 (万千瓦).....	11
图表 13: 河北各电源发电情况 (单位: 亿千瓦时).....	11
图表 14: 2020-2024 年河北风光利用率情况.....	11
图表 15: 公司风光项目分布图.....	12
图表 16: 河北省风电可利用小时数情况 (单位: 小时).....	12
图表 17: 公司风电发电量情况 (单位: 亿千瓦时).....	12
图表 18: 公司风电利用小时数与同业公司比较 (单位: 小时).....	13
图表 19: 公司平均上网电价情况 (单位: 元/千瓦时).....	13
图表 20: 公司及部分同业公司上网电价变动幅度情况.....	14
图表 21: 公司及部分同业公司 ROE 变化情况比较.....	14
图表 22: 公司风电在建及核准未开工容量 (单位: 万千瓦).....	14
图表 23: 公司风电在建容量在控股装机中的占比.....	14
图表 24: 公司光伏备案未开工及协议容量 (单位: 万千瓦).....	15
图表 25: 河北省风电开发政策梳理.....	15
图表 26: 公司海上风电项目进展情况.....	16
图表 27: 天然气产业链.....	17
图表 28: 公司累计运营管道长度 (单位: 公里).....	18
图表 29: 公司天然气管道分类运营长度 (单位: 公里).....	18
图表 30: 天然气销售收入 (单位: 亿元).....	18
图表 31: 天然气销售量 (单位: 亿立方米).....	18
图表 32: 公司 2023 年天然气板块销售收入结构.....	19

图表 33:	零售气销售收入及增速 (单位: 亿元)	19
图表 34:	零售气量及增速 (单位: 亿立方米)	19
图表 35:	公司天然气终端累计用户及增速 (单位: 万户)	20
图表 36:	城市燃气项目收购情况 (单位: 万元)	20
图表 37:	历史进口天然气价格 (单位: 元/千克)	21
图表 38:	河北部分地区天然气价格调整政策	21
图表 39:	公司历年售气均价 (单位: 元/立方米)	22
图表 40:	新天绿能营收预测	23
图表 41:	可比公司估值对比 (2025-03-12 收盘价)	25

## 1. 风电+天然气双轮驱动，立足河北、走向全国

### 1.1 风电天然气双主业协同，省国资委实控根基稳固

华北清洁能源领先企业，风光气协同辐射全国。公司于2010年2月由河北建投与建投水务发起设立，并先后于2010年10月、2020年6月分别在香港联交所及上交所两地主板上市。公司在河北省内深耕新能源、清洁能源领域，已在政策支持、技术、客户、品牌知名度等方面具备较强竞争优势。作为华北地区领先的清洁能源公司，公司以河北为依托，辐射全国开展新能源项目投资开发，业务覆盖华北、华东、西北、西南、华中、华南、东北等地区，重点布局风电光伏及天然气领域。风电光伏和天然气业务可形成良性互补，能够有效降低公司盈利波动性。截至2023年底，公司风电控股装机6293.75兆瓦，管理装机6554.35兆瓦，权益装机5878.71兆瓦；光伏控股装机126.12兆瓦，管理装机296.12兆瓦，权益装机201.30兆瓦。

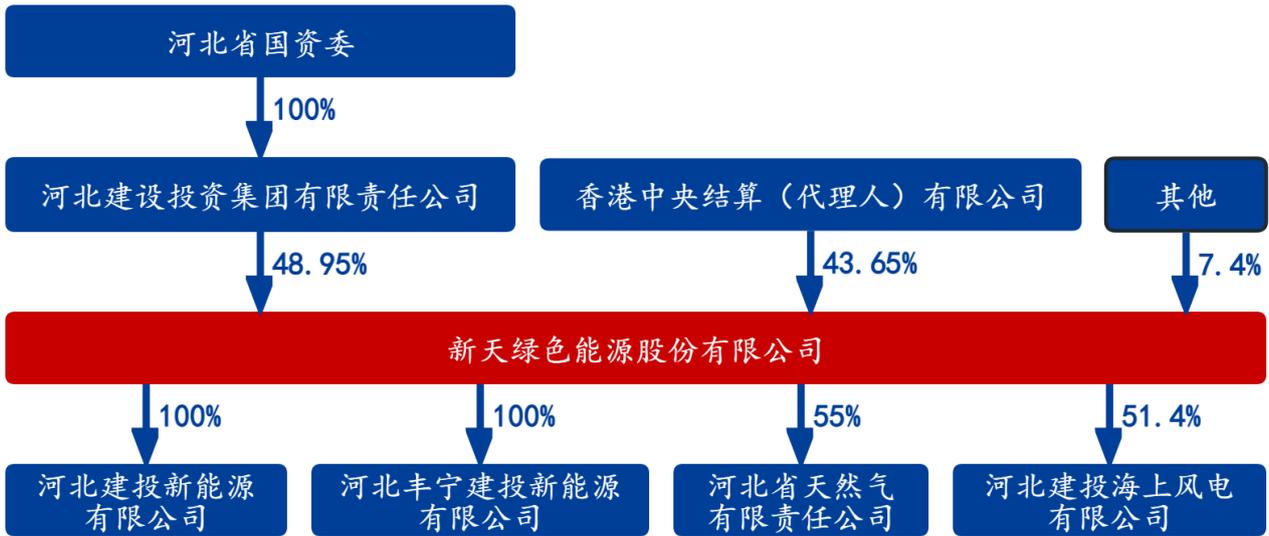
图表1: 公司发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

背靠河北建投，实控人为河北省国资委。省国资委实控，根基稳固。截至2025年2月3日，公司实控人为河北省国资委，其通过河北建设投资集团有限责任公司间接持有公司股权48.95%。强劲国资背景提供资本、资源及政策支持方面的稳固支撑，为公司长期稳健发展奠定坚实基础。

图表2: 公司股权结构

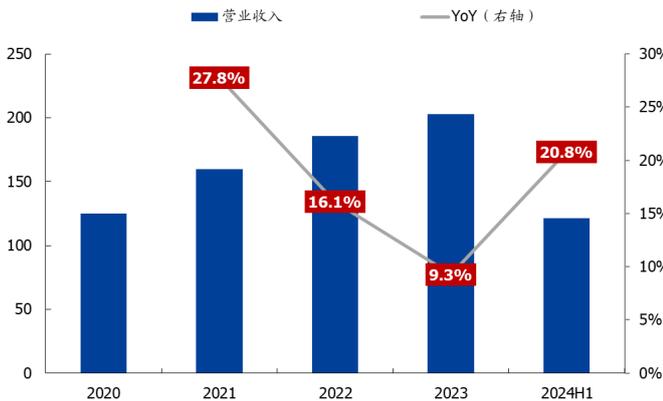


资料来源: Wind, iFinD, 国盛证券研究所 (截至 2025-02-03)

### 1.2 风为主、气为辅，贡献盈利主要来源

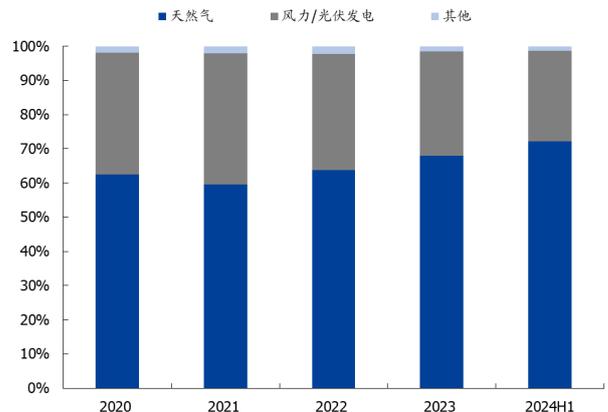
营收稳步增长，主业聚焦天然气与风力发电。随风电装机规模扩大和天然气售气量递增，公司 2020-2023 年营收从 125.11 亿元稳步增长至 202.82 亿元，期间 CAGR 为 17.47%。2024H1 营收达 121.37 亿元，同比增长 20.8%。从营收结构来看，天然气与风力/光伏发电业务为公司主营业务，2024H1 共实现营收 119.84 亿元，占比达 98.74%。其中风电/光伏板块营收 32.25 亿元，占比 26.57%；天然气板块营收 87.59 亿元，占比 72.17%。

图表3: 公司营收及增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

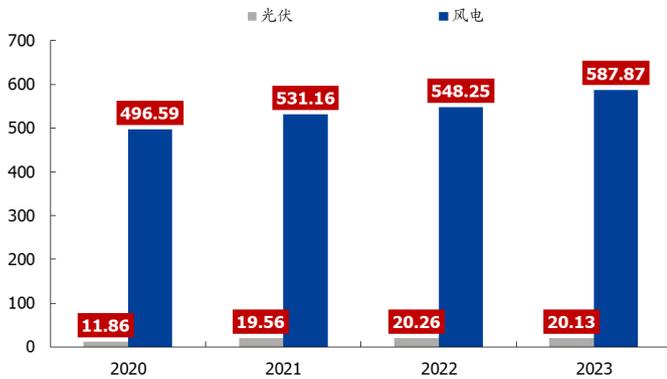
图表4: 公司营收结构



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

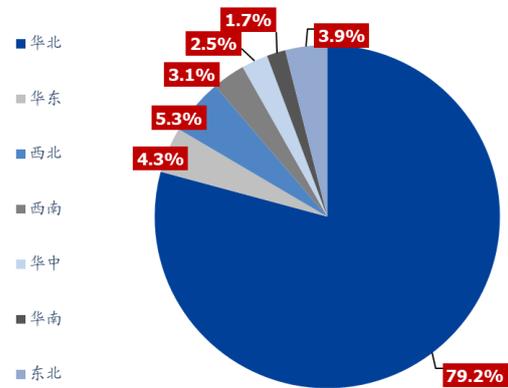
风电装机规模持续扩大，华北区域重点布局。截至2023年底，公司风电权益装机规模达587.87万千瓦，光伏权益装机20.13万千瓦。其中风电机组集中分布于华北地区，北京、天津、河北、山西、内蒙古等地控股装机容量共计498.54万千瓦，占比达79.21%。

图表5: 公司累计权益装机 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表6: 2023年公司风电项目分布情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

盈利稳健，LNG 投产与风电装机打开后续增长空间。2020-2022 年风电装机规模增长及天然气销量提升带动盈利持续扩张，CAGR 达 23.24%。2022 年起受风电板块可利用小时数下降及市场竞争加剧等因素影响，公司盈利增速稍有放缓，2022 年归母净利润同比增速降至 6.20%，2023 年则同比下降 3.78%。2024H1 归母净利润 14.30 亿元，同比微降 0.65%，主因公司坐拥华北优质风资源，同时 LNG 投产带动售气量增长。

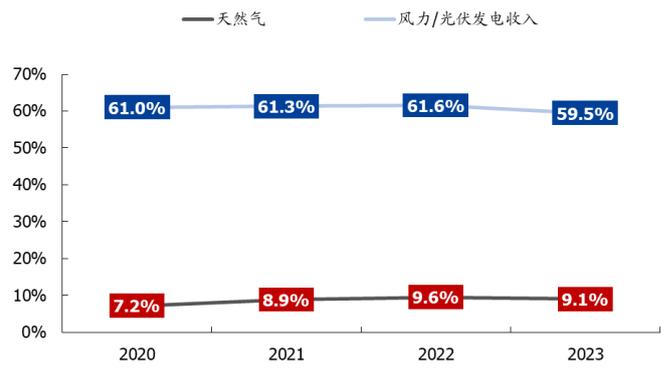
分业务板块来看，2024H1 天然气板块实现净利润 4.49 亿元，同比增长 44.98%，主要受售气量增长驱动，同时 LNG 处于产能爬坡阶段，盈利贡献逐步显现；风电板块实现净利润 11.64 亿元，同比下降 12.71%，主要是可利用小时数小幅回落所致，但得益于新增装机投产，板块盈利韧性较强。毛利率方面，2020-2023 年公司主业天然气板块盈利能力小幅提升，风电板块略有回落，整体毛利率水平保持平稳，为公司稳健盈利提供支撑。总体来看，公司存量业务盈利稳健，预计随着 LNG 项目进一步放量及风电新项目投产带来增量贡献，公司盈利能力有望企稳回升。

图表7: 公司归母净利润(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 公司毛利率情况



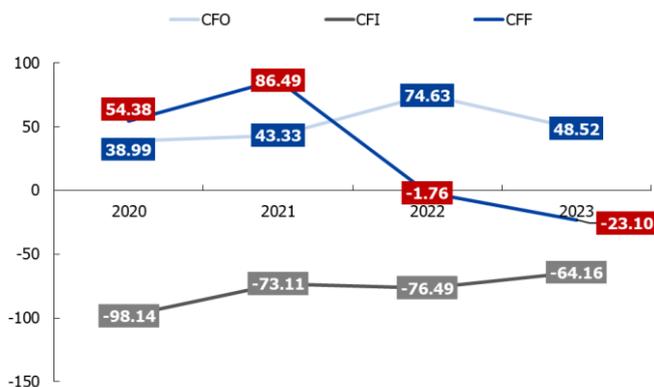
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.3 经营性现金流保持稳健, 资本开支压力缓解

**经营性现金流稳中有增。**公司经营活动现金流整体保持稳健, 公司的风、光发电项目属于重资产行业, 前期需大量资本投入, 设备折旧年限通常在 15-20 年, 折旧摊销费用较高, 计入成本但无需实际现金支出, 因此高折旧会增加经营现金流同时拉低净利润。此外, 天然气业务因其预收款模式, 现金流回收快。公司经营活动产生的现金流量 2023 年达 48.5 亿元, 近 5 年复合增长率为 6.78%。

**剥离光伏聚焦高回报领域, 优化融资成本, 资本开支压力缓解。**2024H1 公司资本性支出 25.30 亿元, 同比减少 42.48%, 其中天然气板块支出 18.05 亿元, 新能源板块 7.08 亿元。支出规模下降主要原因为公司逐步退出光伏领域减少低效投资, 聚焦风电与天然气高回报领域。此外, 公司通过应用低成本债务工具, 如低息中期票据等募资向子公司提供借款, 缓解资本开支压力。

图表9: 公司现金流变化情况(单位: 亿元)

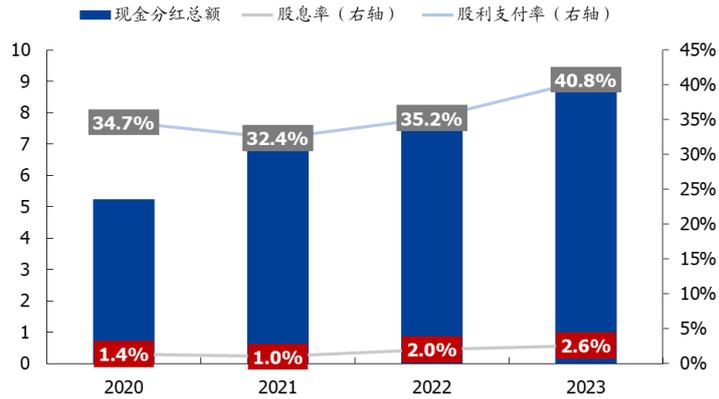


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 1.4 分红比例整体呈现上升趋势

经营现金流稳定，分红具备提升空间。A股上市以来，公司连续每年实施现金分红，累计现金分红34.12亿元，占累计实现净利润的30.79%，股利支付率始终保持在30%以上，平均股息率1.74%。公司在盈利能力稳定的基础上持续优化股东回报机制，积极提升股东回报。2020-2023年现金分红总额逐年递增，股利支付率由2021年的32.37%提升至2023年的40.77%。公司分红资金来自经营现金流，公司经营现金流稳中有增，资本开支压力缓解，有望支撑分红提升。

图表10: 公司历史分红情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

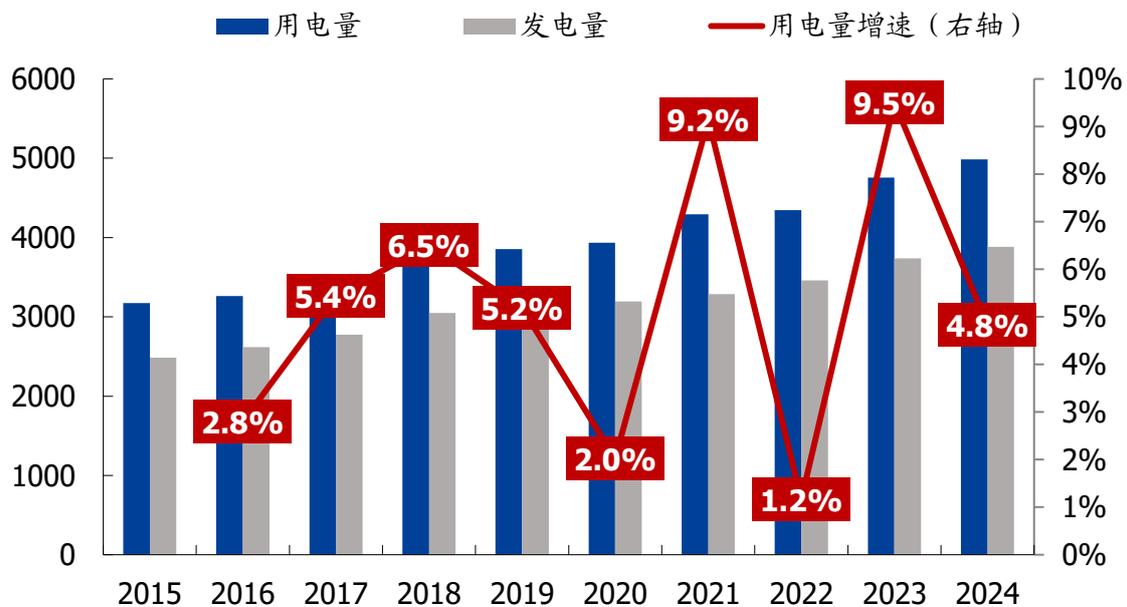
## 2.风电质优价稳凸显优势，装机具备成长空间

### 2.1 河北外送电高占比，省内绿电优先消纳

河北电力供需紧平衡，外送电占比高。河北省电力供需存在季节性缺口，主要通过省间临时外购电力补充。根据《河北省2024年电力负荷管理工作方案》，河北南网夏季最大负荷缺口达450万千瓦，冬季缺口330万千瓦；冀北电网冬季缺口达340万千瓦。2025年一月冀北电网虽新能源装机占比超51%，但冬季供暖期仍面临340万千瓦缺口。

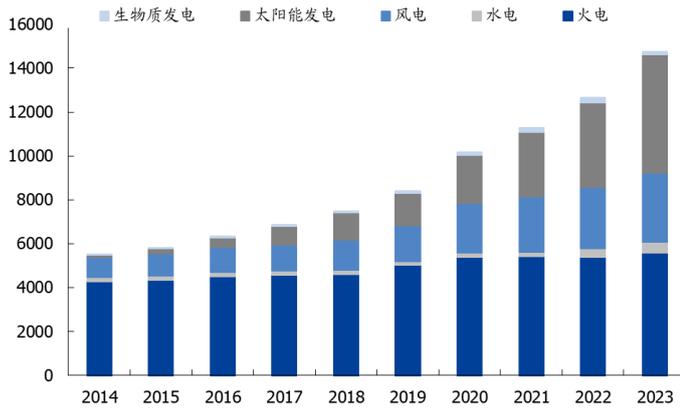
省内新能源装机快增，省内绿电优先消纳，电价具备支撑。河北省新能源装机规模持续领跑全国，截至2024年底，全省风电、光伏累计装机容量突破1亿千瓦，占全国新能源装机总量的近10%，位居全国第二（仅次于内蒙古），其中2024年新增风光装机超24GW，占全国新增装机的6.86%，增速显著高于全国平均水平。2024年国家放开新能源消纳红线（不再强制要求95%的消纳率），全国新能源利用率普遍下滑，河北风电、光伏利用率分别为92.6%和96.1%，较全国风、光利用率分别低3.3%和0.7%，但整体相对稳定，加之省内绿电优先消纳，新能源电力交易基本面具备支撑。

图表11: 河北发用电量情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表12: 河北电源装机情况 (万千瓦)



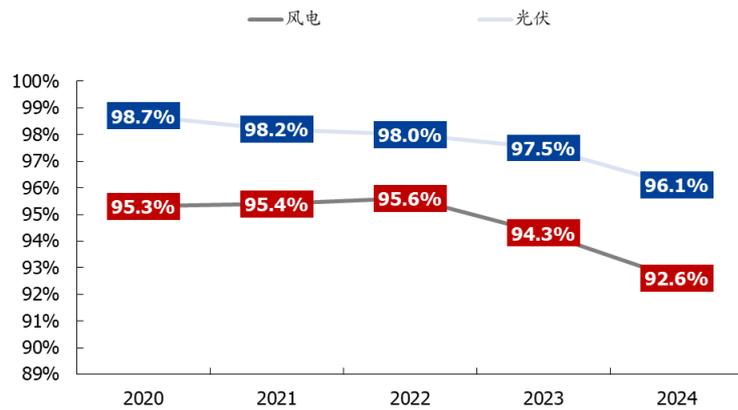
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 河北各电源发电情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 2020-2024年河北风光利用率情况

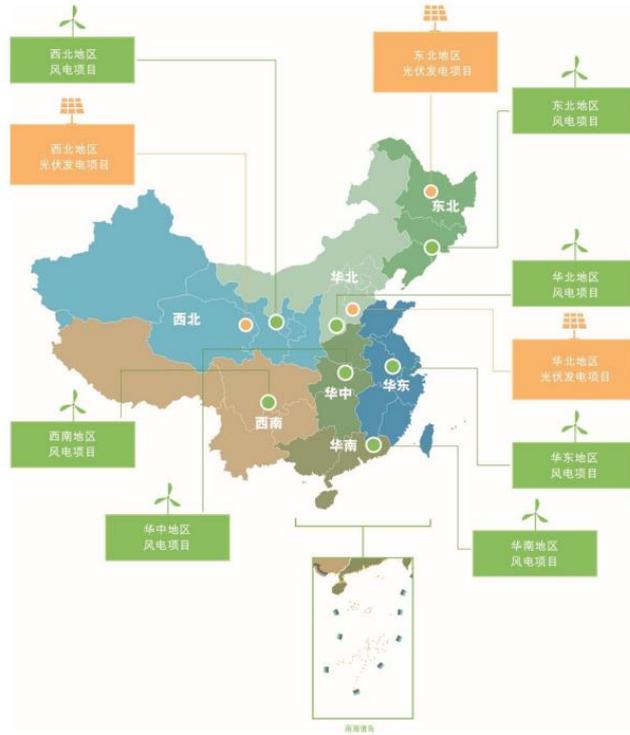


资料来源: 全国新能源消纳监测预警中心, 国盛证券研究所

## 2.2 优质资产稳健运营，电价优势强化业绩支撑

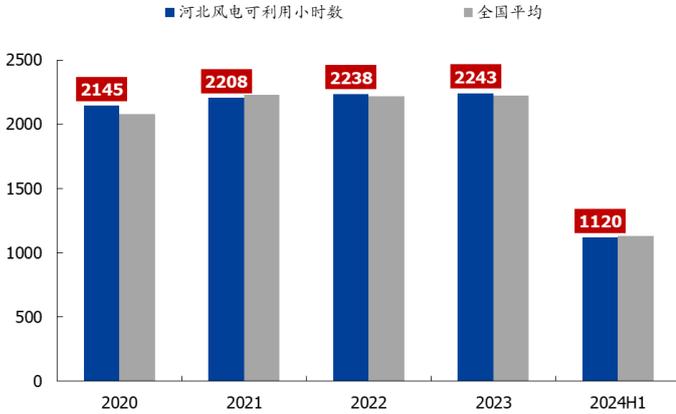
**风电资产优势显著，发电量稳定增长。**公司风电可利用小时数持续保持较高水平，2020年-2023年连续保持在2400小时以上，稳定优于全国平均水平，显示出优质的风力资源和较高的运营效率。尽管2024H1有所回落，但相对优势仍然存在。随装机规模扩大和设备利用效率提升，公司风电发电量从2020年的98.81亿千瓦时稳步增至2023年的140.81亿千瓦时。

图表15: 公司风光项目分布图



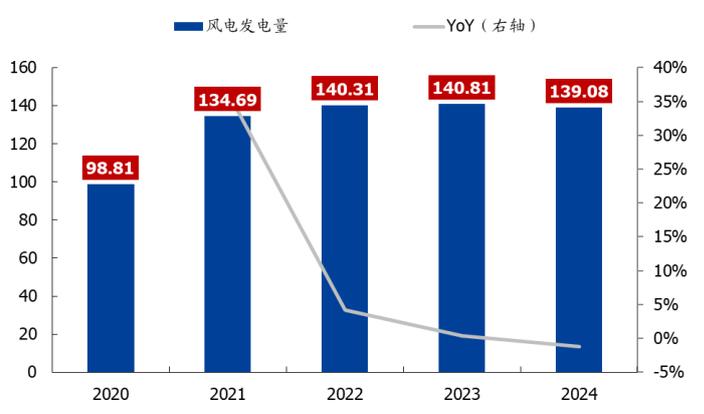
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: 河北省风电可利用小时数情况 (单位: 小时)



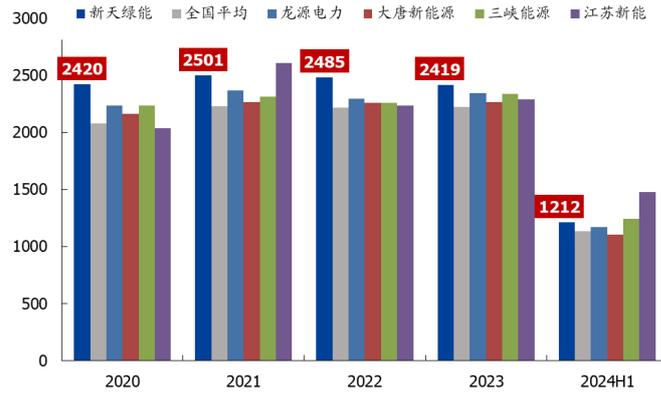
资料来源: Wind, iFinD, 国盛证券研究所

图表17: 公司风电发电量情况 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

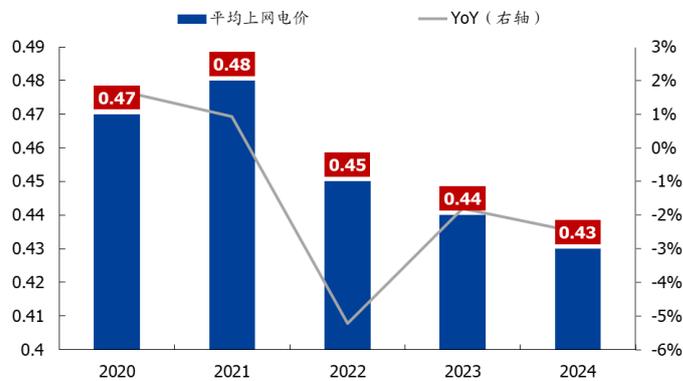
图表18: 公司风电利用小时数与同行业公司比较 (单位: 小时)



资料来源: 公司公告, iFinD, Wind, 国盛证券研究所

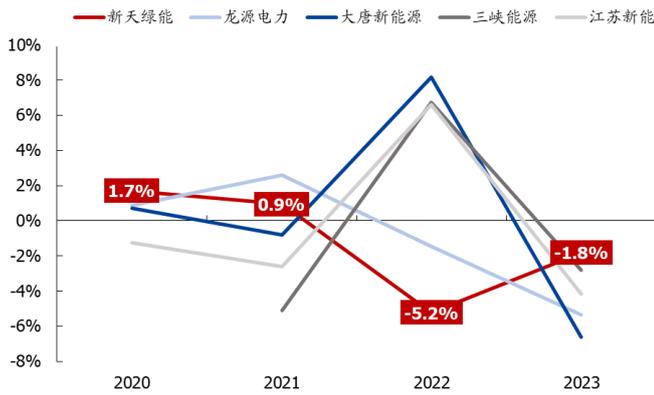
**电价韧性凸显, 区域优势支撑。**2020年、2021年, 公司电价分别上涨1.71%和0.94%, 增速位于行业前列。此后受市场化交易比例提升及供需关系变化等因素影响, 行业整体上网电价进入下行通道, 而公司2023年电价变动幅度已收敛至-1.81%, 展现出较强的议价能力与盈利韧性。河北地区较强的电力需求支撑和良好的市场化交易环境为公司在当地的风电业务提供了稳健的盈利基础, 区域电价优势将进一步强化公司业绩的稳定性, 提升公司在行业中的竞争力。

图表19: 公司平均上网电价情况 (单位: 元/千瓦时)



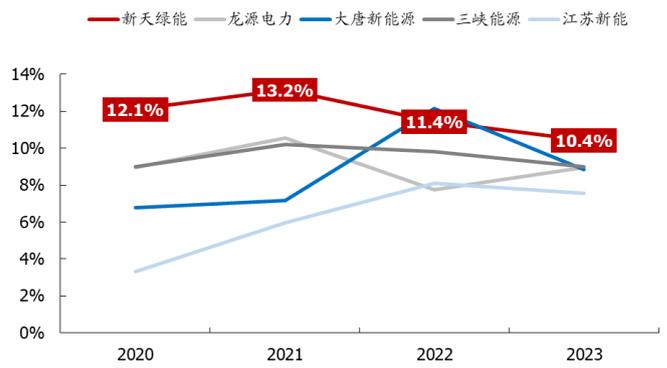
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表20: 公司及部分同业公司上网电价变动幅度情况



资料来源: 公司公告, iFinD, 国盛证券研究所

图表21: 公司及部分同业公司 ROE 变化情况比较



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 2.2 项目储备叠加政策助推, 风电装机增长可期

“立足河北, 走向全国”, 海陆并重。陆风方面, 公司以沙、戈、荒漠为重点继续开展大型风电基地开发, 同时在资源富集和用电负荷地区谋划推动一批分散式风电项目试点, 进一步争取新的资源储备, 并密切跟踪河北省内综合能源基地项目, 推进现有储备项目落地以及现有老旧风场技术改造升级。在河北省外, 公司将围绕已投产项目, 依托现有及规划的外送通道进一步拓展项目。海风方面, 公司深扎河北, 依托已投产的唐山乐亭菩提岛海上风电项目, 推进省管海域规划项目落地, 并提前谋划国管海域示范项目申报工作。

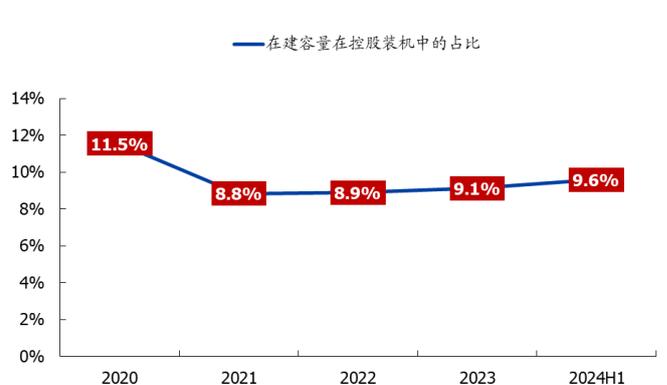
风电项目储备充足, 未来装机增量空间广阔。2020年以来, 公司风电在建项目容量连续保持在 50 万千瓦/年以上, 其占控股装机的比例稳定在 8.8%以上; 同时核准待建项目容量逐年递增, 2024H1 已达 450.78 万千瓦, 较 2023 年提升显著, 进一步夯实未来装机扩张基础。光伏业务方面, 公司备案待建项目容量持续增长, 2023 年底达 64.92 万千瓦; 同时协议装机容量亦稳步提升, 2023 年底达 2045.90 万千瓦。整体来看, 公司在建及核准待建项目资源储备深厚, 未来装机增长潜力充足。

图表22: 公司风电在建及核准未开工容量 (单位: 万千瓦)



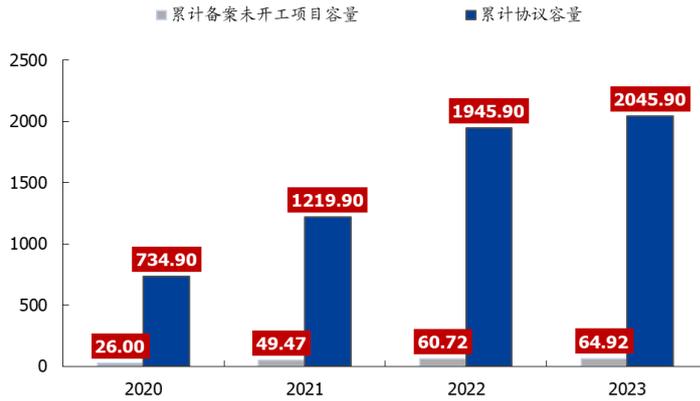
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表23: 公司风电在建容量在控股装机中的占比



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表24: 公司光伏备案未开工及协议容量 (单位: 万千瓦)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**省内政策助力风电开发, 公司积极布局海风。**2020年以来, 河北省先后出台多项政策引导风电产业发展, 明确规划到2025年风电装机容量达到4300万千瓦, 并在2023-2027年间保持1000万千瓦/年增速。同时, 政策支持向分布式风电拓展, 鼓励开发区利用屋顶及产业园区资源, 到2025年实现200万千瓦以上的分布式风电装机规模, 并通过创新示范工程促进新型风电应用模式落地。海上风电被纳入重点发展方向, 计划到2027年实现累计投产500万千瓦, 并在秦皇岛、唐山等地率先布局。作为河北建投旗下风电开发平台, 公司是省内风电投资建设的核心主体。公司积极布局海上风电, 唐山乐亭菩提岛300MW海上风电场已顺利投产, 预计2025年底山海关海上风电一期500兆瓦平价示范项目将实现并网发电, 此外2024年底秦皇岛国管海域50万千瓦海上风电项目也已获批准。政策支持下, 公司海上风电业务有望进一步拓展, 风电装机规模延续增长态势。

图表25: 河北省风电开发政策梳理

发布时间	政策名称	政策要点
2021年6月11日	《河北省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	到2025年, 风电、光伏发电装机容量分别达到4300万千瓦、5400万千瓦。
2023年2月1日	《河北聚焦建设清洁高效、多元支撑的新型能源强省》	2023-2027年, 全省风电光伏装机规模年均增长1000万千瓦以上。到2027年, 海上风电累计投产500万千瓦。
2024年1月	河北省“十四五”海上风电规划	省管海上风电180万千瓦(秦皇岛50万千瓦, 唐山130万千瓦), 国管海上风电550万千瓦。要求2025年前省管并网60万千瓦, 国管并网100万千瓦。
2024年6月20日	《河北省开发区分布式新能源高质量发展推进方案》	2025年, 力争新增屋顶分布式光伏和分散式风电装机200万千瓦以上, 创新示范工程60个左右。2026年, 全面推进全省剩余省级以上开发区分布式新能源建设, 力争到2030年覆盖率达到90%以上。

资料来源: 国家发改委, 河北发改委, 河北工程咨询研究院, 北极星风力发电网, 国盛证券研究所

图表26: 公司海上风电项目进展情况

项目名称	进展情况
唐山乐亭菩提岛 300MW 海上风电场	2020年7月19日投产
山海关海上风电一期 500兆瓦平价示范项目	预计 2025 年底全部风机并网发电
秦皇岛国管海域 50 万千瓦海上风电项目	核准待建

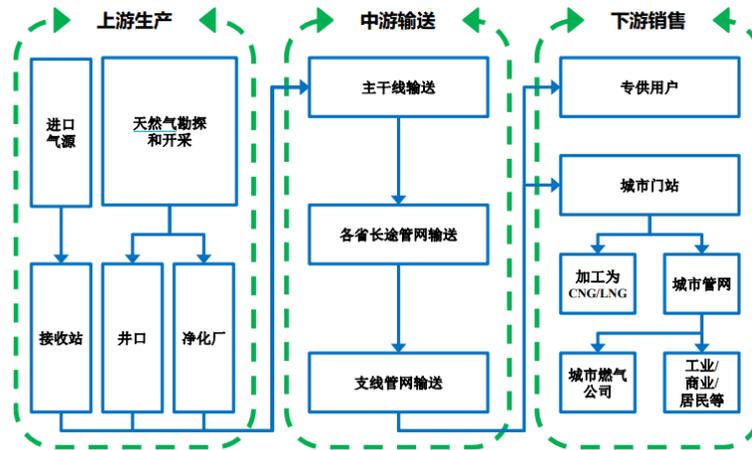
资料来源: 北极星风力发电网, 龙船风电网, 国盛证券研究所

### 3.天然气业务加速扩张，顺价机制优化助力行业发展

#### 3.1 下游终端拓展与 LNG 投产共振，带动售气量稳步增长

天然气板块具备完善的产、供、储、销业务体系。天然气业务的运营主要涉及向上游企业购气、长输管线的建设及运营管理、向下游客户销售天然气等环节。公司目前的主要业务处于天然气行业的中下游，涉及天然气长输管线的建设及运营管理、天然气销售等环节。公司不断加强资源多元化供应，加快建设天然气输气管网，稳步提升储气调峰能力，充分发挥资源、管网、价格等优势，积极开拓下游市场，研究布局燃气电厂项目，同时以合作、并购的方式拓展优质天然气城燃项目，提高终端市场占有率。

图表27: 天然气产业链

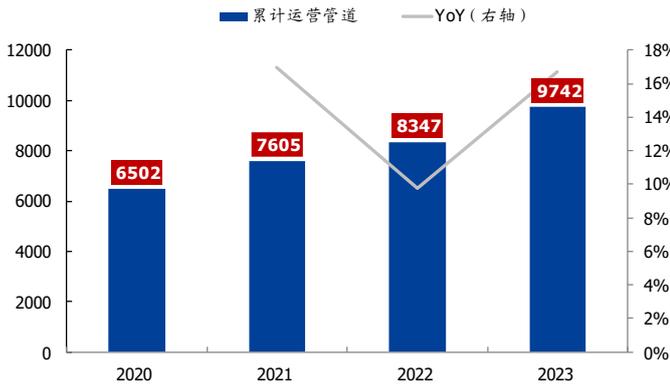


资料来源: 公司公告, 公司招股说明书, 国盛证券研究所

**上游方面，依托唐山 LNG 码头延伸产业链。**随着唐山 LNG 码头及配套输气管线项目投产，打造以气化管输、液态分销服务为主，罐容租赁、政府储备、窗口期拍卖等多方面业务为补充的综合运营模式，延伸天然气产业链条。完善天然气产业链布局并加强天然气储气调峰能力，积极推动与国际 LNG 资源商洽谈，获取优质长协及现货资源，同时寻求省内低价 LNG 资源。

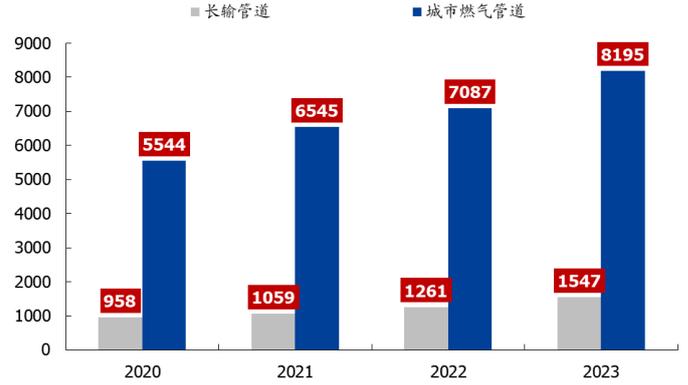
**中游方面，天然气输送稳步扩张，累计运营管线 9804 公里。**截至 2024 年 6 月 30 日，公司累计运营管线 9803.86 公里，从 2020 年到 2023 年底复合增速 14.4%。累计运营 LNG 接收站 1 座、CNG 母站 5 座、CNG 子站 3 座、LNG 加注站 3 座、L-CNG 合建站 1 座。

图表28: 公司累计运营管道长度(单位: 公里)



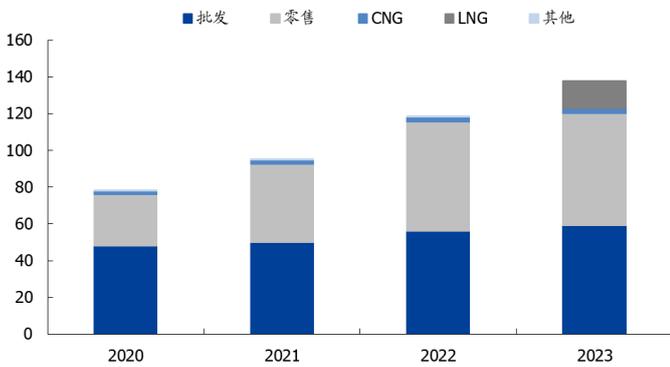
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表29: 公司天然气管道分类运营长度(单位: 公里)



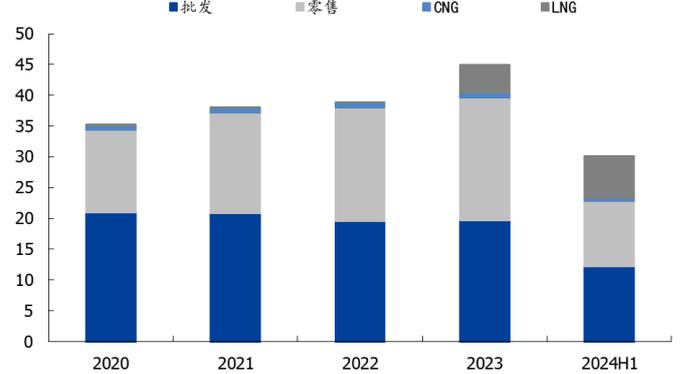
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表30: 天然气销售收入(单位: 亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表31: 天然气销售量(单位: 亿立方米)



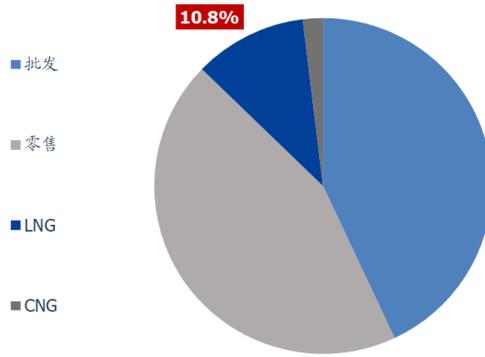
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

下游方面, 唐山 LNG 项目投产提振 LNG 售气量, 二阶段建设推进助力业务持续增长。上市以来, 公司天然气销售收入与销售量均保持上升趋势, 其中 2023 年 LNG 业务贡献度显著提升, 成为当年推动整体售气量增长的重要因素。2024H1 天然气销售量继续上升, 预计全年业务仍将保持较高增速。

2023 年, 唐山 LNG 项目一阶段接收站工程及配套码头工程及外输管线曹妃甸-宝坻段、宝坻-永清段主体线路投产, 带动公司 LNG 售气量从前一年的 0.05 亿立方米大幅增至 4.56 亿立方米, 占天然气板块总售气量比例达 10.13%; 实现销售收入 14.91 亿元, 占天然气板块总销售收入比例达 10.82%。2024H1, 公司 LNG 售气量进一步增长至 6.91 亿立方米, 延续高速增长态势。

截至 2024H1, 唐山 LNG 项目二阶段接收站 1#、2#、5#、6# 储罐工程累计完成 96.84%, 其中 2#、6# 储罐机械完工; 9#、10#、15#、16# 储罐工程累计完成 81.67%; 温海水利用工程累计完成 75%。同时公司为加快接收站对外开放进程, 试点通过线上/线下平台以协商、竞价方式向第三方提供窗口期产品服务, 已有 2 家企业成功摘单。此次成功尝试为后续窗口期及 LNG 罐容仓储服务推广奠定了良好基础, 未来有望提升河北及周边区域天然气供应保障能力, 为公司 LNG 业务持续增长提供强劲支撑。

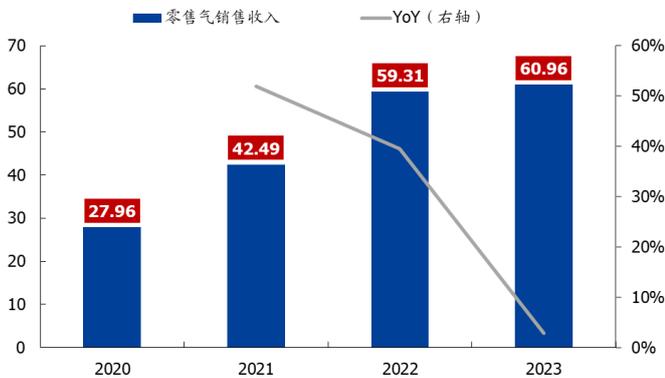
图表32: 公司2023年天然气板块销售收入结构



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

**持续推进城市燃气项目收购, 以外延扩张带动零售气量增长。**上市以来, 公司相继收购衡水鸿华燃气、邢台天宏祥燃气、石家庄市捷诚天然气贸易、石家庄新奥城市燃气发展及高邑县凤城天然气, 其中多数收购股权比例超 50%。收购项目在并表后显著贡献了收入规模的提升, 并进一步加强了公司在河北燃气终端市场的控制力。以 2023 年收购的高邑县凤城天然气为例, 该项目当年实现收入 2.37 亿元, 净利润 751.54 万元, 展现出较强的盈利能力。结合公司天然气销售业务的盈利模式, 其收入增长主要依赖于天然气销售量的扩大。收购城市燃气项目有助于公司加速提升市场覆盖范围、拓展终端用户规模, 进而带动零售气量增长, 进一步夯实公司在城市燃气市场的竞争优势。

图表33: 零售气销售收入及增速 (单位: 亿元)



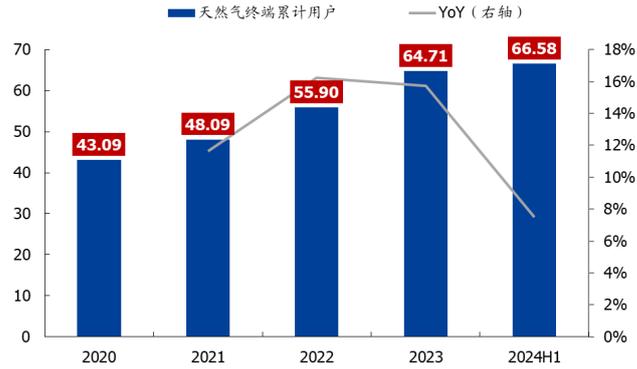
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表34: 零售气量及增速 (单位: 亿立方米)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表35: 公司天然气终端累计用户及增速 (单位: 万户)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表36: 城市燃气项目收购情况 (单位: 万元)

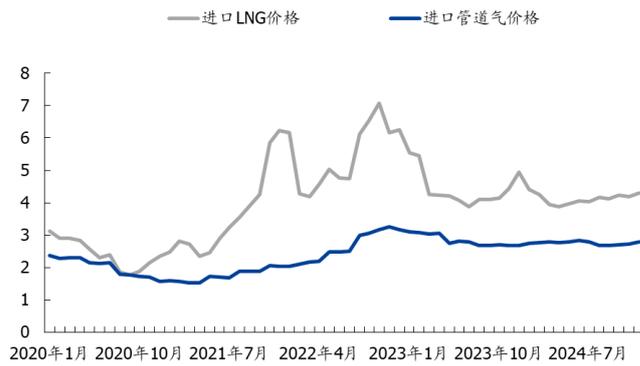
收购时间	公司名称	收购对价	收购股权比例	购买日至当年年末被购买方的收入	购买日至当年年末被购买方的净利润
2020年	衡水鸿华燃气有限公司	—	30%	—	—
2021年3月18日	邢台天宏祥燃气有限公司	1980.00	67%	1301.14	-103.89
2022年3月8日	石家庄市捷诚天然气贸易有限公司	7638.73	80%	4717.93	-174.11
2022年10月14日	石家庄新奥城市燃气发展有限公司	6385.08	51%	434.46	290.67
2023年5月29日	高邑县凤城天然气有限责任公司	11400.00	60%	23715.55	751.54

资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

### 3.2 天然气顺价机制逐步捋顺, 价格传导效率有望提升

**全球天然气市场波动加剧, 国内天然气企业承压。**2021-2023年受宏观经济复苏、能源供需错配及地缘政治冲突影响, 供应链紧张与市场预期波动加剧导致全球天然气市场价格大幅波动, 其中LNG价格波动尤为剧烈, 管道气价格相对平稳。国内天然气上下游虽存在联动机制, 但受政策调控、居民用气刚性等因素制约, 终端售气价格调整幅度显著小于上游, 致使城市燃气企业在上游成本攀升阶段承压较大。为提升价格传导效率、优化市场机制, 河北省发改委于2023年6月发布《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》, 要求加快推进价格联动机制落地, 深化天然气市场体系改革, 推动终端销售价格与上游采购成本有效联动。

图表37: 历史进口天然气价格(单位: 元/千克)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

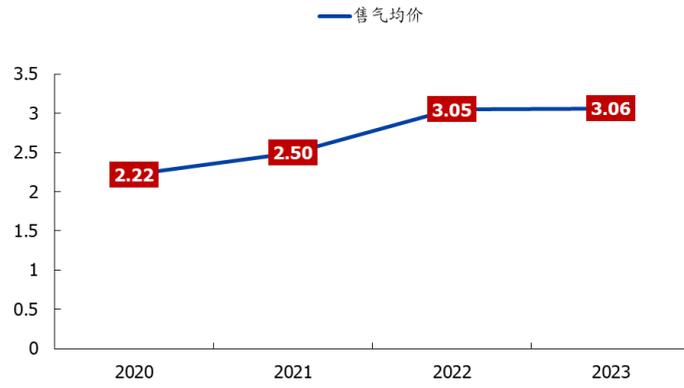
**顺价机制逐步完善, 价格传导有望提速。**天然气价格市场化改革持续推进, 各地顺价机制逐步完善, 但整体来看下游价格传导仍存在滞后性和刚性约束。以河北省为例, 天然气企业在居民用气方面受政策监管较强、调价频率较低, 导致上游成本波动难以迅速向下游传导; 非居民用气则相对市场化, 联动机制更为灵活。在 2023 年国家层面政策指导下, 地方配套措施陆续落地, 未来顺价机制的进一步完善有望增强公司成本管控能力, 提高行业整体运行的市场化水平。

图表38: 河北部分地区天然气价格调整政策

发布时间	发布机构	政策名称	政策内容
2022年11月	河北省发改委、市监局	《关于理顺天然气价格加强政策监管的通知》	完善非居民用天然气价格形成机制, 鼓励推行“购进价格+配气价格”的价格联动机制。
2023年6月	石家庄发改委	《关于调整主城区居民用管道天然气销售价格的通知》	将居民用气第一阶梯价格由 2.78 元/立方米调整为 3.15 元/立方米, 上涨 0.37 元/立方米。第二、第三阶梯价格分别按照第一阶梯价格的 1.15 倍、1.35 倍调整为 3.62 元/立方米、4.25 元/立方米。
2024年1月	石家庄发改委	《石家庄市主城区非居民用管道天然气销售价格联动机制》	确定非居民用管道天然气的配气价格为 0.85 元/立方米。非居民用管道天然气销售价格=非居民用天然气综合购进价格+配气价格。
2024年12月	石家庄发改委	《关于启动联动机制疏导主城区非居民用管道天然气销售价格的通知》	2024年4月1日至2024年10月31日, 将非居民管道天然气最高销售价格由 4.02 元/立方米调整为 3.95 元/立方米。2024年11月1日起, 暂按去年同期最高销售价格 4.31 元/立方米执行。待燃气企业签订 2024 年采暖季购销合同后, 按程序核定销售价格, 并按核定价格多退少补。

资料来源: 河北省发改委, 石家庄发改委, 国盛证券研究所

图表39: 公司历年售气均价 (单位: 元/立方米)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

## 4.投资建议

### 4.1 核心假设

#### (1) 新能源发电板块。

公司新能源项目储备资源丰富，在建/待建项目以风电为主，风电板块具备装机成长性，且电价水平较为稳定。我们预计公司 2024-2026 年风电装机分别新增 30/150/150 万千瓦，利用小时数分别为 2320/2380/2360 小时，公司已披露 2024 年新能源上网电价平均价格（不含税）为 0.43 元/千瓦时，考虑到新能源入市政策执行时间与河北区域电力市场交易的特性，我们预计 2025-2026 年风电上网电价整体维持稳定，可能会有小幅下滑，预计未来两年上网电价（不含税）为 0.42/0.415 元/千瓦时。

#### (2) 天然气板块

公司天然气板块以天然气销售和接驳及建设管网为主，其中天然气销售主要包括批发、零售、CNG 和 LNG。唐山 LNG 接收站一期项目建成后，带动公司 2023 年-2024 年售气量分别增长 15.93%、14.55%。二期项目预计于 2025 年达到预定可使用状态，有望带动公司 LNG 贸易量持续增长。

基于以上假设，我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 226.89/253.96/273.19 亿元，实现 11.9%/11.9%/7.6% 增长。

图表40: 新天绿能营收预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>电力（风电+光伏）</b>					
营业收入小计	6295	6181	6190	7757	8996
yoy	2.40%	-1.80%	0.14%	25.31%	15.97%
营业成本	2421	2507	2591	3324	3902
yoy	1.70%	3.56%	3.37%	28.30%	17.37%
毛利	3874	3675	3599	4432	5094
yoy	2.84%	-5.15%	-2.07%	23.17%	14.93%
毛利率	61.55%	59.45%	58.14%	57.14%	56.63%
<b>天然气销售</b>					
营业收入小计	11851	13786	16220	17365	18055
yoy	24.49%	16.33%	17.65%	7.06%	3.97%
营业成本	10717	12537	14469	15225	15550
yoy	23.58%	16.99%	15.41%	5.23%	2.13%
毛利	1134	1249	1751	2140	2505
yoy	33.80%	10.11%	40.19%	22.24%	17.08%
毛利率	9.57%	9.06%	10.79%	12.32%	13.88%
<b>接驳及建设燃气管网</b>					
营业收入小计	191	120	114	108	103
yoy	-9.37%	-37.43%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
营业成本	108	77	73	69	66

yoy	-28.01%	-28.88%	-5.21%	-5.00%	-5.00%
毛利	83	43	41	39	37
yoy	36.35%	-48.51%	-4.63%	-5.00%	-5.00%
毛利率	43.58%	35.86%	36.00%	36.00%	36.00%
<b>租赁</b>					
营业收入小计	3	20			
yoy		632.13%			
营业成本	2	10			
yoy		423.66%			
毛利	1	11			
yoy		1058.24%			
毛利率	32.85%	51.97%			
<b>其他业务</b>					
营业收入小计	221	174	166	166	166
yoy	106.12%	-21.00%	-5.00%	0.00%	0.00%
营业成本	72	76	66	66	66
yoy	123.13%	6.19%	-12.79%	0.00%	0.00%
毛利	149	98	99	99	99
yoy	98.85%	-34.04%	1.01%	0.00%	0.00%
毛利率	67.58%	56.43%	60.00%	60.00%	60.00%
<b>公司合计</b>					
营业收入（百万元）	18561	20282	22689	25396	27319
Yoy	16.11%	9.27%	11.87%	11.93%	7.57%
营业成本（百万元）	13319	15206	17199	18685	19583
Yoy	18.56%	14.17%	13.11%	8.64%	4.81%
毛利率	28.24%	25.02%	24.20%	26.42%	28.32%
营业费用率	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%	0.02%
管理费用率	3.55%	3.50%	3.50%	3.50%	3.50%
研发费用率	2.30%	1.83%	2.07%	1.95%	2.01%
归母净利润（百万元）	2293	2207	2335	2956	3410
Yoy	-0.1%	-3.7%	5.8%	26.6%	15.3%

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

## 4.2 投资建议

公司作为河北省属能源运营平台，风电与天然气双主业驱动，业绩稳步上扬。在风电板块，其风电场资源优质，装机规模持续扩大，随着风电技术不断进步，发电效率提升，成本降低，市场竞争力不断增强。天然气业务方面，凭借完善的输气网络和稳定的气源供应，业务规模稳步增长，具有稳定现金流优势。我们预计公司 2024-2026 年实现营业收入 226.89/253.96/273.19 亿元，实现 11.9%/11.9%/7.6% 增长；归母净利润实现

23.35/29.56/34.10 亿元，对应 2024-2026 年 EPS 分别为 0.56/0.70/0.81，对应 PE 分别为 13.0/10.3/8.9 倍，选取龙源电力，中闽能源，三峡能源等各省的新能源代表性上市企业，进行估值对比后显示：新天绿能 25-26 年 PE 低于可比公司平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表41: 可比公司估值对比 (2025-03-12 收盘价)

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	PE				EPS (元/股)			
				2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
001289.SZ	龙源电力	15.88	1328	21.30	19.54	17.74	15.91	0.75	0.81	0.90	1.00
600163.SH	中闽能源	5.04	96	14.14	13.28	11.88	10.92	0.36	0.38	0.42	0.46
600905.SH	三峡能源	4.19	1199	16.70	16.87	14.82	13.35	0.25	0.25	0.28	0.31
	行业平均				16.56	14.81	13.39		0.48		
600956.SH	新天绿能	7.21	303	13.74	12.98	10.26	8.89	0.52	0.56	0.70	0.81

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (其中龙源电力、中闽能源、三峡能源预测来自于 Wind 一致性预期)

## 风险提示

### 1. 电价下跌等市场风险

新能源加速进入市场化交易，电价有可能受到市场竞争加剧、新能源装机规模快速增长等影响面临下降风险。

### 2. 装机速度不及预期

公司可能因为前期手续、项目资源协商不及预期等因素，影响电源装机速度。

### 3. 上游原料涨价风险

若天然气价格受国际市场气价波动、国内市场供需失衡等影响大幅波动，将直接影响公司的销售收入和利润。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com