

新天绿色能源 (00956)

证券研究报告
2025年05月25日

“风电+天然气”双轮驱动，区位优势显著

河北省清洁能源产业上市平台，“天然气+风电”双轮驱动

公司河北省清洁能源产业上市平台，聚焦于天然气销售及风力发电业务，截至2024年底，公司风电控股装机容量658.74万千瓦，权益装机容量617.92万千瓦，装机规模可观，项目地覆盖河北、山西、新疆、山东、云南、内蒙古等地区。2024年公司业绩短期承压，实现营业收入213.72亿元，同比增长5.38%，实现归母净利润16.72亿元，同比降低24.24%，2025Q1伴随来风好转，公司业绩显著修复，实现归母净利润9.54亿元，同比增长14.71%。

风电：区位优势显著，装机增长有望提速

“136号文”发布，新能源入市进程加快，公司新能源项目以河北省内为主，市场化交易框架下竞争优势显著。2025年河北地区电力市场年度交易价格相对平稳，冀北和冀南电网都未有明显下滑，且省内新能源市场化交易政策相对友好，具有明显优势。从电量看，2024年公司河北省内风电发电量占比达到71.43%，区位优势下，公司风电机组量价水平表现较优，2025Q1公司平均上网电价（不含税）为0.43元/千瓦时，较去年同期持平，市场化交易电量占比为44.71%。

公司储备项目丰富，重点发力海上风电。截至2024年底，公司风电控股在建容量96.44万千瓦，累计有效核准未开工项目容量430.99万千瓦。公司依托已投产的唐山乐亭菩提岛海上风电项目，紧抓河北省海上风电规划获得国家批准的发展新机遇，大力发展海上风电，其中，秦皇岛山海关50万千瓦海上风电项目已获得核准，省管海域海上风电示范项目前期工作进展顺利，容量约200万千瓦。

天然气：板块短期承压，静待码头二期投产与产能爬坡

公司输/售气量下滑，板块承压。2024年公司总输/售气量为58.88亿立方米，同比增加15.13%，分季度看，公司2024Q4完成输/售气量13.79亿立方米，同比降低24.43%，气量下滑叠加LNG码头折旧增加，导致天然气板块业绩压力增大，2024年公司天然气板块实现营业收入150.04亿元，同比增长8.84%，营业成本144.77亿元，同比增长15.47%，毛利5.28亿元，同比降低57.73%，对应毛利率3.52%，同比降低5.54pct。2025Q1公司完成输/售气量18.47亿立方米，同比降低17.18%，板块业绩压力仍相对较大。

LNG码头带来增量收入，静待二期投产与产能爬坡。唐山LNG项目一阶段工程已投产，二阶段工程进展顺利。该项目两阶段设计接卸能力达1000万吨/年。2024年公司完成LNG售气量11.23亿立方米，折算为液态LNG约80万吨左右，对比码头设计接卸规模，具有较大的产能增长空间，未来码头相关业务规模有望持续增长。

盈利预测与估值

我们预计公司2025-2027年预计可实现营业收入224.07、240.34和269.60亿元，同比分别增加4.84%、7.26%和12.17%；可实现归母净利润25.49、25.16和29.90亿元，同比分别变化+52.40%、-1.27%和+18.81%。我们采用分部估值，预计天然气和风电（光伏）两大业务板块对应目标市值分别为70.30亿港元和159.46亿港元，合计市值为229.76亿港元，对应目标价为5.46港币/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：天然气价格波动、唐山LNG项目建设或运营状况不及预期、项目所在地新能源政策变动、储备项目推进情况不及预期、项目所在地电力消纳能力不足。

投资评级

行业	公用事业/公用事业
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	4.22 港元
目标价格	5.46 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	4,205.69
港股总市值(百万港元)	17,748.02
每股净资产(港元)	5.84
资产负债率(%)	66.77
一年内最高/最低(港元)	4.40/2.97

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
杨嘉政	联系人
yangjiazheng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 河北省清洁能源产业上市平台，“天然气+风电”双轮驱动	4
2. 风电：区位优势显著，装机增长有望提速	6
2.1. 136 号文发布，新能源市场化交易进程加快	6
2.2. 公司区位优势显著，项目量价水平相对平稳	8
2.3. 公司储备项目丰富，重点发力海上风电	9
3. 天然气：板块短期承压，静待码头二期投产与产能爬坡	10
3.1. 输/售气量有所下滑，影响板块收入水平	10
3.2. LNG 码头带来增量收入，静待二期投产与产能爬坡	11
4. 盈利预测与估值	12
4.1. 盈利预测	12
4.2. 估值	13
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：公司发展沿革	4
图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）	4
图 3：公司天然气项目分布图（截至 2024 年底）	5
图 4：公司 2020-2024 年营收规模及结构（亿元）	6
图 5：公司 2024 年净利润结构	6
图 6：公司 2020-2025Q1 发电量	6
图 7：公司 2020-2025Q1 归母净利润	6
图 8：我国 2020-2025Q1 风电装机规模	7
图 9：我国 2020-2025Q1 光伏发电装机规模	7
图 10：2024-2025 年度华北区域常规电能量交易情况	8
图 11：2024-2025 年度东北区域常规电能量交易情况	8
图 12：2024-2025 年度华东区域常规电能量交易情况	8
图 13：2024-2025 年度西北区域常规电能量交易情况	8
图 14：公司风电项目区域分布（根据装机容量划分）	9
图 15：公司风电发电量区域结构	9
图 16：公司风电利用小时数（h）	9
图 17：公司风电上网电价及市场化交易占比	9
图 18：公司 2020-2024 年输/售气量（亿方）	10
图 19：公司 2024Q1-2025Q1 分季度输/售气量	11
图 20：公司 2020-2024 年天然气板块毛利	11
图 21：公司天然气业务下游用户数量	12
图 22：公司燃气电厂项目情况	12

表 1: 公司新能源发电装机情况 (截至 2024 年底)	5
表 2: “136 号文” 存量和增量项目分类实施细则	7
表 3: 《山东省新能源上网电价市场化改革实施方案 (征求意见稿)》 电价机制	8
表 4: 公司风电储备项目情况 (万千瓦)	9
表 5: 公司海上风电及储能电站项目情况	10
表 6: 唐山 LNG 项目情况	11
表 7: 公司 LNG 购销合同情况	11
表 8: 公司核心经营数据展示	12
表 9: 可比公司估值表 (天然气业务板块)	13
表 10: 可比公司估值表 (风电 (光伏) 业务板块)	13

1. 河北省清洁能源产业上市平台，“天然气+风电”双轮驱动

河北省清洁能源产业上市平台，华北地区领先的清洁能源开发与利用公司。公司成立于2010年2月，由河北建投与建投水务发起设立，通过对河北天然气及建投新能源的经营资产进行整合，搭建起统一的河北省新能源产业管控体系。公司聚焦于天然气销售及风力发电业务，经过长久发展，先后于2010年10月、2020年6月在香港联交所及上交所两地主板上市，成为河北省清洁能源产业上市平台及华北地区领先的清洁能源开发与利用公司。

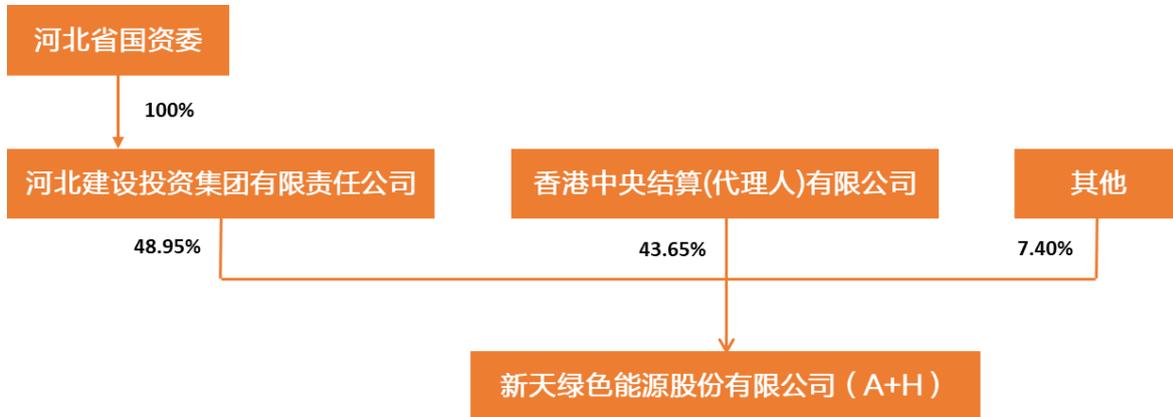
图 1：公司发展沿革



资料来源：公司招股说明书，Wind，天风证券研究所

公司控股股东为河北建投，实控人河北省国资委，持股比例 48.95%。股权结构方面，截至2025年3月31日，公司控股股东为河北建设投资集团有限责任公司，河北省国资委通过河北建投间接持有公司 48.95% 股份，为公司实际控制人。

图 2：公司股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主营天然气销售业务及风力发电业务，为河北省清洁能源产业龙头：

- **天然气业务：业务类型完善，集中于河北省内。**公司在河北省运营天然气接卸输配设施，对外销售天然气。截至 2024 年底，公司拥有 1 座 LNG 接收站、11 条天然气长输管道、21 条高压分支管道、33 个城市燃气项目、34 座分输站、19 座门站、5 座 CNG 母站、3 座 CNG 加气子站、3 座 LNG 加注站、1 座 L-CNG 合建站。

图 3：公司天然气项目分布图（截至 2024 年底）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **新能源发电业务：装机规模可观，项目地覆盖多个省份。**公司以河北为依托，在全国范围内投资开发风电项目。截至 2024 年底，**公司风电控股装机容量 658.74 万千瓦，权益装机容量 617.92 万千瓦**，装机规模可观，项目地覆盖河北、山西、新疆、山东、云南、内蒙古等地区。

表 1：公司新能源发电装机情况（截至 2024 年底）

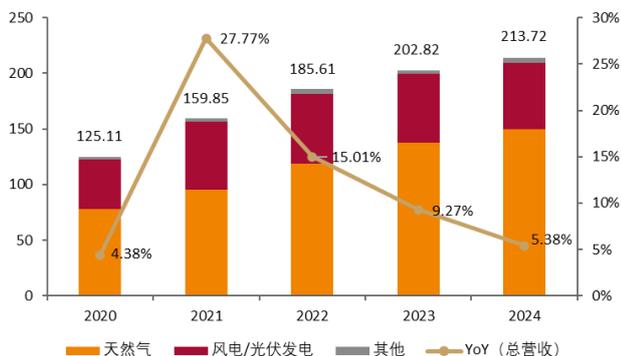
	区域	省份	装机容量（万千瓦）
风电	华北地区	北京、天津、河北、山西、内蒙古	523.90
	华东地区	上海、山东、江苏、安徽、浙江、福建、江西、台湾	27.06
	西北地区	陕西、宁夏、新疆、青海、甘肃	33.10
	西南地区	四川、云南、重庆、贵州、西藏	19.36
	华中地区	河南、湖北、湖南	15.62
	华南地区	广东、广西、海南、香港、澳门	15.00
	东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	24.70
	合计		658.74
光伏发电	东北地区	辽宁、吉林、黑龙江	5.00

华北地区	北京、天津、河北、山西、内蒙古	26.81
西北地区	陕西、宁夏、新疆、青海、甘肃	5.11
合计		36.92

资料来源：公司公告，天风证券研究所

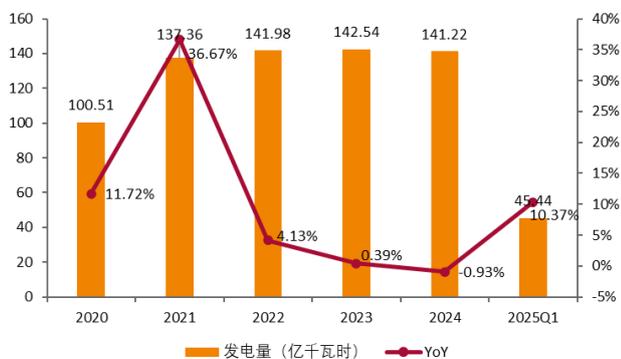
2024 年业绩短期承压，归母净利润下滑，25Q1 显著修复。2024 年公司天然气和风电（光伏）业务收入分别为 150.04、59.52 亿元，占比分别为 70.21%、27.85%，天然气和风电（光伏）业务净利润分别为 4.78、14.39 亿元，同比分别下降 49.50%、20.73%，占比分别约为 24.93%、75.07%。受风速下滑影响，2024 年公司完成发电量 141.22 亿千瓦时，同比降低 0.93%，叠加上网电价下滑及资产减值影响（2024 年计提资产减值 3.08 亿元），公司业绩短期承压，2024 年实现归母净利润 16.72 亿元，同比降低 24.24%。伴随 2025Q1 来风好转，公司业绩显著修复。

图 4：公司 2020-2024 年营收规模及结构（亿元）



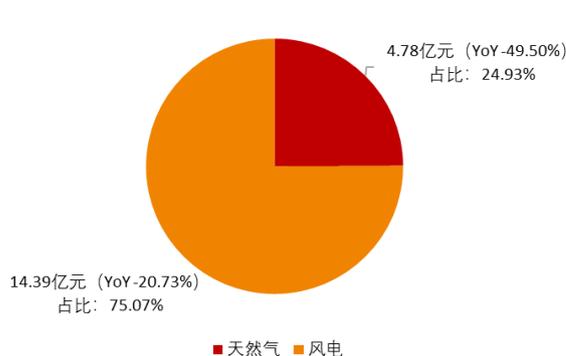
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：公司 2020-2025Q1 发电量



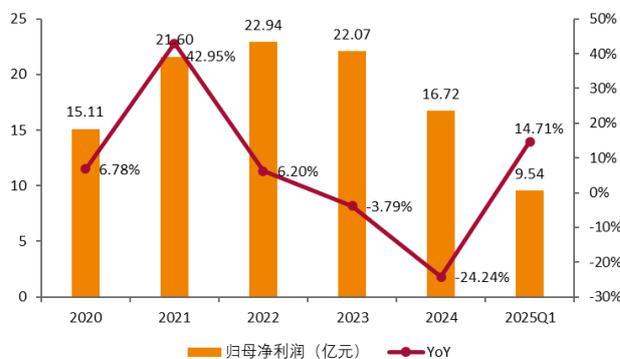
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司 2024 年净利润结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：公司 2020-2025Q1 归母净利润



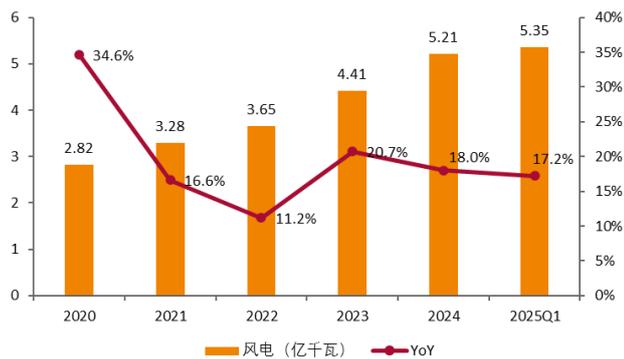
资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 风电：区位优势显著，装机增长有望提速

2.1. 136 号文发布，新能源市场化交易进程加快

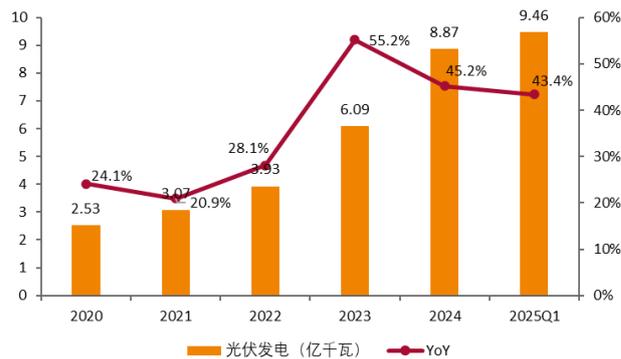
新能源装机规模持续扩张，占比持续提升。双碳目标下，我国新能源发电产业快速发展，装机规模持续扩张，截至 2025Q1，全国新能源装机规模达到 14.82 亿千瓦，占比达到 43.19%，其中，风电装机规模为 5.35 亿千瓦，同比增长 17.2%，光伏发电装机规模为 9.46 亿千瓦，同比增长 43.4%。

图 8：我国 2020-2025Q1 风电装机规模



资料来源：国家能源局公众号，天风证券研究所

图 9：我国 2020-2025Q1 光伏发电装机规模



资料来源：国家能源局公众号，天风证券研究所

“136 号文”发布，新能源入市进程加快。加快构建新型电力系统、健全绿色低碳发展机制的决策部署，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，大力推动新能源高质量发展，2025 年 2 月，两部委发布《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》，文件对存量和增量项目进行分类施策，二者以 2025 年 6 月 1 日为节点划分：

- 2025 年 6 月 1 日以前投产的存量项目，通过开展差价结算，实现电价等与现行政策妥善衔接。
- 2025 年 6 月 1 日及以后投产的增量项目，纳入机制的电量规模根据国家明确的各地新能源发展目标完成情况等动态调整，机制电价由各地通过市场化竞价方式确定。

“136 号文”要求各地要在 2025 年底前出台并实施具体方案，做好与国家能源电力规划的衔接。

表 2：“136 号文”存量和增量项目分类实施细则

类别	界定标准	政策安排
存量项目	2025 年 6 月 1 日前投产	(1) 纳入机制电价范围内电量：衔接现行保障政策，自主选择执行比例； (2) 机制电价：不高于当地煤电基准价； (3) 执行期限：按现行政策保障期延续。
增量项目	2025 年 6 月 1 日后投产	(1) 纳入机制电价范围内电量：根据消纳责任权重动态调整，超出则次年缩减，不足则增加； (2) 机制电价：通过竞价形成，初期按技术类型分类，最高报价不超过上限； (3) 执行期限：按项目投资回收期确定。

资料来源：国家发改委，天风证券研究所

山东省发布首个“136 号文”省级配套政策，详细制定省内新能源市场化交易机制。2025 年 5 月 7 日，山东省印发《山东省新能源上网电价市场化改革实施方案（征求意见稿）》，提出全省风电、太阳能发电上网电量原则上全部进入电力市场，上网电价通过市场交易形成，并建立差价结算机制，对纳入机制的电量，市场交易均价低于或高于机制电价的部分，由电网企业开展差价结算，差价费用纳入系统运行费用，由全体用户分摊（或分享），具体来看：

- 2025 年 5 月 31 日前投产的存量新能源项目全电量参与市场交易后，机制电价水平按国家政策上限执行，统一明确为每千瓦时 0.3949 元（含税）；单个项目机制电量上限参考外省新能源非市场化率，适度优化；执行期限按照全生命周期合理利用小时数剩余小时数执行。
- 2025 年 6 月 1 日起投产的增量新能源项目，由省发展改革委同有关单位明确机制电量规模、执行期限，通过价格竞争方式确定机制电价水平。设置申报充足率下限，

引导新能源充分竞争，降低全社会用能成本，2025 年竞价申报充足率不低于 125%。竞价时按申报价格从低到高确定入选项目，机制电价原则上按入选项目最高报价确定（不高于竞价上限）。

表 3：《山东省新能源上网电价市场化改革实施方案（征求意见稿）》电价机制

类别	界定标准	政策安排
存量项目	2025 年 6 月 1 日前投产	(1) 纳入机制电价范围内电量：参考外省新能源非市场化率，适度优化； (2) 机制电价：按国家政策上限执行，统一明确为每千瓦时 0.3949 元（含税）（山东省燃煤基准价）； (3) 执行期限：按照全生命周期合理利用小时数剩余小时数执行。
增量项目	2025 年 6 月 1 日后投产	(1) 纳入机制电价范围内电量：2025 年竞价申报充足率不低于 125%，竞价时按申报价格从低到高确定入选项目； (2) 机制电价：原则上按入选项目最高报价确定（不高于竞价上限）。

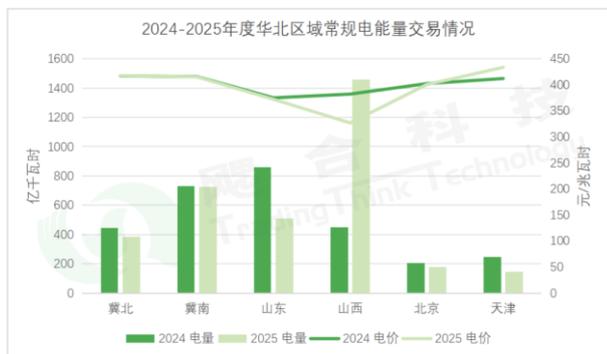
资料来源：北极星太阳能光伏网，天风证券研究所

2.2. 公司区位优势显著，项目量价水平相对平稳

基于上述分析，河北省新能源项目在新的市场化交易框架下竞争优势显著：

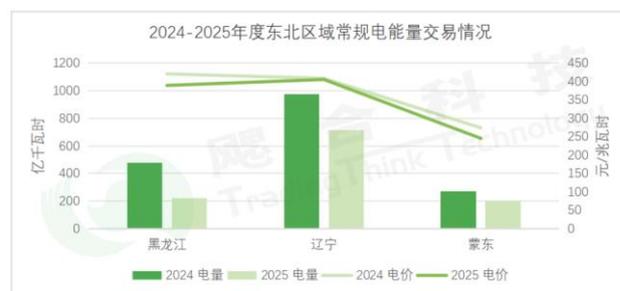
- 从省内现有新能源市场化交易政策来看，2025 年河北南网省调直调光伏省内市场化电量比例暂定为 60%，风力发电场站省内市场化电量比例暂定为 30%；河北北网新能源企业市场化交易上限暂按前三年（2021 - 2023 年）分地市当月平均利用小时的 50% 确定（平价新能源项目按 70% 确定）。
- 从省内交易价格来看，2025 年河北地区电力市场年度交易价格相对平稳，冀北和冀南电网都未有明显下滑，与多数地区相比具有明显优势。

图 10：2024-2025 年度华北区域常规电能量交易情况



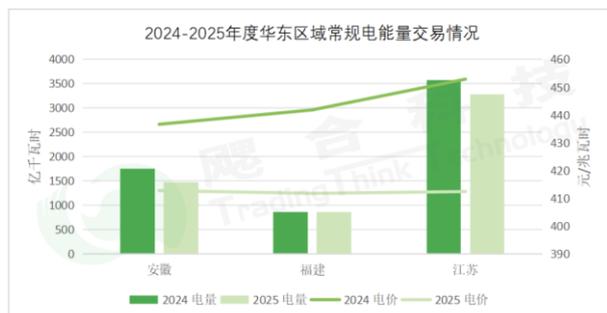
资料来源：北极星售电网，天风证券研究所

图 11：2024-2025 年度东北区域常规电能量交易情况



资料来源：北极星售电网，天风证券研究所

图 12：2024-2025 年度华东区域常规电能量交易情况



资料来源：北极星售电网，天风证券研究所

图 13：2024-2025 年度西北区域常规电能量交易情况

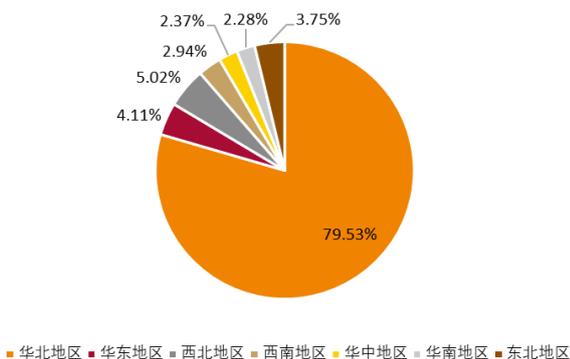


资料来源：北极星售电网，天风证券研究所

公司新能源项目以河北省内为主。从装机量看，截至 2024 年底，公司风电控股装机容量 658.74 万千瓦，其中，华北地区（北京、天津、河北、山西、内蒙古）新能源装机规模为

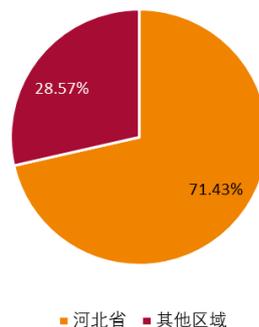
523.90 万千瓦，占比达到 79.53%；从电量看，2024 年公司实现风电发电量 139.08 亿千瓦时，其中，河北省内风电发电量为 99.34 亿千瓦时，占比达到 71.43%。

图 14：公司风电项目区域分布（根据装机容量划分）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

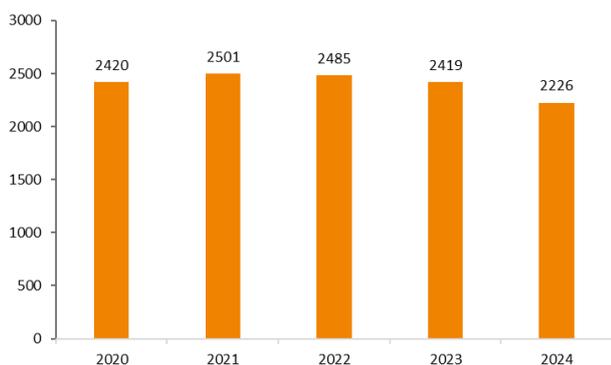
图 15：公司风电发电量区域结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

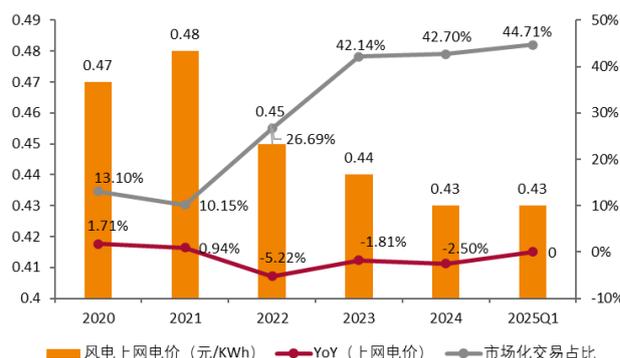
从运营情况来看，公司风电机组量价水平表现较优。电量方面，2024 年由于平均风速下滑，风电利用小时数有所降低，但公司控股风电场平均利用小时数仍达到 2226 小时，相比全国平均风电利用小时数高 99 小时。电价方面，2025Q1 公司平均上网电价（不含税）为 0.43 元/千瓦时，较去年同期持平，市场化交易电量占比为 44.71%。

图 16：公司风电利用小时数（h）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司风电上网电价及市场化交易占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.3. 公司储备项目丰富，重点发力海上风电

截至 2024 年底，公司风电控股在建容量 96.44 万千瓦。2024 年，公司新增风电核准容量 378.02 万千瓦，累计有效核准未开工项目容量 430.99 万千瓦；新增 248.22 万千瓦风电项目列入政府开发建设方案，累计纳入各地开发建设方案容量已达 1322.30 万千瓦，分布于河北、内蒙古、黑龙江、新疆、云南、山西、江苏等全国 16 个省份；新增风电协议容量 325.00 万千瓦，累计风电有效协议容量 1968.13 万千瓦，分布于河北、黑龙江、新疆、内蒙古等 26 个省份。

表 4：公司风电储备项目情况（万千瓦）

	2024 年度新增	累计（截至 2024 年底）
在建容量	-	96.44
核准容量	378.02	430.99
纳入开发建设方案容量	248.22	1322.30
协议容量	325.00	1968.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

重点发力海上风电项目，多类型能源项目布局。公司依托已投产的唐山乐亭菩提岛海上风电项目，紧抓河北省海上风电规划获得国家批准的发展新机遇，大力发展海上风电，其中，秦皇岛山海关 50 万千瓦海上风电项目已获得核准，省管海域海上风电示范项目前期工作进展顺利，容量约 200 万千瓦。

除海上风电外：①公司参股投资建设河北丰宁抽水蓄能电站项目，电站设计总装机容量 360 万千瓦，截至 2024 年底，河北丰宁抽水蓄能电站项目 12 台机组已全部投产，涞源黄花滩 120 万千瓦抽水蓄能项目纳入国家《抽水蓄能中长期发展规划（2021—2035 年）》及河北省 2024-2028 年抽水蓄能项目建设规模及核准时序；②公司持续尝试在省内、外地区开展新型储能项目投资工作，2024 年新增压缩空气储能备案容量 40 万千瓦（4 小时）。

表 5：公司海上风电及储能电站项目情况

	项目	装机容量	持股比例	状态
海上风电	唐山乐亭菩提岛海上风电项目	30 万千瓦	51.40%	投运
	建投祥云岛上风电项目	25 万千瓦	51.40%	在建
	顺桓祥云岛海上风电项目	25 万千瓦	51.40%	在建
	秦皇岛山海关海上风电项目	50 万千瓦	100%	在建
储能电站	河北丰宁抽水蓄能电站项目	360 万千瓦	20%	投运
	涞源黄花滩抽水蓄能项目	120 万千瓦	-	纳规
	压缩空气储能项目	40 万千瓦/4 小时	-	备案

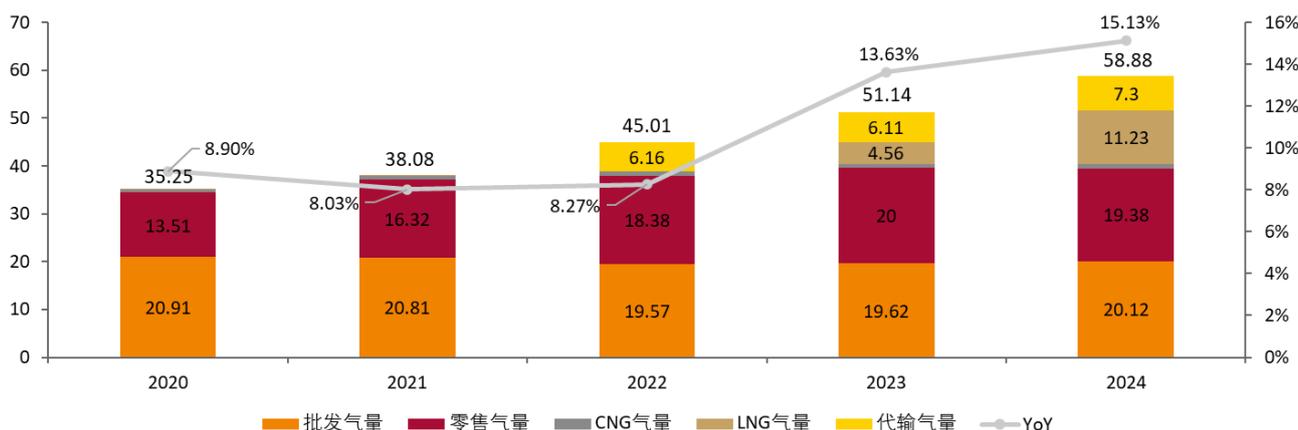
资料来源：Wind，公司官网，公司公告，北极星风力发电网，全国公共资源交易平台，天风证券研究所

3. 天然气：板块短期承压，静待码头二期投产与产能爬坡

3.1. 输/售气量有所下滑，影响板块收入水平

公司目前天然气主要业务处于行业中下游，涉及 LNG 接收站综合运营、天然气长输管线的建设及运营管理、天然气销售等环节。2024 年公司总输/售气量为 58.88 亿立方米，同比增加 15.13%，售气量 51.58 亿立方米，同比增加 14.55%，其中，批发与零售气量较为稳定，增量主要由 LNG 贡献，公司 2024 年完成 LNG 售气量 11.23 亿立方米，同比增加 146.27%。

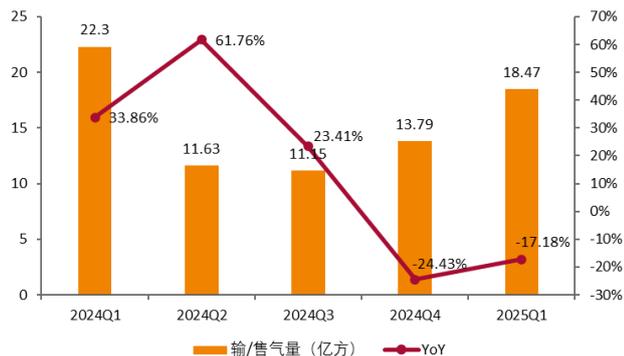
图 18：公司 2020-2024 年输/售气量（亿方）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

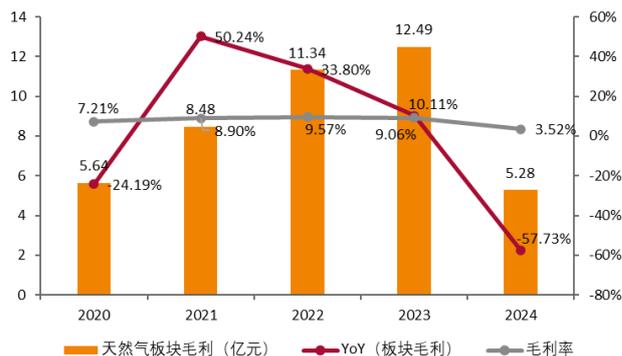
公司输/售气量下滑，板块承压。公司 2024Q4 完成输/售气量 13.79 亿立方米，同比降低 24.43%，气量下滑叠加 LNG 码头折旧增加，导致天然气板块业绩压力增大，2024 年公司天然气板块实现营业收入 150.04 亿元，同比增长 8.84%，营业成本 144.77 亿元，同比增长 15.47%，毛利 5.28 亿元，同比降低 57.73%，对应毛利率 3.52%，同比降低 5.54pct。2025Q1 公司完成输/售气量 18.47 亿立方米，同比降低 17.18%，板块业绩压力仍相对较大。

图 19：公司 2024Q1-2025Q1 分季度输/售气量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：公司 2020-2024 年天然气板块毛利



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. LNG 码头带来增量收入，静待二期投产与产能爬坡

码头一阶段工程已投产，二阶段建设进展顺利。2023 年中，唐山 LNG 项目一阶段接收站工程及配套码头、外输管线顺利投产，截至 2024 年底，二阶段（工艺区第一标段）工程累计完成 20.57%。该项目两阶段拟建成 12 座 20 万方 LNG 储罐、1 座 8-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位、1 座 1-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位及相关配套设施，设计接卸能力达 1000 万吨/年，其规模可观。

2024 年公司完成 LNG 售气量 11.23 亿立方米，折算为液态 LNG 约 80 万吨左右，对比码头设计接卸规模，具有较大的产能增长空间。

表 6：唐山 LNG 项目情况

项目所在地	河北省唐山市曹妃甸港口物流园区
第一阶段	
LNG 储罐	4 座 (20 万方)
LNG 船舶接卸泊位	1 座 (8-26.6 万方)
设计接卸能力	500 万吨/年
第二阶段	
LNG 储罐	8 座 (20 万方)
LNG 船舶接卸泊位	1 座 (1-26.6 万方)
设计接卸能力	500 万吨/年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

LNG 码头负荷率如何提升？

- **上游：**唐山 LNG 项目投产后，公司将具备 LNG 接收、气化加工等能力，从而有效拓宽公司天然气采购渠道，目前公司已与 Qatar Liquefied Gas Company Limited (2) 签订 15 年液化天然气购销合同，年度合同量达 100 万吨，如果未来公司海外长协气继续增加，码头负荷率有望持续提升。

表 7：公司 LNG 购销合同情况

公司名称	Qatar Liquefied Gas Company Limited (2)
合同数量	约 100 万吨/年
合同价格	与国际原油价格指数挂钩
起始日期	2022 年底至 2023 年
供货周期	15 年

资料来源：公司公告，天风证券研究所

- **下游：**一方面，公司不断完善输气网络，持续开拓天然气终端用户市场，2024 年新

增各类用户 75077 户，并实现京邯复线保定站及涿永管线永清站与国家管网陕京管线和安沧管线互联互通，省内资源首次上载“全国一张网”，从而打破管网及地域限制，提升售气规模；另一方面，公司着力开展燃气电厂建设，截至 2024 年底累计燃气核准容量达到 288 万千瓦，未来伴随燃气电厂逐步投产，公司天然气消纳能力有望进一步增强。

图 21：公司天然气业务下游用户数量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：公司燃气电厂项目情况

项目	装机规模	状态
青县 2*480MW 燃气电厂项目	96万千瓦	在建
抚宁 2*480MW 燃气电厂项目	96万千瓦	核准
北戴河新区 2*480MW 燃气电厂项目	96万千瓦	核准
合计	288万千瓦	

资料来源：中国能源招标网，公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们将公司业务分为四部分进行预测，分别为天然气销售、风电（光伏）、其他（接驳及建设燃气管网业务等）、码头接卸业务。

天然气销售业务：参考 2025Q1 公司天然气板块表现，我们对今年输/售气量及板块盈利预测相对保守，2026 年后考虑码头负荷提高，我们预计输/售气量与板块盈利有所修复。

风电（光伏）业务：公司风电（光伏）业务近年来快速扩张，其中风电业务已成为其主要毛利贡献板块。给予上述分析，我们预计未来公司风电（光伏）业务规模将持续扩张。

其他业务：主要包括接驳及建设燃气管网业务等，该板块占公司总体业务比例较低，同时业绩相对稳定，对公司整体业绩影响程度较小。

码头接卸业务：公司 LNG 码头一阶段工程已投产，二阶段正在建设，我们预计未来码头负荷率有望提升，业务规模持续扩张。

表 8：公司核心经营数据展示

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
天然气销售业务					
批发气量（亿立方米）	19.62	20.12	19.12	18.98	18.78
零售气量（亿立方米）	20.00	19.38	18.80	18.97	18.97
CNG/LNG 量（亿立方米）	5.41	12.08	15.00	18.00	25.00
总售气量（亿立方米）	51.14	58.88	58.02	61.06	67.85
YoY	13.64%	15.14%	-1.46%	5.22%	11.14%
风电业务					
装机规模（MW）	629.38	658.74	748.74	848.74	948.74
平均利用小时（h）	2419	2226	2449	2365	2346
发电量（亿千瓦时）	140.81	139.08	155.05	166.56	185.23
YoY	0.36%	-1.23%	11.48%	7.43%	11.21%

资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

结合以上核心经营数据假设，我们预计公司 2025-2027 年预计可实现营业收入 224.07、240.34 和 269.60 亿元，同比分别增加 4.84%、7.26%和 12.17%；可实现归母净利润 25.49、25.16 和 29.90 亿元，同比分别变化+52.40%、-1.27%和+18.81%。

4.2. 估值

考虑到公司天然气与风电(光伏)两大业务板块经营模式、盈利能力及稳定性等差异明显，我们采用分部 PE 估值法对公司进行估值分析。(各业务净利润通过毛利润比例测算)

天然气业务：综合考虑公司天然气业务模式及规模，我们选取新奥能源(2688.HK)、昆仑能源(0135.HK)、华润燃气(1193.HK)作为可比公司。可比公司 2025 年平均 PE 为 10.20 倍，我们给予公司天然气业务板块 2025 年目标 PE 10 倍，对应目标市值 70.30 亿港元。

表 9：可比公司估值表（天然气业务板块）

代码	简称	总市值 (亿港元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
2688.HK	新奥能源	723.99	59.87	71.49	77.13	11.13	9.32	8.64
0135.HK	昆仑能源	729.94	59.60	66.04	70.46	11.27	10.17	9.53
1193.HK	华润燃气	511.40	37.86	42.32	46.82	12.43	11.12	10.05

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：盈利预测来自 Wind 一致预期（截至 2025 年 5 月 23 日）

风电(光伏)业务：综合考虑公司装机规模及项目占比，我们选取龙源电力(0916.HK)、中国电力(2380.HK)、华润电力(0836.HK)作为可比公司。可比公司 2025 年平均 PE 为 7.52 倍，我们给予公司风电(光伏)业务板块 2025 年目标 PE 7.5 倍，对应目标市值 159.46 亿港元。

表 10：可比公司估值表（风电(光伏)业务板块）

代码	简称	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
			2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
0916.HK	龙源电力	556.76	63.79	71.86	76.93	8.03	7.13	6.66
2380.HK	中国电力	389.66	33.64	42.34	48.12	10.66	8.47	7.45
0836.HK	华润电力	1027.13	133.24	135.72	147.08	7.09	6.96	6.42

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：盈利预测来自 Wind 一致预期（截至 2025 年 5 月 23 日）

综上，公司天然气和风电(光伏)两大业务板块对应目标市值分别为 70.30 亿港元和 159.46 亿港元，合计市值为 229.76 亿港元，对应目标价为 5.46 港币/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

5. 风险提示

天然气价格波动：天然气价格影响因素较为复杂，若未来天然气价格出现大幅波动，则可能对公司业绩造成不利影响。

唐山 LNG 项目建设或运营状况不及预期：公司正在推进的唐山 LNG 项目对未来业绩增长及发展影响重大，但未来建设及运营等情况仍存在不确定性，若出现未能按期投产或运营状况不及预期等情况，将可能对公司未来发展产生不利影响。

项目所在地新能源政策变动：公司项目扩展顺利与否受政策影响较大，若项目所在地新能源发电装机量趋严，则可能对公司业务规模扩展造成显著影响。

储备项目推进情况不及预期：公司目前资源储备量丰富，但未来能否顺利推进仍存在不确定性，若出现未能按期核准、开工、投产或开发权被收回等情况，将可能对公司未来发展产生不利影响。

项目所在地电力消纳能力不足：新能源发电项目运营情况受当地电力消纳能力影响程度较高，若未来项目所在地电力消纳能力出现不足，则可能对公司盈利能力造成一定影响。

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com