

公司评级 增持（首次）

报告日期 2025 年 08 月 06 日

基础数据

08 月 05 日收盘价（港元）	4.23
总市值（亿港元）	177.90
总股本（亿股）	42.06

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：李静云

S0190522120001
BUA484
lijingyun@xyzq.com.cn

分析师：蔡屹

S0190518030002
请注意：蔡屹并非香港证券及期货事务监
察委员会的注册持牌人，不可在香港从事
受监管的活动。
cai yi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
请注意：朱理显并非香港证券及期货事务
监察委员会的注册持牌人，不可在香港从
事受监管的活动。
zhulixian@xyzq.com.cn

新天绿色能源(00956.HK)

风+气双轮驱动盈利，高股息凸显投资价值

投资要点：

- **公司概况：风电与天然气双轮驱动，业绩确定性与高股息共筑投资价值。**公司依托控股股东河北建投集团区域资源获取优势，深耕河北省内风电与天然气双主业，其中 2024 年新能源板块贡献净利润占比 73.82%。2024 年，阶段性因素冲击下公司归母净利润同比-24.24%，但分红比例逆势提升至 52.81%；2025 年受益来风改善，叠加减值&折旧压力缓解与 LNG 储罐收益预计兑现，我们认为其全年业绩有望同比+23.7%至 20.69 亿元，50%分红比例下对应 8 月 5 日收盘价股息率可达 6.4%。
- **风电：河北量价优势明显，储备项目丰富保证成长空间。**电量方面，以冀北优质风资源（80 米年均风速>6m/s）为依托，2024 年利用小时较全国高 99 小时（较河北高 175 小时），且当下河北弃风率偏高问题有望随供需双侧改善而得到缓解；电价方面，河北地区电力市场化推进较为稳健，省内绿电电价稳定且保持高位，如 2024 年冀北风电月度成交均价稳定高于标杆电价约 5 分/度，在此支撑下近年上网电价降幅可控，保持每年同比下降仅 10 元/兆瓦时左右。故公司近五年绿电业务 ROE（摊薄）保持在 8.5%以上。公司在手增量项目质地优良，据我们不完全统计包括约 0.5GW 以大代小项目（主要位于张家口地区）与约 2.3GW 海上风电储备。
- **天然气：以管网业务起步，在建 LNG 项目预计年内实现收入释放。**公司已于河北省内初步形成涵盖管输、城燃及 LNG 接收的完整产业链。管网业务方面，收入由管输与城燃构成，稳定性较高，其中管输费由政府以准许收益率核定（现行 0.152 元/方），与资产规模挂钩，而售气购销价差在顺价机制下预计可维持在合理水平。2024 年，公司城燃用户占据省内约 25%市场份额，但受陶瓷、玻璃行业需求疲软下售气量承压，造成子公司河北天然气业绩承压（2024 年净利润同比-47.32%），因省内煤改气深化、燃机投产及公司上载“国家一张网”，后续需求有望修复。LNG 项目方面，一阶段项目因产能爬坡与折旧跃升（同比+6.05 亿元）尚存亏损，2025 年在产能爬升与折旧增加放缓的背景下亏损有望填平。另外，我们预计约 6 亿元左右 LNG 储罐收益有望于年内兑现。
- **投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。**年内来风修复（上半年风电发电量+8.34%），且 136 号文维稳绿电盈利预期，绿电业绩释放具有确定性。叠加年内减值压力减小，LNG 项目年内或将确认 2 座储罐收益，我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 20.69 亿元、21.66 亿元、28.75 亿元，同比+23.7%、+4.7%、+32.7%，对应 2025 年 8 月 5 日收盘价 PE 估值为 7.8x、7.5x、5.6x；若 2025 年公司维持 50%的分红比例，对应股息率为 6.4%。
- **风险提示：**政策不及预期，项目建设进度不及预期，电量电价大幅下降，宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	21,372	20,721	23,789	26,996
同比增长	5.4%	-3.0%	14.8%	13.5%
归母净利润（百万元）	1,672	2,069	2,166	2,875
同比增长	-24.2%	23.7%	4.7%	32.7%
毛利率	19.7%	19.9%	21.7%	23.9%
ROE	7.7%	9.1%	9.0%	11.2%
每股收益（元）	0.40	0.49	0.51	0.68
P/E	9.7	7.8	7.5	5.6

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，PE 以 2025 年 8 月 5 日股价计算。

目录

一、“风电+天然气”双主业，高股息凸显投资价值	4
二、风电：河北量价优势显著，优质在手资源打开成长空间	7
三、天然气：管网规模托底，年内有望确认 LNG 码头储罐收益	12
四、盈利预测及投资建议	16
五、风险提示	18

图目录

图 1、公司发展历程	4
图 2、公司股权结构与主要子公司（截至 2025Q1）	4
图 3、公司风电控股装机规模及增速（万千瓦）	5
图 4、公司电力资产分布（2024A）	5
图 5、公司天然气资产分布（2024A）	5
图 6、公司收入结构（亿元）	6
图 7、公司净利润结构（亿元）	6
图 8、公司营业收入及同比变化（亿元）	6
图 9、公司归母净利润及同比变化（亿元）	6
图 10、公司经营性现金流及同比增速（亿元）	7
图 11、公司资本开支分拆及同比变化（亿元）	7
图 12、公司分红总额及分红比例（亿元）	7
图 13、绿电公司股息率(TTM)对比	7
图 14、公司风电业务利用小时领先全国（小时）	8
图 15、风电龙头企业利用小时对比（小时）	8
图 16、2024 年末至 2025 年初河北省弃风率偏高	9
图 17、公司多数机组在 2021 年前投产（GW）	9
图 18、主要绿电公司新增应收账款情况（亿元）	9
图 19、河北省绿电交易价格（元/兆瓦时）	10
图 20、公司上网电价测算（不含税，元/兆瓦时）	10
图 21、主要绿电公司 ROE（摊薄）对比	11
图 22、公司新增核准装机容量持续扩张（GW）	11
图 23、公司风电项目储备情况（GW）	11
图 24、天然气产业链梳理以及公司业务布局	12
图 25、公司燃气运营管道规模变化（公里）	13
图 26、公司批发与零售合计售气量（亿立方米）	13
图 27、管输业务准许收入分拆	14
图 28、公司管输业务售气收入分拆（亿元）	14
图 29、公司售气均价变化（元/方）	14
图 30、公司天然气购销价格情况（元/立方米）	14
图 31、2024 年全国各省区天然气消费量（亿立方米）	15
图 32、绿电公司 PE-TTM（截至 2025 年 8 月 5 日）	18
图 33、绿电公司 PB-MRQ（截至 2025 年 8 月 5 日）	18

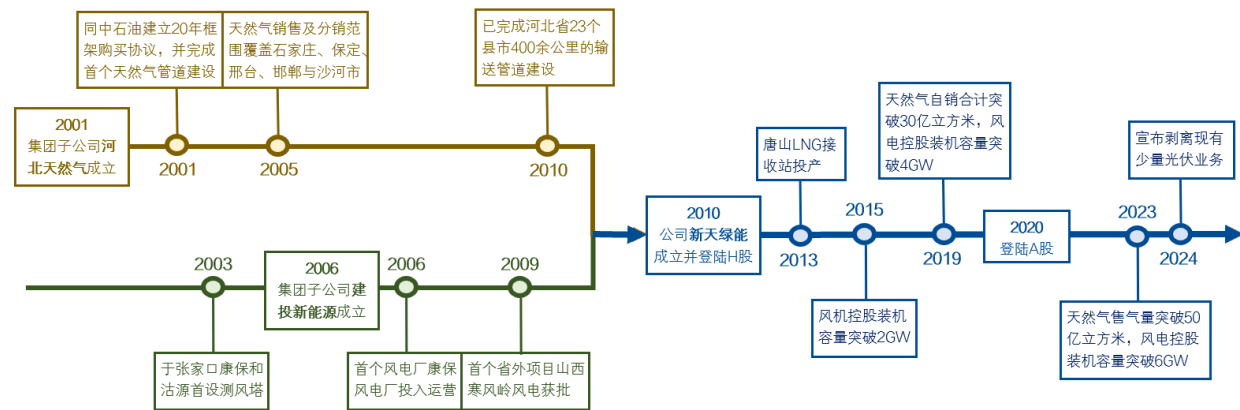
表目录

表 1、	冀北地区相关特高压输电项目建设情况.....	9
表 2、	三北地区 2025 年陆风市场交易政策梳理.....	10
表 3、	公司海风储备项目梳理	12
表 4、	河北天然气公司盈利情况（亿元）.....	13
表 5、	唐山 LNG 项目建设情况.....	16
表 6、	新天绿色能源盈利预测结果.....	17
表 7、	可比公司盈利预测表（亿人民币）（截至 2025 年 8 月 5 日）.....	17

一、“风电+天然气”双主业，高股息凸显投资价值

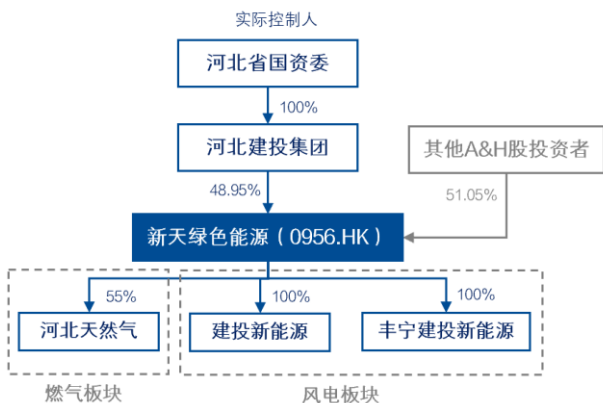
河北建投旗下区域性清洁能源平台，风电与天然气双主业发展。新天绿色能源为河北建投集团旗下清洁能源业务整合平台，于 2010 年吸收集团旗下河北天然气 55% 股权与建投新能源 100% 股权重组成立，构建起以天然气与新能源电力双主线并行的业务架构。依托集团 20 余年业务深耕经验以及省区资源获取优势，截至 2024 年末，公司控股风电装机容量已扩容至 6.59GW（同比+0.29GW），天然气总输/售气量达 58.88 亿立方米（同比+7.74 亿立方米）。

图1、公司发展历程



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图2、公司股权结构与主要子公司（截至 2025Q1）



数据来源：Wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

新能源贡献主要利润，2024 年板块净利润占比 73.82%，天然气业务贡献净利润 23.39%。新能源业务方面，公司风电资产主要位于华省内（截至 2024 年底装机占比 79.53%），其中 2024 年河北省风电上网电量占比达 71.43%，此外公司现存少量光伏资产，后续计划逐步退出。天然气业务方面，公司拥有覆盖河北省各

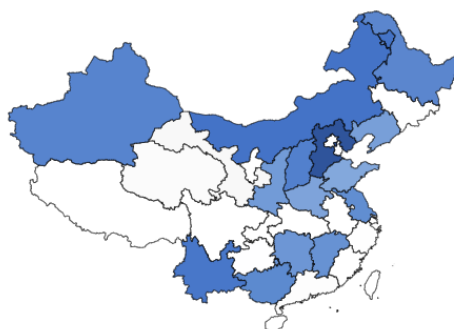
市的管网及城燃资产，另有唐山 LNG 接收站部分投产。从营收结构来看，天然气业务贡献主要收入，2024 年公司天然气板块收入为 150.04 亿元，占比 70.21%，新能源板块收入占比 27.85%；从盈利结构来看，2024 年新能源板块以 58.22% 的毛利率贡献主要利润，板块净利润 14.03 亿元，占比 73.82%（剔除 2.98 亿元资产减值影响后净利润占比 76.69%），而天然气板块全年实现净利润 4.43 亿元，占比 23.29%。

图3、公司风电控股装机规模及增速（万千瓦）



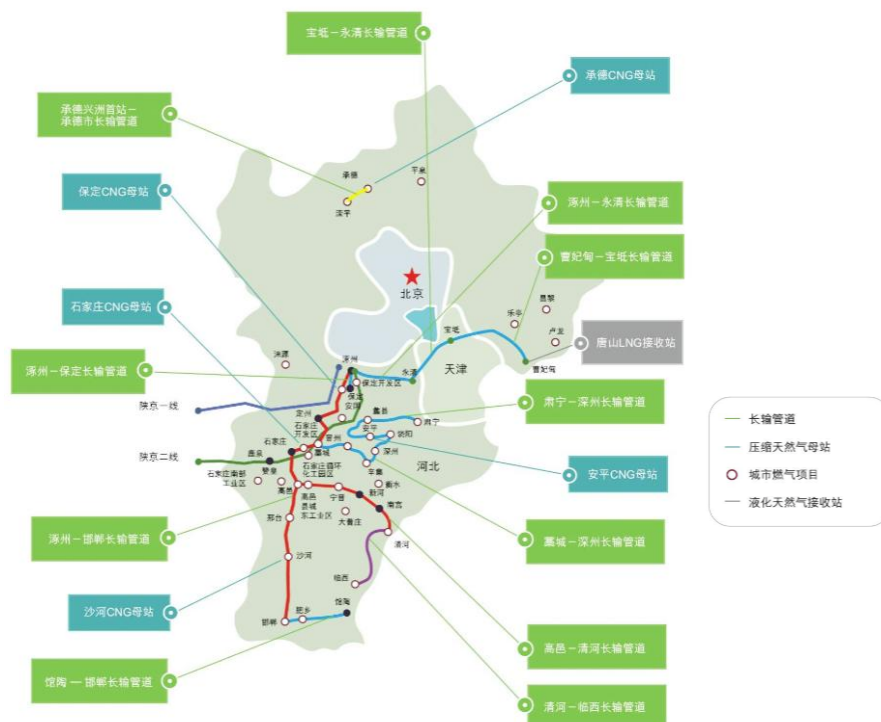
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、公司电力资产分布（2024A）



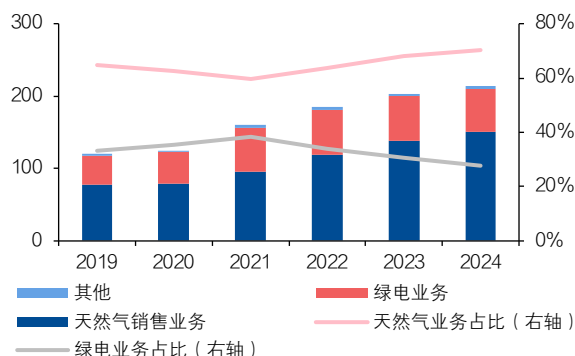
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：资产分布以 2024 年全年风电上网电量计。

图5、公司天然气资产分布（2024A）



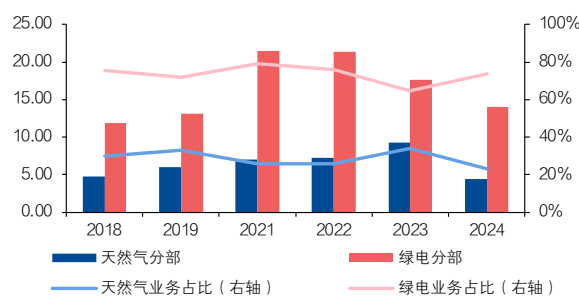
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司收入结构（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司净利润结构（亿元）

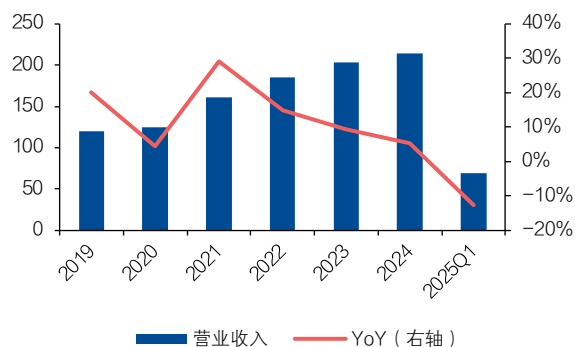


数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2020 年净利润结构未做披露。

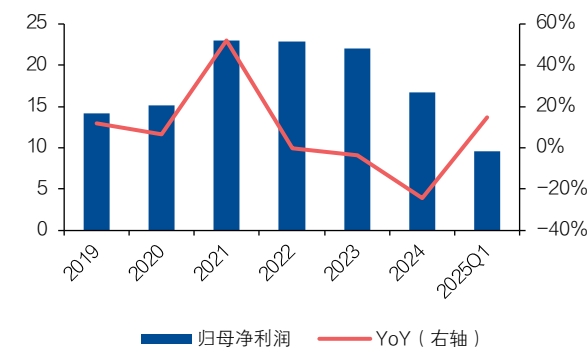
阶段性因素影响下业绩短暂承压，看好 2025 年业绩释放弹性。资产扩张下，公司营收规模自 2019 年的 119.86 亿元增长至 2024 年的 213.72 亿元（CAGR 12.26%），其中 2024 年同比+5.37%。但 2024 年公司业绩阶段性承压，净利润同比-30.50%/-8.34 亿元，其中新能源分部净利润同比-20.50%/-3.62 亿元，为来风不佳利用小时下降、平均上网电价下降以及减值计提（同比+1.83 亿元）共同所致；天然气分部净利润同比-52.31%/-4.85 亿元，为天然气单方毛利下滑以及 LNG 码头部分转固后折旧跃升（同比+6.05 亿元）影响。2025 年来风转好，一季度公司风电发电量同比+10.37%，支撑净利润同比+12.24%、归母净利润同比+14.71%。同时，后续减值有望缩减且折旧边际增速放缓，叠加 LNG 码头二阶段项目投产后 2 座储气罐或将确认收益，我们预计公司 2025 年业绩具备相对明确的释放空间。

图8、公司营业收入及同比变化（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图9、公司归母净利润及同比变化（亿元）

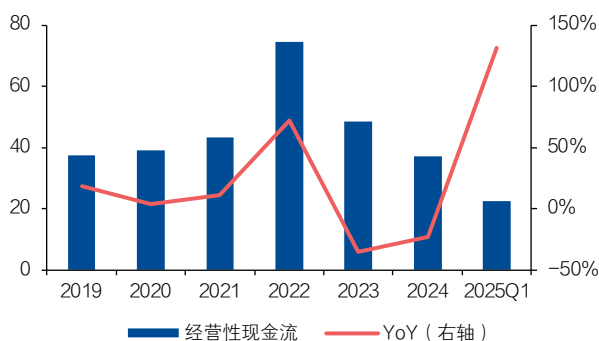


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

经营性现金流修复态势显现，有助于缓解资金压力。2023-2024 年公司经营性现金流受可再生能源补贴回款放缓、售电售气量价下滑等因素影响持续下降，但随着在建项目投产、来风修复且化债背景下补贴回收预计好转，2025 年以来经营性

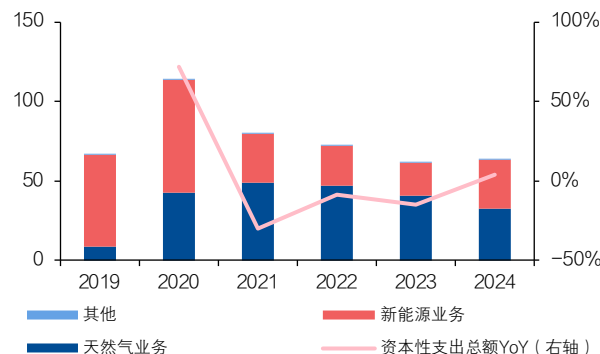
现金流呈现修复态势，其中一季度经营性现金流同比+131.45%至 22.47 亿元。同时，天然气业务资本开支高峰期已过，但风电建设投入呈现上升趋势，资本开支仍存压力。

图10、公司经营性现金流及同比增速（亿元）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

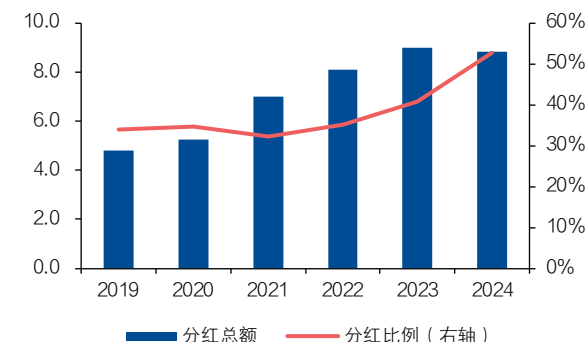
图11、公司资本开支分拆及同比变化（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2024 年分红比例逆势提升，高股息彰显投资价值。尽管 2024 年业绩承压，公司分红比例提升 12.04 pct 至 52.81%，创历史新高。截至 2025 年 8 月 5 日，新天绿色能源以 5.44% 的股息率（TTM）高居 SW 绿电（A+H）第二位。我们预计公司 2025 年归母净利润同比+23.7%至 20.7 亿元，若 2025 年维持 50% 的分红比例，对应同日收盘价的股息率为 6.4%。

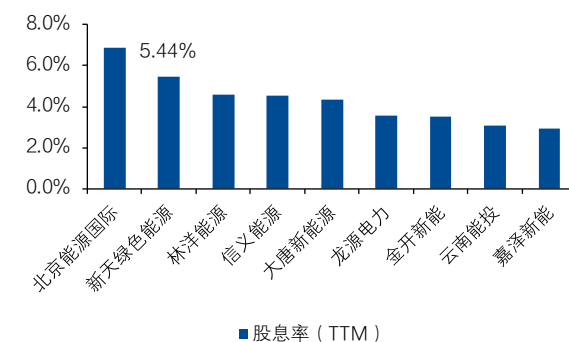
图12、公司分红总额及分红比例（亿元）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：分红比例=年度累计分红总额/归母净利润。

图13、绿电公司股息率(TTM)对比

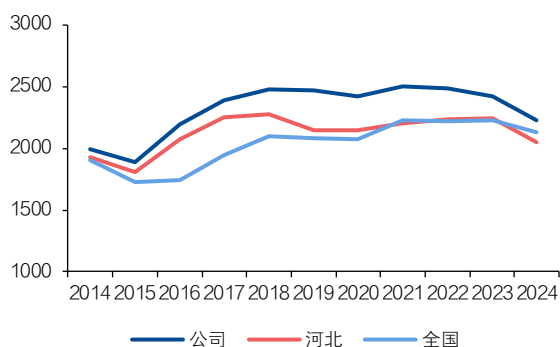


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：收盘日截至 2025 年 8 月 5 日。

二、风电：河北量价优势显著，优质在手资源打开成长空间

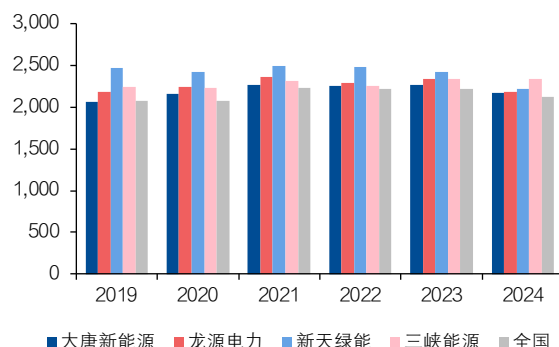
区位优势明显，构筑风电高利用小时壁垒。截至 2024 年，公司位于华北地区的风机容量达 5.24GW，占比 79.53%，机组主要位于冀北 II 类风资源区。受益于冀北清洁能源基地资源优势（80 米年均风速高于 6 米/秒，局部达 9 米/秒），以及京津唐负荷中心绿电需求支撑，公司利用小时领跑同业。2024 年虽因来风偏弱公司风电利用小时同比下降 190 余小时，但仍高于全国均值 99 小时、高于河北省 175 小时，区位优势明显。

图14、公司风电业务利用小时领先全国（小时）



数据来源：公司公告，中国电力知库，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、风电龙头企业利用小时对比（小时）

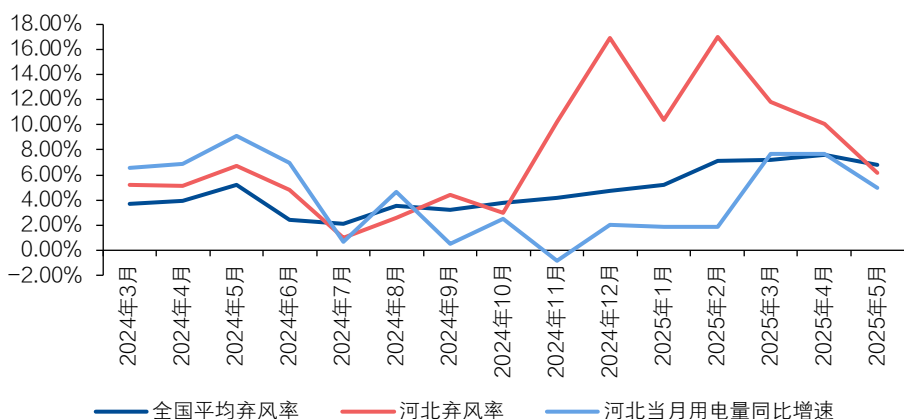


数据来源：各公司公告，中国电力知库，兴业证券经济与金融研究院整理

当地供需或将得到双重优化，绿电消纳困境有望缓解。2025 年前 5 月河北省弃风率 11.2%，同比+4.4 pct，较全国平均水平高 4.4 pct，主要系冀北电网新能源装机快速提升（截至 M6 初占比超 75%）且期内来风较好。

- **供给端：**特高压扩容叠加绿电扩张趋缓，供给格局优化。2024 年 11 月雄安 1000kV 特高压变电站扩建工程投运，变电站容量从 600 万千伏安扩容至 1200 万千伏安，提升张北地区清洁能源外送能力，大同-天津南特高压工程预计于 2027 年 6 月投运，每年促进山西、河北地区 146 亿度绿电电量消纳；同时，绿电市场化进程深化，运营商对于增量项目投资或趋谨慎，预计十五五期间绿电装机增速放缓，电力供给格局有望持续改善。
- **需求端：**下游旺盛需求推动京津冀地区绿电交易规模快速扩张。据华北能监局，2024 年京津冀地区绿电交易规模为 416 亿千瓦时，2025 年前 4 月已达到 634 亿千瓦时。

图16、2024 年末至 2025 年初河北省弃风率偏高



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

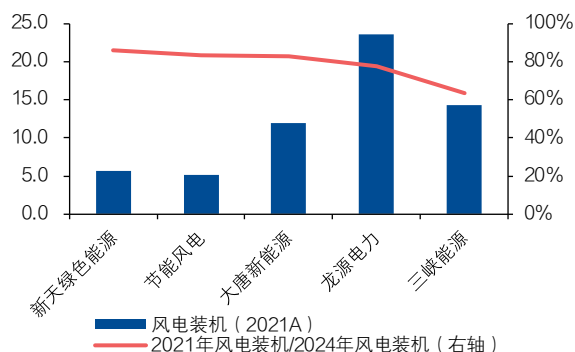
表1、冀北地区相关特高压输电项目建设情况

特高压线路	供端电源	主要受端地区	投运时间
北京西-石家庄 1000 千伏特高压交流输电工程	张家口可再生能源	雄安新区、河北南网	2019 年 6 月
张北-雄安 1000 千伏特高压工程	张家口清洁能源	雄安新区等	2020 年 8 月
雄安 1000 千伏特高压变电站扩建工程	张家口、锡盟清洁能源	京津冀鲁、江苏等	2024 年 11 月
张北-胜利 1000 千伏特高压交流工程	山西、张家口富余电力	京津唐	2024 年 10 月
大同-天津南 1000kV 特高压交流工程			2027 年 6 月

数据来源：政府公告，国家电网，北极星输配电网，CPEM，兴业证券经济与金融研究院整理

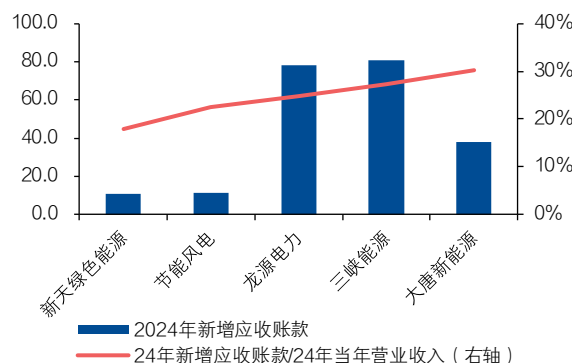
十四五装机审慎扩张，存量风电以补贴项目为主。十四五期间公司风电扩张偏审慎，装机增速减缓，故公司存量风电项目以补贴项目为主。截至 2021 年末公司风电装机容量为 5.67GW，占 2024 年末风机容量（6.59GW）的 86.13%。2024 年公司新增应收账款 10.61 亿元，占期内新能源板块营收 17.83%。

图17、公司多数机组在 2021 年前投产（GW）



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、主要绿电公司新增应收账款情况（亿元）



数据来源：Wind，iFinD，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：新天绿色能源采用新能源板块营业收入。

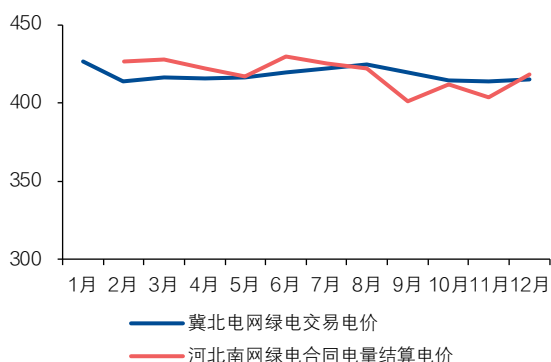
河北绿电交易溢价较高，提高公司电价抗压能力。对比 2025 年电力市场化交易政策，河北电力市场化进程较慢，故陆风交易较三北其他地区更具优势：河北南网仅 30% 电量参与市场化交易，冀北风电则优先参与绿电交易。受益于交易政策护航，河北省绿电溢价持续显现：2024 年冀北风电月度成交均价稳定在 415-425 元/兆瓦时，较燃煤标杆价 364.4 元/兆瓦时产生约 5 分/度的环境溢价；河北南网绿电合同电量成交均价虽波动稍大（400-430 元/兆瓦时区间），总体仍维持高位。故公司近年上网电价降幅保持在每年 10 元/兆瓦时的水平，2024 年上网电价约 432 元/兆瓦时（不含税），同比下降 12 元/兆瓦时，而 2025 年一季度上网电价持平，故公司近年新能源业务 ROE（摊薄）可维持在 8.5% 以上，位于行业前列。

表2、三北地区 2025 年陆风市场交易政策梳理

地区	2025 年陆上风电市场交易政策
冀北	优先参与绿电交易，参与绿电交易项目需放弃补贴。
河北南网	30% 电量入市。
蒙东	带补贴项目优先发电小时数 790 小时，特许权项目、风电供热试点项目 2000 小时。
蒙西	常规项目优先发电小时数 390 小时，特许权风电、低价风电项目 2000 小时。
辽宁	除特殊类型的风电项目外全部入市，带补贴项目保障性利用小时数 1850 小时。
黑龙江	平价项目保障性利用小时数 700 小时，其他电量全部入市。
陕西	光伏扶贫、光伏领跑者项目暂不入市，其他项目优先发电小时数外电量全部入市（2024 年为 520 小时）。
宁夏	优先发电小时数 234 小时，此外电量全部入市。

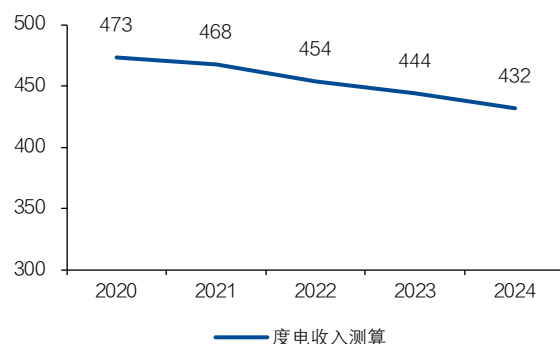
数据来源：智汇光伏，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、河北省绿电交易价格（元/兆瓦时）



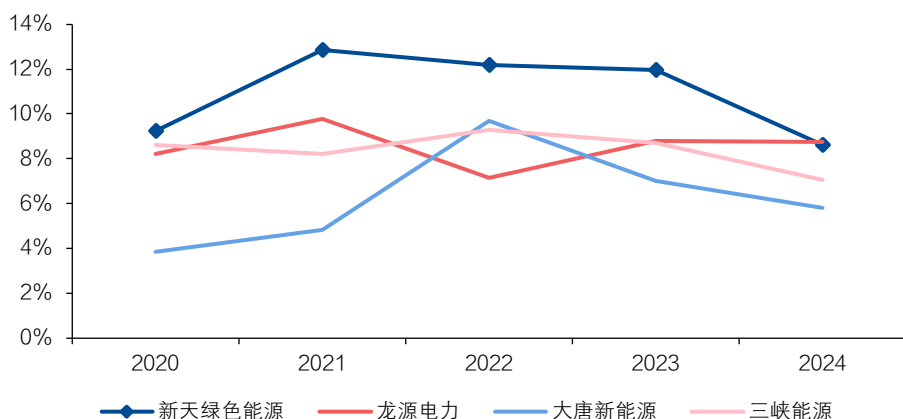
数据来源：爬合科技，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、公司上网电价测算（不含税，元/兆瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：测算电价=绿电业务收入/绿电上网电量。

图21、主要绿电公司 ROE（摊薄）对比

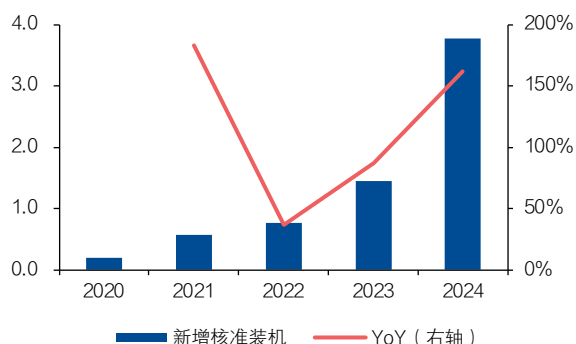


数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：新天绿色能源 ROE 计算采用新能源业务净利润/净资产。

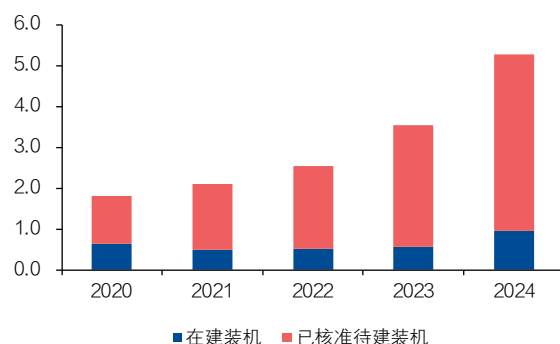
在手项目充足，以大代小+海风项目保障收益。截至 2024 年末，公司在建风电装机 0.96GW、已核准待建 4.31GW，2024 年新增核准 3.78GW，同比+2.34GW，在手项目充足。其中，若以 2010H1 前投产机组计，运行超 15 年的老旧风机装机约 0.58GW，约占 2024 年末风电装机的 8.7%，且约 91%位于冀北张家口，参考 2024 年 10 月并网的康保卧龙山风电场一期增容改造项目，完成改造后机组利用小时可提升约 50%至 2699 小时，提质增效作用显著。此外，河北省海风发展提速背景下，公司储备海风项目约 2.3GW，利用小时均有望超 3000 小时，叠加海风电价较为稳定，海风项目推进有望带来较高收益。

图22、公司新增核准装机容量持续扩张（GW）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、公司风电项目储备情况（GW）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、公司海风储备项目梳理

项目名称	持股比例	装机容量 (MW)	机组类型 (MW)	进度	预计利用小时 (小时)
山海关海上风电一期 500 兆瓦平价示范项目	100%	500	50*8.5	开工	约 3120
唐山顺恒祥云岛 250MW 海上风电项目	36%	250	30*8.5	开工	
建投祥云岛 250MW 海上风电项目	51%	250	30*8.5	开工	约 3200
唐山合恒 300MW 海上风电项目	26%	300	36*8.5	-	
唐山平恒 500MW 海上风电项目	26%	500	单机 8.5MW 以上	-	
秦皇岛国管海域 50 万千瓦海上风电项目	-	500	35*14+1*10	-	约 3882

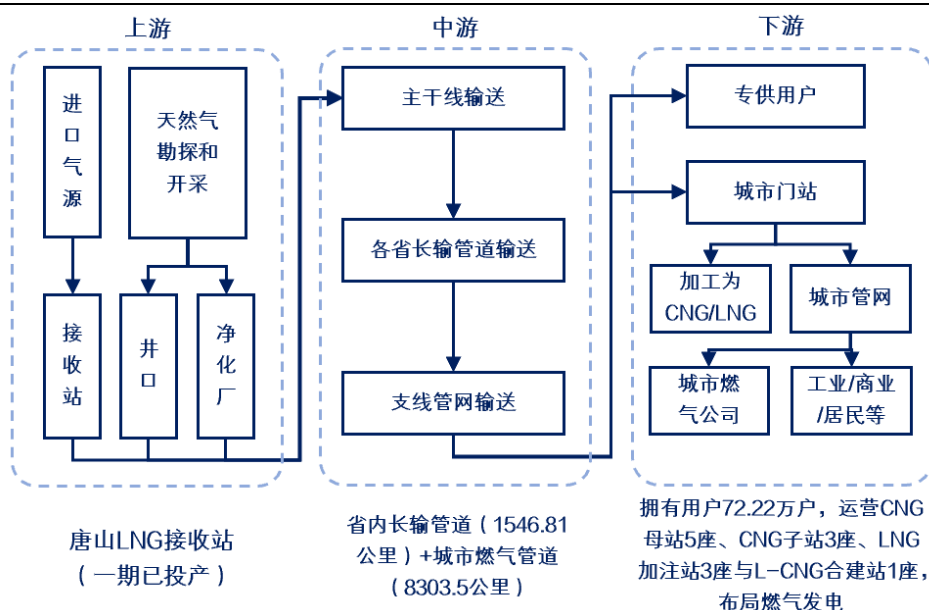
数据来源：公司公告，iFinD，北极星风力发电网，风电头条，国际风电网，采招网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：未开工项目信息根据核准文件、政府规划等信息整理估算，实际机组选型、利用小时等信息可能存在变动。

三、天然气：管网规模托底，年内有望确认 LNG 码头储罐收益

初步打通上中下游产业链，资产规模稳步提升。公司以河北省为核心市场，业务范围已从管输业务延伸至天然气全产业链。截至 2024 年末，运营管道总里程达 9850.31 公里（同比+108.74 公里），包括长输管道 1546.81 公里及城市燃气管网 8303.5 公里，主要位于河北省中南部地区；同时，城燃终端用户规模突破 72.22 万户（同比+11.60%），2024 年售气量占据河北省约 25% 市场份额。此外，公司推进唐山 LNG 接收站建设，目前一期项目已实现投产、二期项目预计近两年有望建成投产；公司燃机项目储备 2.88GW，其中抚宁项目（0.96GW）或于 2026 年投产。

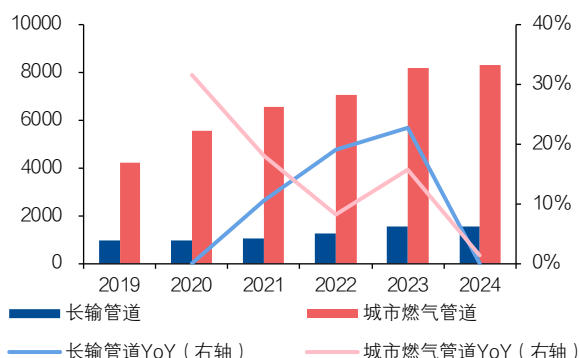
图24、天然气产业链梳理以及公司业务布局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

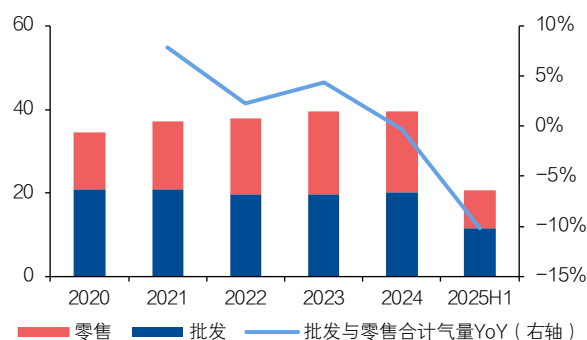
- **管网业务：区域领先优势稳固，管网建设及销气规模持续扩张。**公司管网业务运营主体为子公司河北天然气(公司持股 55%、香港中华煤气持股 43%)，其资产主要布局于河北省中南部地区，具有区域领先优势。受下游需求遇冷影响，2024 年公司批发与零售售气量合计 39.50 亿立方米，同比-0.30%，子公司河北天然气净利润同比-47.32%至 3.39 亿元，ROE 同比-7.07 pct 至 8.62%。

图25、公司燃气运营管道规模变化（公里）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、公司批发与零售合计售气量（亿立方米）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

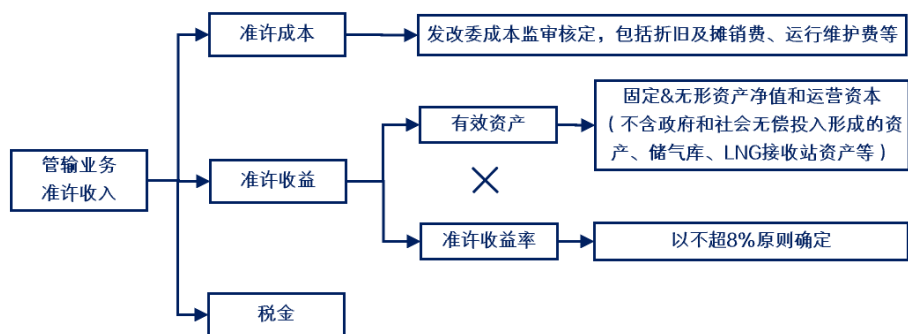
表4、河北天然气公司盈利情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024	趋势
营业收入	97.85	122.02	125.46	118.99	↑
净利润	7.29	8.08	6.43	3.39	↓
经营性现金流	5.28	3.72	5.52	5.23	↑
总资产	111.21	120.15	141.40	147.19	↑
净资产	37.31	40.72	41.01	39.33	↑
ROE（摊薄）	19.55%	19.83%	15.69%	8.62%	↓
ROA（摊薄）	6.56%	6.72%	4.55%	2.30%	↓

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

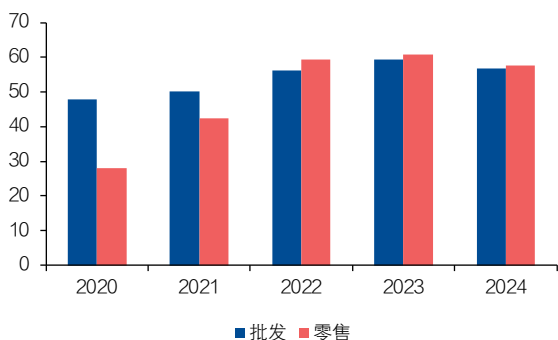
管输费由政府核定叠加售气毛差较稳定，支撑业务盈利稳定性。公司管输业务收入来源分为管输费用与售气毛差两部分。其中，管输费用由政府每三年核定一次，涵盖准许成本、税金以及准许收益，其中准许收益与固定资产规模挂钩，单方气管输价格以准许收益进行折算，因而具有较高的盈利稳定性；2022 年 6 月至 2025 年 6 月管输价格为 0.152 元/立方米（含税），较上一期 -0.069 元/立方米。售气收入方面，公司已基本完成顺价工作，销气价格可与上游购气价格联动，但需当地物价局审批。我们测算 2022 年以来公司购销价差基本维持在 0.35 元/方以上，每年降幅较小，天然气销气业务对上游价格波动敏感性较低，业务利润率较稳定。

图27、管输业务准许收入分拆



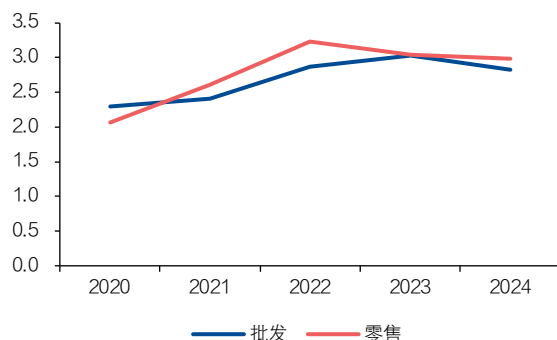
数据来源：河北省发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、公司管输业务售气收入分拆（亿元）



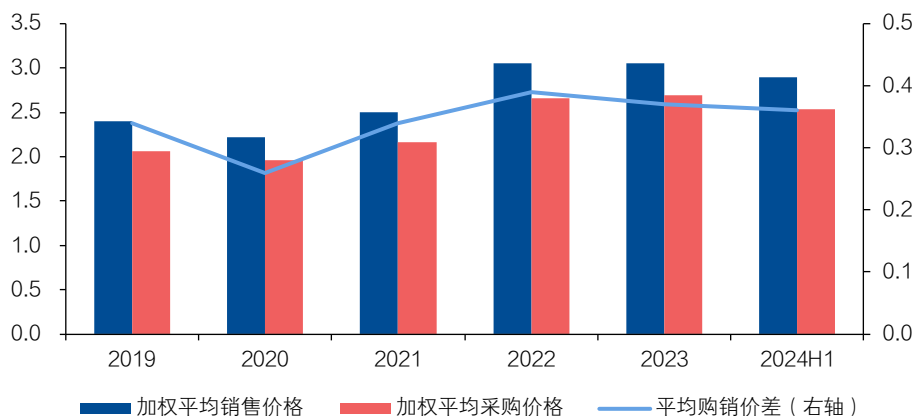
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、公司售气均价变化（元/方）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、公司天然气购销价格情况（元/立方米）



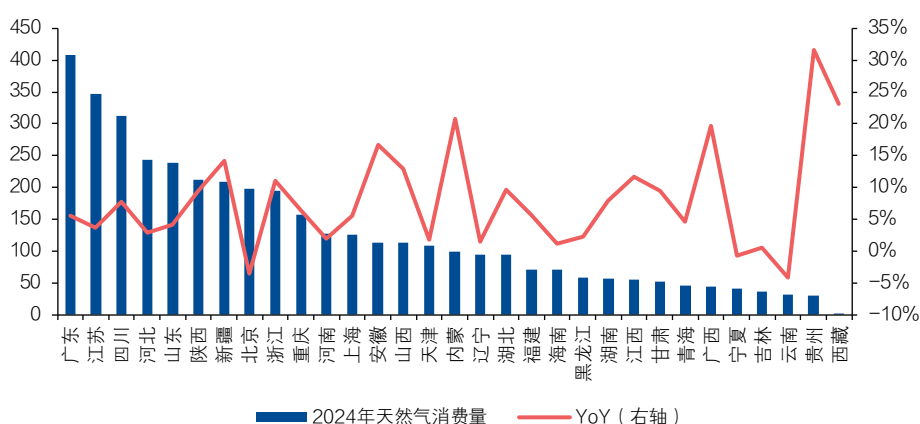
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：包含管输业务（批发与零售）以及 CNG/LNG 售气。

天然气售气量短期承压，关注未来下游需求形势。河北省 2024 年天然气消费量为 242.7 亿立方米，居全国第四位，同比+2.9%，增速处于较低水平，或受陶瓷、玻璃等产业景气度下滑拖累（如据中国建筑卫生陶瓷协会 2024 年

全国陶瓷砖产量下滑 12.18%)。公司主要售端用户为工业用户，2024 年批发与零售合计售气量同比基本持平，2025 年上半年同比-10.17%，或为暖冬等因素影响。未来天然气下游需求有望回暖并趋于稳定：一方面，河北积极承接京津产业转移，2024 年规上工业增加值同比+7.5%，另一方面煤改气进程持续深化及 2027 年前新增投产的约 5GW 燃气机组将带来需求支撑。此外，2024 年公司资源首次上载“全国一张网”，由区域分销转向全国性贸易商，拓展市场空间，天然气业务销气量有望逐步恢复并稳定贡献盈利。

图31、2024 年全国各省区天然气消费量（亿立方米）



数据来源：振邦天然气 LNG 新能源，兴业证券经济与金融研究院整理

- **唐山 LNG 项目：二期项目稳步推进，年内有望确认香港中华煤气储罐收益。**
公司自 2021 年起推动唐山 LNG 项目建设，旨在强化京津唐地区以及河北省能源供应安全保障。项目设计接卸能力 1200 万吨/年，并建设 20 座 20 万立方米 LNG 储罐（其中三个阶段分别规划 4/8/8 座储罐），最大气化外输能力达 1.6 亿立方米/日。

其中，一阶段项目已于 2023 年 6 月实现首船到港，且外输管线也已实现投运。但受产能利用不足、资产转固折旧增加以及管输价格调整影响，2024 年一阶段项目（含工程主体以及配套外输管线）亏损 1.99 亿元；二阶段项目预计于近两年实现投运，香港中华煤气斥资 22 亿元购入 2 座储罐使用权，相关收益或随之确认。展望中长期，随着产能逐步释放，LNG 接收站项目有望充分获取气化服务收益，抬升公司利润中枢。此外，公司卡塔尔能源签署为期 15 年、每年 100 万吨的 LNG 长协，价格与国际原油价格指数挂钩，保障公司气源供应并带来贸易收入。

表5、唐山 LNG 项目建设情况

项目名称	投资额 (亿元)	项目进展	预计投产时间	2024 年已实现 效益 (亿元)
唐山 LNG 项目接收站一阶段工程	31.89	已投运	-	1.55
唐山 LNG 外输管线项目曹宝段	30.44	已投运	-	-2.17
唐山 LNG 外输管线项目宝永段	20.84	已投运	-	-1.37
唐山 LNG 项目#3 码头工程	7.57	已投运	-	-
唐山 LNG 项目二阶段 (1#、2#、5#、6#储罐) 工程	26.1	在建	2025 年 6 月	-
唐山 LNG 项目接收站二阶段 (9#、10#、15#、16# 储罐) 及配套输水工程	31.2	在建	2025 年 12 月	-
唐山 LNG 项目接收站二阶段 (工艺区第一标段)、 三阶段 (11#、17#储罐)	35.94	拟建	2028 年 6 月	-

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **燃机项目：两部制电价支撑收益韧性。**截至 2024 年底，公司累计核准燃机项目 2.88GW，其中抚宁燃机项目 (0.96GW) 已开工建设，如按 18 个月工期计或于 2026 年年中投产，项目预计年发电量 38.4 亿千瓦时，折算利用小时达 4000 小时。项目适用“电量电价+容量电价”的两部制电价机制：电量电价以气电联动机制确定，在气价较大波动时原则上每年调整；容量电价固定为 28 元/千瓦·月 (含税)，2027 年底前河北省 5GW 燃气机组可按“先到先得”获取。成本风险疏导下，燃机项目盈利有望与资产规模挂钩，波动性降低。

四、盈利预测及投资建议

我们在对公司的盈利预测过程中做出如下假设：

- **风力/光伏发电业务：**考虑公司资本开支向风电板块倾斜，我们假设公司 2025-2027 年每年新增风电装机 1GW；同时考虑来风改善、消纳问题缓解以及海风投产拉高平均利用小时数，预计公司机组利用小时数将达到 2290/2350/2360 小时。此外，绿电入市进程加速，但考虑绿证消费政策加码等背景，我们预计公司上网电价仍呈现下降趋势，但降幅缩减，2025-2027 年度电收入分别为 0.429/0.425/0.422 元/千瓦时。
- **天然气业务：**基于当前售气数据，我们预测 2025 年公司总售气量同比-5.7%，但 2026-2027 年在下游需求回暖与资产规模扩张下同比+11.9%、+11.7%；同时，公司的售气价格维稳。
- **接驳及建设燃气管网业务：**假设业务规模扩张速度与公司管网、LNG 接收站建设进度一致，且毛利率保持稳定。

投资建议：首次覆盖给予“增持”评级。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别实现 20.69 亿元、21.66 亿元、28.75 亿元，同比+23.7%、+4.7%、+32.7%，对应 2025 年 8 月 5 日收盘价 PE 估值为 7.8x、7.5x、5.6x；若 2025 年公司维持 50%的分红比例，对应股息率为 6.4%。

表6、新天绿色能源盈利预测结果

	2024A	2025E	2026E	2027E
风力/光伏发电业务				
营业收入：百万元	5952	6314	7388	8356
同比增速	-3.71%	6.08%	17.02%	13.09%
毛利润：百万元	3466	3541	4250	4885
同比增速	-5.69%	2.18%	20.02%	14.93%
毛利率	58.22%	56.09%	57.53%	58.46%
天然气销售业务				
营业收入：百万元	15004	13976	15919	18158
同比增速	8.84%	-6.85%	13.90%	14.06%
毛利润：百万元	528	364	634	1289
同比增速	-57.73%	-31.11%	74.40%	103.30%
毛利率	3.52%	2.60%	3.98%	7.10%
接驳及建设燃气管网业务				
营业收入：百万元	156	171	222	222
同比增速	29.84%	10.00%	30.00%	0.00%
毛利润：百万元	58	63	82	82
同比增速	35.43%	8.79%	30.00%	0.00%
毛利率	37.41%	37.00%	37.00%	37.00%
合计				
营业收入总计：百万元	21372	20721	23789	26996
同比增速	5.38%	-3.05%	14.81%	13.48%
毛利润总计：百万元	4204	4131	5162	6452
同比增速	-17.16%	-1.74%	24.96%	24.98%
归母净利润总计：百万元	1672	2069	2166	2875
同比增速	-24.24%	23.71%	4.69%	32.72%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、可比公司盈利预测表（亿人民币）（截至 2025 年 8 月 5 日）

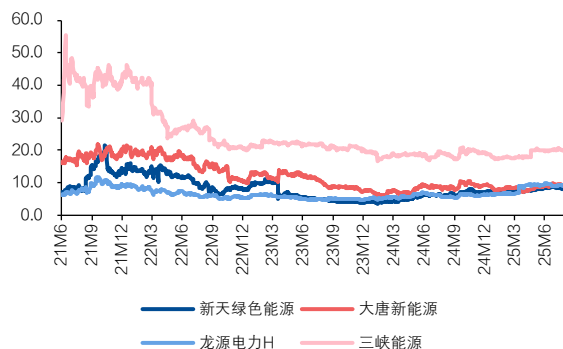
股票代码	公司	总市值	归母净利润				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
港股公司										
0956.HK	新天绿色能源	162	16.7	20.7	21.7	28.7	9.7	7.8	7.5	5.6
1798.HK	大唐新能源	151	19.2	23.9	25.7	27.5	7.9	6.3	5.9	5.5
0916.HK	龙源电力	534	63.5	70.8	74.0	78.3	8.4	7.5	7.2	6.8
A 股公司										
600905.SH	三峡能源	1,235	61.1	71.8	76.4	83.4	20.2	17.2	16.2	14.8

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注 1：大唐新能源、三峡能源盈利预测为 Wind 一致预期；

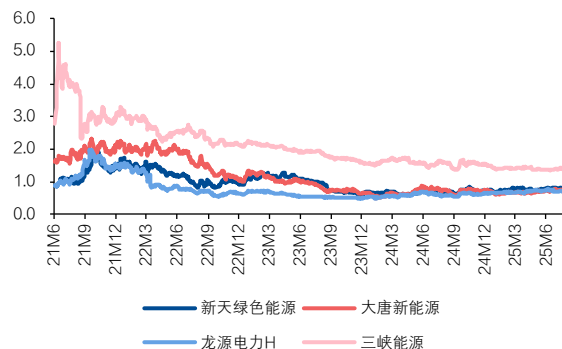
注 2：汇率采取 2025 年 8 月 5 日当日汇率。

图32、绿电公司 PE-TTM (截至 2025 年 8 月 5 日)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图33、绿电公司 PB-MRQ (截至 2025 年 8 月 5 日)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

五、风险提示

- **政策不及预期:** 绿色市场机制建设与天然气气价联动进展不及预期;
- **项目建设进度不及预期:** 公司在建项目规模较大, 若投产进程不及预期, 或影响业绩增长空间;
- **电量电价大幅下降:** 风光大量入市下绿电或面临折价, 影响绿电运营商业绩水平;
- **宏观经济风险:** 若宏观经济增速放缓, 可能抑制电力与天然气需求增长, 并对基建投资节奏以及政策出台等产生连锁影响。

附表
资产负债表

单位：百万人民币

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,056	2,053	2,434	3,711
应收账款及应收票据	7,159	8,090	9,142	10,330
存货	2,163	2,271	2,725	2,452
其他流动资产	2,044	1,980	2,273	2,579
流动资产合计	14,422	14,394	16,574	19,073
固定资产净额	49,809	56,504	59,683	61,068
在建工程	8,405	9,240	8,131	6,826
其他非流动资产	11,381	11,132	11,626	12,159
非流动资产合计	69,595	76,876	79,440	80,053
资产总计	84,016	91,270	96,014	99,126
短期借款	3,939	4,939	5,439	5,449
应付账款及应付票据	541	567	595	625
其他流动负债	18,120	18,900	19,578	20,047
流动负债合计	22,599	24,406	25,612	26,120
长期借款	33,521	37,521	39,521	40,021
其他非流动负债	784	728	692	667
非流动负债合计	34,305	38,248	40,213	40,688
负债合计	56,904	62,654	65,825	66,808
股东权益合计(不含少数股东权益)	21,693	22,831	24,022	25,604
少数股东权益	5,419	5,784	6,167	6,714
股东权益合计	27,113	28,616	30,189	32,318

现金流量表

单位：百万人民币

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,900	2,434	2,548	3,422
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	2,755	3,380	3,843	4,137
营运资金变动及其他	-934	152	306	940
经营活动产生的现金流量净额	3,721	5,966	6,697	8,499
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	-7,525	-10,075	-7,022	-5,522
其他	583	410	529	427
投资活动产生的现金流量净额	-6,942	-9,666	-6,492	-5,095
债务净增	6,258	5,000	2,500	510
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	-2,694	-2,982	-3,154	-3,510
其他	-674	791	831	872
筹资活动产生的现金流量净额	2,890	2,809	177	-2,128
汇率变动影响	-4	0	0	0
现金及现金等价物净增加额	-335	-891	381	1277
现金及现金等价物期初余额	3279	2944	2053	2434
现金及现金等价物期末余额	2944	2053	2434	3711

利润表

单位：百万人民币

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	21,372	20,721	23,789	26,996
营业成本	-17,168	-16,590	-18,627	-20,544
管理费用	-706	-685	-786	-892
财务费用	-1218	-1305	-1433	-1470
投资净收益	148	164	150	164
信用减值损失	-20	-14	-12	-11
资产减值损失	-308	-148	-128	-139
利润总额	2,347	3,005	3,146	4,225
所得税	-446	-571	-598	-803
净利润(含少数股东权益)	1,900	2,434	2,548	3,422
净利润(不含少数股东权益)	1,672	2,069	2,166	2,875

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入同比增速	5.4%	-3.0%	14.8%	13.5%
归母净利润同比增速	-24.2%	23.7%	4.7%	32.7%
盈利能力				
毛利率	19.7%	19.9%	21.7%	23.9%
归母净利率	7.8%	10.0%	9.1%	10.6%
ROE	7.7%	9.1%	9.0%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	67.7%	68.6%	68.6%	67.4%
流动比率	0.64	0.59	0.65	0.73
速动比率	0.45	0.42	0.45	0.54
营运能力				
总资产周转率	0.26	0.24	0.25	0.28
应收账款周转率	0.08	0.06	0.06	0.06
应付账款周转率	0.03	0.03	0.03	0.03
每股指标 (元)				
每股收益	0.40	0.49	0.51	0.68
每股经营现金流	0.88	1.42	1.59	2.02
每股净资产	5.16	5.43	5.71	6.09
估值比率				
P/E	9.7	7.8	7.5	5.6
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6

数据来源：Wind；注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，PE/PB以2025年8月5日股价计算。

分析师声明

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。本人确认并没有在发表报告之前 30 日内交易或买卖该等证券。本人及本人之有联系者并不是任职该等上市公司之高级职员。本人及本人之有联系者并没有持有本报告覆盖之证券之任何权益。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
		推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

兴业证券股份有限公司(“本公司”)在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与武汉光谷产业投资有限公司、郑州城市发展集团有限公司、四川发展融资担保股份有限公司、四川自贡汇东发展股份有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、丹阳投资集团有限公司、凤美国际投资有限公司、国泰君安国际、河南水利投资集团有限公司、厦门象屿集团有限公司、香港象屿投资有限公司、绵阳市投资控股（集团）有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、青岛城乡小区建设融资担保有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、广州开发区投资集团有限公司、拨康视云制药有限公司、商丘新城建设投资集团有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、黄山旅游集团有限公司、山东国惠投资控股集团有限公司、瀚惠国际有限公司、九江市城市发展集团有限公司、九江市工发产业投资有限公司、青岛陆港国际开发建设有限公司、中国飞机租赁、泰州化工新材料产业发展集团有限公司、泰兴市襟江投资有限公司、新琪安集团股份有限公司、烟台市正源投资控股集团有限公司、沂盛(维尔京)国际有限公司、正源国际发展有限公司、天津临港投资发展集团有限公司、天津临港投资控股集团有限公司、中泰国际财务（英属维京群岛）有限公司、中泰金融国际有限公司、中泰证券、广西交通投资集团有限公司、成都银行股份有限公司、成都陆港枢纽投资发展集团有限公司、鲁南（枣庄）经济开发投资有限公司、鲁南发展投资控股(枣庄)集团有限公司、山东沂河控股集团有限公司、泰州鑫泰集团有限公司、泰州国控投资集团有限公司、工商银行、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、国能环保投资集团有限公司、济南能源集团有限公司、江苏立恰实业发展有限公司、咸宁城市发展(集团)有限责任公司、开封市发展投资集团有限公司、景德镇市城市发展集团有限责任公司、博兴县财金投资集团有限公司、焦作市国有资本运营（控股）集团有限公司、临沂城市发展国际有限公司、临沂城市发展集团有限公司、双城(重庆)信用增进股份有限公司、成都天府大港集团有限公司、成都经开产业投资集团有限公司、中国长城资产（国际）控股有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、成都兴锦建设投资集团有限责任公司、贵溪经开控股发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、漳州市交通发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展有限公司、金峰有限公司、越秀房产信托基金、越秀房托资产管理有限公司、福建省晋尚控股集团有限公司、唐山控股发展集团股份有限公司、唐山国际投资(香港)有限公司、淮安开发控股有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、保定国家高新技术产业开发区发展有限公司、河南航空港投资集团有限公司、河南省中豫融资担保有限公司、济源济康科技有限公司、泉州市南翼投资集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、青岛胶州城市发展投资有限公司、青岛蓝谷投资发展集团有限公司、滕州信华投资集团有限公司、晋江市路桥建设开发有限公司、北京银行、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、湖北省联合发展投资集团有限公司、九江银行、江西省信用融资担保集团股份有限公司、萍乡市城市建设投资集团有限公司、岳阳市城市建设投资集团有限公司、沂盛（维尔京）国际有限公司、山东沂蒙产业集团有限公司、嵊州市城市建设投资发展集团有限公司、丽水经济技术开发区实业发展集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、兖矿集团（开曼群岛）有限公司、山东能源集团有限公司、南阳城投控股有限公司、科学城(广州)融资租赁有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、淮安市投资控股集团有限公司、淮北市建设投资集团有限责任公司、稠州国际投资有限公司、江门高新技术工业园有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、徽商银行股份有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、盐城高新区投资集团有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、成都市羊安新城开发建设有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、南京银行、三水国际发展有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、贵溪市发展投资集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳交通控股集团有限公司、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、中原资产管理有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、福清市国有资产营运投资集团有限公司、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、郑州地铁集团有限公司、靖江港口集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、徽

商银行、怀远县新型城镇化建设有限公司、烟台国丰投资控股集团有限公司、济南高新控股集团有限公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、新沂市交通文旅集团有限公司、XD 民生银行、常德财鑫融资担保有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、赣州城市投资控股集团有限责任公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、赤壁城市发展集团有限公司、黄石产投控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、四海国际投资有限公司、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、Wuhan Optics Valley Industrial Investment Co., Ltd.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SICHUAN DEVELOPMENT FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、SICHUAN ZIGONG HUIDONG DEVELOPMENT CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、DANYANG INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Phoenix Charm International Investment Limited、GUOTAI JUNAN I、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、XIMYG CORPORATION、HONGKONG XIANGYU INVESTMENT CO., LIMITED、MIANYANG INVESTMENT HOLDING (GROUP) CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Zhangzhou Jiulongjiang Group Co., Ltd.、QINGDAO URBAN AND RURAL DEVELOPMENT FINANCING AND GUARANTY CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Guangzhou Development District Investment Group Co., Ltd.、Cloudbreak Pharma Inc.、HENAN ZHONGYU CREDIT PROMOTION CO. LTD.、SHANGQIU NEW CITY CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、TAIXING RUNJIA HOLDINGS CO., LTD.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、SHANDONG GUOHUI INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、HANHUI INTERNATIONAL LIMITED、Jiujiang Municipal Development Group Co., Ltd.、Jiujiang Gongfa Industrial Investment Co., Ltd.、QINGDAO LANDPORT INTERNATIONAL DEVELOPMENT CONSTRUCTION CO., LTD.、CALC Bonds Limited、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、CALC、Taizhou Chemical New Materials Industry Development Group Co., Ltd.、TAIXING JINJIANG INVESTMENT CO., LTD.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、Yantai Zhengyuan Investment Holding Group Co., Ltd.、Yisheng (BVI) International Co., Ltd.、Zheng Yuan International Development (BVI) Co., Limited、Shandong Yimeng Industrial Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Development Group Co., Ltd.、Tianjin Lingang Investment Holding Group Co., Ltd.、ZHONGTAI INTERNATIONAL FINANCE (BVI) COMPANY LIMITED、ZHONGTAI FINANCIAL INTERNATIONAL LIMITED、ZHONGTAI SECURITIES、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO., LTD.、FUJIAN JINJIANG CONSTRUCTION INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、BANK OF CHENGDU CO., LTD.、Chengdu Inland Port Hub Investment & Development (Group) Co., Ltd.、Lunan Zaozhuang Economic Development Investment Co Ltd、Lunan Development Investment Holding (Zaozhuang) Group Co., Ltd.、SHANDONG YIHE HOLDING GROUP CO., LTD.、Yixin Innovation Technology Company Limited、Xin Fu (BVI) Co., Limited.、Taizhou Xintai Group Co., Ltd.、Taizhou Guokong Investment Group Co., Ltd.、INDUSTRIAL AND COMMERCIAL BANK OF CHINA、WEIFANG URBAN CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Guoneng Environmental Protection Investment Group Co., Limited、Jinan Energy Group Co., Ltd.、Jiangsu Liqia Industrial Development Co., Ltd.、QINGDAO JIMO DISTRICT URBAN TOURISM DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、Xianning Urban Development (Group) Co., Ltd.、Huangshi Chantou Holding Group Co., Ltd.、Kaifeng Development and Investment Group Co., Ltd.、JINGDEZHEN URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BOXING FINANCIAL INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiaozuo State-owned Capital Operation (Holding) Group Co., Ltd.、Linyi City Development International Co., Limited.、LINYI CITY DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Chengdu-Chongqing Bond Insurance Co., Ltd.、Chengdu Tianfu Dagang Group Co., Ltd.、Chengdu Economic Development Industrial Investment Group Co., Ltd.、China Great Wall International Holdings VI Limited.、China Great Wall AMC (International) Holdings Company Limited.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Chengdu Xingjin Construction Investment Group Co., Ltd.、Guixi Jingkai Holding Development Group Co., Ltd.、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited.、Jiangsu Zenenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Zhangzhou Transportation Development Group Co., Ltd.、SAN SHUI INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Huzhou Wuxing State-Owned Capital Investment Development Co., Ltd.、Moon King Limited.、YUEXIU REIT.、Yuexiu REIT Asset Management Limited.、FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP CO., LTD. (FUJIAN JINSHANG HOLDING GROUP)、Tangshan Holding Development Group Co., LTD.、Tangshan International Investment (Hong Kong) Co., Ltd.、Huai'an Development Holdings Co Ltd.、XIANGYU INVESTMENT (BVI) CO., LTD.、FOSHAN GAOMING CONSTRUCTION INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Baoding National Hi-tech Industry Development Zone Development Co Ltd.、Henan Airport Investment Group Co., Ltd.、Henan Zhongyu Financing Guarantee Co., LTD.、Jiyuan city Jikang technology Co., LTD.、QUANZHOU NANYI INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Zibo City Asset Operation Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、QINGDAO JIAOZHOU URBAN DEVELOPMENT AND INVESTMENT CO., LTD.、BANK OF BEIJING.、XIANGTAN ZHENXIANG STATE-OWNED ASSETS MANAGEMENT INVESTMENT CO., LTD.、HUBEI UNITED DEVELOPMENT INVESTMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF JIUJIANG.、Shengzhou Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LISHUI ECONOMIC AND TECHNOLOGICAL DEVELOPMENT ZONE INDUSTRIAL DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、NANYANG URBAN INVESTMENT HOLDINGS CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) FINANCIAL LEASING CO., LTD.、SCIENCE CITY (GUANGZHOU) INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Jiangmen High-tech Industrial Park Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited.、Huishang Bank Corporation Limited.、Fuzhou Digital Economy Investment Group Co., Ltd.、Hubei Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Xingnong Financing Guarantee Group Co., Ltd.、Chongqing Fengdu Cultural And Tourism Group Co., Ltd.、Chongqing Sanxia Financing Guarantee Group Corporation.、Zhejiang DES (BVI) Co., Ltd.、Hangzhou Fuyang Transportation Development Investment Group Co., Ltd.、JINAN SHIZHONG FINANCE INVESTMENT GROUP CO., LTD.、JIANGSU JIANGYAN ECONOMIC DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BANK OF NANJING.、SAN Shui International Development Co Ltd (BVI).、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co. Ltd.、ANHUI XIHU INVESTMENT HOLDING GROUP CO., LTD.、Huabei City Construction Investment Holding Group Company Limited.、Quzhou Qutong Transportation Investment Development Co., Ltd.、Chengdu Wuhou Industrial Development Investment Management Group Co., Ltd.、Wenzhou Lucheng District State-owned Holding Group Co., Ltd.、Shandong Mingshui Guokai Development Group Co., Ltd.、Mixin International Trading Co., Limited.、Yichang High-tech Investment Development Co., Ltd.、ZHONGYUAN DAYU INTERNATIONAL (BVI) CO., LTD.、ZHONGYUAN ASSET MANAGEMENT CO., LTD.、Chengdu Transportation Investment Group Co., Ltd.、Binzhou Bincheng Economic Development Investment

Company Limited、Fuqing State-owned Assets Operation Investment Group Co., Ltd.、HUISHANG BANK、Huaiyuan County New Urbanization Construction Co., Ltd.、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD.、YANTAI GUOFENG INVESTMENT HOLDINGS GROUP CO., LTD.、JINAN HI-TECH HOLDING GROUP CO., LTD.、Luoyang Guosheng Investment Holding Group Co., Ltd.、CHINA MINSHENG BANKING、CHANGDE CAIXIN FINANCING GUARANTEE CO., LTD.、HUNAN RUIXIN INDUSTRIAL OPERATION MANAGEMENT CO., LTD.、Ganzhou Urban Investment Holding Group Co., Ltd.、BANK OF JIANGSU、Fujian Jinjiang Construction Investment Holding Group Co., Ltd. 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律法规或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料,本公司未有参阅有关网站,也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的,纯粹为了收件人的方便及参考,连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或兴证国际证券有限公司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信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编:200135

邮箱:research@xyzq.com.cn

深圳

地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编:518035

邮箱:research@xyzq.com.cn

北京

地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元

邮编:100020

邮箱:research@xyzq.com.cn

香港(兴证国际)

地址:香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

邮编:518035

邮箱:ir@xyzq.com.hk