

香港股市 | 新能源 | 风电及天然气

新天绿色能源 (956 HK)

运营表现令人满意

8 月风电发电量同比增长 20.7%

近日公司公布 2025 年 8 月运营数字，其中风电业务表现理想，发电量同比上升 20.7%至 748 吉瓦时，同比增幅高于 7 月的 6.4%及 25Q2 的 7.0%。我们保守预计 FY25 全年风电发电量同比上升 7.4%至 14,934 吉瓦时(见图表 2)。

唐山 LNG 项目建设进度理想

8 月天然气总销量同比下跌 17.7%至 287 百万立方米，其中零售气量同比增长 3.5%至 84 百万立方米，但批发气量及 CNG/LNG 销量分别同比下跌 15.6%及 24.7%至 124 及 78 百万立方米。总销量变化差于 7 月的 11.8%同比上升及 25Q2 的 13.3%同比下降。

虽然如此，唐山 LNG 项目建设进度理想，料助力 FY25-26 全年天然气总销量增长。截至 2025 年 6 月 30 日，项目二阶段 9 号、10 号、15 号、16 号储罐已完成机械完工验收，温海水利用工程也完成竣工验收。项目接收站二阶段（工艺区第一标段）则累计完成 46.7%。另外项目三阶段 11 号、17 号储罐工程累计完成 35.1%。

我们预计 FY25 全年天然气总销量同比上升 1.0%至 5,211 吉瓦时百万立方米(见图表 2)。

近月新能源电价补贴回款加快

截至 2025 年 6 月 30 日，公司新能源电价补贴应收额为 74.2 亿元(人民币，下同)。上半年回款仅数千万元，但是近月回款加快。2025 年 1-8 月累计补贴回款约 16 亿元，远高于 2024 年同期的 4.9 亿元。

维持“增持”评级

我们更新 FY24 现金流数字，因此技术性轻微调整 FY25-26 股东净利润预测(见图表 3)，并新增 FY27 预测。基于港股风险溢价低于年初，叠加近月新能源电价补贴回款加快，我们将 H 股目标价由 4.20 港元上调至 5.00 港元，对应 8.0 倍 FY26 目标市盈率及 12.7%上行空间。我们维持“增持”评级。

风险提示：(一)应收账款风险、(二)并网电价大幅下跌、(三)天然气成本上涨。

主要财务数据 (人民币百万元) (更新于 2025 年 9 月 12 日)

年结:12 月 31 日	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年
	实际	实际	预测	预测	预测
收入	20,282	21,372	25,300	27,780	30,170
增长率 (%)	9.3	5.4	18.4	9.8	8.6
股东净利润	2,207	1,672	2,176	2,611	2,927
增长率 (%)	(3.7)	(24.2)	30.1	20.0	12.1
每股盈利 (人民币)	0.51	0.40	0.51	0.58	0.65
市盈率 (倍)	7.9	10.3	7.9	7.1	6.3
每股股息 (人民币)	0.21	0.21	0.27	0.30	0.34
股息率 (%)	5.2	5.1	6.6	7.3	8.3
每股净资产 (人民币)	5.22	5.16	4.98	5.18	5.43
市净率 (倍)	0.78	0.79	0.82	0.79	0.75

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：增持

目标价：5.00 港元

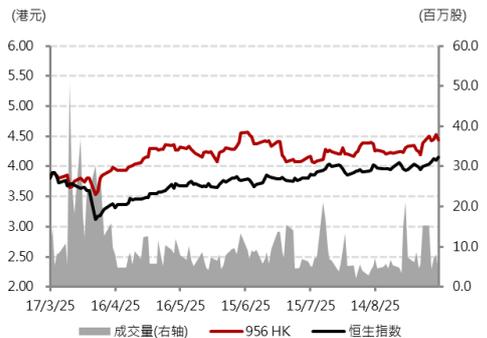
股票资料 (更新至 2025 年 9 月 12 日)

现价	4.44 港元
总市值	28,981.19 百万港元
流通股比例(H 股)	73.96%
已发行总股本(H 股)	1,839.00 百万
52 周价格区间	2.98-4.60 港元
3 个月日均成交额	54.92 百万港元

主要股东 河北建投 (占 48.95%)

来源：彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

相关报告

20250401 - 新天绿色能源(956 HK) 更新报告：去年略遇挑战，今年力求提升

20241101 - 新天绿色能源(956 HK) 更新报告：24Q3 业绩符合预期

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：FY25 中期业绩回顾

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	2024 年 上半年	2025 年 上半年	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	12,137	10,904	(10.2)	
- 其中:-				
- 天然气	8,876	7,488	(15.6)	天然气销量同比下跌 14.6%至 25.8 亿立方米
- 新能源	3,256	3,411	4.7	(一)风力发电量同比上升 8.3%至 8,065 吉瓦时, 平均利用小时同比上升 1.9%至 1,235 小时; (二)风电可利用率同比下跌 0.4 个百分点至 97.6%; (三)新能源平均上网电价同比下跌 4.5%至 0.42 元/千瓦时
营业成本	(9,454)	(8,348)	(11.7)	
毛利	2,683	2,556	(4.7)	整体毛利率同比上升, 虽然天然气毛利率同比下跌
- 其中:-				
- 天然气	632	443	(29.8)	
- 新能源	2,049	2,110	3.0	
税金及附加	(55)	(45)	(18.3)	
销售及管理费用	(302)	(289)	(4.4)	开支占比由 2.5%上升至 2.6%
研发费用	(161)	(143)	(10.8)	
财务费用	(614)	(539)	(12.2)	
投资及其他收益	507	533	5.2	
其他费用	(13)	(40)	216.4	
经营利润	2,045	2,033	(0.6)	
营业外净收入	(1)	12	不适用	
税前利润	2,045	2,045	0.0	
所得税	(363)	(404)	11.3	实际利得税率由 17.8%上升至 19.8%
税后利润	1,682	1,641	(2.4)	
- 其中:-				
- 天然气	449	321	(28.5)	气销量及毛利率皆下跌
- 新能源	1,164	1,247	7.2	
少数股东权益	(252)	(229)	(9.1)	
股东净利润	1,430	1,412	(1.2)	
每股盈利(人民币)	0.34	0.34	0.0	
每股股息(人民币)	0.00	0.00	不适用	
利润率 (%)			变动 (百分点)	
毛利率	22.1	23.4	1.3	
- 其中:-				
- 天然气	7.1	5.9	-1.2	
- 新能源	62.9	61.9	-1.1	
经营利润率	16.9	18.6	1.8	
税后利润率	13.9	15.1	1.2	
- 其中:-				
- 天然气	5.1	4.3	-0.8	
- 新能源	35.7	36.6	0.8	
股东净利润率	11.8	12.9	1.2	

来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 2：主要运营假设

年结: 12 月 31 日	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
风电发电量 (吉瓦时)	14,081	13,908	14,934	15,624	16,142
- 同比增长 (%)	0.4	(1.2)	7.4	4.6	3.3
天然气销售量 (百万立方米)	4,503	5,158	5,211	5,503	5,876
- 同比增长 (%)	15.9	14.5	1.0	5.6	6.8

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

图表 3：盈利预测调整

年结: 12 月 31 日 (人民币百万元)	旧预测		新预测		变动 (新/旧) (%)	
	2025 年 预测	2026 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	26,510	29,101	25,300	27,780	(4.6)	(4.5)
经营利润	3,069	3,665	3,046	3,655	(0.8)	(0.3)
股东净利润	2,193	2,618	2,176	2,611	(0.8)	(0.3)
每股盈利 (人民币)	0.52	0.62	0.51	0.58	(1.1)	(7.2)
每股股息(人民币)	0.28	0.33	0.27	0.30	(3.6)	(9.1)
利润率 (%)					变动 (新/旧) (百分点)	
经营利润率	11.6	12.6	12.0	13.2	0.5	0.6
股东净利润率	8.3	9.0	8.6	9.4	0.3	0.4

来源：中泰国际研究部预测

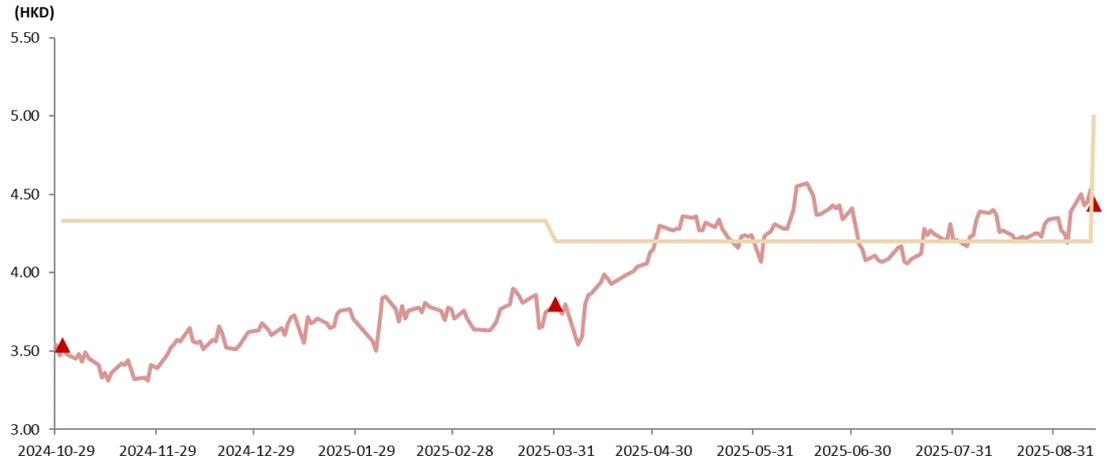
图表 4: 财务摘要(年结: 12 月 31 日; 人民币百万元) (按中国会计准则编制)

损益表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	现金流量表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
收入	20,282	21,372	25,300	27,780	30,170	经营活动现金流	4,852	3,721	6,841	7,814	6,276
营业成本	(15,206)	(17,168)	(20,389)	(22,498)	(24,594)	投资活动现金流	(6,416)	(6,942)	(7,224)	(7,335)	(7,492)
税金及附加	(82)	(89)	(101)	(111)	(121)	资本性支出净额	(6,557)	(7,507)	(7,371)	(7,485)	(7,645)
销售及管理费用	(714)	(712)	(821)	(868)	(912)	其它	141	565	147	150	153
研发费用	(372)	(377)	(430)	(444)	(453)	融资活动现金流	(2,310)	2,890	566	(121)	79
财务费用	(1,066)	(1,218)	(1,176)	(1,037)	(951)	股本变动	0	1,380	0	0	0
其他收益	290	710	478	615	747	净债务变动	552	6,258	(2,828)	607	(393)
投资收益	366	148	328	351	327	其它	(2,862)	(4,748)	3,393	(729)	471
其他费用	(135)	(328)	(142)	(133)	(114)	汇率变动	(12)	(4)	0	0	0
经营利润	3,362	2,339	3,046	3,655	4,098	净现金流	(3,886)	(335)	182	358	(1,138)
营业外净收入	6	7	8	8	8						
税前利润	3,368	2,347	3,053	3,663	4,106						
所得税	(634)	(446)	(580)	(696)	(780)						
税后利润	2,734	1,900	2,473	2,967	3,326						
少数股东权益	(527)	(228)	(297)	(356)	(399)						
股东净利润	2,207	1,672	2,176	2,611	2,927						
息税折旧摊销前利润	8,332	6,639	7,861	9,045	10,303						
息税前利润	4,435	3,564	4,229	4,699	5,057						
每股盈利(人民币)	0.51	0.40	0.51	0.58	0.65						
每股股息(人民币)	0.21	0.21	0.27	0.30	0.34						
资产负债表	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测	主要财务指标	2023 年 实际	2024 年 实际	2025 年 预测	2026 年 预测	2027 年 预测
总资产	79,017	84,016	87,407	89,179	89,029	增长率(%)					
流动资产	12,955	14,422	17,057	18,591	18,727	收入	9.3	5.4	18.4	9.8	8.6
现金及银行存款	3,420	3,056	3,126	3,484	2,346	经营利润	2.3	(30.4)	30.2	20.0	12.1
应收账款及应收票据	6,218	7,152	8,855	9,723	10,559	息税折旧摊销前利润	5.4	(2.6)	18.4	15.1	13.9
预付、按金及其他应收账	1,206	1,290	1,594	1,750	1,901	息税前利润	(1.0)	(19.6)	18.7	11.1	7.6
存货	968	2,163	2,530	2,778	3,017	股东净利润	(3.7)	(24.2)	30.1	20.0	12.1
其它流动资产	1,143	761	952	856	904	每股盈利	(4.1)	(23.1)	30.0	11.8	12.1
非流动资产	66,062	69,595	70,350	70,588	70,302	利润率(%)					
固定资产及在建工程	55,333	58,214	59,066	59,478	59,376	经营利润率	16.6	10.9	12.0	13.2	13.6
无形资产	3,034	3,562	3,384	3,215	3,054	息税折旧摊销前利润	41.1	31.1	31.1	32.6	34.1
使用权资产	1,462	1,117	977	872	773	息税前利润率	21.9	16.7	16.7	16.9	16.8
股权及其他权益投资	3,812	3,892	3,970	4,050	4,131	股东净利润率	10.9	7.8	8.6	9.4	9.7
其它非流动资产	2,421	2,809	2,953	2,974	2,969	净负债率(%)	169.5	198.7	182.8	175.0	170.9
总负债	52,276	56,904	59,196	59,721	58,046	其他(%)					
流动负债	18,693	22,599	21,741	22,291	20,091	实际税率	18.8	19.0	19.0	19.0	19.0
短期借款	2,411	3,939	5,800	6,000	5,200	派息比率	41.9	53.1	52.5	52.1	52.7
一年内到期的长期借款	5,561	8,689	2,093	2,093	2,093	已动资本回报率	3.7	2.7	3.3	3.9	4.2
应付票据	3	3	13	13	13	平均净资产收益率	16.4	7.7	9.9	11.4	12.2
其它流动负债	10,719	9,968	13,835	14,185	12,785	平均资产收益率	2.8	2.1	2.5	3.0	3.3
非流动负债	33,583	34,305	37,455	37,430	37,955	利息覆盖倍数(倍)	4.2	2.9	3.6	4.5	5.3
长期借款	30,693	33,521	35,428	35,835	36,242						
应付债券	1,840	0	920	460	690						
其它非流动负债	1,049	784	1,107	1,135	1,023						
权益总额	26,741	27,113	28,212	29,458	30,983						
股东权益	21,877	21,693	22,496	23,386	24,512						
少数股东权益	4,864	5,419	5,716	6,072	6,471						
权益及负债总额	79,017	84,016	87,407	89,179	89,029						
净现金/(负债)	(37,088)	(43,095)	(41,127)	(40,917)	(41,892)						

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

新天绿色能源(956 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2024/10/31	HK\$3.54	买入 (维持)	HK\$4.33
2	2025/3/31	HK\$3.80	增持 (下调)	HK\$4.20
3	2025/9/12	HK\$4.44	增持 (维持)	HK\$5.00

来源: 彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级:

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805