

买入

风电业务稳健增长，关注天然气需求改善

新天绿色能源 (0956.HK)

2025-10-6 星期一

【投资要点】

目标价: 5.28 港元

现价: 4.25 港元

预计升幅: 24%

重要数据

日期	2025-10-3
收盘价(港元)	4.25
总股本(亿股)	42.06
总市值(亿港元)	278
净资产(亿元)	298
总资产(亿元)	883
52周高低(港元)	4.60/3.12
每股净资产(元)	5.29

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

河北建设投资集团有限责任公司
(48.95%)

相关报告

更新报告- 20240522

更新报告- 20230615/20230908

更新报告-20220520/20220901

更新报告-20210610/20210915

更新报告-20201228/20210510

更新报告-20200828/20201123

更新报告- 20240522/20241111

➤ 天然气盈利短期承压，关注采暖季及工业需求改善

2025 年上半年，公司实现营业收入 109.04 亿元，同比下降 10.16%，实现净利润 16.41 亿元，同比下降 2.41%。其中风电及光伏板块实现净利润 12.81 亿元，同比增加 6.75%，天然气业务板块实现净利润 3.21 亿元，同比下降 28.51%。公司天然气业务盈利下降主要受暖冬及工业需求偏弱带来销气量下降影响。2025 年 1-8 月公司天然气零售气量 31.91 亿立方米，同比下降 12.76%，其中零售气量 10.93 亿立方米，同比下降 17.98%。天然气盈利短期承压，后续关注采暖季气温回归正常以及工业需求改善带来销气量回升。

➤ 向母公司溢价定增 H 股，用于风电和燃气项目建设

2025 年 8 月 27 日，公司与控股股东河北建设订立股份认购协议，拟向其发行 3.07 亿股新 H 股，认购价为每股 4.93 港元，总代价为 15.14 亿港元，募集资金主要用于公司风电及燃气项目建设，认购价较公告日前最后一个交易日收市价 4.23 港元溢价约 16.55%，溢价定增显示大股东对公司的大力支持，预期 2025 年 10 月 24 日股东会决议通过后将完成 H 股定增。

➤ 风电业务稳健增长，2025-2027 年每年新增 1GW 装机

截至 2025 年 6 月底，公司累计核准未开工项目容量 4,591.93 兆瓦。2025-2027 年维持年均 1GW 新增风电装机并严控投资回报率(资本金回报率不低于 10%)；公司将年初资本开支计划 170 亿元向下整至 80-90 亿元(上半年已完成 30 亿元，下半年计划 50-60 亿元)；截至 6 月底公司应收账款补贴欠款余额超过 70 多亿，因此，资本开支下降加上近期补贴回款提速，预计公司全年现金流将显著改善。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 5.28 港元/股

公司剥离光伏聚焦风电业务，未来盈利回报更加稳健。近期受国补发放提速提振，预期未来行业现金流改善，将有利行业估值提升。我们提高公司目标价至 5.28 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 8.7 倍和 8 倍 PE，目标价较现价有 24% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	20,282	21,372	23,509	26,566	30,285
变动(%)	9.3%	5.4%	10.0%	13.0%	14.0%
归属股东净利润	2,207	1,672	2,413	2,708	3,064
变动(%)	-3.8%	-24.2%	44.3%	12.2%	13.2%
基本每股盈利(元)	0.51	0.40	0.55	0.60	0.68
市盈率@4.25 港元(倍)	7.6	9.7	7.0	6.5	5.7
每股股息(元)	0.21	0.21	0.21	0.23	0.26
股息现价比率(%)	5.5%	5.4%	5.4%	5.9%	6.7%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 天然气盈利短期承压，关注采暖季及工业需求改善

2025 年上半年，公司实现营业收入 109.04 亿元，同比下降 10.16%，实现净利润 16.41 亿元，同比下降 2.41%。其中风电及光伏板块实现净利润 12.81 亿元，同比增加 6.75%，天然气业务板块实现净利润 3.21 亿元，同比下降 28.51%。公司天然气业务盈利下降主要受暖冬及工业需求偏弱带来销气量下降影响。

2025 年 1-8 月公司天然气零售气量 31.91 亿立方米，同比下降 12.76%，其中零售气量 10.93 亿立方米，同比下降 17.98%。天然气盈利短期承压，后续关注采暖季气温回归正常以及工业需求改善带来销气量回升。

➤ 向母公司溢价定增 H 股，用于风电和燃气项目建设

2025 年 8 月 27 日，公司与控股股东河北建设订立股份认购协议，拟向其发行 3.07 亿股新 H 股，认购价为每股 4.93 港元，总代价为 15.14 亿港元，募集资金主要用于公司风电及燃气项目建设，认购价较公告日前最后一个交易日收市价 4.23 港元溢价约 16.55%，溢价定增显示大股东对公司的大力支持，预期 2025 年 10 月 24 日股东会决议通过后将完成 H 股定增。

➤ 风电业务稳健增长，2025-2027 年每年新增 1GW 装机

截至 2025 年 6 月底，公司累计核准未开工项目容量 4,591.93 兆瓦。2025-2027 年维持年均 1GW 新增风电装机并严控投资回报率(资本金回报率不低于 10%)；公司将年初资本开支计划 170 亿元向下整至 80-90 亿元（上半年已完成 30 亿元，下半年计划 50-60 亿元）；截至 6 月底公司应收账款补贴欠款余额超过 70 多亿，因此，资本开支下降加上近期补贴回款提速，预计公司全年现金流将显著改善。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 5.28 港元/股

公司剥离光伏聚焦风电业务，未来盈利回报更加稳健。

近期受国补发放提速提振，预期未来行业现金流改善，将有利行业估值提升。

我们提高公司目标价至 5.28 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 8.7 倍和 8 倍 PE，目标价较现价有 24%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20251003)

代码	电力行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
2380.HK	中国电力	HKD	3.27	405	9.7	9.2	8.2	7.1	0.7	0.8	0.7	0.7
0836.HK	华润电力	HKD	18.02	933	6.5	6.7	6.4	6.1	0.9	0.8	0.8	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	3.03	130	6.8	0.0	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0
0182.HK	协合新能源	HKD	0.40	32	3.6	3.9	3.0	2.8	0.3	0.3	0.3	0.3
0916.HK	龙源电力	HKD	8.39	1,245	10.1	9.7	8.9	8.1	0.9	0.8	0.8	0.7
1798.HK	大唐新能源	HKD	2.75	200	7.8	8.6	8.2	7.8	0.9	0.5	0.5	0.5
0902.HK	华能国际	HKD	5.37	1,103	7.7	6.0	5.7	5.2	1.1	1.2	1.1	0.0
1071.HK	华电国际	HKD	4.12	622	7.8	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0	1.0	1.0
1816.HK	中广核电力	HKD	2.96	1,890	12.8	13.8	12.9	11.7	1.1	1.1	1.0	1.0
平均					8.1	6.4	5.9	5.4	0.9	0.7	0.7	0.5

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.78	1,265	22.2	21.0	19.8	18.7	2.2	2.2	2.3	2.2
1193.HK	华润燃气	HKD	19.69	456	11.1	11.3	10.3	9.4	1.0	1.0	0.9	0.9
0384.HK	中国燃气	HKD	7.64	416	13.1	0.0	11.6	10.8	0.8	0.0	0.8	0.7
0392.HK	北京控股	HKD	32.60	410	7.4	6.9	6.7	6.3	0.4	0.4	0.4	0.4
1083.HK	港华燃气	HKD	3.68	134	8.3	8.0	7.7	7.5	0.6	0.5	0.5	0.5
2688.HK	新奥能源	HKD	63.60	719	11.1	9.4	9.0	8.6	1.5	1.3	1.2	1.2
0135.HK	昆仑能源	HKD	6.91	598	9.3	8.7	8.2	7.8	0.8	0.8	0.7	0.7
1600.HK	天伦燃气	HKD	3.30	32	10.0	9.4	8.0	7.0	0.5	0.5	0.5	0.5
平均					11.6	9.3	10.2	9.5	1.0	0.8	0.9	0.9
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.25	278	7.6	9.7	7.0	6.5	0.7	0.8	0.7	0.7

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 电价下调
2. 风电及光伏项目投产因多种因素推迟
3. 风资源不佳
4. 限电率上升
5. 补贴回款不及预期

【财务报表摘要】

损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	20,282	21,372	23,509	26,566	30,285
经营成本	(15,206)	(17,168)	(17,397)	(19,924)	(23,016)
毛利	5,075	4,204	6,112	6,641	7,268
其他收入	290	710	746	783	822
行政费用	710	706	707	721	735
财务开支	1,066	1,218	1,217	1,279	1,345
应占联营公司利润	339	136	139	141	144
其他开支	(116)	(308)	(277)	(283)	(288)
税前盈利	3,368	2,347	3,691	4,142	4,687
所得税	634	446	702	788	891
少数股东应占利润	527	228	576	646	731
归属股东净利润	2,207	1,672	2,413	2,708	3,064
折旧及摊销	2,379	3,080	3,219	3,366	3,521
EBITDA	4,681	4,209	5,693	6,228	6,863
增长					
总收入 (%)	9%	5%	10%	13%	14%
盈利 (%)	-4%	-24%	44%	12%	13%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	3,420	3,056	3,451	4,053	3,802
应收账款	6,218	7,152	7,510	7,885	8,279
存货	968	2,163	2,271	2,384	2,503
其他流动资产	2	2	2	2	2
流动资产	12,955	14,422	15,449	16,647	17,023
固定资产	48,823	49,809	58,283	63,400	63,400
其他固定资产	17	20	14	13	18
非流动资产	66,062	69,595	72,322	76,315	81,352
总资产	79,017	84,016	87,771	92,961	98,374
流动负债	18,693	22,599	22,287	23,174	24,101
应付帐款	484	538	564	593	622
短期银行贷款	2,411	3,939	4,136	4,342	4,559
其他短期负债	15,799	18,123	17,587	18,239	18,920
非流动负债	33,583	34,305	36,020	37,821	39,712
长期银行贷款	30,693	33,521	35,197	36,957	38,804
其他负债	2,889	784	823	864	908
总负债	52,276	56,904	58,307	60,995	63,813
少数股东权益	4,864	5,419	5,794	6,214	6,689
股东权益	21,877	21,693	23,670	25,752	27,872
每股账面值(元)	5.22	5.16	5.43	5.71	6.18
营运资金	(5,738)	(8,177)	(6,838)	(6,528)	(7,079)

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
毛利率 (%)	25%	20%	26%	25%	24%
EBITDA 利率 (%)	23%	20%	24%	23%	23%
净利率 (%)	11%	8%	10%	10%	10%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	3%	3%	3%	3%	2%
实际税率 (%)	19%	19%	19%	19%	19%
股息支付率 (%)	30%	30%	30%	30%	30%
库存周转	23	46	48	44	40
应付账款天数	200	161	137	123	109
应收账款天数	112	122	117	108	100
ROE (%)	10%	8%	10%	11%	11%
ROA (%)	3%	2%	3%	3%	3%
财务状况					
净负债/股本	1.4	1.6	1.5	1.4	1.4
收入/总资产	0.26	0.25	0.27	0.29	0.31
总资产/股本	3.61	3.87	3.71	3.61	3.53
收入对利息倍数	(19.0)	(17.6)	(19.3)	(20.8)	(22.5)

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	4,681	4,209	5,693	6,228	6,863
融资成本	1,119	1,415	2,412	2,510	2,614
营运资金变化	(315)	(1,457)	(1,554)	(1,658)	(1,769)
所得税	(634)	(446)	(702)	(788)	(891)
营运现金流	4,852	3,721	5,848	6,293	6,816
资本开支	6,578	7,525	7,375	8,112	8,923
其他投资活动	(12,994)	(14,467)	(14,423)	(16,105)	(17,930)
投资活动现金流	(6,416)	(6,942)	(7,048)	(7,992)	(9,006)
负债变化	25,433	28,696	22,295	20,433	17,629
股本变化	0	19	151	156	0
股息	2,696	2,694	2,964	3,260	3,586
其他融资活动	(30,439)	(28,519)	(23,699)	(21,543)	(19,270)
融资活动现金流	(2,310)	2,890	1,711	2,306	1,944
现金变化	(3,874)	(331)	511	606	(246)
期初持有现金	7,166	3,279	2,944	3,451	4,053
汇率变动	(12)	(4)	(4)	(4)	(4)
期末持有现金	3,279	2,944	3,451	4,053	3,802

投资评级定义及免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>