

海上风电与气电资源蓄势待发

华泰研究

2026年6月01日 | 中国内地/中国香港

首次覆盖

燃气及分销

首次覆盖新天绿能并给予“买入”评级，A股目标价 11.30 元（对应 2026 年 25xPE），港股目标价 5.20 港元（对应 10xPE）。公司是河北省国资委旗下唯一清洁能源上市平台，主营业务涵盖风力发电与天然气全产业链运营。我们看好公司的核心逻辑在于：1) 公司凭借菩提岛项目经验在河北省管海域海上风电竞配中具备先发优势；2) 新天 LNG 接收站第三方代储业务推动天然气板块毛利率从底部逐步修复；3) 四座燃气电厂 2027-2028 年有望贡献利润增量。潜在催化剂包括：河北海风竞配落地、LNG 期货交割库资质获批、燃机项目并网转商、天然气顺价机制深化。

风电装机稳健扩张，海风资源打开长期空间

2025 年末公司控股风电装机 7.78GW，在手核准未开工项目 3.545GW，纳入开发方案容量 13.503GW，储备可支撑未来 10 年发展。河北海上风电规划于 2025 年获批，省管海域向省属国企高度集中。公司投运菩提岛海上风电 300MW，推进 500MW 昌黎深远海项目。“十五五”河北海风新增装机中公司有望获取 30%-40% 份额，对应控股装机约 2.4-4.0GW；按海风 3,000 小时测算，满发后每年可贡献净利润增量 3.9-6.6 亿元。

LNG 接收站商业模式升级，天然气板块毛利率触底回升

2025 年公司天然气销售毛利率仅 4.3%，处于历史低位，主要受暖冬及工业需求偏弱拖累。但我们认为 2026-2028 年天然气板块有望从“业绩拖累”转为“现金流压舱石”：1) 顺价机制深化，2025 年综合毛差已修复至 0.341 元/方（同比+0.039 元/方）；2) 自有气源占比提高将降低采购成本；3) 7 号储罐获批河北省首家 LNG 保税仓库，可开展国际转口贸易及船舶保税加注；4) 槽车反装技术改造，开拓第三方代储业务，毛利率高于传统贸易。

燃气电厂 2027 年集中投产，有望贡献业绩弹性

公司当前核准四座 9F 级燃气热电联产机组合计 3,860MW，我们预计抚宁、北戴河新区项目 2027 年投产、其余 2028 年投产。根据河北省两部制电价政策，我们测算 2027/2028 年气电收入 12.4/36.2 亿元，毛利率有望达到 10%，贡献归母净利润 0.6/1.5 亿元，成为重要的利润增量。

我们与市场观点不同之处

市场担忧气价波动及售气量下滑持续拖累业绩，且对新能源全面入市后的电价下行风险过度悲观。我们认为：1) 天然气板块已处于盈利底部，LNG 接收站新型商业模式将显著改善板块 ROE；2) 河北区位优势突出，利用小时数高于全国均值，且海风资源尚未被市场定价；3) 四座燃机资产 2027 年集中投产将带来业绩高弹性，电价机制下收益确定性高于普通火电。

盈利预测与估值

我们预测公司 2026-2028 年归母净利润为 20.08/25.31/31.05 亿元，三年 CAGR 约 19%，对应 EPS 分别为 0.45/0.56/0.69 元。基于 2026 年盈利，采用分部估值法（SOTP）：A 股风电业务 31x PE、天然气与燃气电厂 12x PE，对应目标价 11.30 元；港股风电业务 11x PE、天然气与燃气电厂 12x PE，汇总后给予 10% 港股流动性折价，对应目标价 5.20 港元。

风险提示：天然气价格大幅波动；燃气电厂投产进度不及预期；风电弃风限电率超预期；河北省电价政策调整；LNG 接收站负荷率提升不及预期。

	600956 CH	956 HK
投资评级:	买入(首评)	买入(首评)
目标价:	人民币: 11.30	港币: 5.20

王玮嘉 研究员
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

黄波 研究员
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

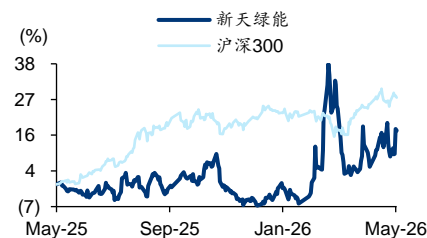
李雅琳 研究员
SAC No. S0570523050003 liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420 +(86) 10 6321 1166

康琪* 联系人
SAC No. S0570124070105 kangqi@htsc.com
+(86) 10 6321 1166

基本数据

(人民币/港币)	600956 CH	956 HK
收盘价(截至 5 月 29 日)	9.09	3.44
市值(百万)	41,020	15,524
6 个月平均日成交额(百万)	202.61	30.22
52 周价格范围	7.25-10.72	3.41-4.78

股价走势图



资料来源: Wind

经营预测指标与估值

会计年度(人民币)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万)	19,831	19,650	22,590	26,678
+/-%	(7.21)	(0.91)	14.96	18.10
归属母公司净利润(百万)	1,826	2,008	2,531	3,105
+/-%	9.21	9.96	26.05	22.67
EPS(最新摊薄)	0.40	0.45	0.56	0.69
ROE(%)	7.74	7.70	9.24	10.68
PE(倍)	22.46	20.43	16.20	13.21
PB(倍)	1.61	1.54	1.46	1.37
EV EBITDA(倍)	11.22	11.56	10.11	8.80
股息率(%)	2.20	2.45	3.09	3.79

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	14,422	15,604	15,015	16,597	17,540
现金	3,056	4,843	4,799	5,517	6,516
应收账款	7,152	6,490	6,200	6,000	5,800
其他应收账款	257.73	243.13	253.17	317.38	356.42
预付账款	677.40	926.28	662.80	1,164	993.37
存货	2,163	2,008	2,023	2,501	2,792
其他流动资产	1,116	1,093	1,077	1,098	1,083
非流动资产	69,595	77,887	84,455	91,973	96,284
长期投资	3,677	3,684	4,080	4,431	4,759
固定投资	49,809	50,988	61,788	70,779	76,262
无形资产	3,562	3,932	4,091	4,232	4,355
其他非流动资产	12,546	19,283	14,496	12,530	10,908
资产总计	84,016	93,491	99,470	108,570	113,824
流动负债	22,599	25,670	24,892	27,759	27,410
短期借款	3,939	3,889	6,782	7,825	6,295
应付账款	537.61	879.33	879.33	879.33	879.33
其他流动负债	18,123	20,901	17,231	19,055	20,236
非流动负债	34,305	36,319	41,764	46,209	49,654
长期借款	33,521	35,549	40,994	45,439	48,884
其他非流动负债	784.00	769.32	769.32	769.32	769.32
负债合计	56,904	61,989	66,655	73,968	77,064
少数股东权益	5,419	5,984	6,191	6,451	6,770
股本	4,206	4,513	4,513	4,513	4,513
资本公积	6,754	7,818	7,818	7,818	7,818
留存公积	10,762	11,691	12,799	14,194	15,907
归属母公司股东权益	21,693	25,518	26,624	28,151	29,991
负债和股东权益	84,016	93,491	99,470	108,570	113,824

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金	3,721	7,297	6,525	7,529	9,115
净利润	1,900	2,014	2,214	2,791	3,424
折旧摊销	3,080	3,269	3,340	4,052	4,659
财务费用	1,218	1,055	924.76	1,045	1,114
投资损失	(148.14)	(319.85)	(319.85)	(319.85)	(319.85)
营运资金变动	(2,611)	1,019	354.24	(53.14)	221.21
其他经营现金	282.31	259.84	11.30	12.98	15.33
投资活动现金	(6,942)	(8,797)	(9,588)	(11,250)	(8,651)
资本支出	(7,525)	(9,273)	(9,446)	(11,153)	(8,577)
长期投资	211.97	(99.45)	(395.90)	(351.11)	(328.32)
其他投资现金	371.10	575.57	253.71	253.71	253.71
筹资活动现金	2,890	3,294	3,019	4,439	535.16
短期借款	1,528	(49.32)	2,892	1,043	(1,530)
长期借款	2,827	2,029	5,445	4,445	3,445
普通股增加	18.60	307.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	142.46	1,065	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,626)	(57.22)	(5,319)	(1,049)	(1,380)
现金净增加额	(335.34)	1,789	(44.10)	717.98	998.39

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	21,372	19,831	19,650	22,590	26,678
营业成本	17,168	15,712	15,186	17,044	19,940
营业税金及附加	89.46	91.72	90.88	104.48	123.38
营业费用	6.04	5.85	5.80	6.67	7.88
管理费用	706.36	800.77	793.48	912.19	1,077
财务费用	1,218	1,055	924.76	1,045	1,114
资产减值损失	(307.77)	(483.37)	(369.94)	(369.94)	(369.94)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	148.14	319.85	319.85	319.85	319.85
营业利润	2,339	2,416	2,832	3,618	4,499
营业外收入	17.26	131.11	17.00	17.00	17.00
营业外支出	9.82	3.90	10.00	10.00	10.00
利润总额	2,347	2,543	2,839	3,625	4,506
所得税	446.33	529.22	624.58	833.78	1,081
净利润	1,900	2,014	2,214	2,791	3,424
少数股东损益	227.99	187.58	206.26	260.00	318.95
归属母公司净利润	1,672	1,826	2,008	2,531	3,105
EBITDA	6,632	6,855	7,091	8,709	10,262
EPS (人民币, 基本)	0.40	0.43	0.45	0.56	0.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	5.38	(7.21)	(0.91)	14.96	18.10
营业利润	(30.42)	3.28	17.22	27.76	24.33
归属母公司净利润	(24.24)	9.21	9.96	26.05	22.67
获利能力 (%)					
毛利率	19.67	20.77	22.72	24.55	25.26
净利率	8.89	10.16	11.27	12.36	12.84
ROE	7.68	7.74	7.70	9.24	10.68
ROIC	4.40	4.01	3.83	4.30	4.75
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.73	66.30	67.01	68.13	67.70
净负债比率 (%)	160.17	136.43	145.88	155.02	151.13
流动比率	0.64	0.61	0.60	0.60	0.64
速动比率	0.48	0.46	0.47	0.44	0.47
营运能力					
总资产周转率	0.26	0.22	0.20	0.22	0.24
应收账款周转率	3.20	2.91	3.10	3.70	4.52
应付账款周转率	33.61	22.18	17.27	19.38	22.68
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.40	0.45	0.56	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.82	1.62	1.45	1.67	2.02
每股净资产(最新摊薄)	4.81	5.65	5.90	6.24	6.65
估值比率					
PE (倍)	24.53	22.46	20.43	16.20	13.21
PB (倍)	1.89	1.61	1.54	1.46	1.37
EV EBITDA (倍)	11.58	11.22	11.56	10.11	8.80

正文目录

投资要点	5
我们与市场观点不同之处	5
股价复盘	6
新天绿能：河北省属清洁能源旗舰，双主业协同发展	7
河北省国资委控股，股东背景实力雄厚	7
“风电+天然气”双主业协同	8
新能源运营行业：市场化改革深化，价值重估开启	10
国家自主贡献硬约束，2035 年绿电需求或不低于 6.59 万亿度	10
新能源电价进入市场化新阶段，绿电与碳交易提供额外收益潜力	10
新天绿能：风电业务为核心增长极，海风打开新空间	11
天然气业务：现金流压舱石，全产业链布局构筑竞争壁垒	15
河北省天然气供需格局：消费大省、资源小省，对外依存度达 97%	15
新天绿能：华北区域领先的天然气综合运营商	16
全产业链布局：上中下游协同，构筑核心竞争壁垒	16
顺价机制与盈利性：价差修复持续兑现	17
燃气电厂布局：增量需求打开成长空间	17
季节性特征与储气调峰	17
盈利预测与估值	18
收入与毛利率预测：2026-2028 年公司营业收入有望先抑后扬	18
风电：预测收入持续稳健增长	18
天然气及 LNG 接收站：气量短期承压，毛利率逐步改善	19
燃气电厂：2027-2028 年集中投产，贡献显著增量	20
费用预测：财务与管理费用率有望保持稳定	21
利润预测：2027-2028 年公司归母净利润有望同比快速增长	21
首次覆盖予以“买入”评级	21
风险提示	23

图表目录

图表 1：2020 年 6 月 29 日以来新天绿能（600956 CH）与新天绿色能源（956 HK）的股价走势	6
图表 2：新天绿能股权结构（截至 2026 年 4 月 11 日）	7
图表 3：新天绿能风电与光伏项目分布	7
图表 4：新天绿能天然气项目分布	7
图表 5：新天绿能历史沿革关键节点	8
图表 6：“十四五”风电控股/权益装机容量 CAGR 分别为 7%/8%	8
图表 7：“十四五”风电发电量 CAGR 达到 8%	8
图表 8：2025 年末天然气运营管线总长 1 万公里、用户数 77.85 万户	9

图表 9: “十四五”售气量 CAGR 达到 6%	9
图表 10: 我们测算 2026-2035 年风光装机十年累计增量可达 41.5 亿千瓦, 2035 年发电量较 2025 年增长 6.06 万亿 kWh	10
图表 11: 绿电需求量——NDC 硬约束 vs 华泰预测	10
图表 12: 电-证-碳三位一体协同机制	11
图表 13: 全国碳市场均价自 2025 年 10 月见底回升	11
图表 14: 2025 年 7 月以来绿证价格和碳价呈现明显的正相关性	11
图表 15: 新天绿能风电控股装机结构: 华北占 80%、河北占 75%	12
图表 16: 新天绿能的风电利用小时数高于全国均值与河北均值	12
图表 17: 河北 1GW 海上风电净利润测算	13
图表 18: 新天绿能“十四五”年均新增风电约 500MW	13
图表 19: 新天绿能风电储备项目可支撑未来 10 年以上的持续发展	13
图表 20: 市场化比例上升拉低公司平均上网电价	14
图表 21: 增量较存量电价降幅: 冀北电网/河北南网 0.028/0.014 元	14
图表 22: 截至 2025 年末公司存量绿电补贴余额 57.6 亿元	14
图表 23: 新增补贴占发电收入的比例降至 34%	14
图表 24: 2024-25 年河北省天然气表观消费量连续两年同比下滑	15
图表 25: 2025 年京津冀地区天然气消费量占全国比例为 12%	15
图表 26: 2025 年河北省天然气产量仅 5.4 亿方、自给率仅 3%	15
图表 27: 京津冀地区天然气供应主要依赖长输管道气和进口 LNG	15
图表 28: 2023-2025 年公司天然气采购量超过 45 亿方	16
图表 29: 2025 年 QatarEnergy LNG 成为公司第二大供应商	16
图表 30: 公司 2025 年综合毛差 0.341 元/方, 同比提升 0.039 元/方	17
图表 31: 公司在手燃气电厂	17
图表 32: 风电业务预测	19
图表 33: 天然气及 LNG 接收站业务预测	20
图表 34: 燃气电厂预测	20
图表 35: 利润表预测	21
图表 36: 新天绿能 (600956 CH) 可比公司估值表	22
图表 37: 新天绿色能源 (956 HK) 可比公司估值表	22
图表 38: 新天绿能 PE-Bands	23
图表 39: 新天绿能 PB-Bands	23

投资要点

新天绿能是华北地区稀缺的“风电+燃气”双主业运营商，实控人河北省国资委通过河北建投集团持股 45.63%，赋予公司在河北海风资源竞配和燃气气源保障方面的独特竞争优势。2025 年是“十四五”收官之年，公司实现归母净利润 18.26 亿元，同比+9.21%，利润增速显著优于收入增速（收入-7.21%），核心驱动力在于：1) 风电板块受益平均风速改善，发电量同比+6.78%至 148.5 亿千瓦时；2) 降息周期中综合融资成本率降至 2.39%，财务费用同比-13.34%至 10.55 亿元。

河北海风资源优势的稀缺性被低估。河北省海上风电规划已于 2025 年获批，规划开发容量超 GW 级别，省管海域向省属国企高度集中。公司作为河北建投集团旗下唯一新能源上市平台，已具备菩提岛海上风电项目的建设和运营经验，在后续省管海域大规模竞配中具备显著先发优势。河北省“十四五”海上风电实际并网进度滞后，随着国管海域开发加速及深远海技术成熟，我们预测“十五五”河北省海上风电新增并网规模约 8-10GW。公司作为河北省国资委旗下唯一清洁能源上市平台，截至 2025 年末已核准海上风电容量达 230 万千瓦，在省管海域竞配中具备先发优势。参考山东、浙江等省份海风开发格局，地方国企通常获取 30%-50%份额，我们假设公司市场份额为 30%-40%，对应获取控股装机约 2.4-4.0GW，对应净利润约 3.9-6.6 亿元。

燃气管网的区域垄断价值被低估。公司累计运营天然气管道 10,026 公里（2025 年新增 176 公里），城市燃气管道覆盖 77.9 万户（较“十三五”末提升 80.7%），在河北省推进“一城一企”整合政策的背景下，公司作为省级燃气平台，具备横向整合区域内中小城燃企业的天然优势。新天 LNG 接收站三期进度 51.31%，投产后将成为河北省最大的 LNG 中转枢纽。

我们与市场观点不同之处

市场担忧气价波动及售气量下滑持续拖累业绩，且对新能源全面入市后的电价下行风险过度悲观。我们认为：

天然气板块：盈利触底，ROE 修复在即。2025 年天然气销售毛利率 4.3%处历史低位，综合毛差 0.341 元/方同比+0.039 元。LNG 接收站 7 号储罐获批河北省首家保税仓库，槽车反装技术落地并开拓第三方代储业务（代储费 350-600 元/吨），二阶段 8 座储罐 2026 年全面投运后自有气源占比提升，板块 ROE 将迎系统性修复。

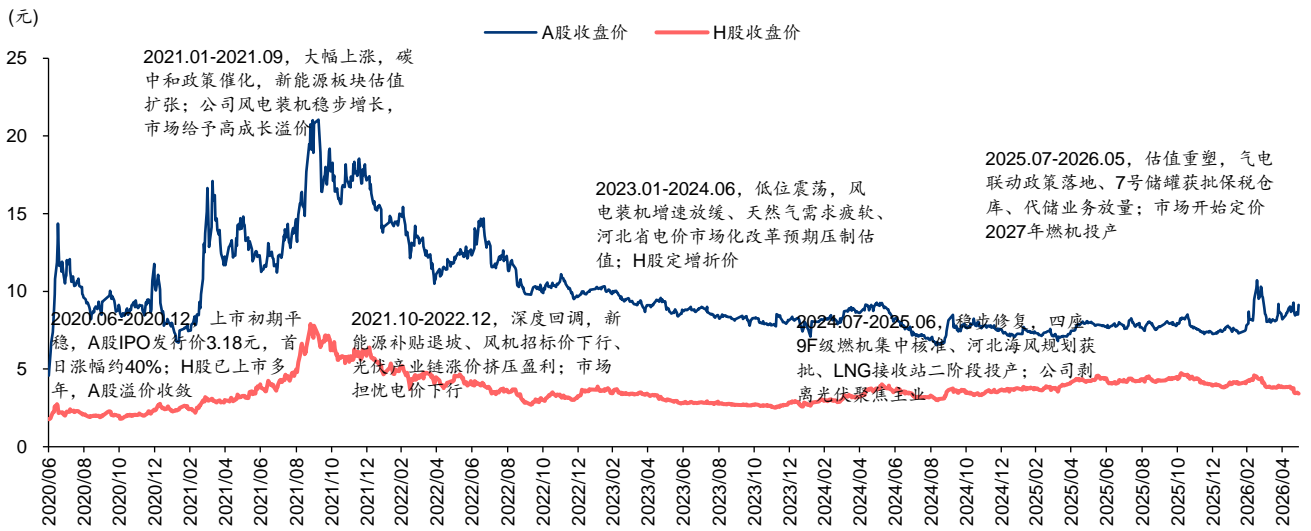
河北风资源：禀赋突出，海风期权尚未定价。2025 年风电利用小时 2,236 小时，高于全国均值 257 小时；市场化比例升至 66.16%，AI 交易优化下均价仅降 4.52%至 0.41 元/kWh，远好于悲观预期。海风规划获批，省管海域向省属国企集中，公司凭菩提岛经验有望获 30%-40%份额（2.4-4.0GW），满发后年贡献净利 3.9-6.6 亿元。

四座燃机：2027 年集中投产，业绩弹性高且确定性强。抚宁、北戴河新区等四座 9F 级燃机合计 3,860MW，2027 年起陆续投产。河北两部制电价下容量电价 336 元/千瓦·年，气电联动机制保障 IRR 底线。我们测算 2027/2028 年气电收入 12.4/36.2 亿元，毛利率约 10%，贡献归母净利 0.6/1.5 亿元，收益确定性显著高于普通火电。

股价复盘

自新天绿能 A 股上市以来, 公司股价共经历六个不同的阶段的变化: 1) 2020 年 6 月至 2020 年 12 月, 上市初期平稳, A 股 IPO 发行价 3.18 元, 首日涨幅约 40%; H 股已上市多年, A 股溢价收敛; 2) 2021 年 1 月至 2021 年 9 月, 大幅上涨, 碳中和政策催化, 新能源板块估值扩张; 公司风电装机稳步增长, 市场给予高成长溢价; 3) 2021 年 10 月至 2022 年 12 月, 深度回调, 新能源补贴退坡、风机招标价下行、光伏产业链涨价挤压盈利; 市场担忧电价下行; 4) 2023 年 1 月至 2024 年 6 月, 低位震荡, 风电装机增速放缓、天然气需求疲软、河北省电价市场化改革预期压制估值; H 股定增折价; 5) 2024 年 7 月至 2025 年 6 月, 稳步修复, 四座 9F 级燃机集中核准、河北海风规划获批、LNG 接收站二阶段投产; 公司剥离光伏聚焦主业; 6) 2025 年 7 月至 2026 年 5 月, 估值重塑, 气电联动政策落地、7 号储罐获批保税仓库、代储业务放量; 市场开始定价 2027 年燃机投产。

图表 1: 2020 年 6 月 29 日以来新天绿能 (600956 CH) 与新天绿色能源 (956 HK) 的股价走势



资料来源: Wind、华泰研究

新天绿能：河北省属清洁能源旗舰，双主业协同发展

河北省国资委控股，股东背景实力雄厚

公司成立于2010年2月，2010年10月登陆港交所（0956 HK），2020年5月回A上市（600956 CH），形成“A+H”双平台架构。公司实控人为河北省国资委，旗下河北建设投资集团有限责任公司（河北建投）直接持股约45.62%；2025年11月完成向燕山国际投资有限公司定向增发3.07亿股H股（定价5.20港元/股），募资约15.14亿港元，全部投向风电和燃气电厂项目，彰显集团支持力度。

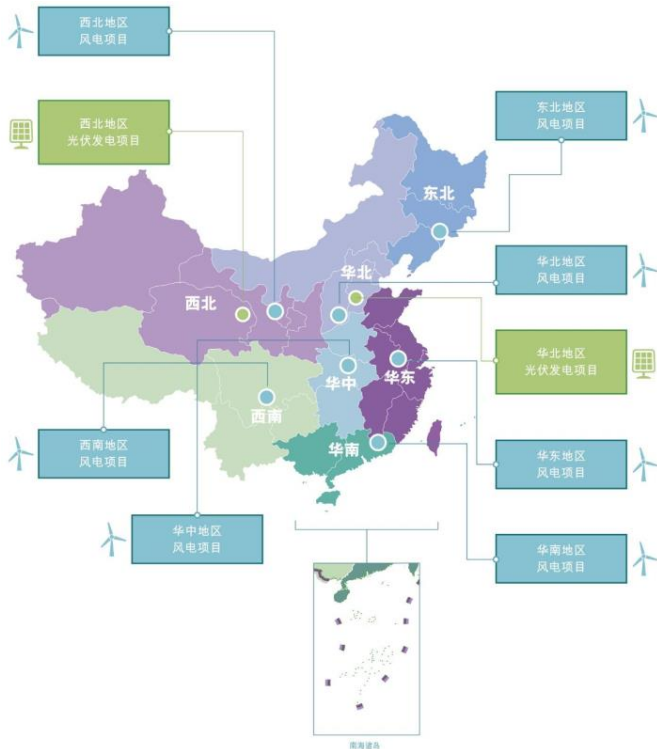
图表2：新天绿能股权结构（截至2026年4月11日）

	持股数量 百万股	持股比例 %
河北建投集团	2,058.84	45.62
燕山国际投资	307.00	6.80
其他A股流通股	307.85	6.82
其他H股流通股	1,839.00	40.75

资料来源：Wind、华泰研究

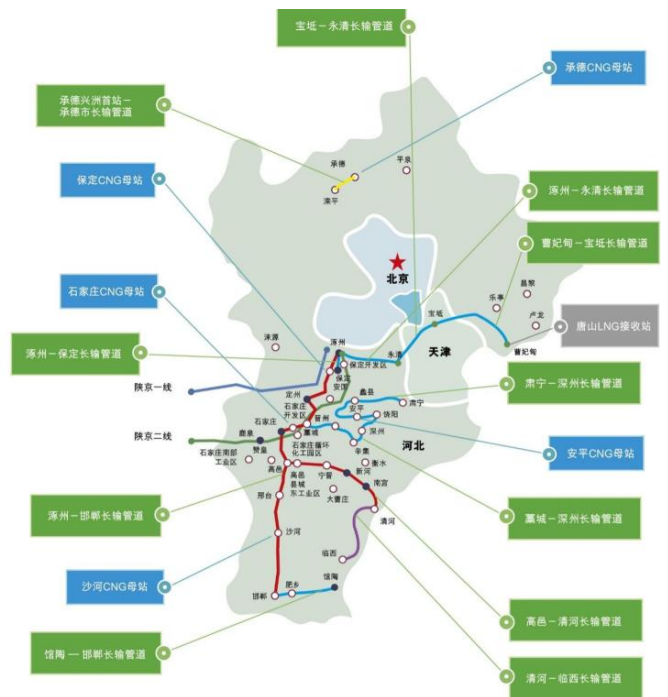
公司采用“**新能源事业部+天然气事业部**”双轨制管理。新能源事业部负责风电场（含海风）的开发、建设和运营，下设区域分公司（冀北、山西、内蒙古、新疆等）。天然气事业部负责LNG接收站、长输管道、城市燃气的建设和运营，下设河北省天然气公司（控股子公司）、建投新能供应链公司等。

图表3：新天绿能风电与光伏项目分布



资料来源：公司公告、华泰研究

图表4：新天绿能天然气项目分布



资料来源：公司公告、华泰研究

A+H 双平台资本运作灵活性。 A 股平台适合发行绿色债券、类 REITs 等偏债型融资工具。H 股平台适合引入国际投资者（公司已在港股通标的范围内）。2025 年 H 股定向增发验证了双平台再融资的可行性。

图表5: 新天绿能历史沿革关键节点

时间	重要事件	意义
2010年2月	公司成立, 整合河北建投新能源与天然气资产	奠定双主业基础
2010年10月	香港联交所主板上市 (956 HK)	募资近 50 亿港元
2012年	收购河北建投新能源公司, 介入风电运营	双主业战略起步
2015年	曹妃甸 LNG 码头一期投产	布局天然气上游接收设施
2018年	菩提岛海风项目开工 (300MW)	海风领域标志性布局
2020年6月	上交所主板上市 (600956 CH)	国内首家 A+H 风电+天然气企业
2022年	非公开增发 A 股募资约 45 亿元	投向新天 LNG 项目
2023年	新天 LNG 项目一期投产	完善天然气产业链布局
2025年	H 股定向增发 15 亿港元+绿债 15 亿元	加码风电+燃气电厂
2025年	剥离光伏业务, 聚焦风电+燃气	战略聚焦

资料来源: 公司公告、华泰研究

国资背书助力资源获取。河北省国资委控股背景为新天绿能带来了显著的资源获取优势。1) **项目核准与政策支持:** 作为河北省清洁能源领域的旗舰企业, 公司在风电项目核准尤其是省管海域海风开发权、天然气管道建设、LNG 接收站审批等方面享有优先支持。2) **区域垄断优势:** 公司在河北省天然气中游输配领域占据主导地位, 截至 2025 年末运营管线总长超 1 万公里, 覆盖 33 个城市燃气项目。3) **融资渠道畅通:** 依托河北建投的信用背书, 公司融资成本持续处于行业较低水平。2025 年发行的中期票据利率仅 2.05%, 较 1 年期 LPR 低 95bp, 为 2025 年河北省内首单绿色次级永续信用债, 创省内永续信用债券市场新低。

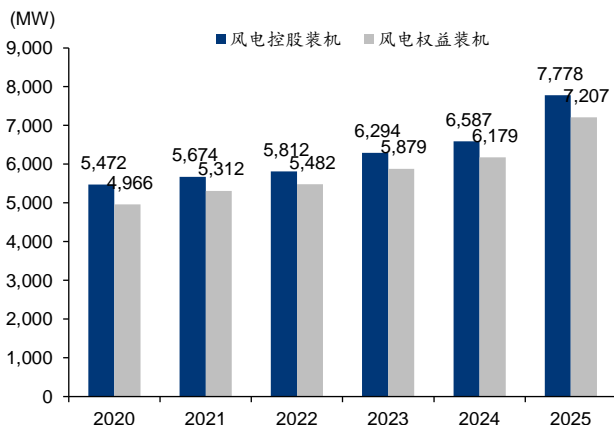
公司于 2023 年实施 A 股股权激励计划, 向包括董事、高管及核心骨干在内的 224 名激励对象授予限制性股票 1,860 万股, 授予价格为 4.10 元/股。股权激励计划的实施, 有助于绑定核心人才利益, 激发团队活力。

“风电+天然气”双主业协同

公司战略定位于“风电+天然气”双主业协同发展, 形成清洁能源供应与消费的一体化布局。

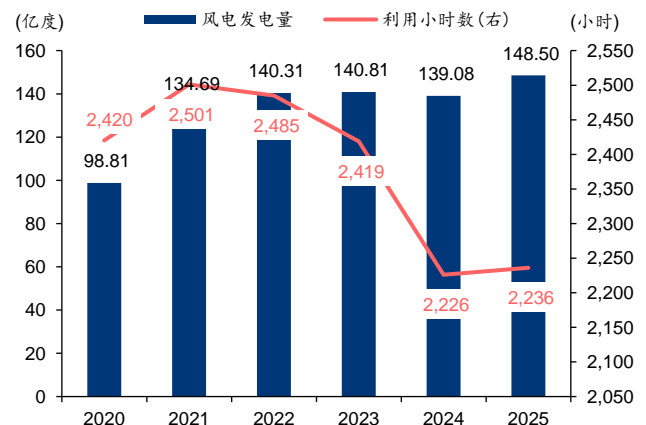
“十四五”风电装机与电量实现稳步增长。截至 2025 年末, 公司风电控股装机容量 7,777.97 兆瓦, 权益装机容量 7,206.70 兆瓦, “十四五” CAGR 分别为 7%/8%, 公司实现风电装机稳步增长。公司风电项目遍布河北、山西、新疆、山东、云南、内蒙古等 16 个省份, 其中河北地区市占率约为 1/3。2025 年风电发电量 148.50 亿千瓦时, “十四五” CAGR 为 8%, 2024/2025 年风电利用小时数为 2,226/2,236 小时, 相比 2021-2023 年出现下降、主要受弃电率上升的影响。

图表6: “十四五”风电控股/权益装机容量 CAGR 分别为 7%/8%



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表7: “十四五”风电发电量 CAGR 达到 8%

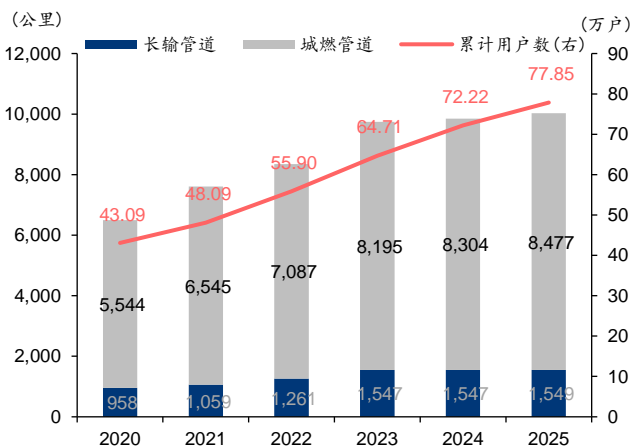


资料来源: 公司公告、华泰研究

“十四五”风电聚焦老旧风场改造、海上风电竞配与绿电直连项目开发。陆上持续推进老旧风电场“上大压小”工作（晋州二期、五花坪二期等）；省内省外双管齐下，力争规模性突破。海上有序推动唐山国管海域项目核准前手续，积极参与省管海域竞配。分布式对接高端制造、算力设施等绿电需求，推动“绿电直连”。

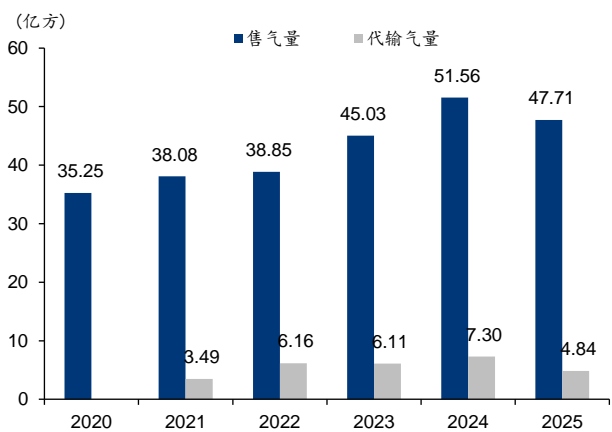
“十四五”天然气管道长度突破 1 万公里、覆盖用户数突破 70 万户：1) 截至 2025 年末，公司拥有 1 座 LNG 接收站、11 条长输管道、33 个城市燃气项目；2) 运营管线总长 1 万公里，其中长输管道 1,549 公里、城燃管道 8,477 公里，“十四五”CAGR 分别为 10%、9%，累计用户 77.85 万户、“十四五”CAGR 13%；3) 2025 年销气量 52.55 亿方，其中售气量 47.71 亿方、代输气量 4.84 亿方，售气量“十四五”CAGR 为 6%。

图表8：2025 年末天然气运营管线总长 1 万公里、用户数 77.85 万户



资料来源：公司公告、华泰研究

图表9：“十四五”售气量 CAGR 达到 6%



资料来源：公司公告、华泰研究

“十四五”燃气聚焦 LNG 接收站效率提升、省内管网完善与城燃整合。上游依托新天 LNG 接收站，打造 LNG 贸易枢纽（推进 LNG 期货交割库）；签署具备竞争力的长期购销协议。中游织密“省内一张网”，新增管道向全省延伸；强化与国家管网互联互通。下游持续跟进“一城一企”整合；拓展工业用户、公福用户、居民用户规模。

新能源运营行业：市场化改革深化，价值重估开启

国家自主贡献硬约束，2035年绿电需求或不低于6.59万亿度

根据国家能源局数据，2025年底风光装机达18.42亿千瓦，历史性超过火电装机。按照NDC目标，2035年风光装机不低于36亿千瓦，这意味着2026-2035年仅需新增装机17.6亿千瓦、年均仅新增1.76亿千瓦，远低于“十四五”年均新增规模（2.6亿千瓦）。因此，36亿千瓦只是底线，绿电实际需求与电网承载能力将决定绿电装机上限。我们认为2026-2035年风光装机有望超预期、基于能源替代、能源安全与能源自主的三重考量；十年累计装机增量可达41.5亿千瓦，2035年发电量较2025年增长6.06万亿kWh、年均复合增长率达13.8%，显著高于全社会用电量增速。

图表10：我们测算2026-2035年风光装机十年累计增量可达41.5亿千瓦，2035年发电量较2025年增长6.06万亿kWh

	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
绿电累计装机, GW	535	635	758	1,051	1,407	1,842	2,092	2,372	2,712	3,112	3,542	3,992	4,462	4,952	5,462	5,992
风电	282	329	366	441	521	640	740	850	970	1,100	1,240	1,380	1,520	1,660	1,800	1,940
光伏	253	307	393	609	887	1,202	1,352	1,522	1,742	2,012	2,302	2,612	2,942	3,292	3,662	4,052
新增装机, GW	122	100	123	293	357	434	250	280	340	400	430	450	470	490	510	530
风电	72	47	37	76	79	119	100	110	120	130	140	140	140	140	140	140
光伏	49	53	86	217	277	315	150	170	220	270	290	310	330	350	370	390
绿电发电量, 亿 kWh	7,276	9,828	11,900	14,694	18,354	22,998	27,911	32,215	37,235	43,182	49,235	55,627	62,259	69,132	76,245	83,599
风电	4,665	6,558	7,624	8,860	9,968	11,274	13,136	15,291	17,682	20,314	22,963	25,711	28,459	31,207	33,954	36,702
光伏	2,611	3,270	4,276	5,834	8,386	11,724	14,774	16,924	19,554	22,868	26,271	29,915	33,800	37,925	42,290	46,896

资料来源：国家发改委、国家统计局、华泰研究预测

基于NDC硬约束反推，2035年电力形式的终端能源消费量不低于16.71亿吨标煤，对应总电量不低于13.73万亿kWh，绿电需求量不低于6.59万亿kWh。根据前文电力装机预测，我们预计2033年左右可提前达成NDC硬约束下的绿电需求量（不低于6.59万亿kWh）与非化石能源消费占比目标（不低于30%），到2035年绿电有望达到8.36万亿kWh、可满足48%的全社会用电需求。

图表11：绿电需求量——NDC硬约束 vs 华泰预测

单位	2015	2020	2025	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E	
NDC硬约束														
电力能耗	百万吨标煤	676	914	1,262	1,287	1,328	1,373	1,414	1,454	1,494	1,535	1,577	1,623	1,671
总电量	万亿 kWh	5.55	7.51	10.37	10.57	10.92	11.28	11.62	11.95	12.28	12.61	12.96	13.34	13.73
绿电需求量	万亿 kWh	0.23	0.73	2.30	2.70	3.06	3.45	3.88	4.34	4.75	5.18	5.64	6.11	6.59
华泰预测														
电力能耗	百万吨标煤	676	914	1,262	1,325	1,394	1,476	1,570	1,666	1,764	1,858	1,949	2,044	2,139
总电量	万亿 kWh	5.55	7.51	10.37	10.89	11.45	12.13	12.90	13.69	14.49	15.27	16.02	16.80	17.58
绿电需求量	万亿 kWh	0.23	0.73	2.30	2.79	3.22	3.72	4.32	4.92	5.56	6.23	6.91	7.62	8.36

资料来源：国家统计局、国家能源局、华泰研究预测

新能源电价进入市场化新阶段，绿电与碳交易提供额外收益潜力

2025年1月，国家发展改革委、国家能源局联合发布《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》（发改价格〔2025〕136号），标志着新能源行业延续多年的“保量保价”政策兜底模式正式退出历史舞台。

核心改革框架：全面入市+差价结算。136号文构建的制度框架：1) 全面入市：风电、太阳能发电项目上网电量原则上全部进入电力市场，电价通过市场交易形成。2) 分类施策：以2025年6月1日为界，对存量和增量项目实行差异化安排。存量项目（2025年6月1日前投产）机制电价按现行政策执行且不高于当地燃煤基准价；河北省南网机制电价上限为0.3644元/kWh，北网为0.3720元/kWh。增量项目（2025年6月1日起投产）机制电价通过年度市场化竞价形成。河北省增量项目竞价电价南网为0.3530元/kWh、北网为0.3470元/kWh。3) 差价结算机制：对纳入机制的电量实行“多退少补”式差价结算。执行期限方面，河北省风电为10年、光伏为12年、海上风电为14年。

新能源环境价值将从“隐性补贴”转向“显性定价”，打开价值重估空间。新能源项目通过参与绿电交易或出售绿证，可在市场电价基础上获得绿色溢价收益。2025年“136号文”明确新能源电价与绿证收益二选一，叠加“262号文”将绿证纳入强制消费考核，标志着电-证-碳市场从割裂走向协同。生态环境部官网披露，2025年碳市场扩容至钢铁、水泥、铝冶炼后，碳排放权交易市场将在现有发电行业基础上，新增企业约1500家，覆盖碳排放量新增约30亿吨。我们测算，当碳价从当前62元/吨上涨至100元/吨时，绿证理论价值将从5.5元/个提升至12-15元/个，对应度电收益从0.55分增加至1.2~1.5分。

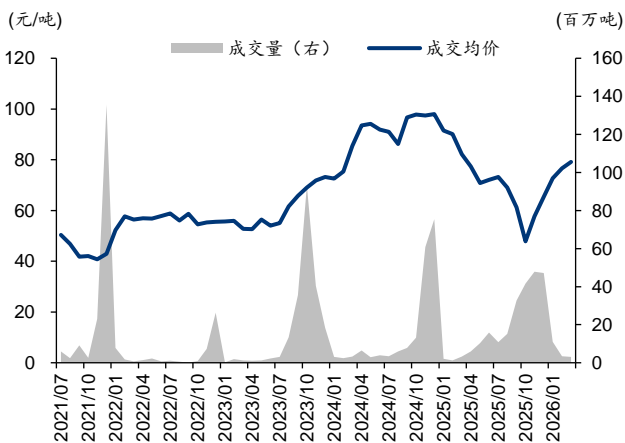
图表12：电-证-碳三位一体协同机制

市场层级	核心功能	价格锚定	2025年关键数据	协同逻辑
电力市场	电能量价值	0.25-0.45元/kWh	新能源装机18.4亿千瓦	绿电溢价体现环境价值
绿证市场	绿色属性	5.5元/个	核发绿证29.47亿个	绿证=绿色电力“身份证”
碳市场	碳排放成本	62.3元/吨	成交额145.6亿元	碳价→绿证需求→绿电溢价

资料来源：国家能源局、生态环境部、华泰研究

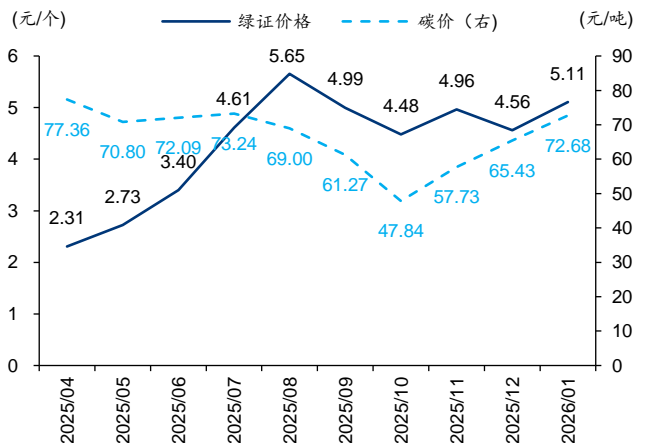
碳市场成为绿证定价的“锚”。碳价每上涨10元/吨，绿证理论价值提升1.5-2.0元/个，价格联动弹性约0.15-0.20。2025年全国碳市场均价62.3元/吨，年底收盘价75.9元/吨，年内最高触及97.01元/吨。根据我们的测算模型，在CCER与绿证替代关系下，当碳价为60元/吨时，绿证理论价值为4.5-5.5元/个；当碳价升至100元/吨时，绿证理论价值有望升至12-15元/个。

图表13：全国碳市场均价自2025年10月见底回升



资料来源：国家能源局、生态环境部、华泰研究

图表14：2025年7月以来绿证价格和碳价呈现明显的正相关性

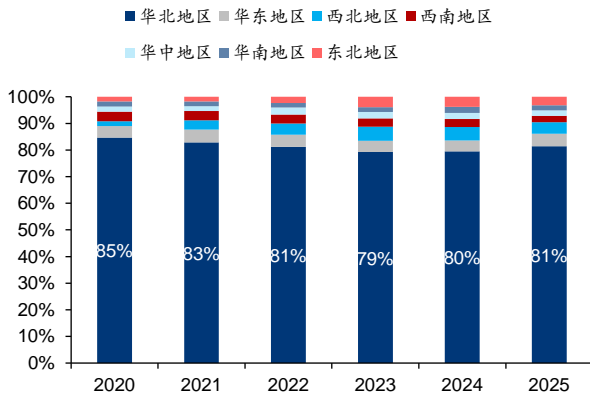


资料来源：国家能源局、生态环境部、华泰研究

新天绿能：风电业务为核心增长极，海风打开新空间

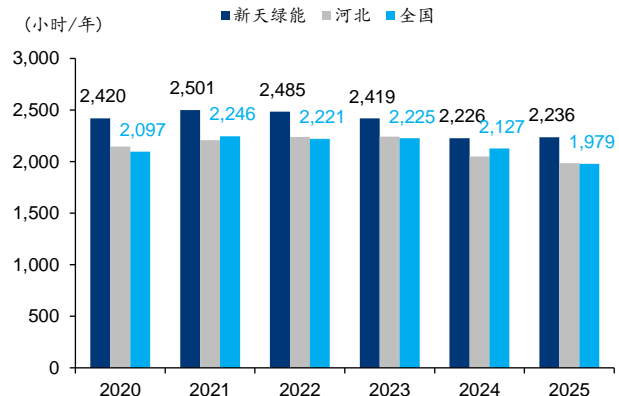
资源禀赋与区域布局：河北区位优势突出，利用小时数持续领跑。河北省地处华北平原与内蒙古高原过渡地带，拥有得天独厚的风能资源条件。根据中国气象局风能资源评估数据，河北省70米高度年平均风速达6.5-7.5米/秒，风功率密度在300-500瓦/平方米之间，属于全国风能资源较丰富区域。新天绿能风电业务的核心竞争力之一在于其优异的利用小时数表现。2025年，公司控股风电场平均利用小时数达2,236小时，较2024年增加10小时，高于全国平均水平257小时（2025年全国风电平均利用小时数约1,979小时）；公司历史年份的利用小时数也都高于全国平均水平。

图表15: 新天绿能风电控股装机结构: 华北占80%、河北占75%



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表16: 新天绿能的风电利用小时数高于全国均值与河北均值



资料来源: 国家能源局、公司公告、华泰研究

河北“十四五”海上风电落地低于预期。河北省作为渤海海域核心开发基地，其“十四五”海上风电规划已于2024年1月获批，总量7.3GW(省管海域1.8GW，其中秦皇岛0.5GW、唐山1.3GW；国管海域5.5GW)，要求2025年前省管并网0.6GW、国管并网1.0GW。然而受“单30”政策调整及审批进度滞后影响，截至2025年底全省累计并网仅约0.3GW(即公司菩提岛300MW项目)，“十四五”实际并网进度滞后，大量规划项目需延后至“十五五”落地。

河北“十五五”海上风电有望实现补课式增长。随着国管海域开发加速及深远海技术成熟，沿海省份“十五五”海上风电开发均呈翻倍扩容态势。江苏省能源局明确提出到2030年海上风电并网规模超30GW；广东省“十五五”规划纲要明确积极推进深远海试点项目和后续深远海场址开发建设；山东省青岛3GW、烟台1GW深远海项目已获立项推进。河北省作为华北唯一的海上风电基地，肩负京津冀能源转型与绿电供应重任，其“十五五”规划有望跟随沿海大省同步扩容，以补齐“十四五”滞后缺口并满足区域新增绿电需求。我们预测“十五五”期间河北省海上风电新增并网规模约8-10GW，年均新增1.6-2.0GW，仅相当于江苏、广东规划体量的约1/4至1/3，属于保守且可实现的补课式增长。

公司在河北海风竞配中有望获取30%-40%份额。沿海省份海上风电竞配中，“央企+地方国企”联合体是主流开发模式，地方能源平台凭借属地优势通常扮演重要角色。福建省2023年首批2GW竞配中，福建省投、福能股份等省属国企单独或联合获取约80%份额；浙江省浙能集团、山东省山东能源集团亦在属地海风开发中占据重要地位。河北省作为华北唯一海风基地，开发主体相对稀缺，公司作为省国资委旗下唯一清洁能源上市平台，已投运省内唯一海风项目(菩提岛300MW)，并与山海关区政府签署80万千瓦投资协议，具备显著的先发优势与属地壁垒。参考福建、浙江等省份“省属平台主导属地资源”的开发格局，我们假设公司在“十五五”河北省省管及国管海域竞配中获取30%-40%份额，对应控股装机约2.4-4.0GW，对应净利润约3.9-6.6亿元。

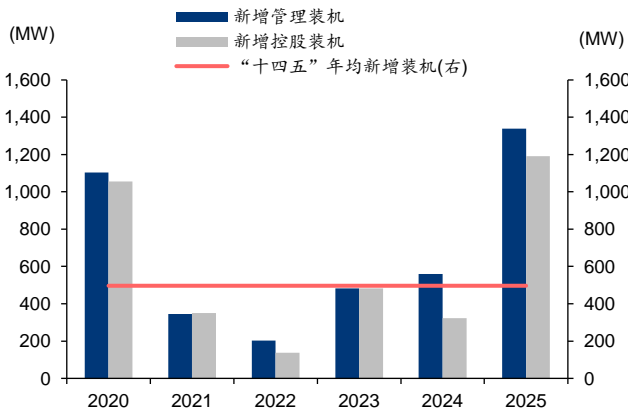
图表17: 河北 1GW 海上风电净利润测算

项目	数值	单位	说明
装机容量	1,000	MW	单 GW 项目
利用小时数	3,000	小时/年	河北渤海北部海域风资源, 高于全国海风均值
上网电价 (含税)	0.372	元/千瓦时	参考当前海风平价项目核准电价
上网电价 (不含税)	0.329	元/千瓦时	含税价/1.13
年发电量	30	亿千瓦时	
年发电收入	9.88	亿元	
单位投资	8,000	元/千瓦	风机大型化 (10MW+) 降本后水平
总投资	80	亿元	
折旧年限	25	年	会计准则
残值率	5%		会计准则
年折旧额	3.04	亿元	
年运维费用	2.4	亿元	
年财务费用	1.848	亿元	
其他费用	0.4	亿元	保险、管理费用等
营业利润	2.19	亿元	
所得税率	25%		企业所得税
所得税	0.55	亿元	
净利润	1.64	亿元	

资料来源: 河北省发改委、公司公告、华泰研究

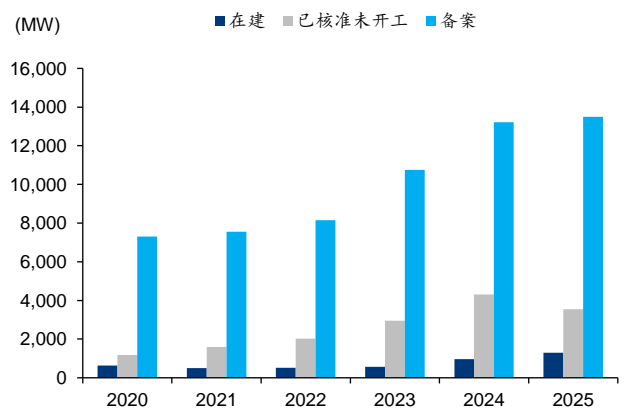
项目资源储备充足, 有望支撑未来 10 年持续发展。从储备结构来看, 截至 2025 年末公司风电在建项目 1,298 兆瓦, 已核准未开工项目 3,545 兆瓦, 纳入各地开发建设方案容量 13,503 兆瓦, 有效协议容量 14,531 兆瓦。按照公司年均新增装机 800-1,000 兆瓦的投产节奏, 现有储备有望支撑未来 10 年以上的持续发展。

图表18: 新天绿能“十四五”年均新增风电约 500MW



资料来源: 公司公告、华泰研究

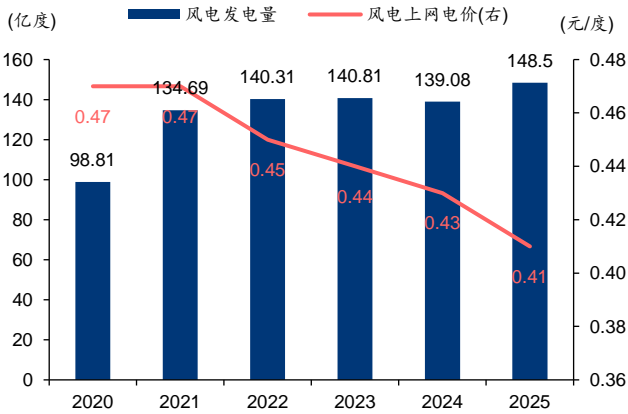
图表19: 新天绿能风电储备项目可支撑未来 10 年以上的持续发展



资料来源: 公司公告、华泰研究

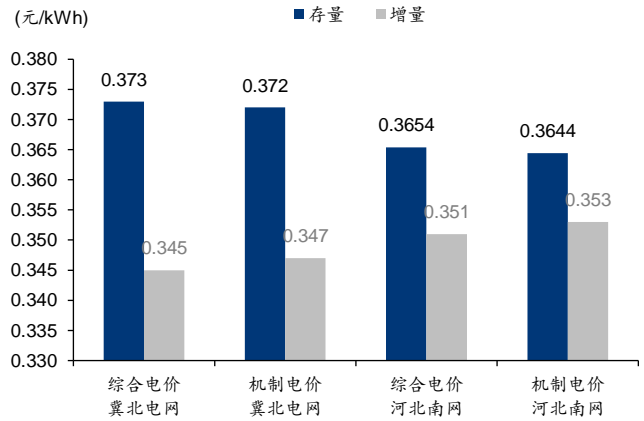
运营效率与电价: 市场化转型中的挑战与机遇。2025 年, 公司风电发电量达 148.50 亿千瓦时, 同比增长 6.78%; 市场化交易比例达 66.16%, 较 2024 年提升 23.46 个百分点; 平均上网电价约 0.41 元/kWh。河北机制电价政策稳定价格预期, 其中存量集中式风电 (2025 年 5 月 31 日以前全容量并网) 70% 电量按燃煤基准价执行 (冀北电网 0.372 元/kWh、河北南网 0.3644 元/kWh), 增量项目 (2025 年 6 月 1 日至 2026 年 12 月 31 日期间全容量并网) 80% 电力按竞价结果执行 (冀北电网 0.3470 元/kWh、河北南网 0.3530 元/kWh)。我们测算 2026 年冀北电网存量/增量风电综合电价为 0.373/0.345 元/kWh、增量较存量降幅仅 0.028 元, 河北南网综合电价为 0.3654/0.351 元/kWh、增量较存量降幅仅 0.014 元。

图表20: 市场化比例上升拉低公司平均上网电价



资料来源: 公司公告、华泰研究

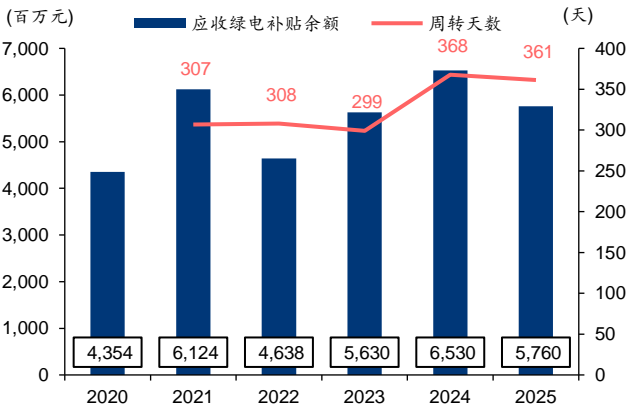
图表21: 增量较存量电价降幅: 冀北电网/河北南网 0.028/0.014 元



资料来源: 河北省发改委、华泰研究

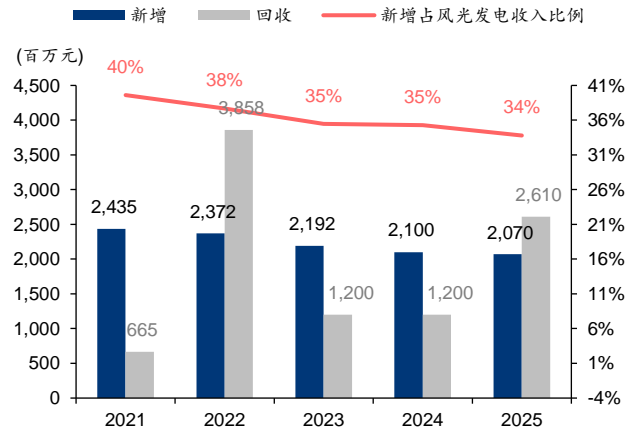
存量补贴回收速度加快。截至 2025 年末, 公司存量绿电补贴余额约 57.6 亿元 (年初 65.3 亿元)。2025 年新增补贴应收 20.7 亿元, 回收补贴 26.1 亿元, 补贴回收速度有所加快。公司主要风电项目均已纳入国家补贴目录, 项目手续齐全、运营规范, 被核减补贴的风险较低。同时公司风电平价项目装机占比已达 30%、较 2024 年提升 10 个百分点, 新增补贴占发电收入的比例降至 34%, 补贴依赖度持续下降。

图表22: 截至 2025 年末公司存量绿电补贴余额 57.6 亿元



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表23: 新增补贴占发电收入的比例降至 34%



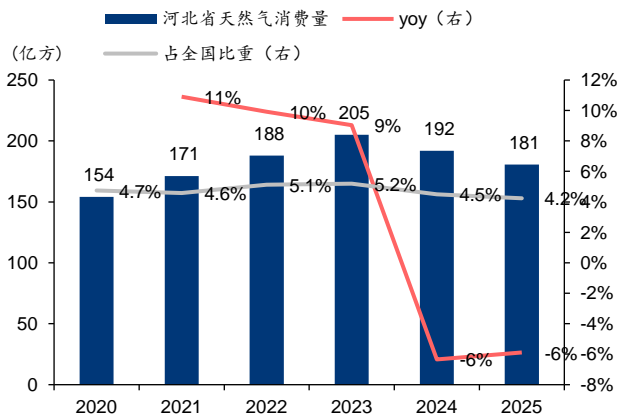
资料来源: 公司公告、华泰研究

天然气业务：现金流压舱石，全产业链布局构筑竞争壁垒

河北省天然气供需格局：消费大省、资源小省，对外依存度达 97%

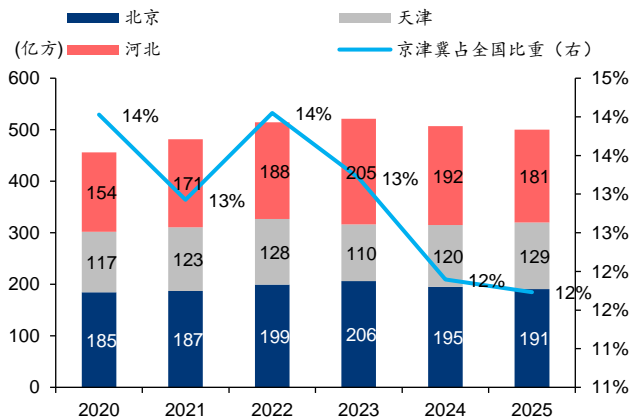
京津冀地区天然气消费占全国 12%，采暖需求加大冬季调峰保供压力。2025 年河北省天然气表观消费量为 181 亿立方米，占全国消费总量的 4.2%，连续两年同比下滑，主要受到暖冬因素影响；京津冀三省市合计 500 亿立方米，约占全国消费总量的 12%。从消费结构看，2023 年京津冀地区工业燃料占比 27.9%、采暖用气 27.3%、发电用气 26.0%、居民生活 7.8%、公共服务 5.4%、交通用气 4.5%（来源：《京津冀地区天然气供需形势分析及储运设施发展建议》，2025 年 7 月）。区域内采暖用气占比显著高于全国平均水平，导致冬季调峰保供压力相对较大。

图表 24：2024-25 年河北省天然气表观消费量连续两年同比下滑



资料来源：中国能源统计年鉴、华泰研究

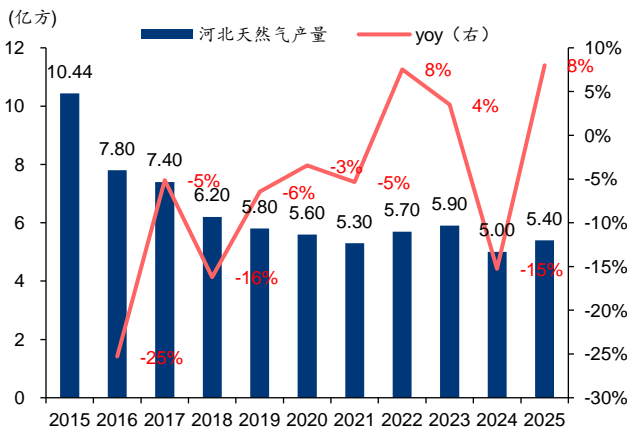
图表 25：2025 年京津冀地区天然气消费量占全国比例为 12%



资料来源：中国能源统计年鉴、北京市 2020-2025 年国民经济和社会发展统计公报、华泰研究

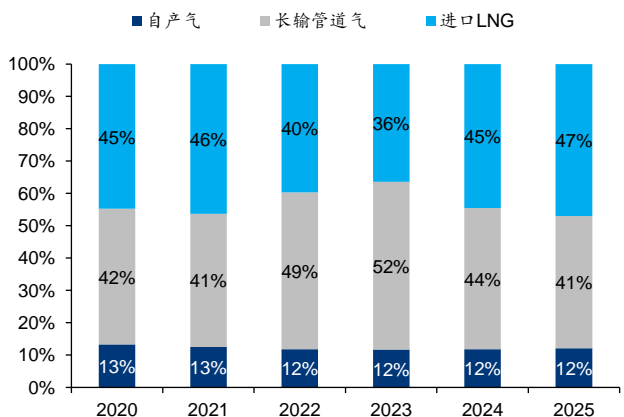
河北省内产量微乎其微，对外依存度高。河北省天然气资源禀赋匮乏，2025 年全省规模以上工业天然气产量仅 5.4 亿立方米，同比增长 8%。2025 年天然气自给率仅 3%，对外依存度达到 97%。河北省内气源主要来自中俄东线、陕京线、鄂安沧管道等国家干线管网，以及坐落于唐山和天津的 LNG 接收站。而整个京津冀地区天然气供应也主要依赖于长输管道气和进口 LNG，2025 年天然气自给率仅 12%。

图表 26：2025 年河北省天然气产量仅 5.4 亿方、自给率仅 3%



资料来源：国家统计局、华泰研究

图表 27：京津冀地区天然气供应主要依赖长输管道气和进口 LNG



资料来源：中国能源统计年鉴、北京市 2020-2025 年国民经济和社会发展统计公报、华泰研究

未来需求仍有增长空间。随着“煤改气”工程持续推进、燃气调峰电厂建设加速（新天绿能已核准 386 万千瓦燃机项目），以及工业领域清洁能源替代，预计 2030 年河北省天然气需求有望突破 300 亿立方米。京津冀地区 2025 年天然气需求预计增至 571 亿立方米，2030 年达到 677 亿立方米，“十五五”年均增速约 3.6%。

季节性峰谷差异突出。河北省高月不均匀系数约 2.0，冬季采暖季日高峰用气量可达夏季低谷期的 2 倍以上。2025 年高月均日用气量预计达 3.06 亿立方米/天，2030 年增至 3.63 亿立方米/天（来源：《京津冀地区天然气供需形势分析及储运设施发展建议》）。较大的峰谷差对储气调峰设施提出了高要求，也为拥有 LNG 接收站和储气库的企业创造了明确的商业价值。

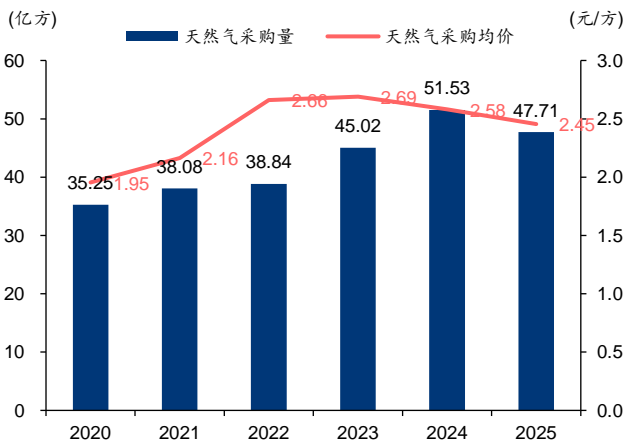
新天绿能：华北区域领先的天然气综合运营商

新天绿色能源天然气业务已形成“上游气源采购—中游管网输配—下游城燃销售”的全产业链布局，是华北地区领先的清洁能源综合服务商。截至 2025 年末，公司累计运营天然气管道 10,026.33 公里，拥有 34 座分输站、19 座门站，服务用户 77.85 万户，年输售气规模超 50 亿方。2025 年，公司天然气业务实现输售气量 52.55 亿立方米，受宏观经济增速放缓及暖冬等因素影响，同比下降 10.71%。其中，批发气量 18.66 亿方 (-7.26%)、零售气量 17.84 亿方 (-7.93%)、LNG 售气量 10.59 亿方 (-5.43%)、代输气量 4.84 亿方 (-33.63%)。尽管气量承压，但综合毛差实现 0.341 元/方，同比提升 0.039 元/方。

全产业链布局：上中下游协同，构筑核心竞争壁垒

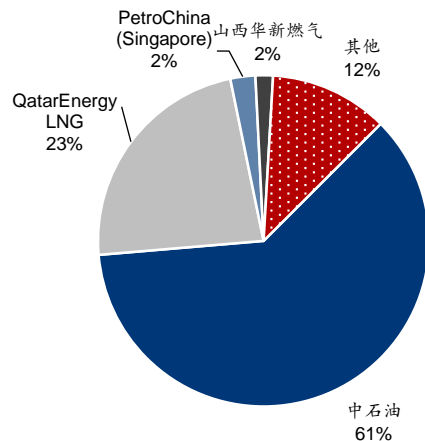
上游气源：长协+现货双轮驱动。公司气源结构呈现多元化特征，与中国石油、中国海油等国内主要油气供应商建立长期合作关系，同时积极拓展国际 LNG 资源。2025 年，卡塔尔能源（QatarEnergy LNG）成为公司第二大供应商，采购额达 27.07 亿元，占总采购额的 17.65%。公司采用“长协+现货”双管齐下的采购策略：长协资源提供稳定的基础供应和价格锚定，现货采购则灵活应对市场波动，优化采购成本。

图表 28：2023-2025 年公司天然气采购量超过 45 亿方



资料来源：公司公告、华泰研究

图表 29：2025 年 QatarEnergy LNG 成为公司第二大供应商



资料来源：公司公告、华泰研究

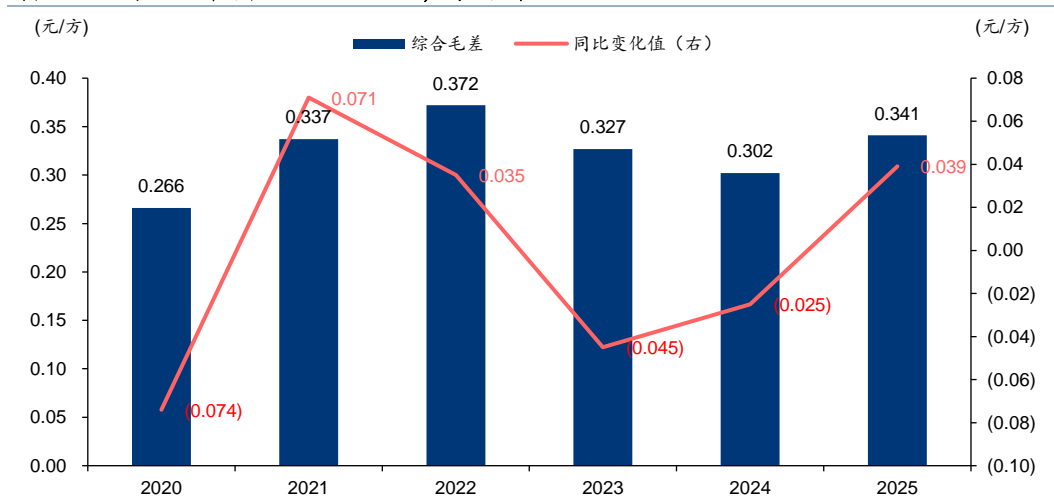
中游管网：省内“一张网”织牢织密。截至 2025 年末，累计运营天然气管道 10,026.33 公里，当年新增管线 176.03 公里。管网布局以河北省为核心，覆盖京邯线、涿永管线、蒙西管道、鄂安沧管道等多条主干线路，形成“多点下载、统筹调节”的资源供应格局。2024 年，公司实现战略突破，取得京邯复线保定站及涿永管线永清站上载点批复，与国家管网陕京管线和鄂安沧管线实现互联互通，有望助力公司的天然气业务从区域型分销商向全国性贸易商转变。

下游城燃：特许经营权构筑护城河。公司下游城燃业务覆盖河北省内 33 个城市燃气项目，拥有稳定的特许经营权。截至 2025 年末，累计用户 77.85 万户，当年新增用户 5.6 万户。城燃业务具有“区域垄断+现金流稳定”的典型特征，是公司盈利的重要来源。

顺价机制与盈利性：价差修复持续兑现

2023年6月，国家发改委发布《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，明确要求各地缩短调价周期、简化程序。2025年，龙头城燃公司销气价差约0.53-0.54元/方，距离配气费合理值仍有修复空间。公司2025年综合毛差0.341元/方，同比提升0.039元/方，价差修复逻辑持续兑现。

图表30：公司2025年综合毛差0.341元/方，同比提升0.039元/方



资料来源：公司公告、华泰研究

燃气电厂布局：增量需求打开成长空间

公司以燃气电厂为支点，使“新能源+天然气”战略两翼联结更加稳固。截至2025年末，公司累计核准燃机容量386万千瓦，包括抚宁(2×480MW)、北戴河新区(2×480MW)、沧州青县(960MW)、石家庄新乐(980MW)等4座燃机项目。其中，抚宁及北戴河项目已开工建设，预计2027年陆续投产。单座燃机电厂年用气量约5亿方，4座电厂全部投产后预计新增年用气需求约20亿方，将成为公司天然气业务重要的增量需求来源。另外，燃气电厂也可贡献容量和电量收益。基于河北省发改委《关于完善天然气发电上网电价政策的通知》(冀发改能价规〔2024〕10号)，燃气电厂若在2027年底前全容量并网，可获得容量电价28元/千瓦·月，之后投产的机组价格政策另行明确。

图表31：公司在手燃气电厂

项目名称	装机容量	机型	总投资	单瓦投资	输送电网	项目状态
抚宁燃气电厂	960MW	2×9F级	23.44亿元	2.44元/W	冀北电网	已开工，预计2027年投产
北戴河新区燃气电厂	960MW	2×9F级	23.66-24.27亿元	2.46-2.53元/W	冀北电网	2026年4月开工，预计2027年7月投产
沧州青县燃气电厂	960MW	2×9F级	24.36亿元	2.54元/W	河北南网	待开工
石家庄新乐燃气电厂	980MW	未披露	未披露	—	河北南网	待开工

资料来源：公司公告、华泰研究

季节性特征与储气调峰

京津冀地区冬季采暖用气需求较大，冬夏季天然气消费峰谷差显著。公司新天LNG项目是应对季节性峰谷差的重要基础设施。项目一期已投产，接卸规模最高约130万吨/年，建成储罐12座，另有2座在建。2025年8月，7号储罐获批为LNG保税仓库。公司积极探索LNG接收站新型商务模式，槽车反装技术改造成功，开拓第三方代储新业务。据上海石油天然气交易中心数据，3个月服务周期的代储费用(含存、取服务)约350-600元/吨。

盈利预测与估值

收入与毛利率预测：2026-2028 年公司营业收入有望先抑后扬

公司的主营业务收入由风力/光伏发电、天然气销售及接驳、LNG 接收站与燃气电厂构成。2025 年公司实现营业收入 198.31 亿元，同比降低 7.21%，主要受天然气售气量及气价下行影响；但归母净利润 18.26 亿元，同比增长 9.21%，风电板块利用小时提升对冲了天然气业务承压。随着风电装机持续扩张、四座燃气电厂自 2027 年陆续投产、新天 LNG 接收站二阶段全面达产及代储业务放量，我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 197/226/267 亿元，同比增速分别为 -0.9%/+15%/+18%，基于以下核心假设与业务分析：

核心假设：“十五五”期间河北省新能源与燃气调峰电源建设维持高景气，国内电力需求持续稳定增长。随着新天 LNG 接收站储罐集群陆续投运及槽车反装、第三方代储等新型商业模式落地，公司天然气板块单方毛利有望触底回升。公司获取的新疆及河北风电项目资源储备充足，同时燃气电厂执行河北省两部制电价（容量电价 28 元/千瓦·月、折合 336 元/千瓦·年），在气电联动机制下项目 IRR 可坚守 7% 底线。根据公司 2025 年年报，为聚焦核心主业，公司不再单独投资发展光伏发电业务，计划逐步出售或转让现有控股光伏业务。截至 2025 年底，新疆、黑龙江、辽宁省内全部光伏项目及河北省内部分光伏项目已完成剥离；剩余光伏控股装机约 424.79MW（主要为河北区域项目），在建 10MW，不再纳入核心装机规划。

风电：预测收入持续稳健增长

装机容量：截至 2025 年底，公司控股风电装机容量达 7,777.97MW，2025 年新增控股装机 1,270.52MW。公司在手核准未开工风电及光伏项目容量达 3,544.57MW，且 2025 年新增风电核准 1,132MW。考虑到风电项目 8-12 个月建设周期，我们预计 2026-2028 年每年新增风电并网装机维持 1GW，2026-2028 年末控股风电装机分别达到 8.78/9.78/10.78GW。

利用小时数：公司风电项目主要位于河北、新疆、内蒙古等风资源富集区，2025 年控股风电场利用小时数达 2,236 小时，较上年同期提升。2026 年 1-4 月风电发电量同比下降 3.5%，受风资源与消纳影响，小时数同比减少。随着新疆大基地及河北海上风电项目投产，我们预测 2026-2028 年风电平均利用小时数为 2,086/2,136/2,186 小时。

上网电价：2025 年公司平均上网电价（不含税）约 0.41 元/千瓦时，同比下降 5%，主要因平价项目占比提高及市场化交易电量占比提升。随着新能源全面入市及 136 号文“差价结算”机制落地，我们预测 2026-2028 年风电平均上网电价（不含税）分别为 0.40/0.39/0.38 元/千瓦时，逐年小幅下降。

收入：风电收入由上网电量×上网电价计算得出。基于装机容量与利用小时预测，我们估算 2026-2028 年风电发电量分别为 159/184/209 亿千瓦时，对应风电板块收入分别为 62/70/78 亿元，同比+4%/+13%/+11%。

风电度电成本：风电项目具有建设成本高、运行成本低特性，度电成本中折旧摊销占绝大部分。2025 年公司风电板块毛利率 55.9%、同比下降 3.8pp；随着风机大型化及公司新疆、河北项目规模化建设，我们预测 2026-2028 年风电度电折旧成本基本稳定，叠加利用小时维持高位，风电度电成本分别为 0.18/0.18/0.17 元/千瓦时，对应风电毛利率分别为 52.9%/53.9%/54.6%。

图表32：风电业务预测

	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
期末控股装机	MW	7,778	8,778	9,778	10,778
新增并网装机	MW	1,191	1,000	1,000	1,000
平均利用小时	小时	2,236	2,086	2,136	2,186
发电量	亿千瓦时	148.50	158.86	183.58	209.28
平均上网电价（不含税）	元/千瓦时	0.41	0.40	0.39	0.38
风电收入	百万元	5,943	6,203	6,989	7,763
yoy	%	1.8%	4.4%	12.7%	11.1%
毛利率	%	55.9%	52.9%	53.9%	54.6%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

天然气及 LNG 接收站：气量短期承压，毛利率逐步改善

收入：2025 年公司天然气售气量（不含代输）47.71 亿立方米，同比下降 7.47%，主要因气温偏高、采暖需求减少及工业需求偏弱。这些因素也导致 1-4 月售气量同比下降 20.57%。考虑到河北省“煤改气”政策持续推进及宏观经济复苏，我们预测 2026-2028 年售气量分别为 42.47/45.01/47.72 亿立方米，同比增速分别为-11%/+6%/+6%。我们预测 2026-2028 年天然气及 LNG 接收站板块收入分别为 129/138/147 亿元，同比-3.3%/+7.1%/+6.8%。

LNG 接收站业务：新型商业模式打开增量空间。新天 LNG 接收站不仅是公司自有气源的降本通道，更是独立创收的服务平台。随着二阶段 8 座储罐全面投运，总库容大幅扩张，为第三方代储、保税仓储等新型业务奠定硬件基础。

- 接卸/处理量：2025 年一期 4 座储罐运行，接卸规模约 130 万吨；2026 年二阶段 8 座储罐全面投运，接收站进入能力爬坡期，接卸/处理量提升至 150 万吨；2027-2028 年随着代储业务放量及储罐周转率提升，接卸/处理量分别增至 200/250 万吨。
- 代储业务收入：按“代储周转量×代储费率”测算。参考上海石油天然气交易中心数据，3 个月服务周期代储费（含存、取服务）约 350-600 元/吨，取中值 450 元/吨。2026 年假设代储周转量约 45 万吨（占接卸量 150 万吨的 30%），贡献收入约 2 亿元；2027 年代储周转量约 90 万吨（占接卸量 200 万吨的 45%），贡献收入约 4 亿元；2028 年代储周转量约 135 万吨（占接卸量 250 万吨的 54%），贡献收入约 6 亿元。
- 保税仓储及槽车反装收入：7 号储罐获批河北省首家 LNG 保税仓库，可开展国际转口贸易及船舶保税加注等高附加值业务；槽车反装技术改造成功后，槽车充装效率提升，开拓新的物流服务模式。两项业务合计每年稳定贡献约 1 亿元收入。

毛利率：2025 年天然气板块毛利率 4.3%，随着新天 LNG 接收站二阶段 8 座储罐全面投运（2024 年 9 月已投产 4 座，剩余 4 座机械完工预计 2026 年投运），公司自有气源占比提升，叠加 7 号储罐获批河北省首家 LNG 保税仓库、槽车反装技术改造成功及第三方代储业务开拓，我们预测 2026-2028 年天然气板块毛利率分别为 7.4%/10.4%/12.9%。

图表33：天然气及 LNG 接收站业务预测

	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
一、天然气销售					
售气量 (不含代输)	百万立方米	4,771	4,247	4,501	4,772
单方售价 (不含税)	元/立方米	2.80	2.90	2.85	2.80
单方购气成本 (不含税)	元/立方米	2.45	2.55	2.50	2.45
单方毛差	元/立方米	0.341	0.341	0.341	0.341
天然气销售收入	百万元	13,335	12,295	12,806	13,340
yoy	%	-10.20%	-2.20%	1.50%	2.20%
二、LNG 接收站业务					
接卸/处理量	万吨	130	150	200	250
代储业务收入	百万元	-	200	400	600
保税仓储及反装收入	百万元	-	100	100	100
LNG 业务收入	百万元	-	300	500	700
板块合计					
营业总收入	百万元	13,335	12,895	13,806	14,740
yoy	%	-11.1%	-3.3%	7.1%	6.8%
营业成本	百万元	12,762	12,536	13,377	14,235
毛利率	%	4.3%	7.4%	10.4%	12.9%

资料来源：公司公告、华泰研究预测

燃气电厂：2027-2028 年集中投产，贡献显著增量

装机与投产节奏：公司旗下四座 9F 级燃气热电联产机组合计核准容量 3,860MW，其中抚宁 960MW、北戴河新区 960MW、青县 960MW、新乐 980MW。抚宁项目 2025 年 12 月开工，预计 2027 年投产；北戴河新区项目 2026 年 4 月开工，预计 2027 年 7 月投产；青县项目预计 2026 年开工、2028 年投产；新乐项目 2025 年新增核准，预计 2028 年投产。

电价与发电量：根据河北省两部制电价政策，天然气发电机组容量电价为 28 元/千瓦·月(336 元/千瓦·年)，电量电价执行气电联动机制，基准 0.3124 元/千瓦时，按到厂气价与基准气价 1.84 元/方的价差联动调整。考虑到公司自有新天 LNG 气源成本优势，我们假设实际到厂气价约 2.4-2.6 元/方 (含税)，对应电量电价约 0.42-0.46 元/千瓦时 (含税)。按 9F 级机组年利用小时 2,500 小时测算，燃机 2027/2028 年发电量约 24/72 亿千瓦时。

收入：2027 年假设三座燃机年中投产、贡献半年电量约 24 亿千瓦时，叠加半年容量电价收入，燃机板块 2027 年贡献收入约 12.42 亿元；2028 年四座燃机全年运营，其中新乐电厂贡献半年，合计发电量约 72 亿千瓦时，叠加容量电价，燃机板块收入约 36.22 亿元。

燃机度电成本：9F 级联合循环机组单位投资约 2.5 元/W，按 20 年折旧测算，平均折旧约 0.12 元/千瓦；燃料成本按气耗 0.17 方/千瓦时、到厂气价含税 2.6/2.5 元/方测算，27-28 年约 0.17 元/千瓦时；叠加运维及其他支出，度电成本约 0.48/0.46 元/千瓦时。考虑容量电价回收固定成本，燃机板块毛利率约 10.2%。

图表34：燃气电厂预测

	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
期末控股装机	万千瓦	-	-	192	386
当年新增投产	万千瓦	-	-	192	194
平均利用小时	小时	-	-	2,500	2,500
发电量	亿千瓦时	-	-	24.00	72.38
电量电价收入	百万元	-	-	957	2,761
容量电价收入	百万元	-	-	285	861
燃机收入合计	百万元	-	-	1,242	3,622
毛利率	%	-	-	10.2%	10.2%

资料来源：河北省发改委、公司公告、华泰研究预测

费用预测：财务与管理费用率有望保持稳定

财务费用：公司属于资本密集型行业，2025 年底有息负债规模较大，但受益于利率下行及永续债发行，2025 年财务费用率已降至 5.3%。随着燃电厂及 LNG 三阶段建设推进，资本开支维持高位，但项目合资模式（部分风电项目引入战略投资者）可缓解资金压力。我们预测 2026-2028 年财务费用率分别为 4.7%/4.6%/4.2%，财务费用随规模扩张而增长。

管理费用：公司作为河北省属新能源龙头，管理机制成熟，2025 年管理费用率 4.0%。我们预测 2026-2028 年管理费用率稳定在 4.0%。

研发费用：公司持续投入氢能、储能及数智化领域，预测 2026-2028 年研发费用率维持 1.4% 左右。

利润预测：2027-2028 年公司归母净利润有望同比快速增长

综合我们对主营业务收入、成本及期间费用的分析和预测，我们预测公司 2026-2028 年毛利率分别为 22.7%/24.5%/25.3%，归母净利润分别为 20.08/25.31/31.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.45/0.56/0.69 元，同比增速分别为 +10.0%/+26.1%/+22.7%，三年 CAGR 约 19%。

图表35：利润表预测

	单位	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	百万元	19,831	19,650	22,590	26,678
yoy	%	-7.2%	-0.9%	15.0%	18.1%
营业成本	百万元	15,712	15,186	17,044	19,940
毛利率	%	20.8%	22.7%	24.5%	25.3%
管理费用	百万元	801	793	912	1,077
财务费用	百万元	1,055	925	1,045	1,114
研发费用	百万元	270	268	308	363
营业利润	百万元	2,416	2,832	3,618	4,499
利润总额	百万元	2,543	2,839	3,625	4,506
所得税	百万元	529	625	834	1,081
净利润	百万元	2,014	2,214	2,791	3,424
少数股东损益	百万元	188	206	260	319
归母净利润	百万元	1,826	2,008	2,531	3,105
yoy	%	9.2%	10.0%	26.1%	22.7%
EPS	元	0.40	0.45	0.56	0.69
BPS	元	5.65	5.90	6.24	6.65

资料来源：公司公告、华泰研究预测

首次覆盖予以“买入”评级

新天绿能是 A 股稀缺的“风电+LNG 接收站+燃气电厂”垂直一体化清洁能源运营商。我们预计 2026-2028 年公司风电业务归母净利润 14.14/15.91/17.76 亿元，天然气与燃气电厂业务归母净利润 5.95/9.41/13.29 亿元。我们采用分部估值，对风电、天然气与燃气电厂两大板块分别定价，以反映各业务不同的资产属性与成长阶段。

我们选取电力及燃气行业细分龙头作为可比公司，包括绿电运营商三峡能源、龙源电力、绿发电力，燃气运营商深圳燃气、佛燃能源以及火电转型标的皖能电力、福能股份。

参考 A 股纯绿电运营商估值 2026E PE 约 31x，给予 2026 年 31xPE，对应风电板块市值 438 亿元；参考 A 股燃气运营商与火电转型标的估值 2026E PE 约 12x，给予 2026 年 12xPE，对应天然气与燃气电厂板块市值 71 亿元；合计市值 509 亿元，对应 A 股目标价 11.30 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表36: 新天绿能 (600956 CH) 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 元/股	市值 十亿元	CAGR-% 26-28E	PEG 26E	PE-x				PB-x			ROE-%		
						26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
龙源电力	001289 CH	18.74	156.7	9.34	3.20	32.66	29.92	26.48	2.01	1.90	1.81	5.97	6.35	6.83	
三峡能源	600905 CH	4.17	119.2	8.33	3.28	30.82	27.34	24.84	1.30	1.29	1.23	4.22	4.72	4.95	
绿发电力	601619 CH	10.98	22.6	12.09	1.86	30.21	22.44	19.19	1.11	1.08	1.05	3.56	4.82	5.46	
平均值				9.92	2.78	31.23	26.57	23.50	1.47	1.42	1.36	4.58	5.30	5.75	
深圳燃气	601139 CH	6.48	18.6	13.05	0.77	10.08	9.49	9.16	1.15	0.97	0.90	10.33	10.22	9.80	
佛燃能源	002911 CH	11.36	14.7	10.25	1.27	13.04	11.95	10.68	1.53	1.43	1.32	11.69	12.01	12.40	
皖能电力	000543 CH	9.80	22.2	1.68	7.31	12.27	10.93	9.83	1.28	1.13	1.06	9.87	10.37	10.81	
福能股份	600483 CH	11.49	31.9	6.42	1.77	11.36	10.26	8.96	1.10	1.03	0.97	9.68	10.08	10.79	
平均值				7.85	2.78	11.69	10.66	9.66	1.26	1.14	1.06	10.39	10.67	10.95	
整体平均值				8.74	2.78	20.35	17.48	15.59	1.35	1.26	1.19	7.90	8.37	8.72	

注: 1) 数据日期: 2026/5/29; 2) 可比公司预测来自于Wind一致预期; 3) CAGR为归母净利润年均复合增速
资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究预测

新天绿色能源是港股稀缺的“风电+LNG接收站+燃气电厂”混合标的,但港股市场对多元业务公司通常给予折价。我们采用分部估值,对风电、天然气与燃气电厂两大板块分别定价,以反映各业务不同的资产属性与成长阶段。

风电业务:参照港股绿电运营商,给予成长性PE。公司风电装机持续扩张,2027年末预计达10.2GW。参考港股纯绿电运营商估值(龙源电力/中国电力/大唐新能源)2026E PE约11x,给予2026年11xPE,对应风电板块市值156亿元。

天然气与燃气电厂业务:参照港股城燃,给予估值溢价。传统城燃业务增速放缓,但现金流稳定、分红能力强。新天LNG接收站二阶段2026年全面投运,7号储罐获批河北省首家保税仓库,代储业务贡献纯增量;四座9F级燃机2027年集中投产,执行两部制电价(容量电价336元/千瓦·年),气电联动+自有LNG气源保障IRR底线。港股城燃估值(昆仑能源/华润燃气/中国燃气/新奥能源)2026E PE约10x,考虑到LNG接收站与燃机投产的高成长性,给予12xPE,对应天然气与燃气电厂板块市值71亿元。

分部市值汇总为227亿元,考虑到港股流动性及治理折价(-10%),目标市值204亿元、按汇率0.87折算为234亿港元,对应港股目标价5.20港元/股、隐含股息率4.9%。首次覆盖予以“买入”评级。

图表37: 新天绿色能源 (956 HK) 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 元/股	市值 十亿元	CAGR-% 26-28E	PEG 26E	PE-x				PB-x			ROE-%		
						26E	27E	28E	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
龙源电力	0916 CH	6.77	56.6	1.36	8.19	12.19	11.11	10.20	0.68	0.66	0.62	5.55	5.95	6.10	
中国电力	2380 HK	3.72	46.0	-0.09	不适用	14.45	13.13	11.80	0.66	0.64	0.61	4.54	4.85	5.19	
大唐新能源	1798 HK	1.69	12.3	9.99	0.55	5.80	5.52	4.97	0.41	0.40	0.38	7.10	7.20	7.70	
平均值				3.75	-	10.81	9.92	8.99	0.58	0.57	0.54	5.73	6.00	6.33	
昆仑能源	0135 HK	7.16	62.0	5.52	1.70	9.37	8.97	8.59	0.83	0.73	0.70	8.22	8.18	8.21	
华润燃气	1193 HK	18.39	42.6	5.25	2.23	11.70	11.16	10.29	0.96	0.93	0.89	8.13	8.30	8.62	
中国燃气	0384 HK	6.93	37.8	3.81	3.11	11.86	11.13	10.47	0.70	0.69	0.69	5.87	6.23	6.55	
新奥能源	2688 HK	54.90	62.1	4.71	1.85	8.74	8.43	7.98	1.05	0.98	0.94	12.03	11.65	11.80	
平均值				4.83	2.22	10.42	9.92	9.33	0.88	0.83	0.80	8.56	8.59	8.80	

注: 1) 数据日期: 2026/5/29; 2) 可比公司预测来自于Wind一致预期; 3) CAGR为归母净利润年均复合增速
资料来源: Bloomberg、Wind、华泰研究预测

风险提示

天然气价格大幅波动风险。公司天然气销售及燃气电厂业务对气价高度敏感，国际 LNG 现货价格受地缘政治、全球供需错配及季节性因素扰动显著。2025 年受暖冬及需求偏弱影响，公司天然气板块毛利率已压缩至 4.3% 的历史低位；若 2026-2028 年国际气价中枢因中东局势或极端天气超预期上行，公司城燃业务单方毛利将进一步收窄，同时燃气电厂燃料成本抬升将直接推高发电成本。尽管公司自有新天 LNG 接收站可对冲部分气价波动，但接收站长协气占比及锁价周期有限，若气价持续高于 3.0 元/方，燃机项目 IRR 可能跌破 7% 的盈利底线，对 2027-2028 年业绩释放构成显著压制。

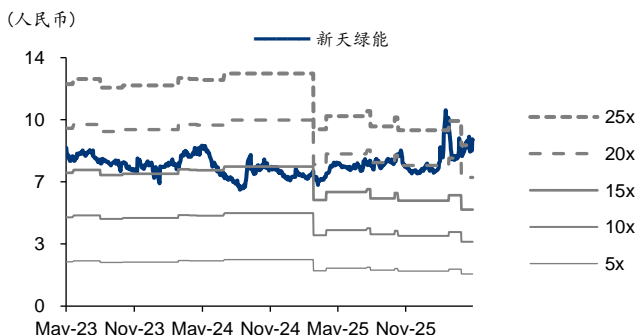
燃气电厂投产进度不及预期风险。公司四座 9F 级燃气热电联产机组（合计 3,860MW）是 2027-2028 年最核心的业绩增量来源，当前抚宁、北戴河新区、青县项目均处于建设关键期，涉及核准、设备交付、电网接入及并网调试等多重环节。若因设备延期交付、电网接入工程滞后或环保审批收紧导致投产时间推迟，将直接影响容量电价及电量电价收入的确认节奏。以全部机组推迟一年投产测算，公司将损失容量电价收入约 12 亿元/年（3,860MW × 336 元/kW·年），同时推迟电量收入约 35 亿元/年的贡献，2027-2028 年归母净利润预测值可能下修。

风电弃风限电率超预期风险。公司控股风电装机主要分布于河北、新疆、内蒙古等“三北”地区，虽然 2025 年控股风电利用小时数达 2,236 小时、同比提升，但随着新能源装机规模快速扩张，三北地区消纳压力持续加大。若 2026-2028 年特高压外送通道建设进度滞后于电源投产节奏，或电网调峰能力不足导致弃风率超预期回升，将直接拉低公司风电平均利用小时数。以当前 7.78GW 风电装机测算，弃风率每上升 1 个百分点，年损失发电量约 1.5 亿千瓦时，按 0.40 元/千瓦时电价折算，将拖累归母净利润约 0.45 亿元。

河北省电价政策调整风险。公司燃气电厂盈利能力高度依赖河北省两部制电价政策（容量电价 28 元/千瓦·月、气电联动电量电价），该政策明确 2027 年底前投产的机组方可纳入竞争性容量电价支持范围。若河北省发改委因财政压力或电力市场化改革深化，下调容量电价标准、收紧气电联动调整幅度或提高市场化交易电量比例，将直接压缩燃机项目收益空间。敏感性分析显示，容量电价若下调 10%，公司年容量电费收入将减少约 1.3 亿元；电量电价每下降 0.01 元/千瓦时，四座燃机满发状态下年利润将减少约 1.5 亿元，对 2027-2028 年业绩弹性造成不确定性。

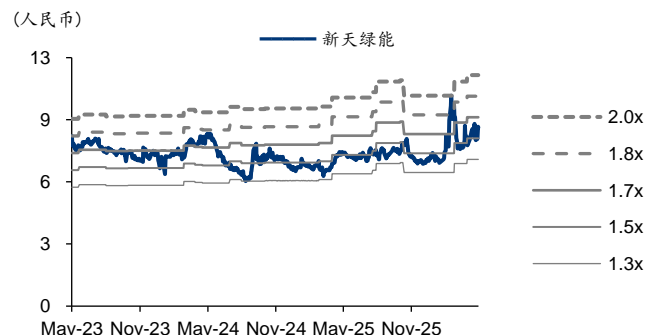
LNG 接收站负荷率提升不及预期风险。新天 LNG 接收站是公司天然气板块降本增效及新型商业模式（第三方代储、保税仓储、槽车反装）的核心载体，一期接卸规模约 130 万吨/年，二阶段 8 座储罐全面投产后总库容将大幅提升。若因下游需求偏弱、进口 LNG 经济性不足或管网互联互通滞后导致接收站实际负荷率长期低于 60%，将使得高额固定成本（单罐折旧+财务费用）无法有效摊薄，单位接卸成本居高不下。同时，代储业务依赖储罐周转率和第三方客户开拓，若市场培育不及预期，高毛利的代储收入（350-600 元/吨）将难以兑现，接收站板块 ROE 提升逻辑受阻，进而拖累天然气板块整体毛利率修复进程。

图表38：新天绿能 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表39：新天绿能 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、黄波、李雅琳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。请注意，标*的人员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活动。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，华泰证券股份有限公司和其关联机构统称为“华泰证券”（华泰证券股份有限公司已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格）。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供华泰证券及其客户和其关联机构使用。华泰证券不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于华泰证券认为可靠的、已公开的信息编制，但华泰证券对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰证券不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰证券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。

华泰证券（华泰证券（美国）有限公司除外）不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰证券力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰证券及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰证券不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。

华泰证券及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰证券可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰证券的销售人员、交易人员或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。华泰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。华泰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。投资者应当考虑到华泰证券及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰证券违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为华泰证券所有。未经华泰证券书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯华泰证券版权。如征得华泰证券同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。华泰证券保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰证券的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司或其关联机构制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 新天绿色能源（956 HK）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 新天绿能（600956 CH）、新天绿色能源（956 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前12个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 新天绿能（600956 CH）、新天绿色能源（956 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后3个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 新天绿色能源（956 HK）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日担任标的公司证券做市商或者证券流动性提供者。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰证券内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所分发的信息相关的事宜。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数, 德国市场基准为 DAX 指数), 具体如下:

行业评级

增持: 预计行业股票指数超越基准
中性: 预计行业股票指数基本与基准持平
减持: 预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入: 预计股价超越基准 15% 以上
增持: 预计股价超越基准 5%~15%
持有: 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出: 预计股价弱于基准 15% 以上
暂停评级: 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策
无评级: 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J
香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809
美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231
新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问, 经营许可证编号为: 202233398E

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521
电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062
电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123
电子邮件: research@htsc.com
<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981
电话: +65 68603600
传真: +65 65091183
<https://www.htsc.com.sg>

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/
邮政编码: 100032
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275
电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068
电子邮件: ht-rd@htsc.com

©版权所有 2026 年华泰证券股份有限公司