

公用事业

2024年12月31日

新天绿能 (600956)

——风电+天然气双轮驱动，助推公司稳步发展

暂无评级(首次评级)

研报摘要:

- 地方国有清洁能源企业。**新天绿能是华北地区领先的清洁能源开发与利用公司，是河北省最大的天然气分销商，也是河北省最大的风电运营商，是中国十大风电运营商之一。公司主要从事清洁能源开发与利用，旗下拥有两大业务板块：天然气业务和风电业务。公司控股股东为河北建投，其为河北省国资委100%持股省级国有企业。
- 风电+天然气双轮驱动，公司应收实现稳步增长。**2023年，公司的营业总收入达到了202.82亿元，与前一年相比增长了9.27%；归属于母公司的净利润为22.07亿元人民币，相比前一年下降了3.78%。2024年前三季度，公司的营业总收入为157.89亿元人民币，同比增长了20.31%；归母净利润为14.95亿元人民币，同比小幅下降0.74%。
- 海风规划为公司风电业务打开发展空间。**河北省“十四五”海上风电规划获批后，公司作为投资方的秦皇岛市首个海风平价示范项目——山海关海上风电一期500兆瓦平价示范项目已获得核准批复，计划在2025年12月31日前实现全部风机并网发电，成为河北省管海域2025年前并网60万千瓦的重点项目。
- 唐山LNG项目投产，进一步完善产业链布局。**2022年1月，公司通过定向增发募集了45.96亿元资金，用于唐山LNG项目（包括第一阶段和第二阶段）及外输管线（曹妃甸-宝坻段、宝坻-永清段）的建设。唐山LNG项目不仅完善了其在上游资源端的布局，而且在国际天然气价格回归合理区间时，有助于提高公司的气源多元化水平和成本控制能力。
- 盈利预测及估值。**预计公司2024-2026年合计收入分别为245.17、294.27、353.69亿元，归母净利润分别为28.23、36.87、45.92亿元，EPS分别为0.67、0.88、1.10元，PE分别为11.26、8.62、6.92倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- 风险提示。**1. 国内电价波动风险；2. 风电利用小时数低于预期风险；3. 唐山LNG项目运营低于预期风险。

市场数据

2024年12月30日

收盘价(元)	7.56
一年内最高/最低(元)	9.28/6.54
市净率	1.4796
股息率(分红/股份)	5.03
流通A股市值(百万元)	16,370
上证指数/深证成指	3,407.33/10,671.16

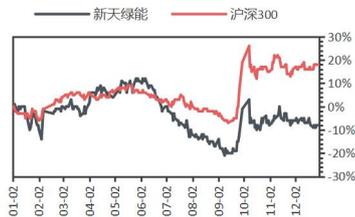
注：“股息率”以最近1年已公布分红计算

基础数据

2024年09月30日

每股净资产(元)	5.11
资产负债率%	67.57
总股本/流通A股(百万)	4,206/2,165
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



证券分析师

杨鹏 13393033373
S0400522100001
yangpeng@cdzq.com

财务数据及盈利预测

报告期	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,561	20,282	24,517	29,427	35,369
营业收入增长率(%)	16.11	9.27	20.88	20.03	20.19
归母净利润(百万元)	2,294	2,207	2,823	3,687	4,592
归母净利润增长率(%)	6.20	-3.78	27.89	30.61	24.55
每股收益(元/股)	0.53	0.51	0.67	0.88	1.10
PE	14.32	14.88	11.26	8.62	6.92
PB	1.55	1.45	1.29	1.12	0.96
EV/EBITDA	11.44	12.08	7.37	6.00	5.02
ROE(%)	11.19	10.23	11.59	13.10	14.05

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

目录

1. 地方国有清洁能源企业，风电+天然气双轮驱动	4
1.1 地方国有清洁能源企业	4
1.2 国内能源产业转型助推公司稳步成长	5
1.3 公司现金流充足，摊销为公司的主要营业成本	7
2. 风力资源丰富，海风规划为风力业务发展打开空间	8
2.1 风力资源丰富，装机容量驱动业务稳步增长	8
2.2 下游需求稳定，资产收益率优于同行	9
2.3 在手项目充足，海风规划为风电业务打开成长空间	11
3. LNG 业务发展支撑售气规模增长，顺价助推天然气业务毛利修复	12
3.1 售气业务机构优化，带动盈利能力提升	12
3.2 顺价工作已全面落地，零售气量毛差有望修复	14
3.3 唐山 LNG 项目投产，进一步完善产业链布局	15
4. 盈利预测	17
5. 风险提示	17

图表目录

图 1 : 公司股权构成情况	4
图 2 : 公司业务构成情况	5
图 3 : 公司主营业务毛利率情况	5
图 3 : 公司营业收入变化情况	6
图 4 : 公司归母净利润变化情况	6
图 5 : 公司天然气业务毛利变化情况	6
图 6 : 公司风力/光伏发电业务毛利变化情况	6
图 8 : 公司风电装机容量区域分布情况	8
图 9 : 河北省发电量变化情况	10
图 10 : 河北省用电量变化情况	10
图 11 : 河北省各类型发电量占比情况	10
图 12 : 公司天然气累计运营管道长度变化情况	13
图 13 : 公司天然气总售气量变化情况	14
图 14 : 唐山 LNG 项目及外输管线示意图	16
表 1 : 2023 年重要子公司、投资收益及对应净利润和归母净利润	6
表 2 : 欠款前五名均为当地电网公司 (截至 2023 年底)	8
表 3 : 冀北电网和河北南网中长期交易电量交易限额	10
表 4 : 2021-2023 年冀北电网电力交易成交情况	11
表 5 : 公司天然气购销价差 (元/立方米)	13
表 6 : 河北省天然气终端销售价格调整情况 (以石家庄和廊坊市为例)	15
表 7 : 唐山 LNG 项目建设内容及进展情况	16

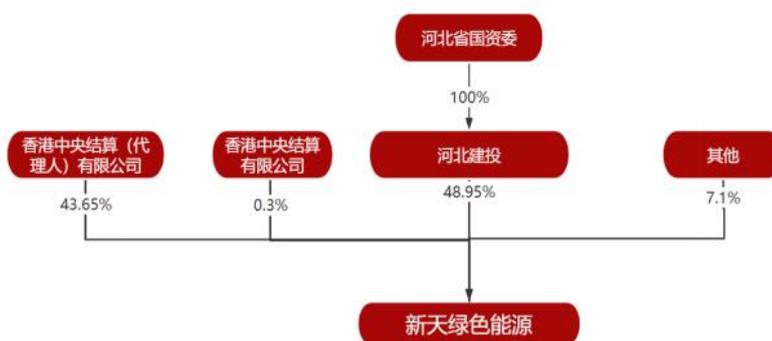
1. 地方国有清洁能源企业，风电+天然气双轮驱动

新天绿能是华北地区领先的清洁能源开发与利用公司，是河北省最大的天然气分销商，也是河北省最大的风电运营商，是中国十大风电运营商之一。集团主要从事清洁能源开发与利用，旗下拥有两大业务板块：天然气业务和风电业务。集团在河北省拥有运营天然气输配设施，并通过天然气分销渠道销售天然气。集团从事风电场的规划、开发、运营及电力销售，在河北、山西、新疆、山东、云南、内蒙古等地区拥有风电项目。

1.1 地方国有清洁能源企业

新天绿能的实控人为河北省国资委，创立之初便构建起风电+天然气双轮驱动的业务结构，在中国大陆和香港两地上市。公司控股股东为河北建投，其为河北省国资委 100% 持股省级国资企业。2010 年，河北建投为整合风电板块及天然气板块业务并搭建上市平台，推动河北清洁能源产业快速发展，经河北省国资委同意，河北建投与建投水务共同发起设立新天绿色能源。其中，河北建投持股 80%，以其持有的河北天然气 55% 股权和建投新能源 100% 股权作为经营性资产、以及部分现金作为出资；建投水务则以现金出资，持股 20%。同年，新天绿色能源成功在香港联交所上市；并于 2020 年在 A 股上市。截至 2024 H1，控股股东河北建投持股 48.95%，实控人为河北省国资委。

图 1：公司股权结构情况

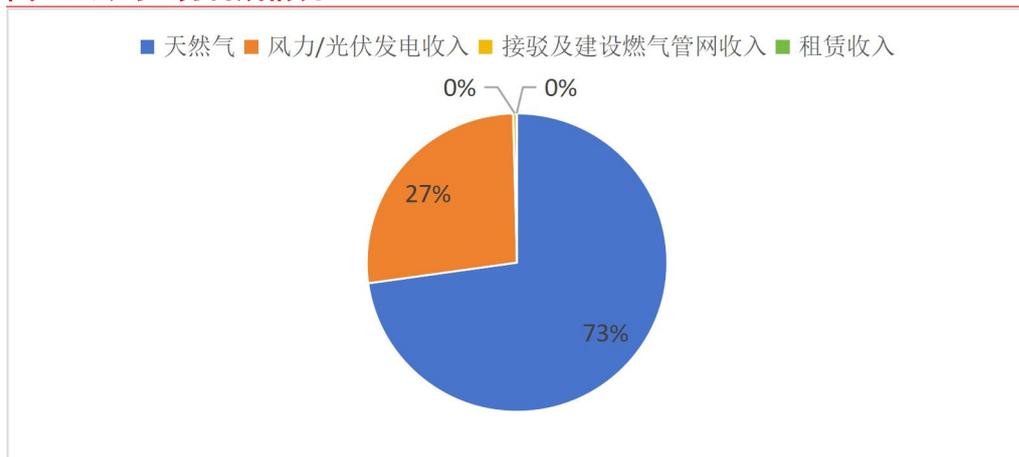


资料来源：公司公告，财达研究

1.2 国内能源产业转型助推公司稳步成长

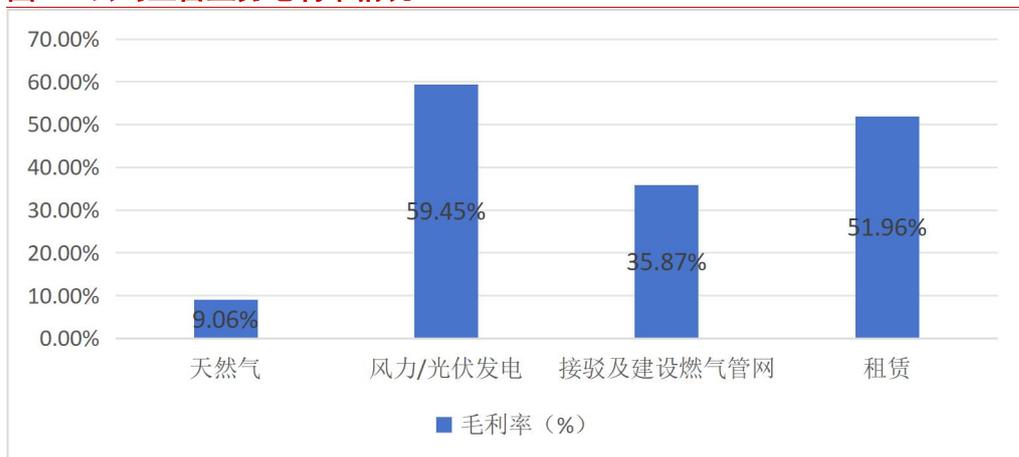
在当前中国能源转型的关键时期,公司通过快速增加风力发电设施和稳步扩大天然气销售,实现了业绩的显著增长。公司主要依托三家核心子公司——建投新能源(全资控股)、丰宁新能源(全资控股)和河北天然气(控股55%),并通过股权投资等手段,形成了以风力发电为主、天然气业务为补充的盈利模式。

图 2: 公司业务构成情况



资料来源: 公司公告, 财达研究

图 3: 公司主营业务毛利率情况



资料来源: 公司公告, 财达研究

2023年,公司的营业总收入达到了202.82亿元,与前一年相比增长了9.27%;归属于母公司的净利润为22.07亿元人民币,相比前一年下降了3.78%。与公司上市初期相比,营业总收入和归母净利润分别增长了901%和793%。2024年前三季度,公司的营业总收入为157.89亿元人民币,同比增长了20.31%;归母净利润为14.95亿元人民币,同比小幅下降0.74%。

风力和光伏业务方面：公司以风力发电为核心，从2010年到2023年，风力发电控股装机容量从855兆瓦增长至6293.75兆瓦，年复合增长率为16.5%；光伏控股装机容量为126.12兆瓦。2023年，这部分业务的营业总收入为62.43亿元人民币，净利润为18.16亿元人民币，其中建投新能源和丰宁新能源两大核心子公司以及股权投资收益对归母净利润的贡献约为14.6亿元人民币，占比约66%。

天然气业务方面：公司主要从事天然气销售，并涉及少量的燃气管网接驳和建设业务。得益于在长输管线的投资以及城市燃气特许经营项目的获取，2023年的天然气销售量达到了45.03亿立方米，营业总收入为140.27亿元人民币。核心子公司河北天然气以及股权投资收益对归母净利润的贡献约为5.67亿元人民币，占比约26%。

图3：公司营业收入变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

图4：公司归母净利润变化情况



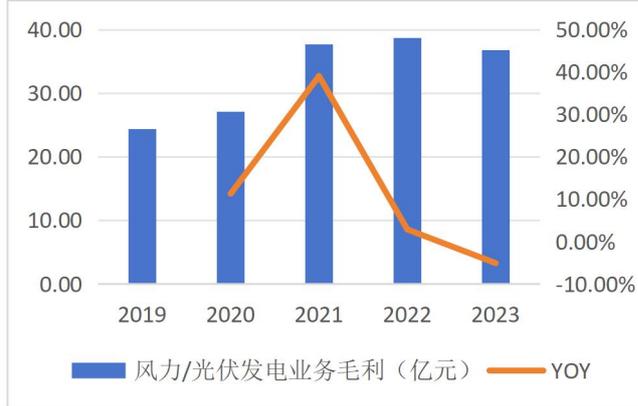
资料来源：公司公告，财达研究

图5：公司天然气业务毛利变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

图6：公司风力/光伏发电业务毛利变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

表1：2023年重要子公司、投资收益及对应净利润和归母净利润

重要子公司	净利润			归母净利润		
	持股比例	金额 (亿元)	占比	重要子公司	金额 (亿元)	占比

建设能源	100%	10.21	37%	建设能源	4.10	46%
丰宁新能源	100%	4.10	15%	丰宁新能源	4.10	19%
河北天然气	55%	6.53	24%	河北天然气	3.59	16%
权益法投资收益		3.39		权益法投资收益	3.39	
其中：天然气		2.08	8%	其中：天然气	2.08	9%
风电光伏发电		0.29	1%	风电光伏发电	0.29	1%
股份及其他		1.01	4%	股份及其他	1.01	5%
净利润(合并口径)		27.34	89%	归母净利润(合并口径)	22.07	96%

资料来源：公司公告，财达研究

1.3 公司现金流充足，摊销为公司的主要营业成本

从现金流的角度分析，2023 年公司累计折旧和摊销费用为 23.79 亿元，占净利润的比例高达 100.2%。公司的经营活动现金流入为 48.52 亿元，是净利润 27.34 亿元的 1.77 倍，这表明净利润并不能完全反映公司实际的现金生成能力，主要原因是营业成本中包含了大量非现金支出，如风电业务的折旧摊销费用。由于折旧摊销不会实际减少现金流，如果将净利润加上折旧摊销作为衡量现金创造能力的指标，那么 2023 年公司的净现金创造能力约为 47.5 亿元，这可以覆盖同年资本支出的 77%，资本支出总额为 61.47 亿元，其中风电和光伏部分为 20.73 亿元，天然气部分为 40.53 亿元。

进一步分析财务数据可以发现，公司的折旧摊销费用几乎全部来源于风电和光伏业务，这部分业务也是公司主要的净现金流入来源。公司的应收账款主要与可再生能源补贴有关，而且与同行业相比，补贴拖欠对公司现金流的影响较小。风电和光伏业务的折旧摊销费用约为 20.96 亿元，占公司总折旧摊销费用的 88%，因此，净利润未能体现的现金获取能力主要是由于风电机组的折旧成本较高。如果将净利润加上折旧摊销作为现金创造能力的指标，风电和光伏业务潜在的净现金流入约为 39.1 亿元，是公司现金流的主要来源。

此外，观察公司近年来的应收账款情况，自 2020 年以来，公司前五大欠款方均为电网公司，这些欠款的增加额约占公司应收账款增加额的 90%。因此，如果以应收账款增加额与发电收入的比率作为衡量可再生能源补贴回款情况的指标，2023 年由于电费补贴导致的新增应收账款仅占公司发电收入的 14% 左右。从新增应收账款与发电收入的比率来看，公司每单位发电收入产生的新增应收账款在行业中处于较低水平，这意味着公司有更高比例的发电收入转化为现金流入和再投资，这有助于提高公司的资产周转率和收益率。

表 2：欠款前五名均为当地电网公司（截至 2023 年底）

单位名称	应收账款期末余额(亿元)	占应收账款比例
国网冀北电力有限公司	33.11	49.42%
国网河北省电力有限公司	6.93	10.34%
云南电网有限责任公司	5.29	7.90%
国网内蒙古东部电力有限公司	3.40	5.08%
国网新疆电力有限公司巴州供电公司	2.83	4.23%
合计	51.56	76.97%

资料来源：公司公告，财达研究

2. 风力资源丰富，海风规划为风力业务发展打开空间

2.1 风力资源丰富，装机容量驱动业务稳步增长

公司拥有优质的风力资源，其平均运行小时数超过全国平均水平，且装机的盈利能力在同行业中处于较高水平。截至 2023 年底，公司的风力发电控股装机容量达到 6293.75 兆瓦，光伏发电控股装机容量为 126.12 兆瓦。从装机地理位置来看，公司的风力发电场主要集中在风力资源丰富的河北省张家口和承德等地区，其中华北地区的装机容量占公司总装机容量的 79%。长期以来，公司风力发电项目的平均运行小时数均高于全国平均水平，2023 年公司风电场的平均运行小时数为 2419 小时，高于全国风电平均的 2225 小时。在盈利能力方面，如果以“净利润+减值”除以装机量来衡量每吉瓦装机的盈利能力，公司的电力装机盈利能力在行业中处于领先地位，甚至超过了龙源电力等同行业公司。

图 8：公司风电装机容量区域分布情况



资料来源：公司公告，财达研究

在 2024 年上半年，公司所控制的风力发电站累计发电 74.44 亿千瓦时，与去年同期相比有所下降，降幅为 3.57%。这些风电站的平均运行小时数为 1212 小时，比去年同期减少了 128 小时，但仍然比全国平均水平高出 78 小时。平均运行小时数的下降主要是由于平均风速的降低。风电机组的平均可用率提高到了 98.06%，比去年同期上升了 0.28 个百分点。风电的弃风率也有所改善，下降至 7.81%，同比减少了 1.58 个百分点。

公司风电装机容量的迅速增加，加上 2015 年以来可再生能源消纳状况的持续改善，推动了公司发电业务净利润的增长。从 2010 年到 2023 年，受装机容量增长的推动，风电和光伏业务的净利润年复合增长率达到了 17.8%。然而，2023 年由于市场化交易比例的增加、平均运行小时数的减少，以及子公司富平冀新绿色能源的资产减值等因素，公司风电和光伏业务的净利润下降了 14.94%。

2.2 下游需求稳定，资产收益率优于同行

河北省具有“外电占比高”特点，这为省内的发电企业带来了相对稳定的市场需求。自 2003 年以来，河北省的发电量一直未能满足其用电量，2023 年的电力缺口大约为 1100 亿千瓦时。如果考虑到 5% 的输电损耗，使用“用电量减去发电量除以（1 减去 5%）”作为净输入电量的计算方式，那么 2023 年河北省的净输入电量占全省用电量的比例大约为 27%。

对于已经投入运营的发电设施来说，其投资回报率主要取决于发电量和电价。在发电量方面，优质的风力资源和较高的设备利用率意味着在相同条件下，河北省的风力发电机组能够产生更多的电力。在电价方面，新能源电价在市场化交易中的竞争本质上是对发电空间的竞争。鉴于河北省电力供应对外依赖性较强，以及省内对绿色电力的优先消纳政策，河北省的基本电力需求有望为新能源的发电空间和电价提供一定的支持。

公司在风电领域的资产回报率在同行业中处于领先地位，显示出较高的资产质量。通过对风电和光伏部门的净资产收益率进行测算，可以发现优质的风力资源和较为有利的电价支持下，公司 2023 年风电和光伏部门的净资产收益率约为 12%，在同行业中处于领先地位。

图 9：河北省发电量变化情况



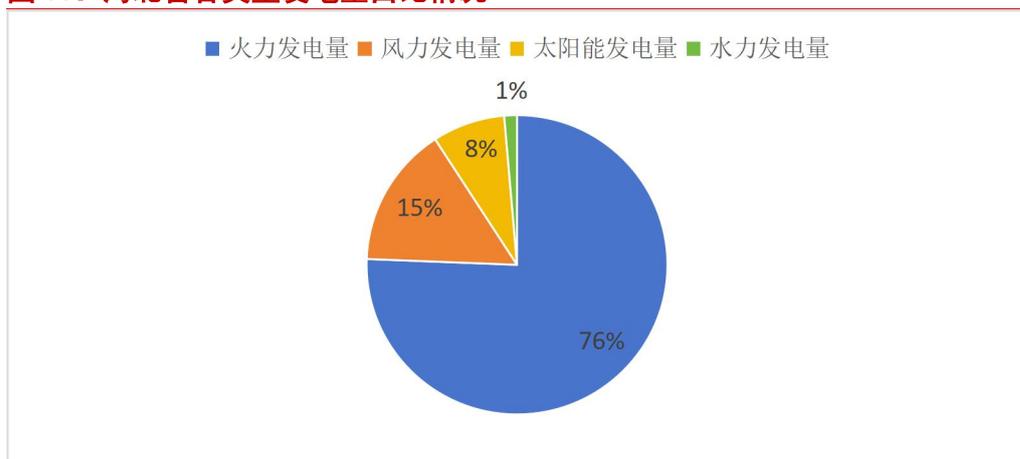
资料来源：中电联，财达研究

图 10：河北省用电量变化情况



资料来源：中电联，财达研究

图 11：河北省各类型发电量占比情况



资料来源：中电联，财达研究

表 3：冀北电网和河北南网中长期交易电量交易限额

冀北电网	
火电	火电厂交易上限不超过其实际发电能力，同时不得超过当次交易规模×该电厂容量占比的 1.4 倍。

新能源

新能源企业年度分月、月度交易上限，暂按前三年(2020-2022年)分地市当月平均利用小时的50%确定(平价新能源项目按60%确定)，配建调相机的项目交易上限按1.3倍执行。

河北南网

火电

燃煤发电上网电量原则上全部进入电力市场

省调直调光伏冬季(1-2月、12月)、夏季(6-8月)入市比例暂定为40%，春季(3-5月)、秋季(9-11月)入市

新能源

比例暂定为60%；

风力发电场站冬季夏季入市比例暂定为20%，春季、秋季入市比例暂定为30%对于无补贴风力发电场站，

依申请可将入市比例扩大为冬季、夏季40%，春季、秋季60%。

资料来源：公司公告，财达研究

表 4：2021-2023 年冀北电网电力交易成交情况

京津唐电网（冀北地区）			
	2021A	2022A	2023A
交易电量(亿千瓦时)	479.55	701.43	617.74
成交均价(元/MWh)	尖峰	642.88	793.01
	峰	536.61	663.43
	谷	354.73	438.85
	平	173.52	197.99
冀北地区新能源交易电量			
	2021A	2022A	2023A
交易电量(亿千瓦时)		27.23	198.51
成交均价(元/MWh)	尖峰	724.90	771.02
	峰	586.34	657.81
	谷	394.08	435.24
	平	185.29	213.27

资料来源：公司公告，财达研究

2.3 在手项目充足，海风规划为风电业务打开成长空间

公司目前拥有充足的项目资源，其在建及已核准但尚未开工的项目总容量达到了现有控股装机容量的56.1%。截至2023年底，公司在建的机组容量为574.5兆瓦，已核准但未开工的装机容量为2957.8兆瓦，而各地（包括河北、内蒙古、黑龙江、新疆、云南、山西、江苏）的开发建设方案容量累计达到10740.85兆瓦。这些数字分别占累计控股装机容量6293.75兆瓦的9.1%、47.0%和170.7%。短期内，这些在建和已核准的项目预示着公司业绩的稳定增长；而纳入规划的容量资源则为公司中长期竞争提供了坚实的基础。

河北省的海上风电规划已经落地，计划在省管和国管海域建设总计730万千瓦的风电项目，并要求在2025年前并网160万千瓦。2024年1月，河北省“十四五”海上风电规划获批，其中包括省管海域风电项目180万千瓦（秦皇岛50万千瓦、唐山130万千瓦）和国管海域风电项目550万千瓦；计划到2025年，省管海域风电并网60万千瓦，国管海域风电并网100万千瓦。河北省还提出了到2027年全省风光装机达到1.14亿千瓦，海上风电装机达到500万千瓦的目标。

公司是河北省“十四五”期间海上风电并网的主力军，已获批建设省管海域180万千瓦项目中的50万千瓦。随着河北省海上风电空间的拓展，公司有望成为主要的受益运营商。河北省“十四五”海上风电规划获批后，公司作为投资方的秦皇岛市首个海风平价示范项目——山海关海上风电一期500兆瓦平价示范项目已获得核准批复，计划在2025年12月31日前实现全部风机并网发电，成为河北省管海域2025年前并网60万千瓦的重点项目。

作为河北省首个海风项目（唐山乐亭菩提岛海上风电项目，2020年7月并网发电，总容量30万千瓦）以及首个海上平价示范项目的投资方和运营商，随着秦皇岛与唐山推进海风规划的实施，公司有望成为主要的受益运营商。

3. LNG业务发展支撑售气规模增长，顺价助推天然气业务毛利修复

3.1 售气业务机构优化，带动盈利能力提升

公司在天然气业务领域同时涉足中游的管道运输和下游的分销业务。在河北省，公司运营着包括长输管道、城市燃气管网、LNG接收站在内的天然气输配设施，并向各类下游客户销售天然气，包括批发客户、零售客户以及CNG客户。零售客户涵盖工业、商业和居民等终端用户，而批发客户主要是其他城市燃气公司。截至2024年6月30日，公司运营的管道总长达到9803.86公里，并且拥有1座LNG接收站、5座CNG母站、3座CNG子站、3座LNG加注站以及1座L-CNG合建站。从盈利模式来看，公司通过批发气量获得稳定的管道运输费用，这是天然气行业中游的业务；而零售气量和CNG等业务则属于下游，主要通过购销差价来盈利。

公司的下游业务规模正在不断扩大，零售气和LNG售气量的增长推动了利润规模的稳步提升。对于天然气行业来说，基于管网资产的销售潜力是决定业绩规模的关键。近年来，公司通过收购城市燃气项目，使得城市燃气管网规模和零售气量在2018至2023年间实现了超过一倍

的增长；同时，得益于2023年唐山LNG项目第一阶段及外输管线的投产，LNG售气量从2022年的0.05亿立方米激增至2023年的4.56亿立方米，实现了显著增长。在零售和LNG售气量的增加推动下，公司天然气业务的盈利规模达到了新的高度：2023年天然气业务实现营收140.27亿元（其中天然气销售收入为137.86亿元），同比增长14.96%；净利润同比增长30.15%，达到9.48亿元。

此外，由于零售气量占比的提升，带来了更高的毛利，售气的平均购销价差扩大，从而推动毛利率逐渐回升。过去，公司的售气量主要以批发气量为主，虽然管输费用稳定，但毛利率相对较低。近年来，随着零售气量占比的增加，公司售气的购销价差从大约0.22元/立方米提升至约0.35元/立方米。2023年毛差有所下降，主要是由于河北省在2022年5月降低了管输价格；随着售气规模的持续增长，预计天然气销售的毛利规模将继续保持稳健的扩张。

表 5：公司天然气购销价差（元/立方米）

	2021A	2022A	2023A
天然气采购量(亿立方米)	38.04	38.84	45.02
天然气销售总量(亿立方米)	38.84	38.84	45.03
其中：批发气量	20.81	19.57	19.62
零售气量	16.32	18.38	20.00
CNG	0.83	0.84	0.85
LNG	0.12	0.05	4.56
加权平均销售价格(元/立方米)	2.50	3.05	3.06
加权平均采购价格（元/立方米）	2.16	2.66	2.69
平均购销价差（元/立方米）	0.33	0.39	0.37

资料来源：公司公告，财达研究

图 12：公司天然气累计运营管道长度变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

图 13：公司天然气总售气量变化情况



资料来源：公司公告，财达研究

3.2 顺价工作已全面落地，零售气量毛差有望修复

从 2021 年到 2023 年，全球宏观经济和地缘政治事件导致国际天然气价格剧烈波动。尽管城市燃气定价机制中存在上下游价格联动，但多数地区的联动周期较长，且不涉及居民用气，加之考虑到民生问题，城燃销售价格调整往往跟不上天然气资源价格的波动，导致上游成本难以转嫁到下游，给城燃企业带来较大经营压力。此外，由于上游资源企业和城燃企业签订的供气合同仅能满足部分民生用气需求，在 2021 至 2022 年天然气价格大幅上涨期间，一些地区出现了限气现象。随着天然气价格机制改革的不断推进，2023 年 6 月，国家发展和改革委员会发布了《国家天然气上下游价格联动机制指导意见》，旨在推动全国范围内顺价机制的实施。各省市落地政策主要体现在联动范围扩大到居民用气和联动频率提高等方面。

河北省的天然气顺价工作已经全面实施，零售气量的毛利差有望得到修复。特别是在 2022/2023 采暖季，河北省保供压力较大，多个县（市、区）出现了限气问题，因此积极推动顺价工作。根据《河北省 2023 年国民经济和社会发展计划执行情况与 2024 年国民经济和社会发展计划草案的报告》，河北省 151 个通气县（市、区）全部完成了天然气顺价工作，缓解了 41 亿元的价格倒挂矛盾。以石家庄和廊坊为例，2023 年以来，石家庄居民用气价格上涨了 0.37 元/立方米，非居民用气采暖季最高销售价格上调了 0.29 元/立方米；廊坊市居民用气销售价格上调了 0.38 元/立方米。

此外，气源成本端的低位运行也有助于提升零售气量的毛利差。继 2023 年国际天然气价格回落后，天然气价格保持在阶段性低位：2024 年 1 月至 8 月期间，管道天然气进口平均单价除了 6 月同比上升 0.15% 外，其他月份均低于去年同期；液化天然气进口单价在 7 月和 8 月同比分别上升了 2.99% 和 4.12%，其他月份同比也明显低于去年同期。同时，

随着唐山 LNG 项目的投产，气源多元化水平和气源成本控制能力得到提升，零售气量的毛利差修复有望进一步增强。

表 6：河北省天然气终端销售价格调整情况（以石家庄和廊坊市为例）

分类	最新调整	时间	依据文件	调整内容
石家庄	居民用气	2023 年 4 月	2019 年印发：《关于市区居民用管道天然气价格暨销售价格联动机制的通知》（石发改价格〔2019〕438 号）。	居民用管道天然气综合采购价格较基期价格累计上涨 0.58 元/立方米，达到价格联动机制启动条件。上调 0.37 元/立方米。
	非居民用气	2024 年 3 月	2024 年 1 月印发：《石家庄市主城区非居民用管道天然气销售价格联动机制》（石发改价格〔2024〕1 号）。	2023 年 11 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日，将非居民用管道天然气最高销售价格由 4.02 元/立方米调整为 4.31 元/立方米。 2024 年 4 月 1 日起，暂恢复 2023 年非采暖季最高销售价格 4.02 元/立方米。待燃气企业签订 2024 年非采暖季购销合同后，按程序核定销售价格，并按核定价格多退少补。
廊坊市	居民用气	2023 年 6 月	2023 年 6 月印发：《廊坊市天然气配气价格方案》、《廊坊市居民用天然气阶梯价格制度	居民用天然气终端销售价格由现行 2.55 元/方调整到 2.93 元/方（为居民用气第一档价格）。
	非居民用气	2023 年 7 月	方案》、《廊坊市居民用天然气价格上下游联动机制方案》	2023 年非取暖期（4 月 1 日-10 月 31 日）非居民用气价格延续执行现行价格 4.30 元/立方米。

资料来源：公司公告，财达研究

3.3 唐山 LNG 项目投产，进一步完善产业链布局

气源成本的持续低位对提高零售气量的毛利率起到了积极作用。继 2023 年国际天然气价格下降之后，2024 年 1 月至 8 月期间，管道天然气的进口平均价格除了 6 月份同比微增 0.15% 之外，其他月份均低于前一年同期水平；液化天然气（LNG）的进口单价在 7 月和 8 月同比分别增长了 2.99% 和 4.12%，其他月份也明显低于去年同期。在唐山 LNG 项目投产后，公司的气源多元化和成本控制能力得到了增强，这有望进一步提升零售气量的毛利差。

唐山 LNG 项目的第一阶段已经投产，这标志着公司在产业链上游的布局更加完善。2022 年 1 月，公司通过定向增发募集了 45.96 亿元资金，用于唐山 LNG 项目（包括第一阶段和第二阶段）及外输管线（曹妃甸-宝坻段、宝坻-永清段）的建设。项目的经营模式将以气化管输和

液态分销为主，辅以罐容租赁、政府储备、窗口期拍卖等综合运营方式。对公司而言，唐山 LNG 项目不仅完善了其在上游资源端的布局，而且在国际天然气价格回归合理区间时，有助于提高公司的气源多元化水平和成本控制能力。同时，在京津冀地区冬季天然气供应紧张的情况下，该项目对扩大公司的售气规模具有重要意义。

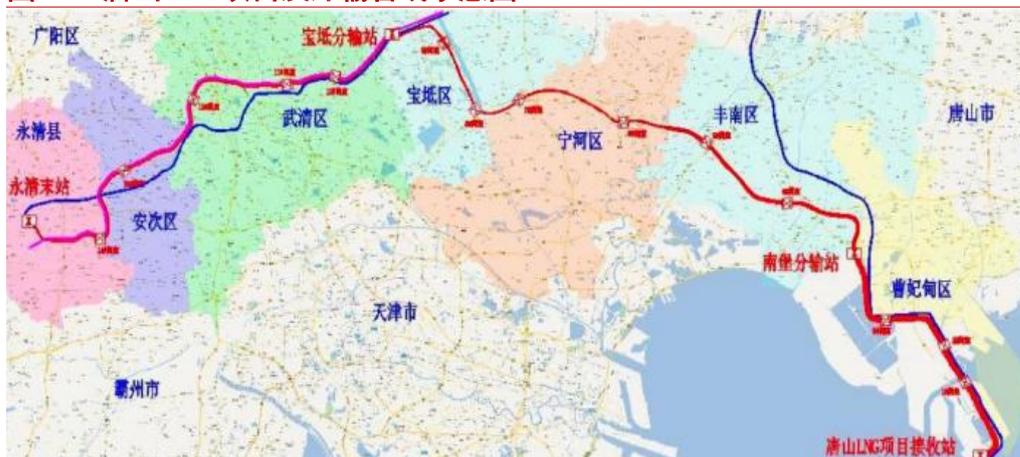
项目第一阶段投产后，预计 LNG 售气量的增加将推动 2024 年全年售气量增长超过 25%，并且未来还有很大的增长空间。2023 年，随着唐山 LNG 项目第一阶段工程和相关外输管线的投产运营，LNG 售气量从 2022 年的 0.05 亿立方米增加到 4.56 亿立方米，占总售气量的比例从 2022 年的 0.13% 上升到 2023 年的 10.13%。

表 7：唐山 LNG 项目建设内容及进展情况

项目名称	建设内容	进展
唐山 LNG 项目(第一阶段、第二阶段)	第一阶段:拟建成投产 4 座 20 万方 LNG 储罐、1 座 8-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位。设计接卸能力 500 万吨/年。 第二阶段:拟建成 8 座 20 万方 LNG 储罐, 1 座 1-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位, 设计接卸能力 500 万吨/年, 计划于 2025 年建成。	第一阶段已投产。第二阶段 1#2#5#6#储罐已投产, 9#10#15#16#储罐工程已陆续开始水压试验, 项目计划于 2025 年建成投产
唐山 LNG 接收站外输管线项目(曹妃甸—宝坻段)	起于唐山 LNG 接收站, 止于天津市宝坻分输站, 管道全长 176.18 公里, 管径 1422 毫米, 设计压力 10 兆帕, 设计年输气量 112 亿立方米, 日最大输气能力 1.6 亿立方米。	已投产
唐山 LNG 接收站外输管线项目(宝坻—永清段)	起自天津市宝坻分输站, 止于河北省廊坊市永清末站, 全长 112 公里, 设计年输气量 112 亿立方米, 管径 1422 毫米, 设计压力 10 兆帕, 日最大输气能力 1.51 亿立方米	已投产

资料来源：公司公告，财达研究

图 14：唐山 LNG 项目及外输管线示意图



资料来源：公司公告，财达研究

4. 盈利预测

风电/光伏发电方面，公司在手资源充足，考虑公司投产节点及后续核准项目的逐步落地，假设2024-2026年风电控股装机量增长13.7%，14.0%，12.3%；平均利用小时数2250，2400，2400小时；随着市场化交易电量占比提升，平均上网电价小幅下滑至0.435，0.433，0.430元/千瓦时。

天然气销售方面，唐山LNG码头投产带动LNG售气量快速增长，零售气量方面亦受益于公司不断推动对城燃业务的收购和内生消费水平的增长，假设2024-2026年总售气量增长27.5%，10.5%，9.5%，售气毛差维持0.33-0.34元/立方米水平。

基于上述假设，预测2024-2026年归母净利润分别为23.8、30.7、34.1亿元，分别同比增长7.8%、29.0%、11.1%；EPS分别为0.67、0.88、1.10元。其中，预计2024年风电和光伏分部实现归母净利润17.0亿元，天然气分部实现归母净利润6.1亿元。

5. 风险提示

1. 国内电价波动风险；
2. 风电利用小时数低于预期风险；
3. 唐山LNG项目运营低于预期风险。

附表 3：三大报表预测值
资产负债表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	15,085	12,955	19,229	30,589	43,325
货币资金	7,326	3,420	6,972	17,493	26,070
应收票据及应收账款	5,750	6,453	10,352	9,010	13,855
存货	105	968	-395	1,145	-98
非流动资产合计	62,323	66,062	62,062	57,659	53,537
长期股权投资	3,394	3,597	3,970	4,274	4,567
固定资产	32,774	48,823	46,251	43,236	40,047
在建工程	19,163	6,510	4,340	2,894	1,929
无形资产	2,121	3,034	2,832	2,643	2,467
资产合计	77,409	79,017	81,291	88,248	96,862
流动负债合计	19,209	18,693	17,401	19,571	22,254
短期借款	2,698	2,411	0	0	0
应付票据及应付账款	416	487	649	727	890
非流动负债合计	33,014	33,583	33,674	33,899	34,136
长期借款	30,429	30,693	30,693	30,693	30,693
应付债券	1,500	1,840	1,758	2,011	2,181
负债合计	52,223	52,276	51,075	53,470	56,390
实收资本(或股本)	4,187	4,187	4,187	4,187	4,187
资本公积	6,581	6,611	6,611	6,611	6,611
留存收益	8,646	9,989	12,812	16,499	21,091
归属母公司股东权益合计	20,465	21,877	24,672	28,364	32,963
少数股东权益	4,720	4,864	5,544	6,414	7,510
负债和所有者权益总计	77,409	79,017	81,291	88,248	96,862

现金流量表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	7,463	4,852	8,178	10,684	8,481
净利润	2,819	2,734	3,503	4,557	5,688
折旧摊销	2,172	2,221	4,944	4,652	4,330
营运资本变动	829	1,547	3,841	3,008	6,842
投资活动产生的现金流量净额	-7,649	-6,416	-863	-446	-353
资本开支	7,288	6,578	311	-82	-49
投资变动	0	0	499	467	338
筹资活动产生的现金流量净额	-176	-2,310	-3,856	157	317
银行借款	33,128	33,104	30,693	30,693	30,693
现金及现金等价物净增加额	-367	-3,886	3,552	10,521	8,577
期初货币资金	7,648	7,326	3,420	6,972	17,493
货币资金	7,326	3,420	6,972	17,493	26,070

资料来源：恒生聚源，财达研究

利润表

百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	18,561	20,282	24,517	29,427	35,369
营业成本	13,319	15,206	18,552	22,073	26,519
营业税金及附加	63	82	88	108	134
销售费用	3	4	5	5	7
管理费用	660	710	922	1,061	1,281
研发费用	427	372	375	555	619
财务费用	1,185	1,066	779	570	374
资产减值损失	-42	-116	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	258	366	404	434	464
营业利润	3,286	3,362	4,370	5,689	7,102
营业外收支	9	6	9	8	8
利润总额	3,295	3,368	4,379	5,697	7,110
减：所得税费用	476	634	876	1,139	1,422
净利润	2,819	2,734	3,503	4,557	5,688
少数股东损益	525	527	680	870	1,095
归属母公司净利润	2,294	2,207	2,823	3,687	4,592
EBITDA	6,702	6,677	10,298	11,288	12,379
EPS	0.53	0.51	0.67	0.88	1.10

主要财务比率表

%	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力指标					
营业收入增长率	16.11	9.27	20.88	20.03	20.19
营业利润增长率	5.39	2.32	29.98	30.18	24.84
归母净利润增长率	6.20	-3.78	27.89	30.61	24.55
盈利能力指标					
毛利率	28.24	25.02	24.33	24.99	25.02
净利率	15.19	13.48	14.29	15.49	16.08
ROE	11.19	10.23	11.59	13.10	14.05
ROIC	4.35	4.03	5.15	6.25	7.20
偿债能力					
资产负债率	67.46	66.16	62.83	60.59	58.22
净负债比率	2.07	1.95	1.69	1.54	1.39
流动比率	0.79	0.69	1.11	1.56	1.95
速动比率	0.72	0.56	1.04	1.41	1.85
营运能力					
总资产周转率	0.24	0.26	0.30	0.33	0.37
应收账款周转率	3.23	3.14	2.37	3.27	2.55
存货周转率	177.56	20.96	-62.02	25.71	-359.31
每股指标					
EPS	0.53	0.51	0.67	0.88	1.10
每股经营性现金流	1.78	1.16	1.95	2.55	2.03
每股净资产	6.01	6.39	7.22	8.31	9.67
估值比率					
PE	14.32	14.88	11.26	8.62	6.92
PS	1.26	1.19	1.05	0.91	0.79
EVEBIT	16.93	18.09	14.17	10.21	7.72
EVEBITDA	11.44	12.08	7.37	6.00	5.02

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

股票投资评级说明

【市场指数评级】	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
【行业指数评级】	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
【公司股票评级】	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

法律声明和免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表财达证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“财达证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

财达证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。