

买入

电价降幅进一步收窄，天然气毛差韧性凸显

新天绿色能源 (0956.HK)

2026-9-14 星期一

【投资要点】

目标价: 4.08 港元

现价: 3.19 港元

预计升幅: 28%

重要数据

日期 2026-9-11

收盘价(港元) 3.19

总股本(亿股) 45

总市值(亿港元) 268

净资产(亿元) 320

总资产(亿元) 952

52周高低(港元) 4.43/2.83

每股净资产(元) 5.32

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%)

长城人寿保险股份有限公司

(5.27%)

相关报告

更新报告- 20240522/20251006

更新报告- 20240522/20241111

更新报告- 20230615/20230908

➤ 1-8月累计发电量同比微降 0.97%，基本保持稳定

2026年上半年，公司实现营业收入 92.17 亿元，同比下降 15.47%；归母净利润 12.81 亿元，同比下降 9.28%，基本每股收益 0.28 元；2026 年 8 月，公司完成发电量 7.26 亿千瓦时，同比下降 7.52%；1-8 月累计完成发电量 97.83 亿千瓦时，同比下降 0.97%。截至 6 月底累计风电管理装机 9,207.66 兆瓦，同比增长 23.84%；公司全年装机建设进度顺利，预计 2026 年末全口径新增装机可达 150 万千瓦、控股新增装机超过 100 万千瓦。

➤ 上半年电价下降幅度进一步收窄，补贴回款改善构成边际支撑

2026 年上半年，公司风电平均上网电价（不含税）为 0.407 元/千瓦时，同比下降 2.70%，降幅进一步收窄；电价同比回落主要因平价项目占比上升至 30% 以上，但公司通过绿电交易、优化交易策略及生产运维与电力交易协同，维持电价总体稳定；补贴回款方面，公司上半年回收可再生能源补贴 4.66 亿元，截至 8 月 21 日累计回款 18.60 亿元，全年回款有望达 28-29 亿元，助力改善经营现金流和资本开支匹配能力。

➤ 1-8月累计售气量 24.30 亿方，全年毛差有望维持 0.425 元/方

2026 年 8 月，公司实现售气量 2.14 亿立方米，同比下降 25.49%；1-8 月累计售气量 24.30 亿立方米，同比下降 23.85%，其中零售气量 10.53 亿立方米，同比下降 10.16%。售气量承压主要受暖冬、工商业用气需求疲弱、长协供应不可抗力中断及公司主动调整 LNG 销售节奏影响。尽管量端偏弱，上半年天然气单方毛差为 0.425 元/方，同比提升 0.089 元/方，主要受益资源池成本优化，公司指引全年毛差可基本维持该水平。

➤ 给予“买入”评级，更新目标价至 4.08 港元/股

公司新能源业务整体稳健发展，补贴回款提速及气电、储能、海风等调节性资产布局有望改善中长期成长与现金流质量。我们更新公司目标价至 4.08 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 8.5 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 28% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	21,372	19,831	19,434	21,183	23,090
变动(%)	5.4%	-7.2%	-2.0%	9.0%	9.0%
归属股东净利润	1,672	1,826	1,887	2,102	2,304
变动(%)	-24.2%	9.2%	3.3%	11.4%	9.7%
基本每股盈利(元)	0.40	0.43	0.41	0.47	0.51
市盈率@3.19 港元(倍)	6.9	6.4	6.7	5.9	5.4
每股股息(元)	0.21	0.16	0.20	0.23	0.25
股息现价比率(%)	7.6%	5.9%	7.3%	8.3%	9.1%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

【報告正文】

➤ 1-8 月累计发电量同比微降 0.97%，基本保持稳定

2026 年上半年，公司实现营业收入 92.17 亿元，同比下降 15.47%；归母净利润 12.81 亿元，同比下降 9.28%，基本每股收益 0.28 元；收入下滑主要受天然气售气量减少拖累，天然气板块收入 59.48 亿元，同比下降 20.57%；新能源板块收入 32.66 亿元，同比下降 4.25%。分板块看，新能源业务净利润 10.35 亿元，同比下降 19.19%，主要受风资源偏弱、增值税退税同比减少 0.67 亿元及市场化电价结构变化影响；天然气业务净利润 3.31 亿元，同比增长 3.23%，主要受益资源池成本优化带来单方毛差提升。公司经营活动现金流净额 30.50 亿元，同比仅下降 1.04%，截至 6 月底综合资金成本 2.37%，较 2025 年末下降 2 个基点，预计年均节约财务成本约 0.83 亿元。

2026 年 8 月，公司完成发电量 7.26 亿千瓦时，同比下降 7.52%；1-8 月累计完成发电量 97.83 亿千瓦时，同比下降 0.97%。截至 6 月底累计风电管理装机 9,207.66 兆瓦，同比增长 23.84%；公司全年装机建设进度顺利，预计 2026 年末全口径新增装机可达 150 万千瓦、控股新增装机超过 100 万千瓦。

➤ 上半年电价下降幅度进一步收窄，补贴回款改善构成边际支撑

2026 年上半年，公司风电平均上网电价（不含税）为 0.407 元/千瓦时，同比下降 2.70%，降幅进一步收窄；电价同比回落主要因平价项目占比上升至 30% 以上，但公司通过绿电交易、优化交易策略及生产运维与电力交易协同，维持电价总体稳定；补贴回款方面，公司上半年回收可再生能源补贴 4.66 亿元，截至 8 月 21 日累计回款 18.60 亿元，全年回款有望达 28-29 亿元，助力改善经营现金流和资本开支匹配能力。

➤ 1-8 月累计售气量 24.30 亿方，全年毛差有望维持 0.425 元/方

2026 年 8 月，公司实现售气量 2.14 亿立方米，同比下降 25.49%；1-8 月累计售气量 24.30 亿立方米，同比下降 23.85%，其中零售气量 10.53 亿立方米，同比下降 10.16%。售气量承压主要受暖冬、工商业用气需求疲弱、长协供应不可抗力中断及公司主动调整 LNG 销售节奏影响。尽管量端偏弱，上半年天然气单方毛差为 0.425 元/方，同比提升 0.089 元/方，主要受益资源池成本优化，公司指引全年毛差可基本维持该水平。

➤ 给予“买入”评级，更新目标价至 4.08 港元/股

公司新能源业务整体稳健发展，补贴回款提速及气电、储能、海风等调节性资产布局有望改善中长期成长与现金流质量。

我们更新公司目标价至 4.08 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 8.5 倍和 7.5 倍 PE，目标价较现价有 28% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较 (20260911)

代码	电力行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
2380.HK	中国电力	HKD	2.71	335	8.9	11.3	11.3	9.0	0.5	0.5	0.5	0.5
0836.HK	华润电力	HKD	18.78	972	6.7	8.2	8.2	7.2	0.8	0.8	0.7	0.7
1811.HK	中广核新能源	HKD	2.16	93	4.3	6.6	6.6	5.1	0.6	0.6	0.6	0.5
0182.HK	协合新能源	HKD	0.33	26	16.8	6.4	6.4	4.1	0.3	0.3	0.2	0.2
0916.HK	龙源电力	HKD	5.29	1,062	8.6	9.0	9.0	7.4	0.5	0.5	0.5	0.4
1798.HK	大唐新能源	HKD	1.08	78	4.4	5.3	5.3	4.7	0.3	0.3	0.3	0.3
平均					8.3	7.8	7.8	6.2	0.5	0.5	0.5	0.4

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	7.18	1,340	23.6	20.8	20.8	19.2	2.2	2.3	2.3	2.3
1193.HK	华润燃气	HKD	16.06	372	10.5	10.2	10.2	9.0	0.8	0.8	0.8	0.8
0384.HK	中国燃气	HKD	5.37	292	10.7	10.0	9.3	8.7	0.5	0.5	0.5	0.5
0392.HK	北京控股	HKD	29.12	366	6.5	6.0	6.0	5.8	0.4	0.3	0.3	0.3
1083.HK	港华燃气	HKD	3.13	118	7.5	7.5	7.5	6.7	0.4	0.4	0.4	0.4
2688.HK	新奥能源	HKD	48.14	545	8.3	7.6	7.6	7.1	1.0	0.9	0.9	0.8
0135.HK	昆仑能源	HKD	7.43	642	10.8	9.6	9.6	8.9	0.8	0.8	0.8	0.7
平均					11.1	10.3	10.2	9.3	0.9	0.9	0.9	0.8
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.19	268	6.4	6.7	5.9	5.4	0.5	0.5	0.5	0.5

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】

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					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
收入	21,372	19,831	19,434	21,183	23,090
经营成本	(17,168)	(15,712)	(14,576)	(15,993)	(17,548)
毛利	4,204	4,119	4,859	5,190	5,542
其他收入	710	672	705	741	778
行政费用	706	801	817	833	850
财务开支	1,218	1,055	1,096	1,152	1,210
应占联营公司利润	136	239	244	249	254
其他开支	(308)	(483)	(493)	(468)	(478)
税前盈利	2,347	2,543	2,648	2,949	3,234
所得税	446	529	504	561	615
少数股东应占利润	228	188	257	287	314
归属股东净利润	1,672	1,826	1,887	2,102	2,304
折旧及摊销	3,080	3,269	3,413	3,566	3,727
EBITDA	4,209	4,757	4,965	5,363	5,751
增长					
总收入 (%)	5%	-7%	-2%	9%	9%
盈利 (%)	-24%	9%	3%	11%	10%

资产负债表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	3,056	4,843	4,341	4,691	4,349
应收账款	7,152	6,490	6,815	7,155	7,513
存货	2,163	2,008	2,108	2,214	2,324
其他流动资产	2	2	2	3	3
流动资产	14,422	15,604	15,688	16,601	16,852
固定资产	49,809	51,023	63,400	63,400	63,400
其他固定资产	20	27	18	22	27
非流动资产	69,595	77,887	81,344	85,595	90,877
总资产	84,016	93,491	97,031	102,196	107,729
流动负债	22,599	25,670	26,626	27,623	28,663
应付账款	538	879	923	969	1,018
短期银行贷款	3,939	3,889	4,084	4,288	4,502
其他短期负债	18,123	20,901	21,619	22,365	23,142
非流动负债	34,305	36,319	36,712	38,548	40,475
长期银行贷款	33,521	35,549	35,905	37,700	39,585
其他负债	784	769	808	848	891
总负债	56,904	61,989	63,338	66,171	69,138
少数股东权益	5,419	5,984	6,152	6,338	6,542
股东权益	21,693	25,518	27,542	29,688	32,048
每股账面值(元)	5.16	5.65	6.10	6.58	7.10
营运资金	(8,177)	(10,066)	(10,938)	(11,021)	(11,811)

财务分析					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
盈利能力					
毛利率 (%)	20%	21%	25%	25%	24%
EBITDA 利率 (%)	20%	24%	26%	25%	25%
净利率 (%)	8%	9%	10%	10%	10%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	3%	4%	4%	4%	4%
实际税率 (%)	19%	21%	19%	19%	19%
股息支付率 (%)	53%	49%	49%	49%	49%
库存周转	46	47	53	51	48
应付账款天数	161	238	262	244	228
应收账款天数	122	119	128	123	119
ROE (%)	8%	7%	7%	7%	7%
ROA (%)	2%	2%	2%	2%	2%
财务状况					
净负债/股本	1.6	1.4	1.3	1.3	1.2
收入/总资产	0.25	0.21	0.20	0.21	0.21
总资产/股本	3.87	3.66	3.52	3.44	3.36
收入对利息倍数	(17.6)	(18.8)	(17.7)	(18.4)	(19.1)

现金流量表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
EBITDA	4,209	4,757	4,965	5,363	5,751
融资成本	1,415	2,205	1,971	2,038	2,105
营运资金变化	(1,457)	864	911	962	1,016
所得税	(446)	(529)	(504)	(561)	(615)
营运现金流	3,721	7,297	7,344	7,802	8,257
资本开支	7,525	9,273	9,180	9,272	9,365
其他投资活动	(14,467)	(18,070)	(18,434)	(18,767)	(19,176)
投资活动现金流	(6,942)	(8,797)	(9,254)	(9,495)	(9,811)
负债变化	28,696	35,553	30,369	26,512	21,720
股本变化	19	307	0	0	0
股息	2,694	2,346	2,580	2,838	3,122
其他融资活动	(28,519)	(34,912)	(31,426)	(27,303)	(23,623)
融资活动现金流	2,890	3,294	1,523	2,048	1,218
现金变化	(331)	1,794	(387)	355	(336)
期初持有现金	3,279	2,944	4,733	4,341	4,691
汇率变动	(4)	(5)	(5)	(5)	(5)
期末持有现金	2,944	4,733	4,341	4,691	4,349

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>