

## 新天绿能（600956）深度研究报告

## 坐拥河北优质风资源，燃气+风光双擎共振

- ❖ **公司是河北省天然气+新能源运营龙头。**公司是立足华北、辐射全国的清洁能源公司。截至2021年底，公司风电装机达5674MW，拥有7条天然气长输管道和31个城市燃气项目，同时唐山LNG项目也稳步推进，定位华北天然气“交通枢纽”。
- ❖ **传统燃气业务：京津冀天然气强需求助力燃气业务稳步提升，打造公司业绩安全垫。**行业层面，实现双碳目标过程中，天然气将在新旧能源的切换中起到重要作用。京津冀天然气消耗位居全国前列，同时较为密集的管网分布将有力支撑公司燃气业务的发展。**公司层面：一方面**，“过路费”式商业模式夯实燃气输气业务基础，避免其价波动导致的亏损，能够稳定获取盈利；**另一方面**，公司零售气业务下游工商业用户占比超九成，顺价能力较强，商业模式具有优势。同时，公司管网扩张仍在不断推进，为燃气板块增长提供稳定支撑。
- ❖ **瞄准京津冀要塞，铺设LNG扩张版图。**京津冀地处我国环渤海经济区的中心地带，天然气消费需求旺盛。唐山曹妃甸LNG项目位于京津冀要塞，并且项目建设规模十分可观：第一阶段计划拟建成投产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，二期项目接卸能力同样达500万吨/年。一期项目将于22年底顺利投产，进入产能爬坡阶段，二期项目预计将于2025年落地，持续为公司业绩增长提供动力。**唐山LNG项目供应能力可辐射整个京津冀地区，扩张版图清晰明确，具有突出的战略意义。**同时考虑到气价的季节性波动，如公司能利用储气优势进行夏天储气、冬天售卖，则盈利能力将进一步增强。
- ❖ **风光天花板打开，短期补贴催化+长期优质运营为后续发展保驾护航。**行业层面，双碳推进打开公司成长空间，叠加绿电平价来临现金流有望加速理顺，新能源运营步入快车道。同时公司坐拥河北优质风资源，对应项目质地更为优良。**公司层面，短期补贴催化+长期盈利保证公司后续优质发展。**从短期催化来看，补贴靴子落地，现金流量表与利润表同步加速理顺，或将带动装机提速。据我们测算，若补贴欠款用于新增装机的建设，撬动的风电装机容量将在GW级别以上。**从长期成长性与想象空间来看**，公司十四五10GW装机目标坚定，坚持盈利至上，注重保证资产及项目盈利能力，不做无谓的扩张。同时，燃气在调峰调频中有较火电机组更优越的调节能力，公司“燃气”+“风光”的协同模式进一步拉高想象空间。
- ❖ **盈利预测及投资建议：**公司依托于LNG项目的落地和风光的不断推进，业绩将保持增长。我们预计2022-2024年公司营业收入将达175/233/295亿元，对应增速+9%/+33%/+27%；实现归母净利润23/30/36亿元，对应增速+6%/+30%/+23%。由于公司后续燃气业务成长性较强，同时河北风资源较好、项目质地更高，给予公司23年燃气板块20x PE（溢价率85%）、新能源板块23年20x PE（溢价率30%），对应23年公司市值为594亿元，较当前市值440亿市值有35%上浮空间，目标价14.2元。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- ❖ **风险提示：**LNG项目建设进展不及预期、新能源运营市场竞争加剧、来风导致的业绩波动、受国际局势影响导致气价上涨等。

## 主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入(百万)	15,985	17,483	23,287	29,543
同比增速(%)	27.8%	9.4%	33.2%	26.9%
归母净利润(百万)	2,161	2,287	2,969	3,643
同比增速(%)	43.0%	5.9%	29.8%	22.7%
每股盈利(元)	0.52	0.55	0.71	0.87
市盈率(倍)	20	19	15	12
市净率(倍)	2.2	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2022年9月20日收盘价

## 推荐（首次）

目标价：14.2元

当前价：10.51元

## 华创证券研究所

证券分析师：庞天一

电话：010-63214656

邮箱：pangtianyi@hcyjs.com

执业编号：S0360518070002

## 公司基本数据

总股本(万股)	418,709.31
已上市流通股(万股)	28,924.74
总市值(亿元)	440.06
流通市值(亿元)	30.40
资产负债率(%)	66.53
每股净资产(元)	4.48
12个月内最高/最低价	21.05/10.29

## 市场表现对比图(近12个月)



## 投资主题

### 报告亮点

**燃气板块：**拆解公司传统燃气业务的商业模式，突出公司在传统燃气业务板块的安全垫特性。同时对 LNG 项目后续的梦想空间进行展望，突出季节性气价差异对公司该业务板块带来的潜在提振作用。

**风光板块：**一方面，由行业至公司，分维度分析后续新能源板块的成长空间和公司的独特优势；另一方面，由短期催化到长期逻辑，分时间维度分析公司后续在不同时间节点的发展路线与投资机遇。

### 投资逻辑

一方面，公司传统燃气业务运营稳定，提供公司业绩安全垫，同时唐山 LNG 项目的逐步落地将进一步打开燃气业务的增长空间。另一方面，新能源板块依托于双碳转型，同时在河北优质风资源的加持及对项目严格把关的发展主线之下，后续将实现稳步增长。长期来看，公司燃气+风光双轮驱动的发展模式能够产生积极的协同作用，在后续新能源调峰调频需求日益加大的背景下，创造出更大的想象空间。

### 关键假设、估值与盈利预测

基于公司两块业务有较大差别，对公司采用分部进行估值。对于燃气板块，由于公司后续唐山 LNG 项目将于十四五期间不断落地，将有效带动燃气板块业绩增长，同时有望通过燃气的季节性价格差异进一步增厚收益，公司后续成长性凸显。因此我们在行业可比公司 23 年 10.8x PE 的基础上给予公司一定溢价，给予 23 年 20x PE（溢价率 85%）。对于新能源板块，公司依托于河北的优质风资源，并对项目收益进行严格把关，存在一定的溢价空间，相较于可比公司我们给予公司 23 年 20x PE（溢价率 30%）。综上，预计公司 23 年实现归母净利润 29.7 亿元，给予公司 23 年 20x PE，对应 23 年公司市值为 594 亿元，较当前市值 440 亿市值有 35%上浮空间，目标价 14.2 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

# 目 录

一、河北省“天然气+新能源运营”龙头 .....	6
（一）公司沿革及股权结构 .....	6
（二）燃气+风光双管齐下，华北地区清洁能源领先企业 .....	6
（三）即将步入业绩集中兑现期 .....	8
二、燃气业务：传统燃气业务稳步增长，聚焦 LNG 有望打开业绩天花板 .....	9
（一）天然气增长有望提速 .....	9
1、从消费端看：对天然气的依赖不断增强 .....	9
2、从供给端看：天然气增产趋势明确 .....	10
3、从地域属性看：京津冀天然气需求靠前，枢纽地位凸显 .....	11
（二）公司：批发、零售燃气造就扎实基本盘，LNG 铺设后续扩张版图 .....	11
1、批发气业务：“过路费”式商业模式夯实燃气业务基础 .....	11
2、售气业务：下游工商业用户占比超九成，顺价“无忧” .....	13
（三）布局 LNG：瞄准京津冀要塞，铺设 LNG 扩张版图 .....	13
1、京津冀燃气需求持续增长，唐山 LNG 项目后续或将大有可为 .....	13
2、项目附带调峰调频能力，LNG 项目收益有望进一步增厚 .....	15
三、风光运营：坐拥河北优质风资源，后续风光持续发力 .....	16
（一）碳中和助力新能源发展，风光兼具“成长性”与“确定性” .....	16
1、从全国看：风光增长天花板被打开 .....	16
2、从河北省看：优质风资源加持，地方性新能源运营龙头 .....	17
3、价格维度看：平价后现金流量表与利润表同步加速理顺 .....	18
（二）依托优质资源区，项目能力水平较强 .....	19
1、公司风电以省内为主，乘河北优质风资源顺势而上 .....	19
2、短期催化：补贴靴子落地，带来短期装机提升 .....	20
3、长期成长性：十四五 10GW 目标坚定，坚持盈利为先 .....	20
（三）燃气风光协同，打造协同发展新模式 .....	20
四、盈利预测及估值 .....	21
五、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1	公司沿革	6
图表 2	股权结构图	6
图表 3	公司风电业务	7
图表 4	公司天然气业务	7
图表 5	风电及光伏项目分布图	7
图表 6	天然气项目分布图	7
图表 7	2017-2022H1 年营业收入及增速（亿元）	8
图表 8	2017-2022H1 年归母净利润及增速（亿元）	8
图表 9	受短期来风影响盈利能力有所波动	8
图表 10	毛利率与净利率稳步提升	8
图表 11	2017-2022H1 年公司现金流情况（亿元）	9
图表 12	2017-2022H1 年资产负债率变动（%）	9
图表 13	2010-2021 年我国天然气消费量及其增速（亿立方米）	10
图表 14	2010-2021 年我国天然气产量（亿立方米）	10
图表 15	2021 年大陆境内各省天然气消费量(亿立方米)	11
图表 16	中长期天然气主干管网规划示意图	11
图表 17	批发气业务等同于“过路费”	11
图表 18	公司累计运营管线长度（公里）	12
图表 19	公司管线项目进展	12
图表 20	零售气业务的直销模式	13
图表 21	公司天然气销量（百万立方米）	13
图表 22	天然气终端用户数量（万户）	13
图表 23	2010-2019 年京津冀天然气消费量（亿立方米）	14
图表 24	唐山 LNG 接收站外输管线项目	14
图表 25	LNG 项目经济效益	15
图表 26	2017-2021 年全国月度天然气消费量（亿立方米）	15
图表 27	19 年以来全国 LNG 月度价格走势（元/吨）	16
图表 28	2014-2021 年 3/6/9/12 月 LNG 均价（元/吨）	16
图表 29	京津冀地区 LNG 气站分布情况	16
图表 30	2012-2021 年风电累计装机及其增速（万千瓦）	17
图表 31	2019-2050E 风电新增装机增长预计（亿千瓦）	17
图表 32	河北省 70m 高度层 30 年平均风速分布图	17
图表 33	河北省太阳能分布图	17

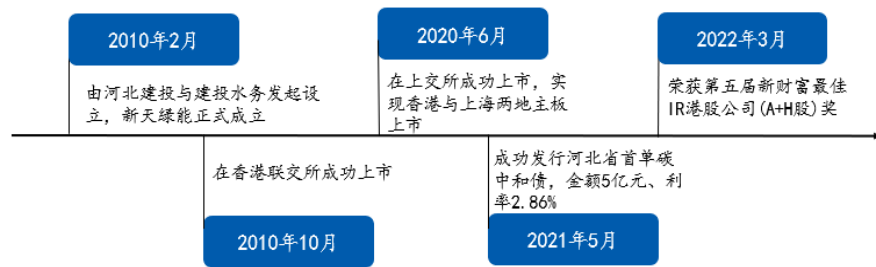
图表 34	河北省风电利用小时数居于全国前列（小时） .....	18
图表 35	补贴欠款收回现金流量表与利润表均将加速理顺 .....	18
图表 36	公司风光装机变动（MW） .....	19
图表 37	公司风光发电量及其增速（亿千瓦时） .....	19
图表 38	河北省内风电项目分布图 .....	19
图表 39	河北省外风电项目分布图 .....	19
图表 40	补贴欠款收回对装机的弹性测算 .....	20
图表 41	气电热电联产损失能量远小于煤电热电联产 .....	21
图表 42	燃气板块可比公司估值表 .....	22
图表 43	新能源板块可比公司估值表 .....	22

## 一、河北省“天然气+新能源运营”龙头

### （一）公司沿革及股权结构

公司是立足华北，辐射全国的清洁能源公司。公司成立于2010年，由河北建投与建投水务发起设立，同年10月于香港联交所成功上市。公司立足于河北并向全国逐步发散，从事新能源和清洁能源的开发与利用。公司主要涉及风电运营、光伏运营和天然气批发与零售三部分。2020年6月新天绿能登陆A股，于上交所成功上市。截至2021年底，公司风电装机达5674MW，拥有7条天然气长输管道和31个城市燃气项目。

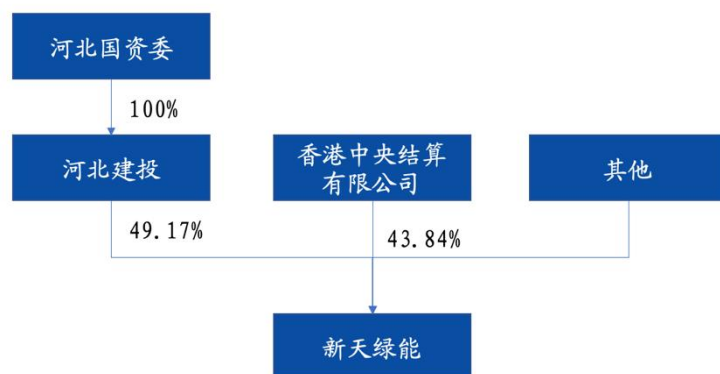
图表 1 公司沿革



资料来源：公司公告，华创证券整理

公司股权结构清晰，持股相对集中。截至2022H1，公司控股股东为河北建设投资集团有限责任公司，河北省国资委通过河北建投间接持有新天绿能49.17%股份，为公司实际控制人。香港中央结算有限公司持有公司43.84%股份，河北国资委与香港中央结算公司共计持有公司93%的股份，持股相对较为集中。

图表 2 股权结构图



资料来源：Wind，华创证券

### （二）燃气+风光双管齐下，华北地区清洁能源领先企业

公司主营业务聚焦于天然气销售与风力发电，为华北地区清洁能源行业领先企业。新天绿能进入河北省清洁能源领域较早，凭借先发优势，在风电板块和天然气板块上已建立起专业化队伍，具备明显的竞争优势。除上述两大业务外，其他各项业务为新天绿能利



用其在天然气领域及风力发电领域的资源和技术优势开展的配套或延伸，同时将光伏发电业务作为公司战略投资和业务布局的重要方向。

图表 3 公司风电业务



资料来源：公司官网

图表 4 公司天然气业务



资料来源：公司官网

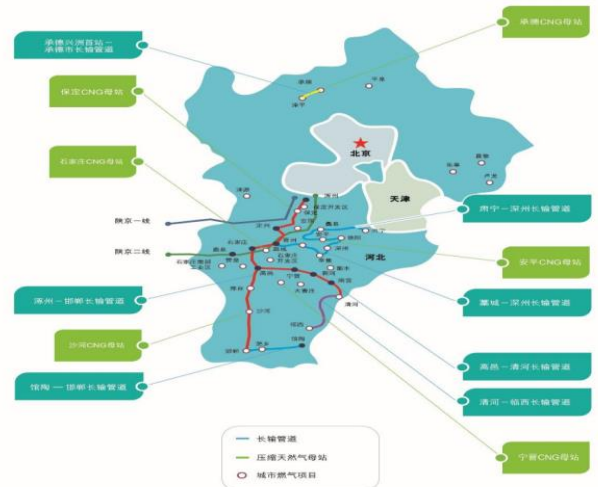
公司立足河北辐射全国，风光装机与燃气运营规模可观。风光方面：公司主要从事风电场及光伏电站的规划、开发、运营及电力销售，风光项目以河北省为主战场，同时在山西、新疆、山东、云南、内蒙古等多个地区积极布局。截至 2021 年底，集团风电控股装机容量 5674 MW，华北地区（北京、天津、河北、山西、内蒙古）风电装机占公司风电总装机的 82.9%，光伏控股装机容量 119MW。天然气业务方面：公司主要涉及天然气输配设施的建设、运营和天然气销售，项目包含长输管道、城市燃气和 CNG 母站多种类型，项目在地域上主要集中在河北省内。截至 2021 年，公司拥有 7 条天然气长输管道、20 条高压分支管道、31 个城市燃气项目、25 座分输站、19 座门站等。

图表 5 风电及光伏项目分布图



资料来源：公司公告

图表 6 天然气项目分布图

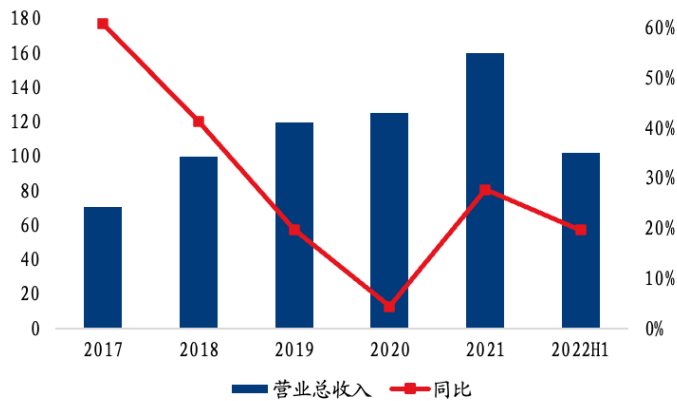


资料来源：公司公告

(三) 即将步入业绩集中兑现期

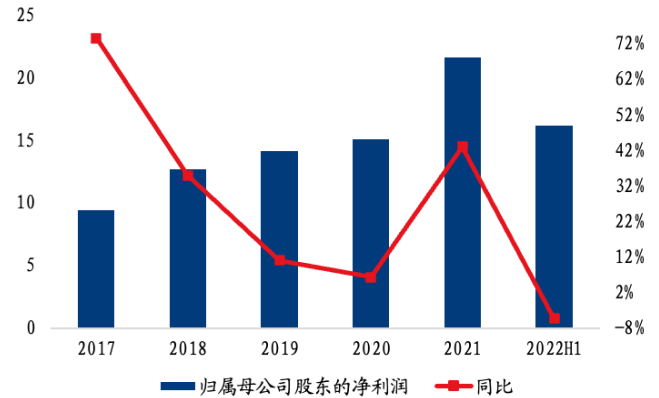
22H1 营收与归母净利润增长有所波动，主要受来风影响。2022H1 公司实现营业收入 102.25 亿元，同比增长 19.66%，天然气的售气量及售气单价增加推动营收增长。2022H1 公司实现归母净利 16.17 亿元，同比下滑 5.29%，上半年来风减弱导致公司业绩有所下滑。

图表 7 2017-2022H1 年营业收入及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

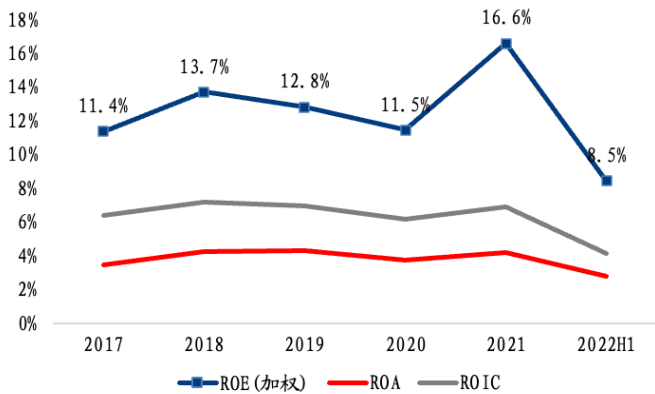
图表 8 2017-2022H1 年归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 华创证券

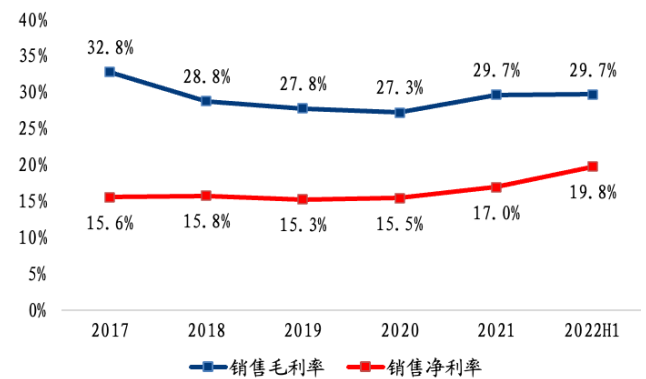
2017-2021 年毛利率和净利率稳步提升，2022H1 盈利能力有所波动。2017-2020 年公司净资产收益率分别为 11.4%/13.7%/12.8%/11.5%，2021 年净资产收益率提高 5.1%，跃升至 16.6%。同样由于来风扰动，2022H1 公司净资产收益率有所回落。在风电/光伏业务高毛利的有力支撑下，22H1 年公司毛利率与净利率分别为 29.7%/19.8%。

图表 9 受短期来风影响盈利能力有所波动



资料来源: Wind, 华创证券

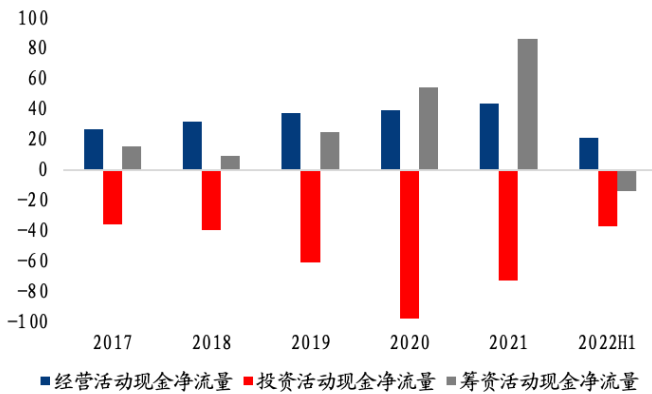
图表 10 毛利率与净利率稳步提升



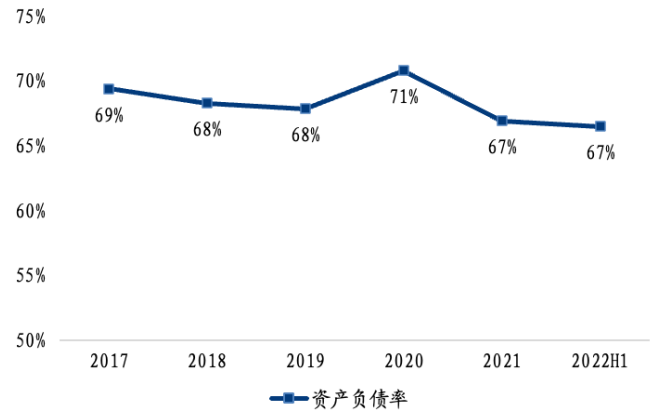
资料来源: Wind, 华创证券

经营性现金流整体稳中向好，整体偿债能力得到恢复。2017-2021 年公司经营性现金流量分别为 26.54/31.71/37.49/38.99/43.33 亿元，基本呈现出稳中向好的趋势。由于 21 年取得金融机构借款及发行股份、永续债、中期票据等融资金额较上年同期增加，21 年筹资活动现金净流量为 86.49 亿元，同比提升 59%。2022H1 公司资产负债率为 66.5%，基本保持稳定。



**图表 11 2017-2022H1 年公司现金流情况（亿元）**


资料来源: Wind, 华创证券

**图表 12 2017-2022H1 年资产负债率变动 (%)**


资料来源: Wind, 华创证券

## 二、燃气业务：传统燃气业务稳步增长，聚焦 LNG 有望打开业绩天花板

### （一）天然气增长有望提速

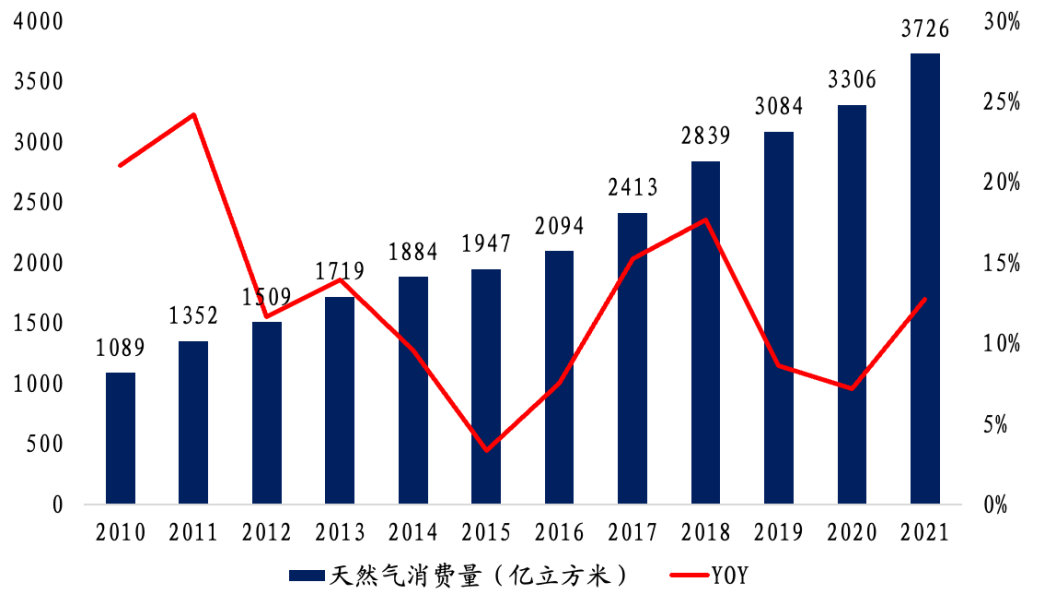
天然气作为能源安全的“压舱石”和电力安全的“稳定器”，有独特优势。在此分别从供给端、消费端和地域布局三个角度对天然气的发展进行分析。

#### 1、从消费端看：对天然气的依赖不断增强

实现双碳目标过程中天然气作为新旧能源的切换将起到重要作用，天然气需求在实现碳中和的过程中将不断提升。天然气是介于传统能源和可再生能源时代之间的纽带，污染程度相较于传统的化石能源低，而同时又比可再生能源出力更稳定，可作为过渡使用。天然气是清洁低碳的化石能源，可在全球能源绿色低碳转型中发挥重要作用。当前及未来较长时期，我国能源发展进入增量替代和存量替代并存的发展阶段，包括天然气在内的化石能源，既是保障能源安全的“压舱石”，又是高比例新能源接入的新型电力系统下电力安全的“稳定器”。

2021 年，全国天然气表观消费量 3,726 亿立方米，同比增长 12.7%。十四五期间，对天然气的需求将不断提高。《中国天然气发展报告》中指出，通过合理引导和市场建设，我国 2025 年天然气消费规模将达 4300 亿-4500 亿立方米，2030 年达到 5500 -6000 亿立方米，后续对于天然气的需求仍将延续。

图表 13 2010-2021 年我国天然气消费量及其增速（亿立方米）

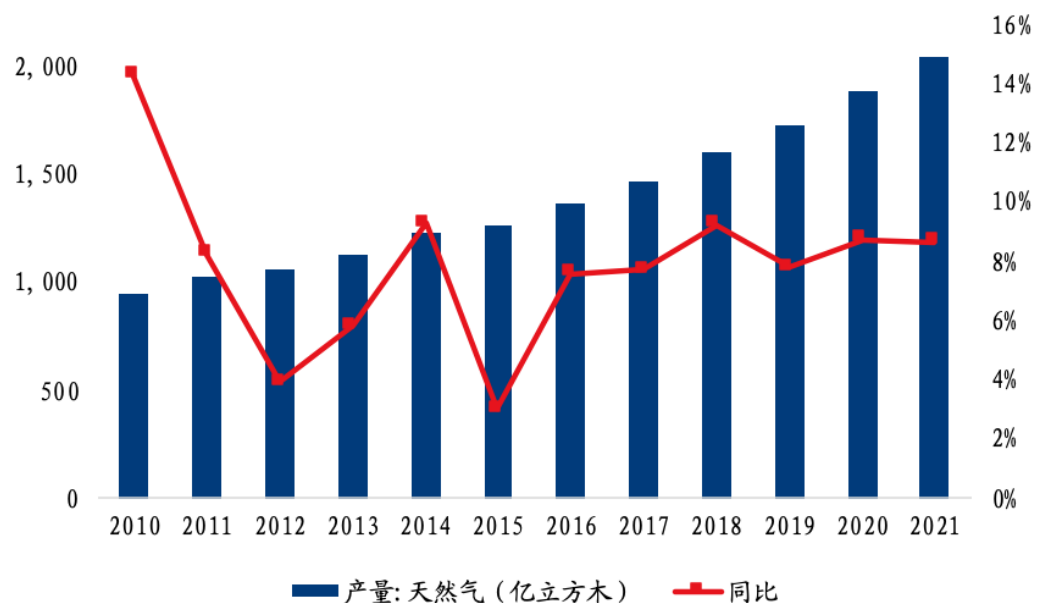


资料来源: Wind, 华创证券

## 2、从供给端看：天然气增产趋势明确

天然气增产趋势明确，2016 年至今维持高个位数增长。根据国家能源局、国家发改委披露数据，2021 年，我国生产天然气 2052 亿立方米，比上年增长 8.7%，比 2019 年增长 18.2%，两年平均增长 8.7%；进口天然气 12,136 万吨，比上年增长 19.9%。《中国天然气发展报告》中指出，要立足国内保障供应安全，科学把握节奏，推进天然气持续稳步增产，预计 2025 年我国天然气产量可达到 2300 亿立方米以上，在 2040 年及以后较长时期稳定在 3000 亿立方米以上水平，天然气将成为未来能源结构中的重要组成部分。

图表 14 2010-2021 年我国天然气产量（亿立方米）



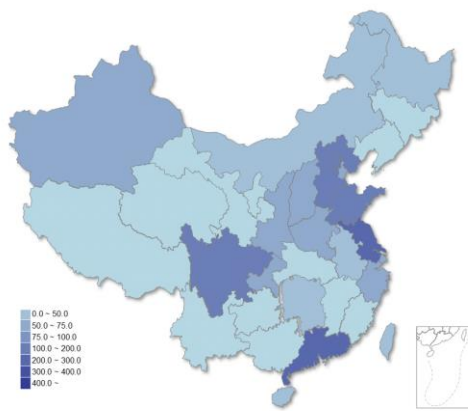
资料来源: Wind, 华创证券

3、从地域属性看：京津冀天然气需求靠前，枢纽地位凸显

京津冀及沿海地域对天然气消费需求较大。从2021年大陆境内各省的天然气消费需求量来看，广东/江苏超300亿立方米，处于领先地位；河北、北京、天津天然气消耗分别为228/217.05/109亿立方米，分列第5/6/13位，京津冀地区对天然气的需求居于全国前列。

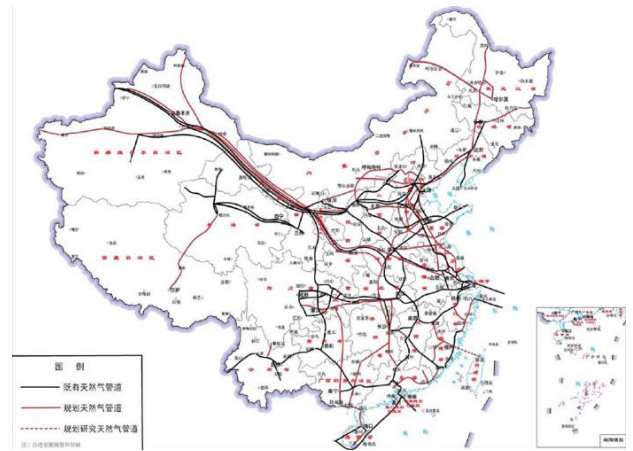
此外，天然气“全国一张网”基本成型，京津冀地区枢纽地位凸显。近年来国家管网集团积极推动区域融合的发展战略，加强区域间天然气之间联通的基础设施建设，基本实现干线管道“应联尽联”，气源孤岛“应通尽通”。目前我国天然气全国一张网的骨架已初步形成，未来将进一步扩大输气管网的覆盖范围，为燃气的畅通输送提供管网支撑。从管网地域分布的密集程度来看，京津冀地域尤为显著，完善的管网分布将为华东区域天然气的快速发展形成重要支撑。

图表 15 2021 年大陆境内各省天然气消费量(亿立方米)



资料来源：北极星电力网，华创证券

图表 16 中长期天然气主干管网规划示意图



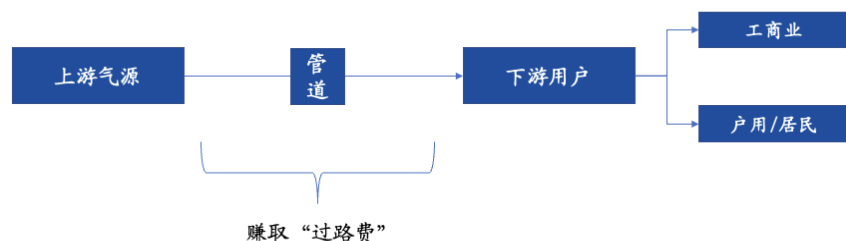
资料来源：国家发改委，国家能源局《中长期油气管网规划》

(二) 公司：批发、零售燃气造就扎实基本盘，LNG 铺设后续扩张版图

1、批发气业务：“过路费”式商业模式夯实燃气业务基础

“过路费”式商业模式夯实燃气业务基础。批发气的商业模式主要是从上游生产商购买气源后，再分销给工商业/居民等下游终端用户，收益为凭借管道运输所收取的“过路费”。2021年公司批发气量销售达20.81亿立方米，基本与往年保持稳定。

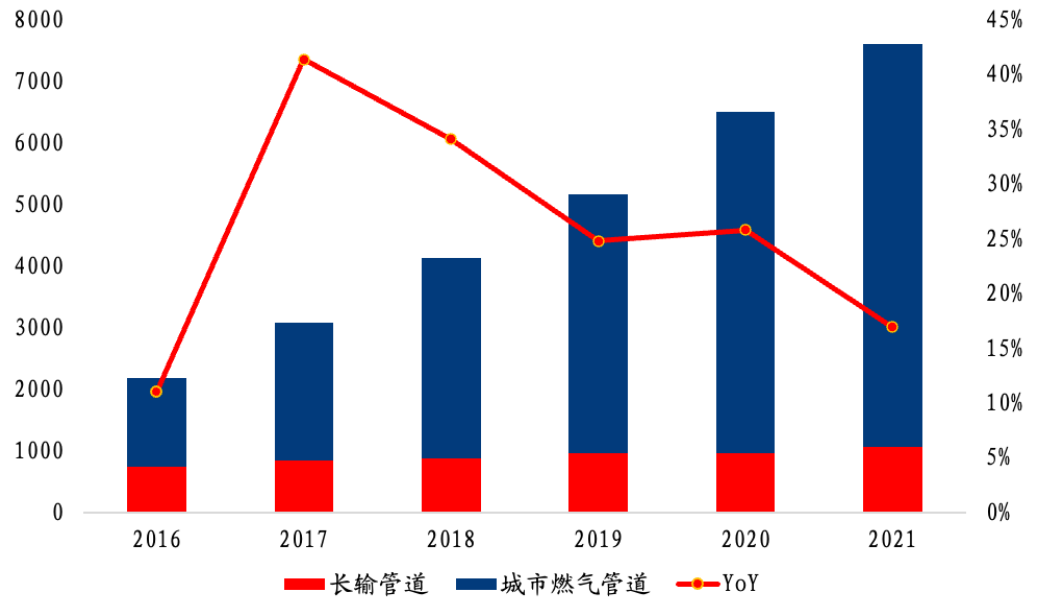
图表 17 批发气业务等同于“过路费”



资料来源：华创证券整理

天然气的运输离不开管道，为促进天然气业务的发展，公司积极推进管线和气站等基础设施建设，管线运行长度不断提高，覆盖范围持续扩张。17年公司管道覆盖长度开始快速扩张，前期低基数造就高增速，21年增速有所回落，但仍保持了15%以上的管道长度增速。公司2021年度新增天然气管道1102.98公里；累计运营管道7604.75公里，其中长输管道1059.42公里，城市燃气管道6545.33公里。

图表 18 公司累计运营管线长度（公里）



资料来源：公司公告，华创证券

**积极扩张管线布局。**项目推进方面，“京石邯”输气管道复线工程（全长约 102 公里）主线路已贯通，站场工艺安装完成约 90%，鄂安沧-京石邯管线项目（全长约 108 公里）已建成投产，涿州-永清输气管道工程（全长约 82 公里）全线贯通具备投产条件。随着后续秦丰沿海管线等项目的建成，公司管网运营长度有望进一步提高，覆盖范围有望进一步扩大。

图表 19 公司管线项目进展

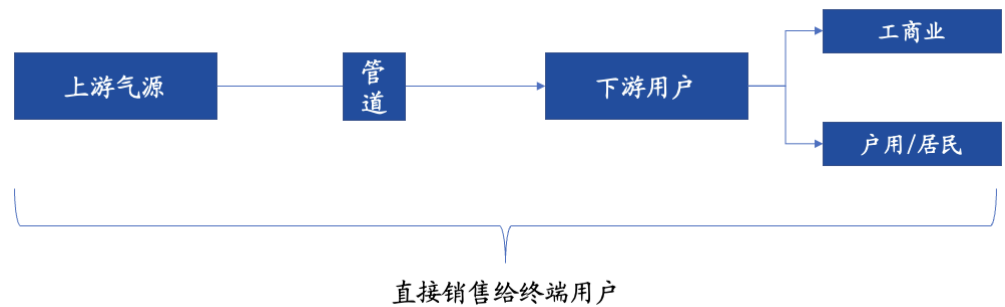
项目	当前进度	项目信息
鄂安沧-京石邯管线项目	已投产	线路全长 108.2 公里，沿线建设站场 3 座，阀室 4 座，改造站场 2 座
涿州-永清输气管道工程	全线贯通具备投产条件	线路全长 82.2km，沿途设置 3 座分输阀室，共有涿州首站及永清末站 2 座站场，年设计输气能力达 69.74 亿立方米
“京石邯”输气管道复线工程	主线路已贯通，站场工艺安装完成约 90%	线路总长约 102 公里，共设站场 5 座，阀室共 3 座
鹿泉-井陘输气管线项目	完成核准	-
秦丰沿海管线项目	完成招标	-
沿海管线沧州段项目	初设编制	-

资料来源：公司公告，华创证券

## 2、售气业务：下游工商业用户占比超九成，顺价“无忧”

零售气业务则是直接将城市燃气出售给终端用户来赚取上下游购气价差。21年公司零售气量 16.32 亿立方米，较上年同期增长 20.81%，其中工商业用户的占比超过 90%。由于居民端的天然气提价较为繁琐，流程较长往往需经多部门审核才能完成提价，较难短时间内对居民端完成顺价，而公司工商业用户占比高，因此顺价压力相对较小。

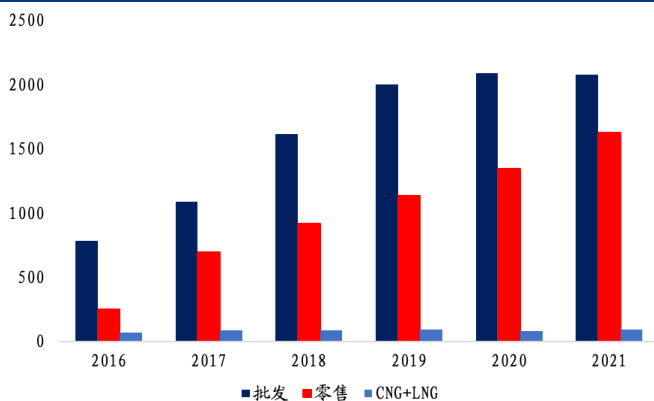
图表 20 零售气业务的直销模式



资料来源：华创证券整理

天然气业务规模持续拓展，销量与终端用户数量增长态势良好。随着天然气业务的迅速铺开，公司天然气销量再创新高，2021 年公司售气量达到 38.08 亿立方米，同比上升 8.03%，天然气业务向好趋势明显。与此同时，天然气终端用户市场不断扩张，2021 年天然气新增各类用户 5 万户，累计拥有用户 48.1 万户，同比增加 12%。

图表 21 公司天然气销量 (百万立方米)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 22 天然气终端用户数量 (万户)



资料来源：公司公告，华创证券

### (三) 布局 LNG：瞄准京津冀要塞，铺设 LNG 扩张版图

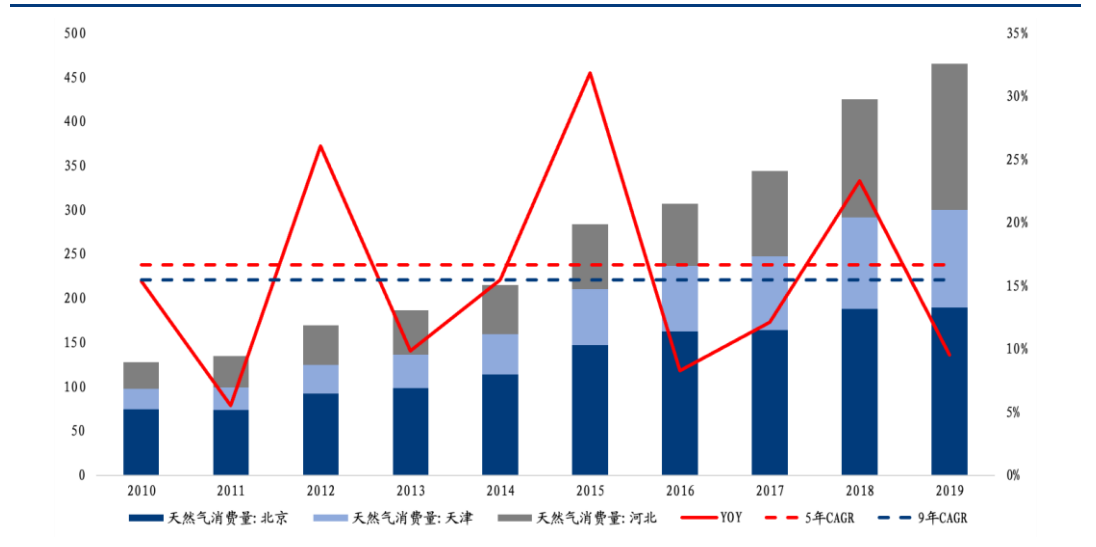
#### 1、京津冀燃气需求持续增长，唐山 LNG 项目后续或将大有可为

京津冀地区天然气消费需求旺盛。京津冀人口分布较为密集、城镇化水平较高、产业集聚特征强，对能源消耗的需求较大。此前京津冀地区依托于污染较高传统能源，引发了一系列的环境问题，雾霾等环境问题层出不穷。此前发布的《能源发展战略行动计划（2014-2020）》中也明确提出要优化能源结构促进节能减排，到 2020 年京津冀鲁四省市煤炭消费要比 2012 年净削减 1 亿吨，也进一步催化了对于较为清洁的天然气需求的提升。



从增长中枢来看，京津冀天然气消耗5年CAGR为16.7%，较9年CAGR15.5%增速有所上移，反映出京津冀地区天然气消费需求随时间推进呈现出不断增长的趋势。

图表 23 2010-2019 年京津冀天然气消费量 (亿立方米)



资料来源: Wind, 华创证券

唐山 LNG 项目位于京津冀要塞，扩张版图清晰明确。公司唐山 LNG 项目位于京津冀要塞，且项目建设规模十分可观。京津冀天然气消费需求大且管网分布密集，该项目将基于京津冀要塞的地域优势不断释放发展潜力。项目规模方面，该项目第一阶段计划拟建成投产 4 座 20 万方 LNG 储罐、1 座 8-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位，及相关配套接卸、气化、外输等配套工艺设施，设计接卸能力 500 万吨/年；第二阶段计划拟建成 8 座 20 万方 LNG 储罐、1 座 1-26.6 万方 LNG 船舶接卸泊位及相关配套接卸、气化、外输等配套工艺设施，设计接卸能力 500 万吨/年。该项目沿经河北、天津，项目供应能力可辐射整个京津冀地区，扩张版图清晰明确，具有突出的战略意义。

图表 24 唐山 LNG 接收站外输管线项目



资料来源: 公司公告

唐山 LNG 项目经济效益显著，未来可进一步助推天然气业绩增长。由项目可行性报告分析可知，唐山 LNG 项目年平均净利润可达 9.0 亿元，投资回收期为 14 年。外输管线项目方面，曹妃甸—宝坻段外输管线项目年均净利润为 3.4 亿元、宝坻—永清段外输管线项目年均净利润达 1.6 亿元，投资回收期均为 13 年。预计上述项目投产后可显著带动

公司天然气业务的业绩增长。

图表 25 LNG 项目经济效益

项目名称	运营期内年平均净利润	预计投资回收期	总投资	拟使用募集资金
唐山 LNG 项目（第一+第二阶段）	9.0 亿元/年	14.04 年	185.97 亿元	26.96 亿元
曹妃甸—宝坻段外输管线项目	3.4 亿元/年	13.06 年	64.17 亿元	7.86 亿元
宝坻—永清段外输管线项目	1.6 亿元/年	13.05 年	29.54 亿元	2.66 亿元

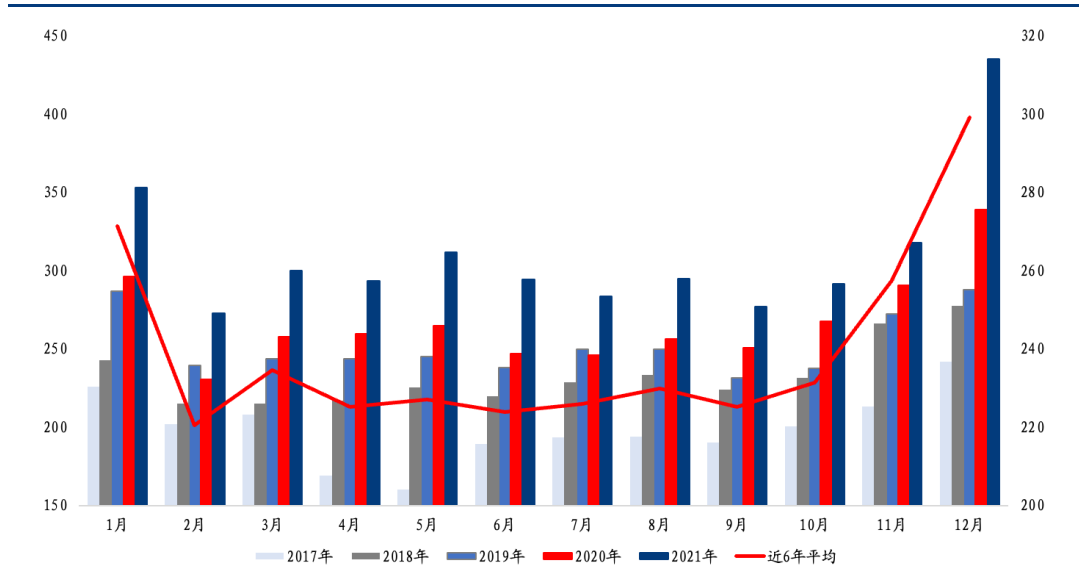
资料来源：公司公告，华创证券

## 2、项目附带调峰调频能力，LNG 项目收益有望进一步增厚

公司对唐山 LNG 项目收益进行测算是基于接驳燃气业务进行的推算，但若公司将现有的储气罐进行季度之间的调节，在夏天气价较低时进行储气、冬季气价较高时进行出售，则由于气价季节性的价格差异，收益将有更高的潜在增长空间。

燃气需求呈现出较大的季节性特征，冬季天然气需求明显提升。从近五年全国天然气消费量看，冬季月度天然气消费量一般在 300 亿立方米以上，而夏季月度天然气消费量约为 250 亿立方米，冬季天然气消费量明显高于夏季。随着近年来冬夏天然气消费量差距的增大，天然气调峰意义日益凸显。

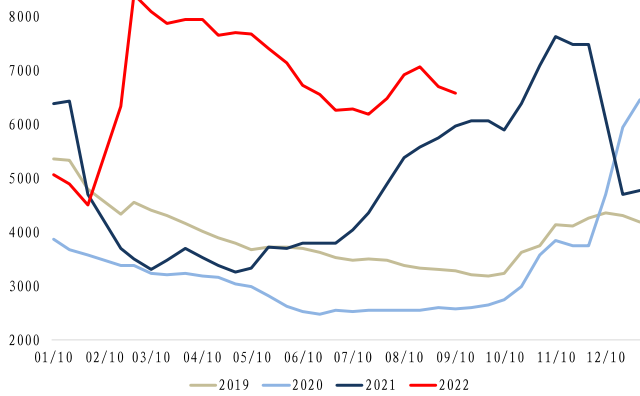
图表 26 2017-2021 年全国月度天然气消费量（亿立方米）



资料来源：Wind，国家统计局，华创证券

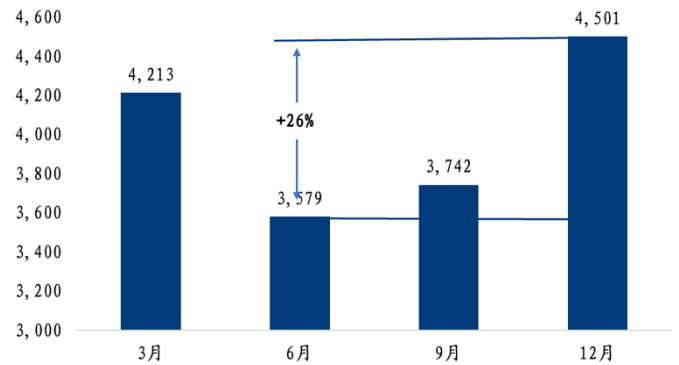
因需求导致的燃气价格季节性变化同样凸显。从全国 LNG 价格看，2019 年以来基本均呈现出 LNG 价格每逢冬季便会迎来明显的跃升的特征，冬季价格高于夏季价格。拉长时间范围来看，2014 年-2021 年 3、6、9、12 月份的 LNG 平均价格分别为 4213/3579/3742/4501 元/吨，12 月份价格较 6 月份价格高出 26%。

图表 27 19 年以来全国 LNG 月度价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

图表 28 2014-2021 年 3/6/9/12 月 LNG 均价（元/吨）



资料来源：Wind，华创证券

天然气季节性价格波动将有望进一步扩宽公司 LNG 项目收益。目前公司的 LNG 项目在京津冀地区规模较大，接收/储气容量可达 1000 万吨级别。如果能够通过夏天在低价时存气，冬季高价时卖出，该项目的收益能力将进一步增强。

图表 29 京津冀地区 LNG 气站分布情况

所属公司	项目名称	接收能力
中石油	中石油曹妃甸 LNG	700 万吨
国家管网	天津 LNG	1200 万吨
新天绿能	唐山 LNG	<b>1000 万吨</b>
新天绿能	沧州 LNG	规划中

资料来源：公司公告，新华社，天津日报，华创证券整理

### 三、风光运营：坐拥河北优质风资源，后续风光持续发力

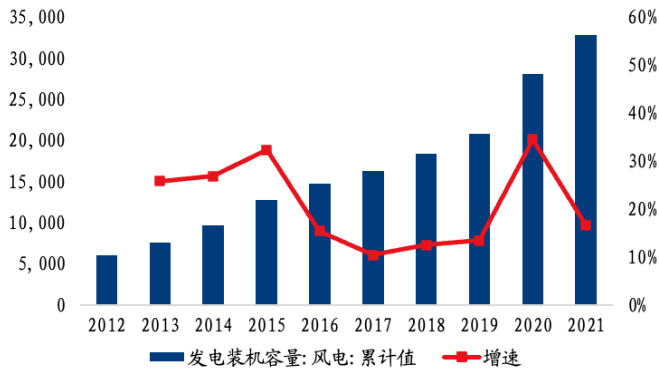
#### （一）碳中和助力新能源发展，风光兼具“成长性”与“确定性”

##### 1、从全国看：风光增长天花板被打开

能源转型道阻且长，但发展清洁能源是实现双碳目标的必经之路。为了能在 2030 年实现“碳达峰”、2060 年达成“碳中和”目标，清洁能源的装机容量及发电量将在未来稳步上升。根据国家发改委能源研究所的预测，2050 年我国非化石能源比重将提升至 78%，煤炭消费相比 2019 年下降 90%，二氧化碳排放相比 2019 年下降 76%。中国风电将占到能源消费的 38.5%，光伏占 21.5%，排在之后的就是天然气占 9.8%，水电占到 9%。随着清洁能源装机量的不断增长和容量系数的不断提高，清洁能源将成为未来发电的主力军。

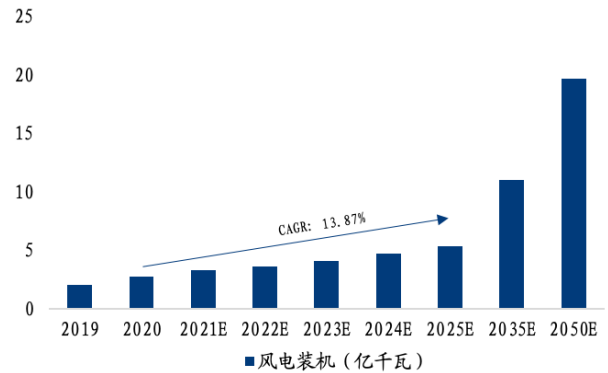
“十四五”期间全国风光行业发展确定性与成长性兼具。随着《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》这一碳中和顶层政策的落地，碳中和政策落地叠加补贴时代落幕，未来行业会以更加稳健的方式增长，成长性将进一步凸显。据全球能源互联网发展合作组织测算，2025 年国内风电装机预计将达 5.4 亿千瓦，十四五期间风电装机 CAGR 可达 13.8%。

图表 30 2012-2021 年风电累计装机及其增速 (万千瓦)



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 2019-2050E 风电新增装机增长预计 (亿千瓦)

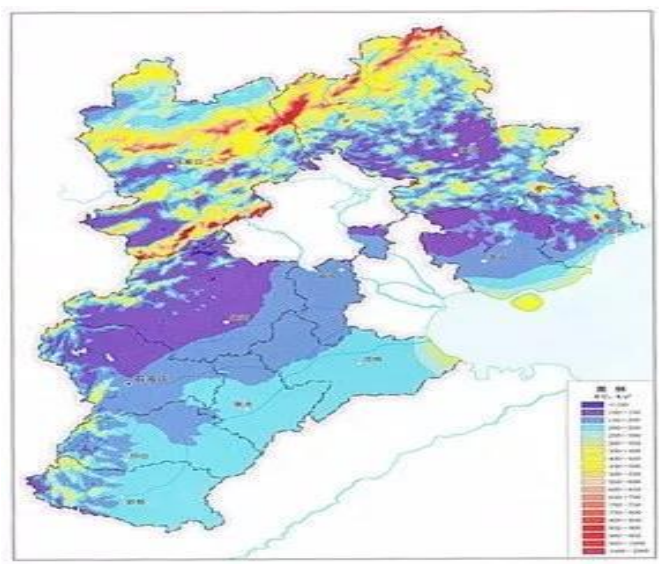


资料来源: 中电联, 全球能源互联网发展合作组织《中国“十四五”电力发展规划研究》, 华创证券

## 2、从河北省看: 优质风资源加持, 地方性新能源运营龙头

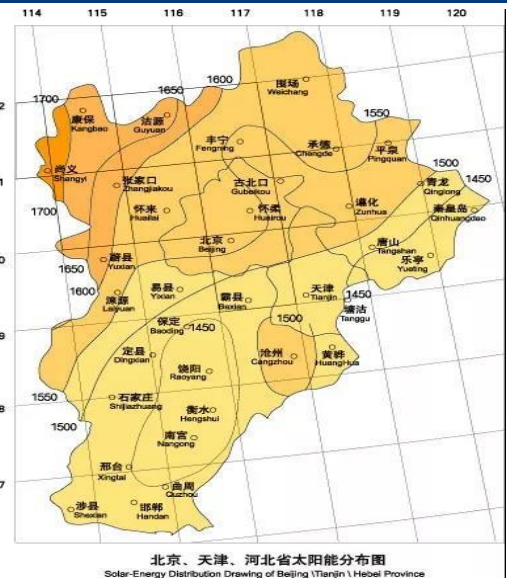
河北省风光资源禀赋优异。1) 风能资源方面, 河北省属于我国风能资源丰富省份之一, 特别是张家口坝上地区和唐山、沧州沿海地区为百万千瓦级风电基地。在 70m 高度上, 风能资源可利用区的技术开发量为 7567 万千瓦, 技术开发面积达 21252km<sup>2</sup>; 风能资源丰富区的技术开发量为 4188 万千瓦, 技术开发面积达 11870km<sup>2</sup>。2) 太阳能资源方面, 河北省全境处于光能丰富带, 并且光能资源分布呈由南向北递增趋势, 张家口、承德一带资源条件最好。全省可开发量约 9000 万千瓦, 北部张家口、承德地区年日照小时数平均为 3000~3200 小时, 中东部地区为 2200~3000 小时, 分别为太阳能资源二类和三类地区, 具备地面电站、农光互补、光电建筑一体化等多种形式的开发条件, 开发利用潜力较大。

图表 32 河北省 70m 高度层 30 年平均风速分布图



资料来源: 能源界

图表 33 河北省太阳能分布图



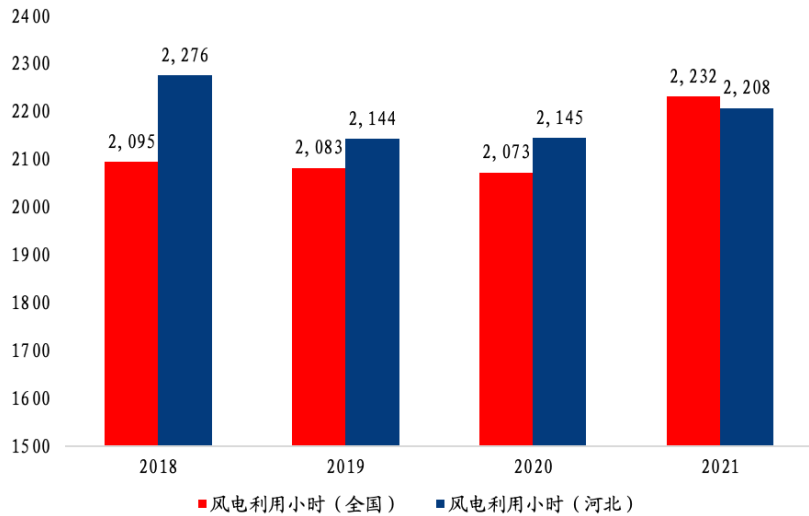
资料来源: 朱瑞光等《中国分省太阳能资源图集》

进一步, 从利用小时看, 河北整体利用小时水平优于全国。2018 年-2020 年, 河北省风电利用小时数为 2276/2144/2145 小时, 分别优于全国 181/61/72 个小时。2021 年河北风



电利用小时数有所回落，但仍和全国水平基本持平。

图表 34 河北省风电利用小时数居于全国前列（小时）



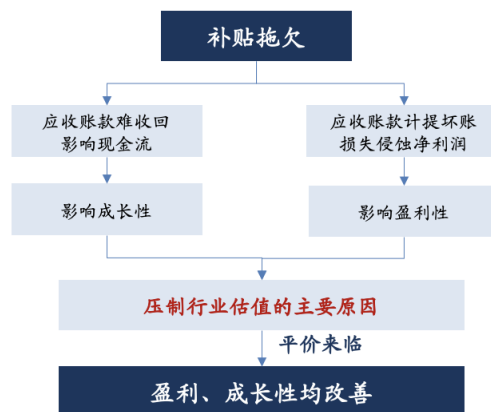
资料来源：Wind，华创证券

**政策落地保障风光市场空间。**根据河北省发布的《河北省国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》，到 2025 年，风电、光伏发电装机容量分别达到 4300 万千瓦、5400 万千瓦。因此，十四五期间河北省预计新增风电 2026 万千瓦、光伏 3210 万千瓦，合计 5236 万千瓦。12 月 31 日，河北省发改委下发的《关于下达河北省 2021 年风电、光伏发电市场化并网项目计划的通知》中指出，河北省十四五期间风电、光伏发电市场化并网规划项目共计 29 个，项目规模达 541.8 万千瓦，风电光伏成长空间将进一步打开。

### 3、价格维度看：平价后现金流量表与利润表同步加速理顺

**补贴拖欠影响盈利与成长性，平价后风光将进入自身健康发展。**一方面，应收账款增多导致难以扩张，影响行业成长性；另一方面，因应收账款坏账准备而计提的减值损失影响净利润，影响估值水平。**21 年风光进入平价元年，平价后行业盈利与成长性均将迎来改善，行业将迎来内生增长。**

图表 35 补贴欠款收回现金流量表与利润表均将加速理顺



资料来源：华创证券整理

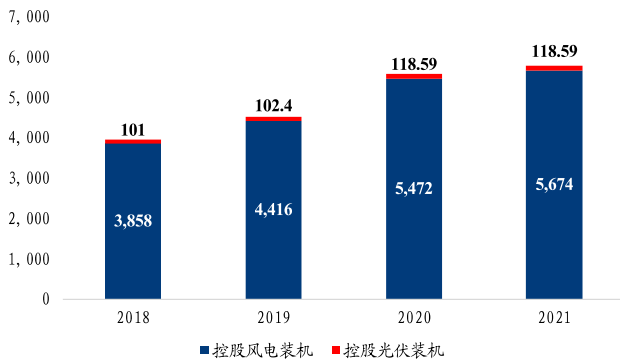


（二）依托优质资源区，项目能力水平较强

1、公司风电以省内为主，乘河北优质风资源顺势而上

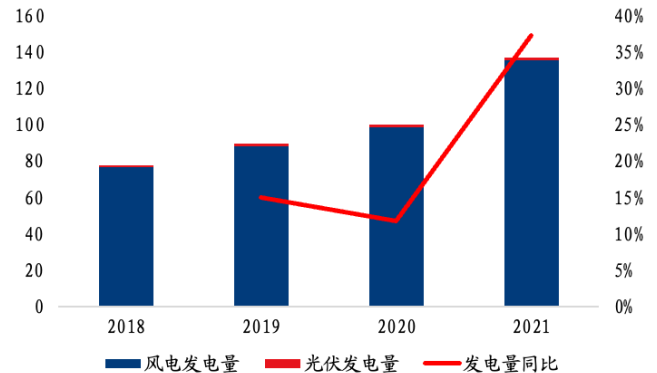
风电装机持续提升，带动发电量同步增长。截止 2021 年底，公司风电装机 5674MW、光伏装机 119MW，装机容量较 2018 年增长 46.3%。装机容量提升带动发电量增长，2021 年公司发电量达 137 亿千瓦时，较上年增长 36.66%，较 2018 年发电量增长 75.8%。

图表 36 公司风光装机变动 (MW)



资料来源：公司公告，华创证券

图表 37 公司风光发电量及其增速 (亿千瓦时)



资料来源：公司公告，华创证券

地域分布来看：公司风电机组分布主要集中在河北省内。1) 从累计装机规模看，截止 2021 年底，省内累计控股装机容量 4255.15MW，占集团控股装机总量的 75%；省外累计控股装机容量 1418.7MW，占集团控股装机容量的 25%。2) 从新增装机规模看，2021 年风电板块新增控股装机 350MW，其中省内新增控股装机容量 215.5MW，省外新增控股装机容量 134.5MW。2022 年上半年公司新增核准控股风电项目 271.5 兆瓦，累计核准未开工项目容量 1620 兆瓦，已累计取得风电指标容量已达 7,309.1 兆瓦，分布于全国 16 个省份。

图表 38 河北省内风电项目分布图



资料来源：公司公告

图表 39 河北省外风电项目分布图



资料来源：公司公告

## 2、短期催化：补贴靴子落地，带来短期装机提升

**短期补贴收回可撬动装机大幅增长。**截止 2022H1，公司可再生能源补贴款导致的应收账款余额达 77.8 亿元。参照我们的核心假设：1) 单位 GW 风电投资按 60 亿元，2) 补贴收回程度假设在 60%-100%；3) 风电项目的资本金比例为 30%（考虑到运营商有可能将资金本比例提高，对 50% 资本金也进行测算）。在资本金比例为 30% 时，补贴能够收回 60%-100% 分别可撬动的装机容量为 2.59-4.32GW，较当前 5.7GW 的风电规模增长 46%-76%；在资本金比例为 50% 时，补贴能够收回 60%-100% 分别可撬动的装机容量为 1.56-2.59GW，较当前风电存量规模增长 27%-46%。

**图表 40 补贴欠款收回对装机的弹性测算**

应收账款余额（亿元）	77.82		
收回程度	60%	80%	100%
收回金额（亿元）	46.69	62.26	77.82
单位GW风电投资按60亿测算	60		
<b>资本金假设30%对应单位GW投资（亿元）</b>	<b>18</b>		
补贴欠款收回可撬动的装机（GW）	2.59	3.46	4.32
较当前装机弹性	46%	61%	76%
<b>资本金假设50%对应单位GW投资（亿元）</b>	<b>30</b>		
补贴欠款收回可撬动的装机（GW）	1.56	2.08	2.59
较当前装机弹性	27%	37%	46%

资料来源：公司公告，华创证券测算

## 3、长期成长性：十四五 10GW 目标坚定，坚持盈利为先

**风光项目储备丰富，后续发展空间充足。**1) **风电方面：**2022 年上半年公司新增核准控股风电项目 271.5 兆瓦，累计核准未开工项目容量 1620 兆瓦，已累计取得风电指标容量已达 7,309.1 兆瓦，分布于全国 16 个省份。22 年上半年公司与河北沧州青县、沧州渤海新区签署多能互补一体化项目开发协议，在河北邢台、湖南永州等地签署风电开发协议，新增风电协议容量 3,300 兆瓦。此外，公司在“上大压小”改造取得突破，目前在康保风电平价示范项目取得河北省发改委的批复通知，项目将由原有的 30MW 提升为 200MW。2) **光伏方面：**公司 22 年上半年与沧州青县、渤海新区签订多能互补一体化项目协议，与湖南永州、广东珠江、内蒙赤峰签订光伏项目开发协议，新增光伏协议容量 3,600 兆瓦，累计光伏协议容量为 15,799 兆瓦。根据公司发布的发展战略，新天绿能在新能源板块，将继续按照区域规模化发展的思路，抓紧项目布局，**到“十四五”末，新能源装机容量力争达到 1,000 万千瓦。**

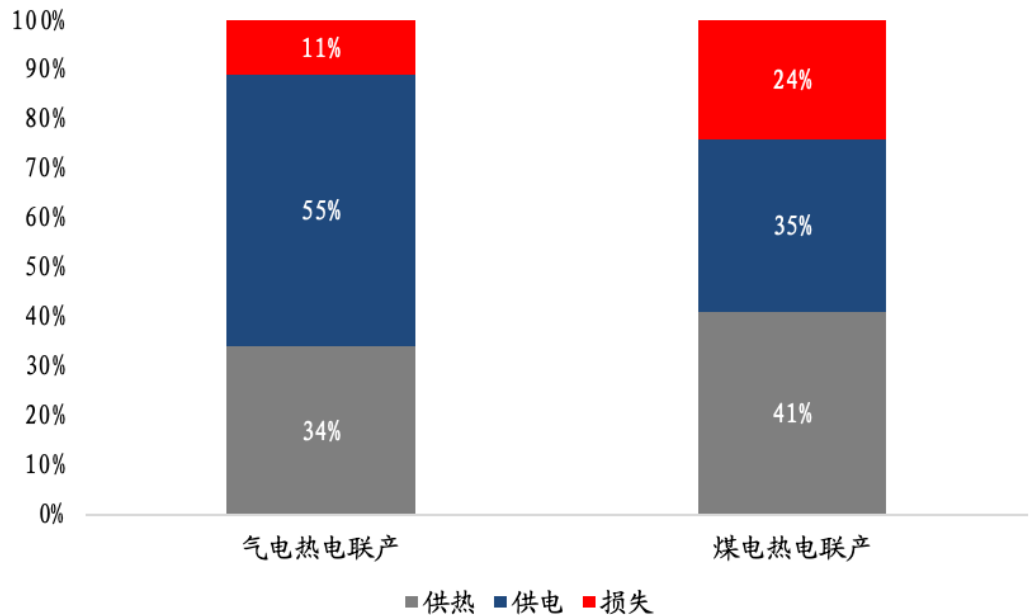
公司暂无较大考核指标负担，坚持效益至上。风电场利用小时数持续保持高水准，科技创新成果不断涌现。2021 年公司控股风电场平均利用小时数为 2501 小时，较上年度同期增加 81 小时，**高出全国平均利用小时 269 个小时**，平均风电机组可利用率 97.94%。与此同时，公司科技创新成果突出，数字化建设不断取得新成就，2021 年度在中国电力联合会组织的全国风(光)电场生产运行统计指标对标中，公司获奖场站数量达到 17 个，创历史新高。

### （三）燃气风光协同，打造协同发展新模式

**燃气机组有更高的能效转化优势。**由于天然气产生的热能更为高效和优质，能效转化优势更高。以 9HA660MW 超超临界机组与 660MW 超超临界煤电机组进行比较。气电燃机联合循环热电联产的效能高于传统的火电机组，在燃烧同等热值的情况下，气电机组损

失 11%的热量，远低于常规煤电机组 24%的热量损失。

图表 41 气电热电联产损失能量远小于煤电热电联产



资料来源：北极星电力网，华创证券

**燃气机组启停快，是优质的调峰调频电源。**从启停速度来看，燃气机组调峰直接依靠调节燃料进行负荷的升降，响应速度较快。目前典型的 9HA.01 燃气机组可以在小于 23 秒的时间内，负荷向上调节 62MW；对于正常的升降负荷，9HA 机组可进行高于 65MW/分钟的调节。以常规火电和气电进行对比，由于热力传导等因素，在燃煤机组需要进行负荷的变化时，上游燃煤所需的风量也要进行变化，机组需经历一定时间的延迟后才能开始负荷的调节，同时需要经过更长的时间通过惯性延迟才能达到最终的稳态。从实际调峰进度来看，受锅炉和汽轮机等其他设备环节的影响，实际调整速率为 10MW/分钟，远小于燃气机组 65MW/分钟的调节速度。

因此，在气电“能效优质”+“调节能力强”的加持下，公司有望依托于自身的天然气背景，通过开展“气”+“风光”的高效协同，打造全新的发展模式。

#### 四、盈利预测及估值

**收入及盈利预测：**燃气方面，公司常规输气、售气业务较为稳健，唐山 LNG 项目落地将推动燃气业务快速增长，我们预计公司燃气板块 22-24 年收入分别将达 106/154/206 亿元，对应增速 12%/45%/34%。**新能源方面**，公司依托于河北优质风资源稳定推进装机增加，预计 22-24 年风电装机增加 0.4/0.8/1GW、光伏装机增加 0.15/0.2/0.2GW，装机增长将带动新能源运营板块业绩提升，预计公司新能源板块 22-24 年收入分别将达 65/75/85 亿元，同比增长 6%/15%/14%。综上，我们预计 2022-2024 年公司营业收入将达 175/233/295 亿元，对应增速+9%/+33%/+27%；实现归母净利润 23/30/36 亿元，对应增速+6%/+30%/+23%。

**估值：燃气业务方面：**我们参考 2 家行业可比公司，对应 23 年估值 10.8x PE，考虑到公司后续唐山 LNG 项目一、二期项目预计 22-25 年将相继落地投产，未来公司成长性凸显；同时该项目仍有机会依托于天然气价格的季节性差异进一步增厚收益。因此在可比公司的基础上给予一定的溢价，给予公司 23 年燃气板块 20x PE（溢价率 85%）。

**图表 42 燃气板块可比公司估值表**

	净利润 (亿元)			PE		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E
新奥股份	48.19	57.30	65.09	11.8	9.9	8.7
九丰能源	10.63	13.14	15.08	14.5	11.7	10.2
均值				13.1	10.8	9.4

资料来源: Wind 一致性预期, 华创证券

**新能源方面:** 我们参考 3 家行业可比公司, 对应 23 估值 15.5x PE。由于公司地处河北, 风资源状况较好; 同时公司与央企相比并不存在硬性的装机指标, 对项目收益的要求标准更高, 公司的项目质地更优良。因此, 给予公司新能源板块一定的溢价, 给予公司新能源板块 23 年 20x PE (溢价率 30%)。综上, 预计公司 23 年实现归母净利润 29.7 亿元, 给予公司 23 年 20x PE, 对应 23 年公司市值为 594 亿元, 较当前市值 440 亿市值有 35% 上浮空间, 目标价 14.2 元。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

**图表 43 新能源板块可比公司估值表**

	净利润 (亿元)			PE		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E
三峡能源	84.39	102.92	122.47	19.3	15.8	13.3
龙源电力	76.18	91.20	109.03	21.0	17.6	14.7
节能风电	15.00	17.32	20.59	15.3	13.3	11.2
均值				18.5	15.5	13.0

资料来源: Wind 一致性预期, 华创证券

## 五、风险提示

- 1、LNG 项目建设进展不及预期:** 公司唐山 LNG 一期项目目前进展顺利, 但不排除由于疫情等外在风险导致的项目进展不及预期的可能。
- 2、新能源运营市场竞争加剧的风险:** 风光目前竞配趋势愈发明显, 公司后续将存在一定的外部竞争加强导致风光装机不及预期的风险。
- 3、来风导致的业绩波动风险:** 22 年上半年来风有所减弱导致公司业绩有所承压, 不排除后续仍有来风波动的风险。
- 4、受国际局势影响导致气价上涨等其他风险。**



**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	7,648	7,671	8,253	8,874
应收票据	0	0	0	0
应收账款	6,657	6,030	8,405	11,161
预付账款	162	409	568	667
存货	214	117	172	245
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,325	1,651	2,184	2,782
流动资产合计	16,006	15,878	19,582	23,729
其他长期投资	67	71	86	102
长期股权投资	3,058	3,058	3,058	3,058
固定资产	32,220	36,114	40,092	44,760
在建工程	13,630	13,908	14,200	14,423
无形资产	2,151	1,936	1,743	1,568
其他非流动资产	4,786	4,779	4,771	4,768
非流动资产合计	55,912	59,866	63,950	68,679
<b>资产合计</b>	<b>71,918</b>	<b>75,744</b>	<b>83,532</b>	<b>92,408</b>
短期借款	1,978	2,735	3,493	4,250
应付票据	15	52	44	47
应付账款	458	253	387	562
预收款项	779	852	567	900
合同负债	1,654	1,809	2,410	3,057
其他应付款	6,847	6,847	6,847	6,847
一年内到期的非流动负债	4,211	4,211	4,211	4,211
其他流动负债	1,120	1,210	1,570	1,958
流动负债合计	17,062	17,969	19,529	21,832
长期借款	28,706	30,706	33,206	35,206
应付债券	1,000	1,000	1,000	1,000
其他非流动负债	1,386	1,386	1,386	1,386
非流动负债合计	31,092	33,092	35,592	37,592
<b>负债合计</b>	<b>48,154</b>	<b>51,061</b>	<b>55,121</b>	<b>59,424</b>
归属母公司所有者权益	19,684	20,019	22,989	26,632
少数股东权益	4,080	4,664	5,422	6,352
<b>所有者权益合计</b>	<b>23,764</b>	<b>24,683</b>	<b>28,411</b>	<b>32,984</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>71,918</b>	<b>75,744</b>	<b>83,532</b>	<b>92,408</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,333</b>	<b>6,464</b>	<b>4,961</b>	<b>6,500</b>
现金收益	5,905	6,463	7,653	8,865
存货影响	-156	97	-55	-73
经营性应收影响	-1,565	388	-2,528	-2,848
经营性应付影响	2,046	-95	-158	510
其他影响	-1,896	-389	49	46
<b>投资活动现金流</b>	<b>-7,311</b>	<b>-6,225</b>	<b>-6,570</b>	<b>-7,445</b>
资本支出	-8,276	-6,227	-6,570	-7,443
股权投资	-582	0	0	0
其他长期资产变化	1,547	2	0	-2
<b>融资活动现金流</b>	<b>8,649</b>	<b>-216</b>	<b>2,191</b>	<b>1,566</b>
借款增加	5,060	2,757	3,257	2,757
股利及利息支付	-2,178	-1,557	-1,684	-1,832
股东融资	381	381	381	381
其他影响	5,386	-1,797	237	260

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>15,985</b>	<b>17,483</b>	<b>23,287</b>	<b>29,543</b>
营业成本	11,234	12,372	16,833	21,681
税金及附加	54	53	72	90
销售费用	3	3	5	6
管理费用	675	739	984	1,248
研发费用	72	79	58	74
财务费用	1,216	1,322	1,432	1,566
信用减值损失	-22	-22	-22	-22
资产减值损失	-7	-7	-7	-7
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	296	296	296	296
其他收益	120	120	120	120
<b>营业利润</b>	<b>3,118</b>	<b>3,302</b>	<b>4,290</b>	<b>5,265</b>
营业外收入	26	26	26	27
营业外支出	16	16	16	16
<b>利润总额</b>	<b>3,128</b>	<b>3,312</b>	<b>4,300</b>	<b>5,276</b>
所得税	416	441	573	703
<b>净利润</b>	<b>2,712</b>	<b>2,871</b>	<b>3,727</b>	<b>4,573</b>
少数股东损益	551	584	758	930
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,161</b>	<b>2,287</b>	<b>2,969</b>	<b>3,643</b>
NOPLAT	3,765	4,017	4,969	5,930
EPS(摊薄) (元)	0.52	0.55	0.71	0.87

**主要财务比率**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	27.8%	9.4%	33.2%	26.9%
EBIT 增长率	36.7%	6.7%	23.7%	19.4%
归母净利润增长率	43.0%	5.9%	29.8%	22.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率	29.7%	29.2%	27.7%	26.6%
净利率	17.0%	16.4%	16.0%	15.5%
ROE	9.1%	9.3%	10.5%	11.0%
ROIC	7.2%	7.2%	8.0%	8.7%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	67.0%	67.4%	66.0%	64.3%
债务权益比	156.9%	162.2%	152.4%	139.6%
流动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
速动比率	0.9	0.9	1.0	1.1
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
应收账款周转天数	130	131	112	119
应付账款周转天数	10	10	7	8
存货周转天数	4	5	3	3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.52	0.55	0.71	0.87
每股经营现金流	1.03	1.54	1.18	1.55
每股净资产	4.70	4.78	5.49	6.36
<b>估值比率</b>				
P/E	20	19	15	12
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	30	28	23	20



## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、首席分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2019年新浪金麒麟环保行业新锐分析师第一名。

**助理研究员：霍鹏浩**

阿姆斯特丹大学量化金融硕士。2022年加入华创证券研究所。

**助理研究员：刘汉轩**

英国帝国理工学院理学硕士。2022年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	公募机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	高级销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	刘懿	高级销售经理	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
	蔡依林	销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	销售助理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570
段佳音		资深销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
汪丽燕		高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
董姝彤		销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
巢莫雯		销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
张嘉慧		销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
邓洁		销售经理	0755-82756803	dengjie@hcyjs.com
王春丽		销售助理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
周玮		销售助理		zhouwei@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	曹静婷	销售副总监	021-20572551	caojingting@hcyjs.com
	官逸超	销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	资深销售经理	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	高级销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	李凯	资深销售经理	021-20572554	likai@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级机构销售	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	王世韬	销售助理		wangshitao1@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	销售总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	高级销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	高级销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com
	王卓伟	销售助理	0755—82756805	wangzhuowei@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-20572500
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572522