

气源贸易超预期，泛能业务驱动城燃稳健增长

核心观点

- **公司 2021 年实现营收 1159.2 亿（同比+31.6%），归母净利润 41.0 亿（同比+94.7%），业绩符合预期。**扣除汇兑损益等一次性因素后，公司核心净利润 35.7 亿（同比+60.8%），天然气相关业务毛利占比达 94%，利润结构不断优化。
- **因气源成本提升销气业务承压，泛能接棒驱动城燃业务稳健增长。**虽然受气源成本提高影响，公司价差同比缩窄 15%至 0.51 元/方，但销气量+泛能驱动城燃业务稳健增长：1）21 年公司零售气量同比增长 15.1%至 252.7 亿方；2）泛能业务收入达 78.1 亿元（同比+54.8%）、毛利达 13.7 亿元（同比+51.2%），累计投运泛能项目达 150 个。同时，公司指引 22 年核心净利润增长 12%-15%，其中零售气量增长 12%-15%，全口径泛能业务收入+50%，增值业务毛利增长超过 30%，且居民、工商业接驳量达 240 万户、2000 万方/日，高气源价格或持续对价差产生部分压制，公司指引 22 年价差同比持平至 0.5 元/方。
- **LNG 贸易起量，21 年盈利超预期。**21 年公司天然气直销收入为 57.8 亿，毛利率 22.3%（同比+13.0pct），气源贸易盈利大幅提升主因：1）直销气量同比+336%至 41.0 亿方，2）受公司加强中短期 LNG 资源获取及灵活使用套期保值手段，气源贸易单方毛利 0.31 元/方（同比+93%）。22 年 7 月公司与切尼尔签订的 90 万吨长约启动交付，帮助公司更好控制气源贸易成本，带来可观利润增量。
- **煤价高企驱动煤基清洁能源盈利显著改善。**受煤价大幅上涨驱动，2021 年公司能源生产（煤炭+煤制甲醇）收入 50.1 亿元（同比+41.5%），毛利 14.6 亿元（同比+54.3%），煤基清洁能源盈利显著改善。21 年公司煤矿业务受矸石层影响，出货量同比-38%至 390 万吨，22 年产量预计提升至 530-550 万吨，带动整体板块盈利继续向好。

盈利预测与投资建议

- 因气源贸易业务盈利抬升，我们上调业绩预测 22-24 年公司 EPS 为 1.50/1.70/1.97 元（调整前 22-23 年 EPS 为 1.41/1.56 元），基于可比公司 22 年 PE 估值 13x，因公司 23 年业绩增速高于可比公司，故给予公司 15%溢价对应 22 年 PE 15x，目标价 22.50 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 天然气需求及国内 LNG 现货销售价格不及预期的风险；宏观经济下行风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	88,099	115,920	145,865	166,950	192,899
同比增长(%)	-0.6%	31.6%	25.8%	14.5%	15.5%
营业利润(百万元)	10,585	13,530	16,564	19,434	22,548
同比增长(%)	-0.9%	27.8%	22.4%	17.3%	16.0%
归属母公司净利润(百万元)	2,107	4,102	4,258	4,841	5,620
同比增长(%)	-27.5%	94.7%	3.8%	13.7%	16.1%
每股收益(元)	0.74	1.44	1.50	1.70	1.97
毛利率(%)	18.5%	16.7%	16.8%	17.1%	17.1%
净利率(%)	2.4%	3.5%	2.9%	2.9%	2.9%
净资产收益率(%)	17.0%	35.7%	25.3%	22.8%	21.3%
市盈率	22.4	11.5	11.1	9.8	8.4
市净率	5.8	3.2	2.5	2.0	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年03月28日）	16.64 元
目标价格	22.50 元
52 周最高价/最低价	22.81/13.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	284,585/143,230
A 股市值（百万元）	47,355
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2022 年 03 月 29 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	5.12	-6.83	-11.81	-1.38
相对表现	2.94	-2.3	-4.96	22.09
沪深 300	2.18	-4.53	-6.85	-23.47



证券分析师

卢日鑫	021-63325888*6118 lurixin@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860515100003
施静	021-63325888*3206 shijing1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860520090002 香港证监会牌照：BMO306
林煜	linyuy1@orientsec.com.cn 执业证书编号：S08600521080002

相关报告

1H21 业绩超预期，城燃业务+气源贸易双轮驱动	2021-07-08
碳中和高预期差赛道，21 年指引清晰新征程开启	2021-03-25
剥离参股公司股权，聚焦天然气核心资产	2021-02-19

表 1：可比公司估值情况

	最新价格	每股收益			PE (x)			业绩增速
	2022/3/28	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	2023E
华润燃气 (港币)	32.2	2.82	2.93	3.23	11.4	11.0	10.0	10.2%
新奥能源 (港币)	119.2	8.43	9.15	10.20	14.1	13.0	11.7	11.5%
深圳燃气 (元)	7.2	0.47	0.64	0.73	15.4	11.3	9.9	14.1%
长江电力 (元)	21.8	1.16	1.23	1.34	18.8	17.7	16.2	8.9%
新天然气 (元)	22.4	2.74	1.51	1.74	8.2	14.9	12.9	15.2%
最大值					18.8	17.7	16.2	15.2%
最小值					8.2	11.0	9.9	8.9%
平均数					13.6	13.6	12.1	12.0%
调整后平均					13.7	13.1	11.5	11.9%

数据来源：Wind 一致预期、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,629	11,440	24,226	37,089	53,230	营业收入	88,099	115,920	145,865	166,950	192,899
应收票据、账款及款项融资	5,016	7,887	8,838	10,115	11,687	营业成本	71,782	96,513	121,321	138,433	159,919
预付账款	3,403	4,011	5,048	5,777	6,675	营业税金及附加	569	635	799	914	1,056
存货	1,999	3,138	3,945	4,502	5,200	营业费用	1,210	1,446	1,819	2,082	2,406
其他	7,896	13,357	9,707	10,593	11,683	管理费用及研发费用	3,894	4,799	5,163	5,910	6,828
流动资产合计	30,943	39,834	51,763	68,075	88,476	财务费用	377	505	1,722	1,685	1,631
长期股权投资	5,560	5,996	5,996	5,996	5,996	资产、信用减值损失	268	585	133	149	167
固定资产	48,207	56,833	63,040	68,934	74,561	公允价值变动收益	(81)	457	394	394	394
在建工程	7,552	4,195	4,215	4,239	4,268	投资净收益	404	1,179	868	868	868
无形资产	8,145	10,604	10,357	10,111	9,864	其他	264	457	395	395	395
其他	9,118	10,472	9,369	9,369	9,369	营业利润	10,585	13,530	16,564	19,434	22,548
非流动资产合计	78,581	88,100	92,977	98,648	104,058	营业外收入	83	165	165	165	165
资产总计	109,524	127,934	144,740	166,724	192,534	营业外支出	233	228	228	228	228
短期借款	9,605	7,972	7,972	7,972	7,972	利润总额	10,435	13,466	16,501	19,370	22,485
应付票据及应付账款	10,221	13,163	16,546	18,880	21,810	所得税	2,602	2,936	3,598	4,223	4,902
其他	31,228	34,258	35,547	38,551	42,248	净利润	7,833	10,530	12,903	15,147	17,583
流动负债合计	51,055	55,393	60,065	65,403	72,030	少数股东损益	5,726	6,429	8,645	10,306	11,963
长期借款	4,718	5,698	7,298	8,898	10,498	归属于母公司净利润	2,107	4,102	4,258	4,841	5,620
应付债券	10,784	9,841	9,841	9,841	9,841	每股收益(元)	0.74	1.44	1.50	1.70	1.97
其他	7,695	10,836	8,732	8,732	8,732						
非流动负债合计	23,197	26,375	25,872	27,472	29,072						
负债合计	74,252	81,768	85,937	92,875	101,102						
少数股东权益	27,140	31,332	39,977	50,284	62,247						
实收资本(或股本)	2,600	2,846	2,846	2,846	2,846						
资本公积	(200)	2,730	2,855	2,855	2,855						
留存收益	5,351	8,765	13,023	17,864	23,484						
其他	380	492	101	0	0						
股东权益合计	35,272	46,166	58,803	73,849	91,432						
负债和股东权益总计	109,524	127,934	144,740	166,724	192,534						

现金流量表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	7,833	10,530	12,903	15,147	17,583
折旧摊销	11,402	2,756	2,086	2,353	2,620
财务费用	377	505	1,722	1,685	1,631
投资损失	(404)	(1,179)	(868)	(868)	(868)
营运资金变动	3,034	(4,282)	5,213	1,819	2,281
其它	(9,794)	5,180	(1,746)	(425)	(307)
经营活动现金流	12,448	13,510	19,310	19,710	22,940
资本支出	(51,485)	(9,902)	(8,019)	(8,024)	(8,029)
长期投资	5,149	(449)	3	0	0
其他	39,127	2,311	1,489	1,262	1,262
投资活动现金流	(7,209)	(8,041)	(6,528)	(6,762)	(6,767)
债权融资	3,823	1,852	1,600	1,600	1,600
股权融资	(503)	3,175	125	0	0
其他	(7,529)	(9,729)	(1,722)	(1,685)	(1,631)
筹资活动现金流	(4,210)	(4,701)	4	(85)	(31)
汇率变动影响	25	(51)	-0	-0	-0
现金净增加额	1,054	717	12,785	12,863	16,142

主要财务比率					
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-0.6%	31.6%	25.8%	14.5%	15.5%
营业利润	-0.9%	27.8%	22.4%	17.3%	16.0%
归属于母公司净利润	-27.5%	94.7%	3.8%	13.7%	16.1%
获利能力					
毛利率	18.5%	16.7%	16.8%	17.1%	17.1%
净利率	2.4%	3.5%	2.9%	2.9%	2.9%
ROE	17.0%	35.7%	25.3%	22.8%	21.3%
ROIC	12.0%	15.2%	17.0%	16.6%	16.1%
偿债能力					
资产负债率	67.8%	63.9%	59.4%	55.7%	52.5%
净负债率	55.5%	41.9%	13.9%	0.0%	0.0%
流动比率	0.61	0.72	0.86	1.04	1.23
速动比率	0.57	0.66	0.79	0.96	1.15
营运能力					
应收账款周转率	21.9	22.1	19.3	18.5	18.6
存货周转率	24.0	34.9	30.5	29.1	29.3
总资产周转率	0.8	1.0	1.1	1.1	1.1
每股指标(元)					
每股收益	0.74	1.44	1.50	1.70	1.97
每股经营现金流	4.79	4.75	6.79	6.93	8.06
每股净资产	2.86	5.21	6.62	8.28	10.26
估值比率					
市盈率	22.4	11.5	11.1	9.8	8.4
市净率	5.8	3.2	2.5	2.0	1.6
EV/EBITDA	2.7	3.6	3.0	2.6	2.3
EV/EBIT	5.5	4.3	3.3	2.9	2.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn