

新奥股份

600803

审慎增持 (首次)

生态网络铸壁垒，多元布局塑新生

2022年03月28日

市场数据

市场数据日期	2022/3/25
收盘价(元)	16.60
总股本(百万股)	2,846
流通股本(百万股)	1,432
总市值(百万元)	47,241
流通市值(百万元)	23,776
净资产(百万元)	14,833
总资产(百万元)	127,934
每股净资产(元)	5.21

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	116031	141038	163651	189748
同比增长	31.7%	21.6%	16.0%	15.9%
归母净利润(百万元)	4102	5712	7081	8111
同比增长	94.7%	39.3%	24.0%	14.5%
毛利率	16.8%	18.3%	18.5%	18.3%
净利率	3.5%	4.1%	4.3%	4.3%
净资产收益率	27.7%	28.0%	27.1%	25.0%
每股收益(元)	1.44	2.01	2.49	2.85
每股经营现金流(元)	4.75	5.86	7.00	7.69

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

控股城燃龙头新奥能源，战略转型成为天然气智能生态运营商。2020年，新奥股份以资产置换、发行股份和现金支付方式收购新奥能源(02688.HK)32.8%股权，实现对新奥能源的并表，从而战略转型成为天然气智能生态运营商。新奥股份实际控制人为王玉锁先生(合计控制69.96%的股权)。新奥股份公告拟回购1-2亿元用于股权激励，拟回购价格为不超过25元/股(含)。实施回购彰显信心，通过股权激励进一步建立完善长效激励机制。

全国天然气生态网络构建核心壁垒，拟注入新奥舟山强化支点作用。“双碳”背景下，我国一次能源结构持续调整，天然气需求量有望保持持续增长。新奥股份的天然气销售实现全国项目布局，2021年天然气总销售量达372亿方，占同期中国天然气总消费量的10%，市占率保持上升趋势。新奥股份拟注入新奥舟山接收站，发挥支点作用并进一步强化气源优势。本次发行股份购买资产的发行价为17.22元/股，我们估算新奥舟山2022-2024年的净利润预计为7.86亿元、10.63亿元、13.39亿元。

综合能源、氢能等新业务前瞻布局，打造第二增长曲线。2021年新奥股份共有31个综合能源项目完成建设并投入运营，销售冷、热、电等共190.65亿千瓦时，同比大幅增长58.3%。此外尚有在建综合能源项目42个，当在建及已投运项目全部达产后，综合能源需求量可达360亿千瓦时，增长潜力巨大。工程建设与安装业务保持高毛利率，从工程切入布局氢能产业链。新奥股份自2011年起承接氢能相关工程项目，已拥有成熟的氢能制取工程项目经验，覆盖煤制氢、天然气制氢、电解水制氢在内的所有主流氢能制取路径。

投资策略: 预计新奥股份2022-2024年的归母净利润分别为57.12亿元、70.81亿元、81.11亿元(包括新奥舟山的利润贡献)，EPS分别为2.01、2.49、2.85元，对应3月25日收盘价的PE分别为8.3X、6.7X、5.8X，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

风险提示: 接收站资产购买交易的不确定性，天然气需求增速不及预期，海外LNG价格持续大幅上涨。

分析师:

李春驰

lichunchi@xyzq.com.cn

S0190520040001

蔡屹

caiyyi@xyzq.com.cn

S0190518030002

目 录

1、控股城燃龙头新奥能源，战略转型成为天然气智能生态运营商.....	3 -
2、全国天然气生态网络构建核心壁垒，拟注入新奥舟山强化支点作用.....	6 -
2.1、“双碳”背景下天然气发展迎机遇，新奥股份市占率持续提升.....	6 -
2.2、拟注入新奥舟山接收站，发挥支点作用强化气源优势.....	8 -
3、综合能源、氢能等新业务前瞻布局，打造第二增长曲线.....	9 -
3.1、综合能源业务快速扩张.....	9 -
3.2、工程建设与安装保持高毛利率，工程切入布局氢能产业链.....	10 -
3.3、煤炭业务盈利大幅增长，甲醇业务毛利率下滑.....	11 -
3.4、增值及数智化业务潜力巨大.....	12 -
4、盈利预测和估值.....	12 -
5、风险提示.....	14 -

图目录

图 1、新奥股份股权结构图（截至 2021/12/31）.....	3 -
图 2、公司历年营业收入及增速（亿元）.....	4 -
图 3、公司历年归母净利润及增速（亿元）.....	4 -
图 4、新奥股份营业收入构成（亿元）.....	5 -
图 5、新奥股份毛利润构成（亿元）.....	5 -
图 6、我国天然气表观消费量.....	6 -
图 7、我国天然气产量及进口量.....	6 -
图 8、新奥股份天然气销售实现全国项目布局.....	7 -
图 9、新奥天然气销售市占率持续提升（亿方）.....	7 -
图 10、新奥天然气销售结构（亿方）.....	7 -
图 11、新奥股份气源优势突出.....	9 -
图 12、综合能源项目数量（个）.....	10 -
图 13、综合能源销售量及增速.....	10 -
图 14、居民用户历年新开发数.....	10 -
图 15、工商业新开发用户装置日设计供气量.....	10 -
图 16、新奥股份商品煤销量（万吨）.....	11 -
图 17、新奥股份煤炭销售均价.....	11 -
图 18、新奥股份历年甲醇产量（万吨）.....	12 -
图 19、能源化工业务毛利率.....	12 -

表目录

表 1、新奥股份业务板块划分.....	5 -
表 2、舟山 LNG 接收站项目情况.....	8 -
表 3、新奥舟山盈利预测.....	8 -
表 4、分板块收入成本预测.....	13 -

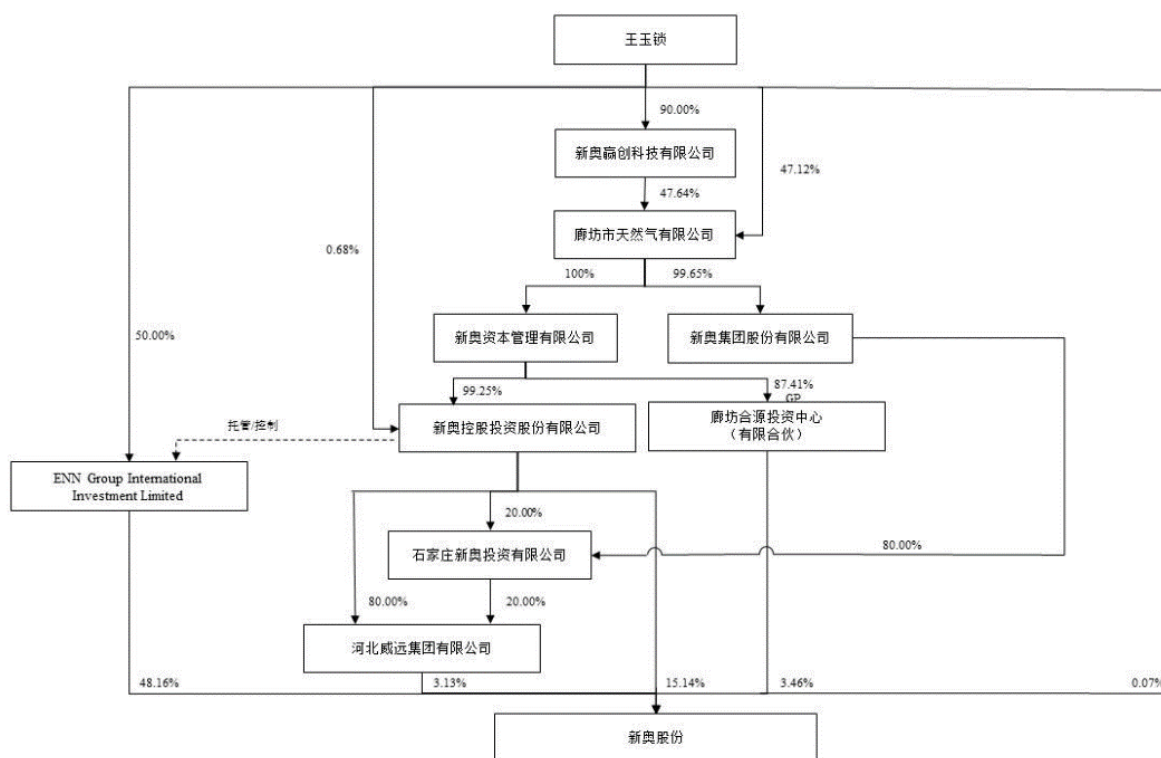
报告正文

1、控股城燃龙头新奥能源，战略转型成为天然气智能生态运营商

新奥股份（600803.SH）前身是1992年成立的河北威远实业股份有限公司，1994年1月于上交所上市。2011年1月，新奥控股成为第一大股东，随后开启一系列的外延收购布局能源化工领域，通过收购新能矿业、新能张家港等资产，新增煤炭、甲醇的生产销售业务。2014年起，新奥股份拓展LNG和能源工程业务，收购沁水新奥、新地工程、Santos等资产。2019年，新奥股份出售子公司威远生化、动物药业和内蒙古新威远的100%股权，彻底剥离农兽药相关资产。2020年，新奥股份以资产置换、发行股份和现金支付方式收购新奥能源（02688.HK）32.8%股权，实现对新奥能源的并表，从而战略转型成为天然气智能生态运营商。

新奥股份的控股股东为新奥国际（ENN Group International），截至2021年末新奥国际对新奥股份持股48.16%。新奥股份实际控制人为王玉锁先生，其直接持有新奥股份0.07%股权，通过新奥国际、新奥控股分别持有新奥股份48.16%、15.14%的股权，通过其实际控制的廊坊合源投资中心（有限合伙）、威远集团分别控制新奥股份3.46%、3.13%的股权，**实际控制人合计控制新奥股份69.96%的股权。截至2021年末，新奥股份持有新奥能源（02688.HK）32.67%股权。**

图 1、新奥股份股权结构图（截至 2021/12/31）

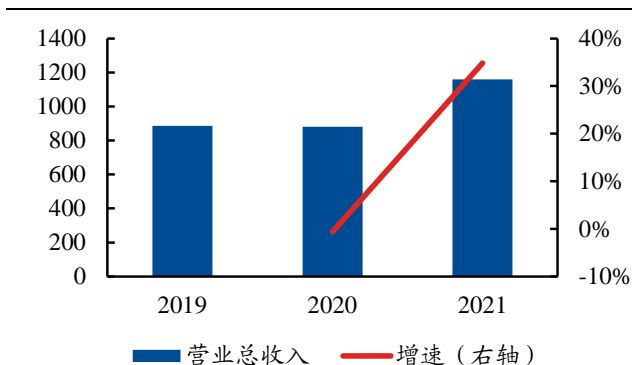


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

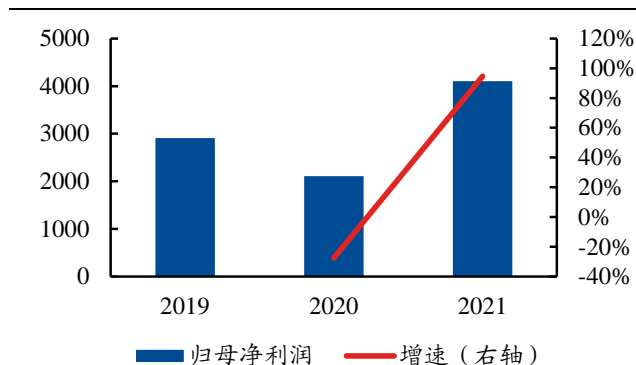
2019(调整后)-2021年,新奥股份分别实现营业收入886.52亿元、880.99亿元、1159.20亿元(同比+34.83%),实现归母净利润29.06亿元、21.07亿元、41.02亿元(同比+94.68%)。2020-2021年,分别实现核心利润22.21亿元、35.72亿元(同比+60.83%)。

图 2、公司历年营业收入及增速(亿元)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2019年使用调整后数据

图 3、公司历年归母净利润及增速(亿元)



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2019年使用调整后数据

新奥股份主营业务包括：

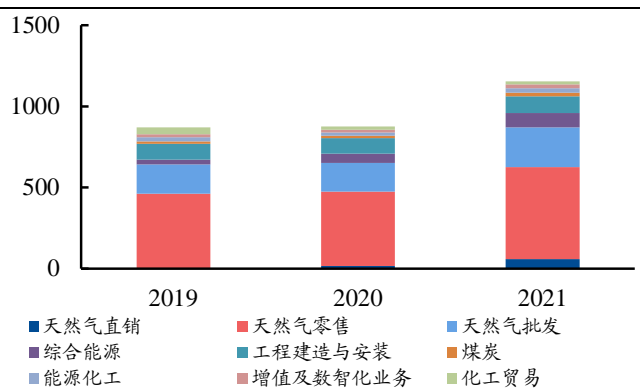
- 1) 天然气销售，其中直销、零售、批发业务 2021 年分别贡献营业收入 57.85 亿元（占比 5%）、567.49 亿元（占比 49%）、245.61 亿元（占比 21%），分别贡献毛利润 12.93 亿元（占比 7%）、71.78 亿元（占比 38%）、3.92 亿元（占比 2%）；
- 2) 综合能源业务，2021 年贡献营业收入 87.26 亿元（占比 8%），贡献毛利润 15.77 亿元（占比 8%）；
- 3) 工程建设及安装业务，2021 年贡献营业收入 104.09 亿元（占比 9%），贡献毛利润 52.45 亿元（占比 28%）；
- 4) 能源生产业务，其中煤炭、能源化工业务分别贡献营业收入 22.07 亿元（占比 2%）、27.99 亿元（占比 2%），分别贡献毛利润 15.35 亿元（占比 8%）、-0.72% 亿元；
- 5) 增值业务，2021 年贡献营业收入 22.84 亿元（占比 2%），贡献毛利润 17.91 亿元（占比 9%）；
- 6) 化工贸易业务，2021 年贡献营业收入 18.94 亿元（占比 2%），贡献毛利润 0.66 亿元。

表 1、新奥股份业务板块划分

业务板块	细分	补充说明
天然气销售	直销	采购国际天然气资源为主，配合国内 LNG 液厂及非常规资源，销售给工业/城燃/电厂/交通能源等客户。
	零售	主要采购来自三桶油的天然气通过管输销售给工商业/居民/交通运输等终端用户，管道气以门站价基准浮动，工商业销售价格采用政府指导价并建立联动机制。
	批发	从国内液厂/沿海接收站等采购气源，通过公司网络和调度物流能力，销售给天然气贸易商等客户。
综合能源（泛能）		以天然气为切入，根据客户当地风/光/地源热/生物质等禀赋，根据用能需求/用能规律/节能减排等诉求，因地制宜为客户提供冷/热/气/电综合能源供应解决方案。
工程建设及安装	工程建设	提供 LNG 接收站/液厂/管线管网/氢能工程等。
	燃气安装	面向居民和工商业，提供燃气设备安装、管道建设服务。
能源生产	煤炭	王家塔煤矿，委托第三方管理运营。
	甲醇	鄂尔多斯及周边采购煤炭生产甲醇，两套装置产能为 120 万吨/年。
增值及数智化	增值业务	为燃气用户提供延伸服务价值。
	数智化业务	能+碳+服务产品组合，生态伙伴构建。

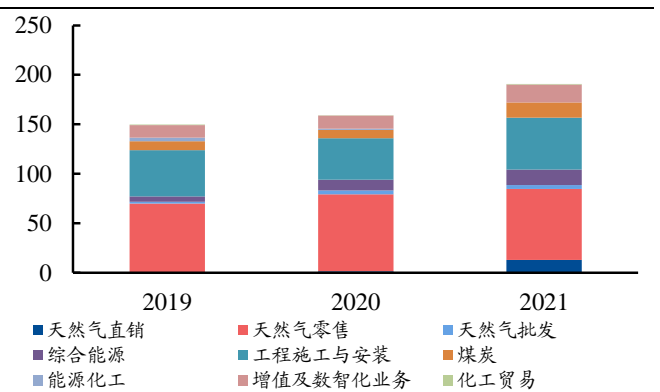
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、新奥股份营业收入构成（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 5、新奥股份毛利润构成（亿元）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

实施回购彰显信心，实施股权激励绑定核心团队利益

新奥股份于 3 月 25 日公告《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》，拟回购股份资金总额人民币 1 亿元（含）-2 亿元（含）用于股权激励，拟回购价格区间为不超过人民币 25 元/股（含），回购资金为公司自有资金，拟回购期限为董事会审议通过回购方案之日起 12 个月内。本次回购显示出公司对于未来发展前景的信心和对公司价值的高度认可。通过实施股权激励进一步建立完善长效激励机制，有利于充分调动公司中高级管理人员、核心骨干人员的积极性。

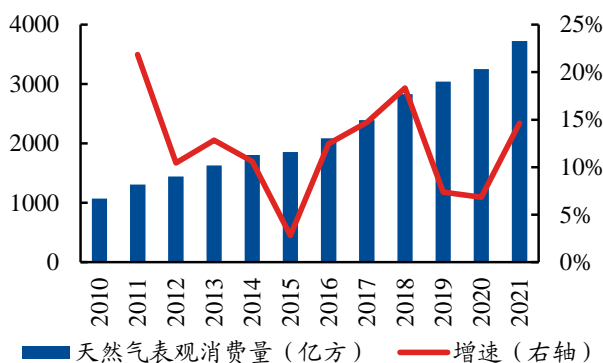
2、全国天然气生态网络构建核心壁垒，拟注入新奥舟山强化支点作用

2.1、“双碳”背景下天然气发展迎机遇，新奥股份市占率持续提升

2021年，我国天然气消费量保持高速增长，表观消费量达到3726亿立方米，工业燃料和城市燃气贡献了主要增量。从供应端看，2021年鄂尔多斯盆地和四川盆地增产上量助力中国天然气总产量同比增长8.2%至2053亿立方米。同时，2021年中国天然气进口量大幅增长，据海关总署数据，2021年我国天然气进口12,136万吨，较2020年增加19.9%，其中LNG进口7893万吨，进口管道气4243万吨（1万吨约为0.14亿方）。目前中国已超越日本，成为全球第一大LNG进口国。

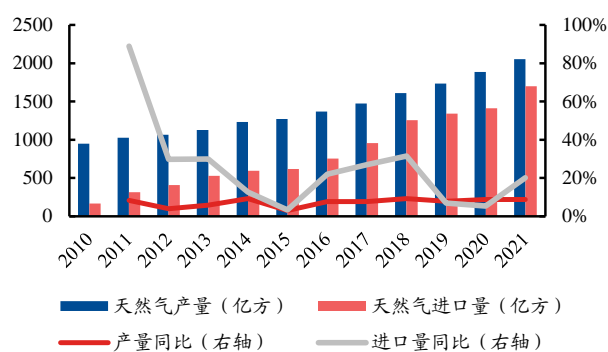
“双碳”背景下，我国一次能源结构持续调整，全国天然气销量有望持续增长。2020年，天然气在我国能源消费结构中占比8.4%，而根据《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》中提出的目标，到2030年我国天然气占比将达到15%左右，较2020年仍有6.6pct的提升空间。作为能源结构调整过程中代替煤炭的优良选择，天然气需求量有望保持持续增长。此外，根据浙江省十四五规划的目标，到2025年全省天然气消费量将达315亿立方米，而浙江省2020年消费量为143亿立方米，据此计算**2020-2025年的浙江省天然气消费量年复合增速预计将达到17.11%**（十三五期间年均增速约为12.9%），2025年浙江省天然气在一次能源消费结构中的占比将提高至12.98%（较2020年的占比7%提高5.98pct）。

图6、我国天然气表观消费量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、我国天然气产量及进口量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

截至2021年末，新奥股份在全国拥有252个城市燃气项目，地域覆盖包括安徽、福建、广东、广西、河北、河南、湖南、江苏、江西、辽宁、山东、浙江、上海、天津等20个省市及自治区，实现全国项目布局。公司服务的工商业用户累计达到20.25万个（已装置日设计供气量1.63亿方燃气器具）；公司累计已开发2583.5万个家庭用户，平均管道燃气气化率62.4%。

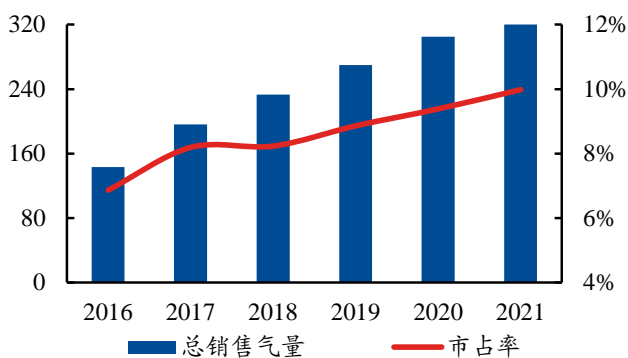
图 8、新奥股份天然气销售实现全国项目布局



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2021 年度，新奥股份天然气零售气量达 252.7 亿方，同比增长 15.1%；直销气量达 41 亿方，同比增加 3.4 倍；批发气销售量达 78.3 亿方，同比增长 2.8%。2021 年新奥股份天然气总销售量达 372 亿方，占同期中国天然气消费量的 10%，市占率保持上升趋势，龙头优势进一步强化。

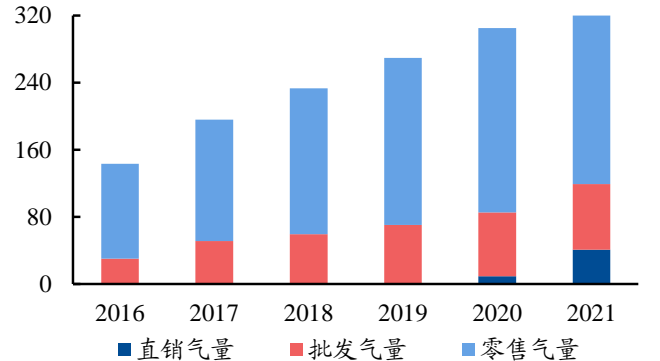
图 9、新奥天然气销售市占率持续提升（亿方）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2016-2019 年天然气销量采用新奥能源数据

图 10、新奥天然气销售结构（亿方）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2016-2019 年天然气销量采用新奥能源数据

2.2、拟注入新奥舟山接收站，发挥支点作用强化气源优势

新奥舟山是首个国家能源局核准的由民营企业投资、建设和管理的大型 LNG 接收站。舟山接收站位于中国沿海经济最发达地区之一的核心位置，紧靠长江口，LNG 供应可直接覆盖整个华东地区和长江沿线各大省市。一期工程于 2018 年顺利投产，其二期工程已于 2021 年 6 月完工并进入试运行。根据国家能源局于 2018 年 10 月发布的《液化天然气接收站能力核定办法》，一、二期工程合计年实际处理能力有望达到 800 万吨。目前，新奥舟山共拥有四座 LNG 储罐，储罐规模合计 64 万立方米（液态）。

表 2、舟山 LNG 接收站项目情况

项目	投运时间	项目内容
舟山 LNG 一期项目	2018.10 投运	2 座 16 万立方米 LNG 储罐、LNG 加注工艺系统及配套辅助设施，1 座可靠泊 26.6 万立方米 LNG 船舶的接卸码头、1 座可靠泊 3 万立方米 LNG 船舶的码头（含 2 个装船泊位）、2 个 LNG 槽车滚装船泊位
舟山 LNG 二期项目	2021.6 试运营	新建 2 座 16 万立方米 LNG 储罐，新增 3 台 IFV 气化器、14 个装车撬及相关配套设施和工艺系统
舟山 LNG 三期项目	2024（预计）	计划建设 4 座 LNG 储罐及配套气化设施，并扩建一座可靠泊 18 万方 LNG 船舶的码头

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

根据新奥股份披露的交易预案，上市公司拟以发行股份及支付现金相结合的方式购买新奥科技、新奥集团和新奥控股持有的新奥舟山 90% 股权，发行股份及支付现金的具体比例将由交易各方协商确定。目前，交易对价尚未确定。经交易各方协商，确定本次发行股份购买资产的发行价格为 17.22 元/股。

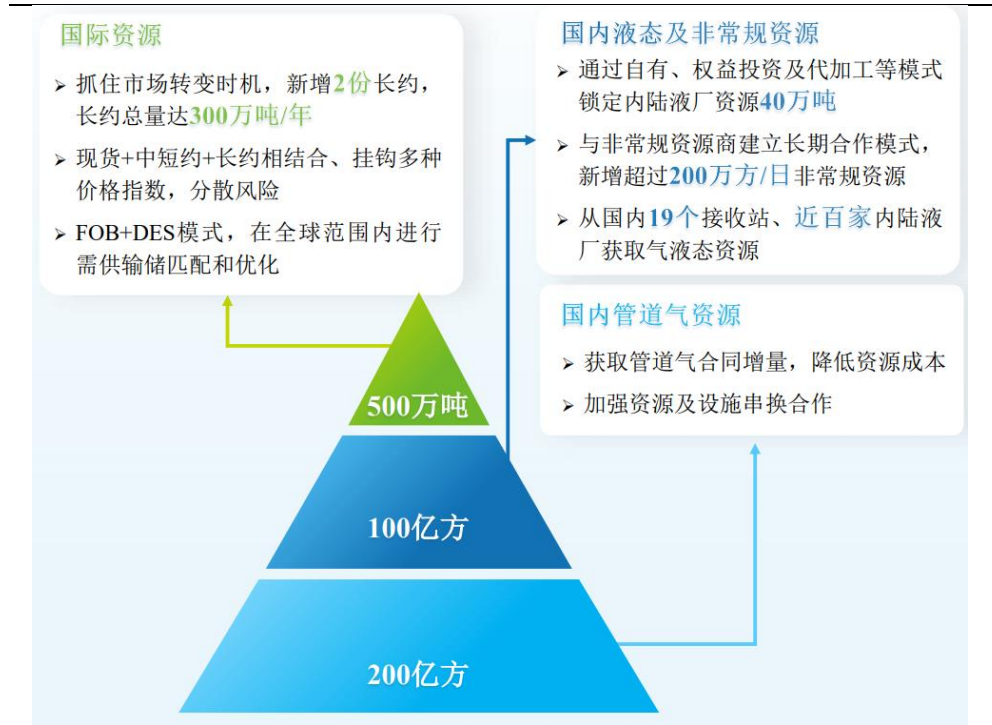
舟山接收站集接卸储存、气液外输、分拨转运、船舶加注、过船、应急调峰等多业务、多功能于一体。在业务模式创新方面，舟山接收站依托自身庞大的储气能力开展罐容租赁、峰谷套利、离岸保税仓等衍生业务，通过与行业生态伙伴开展窗口期互换，进一步提升全国范围内的资源调配能力和服务客户能力，上中下游协同联动日益紧密，天然气产业全场景优势更加凸显。

表 3、新奥舟山盈利预测

	2020A	2021A/E	2022E	2023E	2024E	2025E
产能（万吨）	500	800	800	800	800	1000
进口气量（万吨）	255	350	500	600	700	800
产能利用率	51%	44%	63%	75%	88%	80%
单吨收入（元/吨）	356.47	352.73	350	350	350	350
营业收入（百万元）	909	1235	1750	2100	2450	2800
固定成本（百万元）		700	700	700	700	900
变动成本（元/吨）		22	25	25	25	25
营业成本（百万元）		777	825	850	875	1100
毛利润（百万元）		458	925	1250	1575	1700
净利润（百万元）	346	389	786	1,063	1,339	1,445

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

图 11、新奥股份气源优势突出



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

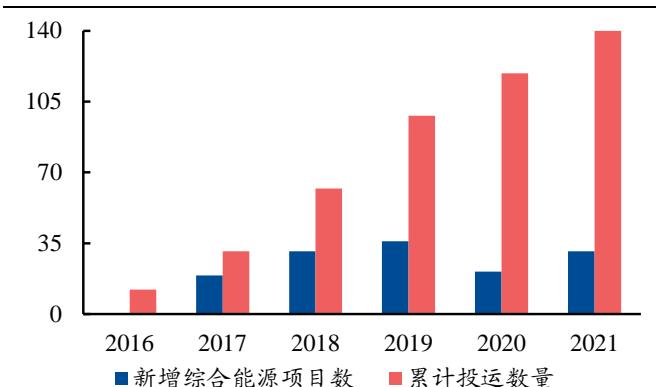
3、综合能源、氢能等新业务前瞻布局，打造第二增长曲线

3.1、综合能源业务快速扩张

新奥股份把握碳中和、产业转移、清洁供热、能源体制改革推进等多重机遇，充分运用数智技术，强化泛能理念牵引，聚焦双高行业及园区客户，积极发展综合能源业务。2021年，共有31个综合能源项目完成建设并投入运营，累计已投运综合能源项目达150个，**销售冷、热、电等共190.65亿千瓦时，同比大幅增长58.3%**。此外尚有在建综合能源项目42个，**当在建及已投运项目全部达产后，综合能源需求量可达360亿千瓦时**，增长潜力巨大。

新奥股份根据综合能源项目所在地的资源条件、客户的能源需求、负荷预测等设计最优的供能技术路线，综合能源项目规划方案融合了生物质、光伏、地热、天然气、储能等低碳能源及技术，重点开发低碳园区、低碳工厂、低碳建筑、低碳交通四大类客户，以绿色低碳整体解决方案切入，大力发展终端节能、工艺优化、能源设施托管运营等用能侧服务业务。

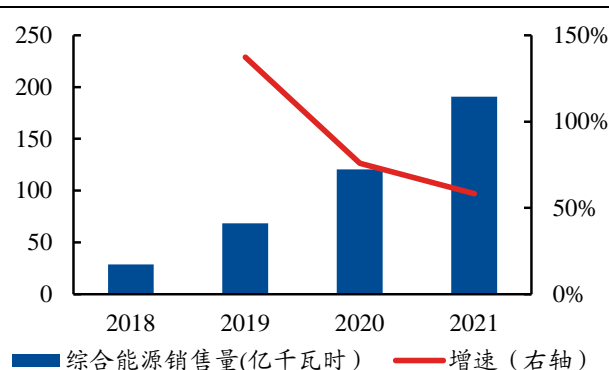
图 12、综合能源项目数量（个）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年及之前采用新奥能源数据

图 13、综合能源销售量及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

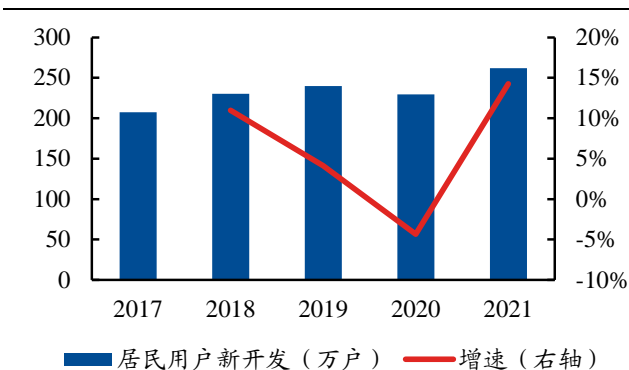
注：2019 年及之前采用新奥能源数据

3.2、工程建设与安装保持高毛利率，工程切入布局氢能产业链

新奥股份的工程安装业务毛利率较高，增量较稳定：

- **住宅用户：**2021 年，公司完成 262 万户新开发家庭用户的工程安装，住宅用户每户平均工程安装费为 2,536 元，与过去数年相比维持稳定。
- **工商业用户：**2021 年，公司成功开发 25,331 个工商业用户（已装置日设计供气量 2103.6 万立方米的燃气器具）。
- **工程建设业务：**逐步实现外部转型，2021 年公司成功签约邯钢焦炉煤气制氢项目，采用焦炉气制 LNG 后配套 PSA 制氢及充装装置，设计 LNG 生产规模 14 吨/小时，氢气生产 1 吨/小时。同时，承接中海油石化工程项目管理服务项目（PMC 项目）。

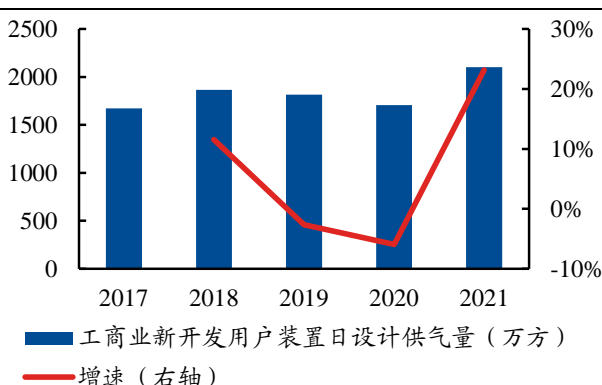
图 14、居民用户历年新开发数



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年及之前采用新奥能源数据

图 15、工商业新开发用户装置日设计供气量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：2019 年及之前采用新奥能源数据

公司多年来在氢能全产业链布局和积极研发投入，在制氢工艺研究和生产、氢储运、氢能项目工程建设等方面都取得了一定的成果。冬奥会、冬残奥会提供氢能

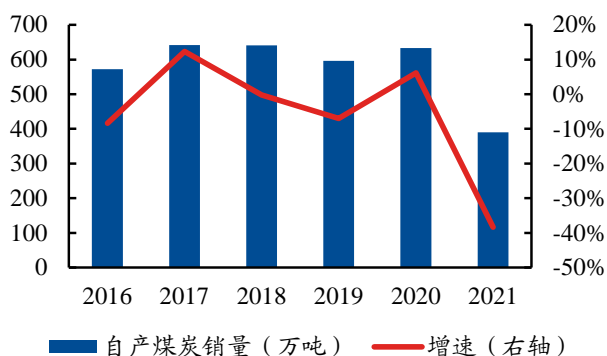
供应的张家口氢能产业化应用示范园建设项目，由公司子公司新地能源工程 EPC 总承包建设。在张家口氢能基础设施建设方面，新地能源工程还陆续参与了多个加氢站项目，风氢储多能互补示范项目等重点工程项目的建设。公司自 2011 年起承接氢能相关工程项目，经过 10 余年积累，已拥有成熟的氢能制取工程项目经验，参与的制氢工程项目达到 32 个，覆盖煤制氢、天然气制氢、电解水制氢在内的所有主流氢能制取路径。在辽宁葫芦岛，公司以自有天然气为原料，依托自有制氢专利技术，自主设计并建设制氢工厂，为药化行业客户提供 1200 万方/年的氢气供应。

3.3、煤炭业务盈利大幅增长，甲醇业务毛利率下滑

煤炭业务

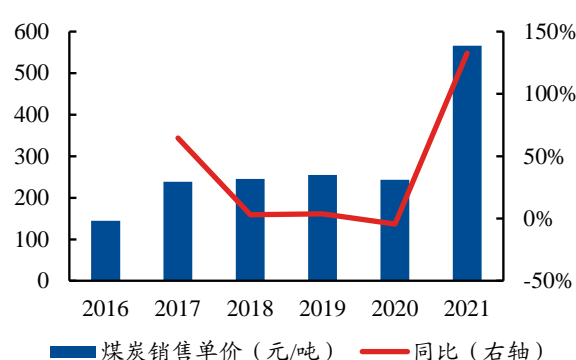
新奥股份的煤炭业务由全资子公司新能矿业开展，其拥有王家塔煤矿采矿权。王家塔煤矿位于鄂尔多斯东胜矿区，保有资源储量为 10.22 亿吨，可采储量为 5.73 亿吨，煤质较好，主要煤种为不粘煤，极少数为长焰煤，主要产品包括混煤和化工精煤。2019 年 5 月，王家塔煤矿获能源局批准，产能由 680 万吨/年增至 800 万吨/年。2021 年初公司委托的第三方承包商发生井下事故，公司对煤矿进行了停产整顿，导致 2021 年煤炭销量大幅下降至 390 万吨（同比-38.39%），复产后公司商品煤销量有望迎来恢复性增长。2021 年，全国煤价出现明显上涨，公司煤炭销售均价也随之大幅上涨至 566 元/吨（同比+132.59%），煤炭板块贡献毛利润 15.35 亿元（同比+84%）。

图 16、新奥股份商品煤销量（万吨）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、新奥股份煤炭销售均价



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

甲醇业务（能源化工业务）

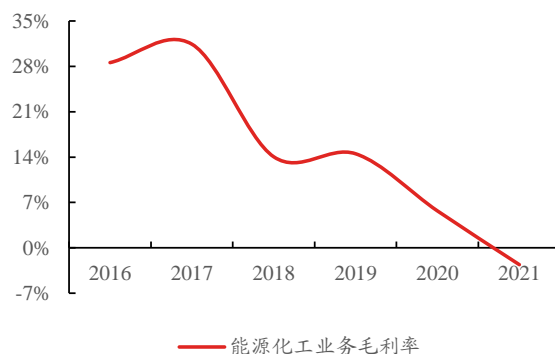
新奥股份目前共拥有两套生产装置，合计甲醇设计产能为 120 万吨/年。2021 年，受原料煤价格大幅增加影响，公司能源化工业务毛利率进一步下滑至 -2.59%。2021 年公司甲醇产量 142 万吨，基本保持稳定。

图 18、新奥股份历年甲醇产量（万吨）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、能源化工业务毛利率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、增值及数智化业务潜力巨大

增值业务

新奥股份持续拓展服务产品品类，以安全、低碳和智慧为切入点和核心价值，形成了满足客户多元化、差异化需求的创值产品族，包括 360°厨房产品、管道暗装、供暖产品、安防产品、精装房全屋配套、LoRa 数智物联、NFC 惠民卡等，进一步释放燃气用户延伸服务价值。目前，增值服务在公司现有客户群的渗透率仅为 9%，在年内新开发客户中的渗透率则有 21%，业务正在快速发展阶段，增长潜力巨大。

数智化业务

新奥股份依托自身在能源全场景中沉淀的海量业务数据，综合运用物联网、大数据、人工智能、边缘计算、联合学习等技术，构建能源全场景数字化产业智能平台，提供多样化“能+碳”交易，云化数智 SaaS 产品、解决方案、信息咨询、信息服务、数据服务、运营服务、金融服务、其他衍生服务等。对内提供多样化能+碳+服务产品组合，对外以智能交易+产业积累的最佳实践链接生态伙伴，共建产业智能生态。公司持续开拓外部客户，2021 年度好气网实现新增注册企业用户 900 余家，运途云平台 LNG 槽车行业覆盖率达到 75%。

4、盈利预测和估值

预计新奥股份 2022-2024 年的归母净利润分别为 57.12 亿元、70.81 亿元、81.11 亿元（包括新奥舟山的利润贡献），EPS 分别为 2.01、2.49、2.85 元，对应 3 月 25 日收盘价的 PE 分别为 8.3X、6.7X、5.8X，首次覆盖给予“审慎增持”评级。

表 4、分版块收入成本预测

百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	88099	115920	141038	163651	189748
yoy	-0.62%	31.58%	21.67%	16.03%	15.95%
营业成本	71782	96513	115191	133357	155059
yoy	-1.97%	34.45%	19.35%	15.77%	16.27%
1、天然气销售业务					
a)天然气直销					
营业收入	1584.00	5784.61	8,271.99	10,968.66	14,544.45
yoy	372.11%	265.19%	43.00%	32.60%	32.60%
毛利润	148.00	1292.80	1,332.50	1,732.25	2,251.93
yoy	222.77%	773.51%	3.07%	30.00%	30.00%
直销气量 (亿方)	9.42	41.00	53	69	90
yoy		335.24%	30.00%	30.00%	30.00%
b)天然气零售					
营业收入	45872.00	56749	68524	80379	94284
yoy	0.21%	23.71%	20.75%	17.30%	17.30%
毛利润	7787.00	7178	8718	10026	11530
yoy	11.99%	-7.82%	21.45%	15.00%	15.00%
零售气量 (亿方)	219.53	252.70	291	334	384
yoy	10.20%	15.1%	15%	15%	15%
c)天然气批发					
营业收入	17611	24561.43	26563	27907	29319
yoy	-2.55%	39.47%	8.15%	5.06%	5.06%
毛利润	381	391.77	403.24	415.34	427.80
yoy	126.24%	2.95%	2.93%	3.00%	3.00%
批发气销售量 (亿方)	76.17	78.30	80.6	83.1	85.6
yoy		2.80%	3%	3%	3%
2、综合能源业务					
营业收入	5713.00	8725.60	13,088.40	17,014.92	22,119.40
yoy	88.25%	52.73%	50.00%	30.00%	30.00%
毛利润	1094	1576.83	2,355.91	3,062.69	3,981.49
yoy	95.32%	44.13%	49.41%	30.00%	30.00%
综合能源销售量 (亿千瓦时)	120.42	190.65	286.0	371.8	483.3
yoy	75.90%	58.32%	50%	30%	30%
3、工程建设与安装业务					
营业收入	9614.00	10409	11450	12595	13854
yoy	-1.18%	8.27%	10%	10%	10%
毛利润	4201	5244.75	5725	6297	6927
yoy	-10.19%	24.85%	9.15%	10.00%	10.00%
4、能源生产业务					
煤炭					
营业收入	1540.00	2206.82	3268	3939	4018
yoy	1.38%	43.30%	48.08%	20.55%	2.00%
毛利润	834	1534.99	2509.8	3016.5	3067.6
yoy	-4.69%	84.05%	63.51%	20.19%	1.69%
能源化工 (甲醇为主)					
营业收入	1998.00	2798.75	3,638.38	3,820.29	4,011.31
yoy	-20.90%	40.08%	30.00%	5.00%	5.00%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

毛利润	114	-72.36	624	745	875
yoy	-68.94%	-163.47%	-961.95%	19.50%	17.38%
5、增值及数智化业务					
营业收入	1591.00	2284.28	2970	3563	3920
yoy	-14.31%	43.58%	30%	20%	10%
毛利润	1326	1791.20	2376	2851	3136
yoy	2.84%	35.08%	32.63%	20.00%	10.00%
6、化工贸易					
营业收入	2051.00	1894.14	1515	1364	1227
yoy	-52.19%	-7.65%	-20%	-10%	-10%
毛利润	18	66.43	53	48	43
yoy	-59.09%	269.06%	-20.00%	-10.00%	-10.00%

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理及预测

5、风险提示

- 1) 接收站资产购买交易的不确定性:** 本次交易可能存在被暂停、中止或取消的风险，资产的审计评估工作尚未完成，资产估值存在不确定性；
- 2) 天然气需求增速不及预期:** 若天然气需求增速下滑，公司业绩增长将受到影响；
- 3) 海外 LNG 价格持续大幅上涨:** 若气价持续上涨可能导致公司天然气销售毛差收窄，对盈利产生负面影响。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	39834	48851	61708	76903	营业收入	116031	141038	163651	189748
货币资金	11440	19892	28684	40103	营业成本	96513	115191	133357	155059
交易性金融资产	155	113	134	123	税金及附加	635	842	936	1109
应收票据及应收账款	7023	8395	9824	11343	销售费用	1446	1847	2091	2455
预付款项	4011	4788	5543	6445	管理费用	3764	4936	5518	6520
存货	3138	3979	4472	5278	研发费用	1035	1035	1035	1035
其他	14065	11684	13052	13612	财务费用	505	679	555	402
非流动资产	88100	93758	99933	105172	其他收益	395	395	395	395
长期股权投资	5996	5778	5887	5832	投资收益	1179	500	500	500
固定资产	56833	63985	69527	74072	公允价值变动收益	457	100	100	100
在建工程	4477	2239	1119	560	信用减值损失	-135	-170	-152	-161
无形资产	10604	12128	13647	15168	资产减值损失	-450	-200	-200	-100
商誉	574	569	572	571	资产处置收益	-29	-77	-53	-65
长期待摊费用	597	502	396	296	营业利润	13530	17055	20747	23837
其他	9019	8557	8786	8674	营业外收入	165	124	144	134
资产总计	127934	142609	161641	182075	营业外支出	228	231	229	230
流动负债	55393	56187	59429	62161	利润总额	13466	16948	20662	23741
短期借款	7972	7972	7972	7972	所得税	2936	3729	4546	5223
应付票据及应付账款	13163	15710	18187	21147	净利润	10530	13220	16116	18518
其他	34258	32505	33270	33041	少数股东损益	6429	7508	9035	10407
非流动负债	26375	27159	28237	29169	归属母公司净利润	4102	5712	7081	8111
长期借款	5698	6679	7659	8639	EPS(元)	1.44	2.01	2.49	2.85
其他	20677	20480	20579	20530					
负债合计	81768	83346	87667	91329					
股本	2846	2846	2846	2846	主要财务比率				
资本公积	2855	2855	2855	2855	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
未分配利润	8541	13941	19207	25105	成长性				
少数股东权益	31332	38840	47875	58282	营业收入增长率	31.7%	21.6%	16.0%	15.9%
股东权益合计	46166	59263	73974	90746	营业利润增长率	27.8%	26.1%	21.6%	14.9%
负债及权益合计	127934	142609	161641	182075	归母净利润增长率	94.7%	39.3%	24.0%	14.5%
					盈利能力				
					毛利率	16.8%	18.3%	18.5%	18.3%
					净利率	3.5%	4.1%	4.3%	4.3%
					ROE	27.7%	28.0%	27.1%	25.0%
					偿债能力				
					资产负债率	63.9%	58.4%	54.2%	50.2%
					流动比率	0.72	0.87	1.04	1.24
					速动比率	0.66	0.80	0.96	1.15
					营运能力				
					资产周转率	98%	104%	108%	110%
					应收帐款周转率	1990%	1734%	1698%	1697%
					存货周转率	3492%	2976%	2934%	2940%
					每股资料(元)				
					每股收益	1.44	2.01	2.49	2.85
					每股经营现金	4.75	5.86	7.00	7.69
					每股净资产	5.21	7.18	9.17	11.41
					估值比率(倍)				
					PE	11.5	8.3	6.7	5.8
					PB	3.2	2.3	1.8	1.5

现金流量表

单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	4102	5712	7081	8111
折旧和摊销	3188	3681	4167	4606
资产减值准备	450	117	241	192
资产处置损失	29	77	53	65
公允价值变动损失	-457	-100	-100	-100
财务费用	541	679	555	402
投资损失	-1179	-500	-500	-500
少数股东损益	6429	7508	9035	10407
营运资金的变动	-314	489	-1099	-1066
经营活动产生现金流量	13510	16691	19922	21870
投资活动产生现金流量	-8041	-8696	-10011	-9353
融资活动产生现金流量	-4701	457	-1119	-1098
现金净变动	717	8452	8792	11419
现金的期初余额	11631	11440	19892	28684
现金的期末余额	12348	19892	28684	40103

分析师声明

本人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，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。

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。分析中所做的回报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。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本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或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn