

# 深化清洁能源布局 燃气龙头行稳致远

——新奥股份（600803.SH）

公用事业/燃气



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

### 国内稀缺的天然气上下游一体化龙头

- ◆ 公司背靠新奥集团，2020年，通过收购新奥能源32.8%的股权完成资产重组，打通天然气上下游全产业链，成为国内规模最大的清洁能源企业之一。通过不断并购扩张和剥离无关业务，逐步聚焦清洁能源产业链。
- ◆ 从公司主营业务突出，盈利表现优异。2021年，公司全年实现营收1160.3亿元，同比增长31.7%，实现归母净利润41亿元，同比增长94.67%，业绩表现亮眼。

### 能源转型提振需求 天然气行业长期景气

- ◆ 在双碳目标背景下，全球能源结构加快转型，天然气作为化石能源中唯一的低碳、清洁能源，需求前景向好。过去10年，我国天然气消费量年复合增长11%，增幅远高于全球平均水平。根据测算，预计到2050年，国内天然气消费量将达到6900亿立方米的峰值。
- ◆ 国家管网的组建推动天然气行业改革迈出关键一步，将加快“全国一张网”建设以及LNG接收站的开放。我们认为，具备产业链优势的大型民营燃气企业有望在本轮天然气市场化改革中长期受益。

### 资源与渠道优势助推 城燃业务快速发展

- ◆ 公司在资源获取能力较强，尤其是在国际资源方面，公司手握7个长约资源，其中有4个长约资源是2021年以后签订的，通过LNG接收站的协同效应，具备了更强的议价权和资源保障能力。
- ◆ 公司在下游渠道方面具备先发优势和规模优势。作为最早从事天然气供应的民营企业，业务范围遍及全国20多个省市，推动公司近5年城市燃气项目CAGR高达10%。随着城镇化水平的提升，公司气化率有望延续增长

### 把握能源转型契机 未来业绩成长可期

- ◆ 在国内LNG需求攀升的背景下，公司拥有舟山LNG接收站这一稀缺资源，依托舟山LNG接收站公司带来以下优势1)带动天然气直销业务快速发展。其中2021年天然气直销气量超过40亿方，同比增加336%，2)舟山接收站可以同公司长协资源获取能力相互协同、在获得更多长协资源的同时，提升了接收站设施的利用率。
- ◆ 双碳政策推动综合能源业务蓬勃发展。公司综合能源业务布局具备先发优势。早在2010年，公司就开始探索分布式能源项目，过去3年，累计投运的综合能源项目从62个增至150个，为公司带来综合能源销售量从20亿千瓦时大幅增加到190亿千瓦时，增幅接近10倍。根据公司规划，至2030年，将帮助客户打造的绿色工厂和低碳园区增至200个。

**投资建议：**我们预计2022-2024年公司归母净利润分别为46.83亿、57.8亿元、75.54亿，每股收益（EPS）分别为1.65、2.03、2.65元，对应PE分别为9.81、7.95、6.08。根据相对估值法，公司合理股价为23.1元，目前的股价有所低估。考虑到公司在城市燃气领域的龙头地位，同时在碳中和远景下，公司综合能源业务以及气源贸易业务发展迅速，公司业绩仍有较大的成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

评级

买入（首次）

2022年04月25日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

赵飞

研究助理

SAC执业证书编号：S1660121050018

## 交易数据

时间 2022.04.22

总市值/流通市值（亿元）	460/231
总股本（万股）	284,585.36
资产负债率（%）	63.91
每股净资产（元）	5.21
收盘价（元）	16.15
一年内最低价/最高价（元）	13.76/22.81

## 公司股价表现走势图



资料来源：wind，申港证券研究所

**风险提示：**上游采购价格波动风险、疫情反复风险、汇率变动风险等。

### 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	88,098.77	116,030.9	132,791.7	146,917.3	170,388.8
增长率 (%)	550.46%	31.71%	14.45%	10.64%	15.98%
归母净利润 (百万元)	2,106.96	4,101.65	4,683.50	5,780.84	7,554.78
增长率 (%)	74.90%	94.67%	14.19%	23.43%	30.69%
净资产收益率 (%)	25.91%	27.65%	25.53%	25.00%	25.71%
每股收益(元)	0.82	1.46	1.65	2.03	2.65
PE	19.70	11.06	9.81	7.95	6.08
PB	5.16	3.10	2.51	1.99	1.56

资料来源：公司公告、申港证券研究所

## 内容目录

1. 国内稀缺的天然气上下游一体化龙头 .....	4
1.1 重组完成后的产业链一体化企业 .....	4
1.2 公司主营业务和盈利表现突出 .....	5
2. 能源转型提振需求 天然气行业长期景气 .....	6
2.1 天然气发展符合双碳战略 .....	6
2.2 天然气中长期需求格局向好 .....	8
2.3 国家管网成立加速天然气市场化改革 .....	9
3. 资源与渠道优势助推 城燃业务快速发展 .....	11
3.1 公司上游资源获取优势明显 .....	11
3.2 全国性布局打造渠道优势 .....	12
4. 把握能源转型契机 未来业绩成长可期 .....	14
4.1 煤基清洁能源业务相对稳定 .....	14
4.2 舟山 LNG 接收站为长期增长注入动力 .....	16
4.3 双碳政策推动综合能源业务蓬勃发展 .....	17
5. 基本假设与盈利预测 .....	19
5.1 基本假设 .....	19
5.2 盈利预测 .....	20
6. 估值水平与投资建议 .....	20
6.1 相对估值 .....	20
6.2 估值结论与投资建议 .....	20
7. 风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1: 公司发展历程 .....	5
图 2: 公司业务营收占比 (% , 2019) .....	5
图 3: 公司业务营收占比 (% , 2021) .....	5
图 4: 公司营收及同比增速 (亿元, %) .....	6
图 5: 公司归母净利润及同比增速 (亿元, %) .....	6
图 6: 毛利率与净利率变化 (%) .....	6
图 7: 碳中和目标下我国能源活动 CO2 排放量预测 (亿吨) .....	7
图 8: 全球天然气消费量及同比增速 (十亿立方米, %) .....	8
图 9: 国内天然气消费量及增速 (十亿立方米, %) .....	8
图 10: 国内天然气分部门消费占比 (% , 2020) .....	9
图 11: 国家中长期天然气管网规划 .....	10
图 12: 公司城市燃气项目数量 (个) .....	12
图 13: 公司零售气销量客户构成 (%) .....	12
图 14: 公司零售气和批发气收入 (亿元) .....	13
图 15: 我国城镇化水平变动 (%) .....	14
图 16: 公司煤炭产量变化 (万吨) .....	14
图 17: 煤炭业务营收及增速变化 (亿元, %) .....	14
图 18: 公司甲醇产量及同比增速变化 (万吨, %) .....	15
图 19: 甲醇业务营收及增速变化 (亿元, %) .....	15
图 20: 舟山 LNG 接收站 .....	16

图 21: 公司天然气直销收入 (亿元) .....	17
图 22: 公司综合能源项目发展历程 .....	18
图 23: 公司综合能源业务营收及增速 (亿元, %) .....	18
表 1: 公司业务收入预测 (亿元) .....	19
表 2: 可比公司估值 .....	20
表 3: 主要财务指标预测 .....	20
表 4: 公司盈利预测表 .....	22

## 1. 国内稀缺的天然气上下游一体化龙头

### 1.1 重组完成后的产业链一体化企业

公司背靠新奥集团，是清洁能源产业链的重要组成部分。成立以来长期致力于海外天然气和煤基清洁能源等资源的开发，2020 年，通过收购新奥能源 32.8%的股权

完成资产重组, 获得下游城市燃气、能源贸易等业务, 具备天然气上下游一体化能力, 成为国内规模最大的民营能源企业之一。

图1: 公司发展历程



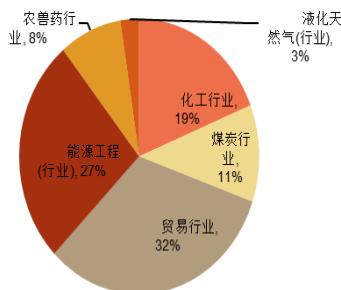
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

公司在借壳上市以后, 不断通过并购扩大业务规模和业务领域。煤化工领域方面。2011年-2013年, 通过收购新能(张家港)75%和新能(蚌埠)100%股权、新能矿业100%及新能凤凰(滕州)40%的股份, 公司先后新增二甲醚、煤炭及甲醇业务; 清洁能源领域方面, 2014-2016, 通过收购中海油新奥(北海)燃气45%股权和山西沁水新奥燃气100%股权、Santos 10.07%的股权, 公司先后新增煤层气、LNG等清洁能源业务。在业务扩张的同时, 公司先后于2019年出售农兽药业务, 2020年出售煤制二甲醚业务, 逐步剥离无关业务, 进一步聚焦清洁能源产业链。

### 1.2 公司主营业务和盈利表现突出

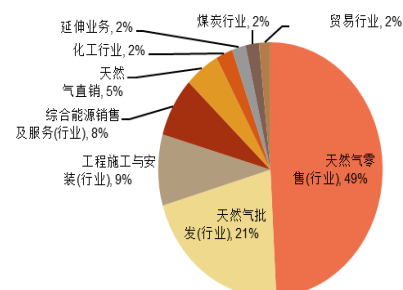
从主营业务来看, 2020年完成资产重组以后, 公司各业务占比变化较大。从2019年来看, 贸易业务、能源工程、化工行业、煤炭行业占比接近90%。到了2021年, 天然气零售和批发合计占比达到70%, 其他业务占比大幅下滑, 并且相对分散。主要由于新奥能源主营天然气零售、批发业务、综合能源业务、工程安装业务和燃气具销售等偏下游业务, 整体体量较大, 与公司的偏上游的业务形成互补, 重组后可以更好的发挥产业链协同效应。

图2: 公司业务营收占比(%, 2019)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

图3: 公司业务营收占比(%, 2021)



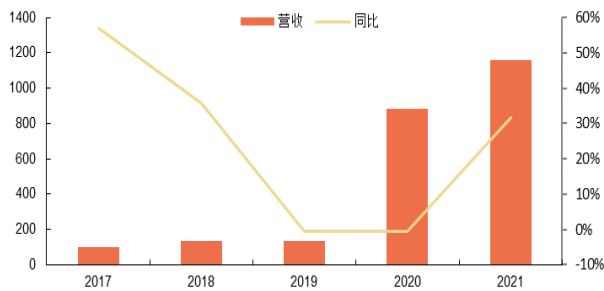
资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

从营业收入来看, 2017-2019年, CAGR高达16%。经过重组以后, 到了2021年, 公司全年实现营收1160.3亿元, 同比增长31.7%, 主要是由于公司主营产品销量提升, 全年天然气总销气量372亿方, 同比+22%, 其中直销气销气量41亿方, 同

比+336%，综合能源业务收入达 87.3 亿元，同比增加 53%。同时，煤价大幅上涨也带动煤炭板块收入提升 43.3%。

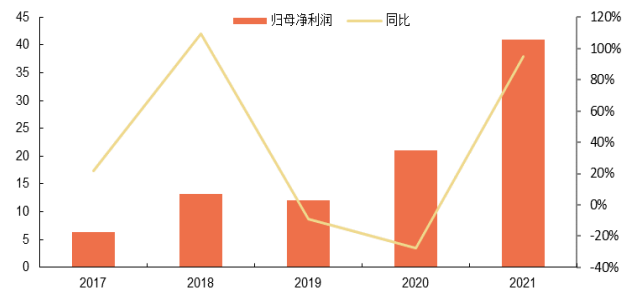
从归母净利润来看，2017-2019 年，CAGR 高达 38%，主要由于 2018 年甲醇、农药产品价格上涨明显，另外，联营企业 Santos 以及新能凤凰业绩提升为公司带来较高的投资受益。经过重组以后，2021 年，公司全年实现归母净利润 41 亿元，同比增长 94.67%。主要是 2021 年公司直销气销气量大涨，带动天然气业务利润提升明显，同时，综合能源业务毛利同比增加 44%，其他板块表现也较为亮眼，带动整体利润向好。

图4：公司营收及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

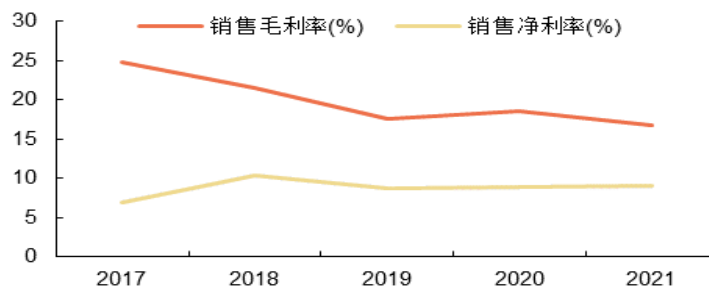
图5：公司归母净利润及同比增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

毛利率来看，过去 3 年公司毛利率和净利率相对平稳，其中 2021 年毛利率为 16.74%，同比下降 1.78 %；2021 年净利率为 9.08%，同比小幅提升 0.19%。主要是由于 2021 年全球 LNG 价格明显上涨，使得占公司营收较大的天然气批发和零售业务成本增加，拖累整体毛利率出现下滑。

图6：毛利率与净利率变化（%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 2. 能源转型提振需求 天然气行业长期景气

### 2.1 天然气发展符合双碳战略

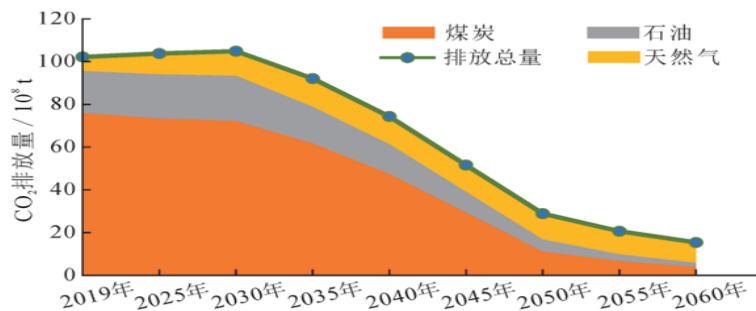
在“碳达峰”“碳中和”目标背景下，全球能源结构加快向清洁化、低碳化、多元化转型，煤炭、石油消费量将逐步下滑，而天然气将成为中长期重点发展的化石能源。根据 BP 数据，过去 10 年，天然气使用量迅速增长，占能源需求增长总量的近三分之一，超过任何其他化石燃料。2020 年，全球一次能源消费中，石油、煤炭占比分别为 31.2%、27.2%，而天然气的份额提升至 24.7%的历史新高，未来

仍然有较大的提升空间。

- ◆ 一方面，尽管可再生能源发展速度较快，但是太阳能、风能等能源面临开发成本偏高、供应不稳定等问题，因此可再生能源（含生物燃料，但不包括水电）的份额仍然相对较低，2020 年占比仅为 5.7%，在未来相当长的一段时间，化石能源仍然占据主导地位。
- ◆ 另一方面，化石能源内部也存在差异，天然气的单位热值碳排放相对较低。根据 IPCC 国家温室气体清单指南，煤炭、石油、天然气作为固定源时 CO<sub>2</sub> 排放系数分别为 94 600 kg/TJ、77 400 kg/TJ、56 100 kg/TJ，产生相同热值时，天然气燃烧时的 CO<sub>2</sub> 排放量约为煤炭和原油的 60%和 75%。同等热值下，煤炭、石油、天然气比价为 1: 7: 3，使用天然气也更为经济和环保。

对于中国而言，2020 年 9 月 22 日，我国宣布将增加自主减排贡献，力争二氧化碳（CO<sub>2</sub>）排放 2030 年前达到峰值，2060 年前实现碳中和。碳中和战略将深刻改变我国能源的消费结构，加快向绿色低碳能源转型的步伐。具体来看，我国碳中和目标的实现大体可以分为以下 4 个阶段：

图7：碳中和目标下我国能源活动 CO<sub>2</sub> 排放量预测（亿吨）



资料来源：《碳中和背景下中国十四五天然气行业发展》，申港证券研究所

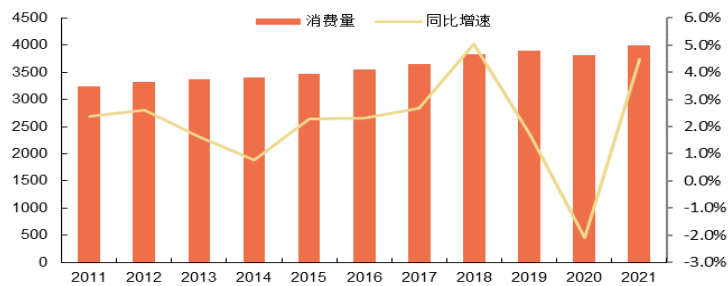
- ◆ 2020—2030 年，能源消费及碳总量达峰阶段，此阶段内煤炭、石油等高碳能源消费相继达峰并开始缓慢下降，天然气发挥其低碳、清洁、灵活的作用，保持较快增长，可再生能源高速增长。
- ◆ 2030—2035 年，能源消费总量平台振荡、碳排放总量波动下行阶段。此阶段内煤炭、石油消费加速下降，天然气与可再生能源充分融合发展，消费需求小幅增长并趋于峰值，可再生能源发展进一步提速，成为主体能源之一。总体能源消费量缓慢下降，天然气需求量在 2035 年左右达峰。
- ◆ 2035—2050 年，能源消费总量缓慢下降、碳排放总量线性高速下降阶段。此阶段内煤炭和石油消费迅速下降，退出主体能源的历史舞台，天然气与可再生能源充分融合，利用重点由终端燃料转向发电，消费量在峰值水平上小幅下降。非化石能源以指数级增长，在气电、储能等技术支撑下树立核心地位，成为绝对的主体能源。
- ◆ 2050—2060 年，能源消费总量持续下降、CO<sub>2</sub> 实现净零排放阶段。此阶段内煤炭和石油基本退出，天然气通过气电联合、碳捕集等技术仍然发挥对可再生能源的支撑保障作用，通过加大非 CO<sub>2</sub> 温室气体减排力度，加强碳汇吸收、碳捕集与利用等技术的研发与应用，实现全部温室气体净零排放。

因此，在碳中和远景下，作为化石能源中唯一的低碳、清洁能源，天然气具有高效、优质、资源丰富和使用便利的优势，可以与可再生能源形成良性互补。在未来相当一段时期内，天然气都会在全球能源转型中扮演重要角色。

## 2.2 天然气中长期需求格局向好

从全球来看，由于天然气对于优化能源结构和减碳减排有着重要作用，其需求量整体保持增长态势。过去 10 年，2011-2021 年年均复合增长率为 2.1%。受疫情因素影响，2020 年全球天然气消费量小幅下滑 2.3% 到 3.82 万亿立方米，其中北美洲和欧洲的天然气需求分别下降了 2.6% 和 2.5%，而中国需求逆势增长了 6.9%。而受到经济复苏和一系列极端天气事件的推动，2021 年全球天然气消费量达到 3.93 万亿立方米，同比提升 4.5%，是 2020 年降幅的两倍多。

图8：全球天然气消费量及同比增速（十亿立方米，%）

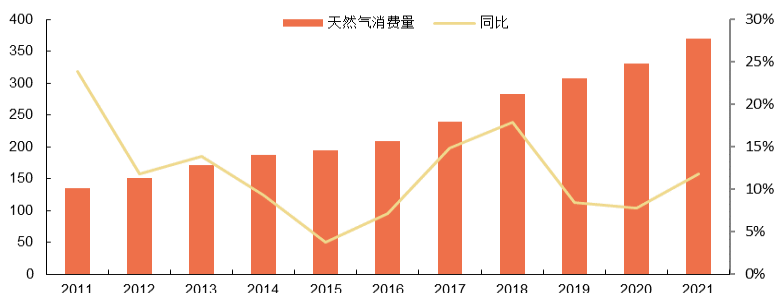


资料来源：BP 世界能源统计年鉴，申港证券研究所

从国内来看，煤改气等政策推动国内天然气需求前景持续向好。为了推动天然气行业的发展，十三五期间，国家相继出台《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》《能源发展“十三五规划”》《关于促进天然气稳定发展的若干意见》等政策，提出 2030 年天然气在一次能源消费结构中的占比达 15% 的具体目标。同时，在《大气污染防治行动计划》《打赢蓝天保卫战三年行动计划》等政策的推动下，“煤改气”专项行动持续进行，进一步推动天然气需求快速增长。

2021 年，我国天然气年消费 3700 亿立方米。2010-2021 年十年间，我国天然气消费量年复合增长 11%，增幅远高于全球平均水平。其中 2017 年“煤改气”进入全面实施阶段，全国天然气消费连续两年保持 15% 左右的高速增长，这也带动天然气在能源消费中的占比在 2021 年超过 8%，但仍远低于全球平均水平，未来增长空间巨大。

图9：国内天然气消费量及增速（十亿立方米，%）

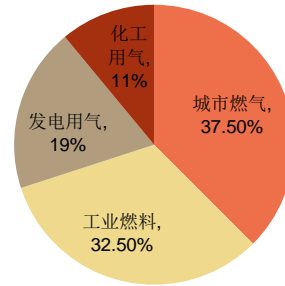




资料来源：BP 世界能源统计年鉴，申港证券研究所

从下游消费结构来看，城市燃气、工业燃料、发电用气以及化工用气是其主要应用领域。2020 年，城市燃气板块的天然气消费量高达 38%，其次是工业燃料和发电用气。未来，受“煤改气”政策的推动、供给侧改革、社会用电需求增长等政策导向和经济驱动的多重因素影响，我国城镇居民、工业及发电用天然气的需求有望维持增长态势。

图10：国内天然气分部门消费占比（%，2020）



资料来源：九丰能源公告，申港证券研究所

未来，国内天然气管网建设进程有望加快，天然气管网、接收站、储气库等基础设施互联互通工作推动管网输送能力提升，进一步支撑天然气发展。根据中国石油经济技术研究院发布的《2050 年世界与中国能源展望》中设定的基准情景预测，在“碳达峰”“碳中和”目标背景下，全球能源结构加快向清洁化、低碳化、多元化转型，煤炭、石油消费量将逐步下滑，而天然气将成为中长期重点发展的化石能源。

在碳中和和碳达峰背景下，我们对 2020-2050 年的国内天然气需求进行预测，根据消费增速不同，可以将天然气需求划分为三个阶段：

- 1) 2020-2030 年，能源消费及碳总量逐步达峰，而天然气发挥其低碳、清洁、灵活的作用，保持较快增长，这一阶段天然气消费量年均增速有望达到 5% 附近，2030 年天然气产量将达到 5400 亿立方米。
- 2) 2030-2040 年，能源消费总量以及碳排放总量逐步下滑。这一阶段煤炭、石油消费加速下降，天然气与可再生能源充分融合发展，但是消费需求增速小幅下滑到 2% 附近，预计到 2040 年，天然气消费量将达到 6500 亿立方米。
- 3) 2040-2050 年，随着可再生能源逐步占据主导地位，天然气与可再生能源充分融合，利用重点由终端燃料转向发电，这一阶段天然气产量年均增速有望下滑到 0.5%，预计到 2050 年，天然气消费量将达到 6900 亿立方米的峰值。

### 2.3 国家管网成立加速天然气市场化改革

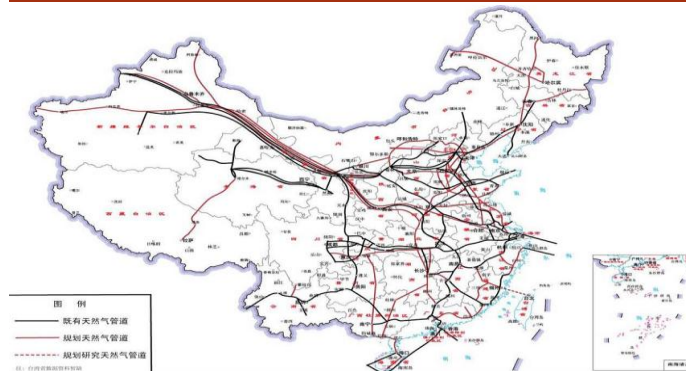
我国天然气价格改革按照“管住中间、放开两头”的总体思路进行。即竞争性环节价格放开，垄断性环节价格管制。政府只对属于网络型自然垄断环节的管网输配价格进行监管，气源和销售价格由市场形成。

而国家管网的组建标志着天然气行业改革迈出关键一步。2019 年 12 月，国资委发布《关于组建国家石油天然气管网集团有限公司的公告》，正式宣布国家油气管网公司成立；2020 年 10 月，三桶油等正式将相关油气管网设施转让给国家管网集团，标志着国家管网集团正式组建完成；2021 年 3 月 31 日，国家管网集团全面完成中国油气主干管网资产整合，实现了全部油气主干管网并网运行，基本形成了“全国一张网”的格局。目前，国家管网集团拥有运营油气管道达 9.2 万公里，5 座储气库，7 座沿海 LNG 接收站，资产规模近 8 000 亿元。由于体量巨大且独家经营，国家管网集团具有超强的行业控制力和话语权，其将发挥以下作用：

1) 有望推动“全国一张网”的建设进度。

国家管网公司主要负责油气干线管道的投资建设与互联互通，统一全国管网调配，形成“全国一张网”，构造“X+1+X”产业链模式。三大石油公司全资或控股的干线管网、持有的省级管网股权、部分 LNG 接收站和储气库、管网调度业务等资产逐步被纳入。中游主干管道网络的独立运营将进一步推动天然气行业投资主体多元化，加快长输管网和支线管网等基础设施建设，保障天然气的稳定供应。

图11：国家中长期天然气管网规划



资料来源：国家发改委，申港证券研究所

2) 有望加速 LNG 接收站向第三方市场主体公平开放。

由于 LNG 接收站投资规模大、审批难度高、建设技术和运营管理复杂等，具有天然的垄断性。截至 2020 年年底，我国已投运的 LNG 接收站共 22 座，其中三大石油公司投资建设 17 座，这也导致 LNG 进口集中在三桶油手里。其中 2018-2020 年，三桶油 LNG 进口量在我国 LNG 进口总量中的占比分别为 88.60%、86.58%、89.75%，我国 LNG 行业供应商集中度偏高。LNG 接收站的高度垄断不仅制约了我国 LNG 供应能力的提升，而且限制了更多的 LNG 市场主体参与上游国际 LNG 资源的获取。

而国家管网成立的目标之一就是“推动形成上游多渠道主体资源供应”，未来 LNG 接收站加快对第三方开放。其中 2021 年 1 月，国家管网发布《国家管网集团 2021 年 LNG 接收站剩余能力集中受理入围托运商名单公告》，胜通能源等 54 家公司入围“首批托运商准入”，标志着我国 LNG 接收站向第三方市场主体公平开放的进程取得重大突破。同时，国家管网首次开放跨省管线托运能力、文 23 储气库库容能力和接收站中长期窗口申请机制，为市场参与方在资源采购、输配、储存、供应方面增加更多灵活性。

随着更多的市场主体进入上游采购环节，LNG 上游资源被三大石油公司所掌控的局面将逐渐被打破。将有效扩大燃气企业天然气气源的选择范围，充分的市场竞争也将有效降低企业未来采购成本。目前，我国城市燃气行业已经形成了跨区域经营管理的五大燃气集团，即华润燃气、昆仑能源、新奥能源、港华燃气集团和中国燃气。同时，北京燃气集团、上海燃气、深圳燃气等区域性燃气企业快速发展，并逐渐向周边地区辐射。我们认为，具备产业链优势的大型民营燃气企业有望在本轮天然气市场化改革中长期受益。

### 3. 资源与渠道优势助推 城燃业务快速发展

#### 3.1 公司上游资源获取优势明显

国内资源获取方面，主要来自于管道气和非常规气。其中管道气方面，公司与三桶油建立战略合作，覆盖各年度气量总规模约为 360 亿立方米，供应相对稳定。

非常规气方面，公司 LNG 液化厂位于非常规气主产区，有望形成灵活的资源补充。其中山西是国内的煤层气主产区，而重庆是国内的页岩气主产区，公司分别在这两个地区拥有山西沁水 LNG 液化厂及重庆龙冉 LNG 液化厂两大天然气生产工厂，合计产能为 30 万吨/年。依托当地的非常规气资源，具备较高的增长空间：

- ◆ 从资源储量来看，国内煤层气、页岩气的资源储量丰富，公司有望获得更多的非常规气资源。根据《国家统计年鉴 2020》统计，截至 2019 年底，我国天然气、页岩气、煤层气技术可采储量分别为 59,665.8 亿立方米、3,841.8 亿立方米和 3,040.7 亿立方米，其中四川盆地、鄂尔多斯盆地、塔里木盆地及海域等区域相继新增了一批常规天然气储量资源区；在四川盆地的长宁页岩气田、威远页岩气田、太阳页岩气田，页岩气新增储量大幅增加，形成了川南万亿立方米页岩气大气区。2021 年中国新增天然气探明储量达 1.5 万亿立方米以上，达到历史最高水平。其中，页岩气探明储量较上年增长两倍以上。页岩气在中国天然气总产量中的占比由 2020 年的 10.6% 增至 11.2%。
- ◆ 在国内非常规气供应提升的背景下，公司持续跟进山西、陕西、川渝等资源丰富的地区的非常规气田资源，会以资金、技术、服务等灵活方式参与，获得一定比例的权益气份额，其中 2021 年度，公司累计获取的非常规资源接近 5 亿立方米，进一步提升气源的多元化。

在国际资源方面，公司手握丰富的长约资源，供应长期稳定。一般而言，长约供货时间长达 10-20 年，通过签署更多稳定的长约供应，可以形成稳定且具有价格竞争优势的供应模式。目前已经签署 7 个长约资源，其中有 4 个长约资源是 2021 年以后签订的。包括：

- ◆ 2021 年 10 月公司与切尼尔能源签署了每年 90 万吨的 LNG 长约；2022 年 1 月公司与俄罗斯诺瓦泰克公司签署了每年 60 万吨的 LNG 长约；
- ◆ 2022 年 3 月，子公司新奥新加坡公司及新奥贸易公司与 ET LNG 出口公司签订每年 270 万吨的 LNG 长约，预计最早自 2026 年开始，合同期限为 20 年；
- ◆ 2022 年 4 月，新奥新加坡公司与 RG LNG 公司签订每年 150 万吨 LNG 长约，预计最早自 2026 年开始，合同期限为 20 年。

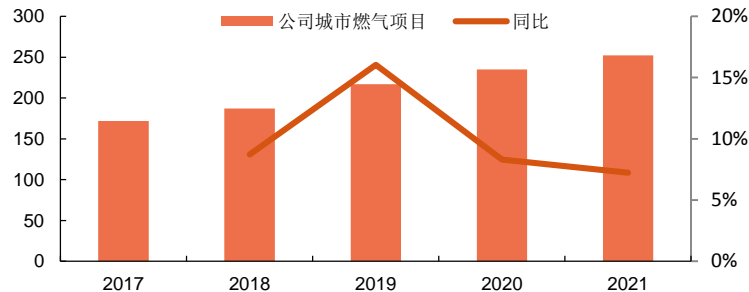
长协的密集签订可以与公司的 LNG 接收站业务形成协同效应。一方面，得益于公司拥有自己的接收站和完善的下游分销渠道，才能签订这些长协资源，如果只有下游分销渠道没有接收站，用国家的接收站，会很难签到长协，因为签完长协后这些公司不一定会在固定的船期内有接收站的使用权。另一方面，通过签订长协资源也提升了公司 LNG 设施的利用率，这种协同性也是公司竞争优势。

另外，通过提前锁定长协资源，公司的盈利能力获得了保障。长协货源与多种国际指数挂钩，例如 HenryHub(美国亨利港天然气期货指数)、TTF(荷兰产权转让设施指数)、JKM(东北亚 LNG 现货价格)、JCC(日本原油综合指数)，相较于和现货挂钩的 JKM 指数，和长协挂钩的 Henry Hub 结算价格波动更小。尤其是在近两年天然气价格大幅上涨的背景下，长协的价格相比当前现货价格具有较强的竞争力，有助于公司构建稳定且有价格竞争力的资源。

### 3.2 全国性布局打造渠道优势

作为最早从事天然气供应的民营企业，业务范围遍及全国，在渠道方面具备先发优势和规模优势。公司深耕天然气下游超过 20 年，公司对城市燃气、工业、电厂、交通能源等客户的用能需求进行精准认知，可以更好的为客户提供个性化的能源供应方案。这些创新型业务模式帮助公司持续扩大客户规模、增加客户粘性，推动公司业务持续扩张。其中近 5 年，公司城市燃气项目从 172 个提升到 2021 年的 252 个，CAGR 高达 10%，覆盖包括广东、浙江、上海等 20 个省市及自治区。

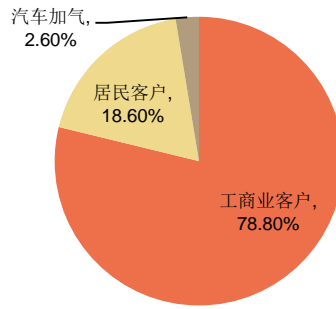
图12：公司城市燃气项目数量（个）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

从用户结构来看，工商业客户零售气销量增速最快，占比最高。其中居民用户方面，过去 5 年，公司累计住宅用户大幅增长至 2021 年的 2583.5 万户，CAGR 高达 13%；工商业用户方面，在双碳政策背景下，各领域绿色转型加速。随着新开发的工商业用户逐步用气及新项目获取，公司的客户规模和燃气分销网络将进一步扩大，过去 5 年，工商业用户量大幅增长至 20.2 万个，CAGR 高达 24%。由于工商业用户量增速比住宅用户更快，也使得其在公司天然气零售销量占比较高，2021 年占比高达 78.8%，同比提升 1.9%，而居民零售销量占比 18.6%，同比减少 0.5%。

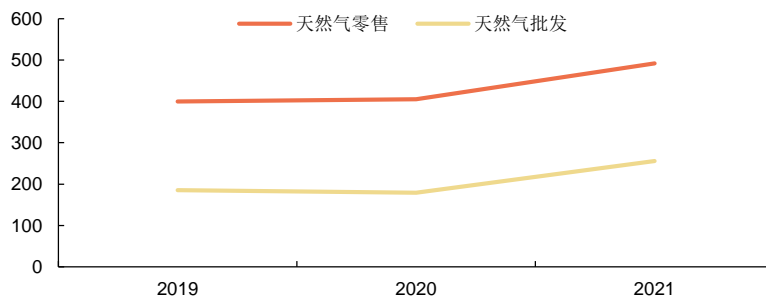
图13：公司零售气销量客户构成 (%)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

随着城市燃气项目的增加以及用户规模的扩大，公司零售气和批发气量也不断提升。过去 10 年，公司天然气零售量产从 48 亿方增至 252.7 亿方，复合增速为 18%。批发销气量从 12.31 亿立方米增长至 76.16 亿立方米，为公司提供了稳定的天然气的需求量。在此带动下，公司 2021 年天然气零售实现营收 492.47 亿元，同比增加 21.6%，批发气实现营收 256 亿元，同比增加 43%，为公司提供持续稳定的业务收入贡献。

图14：公司零售气和批发气收入（亿元）



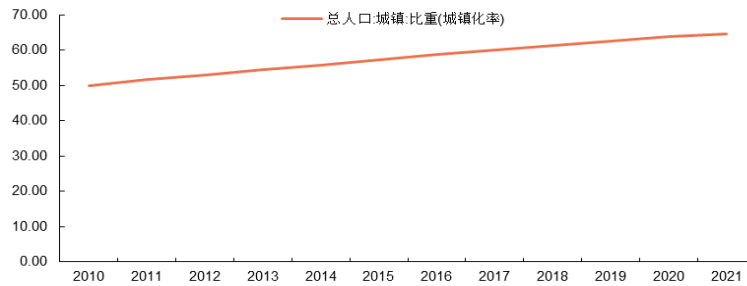
资料来源：公司公告，申港证券研究所

我们认为，未来公司零售气和批发气量仍然有较大的成长空间：

1) 公司利用先发优势抢占发达区域市场，业务拓展潜力较大。公司深耕天然气下游超过 20 年，在经济发达地区和人口大省已经完成了深度布局。从城燃气分布区域来看，河北、广东、安徽、山东、浙江、江苏等位居前 10，基本都是沿海经济大省或者人口大省，其中前 6 大省份占比超过 60%，布局较为集中。这也为公司带来两大优势：一方面，经济水平越发达的地区的企业数量众多，因此工商业用户较多，这也推动公司工商业用户销气量在零售天然气销量中占比常年保持在 75%左右。另一方面，经济发达地区对于人口的吸引力更强，中长期有望保持人口净流入，有利于新增住宅用户的提升，同时，发达地区的居民消费能力更强，也有利于公司开发新用户。

2) 城镇化水平持续提升，公司气化率有望延续增长。虽然过去 10 年，我国城镇化率从 50%逐步攀升到 60%以上，但是从发达国家发展历程来看，德国、美国在上世纪 50 年代城市化率已突破 60%。国内城镇化率仍具备较大的提升空间。而城镇化水平的提升有利于新增住宅用户的提升，进而提升公司气化率。从过去 10 年来看，随着国家城镇化率的提升，公司覆盖区域气化率实现从 35%提升到 62.4% 高位，相对于成熟项目 90%的气化率仍有较大的增长空间。

图15: 我国城镇化水平变动 (%)



资料来源: wind, 申港证券研究所

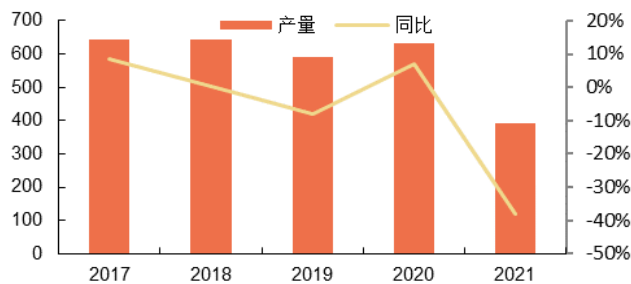
## 4. 把握能源转型契机 未来业绩成长可期

### 4.1 煤基清洁能源业务相对稳定

#### 1) 煤炭业务

公司的煤炭业务主要由子公司新能矿业开展。新能矿业位于内蒙古鄂尔多斯市, 该地区煤炭资源丰富。新能矿业拥有王家塔矿井矿区采矿权, 王家塔煤矿于 2019 年 5 月正式获得内蒙古自治区能源局 800 万吨生产能力核增批复, 产能由原来的每年 680 万吨扩张至 800 万吨, 产能的释放为产量恢复提供一定的保障。公司主要煤炭产品包括混煤和洗精煤, 其中混煤因灰分较高通常用作动力煤, 洗精煤的灰分及其他杂质含量较低, 可以用作煤化工原材料。

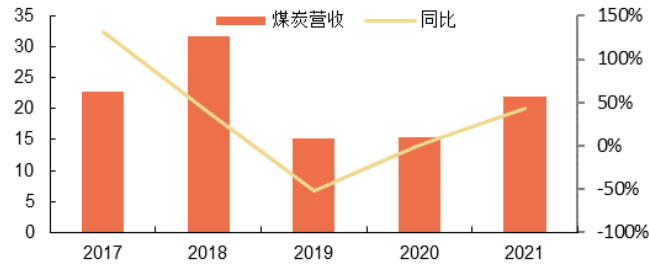
图16: 公司煤炭产量变化 (万吨)



资料来源: 公司公告, 申港证券研究所

从过去几年看, 受到煤炭价格与产量波动影响, 板块营收波动较大。除了 2021 年销量明显以外, 公司产销基本维持在 600 万吨附近。主要是由于 2021 年井下地质条件变差, 为保证安全生产, 公司适当降低了回采速度, 另外, 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, 影响了全年的产销, 然而, 由于 2021 年煤炭价格涨幅较大, 带动煤炭板块营收同比增长 43%。

图17: 煤炭业务营收及增速变化 (亿元, %)



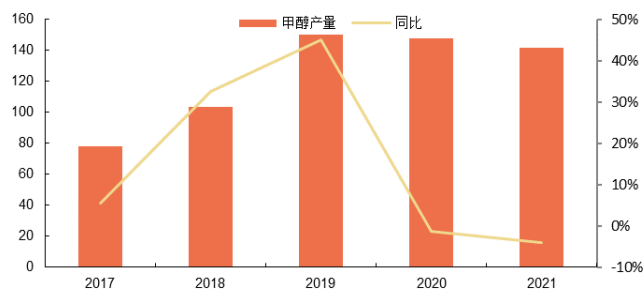
资料来源：公司公告，申港证券研究所

未来几年，煤炭业务有望稳中有增。产量方面，国内煤炭生产在安全、环保、煤票管控等因素共同作用下，产能释放缓慢。根据煤炭工业协会数据，到“十四五末”，全国煤矿数量控制在 4000 处以内，东部等地区中小落后煤矿产能将陆续退出，主产区通过产能置换核增释放优质产能，煤炭开采持续向主产区、大型煤炭基地集中，续推出，整体产能增量有限。同时，进口煤炭量也受到疫情、地缘政治等因素影响，难有较大提升。需求层面，在碳中和目标压力下，煤炭需求受到压制。根据中国煤炭工业协会《煤炭工业“十四五”高质量发展指导意见》，到“十四五”末，国内煤炭产量控制在 41 亿吨左右，全国煤炭消费量控制在 42 亿吨左右，年均消费增长 0.5% 左右。预计煤炭供需将维持相对平衡的状态，煤炭价格在高位回调之后或持稳运行。然而，在公司煤炭产量恢复的背景下，2022 年公司煤炭业务有望延续增长。

## 2) 甲醇业务

公司甲醇业务主要由子公司新能能源开展。目前共拥有两套生产装置，合计设计产能为 120 万吨/年。公司目前客户主要集中于大中型终端化工企业，并已逐步开拓精细化工、甲醇燃料等新兴下游客户。

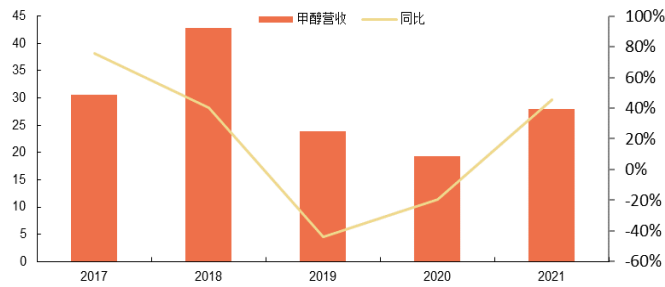
图18：公司甲醇产量及同比增速变化（万吨，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

从过去几年来看，在 2018 年二期 60 万吨产能释放以后，公司近三年产销相对稳定。其中 2021 年，公司实现甲醇销量 142 万吨，同比小幅下滑，但是在煤炭、天然气等甲醇的基础原料价格的推涨下，甲醇销售价格上涨明显，带动公司营收实现了 45% 的增速，达到 28 亿元。

图19：甲醇业务营收及增速变化（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

未来几年，甲醇业务业绩增量有限。受碳中和、能耗双控等政策影响，2021年中国甲醇产能在9770.5万吨，较2020年略有下滑，后续新增产能相对较少。需求方面，传统需求分化较大，其中醋酸行业相对景气，而甲醛、二甲醚等受行业政策限制，导致部分装置淘汰，对甲醇需求萎缩。新兴需求也随着MTO行业投资减少而逐步放缓，行业步入调整期，未来供需有望维持均衡状态。在公司甲醇产销相对稳定的背景下，预计甲醇业务业绩增量有限。

#### 4.2 舟山 LNG 接收站为长期增长注入动力

在LNG需求爆发的背景下，民营LNG接收站成为市场稀缺资源。LNG市场主要依靠LNG接收站接收海外资源，但是LNG接收站投资规模大、审批难度高、建设技术和运营管理复杂等，具有天然的垄断性。截至2021年年底，我国已投运的LNG接收站共22座，总接收规模达到9315万吨/年（约1281亿立方米）。其中三大石油公司投资建设17座，新奥股份等5家运营主体拥有5座。这也导致LNG进口集中在三桶油手里，极少数大型民营企业以其自有LNG接收站向境外直接采购。其中2018-2020年，三桶油LNG进口量在我国LNG进口总量中的占比分别为88.60%、86.58%、89.75%，对于民营企业而言，LNG接收站资源比较稀缺。

舟山LNG接收站是首个由民营企业投资和运营的大型LNG接收站，相比其他民营接收站具备规模优势。一期工程已于2018年顺利投产，二期工程于2021年6月完工并运行。公司在继2020年完成对新奥能源的重大资产重组后，在2021年启动了对新奥舟山LNG接收站的置入工作。二期投产以后，处理能力达到800万吨左右，三期现在正在浙江省发改委进行审批，预计在2024年的中期完成建设，届时公司接收站的周转能力达到1000万吨，远超其他民营接收站规模。

图20：舟山 LNG 接收站



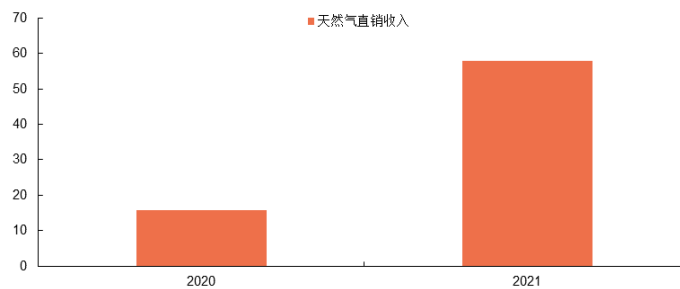


资料来源：公司网站，申港证券研究所

依托舟山 LNG 接收站的投运，公司具备以下优势：

**1) 依托舟山 LNG 接收站，公司天然气直销业务快速发展。**该业务通过公司的舟山接收站，可以从海外进口更多的天然气气量。2021 年天然气直销气量超过 40 亿方，同比增加 336%，带动直销收入同比增加 266%。未来随着舟山接收站的三投产及运营，以及国家管网公司窗口的对外开放，未来公司进口 LNG 的直销气量将有较大的增长空间，预计直销气营收增速有望维持在 50% 左右，对整体业绩提升贡献加大。

图21：公司天然气直销收入（亿元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

**2) 舟山 LNG 接收站可以同公司长协资源获取能力相互协同。**从近两年签订的长协资源来看，大部分长约的供货时间均在公司舟山 LNG 接收站三期投产以后。如果只有下游分销渠道没有接收站，用国家的接收站，会很难签到长约，从海外获得更多的 LNG 长协资源。而通过长协资源也提升了舟山接收站设施的利用率，所以这种协同性也是公司竞争优势，使得公司在“国际国内、气态液态、自有三方、现货长约、实货纸货”等方面拥有更多业务选择权和灵活性。

#### 4.3 双碳政策推动综合能源业务蓬勃发展

在双碳背景下，综合能源的发展受到国家政策的保驾护航。2021 年 3 月，国家发展改革委、国家能源局联合发布了《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》指出，多能互补是促进能源行业转型和社会经济发展的重要举措：

1) 建设综合能源系统可以整合区域内可再生能源、天然气等多种能源资源，实现异质能源子系统间的协调规划、优化运行，有效提升能源利用效率、促进能源可持续发展。

2) 依托综合能源系统，通过天然气冷热电联供、分布式能源和能源智能微网等方式，可实现多能协同供应和能源综合梯级利用，提高能源系统效率，降低能源生产与消费成本。

**公司综合能源业务布局具备先发优势。**公司综合能源业务融合光伏、地热、生物质等再生能源应用，追求清洁能源优先、多能互补、能量梯级利用、提升能效、降低排放，与国家减碳目标一致。其实早在 2010 年，公司就开始探索分布式能源项目，

经过技术积累以及客户开拓，公司综合能源业务发展迅速。

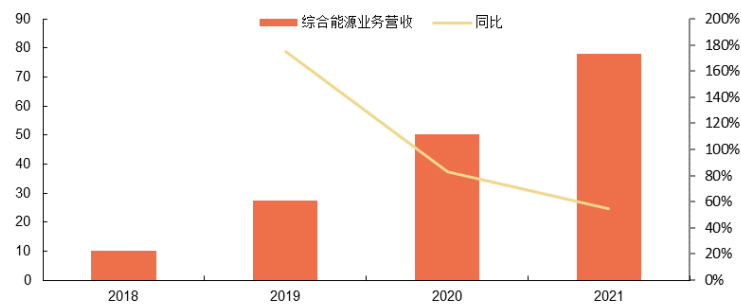
图22：公司综合能源项目发展历程



资料来源：公司网站，申港证券研究所

从综合能源项目投运数量来看，过去3年，累计投运的综合能源项目从62个增至150个，为公司带来冷、热、电等综合能源销售量从20亿千瓦时大幅增加到190亿千瓦时，增幅接近10倍，带动板块营收大幅攀升至2021年的78亿元。目前，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。

图23：公司综合能源业务营收及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

依托综合能源方案的协同优势，公司积极布局新能源领域。其中分布式光伏，年内已签约光伏装机规模达380兆瓦；推动交通行业的低碳转型，以统一模式、统一标准，在泉州、上海建设充、换电站的试点项目，目前共投运20座，在建超过25座；同时，公司深入布局氢能赛道，拥有14项制氢专利技术，在建和交付的制氢项目达32个。其中，公司与中船重工“718所”合作，在河北张家口建设氢能产业化应用示范园并配套加氢站项目，为张家口地区300余辆氢燃料公交车在北京冬奥会期间及后期提供原料。

作为国内首家制定了具体减碳计划的燃气企业，公司综合能源业务增长前景广阔。公司重点开发低碳园区、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。目前覆盖40多个城市的生态园区和工业园区。从客户来看，低碳工厂对营收供需最大，2021年投运低碳工厂营收达到36.94亿元，同比增长53%；而低碳园区业绩提升最为明显，2021年公司投运低碳园区52个，营收同比翻倍达到20亿元。根据公司规划，到2025年帮助工业客户及产业园区打造50个绿色工厂及50个低碳园区，至2030年，帮助客户打造的绿色工厂和低碳园区增至200

个。在碳中和背景下，综合能源业务有望维持高速增长。

## 5. 基本假设与盈利预测

### 5.1 基本假设

**城市燃气业务：**城市燃气业务主要分为天然气的零售、批发与业务，其中零售与批发业务主要受益于工商业客户和居民用户的不断扩大，考虑到国内城镇化率仍具备较大的提升空间，新增住宅用户增加以及旧房改造需求将推动业务稳步发展。

**天然气直销业务：**直销业务则主要受益于舟山 LNG 接收站接收能力的提升，未来随着舟山接收站的三投产及运营，以及国家管网公司窗口的对外开放，未来公司进口 LNG 的直销气量将有较大的增长空间。

**工程施工与安装业务：**公司的工程施工与安装业务包括工程建造业务及燃气安装业务。工程建造业务将依托绿氢制取、储能、CCUS、地热等方面的前沿低碳技术，在咨询与设计、装备集成、项目建造等领域持续发力。而燃气安装业务将受益于公司的全国化布局，以及城镇化提升，未来增长相对平稳。

**综合能源业务：**公司综合能源业务融合光伏、地热、生物质等再生能源应用，追求清洁能源优先、提升能效、降低排放，与国家减碳目标一致。因此在碳中和背景下，综合能源业务有望延续高增长。

**煤炭清洁能源业务：**该业务包括煤炭以及甲醇的生产、销售业务。受碳中和、能耗双控等政策影响，行业步入调整期，并且公司未来将进一步聚焦天然气产业链，预计煤炭清洁能源业务整体持稳。

表1：公司业务收入预测（亿元）

业务	指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
燃气业务	收入	651	871	1006	1109	1306
	毛利率	13%	10%	11%	11%	12%
工程施工与安装	收入	96	104	108	112	116
	毛利率	44%	50%	50%	49%	49%
综合能源销售及服务	收入	57	87	115	143	173
	毛利率	19%	18%	18%	18%	19%
煤炭	收入	15	23	22	23	23
	毛利率	54%	70%	63%	63%	63%
甲醇	收入	19	28	25	25	23
	毛利率	5%	-3%	3%	3%	3%
其他	收入	42	47	52	57	63
	毛利率	42%	49%	49%	50%	50%
合计	收入	881	1160	1328	1469	1704
	增长率	19%	17%	17%	17%	17%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

## 5.2 盈利预测

根据上述假设，我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 46.83 亿、57.8 亿元、75.54 亿，每股收益 (EPS) 分别为 1.65、2.03、2.65 元，对应 PE 分别为 9.81、7.95、6.08。

## 6. 估值水平与投资建议

### 6.1 相对估值

考虑到公司所处赛道以及主营业务情况，我们选取了昆仑能源、新奥能源、华润燃气这 3 家上市公司作为可比公司。考虑到公司在城市燃气领域的龙头地位，同时在碳中和远景下，公司综合能源业务以及气源贸易业务发展迅速，因此公司应当享有一定的估值溢价。我们认为给予公司 2022 年 14 倍市盈率是合理的，对应股价为 23.1 元。

表2：可比公司估值

可比公司	EPS			PE		
	22E	23E	24E	22E	23E	24E
0315.HK 昆仑能源	0.67	0.73	0.8	10.3	9.5	8.6
2688.HK 新奥能源	7.45	8.3	8.9	16	14.4	13.4
1193.HK 华润燃气	2.9	3.2	3.54	11.5	10.4	9.5
行业均值	3.67	4.08	4.41	12.60	11.43	10.50

资料来源：wind, 申港证券研究所

### 6.2 估值结论与投资建议

预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 46.83 亿、57.8 亿元、75.54 亿，每股收益 (EPS) 分别为 1.65、2.03、2.65 元，对应 PE 分别为 9.81、7.95、6.08。根据相对估值法，公司合理股价为 23.1 元，目前的股价有所低估。考虑到公司在城市燃气领域的龙头地位，同时在碳中和远景下，公司综合能源业务以及气源贸易业务发展迅速，公司业绩仍有较大的成长空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表3：主要财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	88,098.77	116,030.99	132,791.76	146,917.35	170,388.84
增长率 (%)	550.46%	31.71%	14.45%	10.64%	15.98%
归母净利润 (百万元)	2,106.96	4,101.65	4,683.50	5,780.84	7,554.78
增长率 (%)	74.90%	94.67%	14.19%	23.43%	30.69%
净资产收益率 (%)	25.91%	27.65%	25.53%	25.00%	25.71%
每股收益 (元)	0.82	1.46	1.65	2.03	2.65
PE	19.70	11.06	9.81	7.95	6.08
PB	5.16	3.10	2.51	1.99	1.56

资料来源：公司财报，申港证券研究所

## 7. 风险提示

**上游采购价格波动风险。**公司 LNG 采购主要来源于国际市场，采购定价主要挂钩国际市场指数。LNG 国际采购一般与原油的某种市场指数或 LNG 国际价格指数挂钩。若 LNG 市场指数或原油市场指数剧烈波动，公司上游国际采购价格也将随之波动，将面临采购成本波动风险。

**人民币兑美元汇率波动风险。**目前公司的上游采购主要来源于国际市场，采购结算货币主要为美元。若人民币兑美元汇率剧烈波动，公司结算的采购成本也将随之波动。尽管公司在国际采购环节为锁定汇率会执行部分远期购汇操作，但仍然难以完全消除各类政治、市场变化引致的美元汇率波动对采购成本和汇兑损益的影响，公司将面临采购成本和汇兑损失增加或国际采购无法正常开展的风险。

**“照付不议”采购模式的风险。**“照付不议”是天然气贸易的国际惯例和规则，通常指在合同中约定供气的数量要求。依照合同约定，在约定的期限内，买方提货量未达到合同约定数量时，卖方可要求买方就卖方损失进行相应赔偿；卖方供货量未达到合同约定时，买方可要求卖方做相应补偿。若因公司原因导致公司的实际提货量未达到“照付不议”合同约定量，且公司与上游供应商无法进行协商调整或公司无法协助卖方寻找合适第三方进行转售，则公司可能会面临就未完成合同约定采购量的部分对给卖方造成的损失进行赔偿的风险。若上游供应商无法按约定供货，则可能会对公司 LNG 供应的稳定性带来一定风险。

**安全生产风险。**公司产品的采购、生产、储存、运输、销售过程对安全有较高要求。如果公司在产品流转环节中存在操作不当、管理不到位则会形成安全隐患。为了确保安全生产，公司建立了用于预防、监控、预警和减轻安全风险的完备体系，并制定了安全管理制度和操作规程。自公司成立至今，未发生过重大安全事故；但若公司在生产管理方面不能保持良好的安全运行状况，将不能完全排除发生安全事故的风险。一旦发生安全事故，公司的正常生产经营活动将受到重大不利影响。

**新冠疫情带来的市场波动风险。**新型冠状病毒肺炎疫情于 2020 年爆发并逐渐蔓延至全球，对公司上游采购及下游销售造成了一定不利影响。目前公司已恢复正常的业务经营，但若新冠疫情进一步反复或加剧，预计将对公司上下游产业链造成冲击，从而可能对公司的业务开展和盈利水平造成不利影响。

表4: 公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表	单位:百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	88099	116031	132792	146917	170389	流动资产合计	30943	39834	48075	57124	68866
营业成本	71782	96513	110182	121984	141657	货币资金	12629	11440	17110	23811	32034
营业税金及附加	569	635	792	877	1017	应收账款	3806	6698	7666	8481	9836
营业费用	1210	1446	1739	1924	2232	其他应收款	1664	2166	2478	2742	3180
管理费用	3309	3764	4648	5142	5964	预付款项	3403	4011	4705	5473	6366
研发费用	585	1035	1195	1322	1533	存货	1999	3138	3583	3967	4606
财务费用	377	505	520	550	600	其他流动资产	2747	2900	2992	3070	3198
资产减值损失	-63.15	-450.16	-450.16	-450.16	-450.16	非流动资产合计	78581	88100	84216	80330	76501
公允价值变动收益	-81.04	456.50	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	5560	5996	5996	5996	5996
投资净收益	404.38	1178.87	1178.87	1178.87	1178.87	固定资产	48207.03	56833.30	55667.07	53588.05	51065.28
营业利润	10585	13530	14274	15677	17945	无形资产	8145	10604	9544	8589	7730
营业外收入	83.20	164.57	164.57	164.57	164.57	商誉	565	574	574	574	574
营业外支出	233.43	227.71	227.71	227.71	227.71	其他非流动资产	46	148	148	148	148
利润总额	10435	13466	14211	15614	17882	资产总计	109524	127934	132291	137454	145367
所得税	2602	2936	3098	3404	3899	流动负债合计	51055	55393	57071	58661	61311
净利润	7833	10530	11112	12210	13984	短期借款	9605	7972	7972	7972	7972
少数股东损益	5726	6429	6429	6429	6429	应付账款	9246	11902	13401	14836	17229
归属母公司净利润	2107	4102	4684	5781	7555	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	21385	27231	19618	21059	23327	一年内到期的非流动负债	7082	7272	7272	7272	7272
EPS (元)	0.82	1.46	1.65	2.03	2.65	非流动负债合计	23197	26375	26770	27103	27657
主要财务比率						长期借款	4718	5698	5698	5698	5698
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	应付债券	10784	9841	9841	9841	9841
成长能力						负债合计	74252	81768	83842	85764	88967
营业收入增长	550.46%	31.71%	14.45%	10.64%	15.98%	少数股东权益	27140	31332	37761	44190	50619
营业利润增长	738.79%	27.82%	5.50%	9.83%	14.47%	实收资本 (或股本)	2600	2846	2846	2846	2846
归属于母公司净利润增长	14.19%	23.43%	14.19%	23.43%	30.69%	资本公积	0	2855	2855	2855	2855
获利能力						未分配利润	5351	8541	12162	16630	22470
毛利率(%)	18.52%	16.82%	17.03%	16.97%	16.86%	归属母公司股东权益合计	8132	14833	18343	23128	29380
净利率(%)	8.89%	9.08%	8.37%	8.31%	8.21%	负债和所有者权益	109524	127934	140263	153399	169284
总资产净利润(%)	1.92%	3.21%	3.54%	4.21%	5.20%	现金流量表					
ROE(%)	25.91%	27.65%	25.53%	25.00%	25.71%		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
偿债能力						经营活动现金流	12448	13510	14008	15258	16914
资产负债率(%)	68%	64%	60%	56%	53%	净利润	7833	10530	11112	12210	13984
流动比率	0.61	0.72	0.84	0.97	1.12	折旧摊销	10423.33	13196.48	0.00	3877.89	3922.21
速动比率	0.57	0.66	0.78	0.91	1.05	财务费用	377	505	520	550	600
营运能力						应付帐款减少	0	0	-968	-815	-1355
总资产周转率	1.32	0.98	0.99	1.00	1.06	预收帐款增加	0	0	0	0	0
应收账款周转率	33	22	18	18	19	投资活动现金流	-7209	-8041	615	629	629
应付账款周转率	13.74	10.97	10.50	10.41	10.63	公允价值变动收益	-81	457	0	0	0
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	-14	0	0
每股收益(最新摊薄)	0.82	1.46	1.65	2.03	2.65	投资收益	404	1179	1179	1179	1179
每股净现金流(最新摊薄)	0.40	0.27	1.99	2.35	2.89	筹资活动现金流	-4210	-4701	-8954	-9186	-9321
每股净资产(最新摊薄)	3.13	5.21	6.45	8.13	10.32	应付债券增加	0	0	0	0	0
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0
P/E	19.70	11.06	9.81	7.95	6.08	普通股增加	1371	246	0	0	0
P/B	5.16	3.10	2.51	1.99	1.56	资本公积增加	-1779	2855	0	0	0
EV/EBITDA	2.88	2.40	3.04	2.51	1.92	现金净增加额	1029	768	5669	6701	8222

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，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。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

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和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上