

# 新奥股份 (600803)

## 天然气一体化龙头，波动局势中稳健发展

买入 (首次)

2022 年 11 月 30 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书: S0600522030002

renyx@dwzq.com.cn

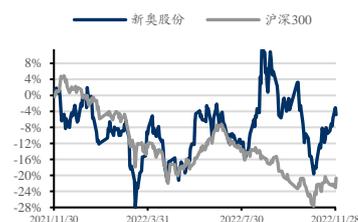
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	116,031	146,947	158,868	178,643
同比	32%	27%	8%	12%
归属母公司净利润 (百万元)	4,102	4,439	5,601	6,952
同比	95%	8%	26%	24%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.44	1.43	1.81	2.24
P/E (现价&最新股本摊薄)	12.71	12.79	10.14	8.17

关键词: #一体化

### 投资要点

- **天然气全产业链布局完成，优秀经营&管理能力推动公司稳健、长远发展。**公司分别在 2020、2022 年完成新奥能源 (2011-2021 年业绩 CAGR20%)、舟山 LNG 接收站 90% 资产注入，实现天然气全产业链布局。实控人王玉锁行业经验丰富；股权激励充分调动人员积极性；现金流良好匹配资本开支；优秀经营&管理能力推动公司稳健、长远发展。
- **国内外气价波动剧烈，公司经营稳健性突出。**2021 年起，受新冠疫情和贸易逆全球化等影响，国际气价大幅上涨，与国内出现倒挂并带动国内价格上涨。城燃公司气源成本上涨，销售价受政府管控难以及时调整，导致亏损；而行业龙头保持价差的相对稳定。新奥能源 2018-2021 年零售气价差-10%，比国内五大城燃-12% 的平均值更稳定；2011-2021 年零售气销量增速始终高于行业，市占率从 2011 年的 3.9% 提至 2021 年的 7.6%。**公司一体化优势明显，在气价波动形势下具备独特投资价值。**
- **公司为国内天然气龙头，上下游一体化优势显著。**1) **上游庞大资源池助力公司保持价差稳定。**2021 年公司国内资源占 84%，国外资源占 16% (其中长协 144 万吨，占国外资源 1/3)。公司国内气源包括管道气、液态及非常规气，总量 300 亿方/年；积极拓展国际资源，截至 2022Q3，累计在手年度长约 714 万吨，挂钩低价&低波动指数降低气源成本，FOB 模式增强转售灵活性。2) **中游储配基础稳固。**公司积极获取国家管网资源的同时进行自有资产建设。2022Q3 公司在国家管网公司获取的**储气库/接收站/管道配额占比为 3%/0.67%/1.6%**，位于行业第 4/5/5 (将三大油剔除后，位列第 3/2/2)。建设自有中游资产，①**储气库**：截至 2022Q3，公司储气能力达 6.5 亿方。②**LNG 接收站**：公司是三大油之外拥有 LNG 接收站的六大公司之一，且自有舟山接收站处理能力逐年增长，三期投产后接卸能力可从 750 增至 1000 万吨/年。③**管道**：公司自有管道占全国比例逐年增加，2021 年末达 6.42%。3) **下游客户优质，综合能源与工程建设业务协同下游开拓。**公司**客户类型&项目优质**，零售气非居民客户占 80% 以上，单城燃项目售气量为行业第 3，且用气量逐年增加，**顺价能力有保障。**在**综合能源业务中**，公司将天然气与多种可再生能源相融合，增加天然气潜在用户；发展工业、园区等优质客户，进一步提高非居民客户占比。**燃气安装协同主业**，推动整体气量稳步提升；**工程建设布局氢能技术**，实现产业链延伸&带动液厂气源获取。
- **盈利预测与投资评级：**公司完成新奥能源和舟山接收站的注入，实现天然气全产业链布局；在全球能源局势波动的情况下，公司借助强大的上游气源获取、中游储运资源调配以及下游优质分销渠道优势，龙头地位日益稳固。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 44.39/56.01/69.52 亿元，同比 8%/26%/24%，EPS 1.43/1.81/2.24 元，PE 12.8/10.1/8.2 倍 (估值日期 2022/11/29)，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**疫情持续影响经济活动风险，安全经营风险，汇率波动风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	18.32
一年最低/最高价	13.76/22.22
市净率(倍)	4.02
流通 A 股市值(百万元)	26,766.24
总市值(百万元)	56,767.50

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	4.55
资产负债率(% ,LF)	65.86
总股本(百万股)	3,098.66
流通 A 股(百万股)	1,461.04

### 相关研究

《新奥股份(600803): 十年磨一剑，煤气化破局在即》

2018-02-27

## 内容目录

1. 资产重组打通天然气全产业链 .....	5
1.1. 资产重组打造上下游一体化产业链，股份回购激励核心人才 .....	5
1.2. 天然气主业地位凸显，盈利能力稳定 .....	6
2. 国内天然气龙头，上下游一体化优势显著 .....	9
2.1. 上游庞大资源池使得公司能够灵活采购，保持成本的相对稳定 .....	12
2.2. 中游储配基础稳固，行业地位进一步加强 .....	16
2.3. 下游客户优质，综合能源与工程建造业务协同下游开拓 .....	19
3. 煤炭业务受益价格上涨，产能核增带来新增长 .....	23
4. 盈利预测 .....	25
5. 风险提示 .....	27

## 图表目录

图 1:	新奥股份发展历史.....	5
图 2:	截至 2022 年 10 月, 新奥股份股权结构.....	6
图 3:	2019 年公司营收构成.....	6
图 4:	2021 年公司营收构成.....	6
图 5:	2017-2022H1 新奥股份营业收入.....	7
图 6:	2017-2022H1 新奥股份归母净利润.....	7
图 7:	2017-2021 年公司各业务毛利率情况.....	7
图 8:	2021 年公司毛利构成.....	7
图 9:	2011-2021 年新奥能源收入&归母净利润.....	7
图 10:	2017-2021 年公司毛利率趋于稳定.....	8
图 11:	2017-2021 年公司期间费用率降低.....	8
图 12:	2017-2021 年公司 ROE 水平稳中有增.....	8
图 13:	2019-2021 年公司资本开支情况(亿元).....	9
图 14:	2018-2021 年公司现金流情况(亿元).....	9
图 15:	2021/4-2022/11 世界各地天然气价格(元/吨).....	9
图 16:	天然气产业链&价值分配.....	10
图 17:	中石油天然气售价&管道燃气市场价对比.....	10
图 18:	国内五大城燃天然气零售价差对比.....	10
图 19:	2018-2021 年五大城燃零售气价差变动幅度.....	10
图 20:	天然气销售业务模式.....	11
图 21:	2011-2021 年公司零售气销量增速&占全国比例.....	11
图 22:	2010-2022H1 新奥能源天然气销量(亿方).....	11
图 23:	天然气表观消费量(年内累计值, 亿方).....	12
图 24:	2019-2021 年公司天然气销售毛差情况(元/方).....	12
图 25:	新奥股份国内气源构成.....	12
图 26:	2022-2030 年新奥股份长协合同量(万吨).....	13
图 27:	新奥股份长协交付方式统计(万吨/年).....	14
图 28:	新奥股份长协挂钩指数统计(万吨/年).....	14
图 29:	2021/4-2022/11 常用天然气挂钩指数价格走势(元/吨).....	14
图 30:	新奥股份国内外气源结构(%).....	15
图 31:	2019H1-2022H1 新奥股份零售气价差(元/方).....	15
图 32:	2019-2022 年中石油售价&新奥零售气采购价对比.....	15
图 33:	2020-2022Q3 年新奥股份直销气气量(亿方).....	15
图 34:	2020-2022 年新奥股份直销气价差(元/方).....	15
图 35:	国家管网 2022Q3 文 23 储气库服务总量(万方).....	16
图 36:	国家管网 2022Q3 文 23 库储气服务结构(%).....	16
图 37:	2021H1-2022Q3 新奥股份储气能力(亿方).....	16
图 38:	国家管网 2022 Q3 接收站服务量(万吨).....	17
图 39:	国家管网 2022Q3 各公司接收站服务量占比(%).....	17
图 40:	2018-2025 年新奥舟山接收站接收能力(万吨/年).....	18
图 41:	国家管网 2022Q3 管道服务量(亿方).....	18
图 42:	国家管网 2022Q3 各公司管道服务量占比(%).....	18

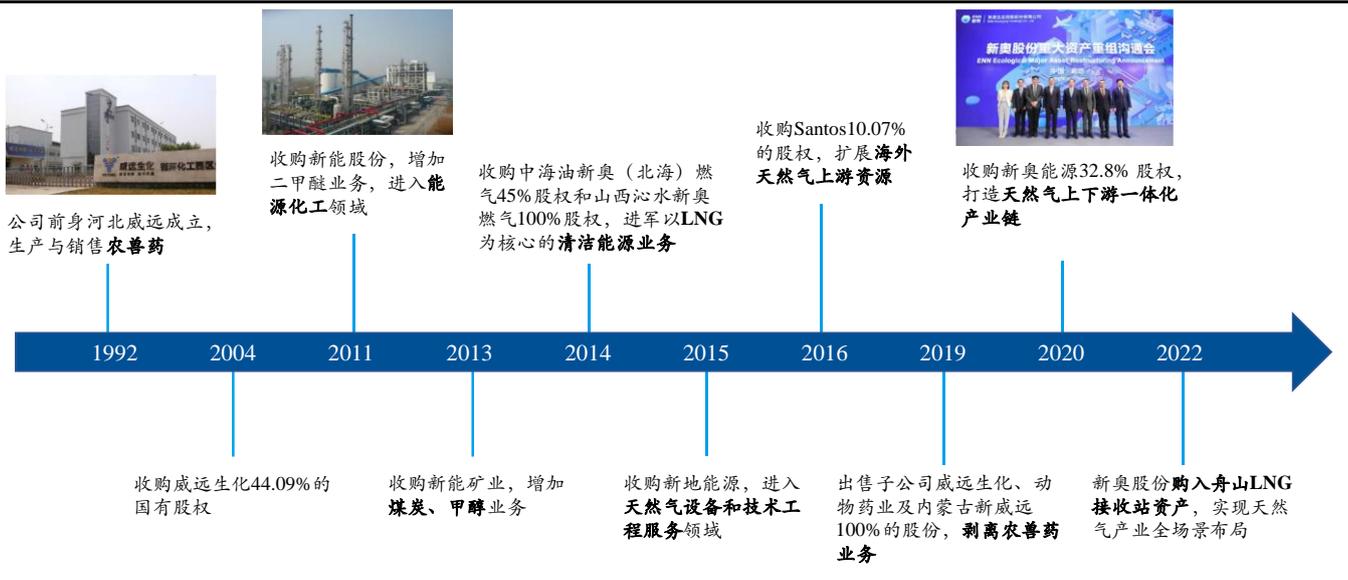
图 43:	2017-2021 年新奥股份自有管道长度&占全国管道比例 .....	19
图 44:	公司天然气零售业务下游客户结构 (%) .....	19
图 45:	公司零售气分客户类别售价 (元/方) .....	19
图 46:	城燃公司单个项目零售气量对比 (万方/个) .....	20
图 47:	非居民城燃用户比例 (%) .....	20
图 48:	截至 2021 年底, 公司 252 个城燃项目分布情况.....	20
图 49:	截至 2021 年底, 公司 161 个城燃项目 (64%) 位于全国 GDP 前十地区 .....	20
图 50:	2017-2021 年综合能源销量 (亿千瓦时) .....	21
图 51:	2017-2022H1 在建及累计投运项目数量 (个) .....	21
图 52:	工程业务收入结构.....	21
图 53:	工程业务毛利率情况.....	21
图 54:	2017-2021 年新增工商业和居民用户数量 .....	22
图 55:	2017-2021 年单位居民用户安装费 (元/户) .....	22
图 56:	氢能布局进展 (截至 2022Q3) .....	22
图 57:	新奥股份煤炭产能 (万吨/年) .....	23
图 58:	2017-2021 年新奥股份煤炭销量&售价 (万吨) .....	23
图 59:	2018-2021 年煤炭下游需求结构 (亿吨) .....	23
图 60:	动力煤市场价&长协价齐升 .....	23
表 1:	新奥股份长协梳理.....	13
表 2:	截至 2021 年底, 国内已建成接收站情况.....	17
表 3:	2022 年煤炭行业重要政策 (截至 2022M10) .....	24
表 4:	新奥股份各业务营收&毛利预测 (亿元) .....	25

## 1. 资产重组打通天然气全产业链

### 1.1. 资产重组打造上下游一体化产业链，股份回购激励核心人才

两次资产重组完成，天然气产业全场景布局建立。新奥股份成立于1992年，前身为河北威远实业股份有限公司。自2011年起，公司大力拓展业务范围，主要聚焦能源化工领域，产品包括天然气、煤炭、甲醇等。2018年，国内首个大型民营LNG接收站——舟山LNG接收站一期顺利投产；次年，公司剥离农药、兽药业务；2020年公司进行资产重组，收购新奥能源32.8%股份并获得控股权；2022年8月收购完成新奥舟山LNG接收站90%股权；至此公司已完成分销、贸易、储运、生产、工程在内的天然气产业全场景布局。资产重组前，公司业务主要集中在煤炭、甲醇和工程业务；两次资产重组后，公司借助新奥股份和舟山接收站获取了强大的资源调配能力、天然气分销渠道和下游客户资源，实现了全产业链整合协同，公司定位转向“创新型的清洁能源上下游一体化领先企业”。

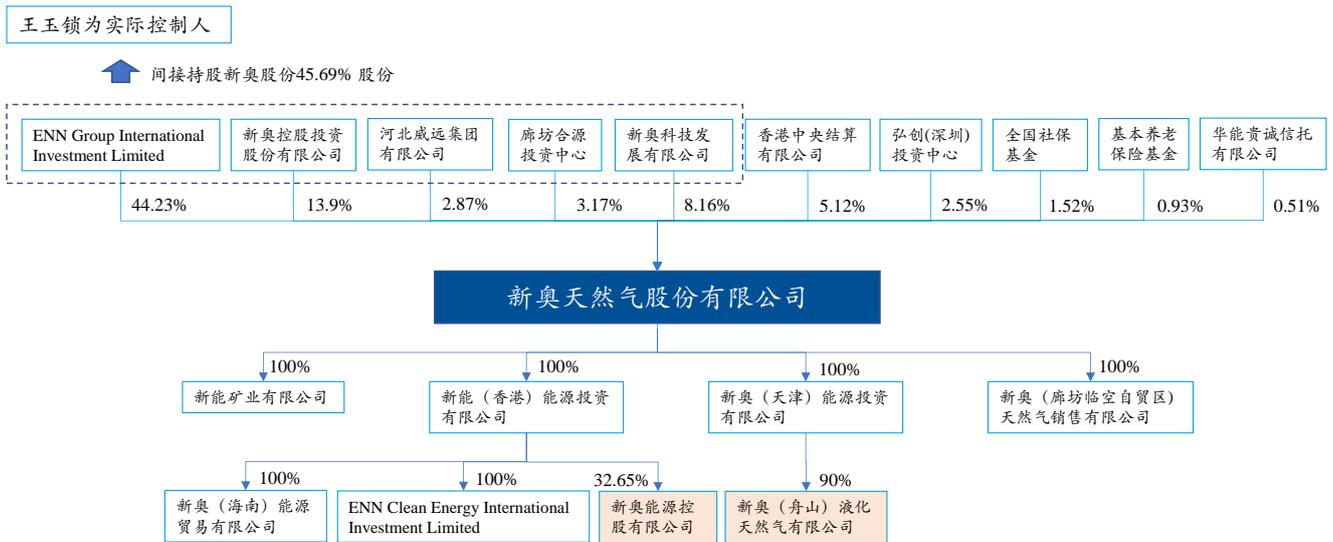
图1：新奥股份发展历史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

实控人行业经验丰富保障公司稳健发展，股份回购激励核心人才。截至2022年10月，王玉锁为公司实际控制人，通过新奥国际、新奥控股、河北威远、廊坊合源投资和新奥科技发展合计持有公司45.69%的股份。王玉锁先生在燃气业务投资和管理方面拥有30余年经验，2008年11月起任公司董事长，实控人行业经验丰富，保障公司稳健发展。2022年3月底，公司公告拟使用1-2亿元资金回购股份，用于股权激励，充分调动公司中高级管理人员、核心骨干人员的积极性，助力公司长远发展。

图2: 截至 2022 年 10 月, 新奥股份股权结构

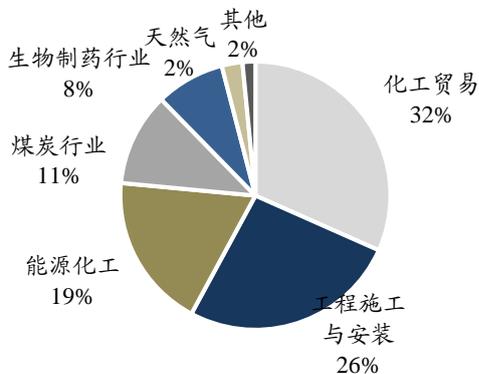


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 1.2. 天然气主业地位凸显, 盈利能力稳定

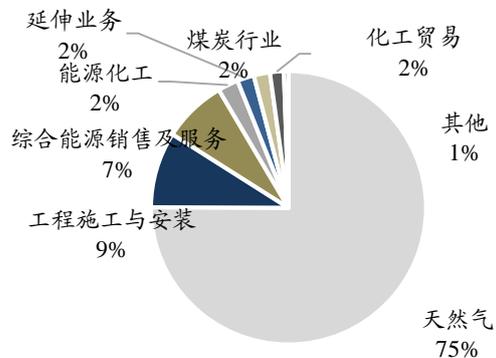
收购新奥能源后公司业务结构改变, 天然气成为主业。2019年, 公司收入占比最大的三项业务为: 化工贸易、工程和能源化工, 合计占比 77%, 同年公司出售农兽药资产, 剥离生物制药业务。2020年, 公司收购新奥能源, 拓展下游天然气分销渠道及综合能源业务。2021年, 公司营业收入为 1160 亿元, 同比增加 31.7%, 其中天然气业务(零售、批发和直销)营收占比高达 75%, 成为公司主业。2021年, 公司归母净利润为 41 亿元, 同比增加 94.7%, 主要系天然气直销业务、煤炭业务等利润贡献同比增加较多。天然气销售业务历年毛利率保持在 10%以上, 占公司总毛利比例逐年升高, 2021年达到公司总毛利的 46%; 公司煤炭业务及工程施工与安装业务的毛利率一直保持在 50%以上, 2021年二者毛利之和占公司总毛利的 36%。新奥能源 2011 年以来营收及利润稳步增长, 2011-2021 年十年收入&归母净利润 CAGR 均为 20%, 外延&内生增长并重, 新奥能源收购完成后, 公司天然气主业地位稳固。

图3: 2019 年公司营收构成



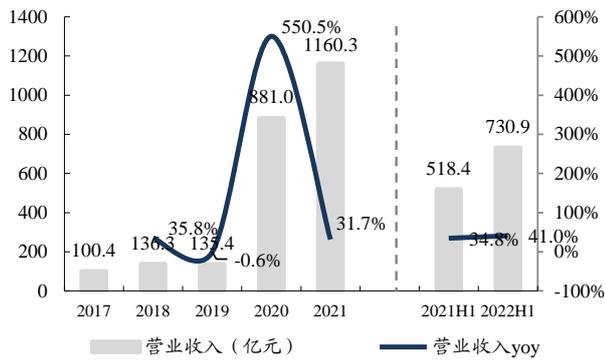
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 2021 年公司营收构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2017-2022H1 新奥股份营业收入



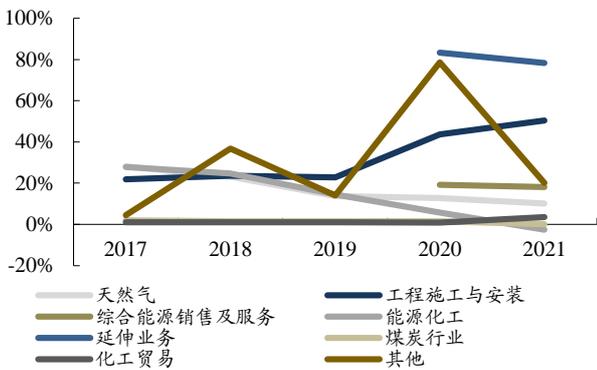
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 2017-2022H1 新奥股份归母净利润



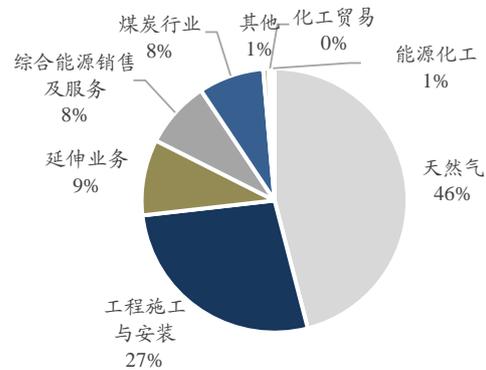
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7: 2017-2021 年公司各业务毛利率情况



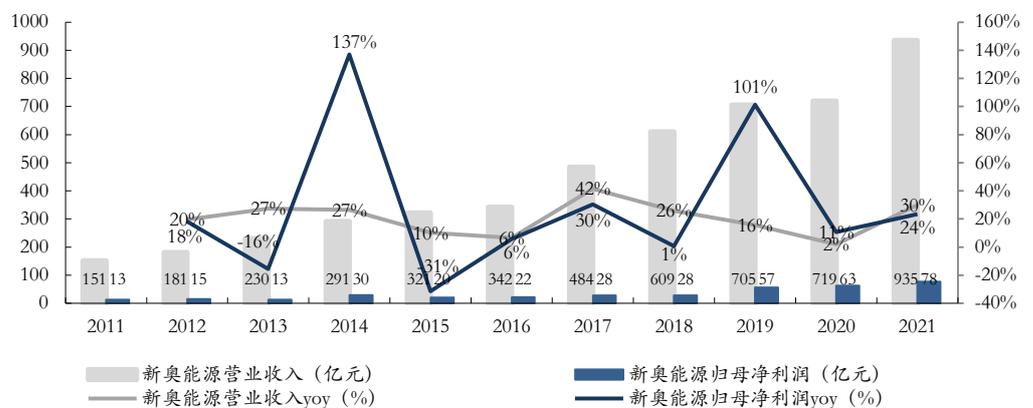
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图8: 2021 年公司毛利构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图9: 2011-2021 年新奥能源收入&归母净利润



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

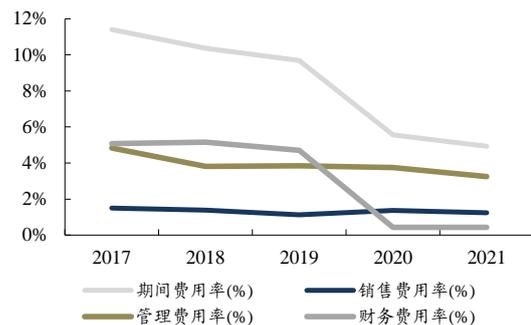
**费用管控卓有成效，盈利能力稳中有增。**近三年公司毛利率在17%上下波动，净利率略有提升，2021年公司净利率为9.1%。2020年，财务费用大幅降低，拉低期间费用率大幅下降至5.6%，主要系人民币汇率升值公司美元债务汇兑收益增加所致。2020、2021年公司ROE水平上升显著，分别为25.9%、27.7%，根据杜邦分析，主要系公司提高资产周转能力，整体运营效率提升所致。

图10: 2017-2021 年公司毛利率趋于稳定



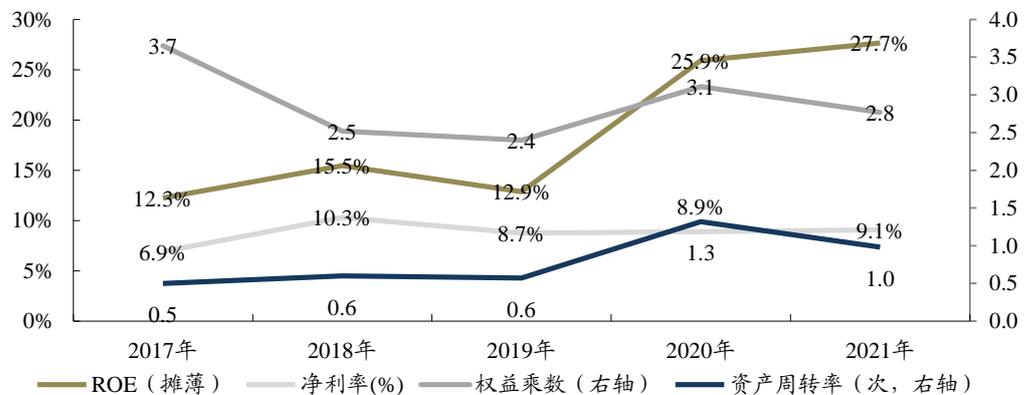
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11: 2017-2021 年公司期间费用率降低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

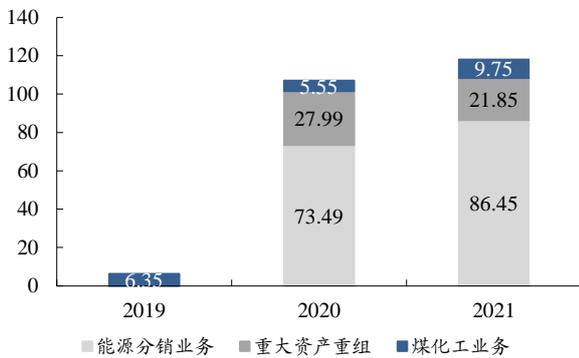
图12: 2017-2021 年公司 ROE 水平稳中有增



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

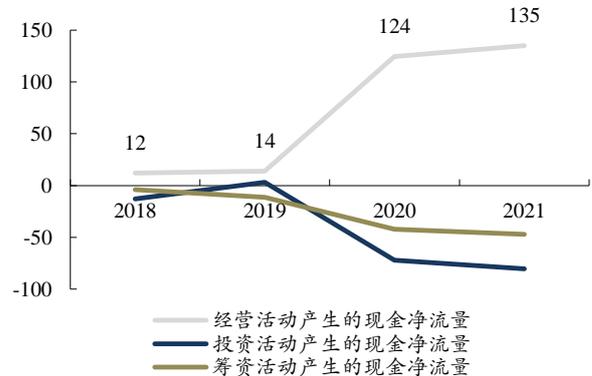
**现金流良好匹配资本开支，推动公司稳健发展。**2020年公司购买新奥能源32.8%股份打通天然气上下游产业链，2021年收购新能凤凰82.5%股权，降低公司外购甲醇物流成本，有效降低销售与管理费用，2020-2021年保持20亿元以上的资产重组资本开支；此外公司持续进行能源分销业务（管网建设、城燃收购、泛能业务）的资本开支，2020-2021年保持在80亿元左右的水平。新奥能源优质燃气业务的并表为公司带来充足经营活动现金流，2020-2021年经营活动现金流保持在120亿以上水平，略高于资本开支，实现现金流与资本开支的良好匹配，推动公司稳健扩张。

图13: 2019-2021年公司资本开支情况(亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2018-2021年公司现金流情况(亿元)

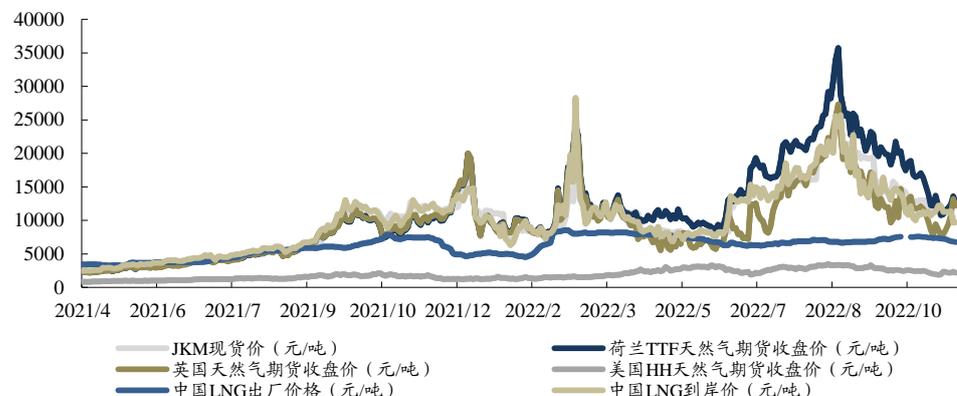


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 国内天然气龙头, 上下游一体化优势显著

国内外气价波动, 龙头公司经营稳健性突出。2021年新冠肺炎疫情和国际贸易逆全球化双重冲击, 能源价格波动; 2022年, 全球疫情持续反复, 受供需错配、极端气候、能源转型等因素影响, 能源价格剧烈波动, 国际气价大幅上涨, 与国内陆气出现倒挂。国际价格上涨带动国内价格上涨, 城燃公司气源成本上涨; 而销售价受到政府管控, 难以及时调整, 致使部分城燃公司业绩受损; 而新奥股份等行业龙头公司保持了天然气价差相对稳定, 国内五大城燃公司2018-2021年的零售气价差平均缩窄12%, 新奥股份价差缩窄10%, 优于行业龙头平均水平。新奥股份作为天然气龙头, 上下游一体化优势明显, 在当前气价波动形势下具备独特的投资价值。

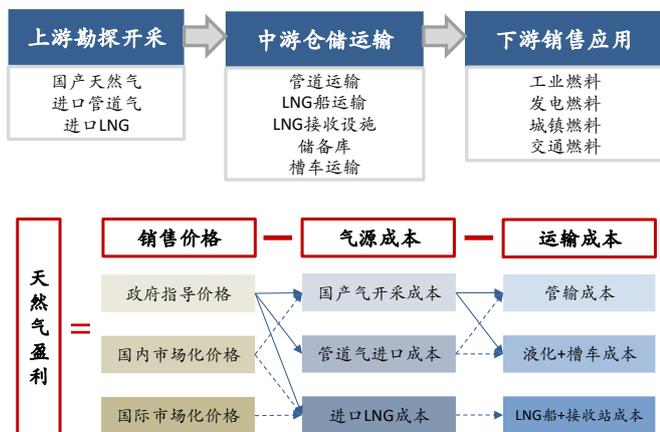
图15: 2021/4-2022/11世界各地天然气价格(元/吨)



注: 天然气气化率为1480方/吨

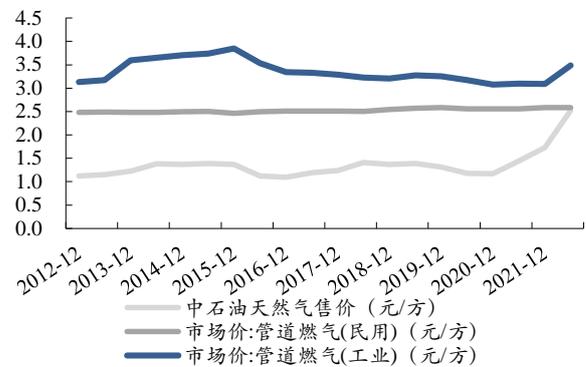
数据来源: ICE, Platts, NYMEX, 东吴证券研究所

图16: 天然气产业链&价值分配



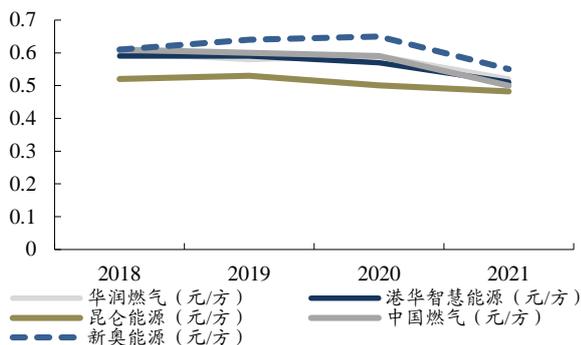
数据来源: 东吴证券研究所绘制

图17: 中石油天然气售价&管道燃气市场价对比



数据来源: 公司公告, 金联创, 东吴证券研究所

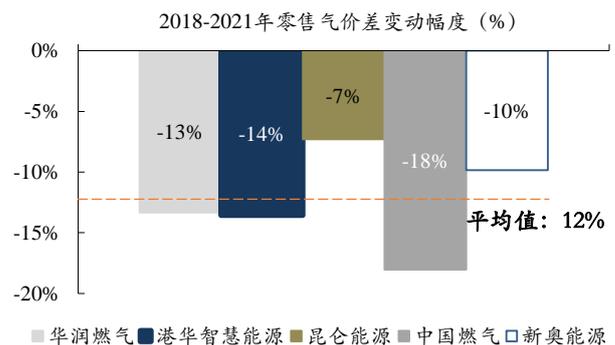
图18: 国内五大城燃天然气零售价差对比



注: 数据均统一调整为含税价差

数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图19: 2018-2021年五大城燃零售气价差变动幅度



数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

**新奥股份天然气气源丰富, 下游客户多元。**公司将天然气销售业务进一步划分为天然气直销、天然气零售及天然气批发。其中, **天然气零售**对接终端用户(工商业、居民、汽车加气站), 气源以三大油为主, 运营主体为新奥能源; **天然气直销**气源来自国外长协/现货、国内液厂和非常规资源, 对应的客户为工业、电厂等直供客户, 无需特许经营权, 为新奥股份运营, 在世界各国价格差异较大的情况下, 公司增加了直销气的海外转售; **天然气批发**为零售气业务的补充, 气源来自接收站和液厂, 客户主要为贸易商等。

图20: 天然气销售业务模式



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

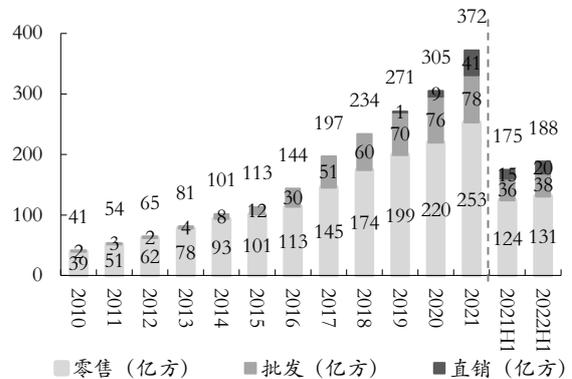
在全球气价上涨背景下, 公司借助强大的上游气源获取、中游储运资源调配以及下游优质分销渠道优势, 稳健发展天然气业务。天然气销量逐年扩大, 零售价差略有收窄, 直销价差稳中有增。新奥能源 2011-2021 年零售气量均以高于行业的增速稳健增长, 十年 CAGR17.3%, 全国表观消费量十年 CAGR9.8%; 公司市占率从 2011 年的 3.9% 提升至 2021 年的 7.6%; 总体售气量保持稳步增长, 2021 年达到 372 亿方, 同比增长 22%; 2022H1 达到 188 亿方, 同比增长 7.4%。在 2022 年能源价格波动、国内用气量下降的情况下, 公司的售气量仍然稳健增长, 行业地位进一步提升。2019-2021 年天然气零售价差均稳定在 0.5 元/方之上, 在海外气价飞涨的情况下, 2022H1 仍能保持 0.5 元/方的价差; 天然气直销的价差从 2020 年度的 0.16 元/方逐步升高, 受益于世界各国价格分化, 公司加强海外转售, 2022H1 直销气价差增至 0.35 元/方。

图21: 2011-2021 年公司零售气销量增速&占全国比例



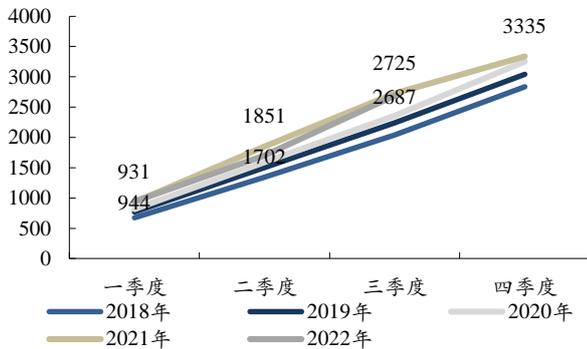
数据来源: 公司公告, Wind, 东吴证券研究所

图22: 2010-2022H1 新奥能源天然气销量 (亿方)



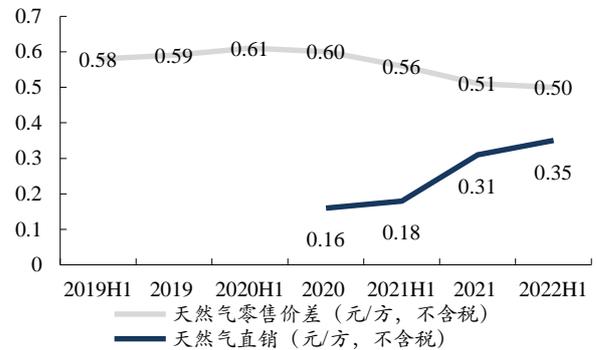
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 天然气表观消费量 (年内累计值, 亿方)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图24: 2019-2021 年公司天然气销售毛差情况 (元/方)

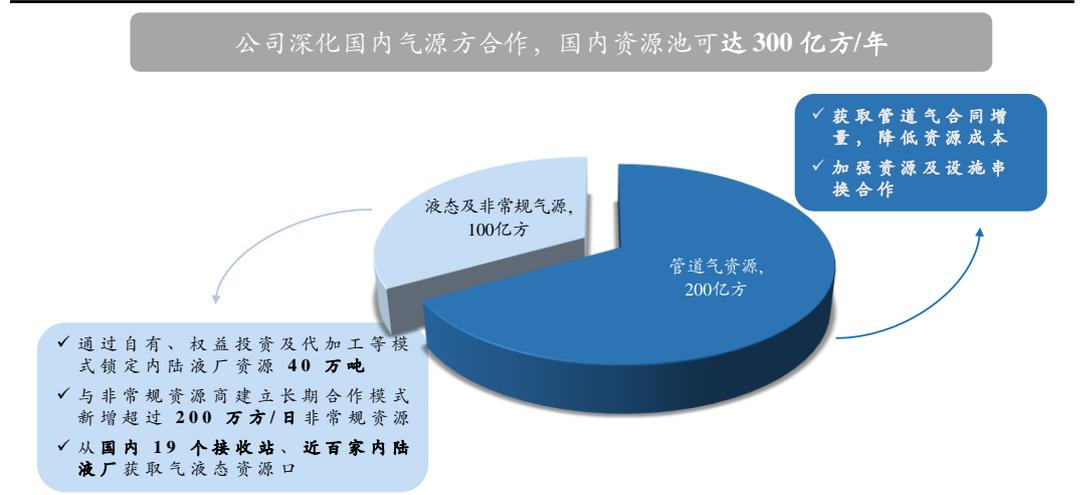


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.1. 上游庞大资源池使得公司能够灵活采购, 保持成本的相对稳定

公司深化国内气源方合作, 国内资源池可达 300 亿方/年, 2021 年占公司总资源 84%。在管道气资源方面, 公司加强与中石油、中石化、中海油的战略合作, 获取合同内气及增量气, 气量可达 200 亿方/年。在国内液态及非常规气源方面, 公司通过自有、权益投资及代加工等模式锁定内陆液厂 40 万吨; 通过与新疆、内蒙、川渝等非常规资源商形成稳定合作, 新增超过 200 万方/日非常规资源; 通过国内 19 个接收站、近百家内陆液厂获取液态资源 600 车/天 (20 吨/车), 国内液态及非常规气源气量合计可达 100 亿方/年。

图25: 新奥股份国内气源构成



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

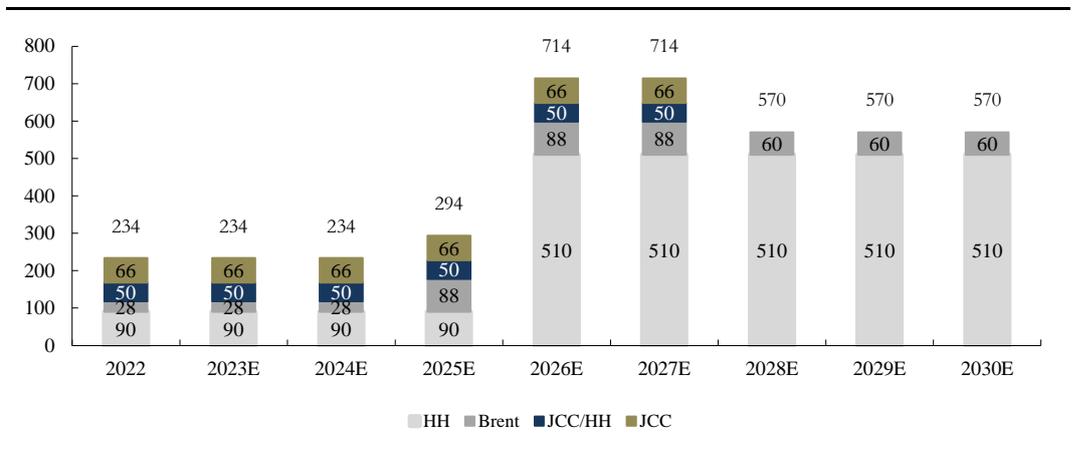
公司国际气源丰富，2021 年占公司总资源 16%。长协挂钩低价&低波动指数降低气源成本，FOB 交付模式增强气源灵活性；同时，公司积极对接国外现货。2021 年公司国外长协供应量为 144 万吨（约 20 亿方），国外现货约 40 亿方。2022 年公司新签多单长协，目前累计在手年度长协达 714 万吨，合同年限为 10~20 年，保证公司国际资源池的稳定；交付方式上，FOB 方式 510 万吨，DES 方式 204 万吨，使得公司能够灵活选择交付地，便于海外转售；公司长协合约挂钩 HH/JCC/Brent 指数，均为价格低且波动小的指数品种，在降低气源成本的同时，保证了整体采购价的稳定性。

表1: 新奥股份长协梳理

序号	签约主体	供应商	合同年限	合同量 (万吨/年)	交付方式	气源	开始供应时间	挂钩指数
1	新奥能源	Chevron	10 年	66	DES	全球资源	2018	JCC
2	新奥能源	Total	10 年	50	DES	全球资源	2018	JCC/HH
3	新奥能源	Origin	5+5 年	28	DES	全球资源	2018	Brent
4	新奥新加坡	Cheniere	13 年	90	FOB	美国 CorpusChristi 液化厂、SabinePass 液化厂	2022	HH
5	新奥新加坡	Novatek	11 年	60	DES	俄罗斯	2025	Brent
6	新奥能源	EnergyTransfer	20 年	90	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
7	新奥新加坡	EnergyTransfer	20 年	180	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
8	新奥新加坡	NextDecade	20 年	150	FOB	美国 RioGrandeLNG 项目	2026	HH

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

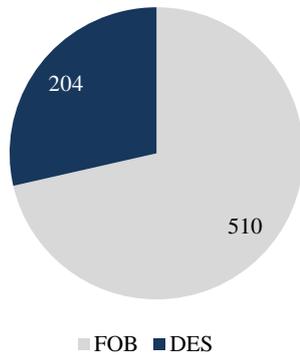
图26: 2022-2030 年新奥股份长协合同量（万吨）



注：长协合同数据统计范围为截至 2022 年 11 月新奥股份已签订合同

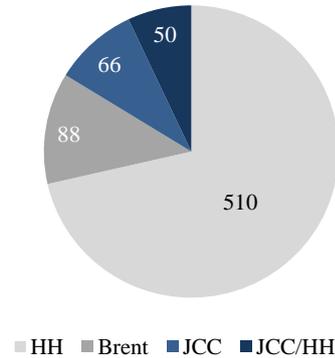
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27: 新奥股份长协交付方式统计 (万吨/年)



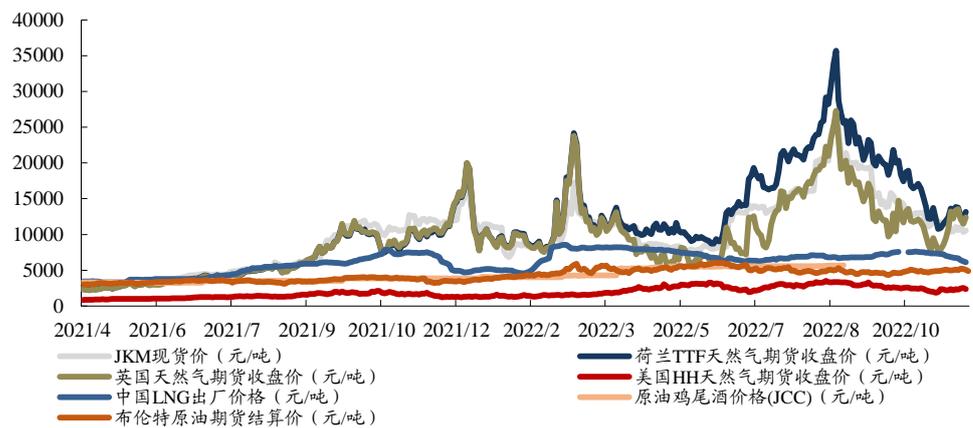
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图28: 新奥股份长协挂钩指数统计 (万吨/年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

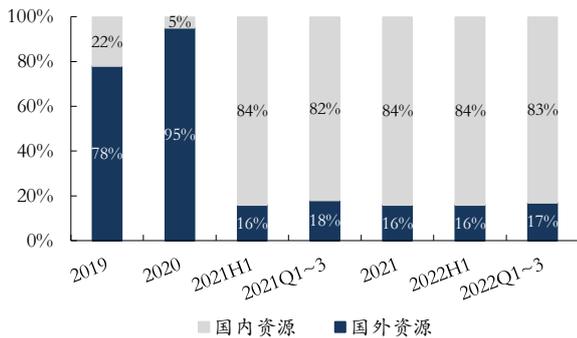
图29: 2021/4-2022/11 常用天然气挂钩指数价格走势 (元/吨)



数据来源: ICE, Platts, NYMEX, 东吴证券研究所

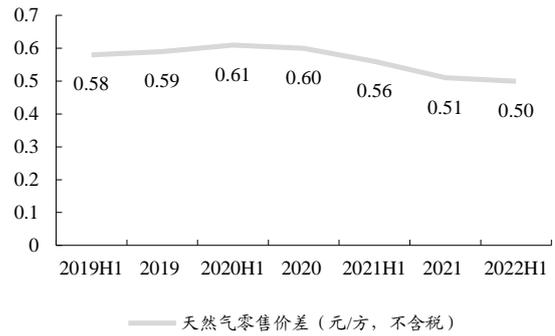
**公司能够灵活应对各类气价局面, 保证价差稳定。**2021~2022年, 全球疫情持续反复, 受供需错配、极端气候、能源转型等因素影响, 能源价格波动剧烈。国际气价大幅上涨, 海气与陆气出现倒挂的同时国际价格上涨带动国内价格上涨。公司积极调整气源采购策略, 自2021年起减少海气的采购, 增加国内气源的布局, 国内气源占比从2020年的5%大幅提升至2021年的84%, 使得公司零售气的价差始终保持在0.5元/方以上的水平。由于国内气价被海外带动上涨, 自2021年起, 中石油每半年度的销售价格涨幅均超过20%, 2022H1涨幅超过45%; 而公司通过三大油的管道气、液厂和非常规气的配合, 实现了更小的成本波动, 半年度天然气采购价涨幅控制在15%以内。

图30: 新奥股份国内外气源结构 (%)



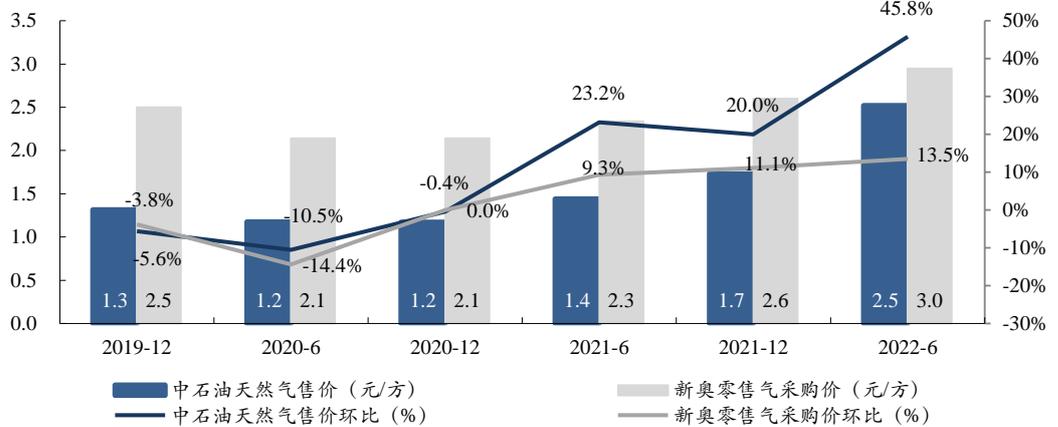
数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

图31: 2019H1-2022H1 新奥股份零售气价差 (元/方)



数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

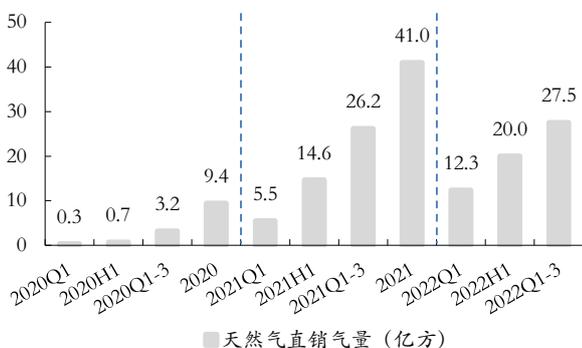
图32: 2019-2022 年中石油售价&新奥零售气采购价对比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

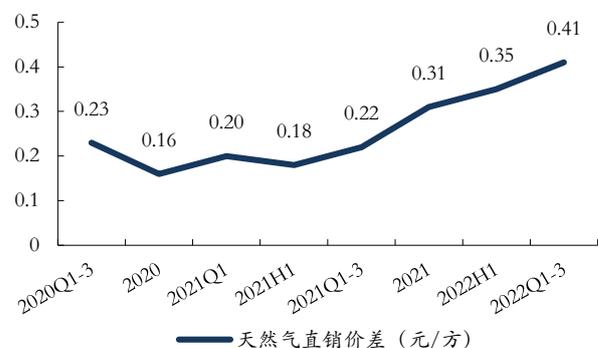
公司紧跟海外气价局势, 抓住机遇开展海外转售业务, 直销气气量&价差齐升。公司通过国外长协资源快速发展直销气业务, 同时合理把握全球天然气价格局势, 借助2022年海外出现的区域价差进行天然气转售。2022年直销气量&价差齐升, 直销气量稳步增长, 2022Q1-3 直销价差同比增加 85%至 0.41 元/方。

图33: 2020-2022Q3 年新奥股份直销气气量 (亿方)



数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

图34: 2020-2022 年新奥股份直销气价差 (元/方)



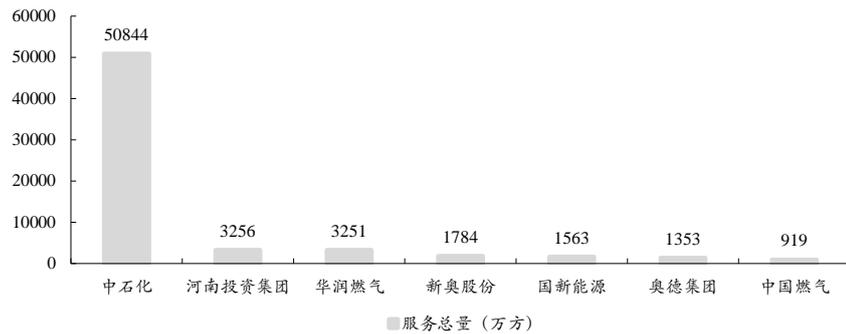
数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

## 2.2. 中游储配基础稳固，行业地位进一步加强

申请国家管网份额+自有资产建设并行，筑牢公司中游储运资源优势。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，基本形成“全国一张网”的格局。中游储运资源全面向第三方公平开放，国家管网开启管线托运、文23储气库库容和LNG接收站窗口申请机制，中游储运资源长期受三大石油公司掌控局面有所缓解。公司属于跨区域经营管理的五大燃气集团一员，具备产业链优势，当前申请配额占比较高，结合自身中游设施建设，行业地位稳固。

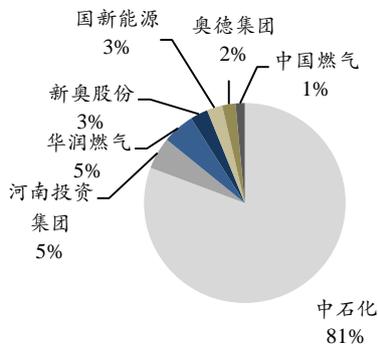
国家文23储气库服务量申请&自有储气能力建设，增强公司核心竞争力。按照国家管网集团公布的2022年Q3储气库获批情况，公司获批服务总量1784万方，占比3%，位列行业第4，将三大油剔除后，位列第3；同时，公司自有储气能力逐步增加，截至2022Q3已达6.5亿方，占公司2021年售气量的1.75%。储气库可以解决天然气输送环节时间维度问题，提升储气调峰能力，助力公司构建稳定且有价格竞争力的资源池，进一步增强公司核心竞争力。

图35: 国家管网2022Q3文23储气库服务总量(万方)



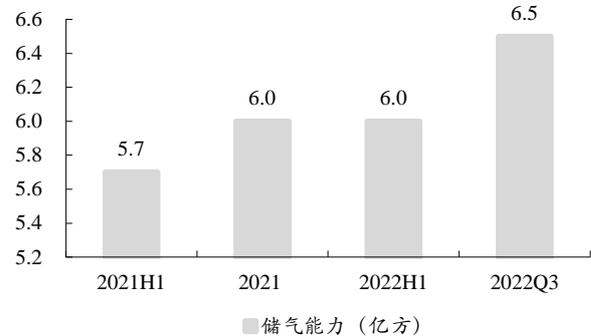
数据来源: 国家管网公司官网, 东吴证券研究所

图36: 国家管网2022Q3文23库储气服务结构(%)



数据来源: 国家管网公司官网, 东吴证券研究所

图37: 2021H1-2022Q3新奥股份储气能力(亿方)

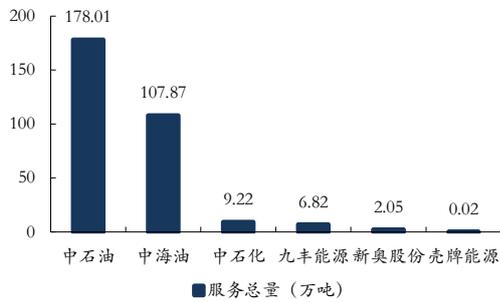


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

获批国家管网接收站使用权&建设自有舟山接收站, 公司气源调配更加通畅。按照

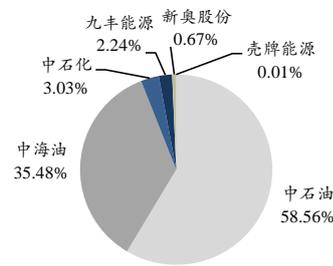
国家管网集团公布的 2022 年 Q3LNG 接收站使用情况，公司享有国家管网深圳 LNG 接受站（迭福）使用权，服务总量 2.05 万吨，占比 0.67%，在行业中排名第 5，将三大油剔除后，位列第 2。截至 2021 年底，国家管网集团内 LNG 接收能力达 3064 万吨/年，占全国 31%，且均被三大油操作；从全国范围 LNG 接收站来看，有 79%接收能力由三大油操作。公司是三大油之外拥有 LNG 接收站操作能力的六大公司之一，且公司拥有的舟山接收站处理能力逐年增长，一期 500 万吨于 2018 年投产，二期 250 万吨自 2021 年 6 月开始试运行，三期项目于 2022 年 3 月 15 日完成核准，远期整体处理能力有望超 1000 万吨，我们预计三期将于 2025 年建成投产，届时接收站接收能力将为 2021 年底的 133%。接收站建成投产后，公司可将富余能力外租，更好地进行接收站之间的气源互换，减少管输成本，发挥上下游一体化优势。

图38: 国家管网 2022 Q3 接收站服务量 (万吨)



数据来源: 国家管网公司官网, 东吴证券研究所

图39: 国家管网 2022Q3 各公司接收站服务量占比 (%)



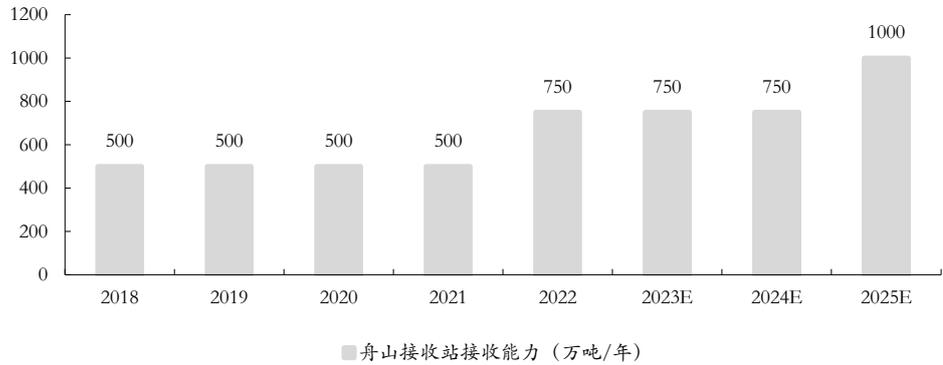
数据来源: 国家管网公司官网, 东吴证券研究所

表2: 截至 2021 年底, 国内已建成接收站情况

省份	项目简称	操作公司	设计接转能力(万吨/年)
<b>已建成</b>			
广东	珠海金湾	中海油	350
	国网粤东	中海油	504
	深圳大鹏	中海油	680
	深圳迭福	中海油	400
	华安	深圳燃气	80
江苏	九丰	九丰能源	150
	如东	中石油	1000
浙江	启东	广汇	300
	北仑	中海油	700
天津	新奥	新奥股份	500
	国网天津	中海油	600
河北	中石化天津	中石化	600
	唐山	中石油	650
山东	董家口	中石化	700
	国网北海	中石油	600
广西	国网防城港	中海油	60
	莆田	哈纳斯	630
辽宁	大连	中石油	600
	中油深南LNG	中石油	30
海南	国网洋浦	中海油	300
	五号沟	中能	150
上海	洋山	中能	300
	<b>国家管网集团内项目</b>		<b>3064</b>
<b>合计</b>			<b>9884</b>

数据来源: 气体网, 《LNG 接收站集约化及规模化建设》, 东吴证券研究所

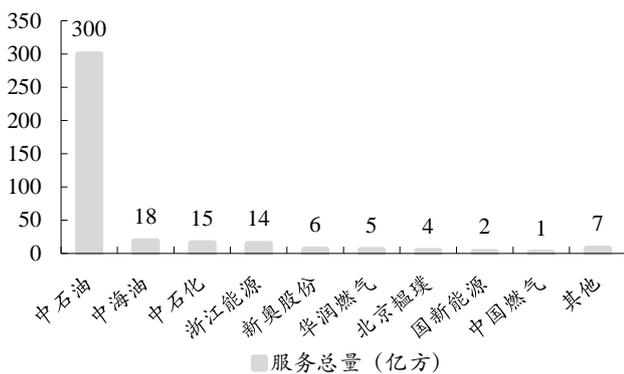
图40: 2018-2025年新奥舟山接收站接收能力(万吨/年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

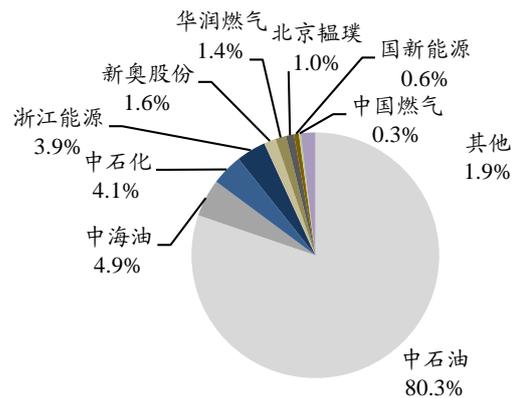
获批国家管网管道配额&自有管网占全国比例逐年提升, 中游运输基础稳固。2022年Q3公司获批西气东输一、二、三线, 鄂安沧线, 广东省天然气主干管网, 陕京一、二、三线等管道线路输送配额, 服务总量达51899万方, 占比1.6%, 在运输配额中排名第5, 将三大油剔除后, 位列第2。同时, 公司每年投入资本开支进行管网建设, 2021年末达到72849公里, 自有管道占全国管道比例逐年增加, 2021年末达到6.42%。公司的中游运输基础稳固, 产业链地位逐步加强。

图41: 国家管网2022Q3管道服务量(亿方)



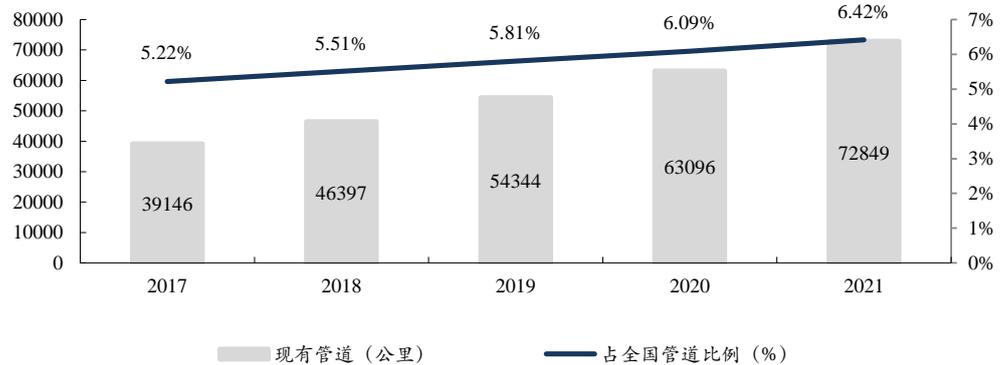
数据来源: 国家管网公司官网, 东吴证券研究所

图42: 国家管网2022Q3各公司管道服务量占比(%)



数据来源: 国家管网公司官网, 东吴证券研究所

图43: 2017-2021年新奥股份自有管道长度&占全国管道比例

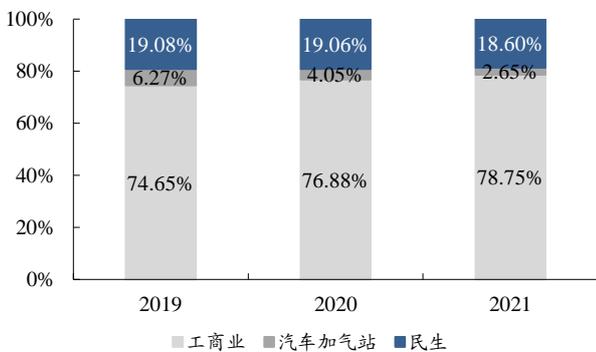


数据来源: 国家管网公司官网, 东吴证券研究所

### 2.3. 下游客户优质, 综合能源与工程建造业务协同下游开拓

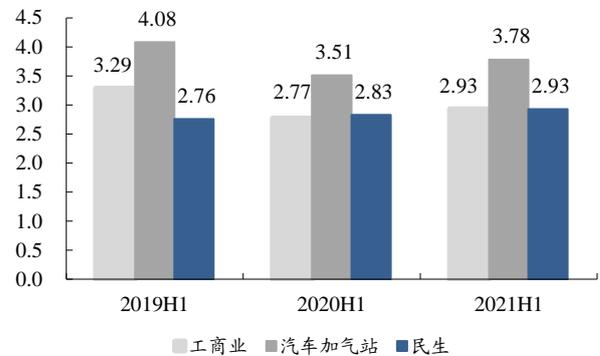
公司客户类型&项目优质, 顺价能力有保障。公司天然气零售业务主要面向工商业用户、汽车加气站以及居民用户; 其中, 工商业与汽车加气站售气量之和占总售气量的80%以上, 此类型用户可以接受的售价较高, 与居民用户相比政府限价更高, 保证了公司的下游顺价能力。将国内五大城燃公司进行横向对比, 我们发现公司的非居民用户占比仅次于昆仑能源, 顺价优势明显。从项目质量来看, 公司的单个城燃零售气量位列行业第三, 且单项目用气量呈现逐年增加趋势, 项目优质。截至2021年底, 公司有49%、64%的城燃项目分别位于我国GDP前五、前十地区; 存量居民用户用气量较为稳定, 持续流入的人口又能够带来增量用气需求, 随居民气化率提升以及工商业煤改气的推进, 单个城燃项目零售气量稳步增加。

图44: 公司天然气零售业务下游客户结构 (%)



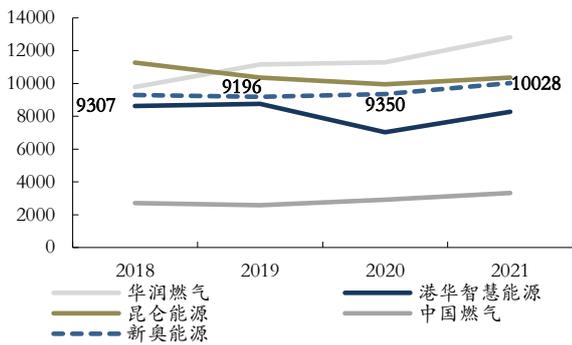
数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

图45: 公司零售气分客户类别售价 (元/方)



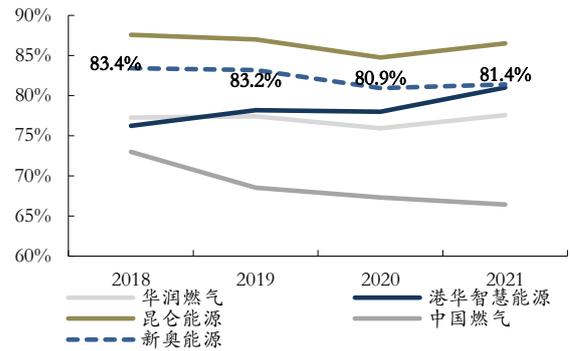
数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

图46: 城燃公司单个项目零售气量对比 (万方/个)



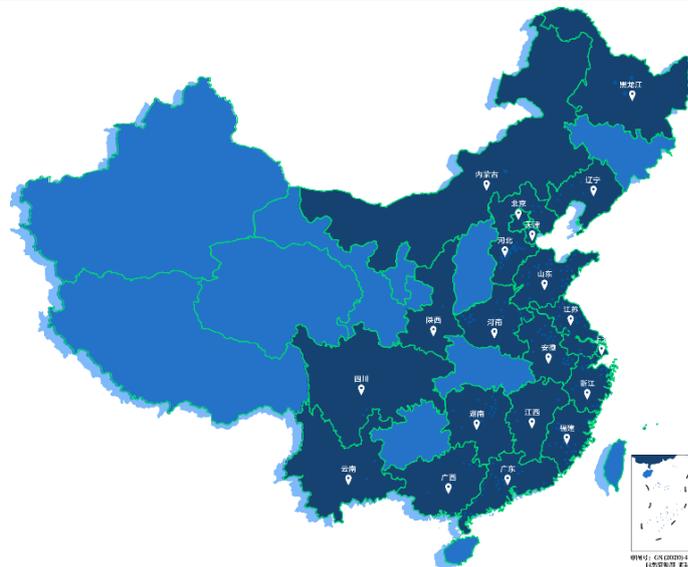
数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图47: 非居民城燃用户比例 (%)



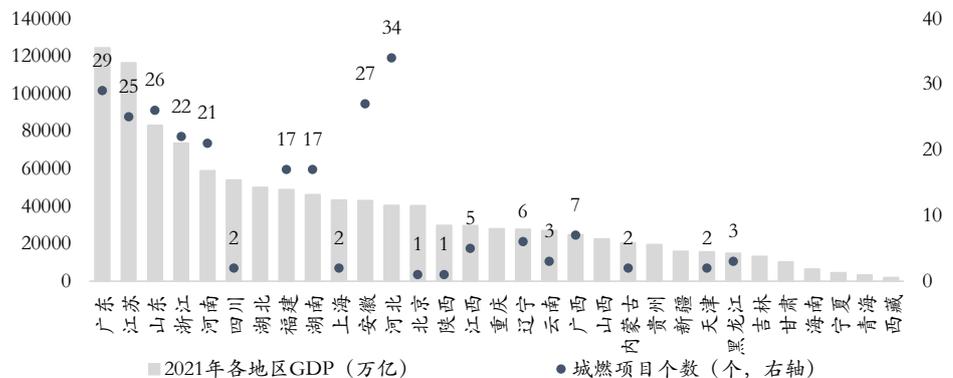
数据来源: 各公司官网, 东吴证券研究所

图48: 截至 2021 年底, 公司 252 个城燃项目分布情况



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图49: 截至 2021 年底, 公司 161 个城燃项目 (64%) 位于全国 GDP 前十地区

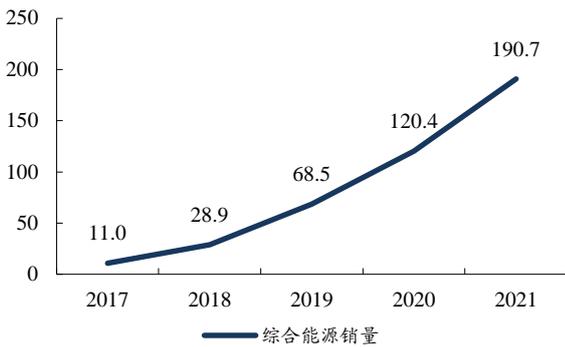


注: 统计范围未包括台湾省、香港特别行政区, 澳门特别行政区

数据来源: 国家统计局, 公司公告, 东吴证券研究所

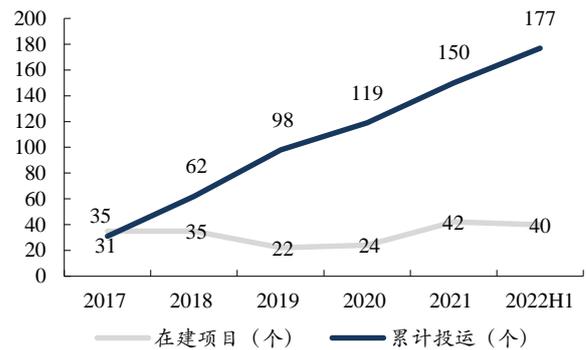
公司积极布局综合能源业务，协同开拓天然气业务下游客户。在综合能源业务中，公司秉承泛能理念，根据客户当地风、光、地源热、生物质等可再生资源禀赋，将天然气与多种可再生能源相融合，打造产业协同，增加了天然气的潜在用户。2017-2021年，公司综合能源销量高速增长，四年 CAGR104%；截至 2022H1，累计投运项目已达 177 个。公司的综合能源业务聚焦重点业务场景，着力发展工业、园区、工厂等优质客户，依托综合能源业务公司进一步提高非居民客户占比。公司以产业协同多能互补和优质客户优先发展的理念，发挥综合能源业务的布局优势。

图50: 2017-2021 年综合能源销量 (亿千瓦时)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

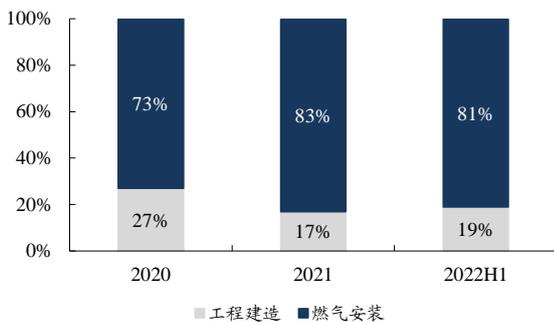
图51: 2017-2022H1 在建及累计投运项目数量 (个)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

燃气安装业务协同主业，推动整体气量稳步提升。工程业务包括工程建造和燃气安装；工程建造业务，即公司为天然气、氢能、化工、医药及低碳与数智化等领域客户提供项目全生命周期建设整体解决方案；燃气安装业务为公司面向居民用户和工商业用户，提供燃气使用相关设备的安装、管道建设服务，工商业用户一般会在第二年开始用气，增厚公司销气量，而居民用户会在安装完成后即刻开始用气，推动公司售气量稳定发展。2020-2022H1，公司工程业务中燃气安装收入占比较高，超过 70%；燃气安装业务由 2020 年新奥能源并表而来，由于燃气安装毛利率超过 50%，拉高了工程业务整体的毛利率水平至 2021 年的 50.4%。2017-2021 年公司每年新增工商业和居民用户稳定增长，单位居民用户安装费保持在 2500 元/户的水平，燃气安装业务在为公司创收的同时协同天然气零售业务，增厚公司售气量。

图52: 工程业务收入结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图53: 工程业务毛利率情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图54: 2017-2021 年新增工商业和居民用户数量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图55: 2017-2021 年单位居民用户安装费 (元/户)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**工程建设布局氢能技术, 实现产业链延伸&带动气源获取。**公司参与的工程项目包含 4 座 LNG 接收站, 10 余座 LNG 液化工厂; 同时, 公司自 2011 年起承接氢能相关工程项目, 覆盖天然气制氢、电解水制氢等所有主流氢能制取路径, 产业链延伸; 工程建设带动气源获取, 公司通过新疆某 LNG 液化厂项目, 获取气源 1300 万方, 实现工程建设的天然气业务协同及产业链延伸。

图56: 氢能布局进展 (截至 2022Q3)



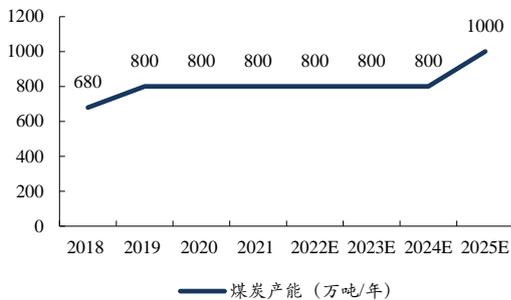
数据来源: 公司业绩演示材料, 东吴证券研究所

### 3. 煤炭业务受益价格上涨，产能核增带来新增长

公司自有煤炭采矿权，产能核增稳步推进。公司全资子公司新能矿业拥有内蒙古王家塔煤矿采矿权，煤炭的开采、洗选、外输等均委托第三方运营。公司根据市场情况制定隔日煤炭销售价格，以先款后货的交易模式为主。2019年5月，内蒙古能源局批准公司王家塔煤矿生产能力由680万吨/年核增至800万吨/年；据公司2022年前三季度业绩材料披露，公司的煤炭产能核增稳步推进，我们预计2025年可提升至1000万吨/年。

公司煤炭销量稳步发展，能源安全背景下煤炭价格中枢提升。产销量方面，2021年销量降幅较大系井下环境变差叠加公司因安全原因停产所致，从公司披露的2022H1数据来看，产量已基本恢复至2020年前水平。价格方面，1) 2020年煤炭价格受疫情影响需求恢复缓慢而小幅下滑。2) 2021年经济逐步恢复，全球能源需求大幅增加，煤炭需求超预期增长；供给侧2021前三季度国内煤炭生产企业统筹疫情防控和增产保供，但受安全环保、产能监管政策收紧等因素影响，产量释放缓慢，煤炭市场和长协价格大幅提升，主要需求增长动力来源于发电。3) 2021年四季度，在能源保供政策下，主产区紧急扩能增产，煤炭产量快速增长，价格小幅回落。在增产保供、有序替代、合理定价的政策指引下，我们预计煤炭价格将维持高位的基础上小幅下行。煤炭在保障我国能源安全战略中持续发挥重要作用，整体价格中枢提升。

图57: 新奥股份煤炭产能 (万吨/年)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图58: 2017-2021年新奥股份煤炭销量&售价 (万吨)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图59: 2018-2021年煤炭下游需求结构 (亿吨)



数据来源: 《中国能源发展报告》, 东吴证券研究所

图60: 动力煤市场价&长协价齐升



数据来源: Wind, 秦皇岛煤炭网, 东吴证券研究所

表3: 2022年煤炭行业重要政策(截至2022M10)

时间	发布单位	政策	内容
2022年1月	国务院	《“十四五”节能减排综合工作方案》	加大落后燃煤锅炉和燃煤小热电退出力度,推动以工业余热、电厂余热、清洁能源等替代煤炭供热(蒸汽)。到2025年,非化石能源占能源消费总量比重达到20%左右。“十四五”时期,京津冀及周边地区、长三角地区煤炭消费量分别下降10%、5%左右,汾渭平原煤炭消费量实现负增长。
2022年2月	发改委	《关于进一步完善煤炭市场价格形成机制的通知》	引导煤炭价格在合理区间运行,完善煤、电价格传导机制,健全煤炭价格调控机制。
	发改委、工信部、生态环境部、国家能源局	《高耗能行业重点领域节能降碳改造升级实施指南(2022年版)》	到2025年,煤制甲醇、煤制烯烃、煤制乙二醇行业达到能效标杆水平以上产能比例分别达到30%、50%、30%,基准水平以下产能基本清零,行业节能降碳效果显著,绿色低碳发展能力大幅提高
2022年3月	发改委	《关于成立工作专班推动煤炭增产增供有关工作的通知》	主要产煤省区和中央企业全力挖潜扩能增供,年内再释放产能3亿吨/年以上,日产量达到1260万吨以上。
2022年4月	工信部、发改委、科技部、生态环境部、应急部、能源局	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	发挥碳固定碳消纳优势,有序推动石化化工行业重点领域节能降碳,推进炼化、煤化工与“绿电”、“绿氢”等产业耦合以及二氧化碳规模化捕集、封存、驱油和制化学品等示范。
2022年5月	人民银行	/	增加1000亿元支持煤炭清洁高效利用专项再贷款额度,专门用于支持煤炭开发使用和增强煤炭储备能力。新增额度支持领域包括煤炭安全生产和储备,以及煤电企业电煤保供。此次增加1000亿元额度后,支持煤炭清洁高效利用专项再贷款总额度达到3000亿元,有助于进一步释放煤炭先进产能,保障能源安全稳定供应,支持经济运行在合理区间。
	国资委	《关于中央企业助力中小企业纾困解难促进协同发展有关事项的通知》	强化煤油油气运等保供稳价,促进物流保通保畅,努力为中小企业提供精准高效便捷服务和充足可靠优质供给。
	财政部	《财政支持做好碳达峰碳中和工作的意见》	有序减量替代,推进煤炭消费转型升级。持续推进工业、交通、建筑、农业农村等领域电能替代,实施“以电代煤”、“以电代油”。
2022年6月	科技部等九部门	《科技支撑碳达峰碳中和实施方案(2022—2030年)》	加强煤炭先进、高效、低碳、灵活智能利用的基础性、原创性、颠覆性技术研究。实现工业清洁高效用煤和煤炭清洁转化,攻克近零排放的煤制清洁燃料和化学品技术;研发低能耗的百万吨级二氧化碳捕集利用与封存全流程成套工艺和关键技术。在煤炭资源富集地区建设煤炭清洁高效利用、燃煤机组灵活调峰、煤炭制备化学品等示范工程。
	应急管理部、国家矿山安监局、发改委、国家能源局	《关于加强煤炭先进产能核定工作的通知》	严格有序确认先进产能煤矿,严格认真审查安全生产条件,实事求是确定核增幅度,间隔和剩余服务年限,依法依规落实企业主体责任。
2022年8月	工信部、财政部、商务部、国务院国有资产监督管理委员会、市监局	《加快电力装备绿色低碳创新发展行动计划》	推进煤电装备节能降碳改造、灵活性改造、供热改造“三改联动”。

数据来源: 各政府网站, 东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测

结合以上我们对行业和公司业务的判断，我们预计公司 2022-2024 年收入可达 1469/1589/1786 亿元，毛利率逐步恢复，分别达到 15.5%/17.3%/18.5%。

**天然气销售：**我们预计公司整体售气量 2021-2024 三年复合增速 11%。其中：**零售气量**稳定增长，价差逐步恢复，2022-2024 年销售量分别达到 272/305/346 亿方，价差分别达到 0.50/0.51/0.52 元/方；当前国际气价波动较大&公司新长协开始执行，预计公司**直销气量**增长较快，2022-2024 年分别达到 40/60/80 亿方，价差保持 0.38 元/方；**批发气量**小幅增长，2022-2024 年分别达到 80/82/85 亿方，价差保持 0.05 元/方。

**综合能源服务及销售：**综合能源销量保持高速增长，2022-2024 年分别达到 248/372/558 亿千瓦时，2021-2024 三年复合增速 43%。

**工程施工与安装：**工商户和居民户接驳数延续历史数据，居民工程安装费保持在 2500 元/户左右水平。

**煤炭：**我们预计公司煤炭产能核增 2025 年完成，2022-2024 年公司煤炭产能仍为 800 万吨/年；煤炭销量逐步恢复至 2020 年水平，价格维持高位的基础上小幅回落，2022-2024 年销量分别达到 520/570/600 吨，价格分别为 620/600/580 元/吨。

**能源化工：**公司甲醇产能为 120 万吨/年。公司运用泛能理念进行运营，将甲醇和天然气等多种能源进行配合使用，缩窄甲醇业务亏损，我们预计 2023 年盈亏平衡，2024 年扭亏为盈。

**舟山接收站：**按照公司的业绩承诺进行保守预测，归母净利润 3.5/6.4/9.3 亿元。

表4：新奥股份各业务营收&毛利预测（亿元）

		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>天然气</b>						
收入		650.66	870.95	1094.02	1124.22	1196.69
	yoy	19293.1%	33.9%	25.6%	2.8%	6.4%
毛利		83.15	88.63	104.85	124.49	148.86
	yoy	18015.7%	6.6%	18.3%	18.7%	19.6%
毛利率		12.78%	10.18%	9.58%	11.07%	12.44%
<b>综合能源销售及服务</b>						
收入		57.13	87.26	136.31	206.33	312.28
	yoy		52.7%	56.2%	51.4%	51.4%
毛利		10.94	15.77	25.90	39.20	59.33
	yoy		44.2%	64.3%	51.4%	51.4%
毛利率		19.15%	18.07%	19.00%	19.00%	19.00%
<b>工程施工与安装</b>						
收入		96.14	104.09	90.01	95.51	103.90
	yoy	171.1%	8.3%	-13.5%	6.1%	8.8%
毛利		42.01	52.45	41.29	43.59	47.05
	yoy	418.1%	24.9%	-21.3%	5.6%	7.9%
毛利率		43.69%	50.39%	45.87%	45.64%	45.28%

煤炭						
收入		15.40	22.07	32.24	34.20	34.80
	yoy	1.4%	43.3%	46.1%	6.1%	1.8%
毛利		8.34	15.35	22.57	23.94	24.36
	yoy	-4.6%	84.1%	47.0%	6.1%	1.8%
毛利率		54.16%	69.56%	70.00%	70.00%	70.00%
能源化工						
收入		19.98	27.99	25.92	25.20	24.30
	yoy	-20.9%	40.1%	-7.4%	-2.8%	-3.6%
毛利		1.14	(0.72)	(2.88)	0.00	0.68
	yoy	-68.9%	-163.5%	298.0%	-100.0%	
毛利率		5.70%	-2.59%	-11.11%	0.00%	2.78%
化工贸易						
收入		20.51	18.94	21.78	24.40	26.84
	yoy	-52.2%	-7.7%	15.0%	12.0%	10.0%
毛利		0.19	0.66	0.44	0.49	0.54
	yoy	-58.6%	257.2%	-34.4%	12.0%	10.0%
毛利率		0.91%	3.51%	2.00%	2.00%	2.00%
延伸业务						
收入		15.91	22.84	30.22	33.25	36.57
	yoy		43.6%	32.3%	10.0%	10.0%
毛利		13.27	17.91	23.57	25.93	28.52
	yoy		35.0%	31.6%	10.0%	10.0%
毛利率		83.37%	78.41%	78.00%	78.00%	78.00%
其他业务						
收入		5.26	6.18	27.81	30.59	32.12
	yoy	152.6%	17.5%	350.0%	10.0%	5.0%
毛利		4.14	1.25	5.62	6.12	6.42
	yoy	1316.5%	-69.8%	350.0%	8.9%	5.0%
毛利率		78.64%	20.20%	20.20%	20.00%	20.00%
舟山接收站						
收入		9.19	13.77	11.15	15.00	18.93
	yoy		49.9%	-19.1%	34.5%	26.2%
毛利		6.99	10.22	7.04	10.49	14.15
	yoy		46.2%	-31.1%	49.1%	34.9%
毛利率		76.09%	74.21%	63.14%	69.96%	74.73%
合计						
收入		880.99	1160.31	1469.47	1588.68	1786.43
	yoy	550.5%	31.7%	26.6%	8.1%	12.4%
毛利		163.16	191.29	228.39	274.25	329.91
	yoy	584.9%	17.2%	19.4%	20.1%	20.3%
毛利率		18.52%	16.49%	15.54%	17.26%	18.47%

注：公司 2019 年剥离农兽药业务，2020 年并表新奥股份，2022 年并表舟山接收站。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入，实现天然气全产业链布局；在全球能源局势波动的情况下，公司借助强大的上游气源获取、中游储运资源调配以及下游优质分销渠道优势，天然气业务稳健发展，龙头地位日益稳固。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润 44.39/56.01/69.52 亿元，同比 8.23%/26.17%/24.12%，EPS 为 1.43/1.81/2.24 元，对应 PE 12.8/10.1/8.2 倍（估值日期 2022/11/29），首次覆盖，给予“买入”评级。

## 5. 风险提示

**疫情持续影响经济活动风险：**倘若疫情持续爆发，国内经济活动受限，能源下游需求低迷，公司售气量和煤炭销量或将下滑，工程建设及燃气安装业务进度或将放缓。

**安全经营风险：**如因防护措施不当导致公司煤矿发生安全事故，公司煤炭产量将大幅下滑，影响公司煤炭业务收入；天然气易燃易爆，如在储配过程中发生爆炸等安全事故，将对公司生产经营产生影响。

**汇率波动风险：**公司尚有存续美元债，受全球经济和政治形势影响，未来人民币兑美元的汇率可能会发生较大波动，存在一定汇率波动风险。

## 新奥股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>39,834</b>	<b>61,196</b>	<b>71,189</b>	<b>86,924</b>	<b>营业总收入</b>	<b>116,031</b>	<b>146,947</b>	<b>158,868</b>	<b>178,643</b>
货币资金及交易性金融资产	11,595	32,859	39,647	51,713	营业成本(含金融类)	96,533	124,108	131,442	145,652
经营性应收款项	11,899	12,988	14,854	16,024	税金及附加	635	735	794	893
存货	3,138	3,382	4,591	5,869	销售费用	1,446	1,616	2,065	2,680
合同资产	2,705	2,939	3,177	3,573	管理费用	3,764	4,408	4,687	5,181
其他流动资产	10,497	9,028	8,919	9,746	研发费用	1,035	1,249	1,350	1,518
<b>非流动资产</b>	<b>88,100</b>	<b>100,126</b>	<b>106,671</b>	<b>112,575</b>	财务费用	505	1,081	1,031	931
长期股权投资	5,996	6,096	6,096	6,096	加:其他收益	395	294	318	357
固定资产及使用权资产	57,256	65,819	70,758	75,947	投资净收益	1,179	735	794	893
在建工程	4,477	7,460	9,074	9,798	公允价值变动	457	0	0	0
无形资产	10,604	11,029	11,021	11,013	减值损失	-585	-220	-198	-186
商誉	574	574	574	574	资产处置收益	-29	0	0	0
长期待摊费用	597	647	647	647	<b>营业利润</b>	<b>13,530</b>	<b>14,558</b>	<b>18,412</b>	<b>22,853</b>
其他非流动资产	8,596	8,501	8,501	8,501	营业外净收支	-63	35	0	0
<b>资产总计</b>	<b>127,934</b>	<b>161,321</b>	<b>177,860</b>	<b>199,499</b>	<b>利润总额</b>	<b>13,466</b>	<b>14,593</b>	<b>18,412</b>	<b>22,853</b>
<b>流动负债</b>	<b>55,393</b>	<b>63,497</b>	<b>66,514</b>	<b>71,371</b>	减:所得税	2,936	3,210	4,051	5,028
短期借款及一年内到期的非流动负债	15,244	17,444	17,444	17,444	<b>净利润</b>	<b>10,530</b>	<b>11,383</b>	<b>14,361</b>	<b>17,825</b>
经营性应付款项	13,163	13,383	14,731	16,422	减:少数股东损益	6,429	6,943	8,760	10,873
合同负债	16,515	18,616	19,716	21,848	<b>归属母公司净利润</b>	<b>4,102</b>	<b>4,439</b>	<b>5,601</b>	<b>6,952</b>
其他流动负债	10,472	14,054	14,622	15,657	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.44	1.43	1.81	2.24
非流动负债	26,375	36,975	36,975	36,975	EBIT	12,488	15,304	19,005	23,222
长期借款	5,698	11,698	11,698	11,698	EBITDA	15,820	17,452	20,950	25,307
应付债券	9,841	14,491	14,491	14,491	毛利率(%)	16.74	15.54	17.26	18.47
租赁负债	321	271	271	271	归母净利率(%)	3.54	3.02	3.53	3.89
其他非流动负债	10,515	10,515	10,515	10,515	收入增长率(%)	31.71	26.64	8.11	12.45
<b>负债合计</b>	<b>81,768</b>	<b>100,472</b>	<b>103,489</b>	<b>108,347</b>	归母净利润增长率(%)	94.67	8.23	26.17	24.12
归属母公司股东权益	14,833	22,574	27,334	33,243					
少数股东权益	31,332	38,276	47,036	57,909					
<b>所有者权益合计</b>	<b>46,166</b>	<b>60,849</b>	<b>74,370</b>	<b>91,153</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>127,934</b>	<b>161,321</b>	<b>177,860</b>	<b>199,499</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	13,510	18,328	16,854	21,735	每股净资产(元)	5.21	7.28	8.82	10.73
投资活动现金流	-8,041	-13,014	-7,796	-7,187	最新发行在外股份(百万股)	2,846	3,099	3,099	3,099
筹资活动现金流	-4,701	15,849	-2,360	-2,563	ROIC(%)	13.49	13.12	13.29	14.30
现金净增加额	717	21,164	6,698	11,986	ROE-摊薄(%)	27.65	19.67	20.49	20.91
折旧和摊销	3,332	2,148	1,945	2,085	资产负债率(%)	63.91	62.28	58.19	54.31
资本开支	-8,201	-14,093	-8,500	-8,000	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.71	12.79	10.14	8.17
营运资本变动	-314	4,096	-376	1,012	P/B(现价)	3.51	2.51	2.08	1.71

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

