



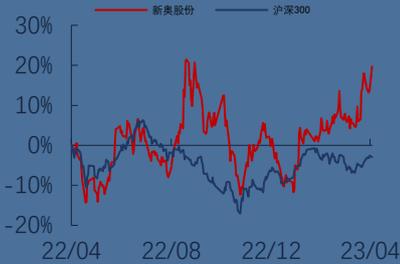
Research and
Development Center

新奥股份：天然气生态网络构筑长期优势，核心利润稳步高增长

公用事业行业

2023年4月11日

证券研究报告
公司研究
首次覆盖
新奥股份 (600803. SH)
投资评级 买入

上次评级 买入


资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	21.15
52 周内股价	21.46-15.14
波动区间 (元)	
最近一月涨跌幅 (%)	13.10
总股本 (亿股)	30.98
流通 A 股比例 (%)	47.16
总市值 (亿元)	655.31

资料来源：聚源，信达证券研发中心

左前明 能源行业首席分析师
 执业编号：S1500518070001
 联系电话：010-83326712
 邮箱：zuoqianming@cindasc.com

李春驰 电力公用联席首席分析师
 执业编号：S1500522070001
 联系电话：010-83326723
 邮箱：lichunchi@cindasc.com

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

新奥股份：天然气生态网络构筑长期优势，核心利润稳步高增长

2023 年 4 月 11 日

本期内容提要：

- **国内城燃龙头，天然气全产业链优势可有效抵御气价波动，支撑盈利持续稳健增长。**新奥股份为 A 股唯一全国性城燃公司，2017-2021 年售气量 CAGR 为 17.4%，远高于全国消费增速，且市占率由 2017 年的 8.2% 提升至 2021 年的 9.9%，在五大全国性城燃公司中位列第二。公司分别在 2020 年、2022 年完成港股新奥能源 32.8% 和新奥舟山 90% 的股权收购，通过两次资产重组，公司构建起天然气一体化产业链。2022 年受产能周期及俄乌冲突下全球 LNG 贸易格局大调整的影响，国内外气价几度冲高，市场波动异常剧烈，在此情况下新奥股份凭借全产业链优势仍保持住了相对稳定的零售毛差，2022 年公司零售气毛差 0.48 元/方（同比-0.03 元/方）。
- **上游资源获取能力强，依托海外丰富低价长协气源，直销气业务有望迅速拓展，高增长、高盈利态势有望持续。**新奥股份作为极少数有能力签下优势长协的城燃公司之一，依托自有大型接收站资产、丰富的天然气国际贸易经验以及良好的国际信誉与美国多家 LNG 供应商签订 4 份长协，合同量共计 1.06 亿吨，占中美 LNG 长协总签约量的 37.1%，定价与 HH 挂钩，具有较高的价格优势；公司拥有国内最大民营 LNG 接收站——新奥舟山 LNG 接收站，接收站目前处理能力 750 万吨/年，2025 年项目三期建设完成后处理能力有望提升至 1000 万吨/年；2022 年公司积极开展国际转售业务，受益于“欧洲溢价”以及与美国切尼尔 90 万吨/年低价 LNG 长协的执行，公司直销气单位毛差大幅提升，2022 年公司直销气量 35.07 亿方，单位毛差 0.72 元/方（同比+0.41 元/方），直销气业务毛利达 31.07 亿元（同比+140.3%）。2023-2024 年公司着力于开拓国内直销气市场，做大国内直销气业务规模，同时高毛差的海外转售业务盈利有望持续；2025 年后随着更多与 HH 挂钩的低价长协开始执行，公司直销气量有望实现高增长，综合毛差也有望得到进一步提升。
- **伴随国际气价回稳、国内经济复苏，零售气板块有望恢复较高增速。**公司拥有稳定多元的国内资源池，与三大油合作管道气量占比达 67%，其中合同内气源采购成本相对较低，上浮幅度小；下游向工商业用户和加气站用户销售的零售气量占比合计达 80.1%，保障了公司城燃业务较好的顺价能力。公司零售气量稳步增长，2017-2021 年零售气量 CAGR 达 14.9%。2022 年受国内外气价大幅上涨、国内疫情下经济增速放缓的影响，公司零售气量达到 259.4 亿方，增速下滑至 2.7%，但远高于-1.7% 的全国天然气表观消费量增速；2023 年随着国际气价回稳，国内经济复苏，天然气消费量有望迎来恢复性增长，我们预计公司零售气量增速有望回升至 10% 以上的水平，零售毛差也有望迎来修复。
- **“双碳”政策下综合能源增速亮眼，市场空间有望持续打开。**随着我国碳治理思路的不断落地，高新区及工业园区低碳改造和建设的持续进行，我国综合能源服务市场迅速拓展并有望持续打开市场空间。2018-2022 年，公司综合能源销量 CAGR 达 66.6%，综合能源业务营收 CAGR 达 86.1%；2022 年，公司累计已投运综合能源项目达 210 个，带来冷、热、电等共 222.4 亿千瓦时的综合能源销售量（同比+16.6%），综合能源营收达到 120.52 亿元（同比+38.1%）；另有在建综合能源项目 54 个，已签约项目 1376 个，已投运+在建+已签约项目潜在用能规模合计达 597 亿千瓦时。
- **盈利预测与投资评级：**新奥股份具备天然气全产业链优势，可有效抵御气价波动，支撑盈利的持续稳健增长。直销气业务上游拥有 HH 挂钩丰富低价长协气源，下游国内销售与国际转售业务同步开展，随着国内市场的开拓以及更多低价长协的开始执行，直销气业务的高增长、高盈利态势有望持续；公司零售气业务上游资源池多元稳定，三大油低价管道气占比高，下游顺价能力持续改善；受益于国际气价回稳，国内经济复苏，公司的零售

 请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

气量增速有望回升，零售气毛差也有望修复；公司综合能源业务增长亮眼，随着我国碳治理思路的不断落地，工业园区、工厂、建筑低碳改造和建设的持续进行，我国综合能源市场的空间有望持续打开。我们预测新奥能源 2023-2025 年的归母净利润分别为 74.1 亿元、87.3 亿元、102.9 亿元，EPS 分别为 2.39 元、2.82 元、3.32 元，对应 4 月 10 日收盘价的 PE 分别为 8.84X、7.51X、6.37X，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险因素：**国内经济严重下行，天然气消费量增速不及预期；接收站项目建设进度低于预期；国内天然气顺价程度不及预期；综合能源销售量低于预期。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	115,900	154,169	157,883	178,865	210,156
增长率 YoY %	31.6%	33.0%	2.4%	13.3%	17.5%
归属母公司净利润(百万元)	4,632	5,844	7,410	8,726	10,293
增长率 YoY%	119.8%	26.2%	26.8%	17.8%	18.0%
毛利率%	17.4%	15.2%	18.7%	18.5%	18.6%
净资产收益率 ROE%	27.7%	33.2%	31.8%	29.2%	27.4%
EPS(摊薄)(元)	1.49	1.89	2.39	2.82	3.32
市盈率 P/E(倍)	14.15	11.21	8.84	7.51	6.37
市净率 P/B(倍)	3.92	3.73	2.81	2.19	1.75

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 4 月 10 日收盘价

目录

投资聚焦.....	6
一、天然气全产业链龙头，两次重组打造全场景生态运营商.....	7
1.1 资产重组贯通天然气全产业链，巩固天然气主业地位.....	7
1.2 公司核心利润稳步提升，充足现金流保障经营稳健.....	8
二、天然气业务快速增长，全产业链优势可有效抵御气价波动.....	11
2.1 2023 年我国天然气消费预计将迎来恢复性增长，中长期消费量增长空间大.....	11
2.2 国内城燃龙头，气源优势高筑壁垒.....	13
三、综合能源业务增速亮眼，布局氢能打造新增长点.....	23
3.1 “双碳”政策下综合能源业务高速增长.....	23
3.2 氢能工程业务项目经验丰富.....	26
四、受益于煤价上涨，煤炭业务盈利大增.....	28
五、盈利预测与估值.....	30
风险因素.....	32

表目录

表 1: 公司主营业务简介.....	9
表 2: 2025/2030/2040 年天然气消费量预测 (亿方).....	12
表 3: 我国主要全国性城燃公司对比.....	13
表 4: 新奥股份三种售气模式对比.....	14
表 5: 中美已签订的 LNG 长贸合同情况 (截至 2022 年底).....	15
表 6: 公司已签订长协情况.....	16
表 7: 我国已建成 LNG 接收站情况.....	20
表 8: 新奥舟山 LNG 接收站项目建设情况.....	21
表 9: 新奥舟山 LNG 接收站业务类型.....	22
表 10: 近年来我国部分综合能源相关政策.....	24
表 11: 核心假设及分板块收入成本预测.....	31
表 12: 可比公司估值表 (截至 2023/03/30).....	32

图目录

图 1: 公司股权结构 (截至 2022 年年报).....	7
图 2: 新奥能源“数智城市服务商”战略转型示意图.....	8
图 3: 2017-2022 年公司营收及增速 (亿元).....	8
图 4: 2017-2022 年公司归母净利润及增速 (亿元).....	8
图 5: 2017-2022 年新奥能源营收、净利润、核心利润及增速 (亿元).....	9
图 6: 2017-2022 年公司净现金流情况 (亿元).....	9
图 7: 2020-2022 年公司营收结构 (亿元).....	9
图 8: 2020-2022 年公司毛利结构 (亿元).....	9
图 9: 我国天然气表观消费量及对外依存度 (亿方).....	11
图 10: 2021 年我国天然气消费结构.....	11
图 11: 我国 LNG 进口量及增速 (万吨).....	11
图 12: 国际三大市场天然气价格 (美元/百万英热).....	11
图 13: 我国 LNG 出厂价格全国指数 (元/吨).....	12
图 14: 布伦特原油期货价&JCC 指数&LNG 进口平均价格.....	12
图 15: 2010-2019 年我国各地区天然气消费量 (亿方).....	12
图 16: 2021 年我国各省天然气消费量 (亿方).....	13
图 17: 我国五大全国性城燃公司售气量 (亿方).....	14
图 18: 我国五大全国性城燃公司售气量增速.....	14
图 19: 我国五大全国性城燃公司市占率.....	14
图 20: 新奥股份售气量及结构变化 (亿方).....	14
图 21: 公司直销气销量变化 (亿方).....	15
图 22: 公司直销气单位毛差变化 (不含税, 元/方).....	15
图 23: 与原油/HH 挂钩的长协价格盈亏平衡点.....	16
图 24: Brent 原油&TTF&中国 DES&HH 现货价格走势对比.....	16
图 25: 公司未来海外长协合同量变化 (万吨/年).....	16
图 26: 公司零售气量变化 (亿方).....	17
图 27: 公司零售气单位毛差变化 (元/方, 不含税).....	17
图 28: 2021 年公司上游资源池结构.....	18
图 29: 公司下游项目分布图 (截至 2021/12/31).....	18
图 30: 公司零售气下游客户结构.....	19

图 31: 公司下游分客户零售气售价情况 (元/方, 不含税)	19
图 32: 公司新增居民燃气用户数量 (万户)	19
图 33: 可供接驳城市人口总数 (万户)	19
图 34: 公司工商业用户累计数量及装置日设计供气量	20
图 35: 燃气安装业务毛利及毛利率 (亿元)	20
图 36: 2019-2025E 舟山接收站 LNG 接卸量及处理量 (万吨)	21
图 37: 2019-2025E 新奥舟山营收及净利润 (亿元)	21
图 38: 园区综合能源供应示意图	23
图 39: 意昂 ectogrid 零排放供冷供热系统	24
图 40: 公司电力业务全场景模式	25
图 41: 公司综合能源项目典型案例	25
图 42: 公司综合能源项目投运及累计投运个数 (个)	26
图 43: 公司综合能源销量及增速 (亿千瓦时)	26
图 44: 公司综合能源销售单价 (元/千瓦时)	26
图 45: 公司综合能源业务营收及毛利情况 (亿元)	26
图 46: 公司氢能板块业务布局	27
图 47: 公司商品煤产销量及增速 (万吨)	28
图 48: 公司商品煤年均售价 (不含税, 元/吨)	28
图 49: 5200K 鄂尔多斯东胜原煤坑口价 (含税, 元/吨)	28
图 50: 新能矿业营收、营业利润及净利润情况 (亿元)	28
图 51: 公司甲醇产量及增速 (万吨)	29
图 52: 新奥股份 PE-Band	30
图 53: 新奥股份 PB-Band	30

投资聚焦

- 1) 两次资产重组打造天然气全场景生态运营商，全产业链优势有效抵御上游气价波动，支撑盈利持续稳健增长。公司具有天然气上下游一体化优势，在2022年国内外气价几度冲高，市场波动异常剧烈的情况下，新奥股份凭借全产业链优势仍保持住了相对稳定的零售毛差。在当前能源价格波动日益剧烈的情况下，公司上下游一体化的全产业链优势凸显。
- 2) 公司为国内极少数有能力签下海外优势长协的城燃公司之一，丰富低价的长协气源构筑长期竞争壁垒，未来随着低价长协的放量以及接收站的扩建，直销气业务有望迅速拓展，高增长、高盈利态势有望持续。新奥股份依托自有大型接收站资产、丰富的天然气国际贸易经验以及良好的国际信誉，与美国 LNG 供应商签订合同总量共计 1.06 亿吨的 LNG 长协（占中美 LNG 长协总签约量的 37.1%）；舟山 LNG 接收站 2025 年后处理能力有望提升至 1000 万吨/年；2022 年多重利好下公司直销气单位毛差及毛利润同比大增，**2023-2024 年**公司着力于做大国内直销气业务规模，同时高毛差的海外转售业务盈利有望持续；**2025 年后 HH 挂钩的低价长协有望密集放量，公司直销气量业务有望实现突破式增长。**
- 3) 伴随国际气价回稳、国内经济复苏，公司零售气板块有望恢复较高增速。公司拥有稳定多元的国内资源池，与三大油合作低价管道气量占比超 2/3；下游向工商业及加气站用户销售的零售气量占比合计超 80%，保障了公司零售气业务较好的顺价能力。公司零售气量稳步增长，2022 年受国内外气价大幅上涨、国内经济增速放缓的影响，零售气量增速小幅下滑；**2023 年**随着国际气价回稳，国内经济复苏，天然气消费量有望迎来恢复性增长，我们预计公司零售气量增速有望回升至 10% 以上的水平，零售毛差也有望迎来修复。
- 4) 随着我国碳治理思路的不断落地，工业园区低碳改造和建设的持续进行，我国综合能源服务市场迅速拓展并有望持续打开市场空间。公司综合能源销量及营收实现高增长，截至 2022 年，公司累计已投运综合能源项目达 210 个，带来综合能源销量 222.4 亿千瓦时；公司另有在建综合能源项目 54 个，已签约项目 1376 个，**已投运+在建+已签约项目潜在用能规模合计达 597 亿千瓦时，公司未来综合能源业务的增长空间值得期待。**

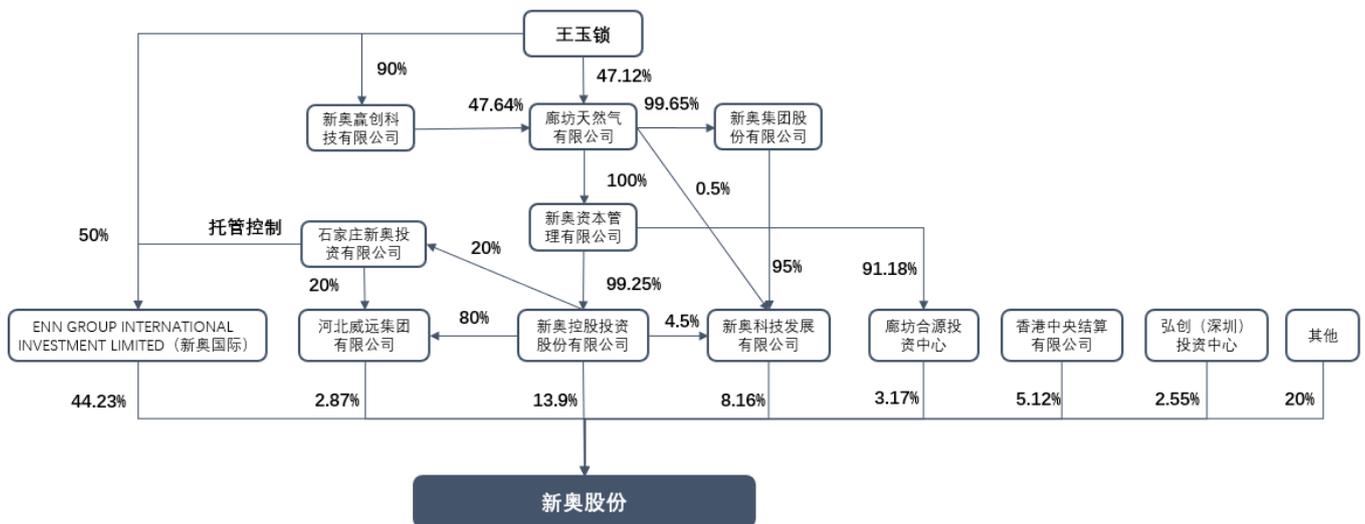
一、天然气全产业链龙头，两次重组打造全场景生态运营商

1.1 资产重组贯通天然气全产业链，巩固天然气主业地位

新奥股份于1994年在A股上市，原名“威远生化”；2004年新奥集团收购威远生化44.09%的股权，随后通过一系列收购进军煤炭、能源化工、技术工程领域；2014年公司开启战略转型，正式进军以LNG为核心的清洁能源业务；2019年公司出售子公司威远生化，剥离农药、兽药业务；2020年公司收购港股公司新奥能源32.8%的股份并获得控股权，2022年收购舟山LNG接收站90%的股权，通过两次资产重组，公司转型成为中国最大的民营天然气产业智能生态运营商之一，主要业务覆盖天然气全产业链，包括天然气直销、零售和批发、综合能源销售及服务、工程施工与安装和能源生产，也着力于氢能、储能相关技术研究和业务拓展。

实控人王玉锁合计控制公司72.33%的股份。截至2022年年报，新奥股份总股本为30.99亿股，控股股东新奥国际（ENN GROUP INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED）持有公司44.23%的股份；公司实控人为王玉锁，其及一致行动人通过新奥国际、新奥控股、河北威远集团、廊坊合源投资及新奥科技合计控制公司72.33%的股份。

图1：公司股权结构（截至2022年年报）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

持续推进数智化战略转型，新奥能源的定位由城燃运营商升级为数智城市服务商。展望未来，公司有三大重点发展方向：一是继续推进清洁能源全场景布局，加速需求、资源和设施聚合，以产业互联网为支撑，沉淀最佳实践，打造更多智能产品，推进天然气产业智能生态运营商战略；二是加快业务升级，以天然气销售为切入点，提升智家（家庭品质生活），加力智企（企业能、碳、安管理），升级智基（数智运营城市基础设施），推动“家庭品质生活和企业安能碳管理的数智城市服务商”战略落地；三是强化风险控制，构建覆盖全业务、全品类和全生命周期的风控体系。其中，作为新奥股份的重要子公司，新奥能源将升级为新奥智城，作为家庭品质生活和企业能、碳、安管理的数智城市服务商，着力推进公司的数智化战略转型。

图 2: 新奥能源“数智城市服务商”战略转型示意图



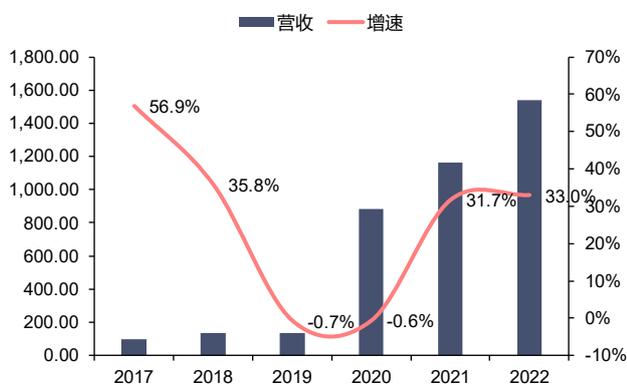
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1.2 公司核心利润稳步提升, 充足现金流保障经营稳健

2020 年港股新奥能源并表后, 公司业绩迈入新台阶, 核心利润稳步增长。2020-2021 年公司分别实现营业收入 880.99 亿元、1160.31 亿元 (同比+31.7%), 分别实现归母净利润 21.07 亿元、41.02 亿元 (同比+94.67%), 分别实现核心利润 22.21 亿元、35.72 亿元 (同比+60.82%); 2022 年, 在上游气源成本大幅上升、国内天然气消费量近 20 年首次下滑的背景下, 公司依然实现营收、净利润以及核心利润的高增长, 2022 年公司实现营业收入 1541.69 亿元 (同比+33.0%), 实现归母净利润 58.44 亿元 (同比+26.17%), 实现核心利润 60.67 亿元 (同比+69.8%)。

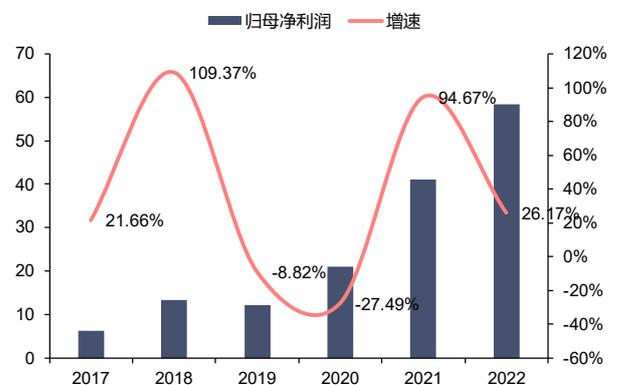
充足的现金流为公司稳健经营提供保障, 支撑其业务规模不断扩张。2020 年港股新奥能源的并表为公司带来充足的现金流, 并实现现金流的逐年增长。2020-2022 年公司净经营活动现金流分别为 124.48 亿元、135.10 亿元 (同比+8.5%)、150.06 亿元 (同比+11.1%)。

图 3: 2017-2022 年公司营收及增速 (亿元)

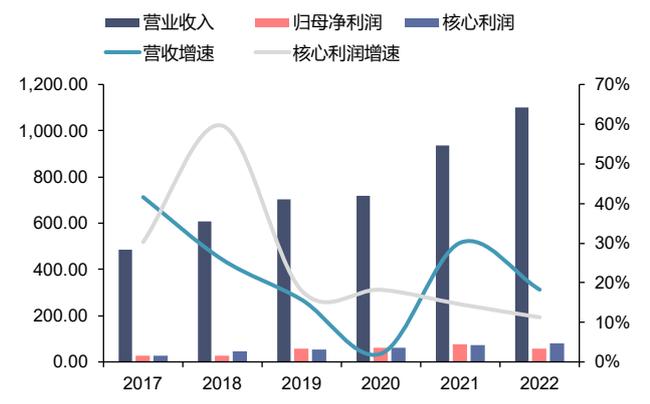


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

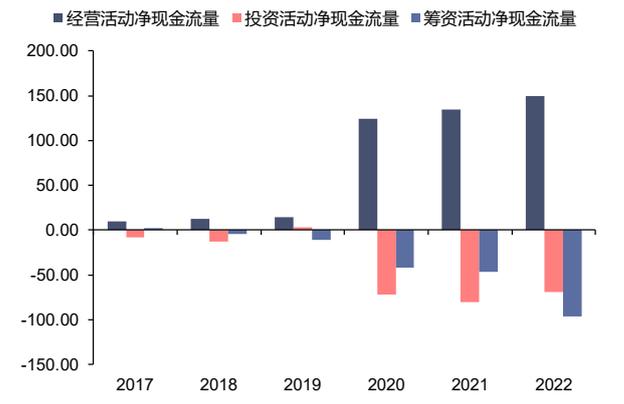
图 4: 2017-2022 年公司归母净利润及增速 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 2017-2022 年新奥能源营收、净利润、核心利润及增速 (亿元)


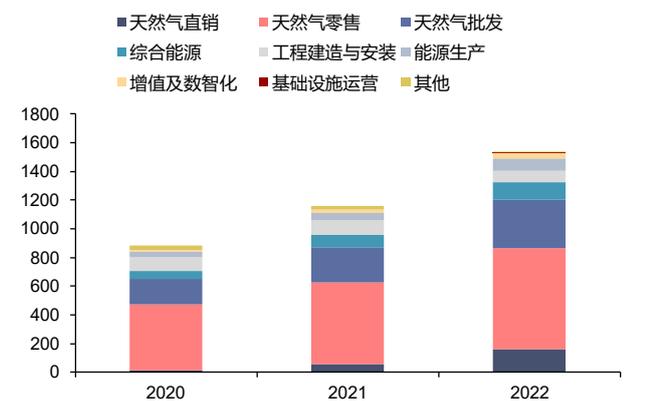
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 2017-2022 年公司净现金流情况 (亿元)


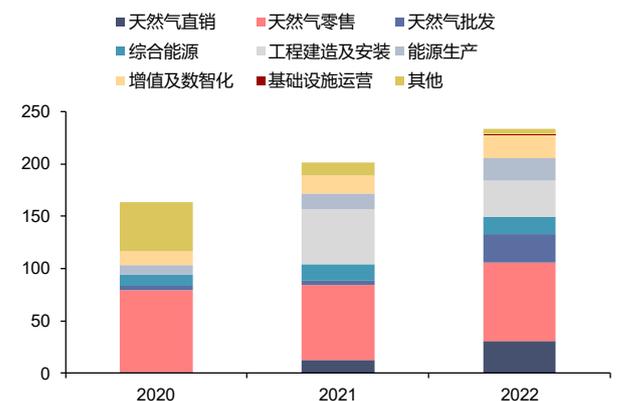
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022 年公司天然气销售业务的营收占比为 78.0% (其中零售占 45.4%, 批发占 21.9%, 直销占 10.6%), 毛利占比为 56.8% (其中零售占 32.0%, 批发占 11.5%, 直销占 13.3%); 工程建设及安装业务的营收占比为 5.5%, 毛利占比为 15.0%; 综合能源业务的营收占比为 7.8%, 毛利占比为 7.1%; 增值及数智化业务营收占比为 2.3%, 毛利占比为 9.4%; 能源生产业务的营收占比为 5.5%, 毛利占比为 9.1%。

公司直销气业务的盈利占比稳步提升, 舟山接收站的注入有望进一步提升公司直接经营业务的盈利占比。2022 年公司直销气业务营收占比 10.6%, 较 2020 年提升 5.6 pct; 2022 年公司基础设施运营¹ (主要为舟山接收站对外服务部分) 业务营收 2.27 亿元 (占比 0.1%), 毛利 1.29 亿元 (占比 0.6%)。随着公司直销气业务的拓展以及舟山接收站处理量的提升, 未来公司直接经营业务的利润占比有望持续提升。

图 7: 2020-2022 年公司营收结构 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8: 2020-2022 年公司毛利结构 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 1: 公司主营业务简介

业务板块	细分	业务所属公司	说明
天然气销售	零售	2688.HK	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
	直销	600803.SH	采购国际天然气资源为主, 配合国内 LNG 液厂资源及非常规资源, 向国内工业、城市燃气、电厂、交通能源等客户销售天然气
	批发	2688.HK	从国内液厂、沿海接收站等采购气源, 销售给天然气贸易商等客户

¹ 注: 按照会计准则, 舟山接收站有 3.82 亿营收属关联交易, 未计入基础设施运营板块。

基础设施运营	舟山接收站	600803.SH	开展 LNG 接卸储存、气液外输、分拨转运、罐容租赁、LNG 船舶加注等业务
综合能源	综合能源	2688.HK	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、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	600803.SH	主要涉及天然气工程、市政工程、化工医药工程及低碳与数智化四大工程领域；承接 LNG 接收站、LNG 液厂、管线管网、氢能工程等工程项目
	工程安装	2688.HK	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
能源生产	煤炭	600803.SH	拥有王家塔煤矿，煤炭的开采、洗选、外输等均委托第三方运营
	甲醇	600803.SH	在鄂尔多斯及周边地区采购煤炭生产甲醇，两套装置合计产能为 120 万吨/年
增值及数智化	增值业务	2688.HK	为燃气用户提供延伸服务
	数智化业务	2688.HK	对内提供多样化能+碳+服务产品组合，对外为生态伙伴提供平台化 SaaS 产品及解决方案服务

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

二、天然气业务快速增长，全产业链优势可有效抵御气价波动

2.1 2023 年我国天然气消费预计将迎来恢复性增长，中长期消费量增长空间大

长期来看，我国天然气消费量稳步增长，2011-2021 年表观消费量 CAGR 达 11.1%，工业、城燃为主要消费部门，2021 年分别占总消费量的 40%、32%，用气量同比增长 14.4%、10.5%。同期我国 LNG 进口量快速增长，CAGR 高达 20.5%，远超全国天然气总消费量的增速，为我国天然气供应端增速最高的气源品种。

2022 年在国内经济承压、需求疲软、国际气价高位震荡等因素的影响下，我国 LNG 进口量出现历史最大降幅，天然气表观消费量也出现近 20 年的首次下降，给城燃公司的经营带来不小冲击。2022 年我国 LNG 进口量为 6344.25 万吨（约 888.19 亿方），同比下降 19.6%；根据发改委数据，2022 年我国天然气表观消费量为 3663 亿方，同比下降 1.7%。

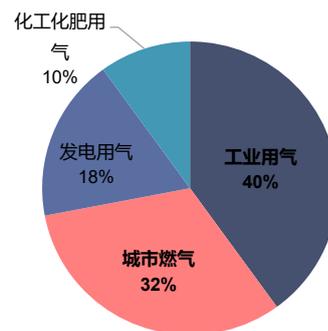
2023 年随着国际气价回落及国内经济复苏，我国天然气下游消费有望迎来恢复性增长。若 2023 年 GDP 增速实现 5% 左右，我们预计 2023 年我国天然气消费量将达到 3880 亿方，同比增速恢复至约 6.65%（详见我们于 2022 年 12 月 12 日发布的《天然气行业 2022 年度策略报告：全球天然气格局大调整下的新机遇》）。

图 9：我国天然气表观消费量及对外依存度（亿方）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 10：2021 年我国天然气消费结构



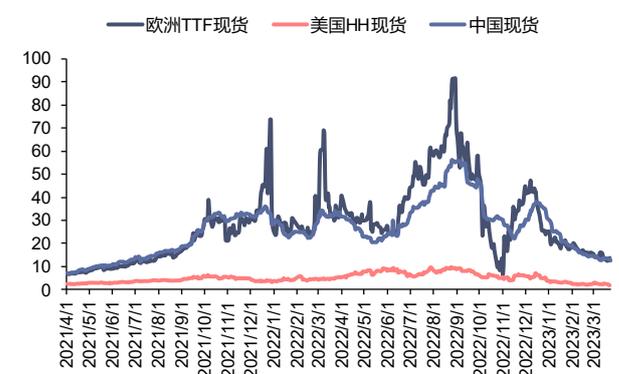
资料来源：《中国天然气发展报告（2022）》，信达证券研发中心

图 11：我国 LNG 进口量及增速（万吨）

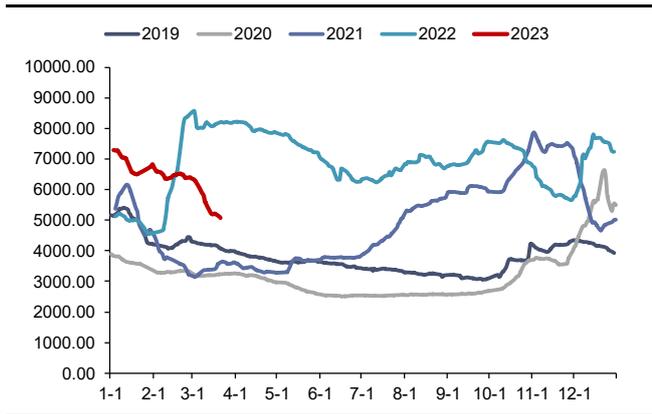


资料来源：Wind，信达证券研发中心

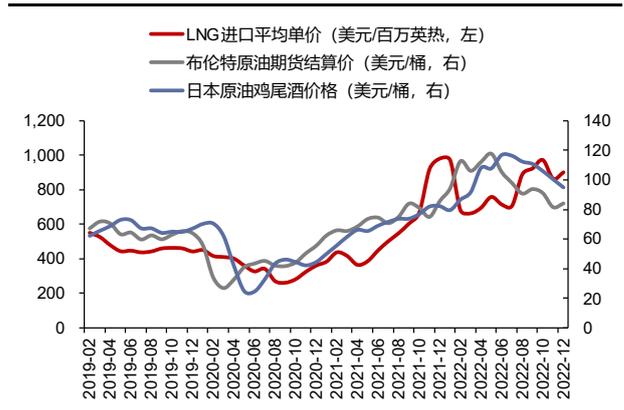
图 12：国际三大市场天然气价格（美元/百万英热）



资料来源：隆众资讯，信达证券研发中心

图 13: 我国 LNG 出厂价格全国指数 (元/吨)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 布伦特原油期货价&JCC 指数&LNG 进口平均价格


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

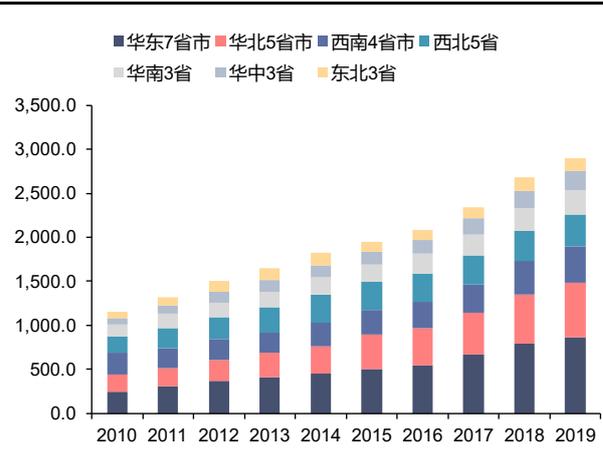
天然气作为相对清洁的化石能源, 在低碳转型中起到重要过渡作用, 未来消费量仍有较大增长空间。天然气的单位碳排放量较其他化石能源 (煤、油) 少, 在我国能源转型中起到重要的过渡作用, 其消费达峰时间或将晚于煤和油。据国家能源局发布的《中国天然气发展报告 (2021)》预计, 2025 年我国天然气消费规模将达 4300-4500 亿方, 2022-2025 年 CAGR 约 5.7%-7.3%; 2030 年将达 5500-6000 亿方, 2025-2030 年 CAGR 约 4.1%-6.9%, 2024 年后进入发展平台期; 因此, 天然气的未来消费量仍有较大规模的发展空间。

浙江省作为我国东南沿海经济较发达的省份, 提出了更高的天然气消费增长目标。从历史增速来看, 华东地区天然气消费量及消费增速全国领先, 其中 2010-2019 年浙江省天然气消费 CAGR 达到 18.2%。2021 年浙江省天然气消费量为 180 亿方, 占全国总消费总量的 4.8%。根据《浙江省煤炭石油天然气发展“十四五”规划》, 2025 年全省天然气消费量要达到 315 亿方, 2021-2025 年 CAGR 将达 15%, 远超全国平均水平。

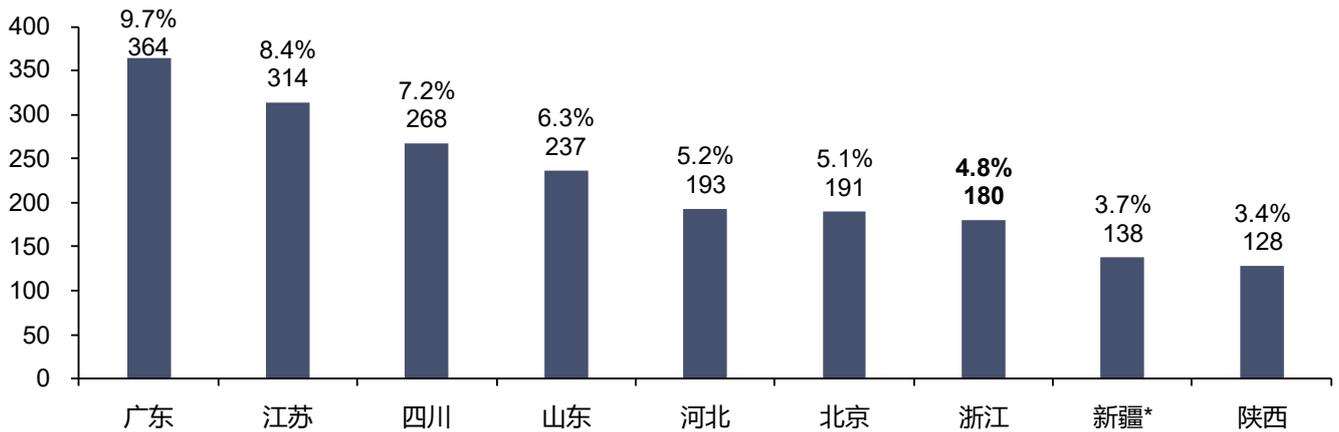
表 2: 2025/2030/2040 年天然气消费量预测 (亿方)

时间	天然气消费量预测
2025 年	4300-4500
2030 年	5500-6000
2040 年	发展平台期

资料来源: 《中国天然气发展报告 (2021)》, 信达证券研发中心

图 15: 2010-2019 年我国各地区天然气消费量 (亿方)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16： 2021 年我国各省天然气消费量（亿方）


资料来源：各省能源监管办、发改委，住建厅，统计局，城管委，陕天然气公司公告，信达证券研发中心 注：新疆天然气消费量为疆内产量-外送量计算

2.2 国内城燃龙头，气源优势高筑壁垒

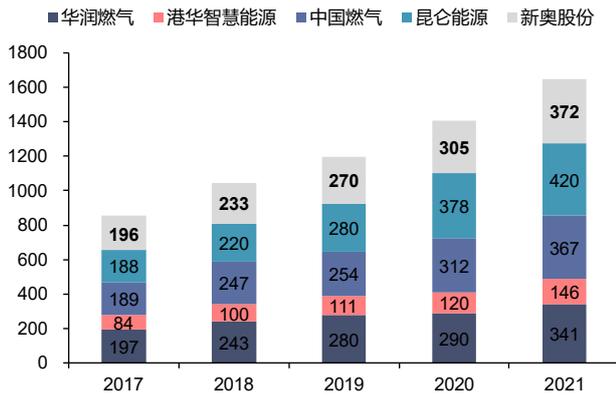
公司为国内城燃板块龙头，售气量迅速增长，市占率稳步提升。目前我国有五大全国性城燃上市公司，2021 年售气量合计占全国天然气表观消费量的 44%，分别为昆仑能源（11.2%）、新奥股份（9.9%）、中国燃气（9.8%）、华润燃气（9.1%）、港华智慧能源（3.9%）。其中新奥股份售气量增势强劲，2017-2021 年售气量 CAGR 为 17.4%，远高于全国消费增速，且市占率也由 2017 年的 8.2% 提升至 2021 年的 9.9%，在五大全国性城燃公司中位列第二。

公司的天然气销售业务可细分为三个板块，分别是天然气直销、天然气零售以及天然气批发。其中直销气业务上游气源以国际气源为主，定价挂钩 HH、JCC、布伦特等国际油气价格指数，以 10-20 年长协方式锁定气源，下游客户主要为国内的工商业等用户，部分进行国际转售，售价相对市场化；零售气业务上游气源以三大油管道气源为主，定价根据市场情况在门站价基础上浮动，下游客户主要为工商业、居民等终端用户，其顺价能力近年来有所提升。

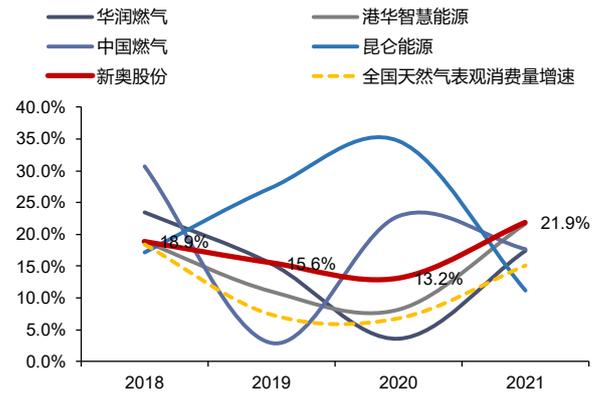
表 3： 我国主要全国性城燃公司对比

股票代码	公司名称	控股股东/实控人	主营业务	一体化资产	2021 年市占率
00135.HK	昆仑能源	中国石油天然气集团	天然气销售、LNG 加工与储运、LPG 销售、石油勘探与生产	中石油唐山、如东 LNG 接收站；LNG 加工厂	11.2%
600803.SH	新奥股份	王玉锁（民企）	天然气销售、工程建设及安装、综合能源、能源生产、增值及数智化	新奥舟山 LNG 接收站；LNG 加工厂	9.9%
00384.HK	中国燃气	北京控股集团	管道燃气销售、LPG 销售、燃气管网建设、工程设计建设与施工	天然气管线	9.8%
01193.HK	华润燃气	华润集团	燃气销售、燃气接驳、加气站、燃气器具、设计及建设	华润如东 LNG 接收站	9.1%
1083.HK	港华智慧能源	李兆基（民企）	管道燃气及能源销售、燃气接驳、延伸业务	曹妃甸 LNG 接收站、上海燃气 LNG 接收站、佛燃小虎岛 LNG 接收站等；港华金坛储气库；四川威远页岩气液化厂	3.9%

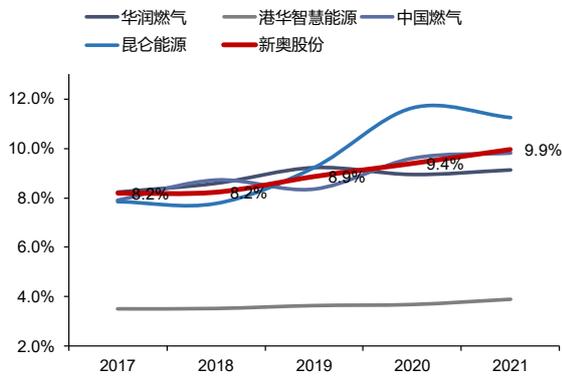
资料来源：Wind，iFinD，各公司公告，信达证券研发中心

图 17: 我国五大全国性城燃公司售气量 (亿方)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 我国五大全国性城燃公司售气量增速


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

图 19: 我国五大全国性城燃公司市占率


资料来源: Wind, 各公司公告, 信达证券研发中心

图 20: 新奥股份售气量及结构变化 (亿方)


资料来源: 各公司公告, 信达证券研发中心

表 4: 新奥股份三种售气模式对比

类型	上游气源	采购定价	销售定价	下游客户
直销	国际天然气资源为主, 配合国内自有和托管 LNG 液厂资源及非常规资源	长约与 HH、Brent/JCC 挂钩为主	市场化定价	工商业、居民、交通运输、国际转售
零售	以中石油、中石化、中海油气源为主, 适时采购 LNG 现货资源进行补充	管道气采购价格由上游气源供应方在政府指定的门站价基础上按供需情况在一定比例内上浮, 下浮不限; 非管道气采购价格为市场化定价	居民用户售价为政府定价; 工商业用户的售价为政府指导价, 上游门站价格变动时, 公司可申请非居民燃气售价调整	工商业、居民、交通运输等终端用户
批发	为零售气业务的气源补充, 从国内近百个 LNG 液厂、沿海接收站等供应方采购天然气	市场化定价	市场化定价	天然气贸易商等

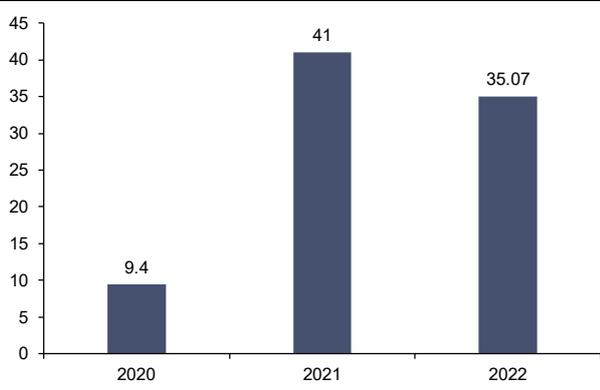
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

1) 直销气板块

自 2020 年开辟直销气业务以来, 公司直销气量显著增长, 单位毛差大幅提升。售气量方面, 公司 2021 年实现直销气量 41 亿方 (同比+336.2%), 2022 年受国内疫情下经济增速放缓以及国际高气价的影响, 直销气量小幅下滑至 35.07 亿方 (同比-14.5%); 毛差方面, 2022 年公司积极开展国际转售业务, 受益于“欧洲溢价”以及与美国切尼尔公司 90 万吨/年低价 LNG 长协的执行, 公司直销气的单位毛差大幅提升, 2022 年直销气单位毛差达到 0.72 元/方 (同比+132.3%)。

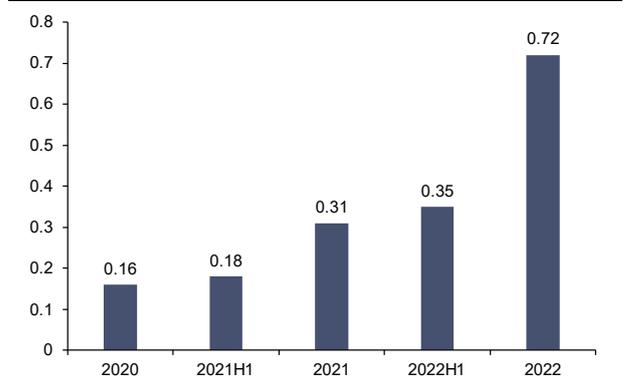
展望未来，从供应端来看，随着国际气价回稳，公司可增加现货气源的进口；从需求端来看，随着国内经济回暖，天然气消费量有望恢复增长，公司可逐步拓展下游客户，做大国内直销气板块，我们预计 23-25 年公司直销气的利润贡献有望实现 30%-40% 的高增长。

图 21: 公司直销气销量变化 (亿方)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 22: 公司直销气单位毛差变化 (不含税, 元/方)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

上游: 丰富且具价格优势的长协气源高筑长期竞争壁垒。

我国企业签订的长协多与 Brent/JCC、JKM 价格挂钩，与美国 HH 价格挂钩的较少。美国 LNG 长协的定价公式一般为： $P(LNG) = 115\% * HH + \text{常数}$ 。相比于与其他两种指数挂钩的长协合约，与 HH 挂钩的价格优势体现在：1) HH 反映美国国内较为宽松的天然气供需形势，价格较日韩 JKM、欧洲 TTF 市场低且走势相对稳定；2) 据 Poten 分析，当油价高于 65 美元/桶时，HH 挂钩长协合约较 Brent 挂钩更具价格优势。2023 年以来国际油价在 80 美元/桶附近高位震荡，而 HH 价格同比大幅回落（2 月同比-49.3%），带动 HH 挂钩长协成本大幅下降，优势愈发显著。

截至 2022 年底，我国企业共与美国 LNG 供应商签订 10 个 LNG 长贸合同，时间集中在 2021 年以后，合同量共计 2.85 亿吨。其中，三大油等能源央企所签合同量共计 0.93 亿吨，占中美 LNG 长协总签约量的 32.8%；**新奥股份作为极少数有能力签下优势长协的城燃公司之一**，依托自有大型接收站资产、丰富的天然气国际贸易经验以及良好的国际信誉（2022 年标普评级 BBB-，评级展望“稳定”）与美国多家 LNG 供应商签订 4 份长协，合同量共计 1.06 亿吨，占中美 LNG 长协总签约量的 37.1%，交付方式为 FOB（装运港船上交货，无目的地条款限制），定价与 HH 挂钩。

表 5: 中美已签订的 LNG 长贸合同情况 (截至 2022 年底)

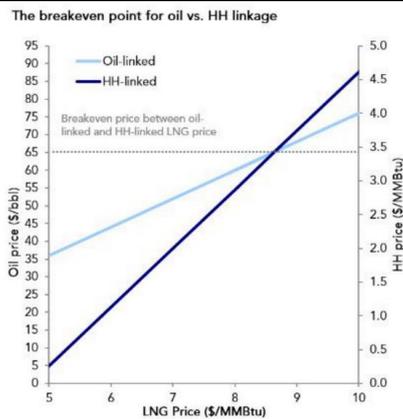
签约时间	买家	供应商	起供时间	供应量 (万吨/年)	供应年限 (年)
2018 年 2 月	中国石油	Cheniere	2018 年	120	25
2021 年 10 月	新奥股份	Cheniere	2022 年	90	13
2021 年 11 月	中化集团	Cheniere	2022 年	90→180	17.5
2021 年 11 月	佛然能源	Cheniere	2023 年	30.4	20
2021 年 12 月	中国海油	Venture Global LNG		200	20
2022 年 3 月	新奥股份	Energy Transfer	2026 年	180+90	20
2022 年 3 月	广州发展	墨西哥太平洋 LNG 市场销售私人有限公司		200	20
2022 年 4 月	新奥股份	Rio Grande LNG	2026 年	150+50	20
2022 年 7 月	中国燃气	Rio Grande LNG	2027 年	100	20
2022 年 7 月	广东能源集团	Rio Grande LNG		100	20

资料来源: 南方能源观察, 上海石油天然气交易中心, 信达证券研发中心

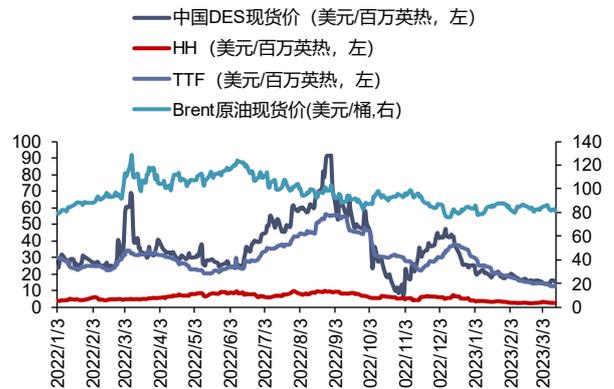
表 6: 公司已签订长协情况

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

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 23: 与原油/HH 挂钩的长协价格盈亏平衡点


资料来源: 南方能源观察, 信达证券研发中心

图 24: Brent 原油&TTF&中国 DES&HH 现货价格走势对比


资料来源: iFinD, 信达证券研发中心

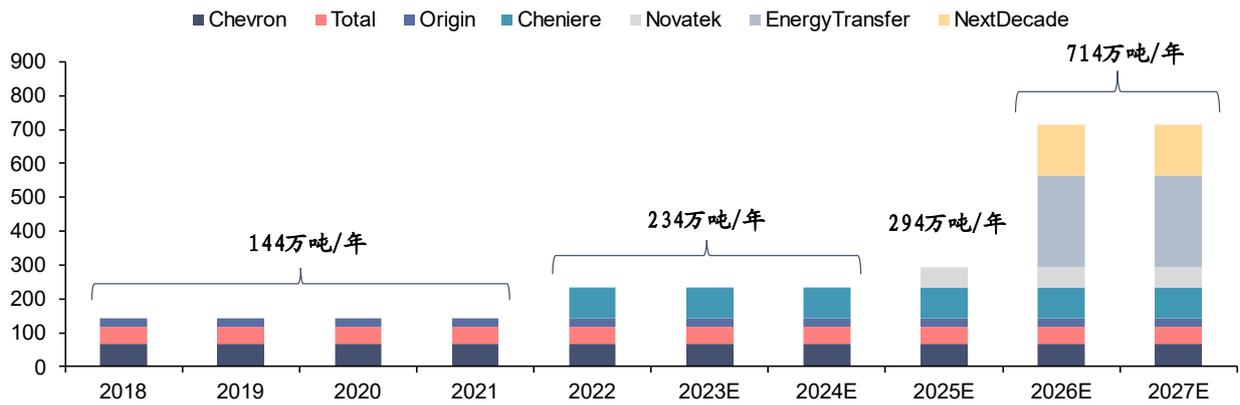
下游: 国内进口配合国际转售, 直销气业务高盈利、高增长的态势有望持续。

从往年情况来看, 直销气(长协+现货)的综合毛差在 0.2-0.3 元/方。2022 年受益于“欧洲溢价”及下半年切尼尔 90 万吨/年低价长协的执行, 公司直销气单位毛差大幅提升。2022 年下半年共交付 6 船切尼尔长协气, 合计 45 万吨, 公司预计每船气的转售毛利在 3 亿元左右, 由此计算单吨毛差达 4000 元(约合 2.86 元/方), 我们估算 2022 年切尼尔长协转售可为直销气板块贡献 18 亿元的毛利润。

2023 年切尼尔长协共有 12 船, 公司通过实纸结合的方式动态锁定了部分切尼尔长协的转售盈利, 公司预计锁定部分仍可保证每船 3 亿元左右的毛利, 非锁定部分受 TTF 价格回落的影响, 利润空间有所收窄, 但由于气源成本端 HH 价格也在同步下降, 我们预计该部分仍可维持每船 1.5 亿元左右的毛利, 由此计算单吨毛差 2000 元/吨(约合 1.43 元/方), 我们估算 2023 年切尼尔长协转售毛利润有望达到 24.75 亿元。

假设 2024-2025 年气价恢复正常水平, 公司可根据国内外市场情况选择将长协、现货资源进口国内或转售国外, 考虑公司长协成本优势, 我们预计切尼尔长协每船 1.5 亿元的毛利可得到保持; 从更长远来看, 2025 年及以后随着更多与 HH 挂钩的低价长协开始执行, 公司直销气量有望实现高增长, 综合毛差也有望得到进一步提升。结合以上, 我们预计公司直销气业务的高盈利、高增长态势具有可持续性。

图 25: 公司未来海外长协合同量变化 (万吨/年)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

2) 零售气板块

公司零售气量稳步增长, 毛差基本保持稳定。售气量方面, 2017-2021 年公司零售气量 CAGR 达 14.9%, 2022 年受国内外气价大幅上涨、国内疫情下经济增速放缓的影响, 公司零售气量达到 259.4 亿方, 增速下滑至 2.7%, 但远高于-1.7%的全国天然气表观消费量增速; 毛差方面, 2022 年在上游气源成本大幅上涨的背景下, 公司凭借良好的顺价能力仍保持了相对稳定的单位毛差, 2022M9 公司零售气毛差 0.51 元/方 (与 2021 年持平), 四季度受疫情居家、工商业活动受阻以及补贴延迟发放等因素影响毛差有所下滑, 2022 年全年公司零售气量毛差小幅下滑至 0.48 元/方 (同比-0.03 元/方)。作为公司的第一大营收来源, 零售气业务远超全国平均水平的售气量增速以及相对稳定的销售毛差保障了公司较高的业绩确定性, 同时也验证了公司上下游一体化的经营优势。

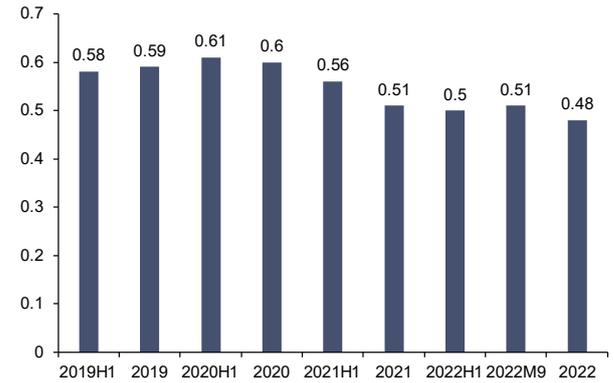
2023 年随着国际气价回稳, 国内经济复苏, 天然气消费量有望迎来恢复性增长, 我们预计公司零售气量增速有望回升至 10% 以上, 零售毛差也有望修复。

图 26: 公司零售气量变化 (亿方)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 27: 公司零售气单位毛差变化 (元/方, 不含税)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

上游: 国内气源多元稳定, 低价气源占比高。

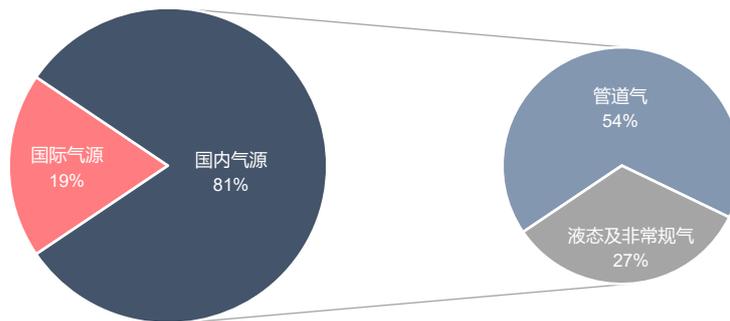
公司拥有多元稳定的上游资源池, 国产气比例超 80%。截至 2021 年底, 公司合计拥有国内气源 300 亿方/年 (占比 81%), 其中三大油管道气资源 200 亿方/年 (占比 54%), 通过自有、权益投资、代加工等模式锁定内陆液厂资源以及通过长期合作模式锁定非常规资源共 100 亿方/年 (占比 27%); 通过长约、中短约、现货相结合的模式合计拥有国外气源 500 万

吨/年（约合 70 亿方/年，占比 19%）。

公司国产气源结构中低价管道气占比高，多元采购途径保持成本的竞争力。公司气源总量中，三大油管道气占比 54%，占公司国内气量的 67%，其中合同内气源采购成本相对较低，上浮幅度小。根据 2022 年中石油管道气合同定价方案，2022 年民用气价格在门站价的基础上上浮 5%，非居民用气中，管制气部分上浮 20%，非管制气部分上浮 40%-80% 不等。

2022 年公司零售气平均采购价为 3.06 元/方，同比上涨 0.46 元/方，涨幅 17.7%。目前公司正在持续深化与三大油的战略合作，致力于获取管道气合同增量，同时也通过资源池弹性优势加大非常规气源的获取力度，多种途径降低气源成本。

图 28：2021 年公司上游资源池结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

下游：项目、客户结构优质，顺价能力有保障。

公司拥有较强的下游分销能力，城燃项目多位于经济发达地区。截至 2022 年末，公司合计运营 254 个城市燃气项目，覆盖包括安徽、福建、广东、广西、河北、河南、湖南在内的全国 20 个省市及自治区，且项目大部分位于东部及东南沿海人口密集、经济发达地区。

图 29：公司下游项目分布图（截至 2021/12/31）

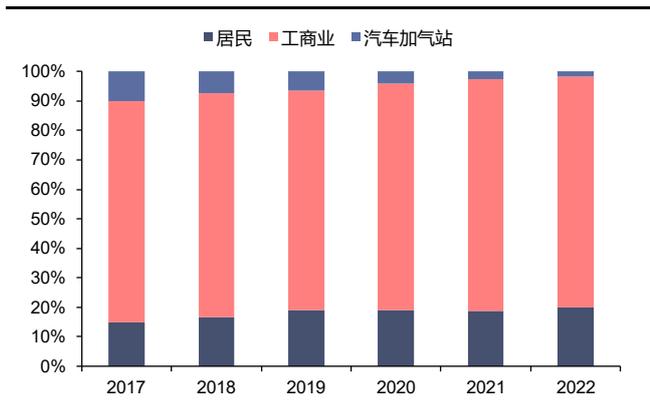


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

客户结构优质，顺价能力有保障。目前我国居民用气门站价定价机制与非居民相同，供需双方协商确定具体门站价格，以基准门站价格为基础，上浮 20%、下浮不限。但居民用气价格受到政府的严格管控，涨幅小且调价过程复杂繁琐；工商业用户有较高的价格承受能力，用气价格顺价机制相对流畅。2022 年公司向工商业用户销售天然气的价格为 3.65 元/方，同比上涨 15.1%，向加气站用户售气价格为 5.16 元/方，同比上涨 27.7%；相比之下，公司向居民用户售气价格为 3.24 元/方，仅上涨 10.6%。

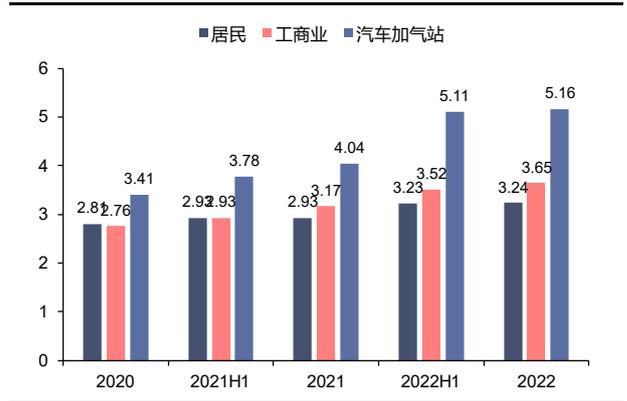
2022 年公司向工商业用户和加气站用户售气量占比合计 80.1%，居民用户占 19.9%。高比例的工商业及加气站用户售气量使公司拥有良好的顺价能力，即使在上游气价剧烈波动的情况下也能够维持相对稳定的毛差。

图 30: 公司零售气下游客户结构



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 31: 公司下游分客户零售气售价情况 (元/方, 不含税)

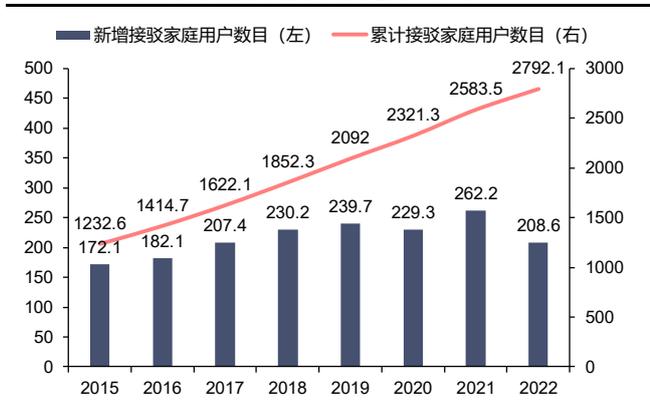


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

高毛利的燃气安装业务协同开拓下游燃气用户，驱动公司零售气量稳步增长。公司燃气安装业务毛利率高且稳定，2018-2022 年毛利率稳定在 50% 左右。近年来公司累计接驳家庭用户及工商业用户数量均稳步增长，2017-2021 年 CAGR 分别达 11.5%、19.6%。2022 年，受国内房地产形势的影响，公司新开发 208.6 万户家庭用户，同比减少 53.6 万户 (-20.4%)；新开发 2.2 万个工商业用户，同比减少 0.3 万户 (-13.0%)。

截至 2022 年末，公司累计接驳家庭用户 2792.1 万户，城燃项目覆盖区域可供接驳城市人口总数达 13319.6 万户；累计接驳工商业用户 22.45 万户，已安装装置日设计供气量达 1.83 亿方。随着气化率的进一步提升，未来公司燃气安装业务预计仍将保持每年新开发 200 多万户的稳定规模较长时间，而燃气安装的拓展将给零售气量的进一步增长打开空间。

图 32: 公司新增居民燃气用户数量 (万户)

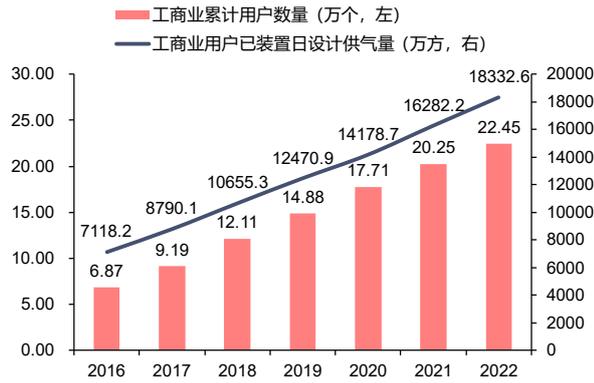


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 33: 可供接驳城市人口总数 (万户)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 34: 公司工商业用户累计数量及装置日设计供气量


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 35: 燃气安装业务毛利及毛利率 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

舟山接收站: 充分发挥支点作用, 处理规模有较大提升空间。

2022年8月17日, 新奥股份发布《发行股份及支付现金购买资产暨关联交易实施情况暨新增股份上市公告书》, 宣布完成新奥舟山90%的股权收购, 新奥舟山成为上市公司控股子公司。本次交易的总对价合计85.5亿元, 其中, 上市公司向新奥科技发行股份购买新奥舟山45%股权(对价42.75亿元), 向新奥科技、新奥集团、新奥控股支付现金分别购买新奥舟山25%、15%和5%的股权(对价42.75亿元), 现金对价由上市公司全资子公司新奥天津支付。收购后上市公司可以更为灵活地发挥舟山接收站的支点作用, 加强上中下游的协同合作。

目前我国已建成LNG接收站24座, 合计处理能力10957万吨/年, 其中国家管网集团及三大油的接收能力合计为8877万吨/年(占比81%), 新奥股份拥有国内最大民营LNG接收站——新奥舟山LNG接收站, 舟山LNG接收站项目一二期设计接收能力500万吨/年, 实际处理能力达750万吨/年, 2025年项目三期建设完成后处理能力有望提升至1000万吨/年。

表 7: 我国已建成 LNG 接收站情况

省份	项目名称	所属企业	设计接收能力 (万吨/年)	储罐 (万立方米)
辽宁	大连 LNG 项目	国家管网	600	48
河北	曹妃甸 LNG 项目一二期	中石油	650	128
广东	深圳迭福 LNG 项目	国家管网	400	64
	粤东惠来 LNG 项目	国家管网	200	48
	广东大鹏 LNG 项目	中海油	680	64
	深圳华安 LNG 项目	深圳燃气	80	8
	九丰 LNG 项目	九丰	150	16
	珠海金湾 LNG 项目一期	中海油	350	64
江苏	如东 LNG 项目一二期	中石油	1000	108
	盐城绿能港 LNG 项目	中海油	300	88
	广汇启东 LNG 项目	广汇	500	62
福建	莆田 LNG 项目	中海油	630	96
山东	青岛 LNG 项目一二期	中石化	700	96
浙江	杭嘉鑫 LNG 项目	嘉兴燃气	100	20
	宁波 LNG 项目一期	中海油	700	96
	新奥舟山 LNG 项目一二期	新奥	500	64
上海	洋山 LNG 项目	申能	600	89.5
	五号沟 LNG 项目	申能	150	16
海南	中油深海 LNG 项目	中石油	27	4

	洋浦 LNG 项目	国家管网	300	32
广西	北海 LNG 项目	国家管网	600	64
	防城港	国家管网	60	6
天津	天津 LNG 项目一二期	国家管网	600	36.5
	天津 LNG 项目一二期	中石化	1080	64

资料来源：立鼎产业研究院，信达证券研发中心

表 8：新奥舟山 LNG 接收站项目建设情况

项目期数	投产时间	项目建设内容	投产后处理能力 (万吨/年)
一期	2018	2 座 16 万立方米 LNG 储罐、LNG 加注工艺系统及配套辅助设施。港口工程包括 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 船舶的装船码头（含 2 个装船泊位）、2 个 LNG 槽车滚装船泊位、相关配套管线工程	300
二期	2021	2 座 16 万立方米 LNG 储罐、3 台 IFV 气化器、14 个装车撬及相关配套设施	750
三期	2025E	4 座 22 万立方米 LNG 储罐及配套罐内设施、LNG 外输工艺系统	1000

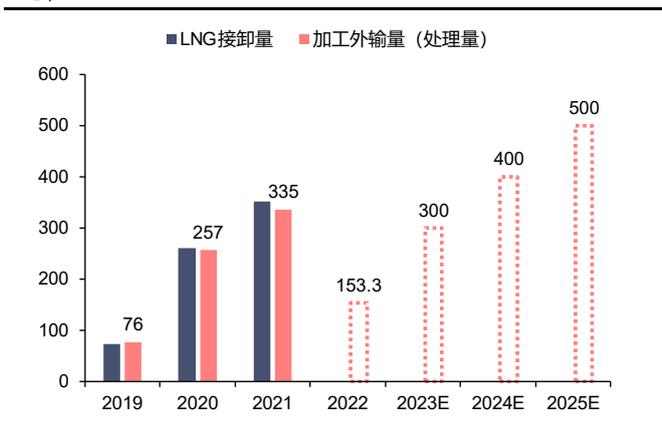
资料来源：公司公告，新地公司官网，信达证券研发中心

舟山接收站投产后 LNG 接卸量及处理量大幅提升，2021 年处理量达 335 万吨，2019-2021 年处理量 CAGR 达 109.9%；2022 年受国内外天然气现货价格倒挂的影响，LNG 进口量减少，接收站处理量下滑至 153.3 万吨；随着气价逐步回归正常，公司预计 2023 年舟山 LNG 接收站处理量有望重回 300 万吨以上。

2019-2021 年接收站业务营收及净利润实现高增长，CAGR 分别达 130.1%、360.4%，净利率由 11.5% 提升至 46.2%。根据业绩承诺，2022/2023/2024/2025 年新奥舟山净利润将分别达 3.50/6.39/9.33/11.96 亿元，2023-2025 年净利润增幅分别为 82.9%/46.0%/28.2%。2022 年新奥舟山实现扣非后归母净利润 4.02 亿元，完成业绩承诺（3.50 亿元）的 115%。

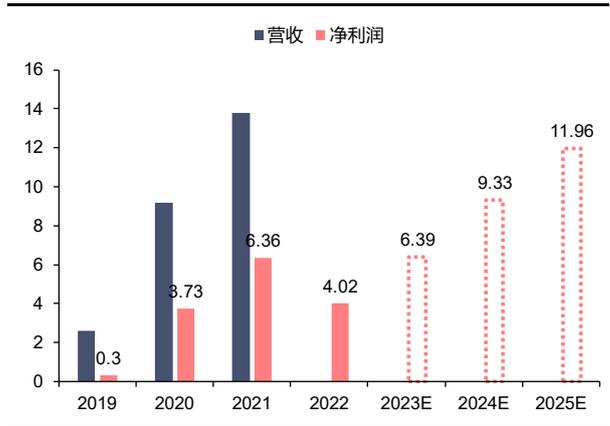
随着舟山接收站 LNG 处理量的增长，接收站盈利水平有望持续提升。由于 LNG 接收站的运营具有明显的固定成本（固定/无形资产的折旧摊销）高、可变成本少的特点，未来随着接收站 LNG 处理量的上升，单位固定成本被摊薄，单位总成本下降，净利率有望持续提升。

图 36：2019-2025E 舟山接收站 LNG 接卸量及处理量（万吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37：2019-2025E 新奥舟山营收及净利润（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

开拓多元化经营模式，提升业务盈利水平。目前新奥舟山 LNG 接收站主要有 3 种传统盈利模式，分别为 LNG 液态仓储服务、LNG 气化外输服务及管道输送服务，并收取接卸、仓储、气化加工、管道输送等费用；近年来，新奥舟山积极开展罐容租赁、LNG 船舶加注等

新型衍生业务，此类服务完全市场化定价，未来接收站的利用效率和盈利水平有望得到进一步提升。

表 9: 新奥舟山 LNG 接收站业务类型

业务类型	业务简介
LNG 液态仓储服务	LNG 船舶接卸、仓储、装车（槽车/罐箱）和装船服务，收取仓储服务费
LNG 气态外输服务	提供 LNG 船舶接卸、仓储和气化加工服务
天然气管道输送服务	从舟山接收站首站通过管道输送给客户，收取管道输送服务费
其他服务	储气调峰服务（罐容租赁）、LNG 船舶加注、罐箱外运、小船分拨

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综上，新奥股份整合了上游气源、中游储运以及下游的分销资源，经营环节覆盖天然气全产业链，是国内稀缺的拥有上下游一体化协同优势的城燃公司。公司依托中游舟山 LNG 接收站资产以及下游全国布局的优质城燃项目，借力多年深耕天然气领域的经验以及良好的国际信誉和形象，才有能力获取国内外丰富、长期、低价的气源，而公司的气源优势又为下游天然气零售、直销、批发以及接收站业务盈利的稳定增长提供了有力的保障，各环节之间互相协作、相互配合，充分体现了公司上下游一体化的优势。

三、综合能源业务增速亮眼，布局氢能打造新增长点

3.1 “双碳”政策下综合能源业务高速增长

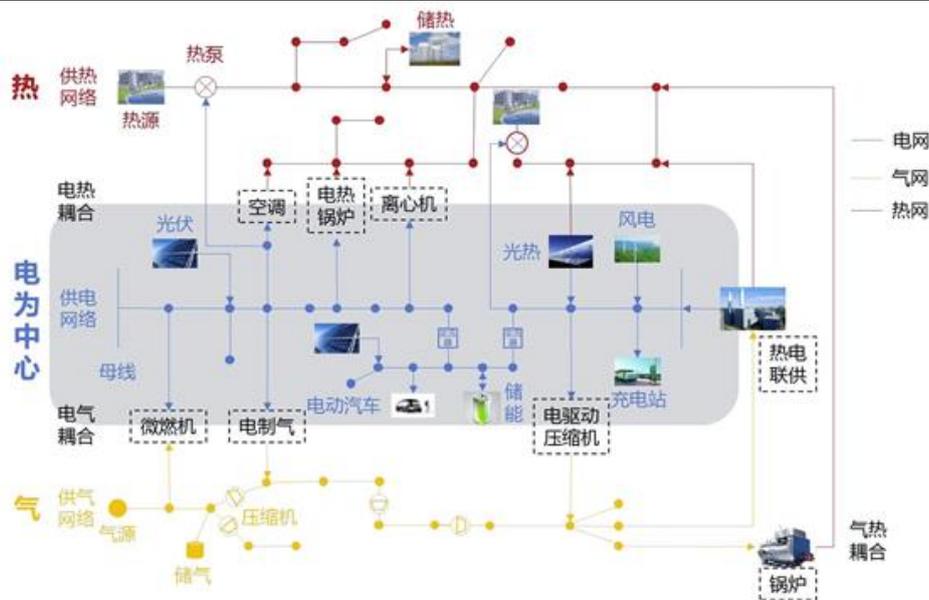
综合能源是针对区域内的能源用户，提供冷、热、气、电等能源一体化的解决方案（不同于以往不同能源品种单独规划、单独设计、单独运营的模式），通过中央智能控制服务平台，实现横向能源多品种之间、纵向“源-网-荷-储-用”能源供应环节之间的协同和互动。通过实现节约资源、高效环保，提升用户用能体验，进而更好解决能源供应的清洁低碳、高效便捷和能源安全问题。综合能源项目典型场景主要有智慧城镇(含新、老城区/镇)、产业园区(含工业园区、高新园区，单一产业或多种类产业)、集群楼宇(含单一建筑和“主体+裙房”建筑)。

在“双碳”和能源转型政策的驱动下，综合能源未来发展潜力可期。2021年2月，科技部印发《国家高新区绿色发展专项行动实施方案》，要求在国家高新区现有产业基础上，推动园区绿色、低碳、循环、智慧化改造，规划到2025年，国家高新区单位工业增加值综合能耗降至0.4吨标准煤/万元以下；2021年12月，发改委联合工信部下发《关于做好“十四五”园区循环化改造工作有关事项的通知》，要求到2025年底，具备条件的省级以上园区（包括经济技术开发区、高新技术产业开发区、出口加工区等各类产业园区）全部实施循环化改造，显著提升园区绿色低碳循环发展水平。

2022年1月，发改委在《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》中指出要探索建立区域综合能源服务机制，探索同一市场主体运营集供电、供热/冷、供气为一体的多能互补、多能联供区域综合能源系统，鼓励地方采取招标等竞争性方式选择区域综合能源服务投资经营主体，并要求公共电网企业、燃气供应企业为综合能源服务运营企业提供可靠能源供应，做好配套设施运行衔接。

随着我国碳治理思路的不断落地，产业园区低碳改造及建设将有序进行，综合能源的发展空间将逐步打开，未来我国综合能源服务市场有望快速拓展。

图 38：园区综合能源供应示意图



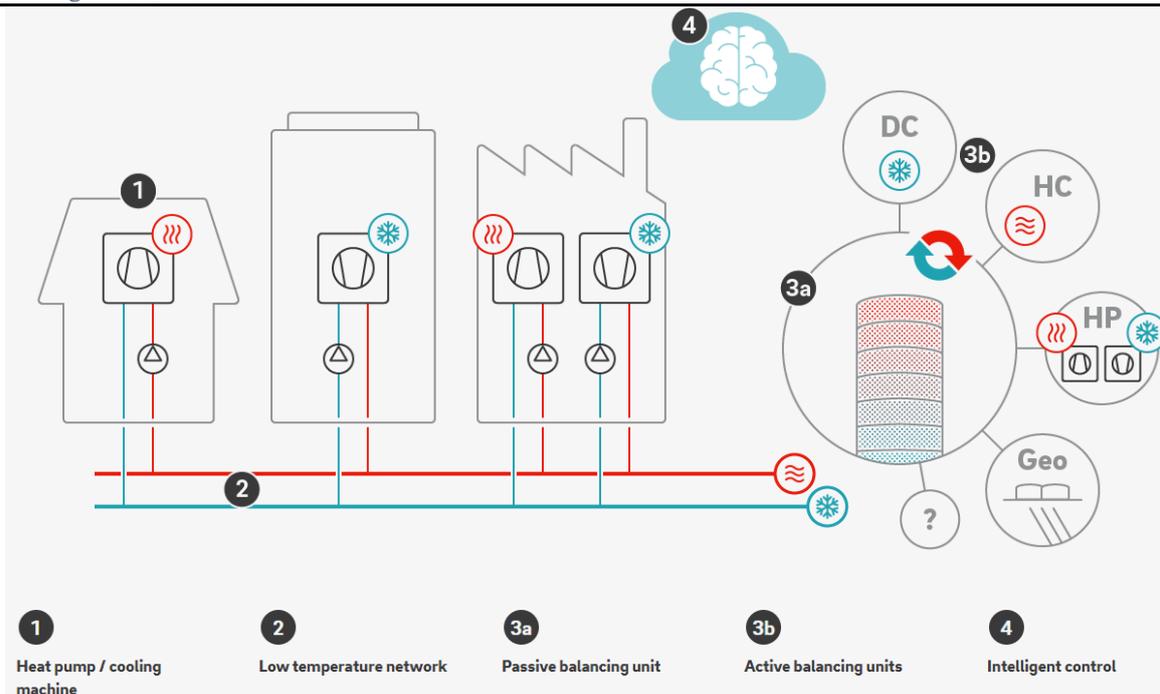
资料来源：创客能源，信达证券研发中心

表 10: 近年来我国部分综合能源相关政策

时间	部门	政策名称	政策内容
2022 年 1 月	发改委、国家能源局	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	探索建立区域综合能源服务机制。探索同一市场主体运营集供电、供热/冷、供气为一体的多能互补、多能联供区域综合能源系统，鼓励地方采取招标等竞争性方式选择区域综合能源服务投资经营主体。鼓励增量配电网通过拓展区域内分布式清洁能源、接纳区域外可再生能源等提高清洁能源比重。公共电网企业、燃气供应企业应为综合能源服务运营企业提供可靠能源供应，并做好配套设施运行衔接。
2022 年 1 月	发改委、国家能源局	《关于印发“十四五”现代能源体系规划的通知》	能源产业智能化升级进程加快，工业园区、城镇社区、公共建筑等领域综合能源服务，推动能源生产消费方式深刻变；实施智慧能源示范工程，以多能互补的清洁能源基地、源网荷储一体化项目、综合能源服务等新模式新业态为依托，开展试点示范；支持新模式新业态发展，健全分布式电源发展新机会，培育壮大综合能源服务商等新兴市场主体，破除能源新模式、新业态在市场准入、投资运营、参与市场交易等方面的体制机制壁垒。
2022 年 5 月	发改委、国家能源局	《关于促进新时代新能源高质量发展实施方案的通知》	推动新能源在工业和建筑领域应用。在具备条件的工业企业、工业园区，加快发展分布式光伏、分散式风电等新能源项目，支持工业绿色微电网和源网荷储一体化项目建设，推进多能互补高效利用，开展新能源电力直供电试点，提高终端用能的新能源电力比重。

资料来源：发改委，人民政府网，信达证券研发中心

在国外，综合能源服务模式已相对成熟，德国、美国、法国等很多发达国家的大型电力企业均已转型为综合能源服务商，如美国太平洋燃气电力公司、法国电力公司、德国意昂集团等，它们在提供多种能源供应之外，还提供节能改造、需求侧响应、分布式电源接入、电动汽车接入等多元化服务。以德国意昂集团为例，意昂集团是德国最大的电力公司，转型前主要经营电力、天然气等传统能源业务。通过 2016 年剥离常规发电和能源交易业务，以及 2018 年收购电力供应商和配电运营商 Innogy 实现了业务转型。其综合能源服务以能源销售为基础，为工商业及家庭用户提供定制化的低碳能源解决方案，专注于能源供应、配电网络、智能电网、能效服务和智慧家庭等领域。

图 39: 意昂 ectogrid 零排放供冷供热系统


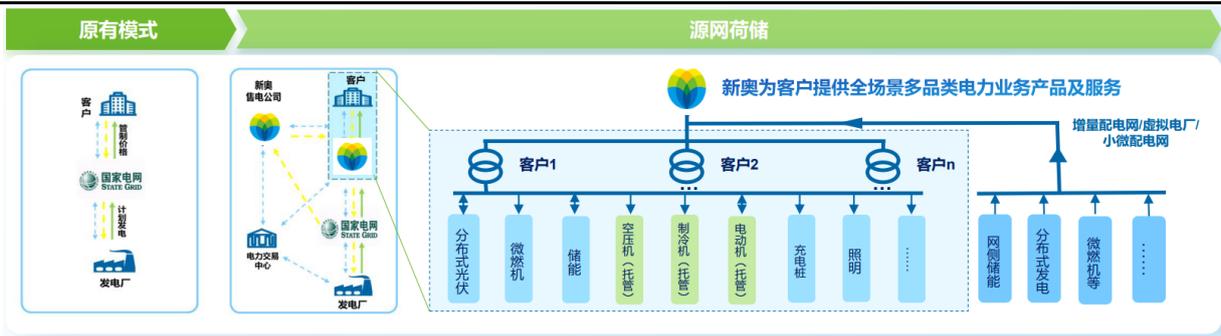
资料来源：意昂集团官网，信达证券研发中心

公司发展综合能源业务具有显著的客户资源优势，多种产品支撑企业能碳安解决方案。公司的综合能源业务重点开发低碳园区、低碳工厂、低碳建筑、低碳交通四大类客户。公司下游拥有 22 万户企业燃气用户，且经营区内还有 100+ 万户非燃气企业客户，其中大部分客户，尤其是上市公司及出口型企业有较强的 ESG 需求，客户所在的工业园区也有能源结构低碳转型的需要，这为公司发展综合能源业务提供了客户资源优势。公司以天然气作为切入点，结合客户当地风、光等可再生能源禀赋，据客户的用能需求、用能规律、节能减排等诉求，因地制宜为客户定制综合能源解决方案，为客户提供除天然气之外的蒸汽、冷、热、电等能源；公司一般与工业园区、工厂等用户签订 25-30 年的长期合同，投资、建设、运营供冷供热系统、分布式风电光伏、储能等设备，收取配套费以及持续供能的费用。除了多种能源产品之外，近年来公司的业务还在向低碳和安全方面延伸，如提供低碳工厂认证、碳排监测、碳核查、燃气安全、电力安全、企业生产安全等产品。

其中，在电力方面，公司按照“源网荷储一体化”理念，积极布局增量配电网、虚拟电厂、小微配电网等领域，为客户提供上至配网、下至到端，外延至广域需求侧响应的多品类电力产品及服务。

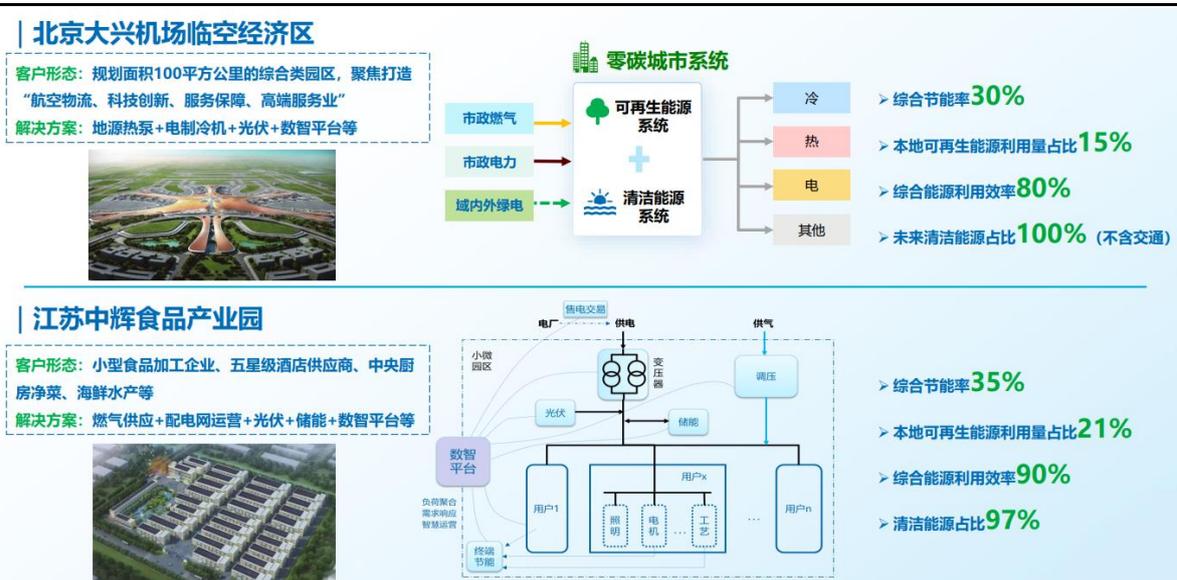
综合能源业务以公司典型项目北京大兴机场临空经济区为例，该项目的解决方案融合了地源热泵、光伏、电机制冷以及数智平台，在园区内形成了一套绿色能源系统，辅以市政燃气、市政电力以及区域外绿电，园区综合节能率达到 30%，综合能源利用效率达到 80%，公司预计未来园区清洁能源占比将逐步提升至 100%。

图 40：公司电力业务全场景模式



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41：公司综合能源项目典型案例

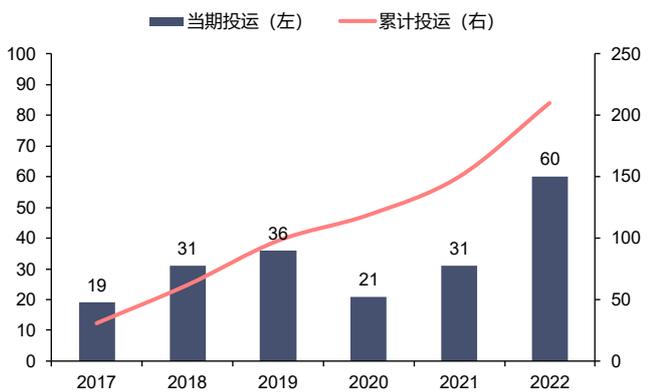


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司综合能源项目迅速扩张，综合能源销售量价齐升驱动营收高速增长。2018-2022年，公司综合能源销量 CAGR 达 66.6%，综合能源业务营收 CAGR 达 86.1%；2022 年，公司有 60 个综合能源项目完成建设并投入运营，累计已投运项目达 210 个，带来冷、热、电等共 222.4 亿千瓦时的综合能源销量，同比增长 16.6%，综合能源营收达到 120.52 亿元，同比增长 38.1%。

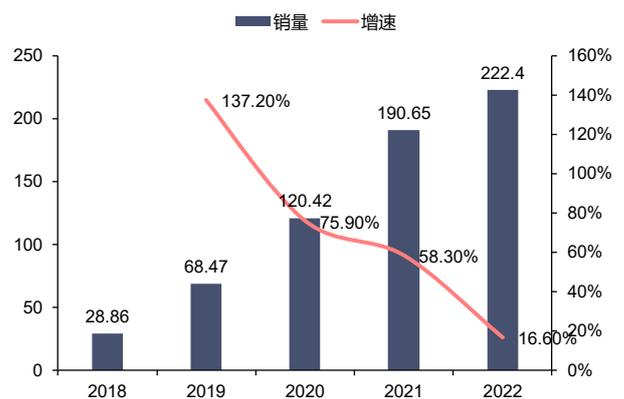
公司综合能源项目潜在用能规模合计达 597 亿千瓦时，项目转化周期大幅缩短。其中，公司 210 个累计已投运综合能源项目潜在用能规模达到 341 亿千瓦时，另有在建综合能源项目 54 个，建成投产后潜在用能规模 76 亿千瓦时，此外，公司已签约项目 1679 个（27 个低碳园区+1382 个低碳工厂+270 个低碳建筑），潜在用能规模超 180 亿千瓦时。公司综合能源项目转化周期由 12 个月缩短到 6 个月，商机转化率超 50%。

图 42: 公司综合能源项目投运及累计投运个数 (个)



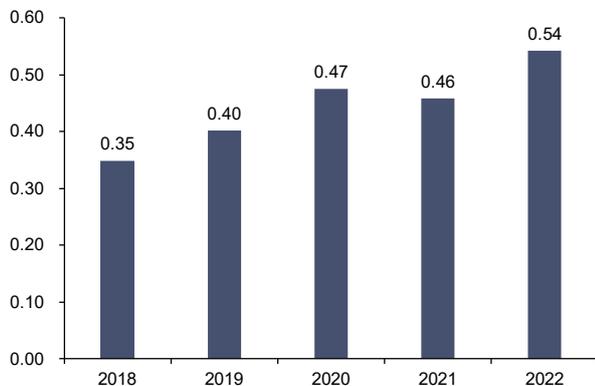
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 43: 公司综合能源销量及增速 (亿千瓦时)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 44: 公司综合能源销售单价 (元/千瓦时)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 45: 公司综合能源业务营收及毛利情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

3.2 氢能工程业务项目经验丰富

前瞻性布局氢能工程领域，制氢技术成熟。公司自 2011 年起承接氢能相关工程项目，经过 10 余年积累，目前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。其中，公司在辽宁葫芦岛布局天然气制氢项目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，实现天然气产业链延伸；此外，由公司子公司新地能源工程 EPC 总承包建设的张家口氢能产业化应用示范园建设项目，采用电解水制氢技术，制氢规模 2000 标方/小时，在北京冬奥会、冬残奥会期间为张家口地区 300 余辆氢燃料公交车提供

原料，为盛会的顺利举办提供了有力保障。

截至 2022 年末，公司参与的制氢工程项目达到 40 余个。2022 年公司成功签约山西金烨焦炉煤气、碳捕集制 LNG 联产氢气 EPC 总承包项目，以及华丰制氢、加氢、加油、加气、充电一体化的能源综合服务项目，累计签约金额达 47 亿元，其中氢能相关签约金额达 14 亿元。

图 46: 公司氢能板块业务布局



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

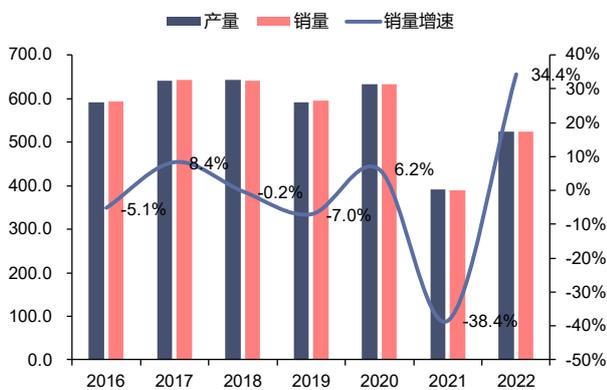
四、受益于煤价上涨，煤炭业务盈利大增

公司拥有内蒙古鄂尔多斯王家塔煤矿采矿权，目前产能 800 万吨/年，随着煤炭产能核增的稳步推进，公司预计远期产能可提升至 1000 万吨/年。煤炭的开采、洗选、外输等均委托第三方运营。公司的煤种主要为不粘煤，另有少数长焰煤；主要煤炭产品包括混煤和洗精煤，其中混煤常用作动力煤，洗精煤可以用作煤化工原材料。

公司商品煤产销量基本保持稳定，2016-2020 年维持在 600 万吨左右，2021 年受井下地质条件变差叠加安全原因停产整顿的影响，公司生产煤炭 392 万吨，同比下滑 38.07%；2022 年公司煤炭产销量实现恢复式增长，销量达到 524 万吨，同比增长 34.4%。

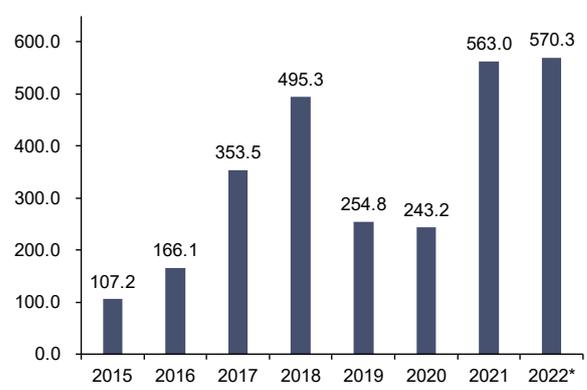
2021 年受益于煤炭价格上涨，公司商品煤售价大增，2021 年公司商品煤销售均价为 563 元/吨，同比上涨 131.5%；同样受益于煤价抬升，2021 年在产量大幅下滑的前提下，公司子公司新能矿业营收仍达到 22.1 亿元，同比增长 41.1%，营业利润 13.1 亿元，同比增长 243.2%。2022 年煤价中枢进一步上涨，新能矿业营收达到 29.8 亿元，同比增长 35.2%，营业利润 15.9 亿元，同比增长 21.5%。

图 47：公司商品煤产销量及增速（万吨）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 48：公司商品煤年均售价（不含税，元/吨）



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心 注：2022 年煤炭业务营收未披露，销售均价为根据子公司新能矿业营收估算。

图 49：5200K 鄂尔多斯东胜原煤坑口价（含税，元/吨）



资料来源：中国煤炭资源网，信达证券研发中心

图 50：新能矿业营收、营业利润及净利润情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

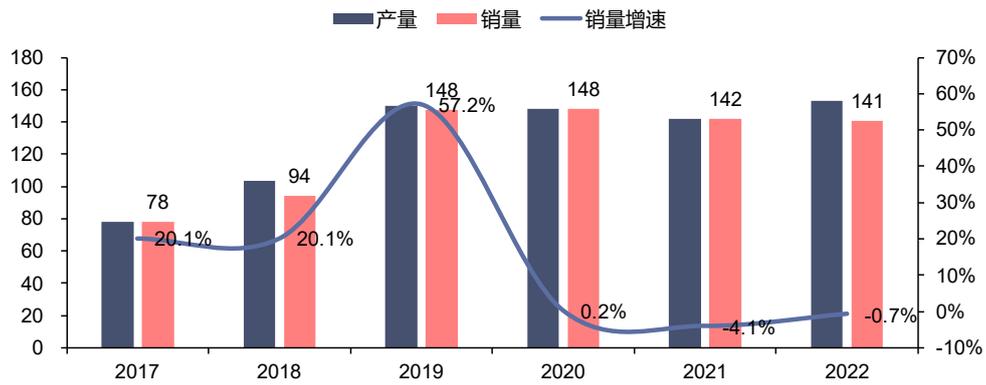
公司的煤化工业务为甲醇的生产、销售。公司甲醇产品主要原料为煤炭，在内蒙古鄂尔多斯市及周边采购。公司目前共拥有两套煤制甲醇装置，合计设计产能为 120 万吨/年。

2022 年公司甲醇生产量为 153 万吨，同比增加 7.7%；销售量为 141 万吨，同比减少 0.7%。2021 年甲醇业务实现营收 28.0 亿元，同比增长 45.6%；受上游原料煤成本大涨的影响，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 28

2021年公司甲醇业务出现亏损，实现毛利润-0.72亿元，毛利率下滑至-2.5%。

图 51: 公司甲醇产量及增速 (万吨)



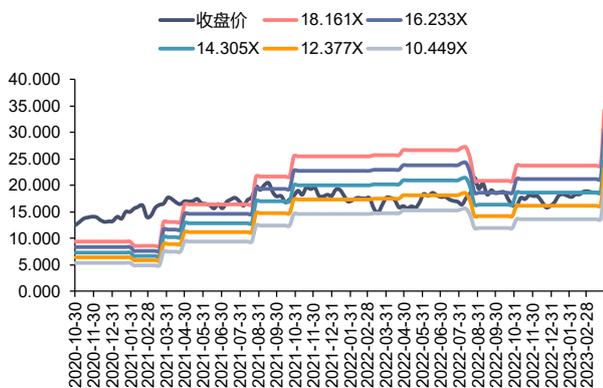
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、盈利预测与估值

- 1) 新奥股份具备天然气全产业链优势，可有效抵御气价波动，支撑盈利的持续稳健增长。直销气业务上游拥有 HH 挂钩丰富低价长协气源，下游国内销售与国际转售业务同步开展，随着国内市场的开拓以及更多低价长协的开始执行，直销气业务的高增长、高盈利态势有望持续。我们预计 23/24/25 年公司直销气业务毛利润增速分别为 34%/7%/32%。
- 2) 公司零售气业务上游资源池多元稳定，三大油低价管道气占比高，下游顺价能力持续改善；受益于国际气价回稳，国内经济复苏，公司的零售气量增速有望回升，零售气毛差也有望修复；我们预计 23/24/25 年公司零售气量分别达到 291/325/364 亿方，对应年增速 12%，计算口径毛差保持在 0.35 元/方。
- 3) 公司综合能源业务增长亮眼，随着我国碳治理思路的不断落地，工业园区、工厂、建筑低碳改造和建设的持续进行，我国综合能源市场的空间有望持续打开；我们预计 23/24/25 年公司综合能源销量分别达到 311/405/526 亿千瓦时，对应增速 40%/30%/30%。

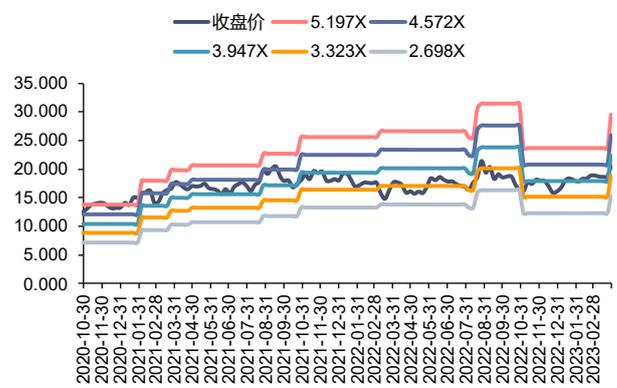
结合以上，我们预测新奥股份 2023-2025 年的营业收入分别为 1578.8 亿元、1788.7 亿元、2101.6 亿元，对应增速 2.5%/13.3%/17.5%；归母净利润分别为 74.1 亿元、87.3 亿元、102.8 亿元，对应增速 26.8%/17.8%/17.8%；EPS 分别为 2.39 元、2.82 元、3.32 元；对应 4 月 10 日收盘价的 PE 分别为 8.84X、7.51X、6.37X，首次覆盖给予“买入”评级。

图 52: 新奥股份 PE-Band



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 53: 新奥股份 PB-Band



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

表 11: 核心假设及分版块收入成本预测

百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入合计	115920	154044	157883	178865	210156
yoy	31.6%	32.9%	2.5%	13.3%	17.5%
毛利润合计	19407	23342	29573	33119	39034
yoy	18.9%	20.3%	26.7%	12.0%	17.9%
1、天然气业务					
1) 零售气					
收入	56749	70051	76888	86115	96449
yoy	23.7%	23.4%	9.8%	12.0%	12.0%
毛利润	7178	7469	10169	11389	12756
yoy	-7.8%	4.1%	36.2%	12.0%	12.0%
零售气量 (亿方)	252.7	259.4	290.5	325.4	364.5
零售气单位毛差 (元/方)*	0.28	0.29	0.35	0.35	0.35
2) 直销气					
收入	5785	16314	17129	23125	33531
yoy	265.2%	182.0%	5.0%	35.0%	45.0%
毛利润	1293	3107	4174	4476	5897
yoy	773.5%	140.3%	34.4%	7.2%	31.7%
直销气量 (亿方)	41.0	35.1	52.6	78.9	114.4
直销气单位毛差 (元/方)	0.32	0.89	0.79	0.57	0.52
3) 批发气					
收入	24561	33834	24394	22614	23292
yoy		37.8%	-27.9%	-7.3%	3.0%
毛利润	392	2688	2783	2509	2584
yoy		586.1%	3.6%	-9.9%	3.0%
批发气量 (亿方)	78.3	67.6	69.6	71.7	73.8
批发气单位毛差 (元/方)	0.05	0.40	0.40	0.35	0.35
4) 舟山 LNG 接收站					
净利润/业绩承诺	636	402	639	933	1196
yoy	70.5%	-36.8%	58.9%	46.0%	28.2%
2、综合能源业务					
收入	8726	12052	16872	21934	28514
yoy	52.7%	38.1%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利润	1577	1658	2531	3290	4277
yoy	44.1%	5.1%	52.7%	30.0%	30.0%
综合能源销量 (亿千瓦时)	190.7	222.4	311.4	404.8	526.2
yoy	58.32%	16.65%	40%	30%	30%
3、工程建设与安装业务					
收入	10409	8441	8863	9306	9771
yoy	8.3%	-18.9%	5.0%	5.0%	5.0%
毛利润	5245	3505	4431	4653	4886
yoy	24.8%	-33.2%	26.4%	5.0%	5.0%
4、能源生产业务*					
收入	6900	8551	8563	8620	8677
yoy		23.9%	0.1%	0.7%	0.7%
毛利润	1420	2129	2139	2171	2203
yoy		49.9%	0.5%	1.5%	1.5%
5、增值及数智化业务					
收入	1591	2284	2741	3289	3947

yoy		43.6%	20.0%	20.0%	20.0%
毛利润	1326	1791	2193	2631	3158
yoy		35.1%	22.4%	20.0%	20.0%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 零售气单位毛差为计算口径; 2022 年年报将煤炭、甲醇、化工贸易业务合并为能源生产业务大类, 已不再分别披露。

表 12: 可比公司估值表 (截至 2023/4/10)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	归母净利润 (百万元)				PE				PB
			2021A	2022A/E	2023E	2024E	2021A	2022A/E	2023E	2024E	
600803.SH	新奥股份*	21.15	4050	5844	7410	8726	13.40	10.62	8.85	7.50	2.81
605090.SH	九丰能源	21.92	951	1090	1348	1642	13.57	12.58	10.17	8.35	2.03
601139.SH	深圳燃气	6.77	1012	1180	1578	1872	14.40	15.74	12.31	10.42	1.53
0384.HK	中国燃气	10.60	7662	6773	8452	9847	7.63	8.55	6.84	5.86	0.99
1193.HK	华润燃气	26.75	6395	4733	5718	6375	9.68	13.08	10.83	9.71	1.57
0135.HK	昆仑能源	6.07	23016	5228	6909	7622	2.28	10.12	7.59	6.90	0.78

资料来源: Wind, 信达证券研发中心整理 注: 标*公司为信达能源的盈利预测, 其他公司采用 Wind 一致预测。

风险因素

国内经济严重下行, 天然气消费量增速不及预期; 接收站项目建设进度低于预期; 国内天然气顺价程度不及预期; 综合能源销售量低于预期。

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	39,818	38,783	51,319	70,489	95,527	
货币资金	11,506	9,238	20,515	34,243	54,167	
应收票据	325	325	342	414	474	
应收账款	6,534	6,376	6,643	7,921	9,265	
预付账款	3,953	4,988	4,896	5,562	6,530	
存货	3,170	2,417	2,815	2,910	3,900	
其他	14,330	15,440	16,108	19,440	21,190	
非流动资产	94,502	97,414	102,279	106,443	110,006	
长期股权投资	5,996	6,021	6,047	6,072	6,098	
固定资产(合)	62,437	66,128	73,286	78,546	82,608	
无形资产	10,939	11,062	11,062	11,062	11,062	
其他	15,130	14,202	11,884	10,762	10,238	
资产总计	134,320	136,197	153,598	176,932	205,532	
流动负债	56,263	48,668	49,795	54,889	62,638	
短期借款	7,972	7,560	7,148	6,736	6,324	
应付票据	1,261	857	1,222	1,140	1,634	
应付账款	11,995	10,484	11,584	13,483	15,948	
其他	35,034	29,766	29,841	33,530	38,732	
非流动负债	29,674	35,967	38,664	41,361	44,058	
长期借款	8,956	12,112	15,809	19,506	23,203	
其他	20,717	23,855	22,855	21,855	20,855	
负债合计	85,936	84,635	88,459	96,250	106,696	
少数股东权益	31,667	33,984	41,842	50,762	61,313	
归属母公司股东	16,717	17,578	23,297	29,919	37,524	
负债和股东权益	134,320	136,197	153,598	176,932	205,532	

重要财务指标		单位: 百万元				
主要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	115,900	154,169	157,883	178,865	210,156	
同比(%)	31.6%	33.0%	2.4%	13.3%	17.5%	
归属母公司净利	4,632	5,844	7,410	8,726	10,293	
同比(%)	119.8%	26.2%	26.8%	17.8%	18.0%	
毛利率(%)	17.4%	15.2%	18.7%	18.5%	18.6%	
ROE(%)	27.7%	33.2%	31.8%	29.2%	27.4%	
EPS(摊薄)	1.49	1.89	2.39	2.82	3.32	
P/E	14.15	11.21	8.84	7.51	6.37	
P/B	3.92	3.73	2.81	2.19	1.75	
EV/EBITDA	4.47	3.84	3.76	2.83	1.79	

利润表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	115,900	154,169	157,883	178,865	210,156	
营业成本	95,649	130,727	128,310	145,746	171,122	
营业税金及附	641	784	804	910	1,070	
销售费用	1,447	1,485	1,522	1,724	2,026	
管理费用	3,593	4,121	4,736	5,366	6,305	
研发费用	1,073	1,220	1,251	1,417	1,665	
财务费用	690	2,933	1,923	1,942	1,934	
减值损失合计	-450	-243	-252	-252	-252	
投资净收益	1,179	847	1,105	1,789	1,681	
其他	697	1,203	138	185	254	
营业利润	14,232	14,705	20,328	23,481	27,718	
营业外收支	-65	-28	-93	-93	-93	
利润总额	14,167	14,677	20,235	23,388	27,625	
所得税	3,043	3,603	4,967	5,741	6,781	
净利润	11,124	11,074	15,268	17,647	20,844	
少数股东损益	6,492	5,230	7,858	8,920	10,551	
归属母公司净	4,632	5,844	7,410	8,726	10,293	
EBITDA	16,945	20,037	22,260	25,461	30,414	
EPS(当年)	1.51	1.90	2.39	2.82	3.32	
(元)						

现金流量表		单位: 百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金	14,165	15,006	17,056	19,391	26,438	
净利润	11,124	11,074	15,268	17,647	20,844	
折旧摊销	3,570	4,092	355	1,056	1,657	
财务费用	754	2,969	2,024	2,167	2,310	
投资损失	-1,179	-847	-1,105	-1,789	-1,681	
营运资金变动	-633	-1,860	-125	-341	2,642	
其它	529	-423	639	650	666	
投资活动现金	-8,172	-6,881	-4,349	-3,676	-3,800	
资本支出	-8,332	-8,157	-5,295	-5,306	-5,322	
长期投资	-18	-336	-74	-74	-74	
其他	179	1,611	1,021	1,704	1,597	
筹资活动现金	-5,402	-9,652	-1,445	-2,001	-2,728	
吸收投资	3,356	138	-2	0	0	
借款	27,235	24,438	3,285	3,285	3,285	
支付利息或股	-4,818	-4,978	-3,728	-4,286	-5,013	
现金净增加额	540	-1,458	11,277	13,728	19,925	

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，兼任中国信达能源行业首席研究员、业务审核专家委员，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

李春驰，CFA，中国注册会计师协会会员，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学（北京）采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产技术管理、煤矿项目投资和经营管理等工作，2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

程新航，澳洲国立大学金融学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭、煤化工行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。