

蓝天燃气 (605368)

河南“管道+城燃”龙头，高分红具安全边际 买入 (首次)

2023年07月28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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	4,754	5,457	5,753	5,933
同比	22%	15%	5%	3%
归属母公司净利润 (百万元)	592	670	737	808
同比	41%	13%	10%	10%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.85	0.97	1.06	1.17
P/E (现价&最新股本摊薄)	11.72	10.36	9.42	8.59

关键词: #股息率高

投资要点

- **河南天然气龙头，低估值高分红具备安全边际:** 公司深耕河南市场 20 年，业务覆盖河南 7 市，均为人口经济较发达区域。公司主营业务为管道天然气销售与城市天然气销售，在驻马店市区及 8 县区、新乡 4 区县以及长葛市等地拥有城市燃气特许经营权，2018-2022 年公司营收复合增长率 10.4%；2018-2022 年归母净利润复合增长率 18.8%。公司持续维持高分红，2020-2022 年分红比例分别为 70%/55%/84%，股息率 ttm7.13% (估值日 2023/7/27)，经营性现金流净额分别为 5.9/6.5/8.3 亿。公司业绩稳定，盈利能力持续提升，现金流充裕，具备安全边际。
- **长输管网核心资产，中下游业务一体化相辅相成:** 河南用气大省自产气量匮乏，主要依赖西气东输管道气。公司拥有 4 条高压天然气管道，与西气东输一线/二线主干线连通，并连接中石化、山西煤层气等气源，全长 477.02 公里，输气能力 25.7 亿方；同时公司还拥有 2 条地方输配支线以及 3,980.77 公里城市燃气管网。公司年输气量稳定在 17 亿方左右，多年来始终居河南首位。公司两项主营业务“管道+城燃”双轮驱动，2022 年两项业务收入占比分别为 51%/39%，毛利占比分别为 38%/33%。中下游一体化优势主要体现在两方面。1) 长输管网能够为下游城燃业务提供气源保障，避免天然气价格波动风险。2) 下游城燃业务需求市场逐年扩张及时消纳气量，为公司采气提供准确预判。
- **盈利模式改善&需求增长，城燃业务趋势发展:** 1) 气价方面: 河南省发布天然气市场化改革方案，价格机制将看齐全国，完善天然气管道运输价格形成机制与天然气上下游价格联动机制，对于公司中下游一体化业务模式，此举将缓解公司城燃顺价压力，盈利稳定性增强。2) 气量方面: 河南省中长期天然气管网规划纲要预测 2025 年气化人口增长至 5000 万，天然气需求增至 200 亿，河南省气量有 71% 增长空间。公司响应政策要求积极开拓乡村市场，2021 年 IPO 募投项目“驻马店天然气乡镇工程”已完工，预计将带来一次性接驳安装收入以及后续持续供气增量。同时，2023 年 6 月公司继续为“天然气村村通工程”募集资金，进一步将业务拓展至乡村未开发市场，提高驻马店市整体气化率。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为河南省中下游一体化天然气龙头，积极拓展城市天然气销售新增量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 6.7/7.4/8.1 亿元，同比增速 13.1%/10.0%/9.7%，当前市值对应 2023-2025 年 P/E 10.4/9.4/8.6X (估值日 2023/7/27)，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示:** 上游气源价格波动，天然气政策变化，募投项目推进进度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.02
一年最低/最高价	8.86/14.35
市净率(倍)	1.28
流通 A 股市值(百万元)	2,487.47
总市值(百万元)	6,941.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.80
资产负债率(% ,LF)	38.08
总股本(百万股)	692.80
流通 A 股(百万股)	248.25

相关研究

内容目录

1. 河南省天然气行业龙头，业绩稳健高股息彰显投资价值	5
1.1. 河南天然气行业龙头，业务布局天然气中下游	5
1.2. 子公司业务集中，股权结构清晰稳定	6
1.3. 业绩稳健增长现金流充裕，高股息带来确定性回报	7
1.3.1. 公司业绩稳健增长，盈利能力增强	7
1.3.2. 公司现金流充裕，高股息带来确定性回报	9
2. 中游管网+下游城燃一体化，保供应稳成本	11
2.1. 上游气源供应有限，长输管网核心资产保障供给	12
2.1.1. 河南省天然气需求缺口大，主要依赖管道供气	12
2.1.2. 公司长输管网核心资产承接上游气源，输气量居河南首位	13
2.2. 多气源结构稳定成本，中下游一体化机制锚定量与价	14
2.2.1. 开拓多样化天然气源，单一供应商采购占比下降	14
2.2.2. 中下游一体化保供应稳成本，抗风险优势凸显	15
2.2.3. 上游购气合同定量定价，下游客户合作稳定输气量需求明确	16
3. 终端价格理顺将带动价差恢复，气化河南目标驱动需求增长	18
3.1. 终端价格理顺将带动量价恢复，河南省有望出台天然气顺价政策	18
3.1.1. 天然气市场化联动机制改革，全国多地已出台顺价措施	18
3.1.2. 河南省价格政策改革启动，下游居民顺价在即	19
3.2. 公司专注河南省内优质市场，气化率目标带来增长空间	20
3.2.1. 天然气需求与经济联系紧密，河南省经济与天然气需求不匹配	20
3.2.2. 河南省气化率不足，政策驱动迎来较大增长空间	22
3.2.3. 收并购优质城燃标的，募投项目挖掘乡镇广阔市场	23
4. 盈利预测	25
5. 风险提示	27

图表目录

图 1:	蓝天燃气发展历程图.....	5
图 2:	蓝天燃气股权结构图（截至 2023 年 6 月 30 日）.....	7
图 3:	2018-2022 年营业收入增长.....	8
图 4:	2018-2022 年公司归母净利润大幅上升.....	8
图 5:	2018-2022 年各项业务收入占比拆分.....	8
图 6:	2018-2022 年各项业务毛利占比拆分.....	8
图 7:	2018-2022 年毛利率净利率水平增长.....	9
图 8:	2018-2022 年公司期间费用率下降.....	9
图 9:	2018-2022 年 ROE 杜邦分析指标.....	9
图 10:	2018-2022 年经营性现金流量净额与净现比稳健.....	10
图 11:	2018-2022 年资本开支不断增加.....	10
图 12:	2018-2022 年公司自由现金流稳定.....	10
图 13:	2018-2022 年分红与派息比率逐步上升.....	10
图 14:	天然气产业链.....	11
图 15:	河南省天然气缺口逐步扩大.....	12
图 16:	河南省西气东输管道供气量逐年增加.....	12
图 17:	河南省天然气管网分布图.....	13
图 18:	公司管道输气量与管道利用率保持稳定.....	14
图 19:	公司 2018-2022 年主要供应商采购金额比例.....	15
图 20:	公司中下游一体化业务机制.....	15
图 21:	公司 2018-2022 年管道气业务收入成本与价差.....	16
图 22:	公司 2018-2022 年城市天然气收入成本与毛利率.....	16
图 23:	2020-2022 年前五大客户采购金额上升（亿元）.....	17
图 24:	2018-2022 年前五大客户销售收入占比逐年下降.....	17
图 25:	天然气市场联动机制三阶段.....	18
图 26:	2023 年居民/工商业平均调价幅度.....	19
图 27:	2022 年全国人口前十大省份（万人）.....	20
图 28:	2022 年全国 GDP 前十名省份（万亿元）.....	20
图 29:	河南省天然气消费占能源总消费量比例较低.....	21
图 30:	2021 年全国城镇供气量前十名省份（亿方）.....	21
图 31:	蓝天燃气城燃业务分布图.....	22
图 32:	2018-2021 年河南省气化人口与城镇气化率变化情况.....	22
图 33:	驻马店市城镇化率处于河南省较低水平.....	24
表 1:	蓝天燃气主要业务分类.....	6
表 2:	公司主要子公司及孙公司情况.....	6
表 3:	公司分红回报规划（2022-2024 年）.....	11
表 4:	公司主要长输管线情况.....	13
表 5:	中石油 2023-2024 管道气合同方案.....	17
表 6:	河南省天然气价格相关现行政策.....	20
表 7:	蓝天燃气管网主要覆盖地区人口与 GDP 情况.....	21

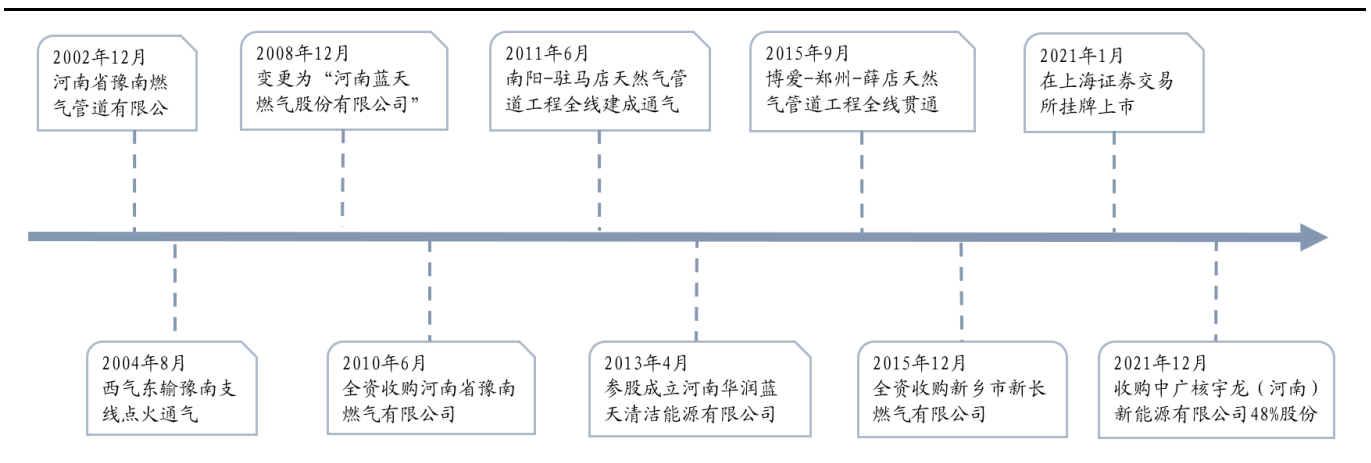
表 8: 河南省天然气规划市场空间测算.....	23
表 9: 公司股权收购情况.....	23
表 10: 公司 2021 年与 2023 年募投项目情况.....	24
表 11: 蓝天燃气分业务收入&毛利预测.....	25
表 12: 蓝天燃气及其可比公司对比 (估值日 2023/7/27)	26

1. 河南省天然气行业龙头，业绩稳健高股息彰显投资价值

1.1. 河南天然气行业龙头，业务布局天然气中下游

公司由管输商转型综合燃气公司。蓝天燃气前身河南省豫南燃气管道有限公司成立于2002年，2004年公司修建的西气东输豫南支线通气，2008年12月整体变更为“河南蓝天燃气股份有限公司”。2010年6月，公司全资收购河南省豫南燃气有限公司，开拓城市燃气业务，转型综合性燃气集团。2011年6月，南阳—驻马店天然气管道工程全线建成通气。2015年9月，博爱—郑州—薛店天然气管道工程全线贯通，同期许昌—禹州支线开始建设，公司掌握四条西气东输支干线。2015年12月，公司全资收购新乡市新长燃气有限公司。2021年1月，公司在上海证券交易所挂牌上市。

图1：蓝天燃气发展历程图



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

公司自设立以来一直致力于管道天然气业务的运营，从2010年开始进入城市燃气业务板块，并不断向下游产业链条延伸。目前公司系河南省内竞争优势显著的综合燃气公司。公司的业务模式如下：

- **管道天然气业务：**包括管道天然气销售和代输天然气。管道天然气销售是公司从上游天然气开发商购入天然气，通过自建及经营的长输管道输送到沿线城市及大型直供用户，向相关城市燃气公司及直供用户销售天然气；代输天然气是由下游客户直接从上游天然气开发商购入天然气，公司通过自建及经营的长输管道为其提供输气服务。
- **城市燃气业务：**公司通过自建及经营的城市天然气管道，向城镇居民、工业及商业用户供气，同时向城镇居民、工业及商业用户提供燃气管道安装工程服务，并销售配套燃气具。

表1: 蓝天燃气主要业务分类

业务类别	用户类型	主要用途
管道气销售	城市燃气公司、燃气电力企业及加气站公司	工业生产、居民生活、商业经营、燃气发电及燃气汽车等
城市天然气销售	居民、工商业企业	居民生活、工业生产、商业经营、液化天然气
燃气安装工程	居民、工商业企业	为各类用户开始使用天然气前的必要步骤
代输天然气	代输天然气客户	为代输天然气客户提供天然气管输服务
其他	燃气公司、居民、工商业企业	燃气具销售、燃气安装工程设计

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

1.2. 子公司业务集中, 股权结构清晰稳定

公司子公司众多, 经营业务集中在天然气产业中下游。截至 2022 年 12 月 31 日, 公司共拥有 11 家全资子公司和 2 家控股子公司, 其中 6 家经营城市燃气业务, 3 家从事天然气 LNG 销售业务, 还有 2 家配套产业公司。

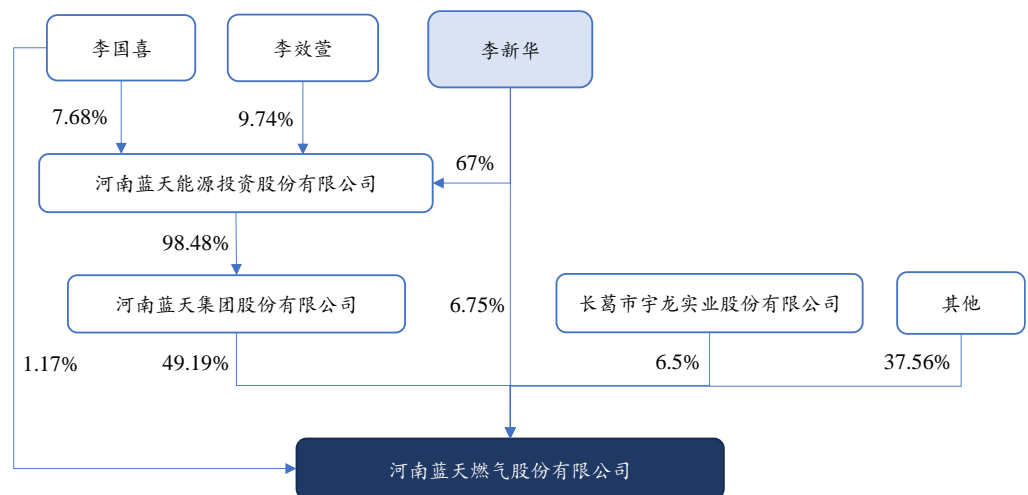
表2: 公司主要子公司及孙公司情况

公司名称	持股比例	主营业务	经营区域	经营范围
豫南燃气	100%	城市燃气业务	驻马店市区及 8 县区	城市燃气销售; 燃气工程安装与维修; 燃气具及其配件销售与维修; 燃气业务咨询与服务; 市政公用工程施工总承包
新长燃气	100%	城市燃气业务	新乡市 4 县区	城市燃气供应、储存; 燃气汽车加气; 燃气具经营、安装与维修; 燃气供应咨询、服务。
长葛蓝天	100%	城市燃气业务	长葛市	天然气管道输送供应、燃气配套设施施工安装。
新郑蓝天	100%	城市燃气业务	新郑市	燃气经营; 燃气燃烧器具安装、维修; 燃气汽车加气经营; 建设工程设计; 热力生产和供应。
万发能源	60%	城市燃气业务	尉氏县	天然气、燃气设备、取暖设备、灶具销售。天然气管道施工安装。
东升燃气	100%	城市燃气业务	原阳县	管道燃气经营及安装维修; 燃气具销售、安装、维修; 城市热力供应
海南新长	100%	天然气贸易	-	石油、天然气管道储运; 燃气经营; 技术进出口; 货物进出口;
麟觉能源	100%	天然气贸易	长葛市	城市天然气气源供应。
蓝天清洁	100%	LNG 销售	驻马店市	LNG 的生产、销售、经营和服务; LNG 液化工厂、LNG/CNG 加注站的开发、建设和经营。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

股权结构集中，实控人持股比例达 39%。截至 2023 年 6 月 30 日，公司实控人李新华直接持有公司 6.75% 股份，并通过蓝天集团间接持有公司 32.46% 的股份，合计持股 39.21%。蓝天集团为公司的控股股东，持股比例为 49.19%。公司董事李国喜与实控人李新华为兄弟关系，其直接持有蓝天燃气 1.17% 股份，通过蓝天集团间接持有公司 3.72% 的股份。此外，公司 2022 年通过向长葛蓝天的股东定向发行股票收购长葛蓝天 48% 股权，因此长葛市宇龙实业有限公司持有公司 6.5% 的股份。

图2：蓝天燃气股权结构图（截至 2023 年 6 月 30 日）



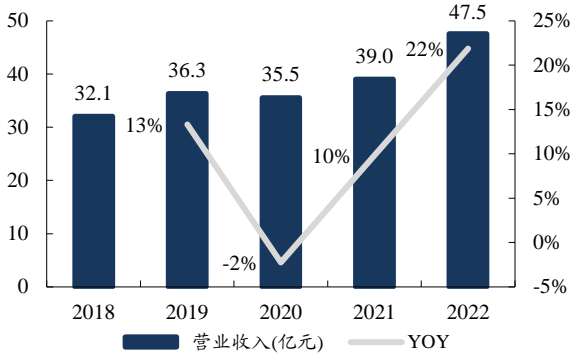
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 业绩稳健增长现金流充裕，高股息带来确定性回报

1.3.1. 公司业绩稳健增长，盈利能力增强

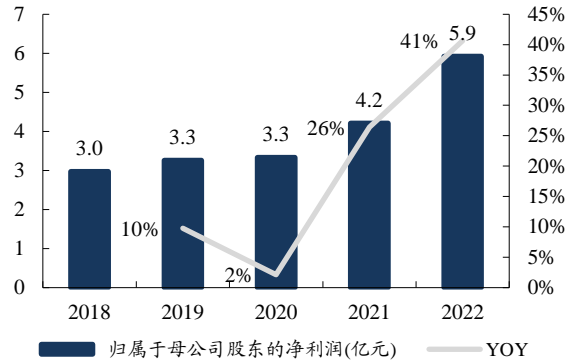
公司业绩稳健增长，受益于收并购快速扩张。公司一直以来保持稳健的增长态势，营收从 2018 年的 32.06 亿元升至 2022 年的 47.54 亿元，四年 CAGR 为 10.4%。归母净利润由 2018 年 2.97 亿增长到 2022 年 5.92 亿，四年 CAGR 为 18.8%。2022 年公司成功收购 3 家优质城燃公司，增加了特许经营权范围。收购标的并表后业绩高增，2022 年营收同比增加 22%，归母净利润同比增长 41%。

图3: 2018-2022 年营业收入增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

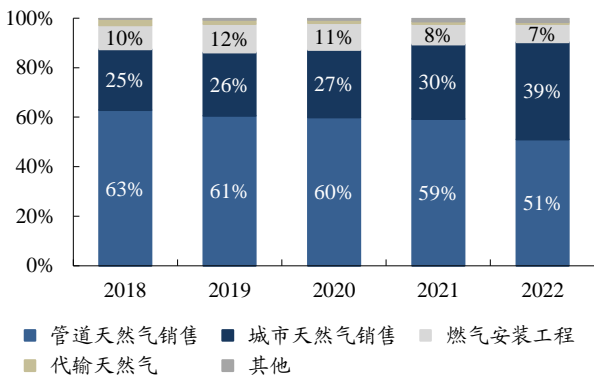
图4: 2018-2022 公司归母净利润大幅上升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

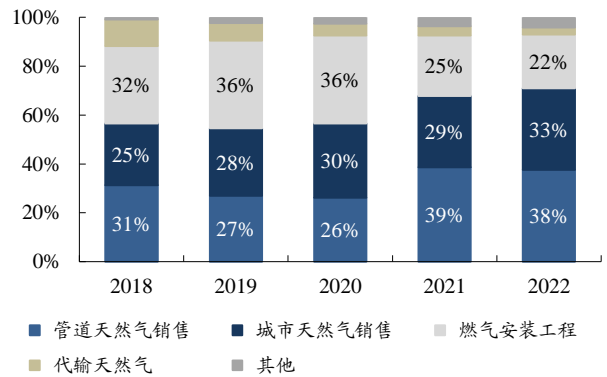
管道&城燃收入合计占比 90%，毛利占比 71%。管道天然气销售、城市天然气销售和燃气安装工程构成了公司主要的营业收入，2022 年营收分别为 24.21 亿元、18.67 亿元和 3.50 亿元，占总营收比例为 50.9%、39.3%和 7.4%。近三年管道天然气销售收入占比逐年递减，从 2018 年 63%降至 2022 年 51%；城市天然气销售收入占比逐年增加，这与公司近年来在城市燃气业务上的扩张有关，随着公司不断收并购优质城燃项目，城燃业务收入占比逐年提升，由 2018 年 25%升至 2022 年 39%。公司 2018-2022 年管道与城燃业务毛利占比逐步加大，管道天然气业务毛利占比由 2018 年 31%上升至 2022 年 38%，城燃业务毛利由 2018 年 25%升至 2022 年 33%，利润结构进一步集中。

图5: 2018-2022 年各项业务收入占比拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

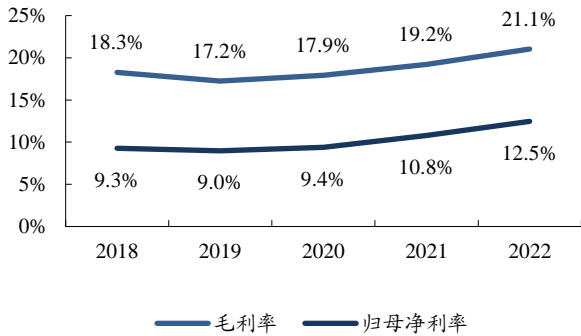
图6: 2018-2022 年各项业务毛利占比拆分



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

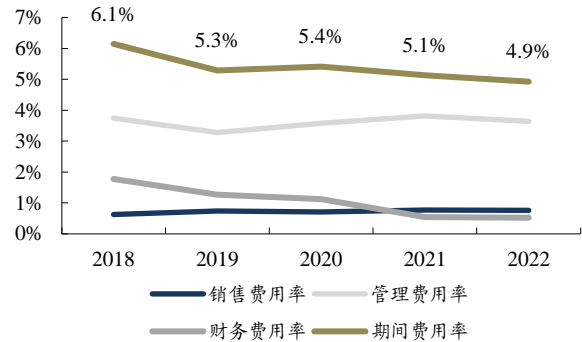
利润率显著提升，成本管控良好。公司毛利率与归母净利率同步变动，分别自 2018 年的 18.3%/9.3%增长至 2022 年的 21.1%/12.5%，增长主要来源于 2021-2022 年天然气价大幅上涨，管道天然气销售价差增加。公司期间费用率逐年下降，财务费用率自 2018 年 1.8%降至 2022 年 0.5%，成本控制良好。

图7: 2018-2022 年毛利率净利率水平增长



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

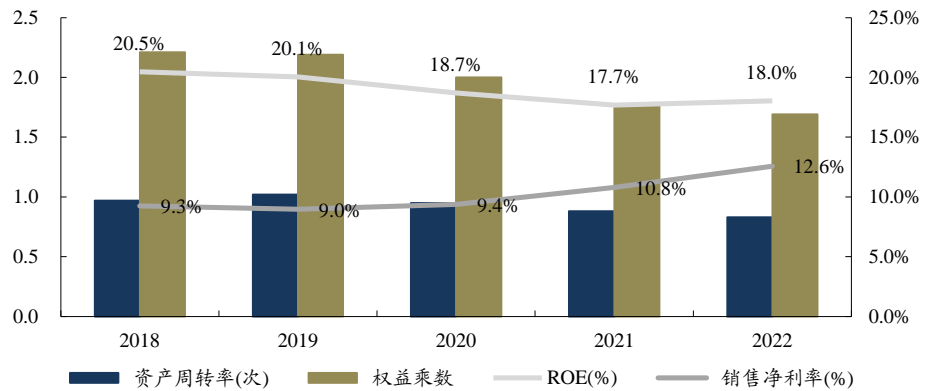
图8: 2018-2022 年公司期间费用率下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

净资产收益率稳定, 资产负债率稳降。公司 2018-2022 年净资产收益率从 20.5% 降至 18.0%, 主要是因为公司 2018-2022 年财务杠杆逐年缩减, 公司资产负债率自 2018 年的 54.8% 降至 2022 年的 40.7%。但公司净利率不断增加起到一定抵冲作用, 近三年公司净资产收益率整体保持稳定。

图9: 2018-2022 年 ROE 杜邦分析指标

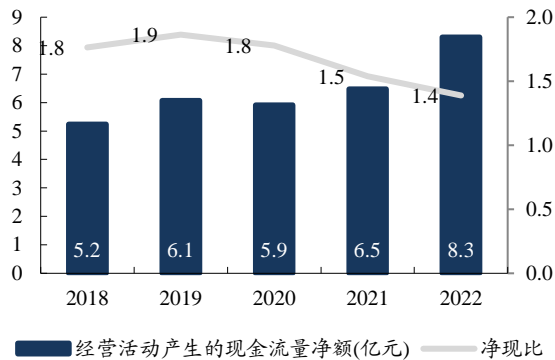


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

1.3.2. 公司现金流充裕, 高股息带来确定性回报

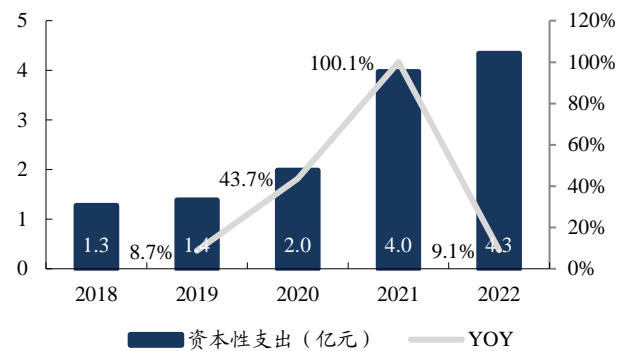
经营性现金流充裕, 净现比维持 1.4 倍。公司 2018-2022 经营性现金流量净额逐年增长, 从 5.2 亿元增长至 8.3 亿元, 经营性现金流量净额始终在净利润的 1.4 倍以上。与此同时, 随着近两年公司收并购活跃, 资本性开支增长较多, 2022 年资本开支达到 4.3 亿元, 充足的经营性现金流支撑公司发展所需资本开支。

图10: 2018-2022 年经营性现金流量净额与净现比稳健



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

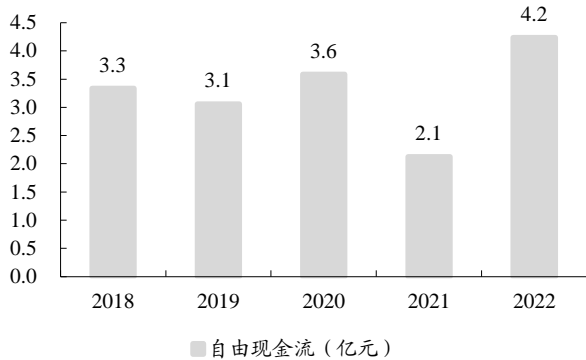
图11: 2018-2022 年资本开支不断增加



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

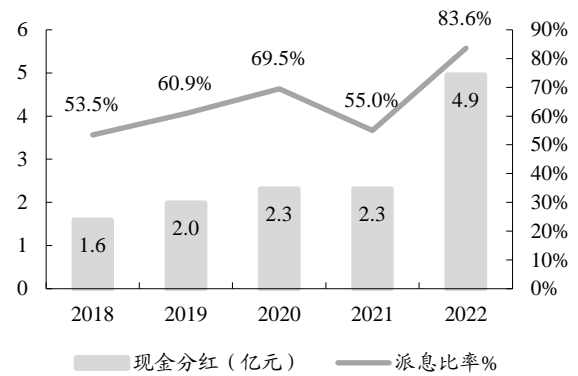
公司自由现金流&股息率保持在较高水平。公司自由现金流一直保持较高水平，2021年略有下降，2022年恢复且超越2020年水平。公司一直坚持现金分红，分红比例与自由现金流趋势基本一致。2022年公司归母净利润5.92亿元，分红4.95亿元，股利支付率为84%，股息率 $ttm7.13\%$ （估值日2023/7/27）。

图12: 2018-2022 年公司自由现金流稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图13: 2018-2022 年分红与派息比率逐步上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

现金分红优先，分红比例不低于30%。公司在2022年发布的《未来三年分红回报规划（2022-2024年）》中表示，在满足公司正常生产经营的资金需求情况下，如无重大投资计划或重大现金支出发生，公司主要采取现金分红的利润分配政策。现金分红计划分三种情形，规定每年以现金方式分配的利润不少于当年度实现的可分配利润的百分之三十。我们认为公司将维持当前高分配比例，具备较高的投资价值。

表3: 公司分红回报规划 (2022-2024 年)

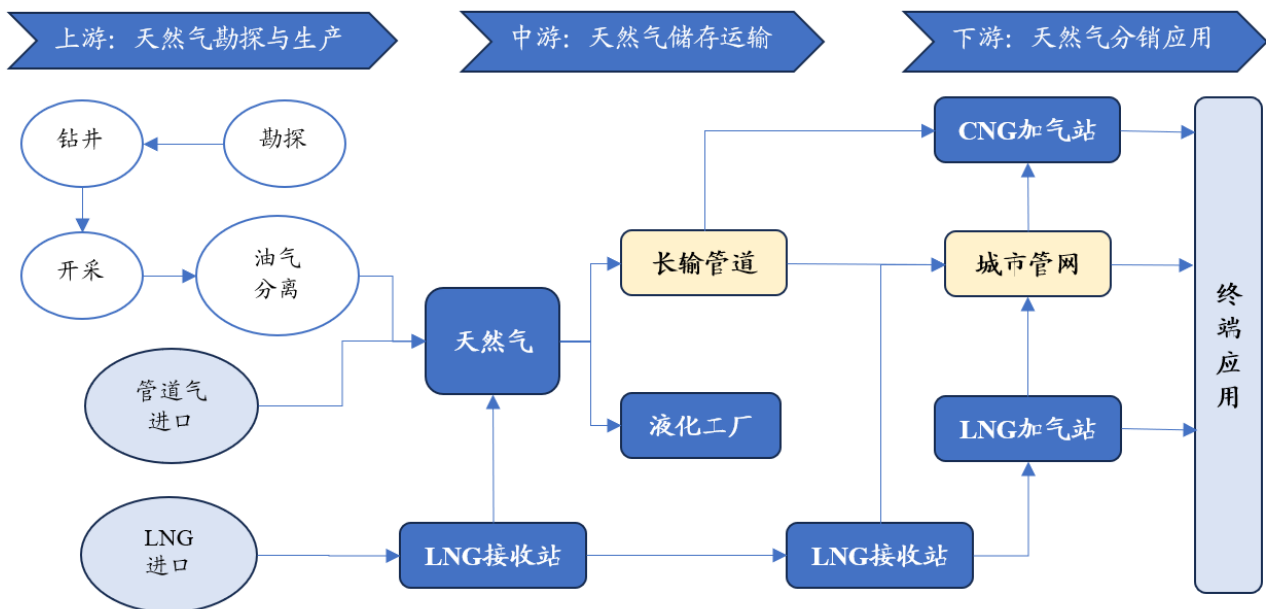
发展阶段	有无重大投资计划	最低分红比例
成熟期	无	80%
成长期	有	40%
无法区分	有	30%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 中游管网+下游城燃一体化, 保供应稳成本

公司布局天然气产业链中下游。天然气生产过程一般分为三个环节: 上游生产、中游输送及下游分销。上游生产主要包括天然气开采和净化, 中游输送指将天然气由净化厂通过长输管道输往下游分销商指定输送点; 下游分销涉及向终端用户提供天然气。上游企业为油气生产企业, 主要是中石油、中石化、中海油三家企业, 天然气管道输送企业处于天然气行业的中游, 下游企业主要为城市燃气公司及工业用户。公司主营业务长输管道为产业链中游, 城市天然气销售是下游业务, 中下游同时布局使得公司在行业中具有协同优势。

图14: 天然气产业链



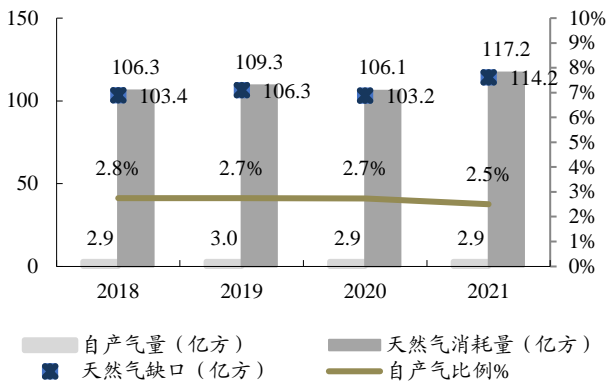
数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

2.1. 上游气源供应有限，长输管网核心资产保障供给

2.1.1. 河南省天然气需求缺口大，主要依赖管道供气

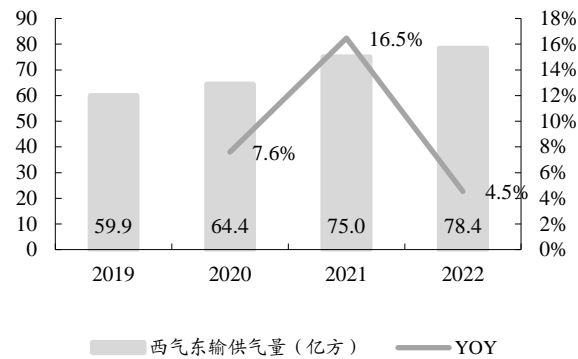
河南省天然气需求缺口逐年增长。河南作为用气大省，一直受制于自产气源的匮乏，再加上河南地处内陆，海气运输资源有限，长久以来河南主要依赖西气东输一线、二线的管道气。近年来随着用气需求不断攀升，河南省用气缺口呈现不断拉大的趋势，根据国家统计局数据，2021年，河南省自产气量为2.9亿方，而天然气消耗量为117.2亿方，用气缺口达到114.2亿方，相比2020年缺口103.2亿方，同比上升10.7%。

图15：河南省天然气缺口逐步扩大



数据来源：国家统计局，Wind，东吴证券研究所

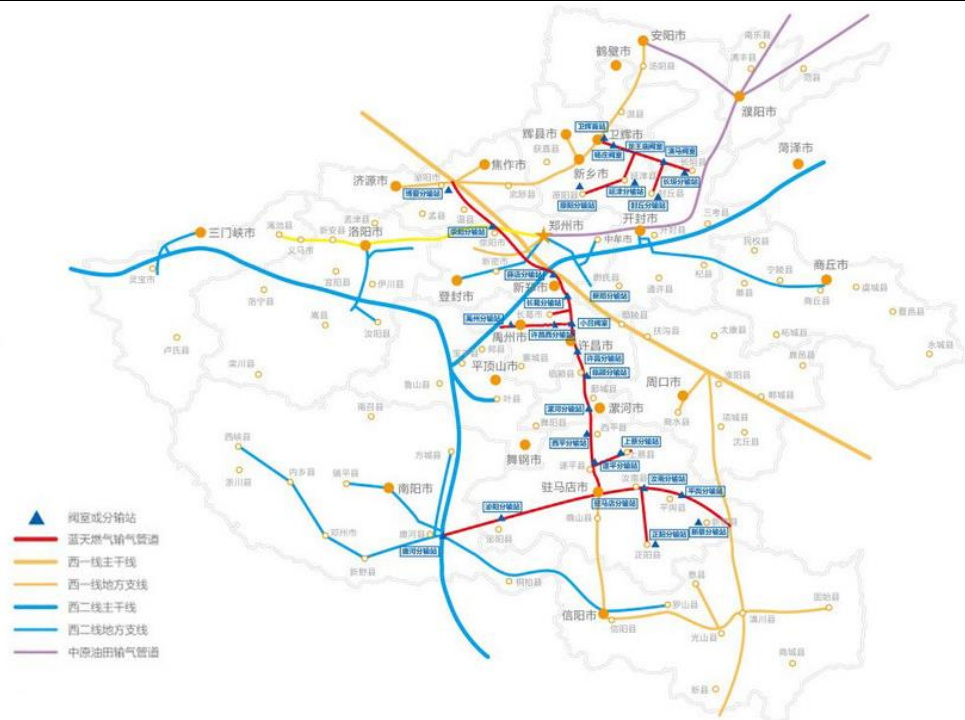
图16：河南省西气东输管道供气量逐年增加



数据来源：西气东输郑州分公司，东吴证券研究所

西气东输一线、二线在河南的供气量逐年增加，公司管线与之互联互通。河南省内目前有三条国家级跨省输气主干线，分别是西气东输一线、二线以及榆济线。此外，还有鄂安沧濮阳支线、端博煤层气管道、淮武线、中济线、中沧线、平泰支线等省级输配支线。根据卓创资讯，目前河南省内天然气管道总长度超6500公里。其中，国家管网集团西气东输公司管理的西气东输一线、二线2条干线、4条支干线累计约1400公里管线。目前西气东输一线二线管道作为主要的供气源，近年来在河南省投放量不断增长，2019年-2022年输气量由59.9亿方增长至78.4亿方。西气东输两条干线是河南省输气大动脉，蓝天燃气所控制的长输管线，与西一线、西二线互联互通，覆盖区域贯通豫南、豫中、豫北。

图17: 河南省天然气管网分布图



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

2.1.2. 公司长输管网核心资产承接上游气源, 输气量居河南首位

公司管线连通上游多方气源。公司拥有国家西气东输一线豫南支线、国家西气东输二线南阳至驻马店支线、博爱至薛店支线以及许禹支线四条高压天然气长输管道, 全长477.02公里。其中, 豫南支线与南驻支线已对接于驻马店分输站, 使公司能将西气东输一线气源和西气东输二线气源进行互补互济, 有利于保障沿线供气的安全性和可靠性; 博薛支线与豫南支线在薛店分输站实现对接, 从而使公司长输管道覆盖区域自豫南地区扩展至豫北、豫中地区, 为公司增加了山西煤层气资源; 同时公司通过中石化的中原-开封输气管道、河南省发展燃气有限公司的中原-开封输气管道向中石化采购天然气。同时, 公司还有驻东支线、新长输气管道两条地方输配支线, 全长约302.63公里。

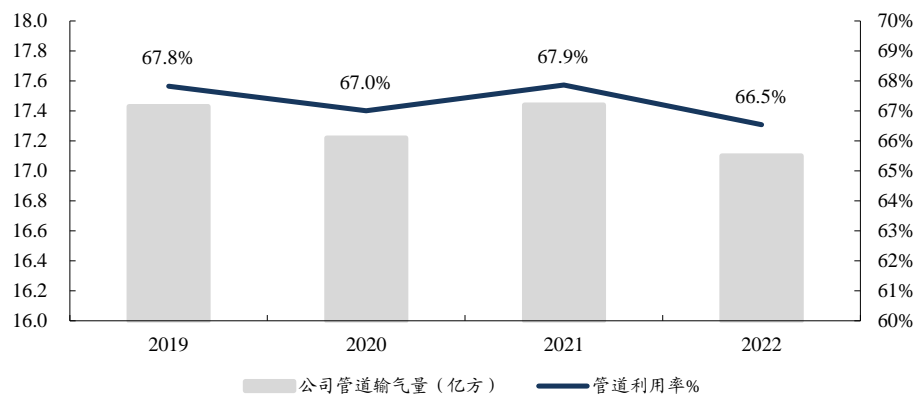
表4: 公司主要长输管线情况

管道	开通时间	输气能力 (亿方)	途径地市	长度 (公里)
豫南支线	2004年8月	16	新郑市、长葛市、许昌市、漯河市/驻马店市	187.8
南驻支线	2011年6月	4.9	驻马店市、泌阳县	134.5
博薛支线	2015年9月	4.8	温县、蒙阳市、郑州市	107.32
许禹支线	-	-	禹州市、许昌县	30
合计	-	25.7	-	477.02

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

公司分输气量长期居河南首位。根据公司募投书披露，2018-2022 年公司管道运输能力一直在 25.7 亿方，2019-2022 年管道输气量保持 17 亿水平，管道利用率水平保持在 67%左右，气量稳定，保障下游城燃及发电客户供应。根据公司官网，公司分输气量始终占据河南首位，长输管网核心资产保证了公司在河南省内天然气行业的龙头地位。公司管网承接多个气源，各个气源互补互济，能够实现河南省南北区域天然气管道的互连互通，扩大公司天然气销售市场。

图18：公司管道输气量与管道利用率保持稳定



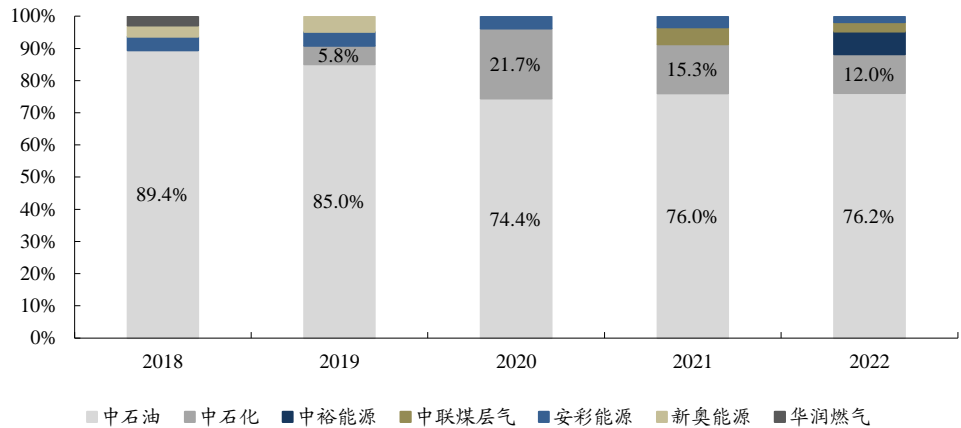
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 多气源结构稳定成本，中下游一体化机制锚定量与价

2.2.1. 开拓多样化天然气源，单一供应商采购占比下降

公司开拓多气源，摆脱单一供应商依赖。公司前身豫南燃气管道与中石油西气东输管道同步联通，与中石油合作近 20 年，关系较为稳固。近年来，公司逐步摆脱对中石油的单一依赖，寻求多元化气源供应体系。前 5 大供应商中，中石油 2018-2022 年采购金额占总体比例从 89.4%下降到 76.2%，中石化 2022 年采购占比 12%。除了自中石油获得的西气东输一线、西气东输二线气源外，公司还与中石化、安彩能源、新奥能源、中联煤层气等供气商签署了天然气采购协议，保障供应的同时避免天然气波动带来的价格风险。

图19: 公司 2018-2022 年主要供应商采购金额比例

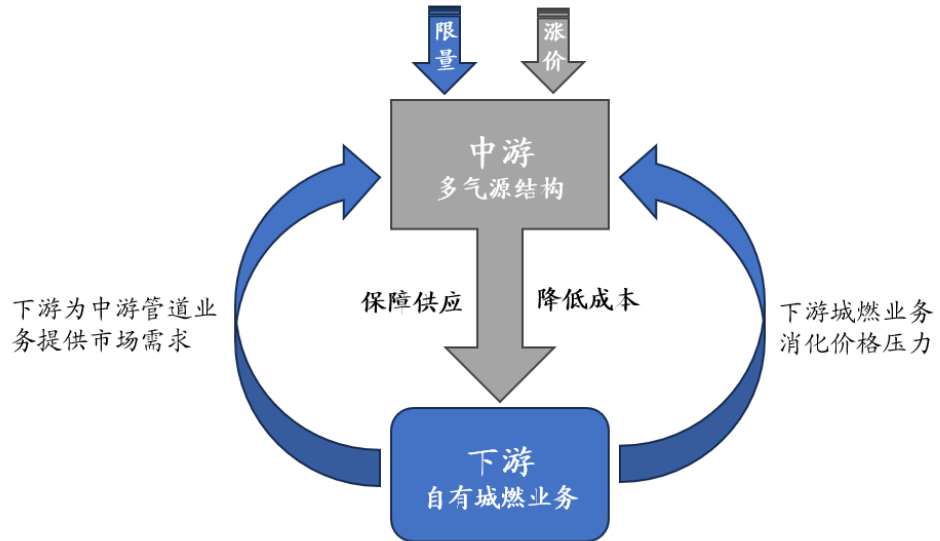


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2.2.2. 中下游一体化保供应稳成本, 抗风险优势凸显

公司的核心优势在于“管道+城燃”业务的一体化。中下游联动机制可分为气量和气价两个部分。

图20: 公司中下游一体化业务机制



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

➤ 气量

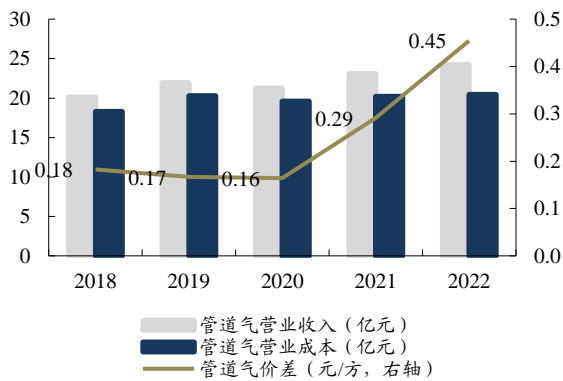
中游保证下游供应, 下游促进中游需求。与大部分城燃公司不同, 公司拥有自有管道, 能够与下游城燃业务起到较好的联动作用, 实现上游气源到终端的直通。中游长输管道业务为下游城市燃气业务提供稳定的气源保障, 保障供应的同时有利于下游市场开

发；下游城市燃气业务反过来促进和扩大天然气市场，进一步提升公司天然气销售总量，为中游长输管道业务提供市场需求，体现了中下游一体化运营模式的优越性。

➤ 气价

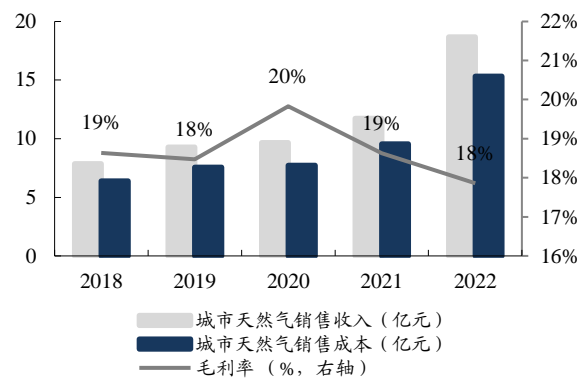
中游稳定下游成本，中下游一体化疏导上游价格压力。同时，中下游一体化布局应对上游价格波动具有抗风险优势。在 2022 年天然气上游气源大幅涨价的背景下，中石油中石化等主要供应商在河南采取限量涨价的销售策略，河南省气源供应不足。由于外采气价格远高于合同内气价，河南省范围内城燃公司均受到一定影响。公司的管道联通多气源，在用气困难时期起到了保供与稳定成本的双重作用，将购气成本稳定在一定范围之内。另一方面，由于公司中下游业务能够共同承担上游价格压力，2022 年公司管道气业务价差下降反升，城燃业务毛利保持稳定。

图21: 公司 2018-2022 年管道气业务收入成本与价差



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图22: 公司 2018-2022 年城市天然气收入成本与毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2.3. 上游购气合同定量定价，下游客户合作稳定输气量需求明确

上游采购气价气量结构明确。为说明公司上游气价政策，我们选取公司主要供应商中石油发布的购气合同：

根据中石油《2023-2024 管道气合同方案》，中石油与下游企业签订的售气合同分为居民用气、均衡一、均衡二和调峰气量。管制气分为居民用气和均衡一，居民用气定价最低，仅为门站价格上浮 15%，均衡 1 价格为门站价上浮 20%；均衡二为非管制气，分为固定价格与浮动价格，固定价格定价方式为门站价格上浮 80%，浮动价格定价挂靠 JKM 现货，调峰气价格无上限。非采暖季低价管制气配置比例可达到 70%，非管制气配置占比 30%；但在气源紧张的采暖季，管制气配置占比仅为 55%，定价较高的非管制气占比升至 45%。

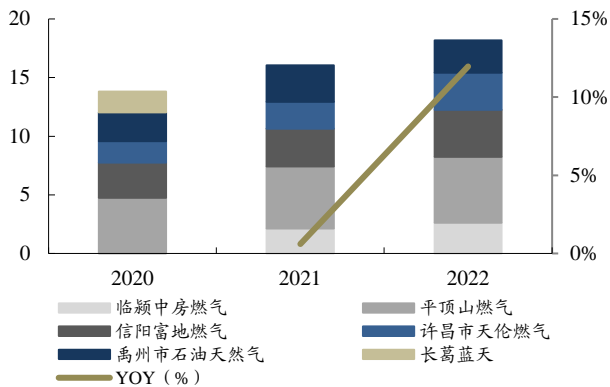
表5: 中石油 2023-2024 管道气合同方案

供气类型	非采暖季 (4月-10月)		采暖季 (11月-次年3月)		资源构成
	上浮比例	配置占比%	上浮比例	配置占比%	
管制气	居民用气	15%	15%		除页岩气、煤制气、煤层气之外的国产气、进口管道气(除中俄东线管道进口气)等资源
非管制气	均衡1	20%	20%	55%	
管制气	均衡2 (固定价格)	80%	80%	42%	气化后的 LNG、页岩气、煤制气、煤层气
非管制气	均衡2 (浮动价格)	挂靠 JKM 现货	3%	3%	
调峰量	120%以上	-	120%以上	-	储气库气量、气化后的 LNG、中俄东线管道进口气等放开资源

数据来源: 能源互联网时代, 东吴证券研究所

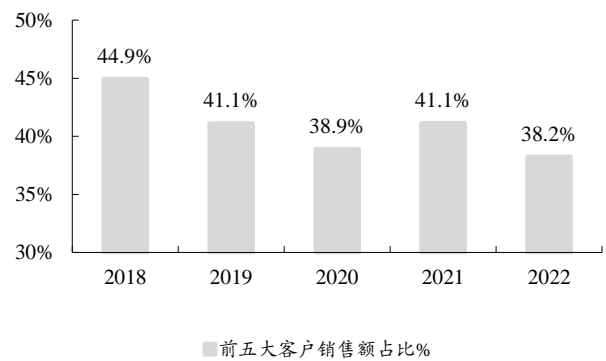
与下游客户签订合同明确供气结构, 客户合作稳定气量需求可准确预测。公司为保证成本稳定, 与下游城燃客户签署合同的结构与中石油供气结构保持一致, 分为合同内合同外, 并要求下游客户准确预测下年度天然气需求, 以防出现气源短缺极端情况。公司的规定为: 在每个交付年度开始前的第 90 日或之前, 用户应向公司提供其对该交付年度的每个月中可能需要的天然气气量以及该交付年度后的两个交付年度中每个季度可能需要的天然气气量尽量准确的预测。与下游客户签订具有明确的供气结构及供气量预期, 有利于公司管道业务直接核定向上游采购时的合同内外气量, 避免出现大量采购合同外气量, 拉高采购成本。公司管道业务前五大客户采购需求稳定, 多年来公司前五大客户始终为平顶山、信阳、许昌以及禹州地区城燃公司以及长葛蓝天城燃公司(2022年被公司收购), 合作关系十分紧密。

图23: 2020-2022 年前五大客户采购金额上升 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2018-2022 年前五大客户销售收入占比逐年下降



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 终端价格理顺将带动价差恢复，气化河南目标驱动需求增长

3.1. 终端价格理顺将带动量价恢复，河南省有望出台天然气顺价政策

3.1.1. 天然气市场化联动机制改革，全国多地已出台顺价措施

天然气市场化改革推进，居民用气上下游联动加速。自 2017 年《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》发布以来，我国天然气门站销售价格逐步实现居民和非居民用气价格并轨，鼓励市场化交易；国家管网公司成立，管输环节加强监管，管输费按照“准许成本+合理收益”的原则制定。2021 年 5 月，《国家发展改革委关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》，稳步推进石油天然气价格改革。按照“管住中间、放开两头”的改革方向，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。探索推进终端用户销售价格市场化。

图25：天然气市场联动机制三阶段



数据来源：发改委，中国政府网，界面新闻，财新周刊，东吴证券研究所

多地已出台顺价政策，提价幅度 0.33 元/方。根据全国地级以上城市的气价政策梳理，58%的居民用气和 51%的工商业用气自 2021 年海外气价上涨以来未实行过调价；多数地区调价滞后，本轮气价上涨亟待传导，价格有待进一步理顺。从 2023 年已经进行调价的城市来看：

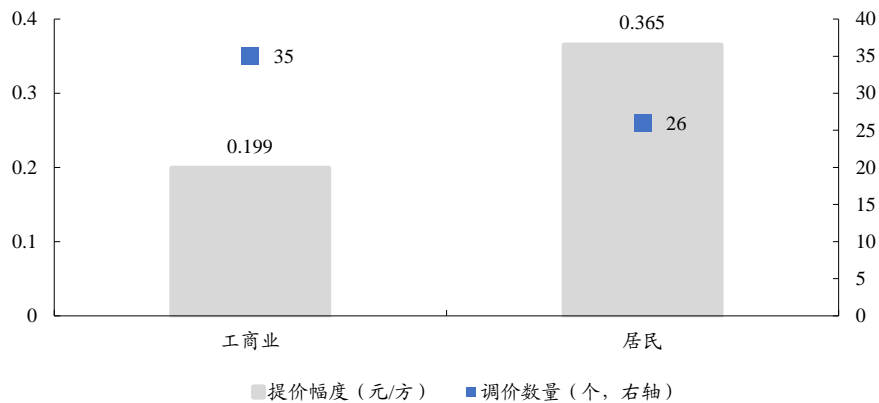
- 1) 居民用气方面，2023 年 26 个城市进行了调价，占比 9.5%；调价的 26 个城市

2023 年第一阶梯居民用气平均气价 2.87 元/方，平均上调幅度约 0.199 元/方。

2) 工商业用气方面，2023 年 35 个城市进行了调价，占比 12.8%；调价的 35 个城市 2023 年非采暖季工商业平均气价 3.83 元/方，采暖季工商业平均气价 4.11 元/方，平均上调幅度约 0.365 元/方。

按照城市燃气用气量中居民用气与非居民用气的比例为 20%: 80%进行计算，2023 年已调价地区平均调价幅度为 0.33 元/方，城市燃气公司价差有修复。

图26：2023 年居民/工商业平均调价幅度



数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所

3.1.2. 河南省价格政策改革启动，下游居民顺价在即

河南省天然气市场化改革看齐全国，居民顺价在即。河南省目前主要参照的定价政策依据仍为 5 年前颁布的《河南省城镇管道天然气配气价格管理办法（试行）》，2023 年 4 月，河南省发改委发布《河南省“十四五”时期深化价格机制改革实施方案》，看齐全国改革方向，提出：适时放开非居民天然气价格。适应“全国一张网”改革举措，完善天然气管道运输价格形成机制，合理制定和调整省内天然气管道运输价格。健全天然气上下游价格联动机制，严格监管配气价格，探索建立城燃企业购气成本约束和激励机制等。我们认为，随着价格机制改革深入，公司城燃端与管道业务将发挥一体化优势，逐步实现城燃价差的修复。

表6: 河南省天然气价格相关现行政策

相关政策	主要内容	颁布单位	时间
河南省“十四五”时期深化价格机制改革实施方案	适时放开非居民天然气价格。适应“全国一张网”改革举措， 完善天然气管道运输价格形成机制 ，合理制定和调整省内天然气管道运输价格。 健全天然气上下游价格联动机制 ，探索建立城燃企业购气成本约束和激励机制。	河南省发改委	2023.4
河南省发展和改革委员会关于做好天然气价格管理有关工作的通知	及时合理调整配气价格，适当控制调价幅度， 对应调未调产生的收入差额可在下一监管周期进行补偿 ；稳妥实施上下游价格联动，一方面要 及时调整终端销售价格 ，疏导上游采购成本，保障燃气正常供应，另一方面要对城燃企业采购成本实施约束和激励机制，避免价格水平大幅波动。	河南省发改委	2022.1
河南省城镇管道天然气配气价格管理办法（试行）	实行政府定价的城镇燃气销售价格，由管道天然气采购价格、配气价格、税费组成。同一城镇燃气的配气价格、销售价格，原则上应当统一。远离主城区、配气管网独立的，可单独制定和调整配气价格、销售价格。	河南省发改委	2018.11

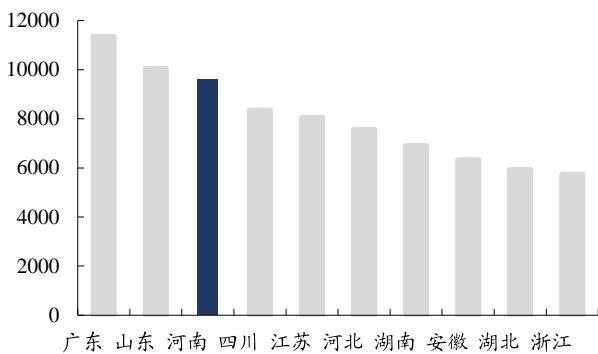
数据来源：河南省政府网站，东吴证券研究所

3.2. 公司专注河南省内优质市场，气化率目标带来增长空间

3.2.1. 天然气需求与经济联系紧密，河南省经济与天然气需求不匹配

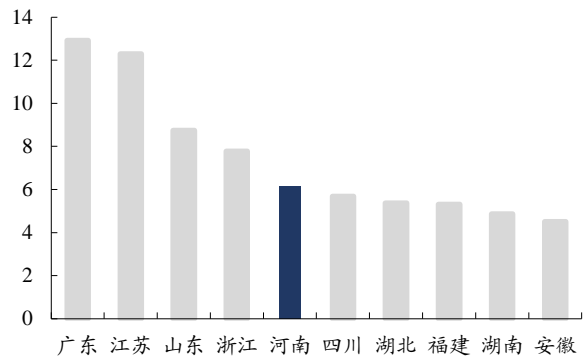
河南农业大省人口密集，**GDP 排名全国第 5**。天然气具有区域经济发展越好，天然气需求越大，天然气产业发展的基础越好的区域特征。河南省作为传统农业大省，人口十分密集，2022 年河南省总人口达到 9872 万人，在全国排名第 3，2022 年 GDP 达到 6 万亿，在全国排名第 5。

图27: 2022 年全国人口前十大省份（万人）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

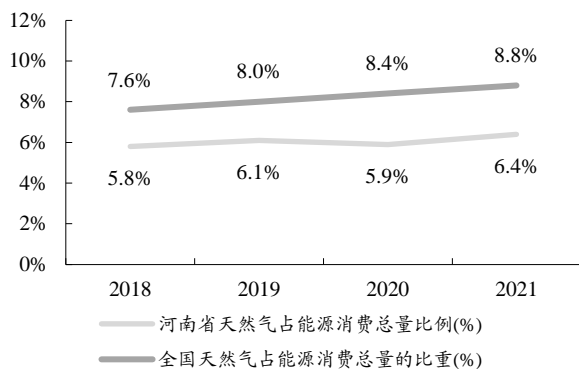
图28: 2022 年全国 GDP 前十名省份（万亿元）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

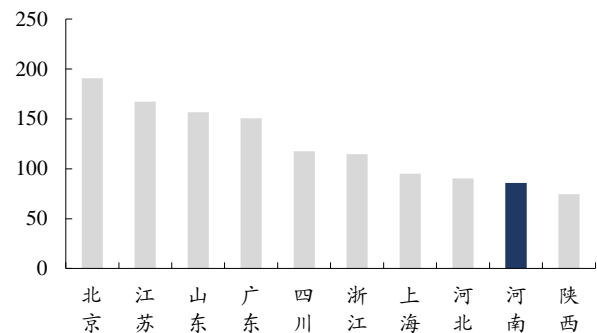
河南省天然气消费结构占比低，供气量在全国仅排第9位。由于缺乏自产气源，一直以来河南省天然气消费占能源总消费量比例较低，2018-2021年始终保持在6%左右，低于全国平均水平。根据城乡年鉴统计，2021年河南省城镇供气量在全国各省中排名仅在第9位，与当前河南省人口经济水平并不匹配，我们认为，随着未来天然气市场化改革深入，河南省对天然气能源需求量将有结构性的上升。

图29: 河南省天然气消费占能源总消费量比例较低



数据来源: 河南省统计年鉴, 东吴证券研究所

图30: 2021年全国城镇供气量前十名省份(亿方)



数据来源: 住建部, 东吴证券研究所

公司供气业务覆盖7市,城燃业务集中在5市及下辖区县。公司向郑州市、新郑市、许昌市、漯河市、驻马店市、平顶山市、信阳市、新乡市、长葛市、尉氏县等地供应天然气。根据河南政府公布的GDP数据,2022年7市GDP占河南总GDP的34.8%,人口占比为36.2%。同时,公司下属子公司在各自经营区域已获得管道天然气特许经营权,业务区域覆盖驻马店市区及8县区、新乡市4县区、许昌长葛市、新郑市、开封尉氏县。公司拥有城市燃气管网3,980.77公里,根据住建部统计,河南省2021年城市管网总长度为28420公里,公司管网长度在河南省占比为14%。

表7: 蓝天燃气管网主要覆盖地区人口与GDP情况

地区	人口(万人)	河南省占比	GDP(亿元)	GDP占比
许昌市	438	4.4%	3747	6.1%
新乡市	625	6.3%	3464	5.6%
驻马店市	701	7.1%	3257	5.3%
焦作市	352	3.6%	2235	3.6%
漯河市	237	2.4%	1813	3.0%
信阳市	623	6.3%	3196	5.2%
平顶山市	499	5.0%	2839	4.6%
合计		36.2%		34.8%

数据来源: 河南省政府官网, 东吴证券研究所

图31: 蓝天燃气城燃业务分布图

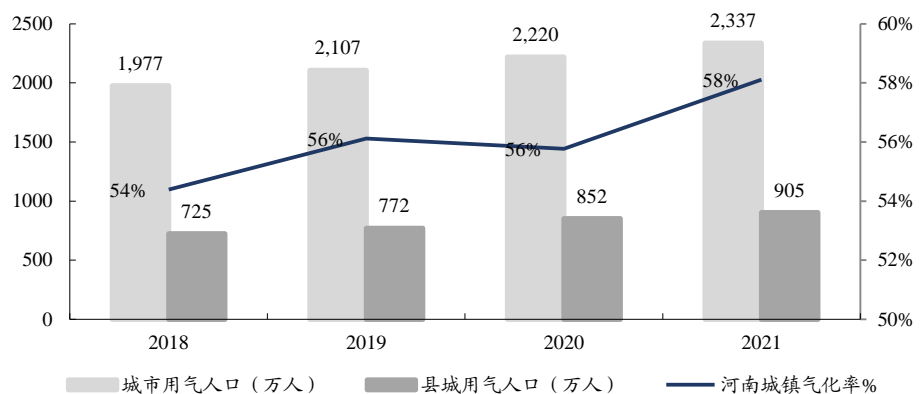


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

3.2.2. 河南省气化率不足, 政策驱动迎来较大增长空间

“气化河南”目标仍未实现, 农村市场未开发。河南省多年来始终将“气化河南”工程作为政策指引, 2017年发布的《河南省天然气十三五规划》提出到2020年, 全省天然气气化率要达到80%, 气化人口将达到4000万。根据住建部城乡统计年鉴, 河南省2021年城市用气人口2337万, 县城用气人口905万, 城镇用气人口合计为3242万人; 2021年河南城镇总人口5579万, 城镇气化率仅为58%。2021年农村用气人口极少, 仅有112万人, 气化率水平约为2.6%, 乡村天然气市场接近空白, 仍未达到十三五规划要求水平。

图32: 2018-2021年河南省气化人口与城镇气化率变化情况



数据来源: 住建部, 河南省天然气规划纲要, 东吴证券研究所

规划 25 年气化人口达 5000 万，政策驱动市场空间增长。截至 2021 年河南天然气消费量 117 亿方，用气人口规模 3354 万。根据河南省发改委发布的《河南省中长期天然气管网规划纲要（2020-2035 年）》，2025/2030/2035 年河南省天然气需求将增加至 200/250/300 亿立方米，气化人口达 5000/6000/7000 万人。根据政策空间测算得出：2022-2025 年天然气需求量将有 71% 的增长空间，复合增速将达到 14%，同时，河南省气化人口量也将有 49% 的增长空间，CAGR 为 10%。因此，我们认为气化政策会推动河南省天然气市场需求，深入开发气化率较低的乡镇及农村市场。公司当前在河南省内的优质城燃公司将形成联动效应，对所在区域市场进行开拓。

表8：河南省天然气规划市场空间测算

	2021	2025	2030	2035
天然气需求（亿方）	117	200	250	300
增长空间		71%	113%	156%
CAGR		14%	9%	7%
气化人口（万人）	3354	5000	6000	7000
增长空间		49%	79%	109%
CAGR		10%	7%	5%

数据来源：住建部，河南省中长期天然气管网规划纲要，东吴证券研究所

3.2.3. 收并购优质城燃标的，募投项目挖掘乡镇广阔市场

收并购河南省内优质标的。公司在上市后积极收购优质城燃标的，扩展公司城燃业务，先后收购了长葛蓝天 100% 股权、麟觉能源 100% 股权、万发能源 60% 股权。

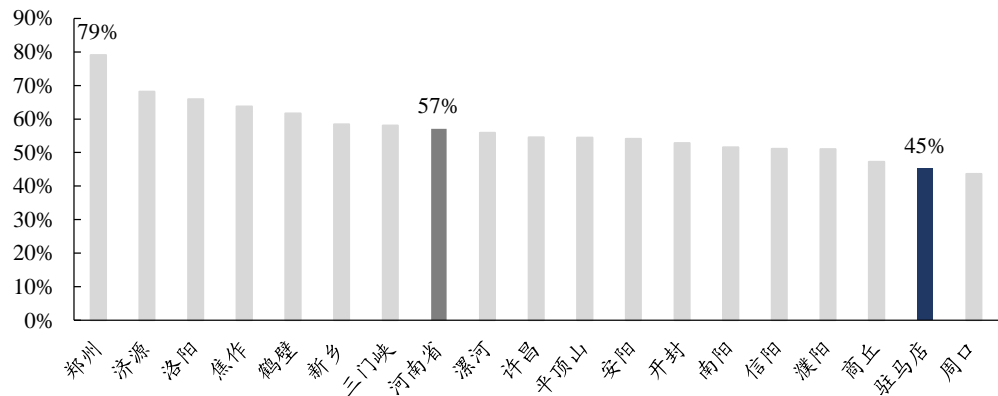
表9：公司股权收购情况

标的	收购比例	收购时间	交易对方	支付金额	2022 年净利	经营区域
麟觉能源	100%	2022.4	长葛联丰不锈钢	560 万	79 万	长葛市
万发能源	60%	2022.5	王伟娜	7800 万	-53 万	尉氏县
长葛蓝天	52%	2022.6	宇龙实业	3215.4 万股	5774 万	长葛市
	48%	2021.12	宇龙实业	33944		
新长燃气	100%	2015.11	华泰防腐	7200 万	3618 万	长垣县，延津县，封丘县，原阳县

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

河南省农业大省，募投项目开拓乡村广阔市场。河南省作为农业大省，其城镇化发展起步较慢，截至 2022 年底，河南省城镇化率为 57.07%，在全国 31 省份中排名第 26 位；其中募投项目开展地驻马店市 2021 年末城镇化率为 45.17%，2022 年末城镇化率为 45.81%，相较 2021 年仅增长 0.64 个百分点，在河南省 17 个地级市中排名第 16 位。2021 年，公司上市募集资金投资驻马店乡镇天然气利用工程项目，项目范围包括驻马店八县一市辖区内 102 个乡镇的天然气工程，于 2023 年 6 月建成。2023 年，公司继续深入探索乡村市场，“驻马店天然气管网村村通工程”以前次募投项目建设工程为基础，覆盖驻马店市 8 县周边合计 12,127 个乡村，建设村域天然气管网。预计该项目建成后将成为公司下游业务板块带来需求量的增长。

图33: 驻马店市城镇化率处于河南省较低水平



数据来源：河南省统计年鉴，东吴证券研究所

表10: 公司 2021 年与 2023 年募投项目情况

募投项目	建设进度	投资总额 (亿元)	气量增量	管道增量	预计年均贡献利润 (万元)
驻马店乡镇天然气利用工程	2023 年 6 月完工	7.71	0.79 亿方	-	6204
驻马店乡镇天然气利用工程 (新蔡县)	2023 年 6 月完工	1.00	-	-	807
驻马店天然气管网村村通工程	预计 2025 年完工	4.81	2030 年新增 5.29 亿方	-	3530
长垣市天然气利用工程	预计 2024 年完工	0.95	2030 年新增 0.89 亿方	次高压 24.40 公里, 中压 105.33 公里	865
新郑蓝天燃气有限公司次高压外环及乡村天然气管网建设工程	预计 2024 年完工	1.28	2030 年 1.15 亿方	次高压 25.94 公里, 中压管道 132.29 公里	1199

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测

结合以上我们对于行业及公司的判断，我们预计公司 2023-2025 年营业收入 54.6/57.5/59.3 亿元，同比增速 14.8%/5.4%/3.1%，毛利 11.1/12.0/12.9 亿元，同比增速 10.5%/8.6%/7.2%，毛利率分别为 20.27%/20.88%/21.70%。其中：

1) **管道天然气销售**：公司拥有长输管网核心资产，售气量稳定增长。我们预计 2023-2025 年营业收入 28.3/29.3/29.5 亿元，同比增速 16.8%/3.5%/0.8%，毛利率分别为 13.79%/13.67%/13.86%。

2) **城市天然气销售**：公司城燃业务售气量稳定增长，居民价差修复。我们预计 2023-2025 年营业收入 20.2/21.2/21.8 亿元，同比增速 8.3%/4.9%/2.8%，毛利率分别为 17.40%/17.90%/18.35%。

3) **代输天然气**：公司代输气业务气量、代输费均保持稳定，预计 2023-2025 年营业收入 0.42/0.42/0.42 亿元，毛利率稳定在 70%。

4) **燃气安装工程**：公司募投项目投运为燃气安装工程带来新增量，我们预计 2023-2025 年营业收入 4.6/5.4/6.1 亿元，毛利率维持在 60%左右。

表11: 蓝天燃气分业务收入&毛利预测

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
管道天然气销售					
营业收入 (亿元)	23.10	24.21	28.28	29.27	29.52
YOY	8.7%	4.8%	16.8%	3.5%	0.8%
毛利 (亿元)	2.89	3.76	3.90	4.00	4.09
YOY	74.0%	30.1%	3.8%	2.6%	2.2%
毛利率 (%)	12.50%	15.51%	13.79%	13.67%	13.86%
城市天然气销售					
营业收入 (亿元)	11.73	18.67	20.22	21.21	21.80
YOY	21.6%	59.1%	8.3%	4.9%	2.8%
毛利 (亿元)	2.19	3.33	3.52	3.80	4.00
YOY	14.3%	52.5%	5.6%	7.9%	5.4%
毛利率 (%)	18.63%	17.86%	17.40%	17.90%	18.35%
代输天然气					
营业收入 (亿元)	0.41	0.41	0.42	0.42	0.42
YOY	-4.9%	-1.1%	2.5%	0.0%	0.0%
毛利 (亿元)	0.28	0.29	0.29	0.29	0.29
YOY	-7.5%	3.4%	1.1%	0.0%	0.0%
毛利率 (%)	67.84%	70.92%	70.00%	70.00%	70.00%

燃气安装工程					
营业收入 (亿元)	3.23	3.50	4.59	5.35	6.12
YOY	-16.2%	8.3%	31.2%	16.7%	14.3%
毛利 (亿元)	1.85	2.20	2.74	3.20	3.66
YOY	-18.6%	18.5%	24.8%	16.7%	14.3%
毛利率 (%)	57.38%	62.80%	59.74%	59.74%	59.74%
其他					
营业收入 (亿元)	0.53	0.75	1.07	1.27	1.47
YOY	96.7%	41.8%	41.6%	19.2%	15.5%
毛利 (亿元)	0.29	0.43	0.61	0.72	0.83
YOY	68.3%	47.7%	40.0%	19.0%	15.3%
毛利率 (%)	55.16%	57.49%	56.84%	56.75%	56.70%
合计					
营业收入 (亿元)	39.01	47.54	54.57	57.53	59.33
YOY	9.8%	21.9%	14.8%	5.4%	3.1%
毛利 (亿元)	7.50	10.01	11.06	12.01	12.87
YOY	17.7%	33.4%	10.5%	8.6%	7.2%
毛利率 (%)	19.23%	21.06%	20.27%	20.88%	21.70%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

公司为河南省中下游一体化天然气龙头, 拥有核心管道资产, 积极拓展城市天然气销售新增量。我们预计 2023-2025 年公司归母净利润 6.7/7.4/8.1 亿元, 同比增速 13.1%/10.0%/9.7%, 当前市值对应 2023-2025 年 P/E 10.4/9.4/8.6X (估值日 2023/7/27)。我们选取地方燃气公司皖天然气 (安徽省) 和陕天然气 (陕西省) 作为蓝天燃气 (河南省) 的可比公司, 三家公司的业务布局均为天然气中游管道运输+下游城燃, 具有可比性。蓝天燃气 2019-2022 年三年归母净利润复合增速 22.0%, 高于可比公司平均值 8.1%; 公司 2022 年分红率为 83.6%, 高于可比公司平均值 72.6%; 公司股息率 ttm 为 7.13%, 高于可比公司平均值 4.99%; 公司 PE ttm 仅 11.58X, 低于行业平均值 14.75X (估值日 2023/7/27)。公司区域龙头地位突出, 盈利能力稳定, 低估值高分红具备安全边际, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表12: 蓝天燃气及其可比公司对比 (估值日 2023/7/27)

股票代码/简称	股价 (元/股)	市值 (亿元)	股息率 (%)	2022年分红率 (%)	归母净利润 (亿元) /yoy						PE				
					2022	2023E	2024E	2025E	2019-2022 CAGR	2022-2025 CAGR	2022	ttm	2023E	2024E	2025E
002267.SZ 陕天然气	7.84	87	7.65	108.3	6.16	/	/	/	11.3%	/	14.15	16.32	/	/	/
603689.SH 皖天然气	8.63	41	2.32	37.0	2.58	/	/	/	4.9%	/	15.98	13.19	/	/	/
平均值					4.99	72.6	8.1%				15.06	14.75			
605368.SH 蓝天燃气	10.02	69	7.13	83.6	5.92	6.70	7.37	8.08	22.0%	10.9%	11.72	11.58	10.36	9.42	8.59

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

上游气源价格波动风险: 公司无自产气源, 主要依赖中石油、中石化等上游供应商, 如果上游气源价格出现较大波动, 公司管道与城燃业务均会受到影响

天然气政策变化风险: 公司主要业务管道与城燃均受价格政策影响, 如果河南省调整天然气相关政策及价格形成机制, 有可能对公司形成不利因素。

募投项目推进进度不及预期的风险: 由于公司目前项目均为乡镇及农村工程, 如果当地天然气安装进度及用气需求不及预期, 募投项目贡献收益将低于募投书测算。

蓝天燃气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,809	1,748	2,462	2,462	营业总收入	4,754	5,457	5,753	5,933
货币资金及交易性金融资产	1,213	1,109	1,799	1,790	营业成本(含金融类)	3,753	4,351	4,552	4,646
经营性应收款项	324	371	388	395	税金及附加	15	16	17	18
存货	198	193	202	206	销售费用	36	41	43	44
合同资产	0	0	0	0	管理费用	173	191	201	208
其他流动资产	76	75	73	71	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	4,438	4,677	5,005	5,216	财务费用	25	9	5	(10)
长期股权投资	91	91	91	91	加:其他收益	19	19	20	21
固定资产及使用权资产	2,506	2,768	3,065	3,338	投资净收益	2	0	0	0
在建工程	553	572	643	626	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	952	917	877	832	减值损失	(7)	(4)	(4)	(4)
商誉	225	225	225	225	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	765	864	951	1,044
其他非流动资产	111	104	104	104	营业外净收支	2	3	3	2
资产总计	6,247	6,425	7,467	7,678	利润总额	767	867	953	1,046
流动负债	2,001	2,036	2,030	2,012	减:所得税	169	191	210	230
短期借款及一年内到期的非流动负债	642	541	461	401	净利润	598	676	743	816
经营性应付款项	369	423	443	452	减:少数股东损益	5	6	7	7
合同负债	781	928	978	1,009	归属母公司净利润	592	670	737	808
其他流动负债	209	144	148	150	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.85	0.97	1.06	1.17
非流动负债	541	501	1,321	1,301	EBIT	788	876	958	1,036
长期借款	122	82	32	12	EBITDA	941	1,030	1,130	1,225
应付债券	0	0	870	870	毛利率(%)	21.06	20.27	20.88	21.70
租赁负债	3	3	3	3	归母净利率(%)	12.46	12.28	12.80	13.63
其他非流动负债	416	416	416	416	收入增长率(%)	21.86	14.80	5.42	3.13
负债合计	2,542	2,537	3,351	3,313	归母净利润增长率(%)	40.72	13.12	9.95	9.75
归属母公司股东权益	3,662	3,838	4,059	4,302					
少数股东权益	44	50	57	64					
所有者权益合计	3,705	3,888	4,116	4,366					
负债和股东权益	6,247	6,425	7,467	7,678					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	830	947	985	1,052	每股净资产(元)	7.40	5.54	5.86	6.21
投资活动现金流	(450)	(391)	(498)	(398)	最新发行在外股份(百万股)	693	693	693	693
筹资活动现金流	(352)	(659)	203	(663)	ROIC(%)	14.92	15.20	14.95	14.52
现金净增加额	28	(103)	690	(10)	ROE-摊薄(%)	16.17	17.45	18.15	18.79
折旧和摊销	153	154	172	189	资产负债率(%)	40.69	39.49	44.88	43.14
资本开支	(433)	(397)	(498)	(398)	P/E(现价&最新股本摊薄)	11.72	10.36	9.42	8.59
营运资本变动	40	90	46	27	P/B(现价)	1.35	1.81	1.71	1.61

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>