新定位新征程，开启二次增长元年

东方证券 ORIENT SECURITIES

首次报告

核心观点

- **资产重组完成，新奥股份在集团中定位逐渐清晰**：新奥股份于 20 年 8 月完成资产重组（新奥能源 2688.HK 并表），公司实控人王玉锁先生持股比率从 48%提升至 75%，不再持有新奥能源股权，通过新奥股份间接控股新奥能源。当前新奥股份高管团队基本调整到位，核心管理层均于新奥集团/新奥能源就职多年。21 年 1 月公司发布涵盖核心高管的限制性股权激励计划，100%解除限售条件为 21-24 年评估利润 CAGR≥20%，城市燃气+气源贸易构成公司核心业务，新业务开启公司二次增长元年。
- **城市燃气资产，更好的商业模式，更高的盈利能力：1）资源禀赋**是运营类资产优劣的重要考核指标之一，对应同样的资本开支强度下不同的资产效率，新奥在运城燃项目中有 48%位于全国 GDP 排名前 5 的省份，资产周转率全行业最高。**2）新商业模式拓展**，除城燃普遍开展的增值服务外，新奥同时开拓综合能源业务，在配气回报率监审环境下，拓展利润增量环节。**3）规模效应**，新奥拥有国内天然气终端消费份额的 9%，规模上仅次于华润，海外采购拥有地方性城市燃气不具备的议价权，叠加自身 LNG 接收站，购气成本端有下行空间。**4）体制优势**，新奥能源于 01 年在香港上市，是上市最早的城燃企业，资金、品牌均有先发优势。
- **气源贸易，新增长点，强协同性**：公司拥有集团舟山 LNG 接收站的委托运营权，可利用海内外天然气价差赚取贸易利润，与下游城市燃气业务有强协同性。预计气源贸易业务毛利率可达 11%，21-22 年可贡献 5.5、8.8 亿净利润，贡献 18%、11%的利润增长。

财务预测与投资建议

- 我们预测 20-22 年公司 EPS 为 0.79/1.19/1.46 元，22 年业绩增速为 22%，对比可比公司平均业绩增速 13%，基于可比公司 21 年 PE 估值 15x 给予公司 30%溢价对应 21 年 PE 20x，目标价 23.80 元，给予“买入”评级。

风险提示

- 天然气需求及国内 LNG 现货销售价格不及预期的风险；海外 LNG 采购价格提升的风险；甲醇价格有下行风险；煤炭价格不及预期宏观经济下行风险。

公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,632	13,544	100,391	127,510	153,556
同比增长(%)	*35.8%*	*-0.6%*	641.2%	*27.0%*	*20.4%*
营业利润(百万元)	1,627	1,262	9,911	12,559	14,720
同比增长(%)	*82.7%*	*-22.4%*	685.4%	*26.7%*	*17.2%*
归属母公司净利润(百万元)	1,321	1,205	2,042	3,099	3,794
同比增长(%)	*109.4%*	*-8.8%*	69.5%	*51.7%*	*22.4%*
每股收益（元）	0.51	0.46	0.79	1.19	1.46
毛利率(%)	21.5%	17.6%	17.6%	16.8%	16.5%
净利率(%)	9.7%	8.9%	2.0%	2.4%	2.5%
净资产收益率(%)	19.3%	13.5%	14.0%	14.5%	15.3%
市盈率	29.2	32.0	18.9	12.4	10.2
市净率	4.5	4.1	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021 年 01 月 29 日)	15.42 元
目标价格	23.80 元
52 周最高价/最低价	16.65/7.83 元
总股本/流通 A 股（万股）	259,998/122,936
A 股市值（百万元）	18,957
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2021 年 01 月 31 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-0.19	17.62	18.62	52.15
相对表现	3.76	11.16	3.58	48.02
沪深 300	-3.95	6.46	15.04	4.13

资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 卢日鑫
021-63325888*6118
lurixin@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860515100003

证券分析师 谢超波
xiechaobo@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517090001

证券分析师 施静
021-63325888*3206
shijing1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520090002

【公司·证券研究报告】

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

关键问题及我们的理解

新奥股份于 2020 年 8 月完成资产重组（新奥能源 2688.HK 并表），公司业务结构发生质变，从能源与化工生产，转化为天然气分销与贸易。本文核心剖析城燃相比其他运营类资产商业模式上独到的优点，同时从资源禀赋、业务拓展、规模效应三方面阐述新奥城市燃气业务的独特优势，最后探讨由于市场认知偏差而形成的投资机会。本文主要探讨了以下问题：

- **从行业资产属性角度看，在传统行业股价表现普遍疲软的环境下，为什么港股机构投资者青睐燃气资产？与其他重投资运营类资产相比，燃气资产为何更优？**

原因：1）重投资运营类资产 17-19 年 ROE 均值进行对比，燃气>垃圾焚烧>水电>核电>水务>火电，燃气资产 ROE 高位稳定，主要由高资产周转率驱动；2）城燃与其他重投资运营类资产的第一点不同在于，城燃的直接下游客户是居民、工商业用户，属于真正意义上 ToB/C 的公用事业，而其他重投资运营类资产付费端是政府或电网。直接对接下游终端客户的优点在于，可利用存量资产和人员开展低边际成本、高附加值的延伸业务，提升资产周转率；3）城燃与其他重投资运营类资产的第二点不同在于，初期进行管网投资时，企业可收取利润率相对较高的接驳收入，对未来运维服务进行一次性买断，但更重要的是通过接驳费实现现金回流，资金效率大大提升。

- **从公司基本面角度看，以新奥为代表的全国性城燃是否系统性相对地方性城燃更优？同一行业内产生分化的原因？**

原因：1）资源禀赋是运营类资产优劣的重要考核指标之一，对应同样的资本开支强度下不同的资产效率，新奥在运城燃项目中有 48%位于全国 GDP 排名前 5 的省份，资产周转率全行业最高。2）新商业模式拓展，除城燃普遍开展的增值服务外，新奥同时开拓综合能源业务，在配气回报率监审环境下，拓展利润增量环节。3）规模效应，新奥拥有国内天然气终端消费份额的 9%，规模上仅次于华润，海外采购拥有地方性城市燃气不具备的议价权，叠加自身 LNG 接收站，购气成本端有下行空间。4）体制优势，新奥能源成立于 2000 年，于 2001 年在香港联交所创业板上市，2002 年转主板上市，是上市最早的城燃企业，资金、品牌方面均取得一定先发优势，且为民营企业，机制相对更加灵活。

- **从个股对比角度看，新奥股份与新奥能源有何差别？**

对比：资产重组后，新奥股份实现对新奥能源的并表，预计 21-22 年城市燃气业务对新奥股份的净利润贡献达 75%、71%，为利润的主要来源。但除城市燃气业务外，新奥股份拥有集团舟山 LNG 接收站的委托运营权，可利用海内外天然气价差赚取贸易利润，预计 21-22 年利润占比 18%、23%，天然气贸易业务也是公司完成股权激励考核目标 21-24 年评估利润 CAGR 20%的重要突破点之一。

- **从估值层面看，新奥股份的估值是否有修复空间？**

预期差：A 股市场燃气板块长期缺乏全国性城市燃气标的，板块整体表现出标的市值小（50-200 亿）、业绩增长低、季节性股价波动大等特点，一度被视无基本面支撑的题材炒作板块。但反观港股三大城燃龙头，无论从市值规模（900-1600 亿港币）、业绩稳健性、股价增长幅度都体现出典型公用事业价值蓝筹的特质。这其间的差距在于在手城燃项目质地与规模、内生现金流+外延并购带来的滚雪球效应、及由规模衍生的燃气商业模式的迭代更新。同时当前新奥能源 21 年 PE 为 16x，对比新奥股份 21 年 14x，是少有的 A 股相对港股有估值折价的标的，市场对燃气板块的认知偏差或成为公司估值预期差的来源之一。

目 录

1. 天然气智能生态运营商蝶变新生 6
1.1 资产重组完成，新面貌新定位 6
1.2 聚焦天然气业务，新战略新征程 9
2. 城市燃气：更好的商业模式，更高的盈利能力 11
2.1“ToB/C”公用事业，商业模式内生优化 11
2.2 民企制度优势，新奥核心壁垒揭秘 13
2.2.1 资源禀赋：跑马圈地抢占优质市场，铸就坚实护城河 14
2.2.2 内生拓展：增值业务+综合能源，提升 ROE 韧性 15
2.2.3 规模效应：气源议价能力，生态聚合效应 17
3. 气源贸易：新增长点，强协同性 19
3.1“十四五”天然气表观消费增速 CAGR 或达 8.5% 19
3.2 依托舟山 LNG 接收站，聚合效应显现 22
4. 煤基清洁能源：多元布局，均衡发展 25
盈利预测与投资建议 27
盈利预测 27
投资建议 28
风险提示 30

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：新奥股份：集团战略发展中的重新定位 6
图 2：新奥股份与新奥集团共同发展....7
图 3：新奥股份资产重组前后公司架构....7
图 4：新奥股份：资产重组后业务结构....9
图 5：新奥股份收入结构变化（%）....9
图 6：新奥股份毛利结构变化（%）....9
图 7：新奥股份：20-22 年预测收入拆分（亿元）....10
图 8：新奥股份：20-22 年预测归母净利润拆分（亿元）....10
图 9：新奥股份：20-22 年归母净利润增长驱动拆分（亿元）....10
图 10：重资产运营类资产 ROE 对比（2017-2019）....11
图 11：重投资运营类资产效率：资产周转率对比（x）....11
图 12：重投资运营类盈利能力：净利率对比（%）....11
图 13：重投资运营类杠杆运用：资产负债率对比（%）....11
图 14：典型城市燃气项目的简要模型....12
图 15：重投资运营类现金效率：（当年收入-前一年收入）/资本开支(2019)....12
图 16：典型城市燃气“销气+接驳”商业模式....12
图 17：城燃公司 ROE 对比（2019）....13
图 18：我国各省 GDP 总量（2019，万亿）....14
图 19：新奥能源：城市燃气项目地域分布（2019）....14
图 20： 新奥能源：城市燃气项目人口规模（2019）....14
图 21：龙头城市燃气项目分布对比（%）....15
图 22：城燃公司资源禀赋：资产周转率对比（x）....15
图 23：新奥能源：增值服务业务拆解....15
图 24：增值业务收入对比（亿元）：收入增长空间大....16
图 25：2019 年城燃覆盖人口对比（亿人）....16
图 26：新奥能源：燃气灶具销售毛利率 vs 公司平均毛利率....16
图 27：新奥能源：资产周转率与 ROE....16
图 28：典型综合能源业务现金流模式....17
图 29：综合能源对应天然气消耗量及占零售气量比重....17
图 30：销气价差相对稳定，综合能源毛利率提升....17
图 31：天然气产业链概览....18
图 32：新奥能源：销气量居全国前列....18
图 33：新奥能源：购气成本下降与核心净利率提升....18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：80%的全球能源需求增长预计将由可再生能源和天然气满足 19
图 35：我国一次能源结构及预测 20
图 36：我国终端能源结构及预测 20
图 37：2019 年全球一次能源结构 20
图 38：2018 年原煤下游需求分布 20
图 39：煤炭和天然气产生的排放量 20
图 40：2019 年 12 月澳大利亚南部电力供应量 20
图 41：我国天然气需求拆分（2016-2019） 21
图 42：我国天然气需求拆分预测（2020-2025E） 21
图 43：新奥股份：自主气量拆分及对报表端影响 22
图 44：气源贸易业务：收入-成本解析 22
图 45：全球 LNG 价格走势（美元/mmbtu） 24
图 46：LNG 供需缺口预测（亿吨） 24
图 47：王家塔煤矿产量、均价维持稳定 25
图 48：煤炭生产：收入、毛利率、净利润 25
图 49：煤炭生产：平均单吨净利（元/吨） 25
图 50：坑口价：动力煤（Q5500）鄂尔多斯（元/吨） 25
图 51：一期甲醇项目示意图 26
图 52：二期稳定轻烃项目示意图 26
图 53：2019 年一二期项目主要产品仍为甲醇（亿元） 26
图 54：新能能源盈利情况受甲醇价格波动影响（亿元） 26
图 55：新奥股份：业务口径分类汇总 27
图 56：新奥股份：PE Band 29
图 57：A 股深燃、长电 PE-TTM 29
图 58：港股城燃 PE-TTM 30

表 1：新任管理层在新奥集团及新奥能源体系供职多年 8
表 2：新奥股份：高管一览表 8
表 3：激励对象分配情况 8
表 4：城燃企业成立时间及所有制对比 13
表 5：我国天然气在一次能源占比提升，奠定长周期消费量增长 21
表 6：气源贸易：收入-成本测算 23
表 7：气源贸易毛利率对海外 LNG 采购均价、售气价格敏感性 23
表 8：可比公司估值情况 29

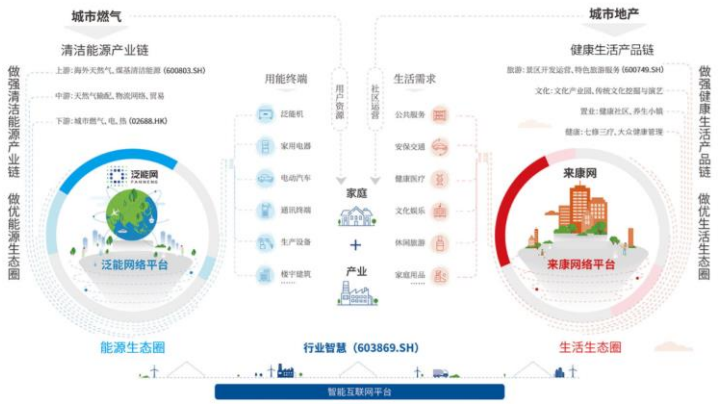
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 天然气智能生态运营商蝶变新生

1.1 资产重组完成，新面貌新定位

资产重组完成，新奥股份在集团中定位逐渐清晰。新奥集团为河北省民营龙头企业，据河北工商联统计，2020 年新奥集团继续蝉联河北省民营企业百强榜第一。新奥集团以燃气业务起家，后逐步通过收购上市平台与优质资产布局能源、旅游等多个领域，涵盖新奥能源、新奥股份、新智认知、西藏旅游 4 家上市公司。集团以清洁能源产业链为发展主线，2020 年新奥股份（600803.SH）通过向集团发行股份+资产置换的方式，控股新奥能源（2688.HK）。资产重组后，集团不再直接持有新奥能源股权，通过新奥股份间接控股新奥能源，实现产业链整合，新奥股份定位上游资源拓展（海外天然气、煤基清洁能源），新奥能源聚焦下游城市燃气/电/热。

图 1：新奥股份：集团战略发展中的重新定位



数据来源：公司公告、东方证券研究所

公司聚焦天然气产业链，定位上游能源资源拓展，逐步剥离无关业务。公司前身为河北威远实业，主营农兽药业务，2004 年 12 月新奥集团收购威远实业上市平台，并于 2004 至 2016 年间不断增扩业务与资产规模，相继进行化工、煤矿、煤层气制 LNG 以及能源工程等资产注入，形成新奥股份现有煤基清洁能源业务的基础。近年来新奥股份逐步整合现有业务，聚焦天然气产业链及上游资源拓展，2020 年 8 月与新奥能源资产重组完成，重组后依托新奥集团的品牌、技术以及天然气市场巨大优势，致力于打造清洁能源产品供应与服务商。同时公司逐步剥离无关业务，2019 年 6 月出售农兽药业务，2020 年 11 月出售煤制二甲醚业务。

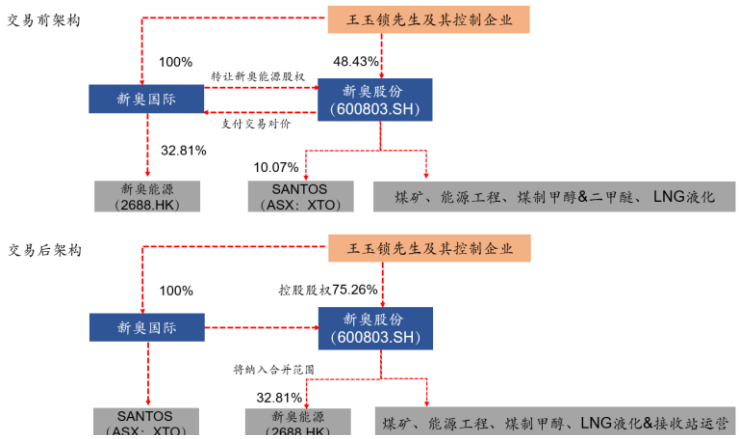
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 2：新奥股份与新奥集团共同发展

数据来源：公司公告、东方证券研究所

资产重组完成后，公司实控人王玉锁先生持股比率从 48%提升至 75%，并通过新奥股份间接控股新奥能源。此前，新奥股份、新奥能源实际控制人均为王玉锁先生，其分别持有两家公司 48.43%、32.81%股权。本次资产重组为新奥股份向新奥国际（实控人 100%控股）发行股份并置出 Santos 股权资产，以支付新奥能源 32.81%股权对价，资产重组完成后，实控人对新奥股份持股比率提升至 75.26%，不直接持有新奥能源股权，并通过新奥股份实现对新奥能源的间接控股。

图 3：新奥股份资产重组前后公司架构



数据来源：公司公告、东方证券研究所

高管团队调整基本到位，公司当前管理层均在新奥集团与新奥能源体系供职多年，同时进行股权激励绑定核心利益。资产重组后，新奥股份高管团队基本调整到位，目前高管均拥有新奥集团或新奥能源相关部门工作背景，熟悉新奥内部管理运作，拥有共同的企业管理价值观，其中有部分高管拥有中海石油气电等其他企业任职经历，为公司后续开展气源贸易业务打下坚实基础。2021 年 1 月 20 日，公司发布限制性股票激励计划，向激励对象授予 1,834 万股限制性股票，授予价格为 7.03 元/股，占目前总股本的 0.71%。此次股权激励涵盖员工对象共 50 名，涵盖董事、高管、及核心业务人员。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

限制性股票激励计划考核目标为 21-24 年评估利润 CAGR 达 20%。本次激励计划授予的限制性股票的考核年度为 2021-2024 年度，分年度对公司的业绩指标进行考核，以达到业绩考核目标作为激励对象当年度的解除限售条件之一，考核目标为：1）100%解除限售的条件：当年评估利润较 2020 年评估利润 CAGR≥20%；2）80%解除限售的条件：当年评估利润较 2020 年评估利润 18%≤CAGR<20%；3）未满足业绩考核目标，则当年计划解除限售的限制性股票均不得解除限售，由公司回购注销。

表 1：新奥股份新任管理层：在新奥集团及新奥能源体系供职多年

管理层	2000	2002	2004	2006	2008	2010	2012	2014	2016	2018	2020
王玉锁	董事会主席、董事										
韩继深	副总经理						总裁、董事			CEO、董事	
郑洪弢											副主席
王冬至	财务部主任				副总裁			CFO、董事			

数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 2：新奥股份：高管一览表

高管	职位及任职时间	履历
于建潮	2020.9.13 任联席首席执行官	曾任新奥能源副总裁，新奥财务董事长，新奥股份副董事长、首席执行官。
韩继深	2020.9.13 任联席首席执行官	曾任新奥能源首席执行官、总裁、副主席。
郑洪弢	2020.9.13 任总裁	曾任中海石油气电集团国际贸易分公司副总经理、常务副总经理，曾任新奥集团首席天然气业务理正师。
王冬至	2020.9.13 任首席财务官	曾任新奥集团财务部副主任、财务管理部总经理、首席财务总监，曾任新奥能源执行董事。
王硕	2019.3.8 任新奥股份董秘	曾任新奥集团北美业务总监,投资总监,高级海外事务总监、新奥生态控股股份有限公司投资者关系总监。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 3：激励对象分配情况

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股票）	占授予限制性股票总数的比例%	占目前总股本的比例%
于建潮	副董事长、董事、联席 CEO	140	7.63%	0.05%
韩继深	董事、联席 CEO	140	7.63%	0.05%
郑洪弢	董事、总裁	100	5.45%	0.04%
张瑾	董事	60	3.27%	0.02%
蒋承宏	董事	70	3.82%	0.03%
王冬至	CFO	80	4.36%	0.03%
其他高管与核心业务骨干		1244	67.84%	0.49%

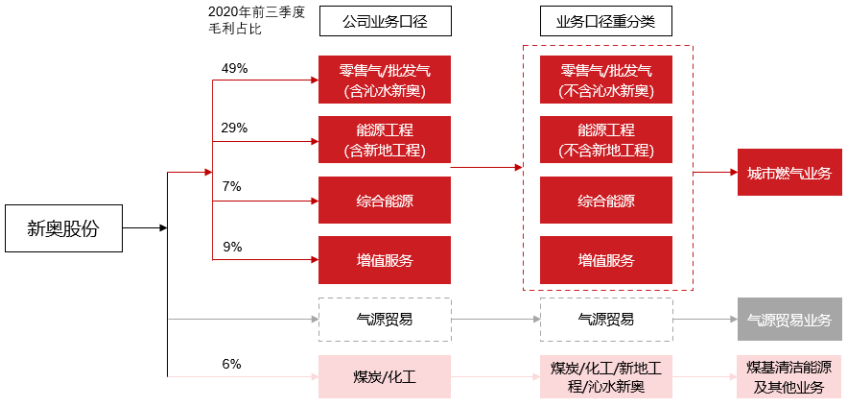
数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1.2 聚焦天然气业务，新战略新征程

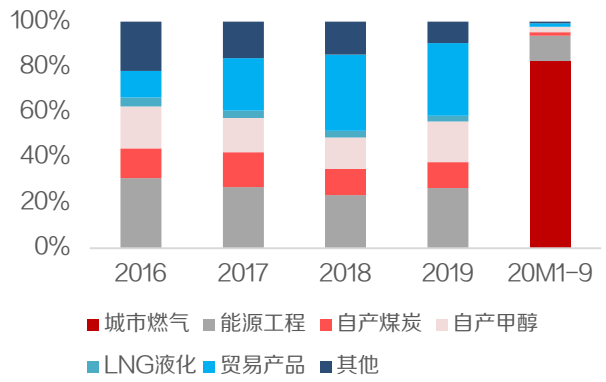
收入及毛利结构发生质变，业务重心转向天然气产业链。资产重组前，公司核心收入、毛利润来源为能源工程、煤炭行业和能源化工，2019 年合计收入占比达 56%，合计毛利润占比达 88%。2020 年公司与新奥能源（2688.HK）资产重组，重组后公司主业转变为天然气相关业务，收入及毛利结构发生质变。2020 年前 3 季度城市燃气服务（含能源工程）收入占比达到 95%，毛利占比达 94%。

图 4：新奥股份：资产重组后业务结构



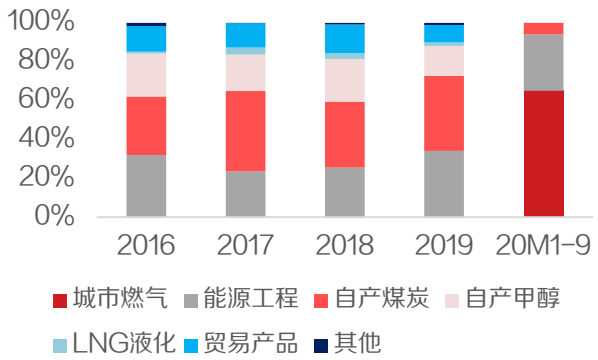
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 5：新奥股份收入结构变化（%）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 6：新奥股份毛利结构变化（%）

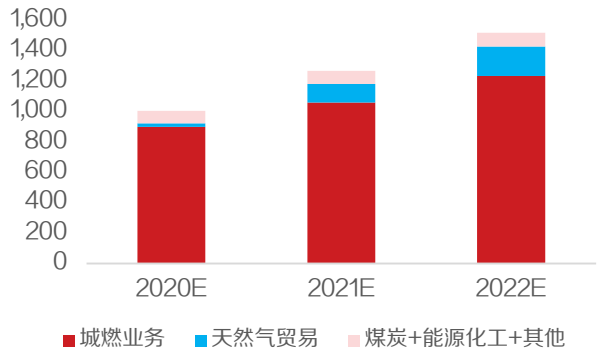


数据来源：公司公告、东方证券研究所

城市燃气+气源贸易协同发展，助推 21-24 年业绩目标达成。资产重组后，新奥股份实现对新奥能源的并表，预计 21-22 年城市燃气业务对新奥股份的归母净利润贡献达 75%、71%，为利润的主要来源。但除城市燃气业务外，新奥股份拥有集团舟山 LNG 接收站的委托运营权，可利用海内外天然气价差赚取贸易利润，预计 21-22 年利润占比 18%、23%，天然气贸易业务也是公司完成股权激励考核目标 21-24 年评估利润 CAGR 20%的重要突破点之一。

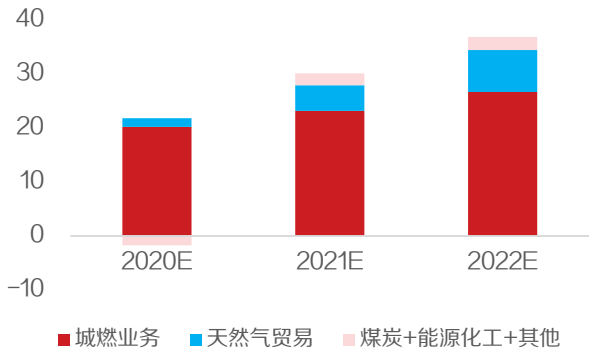
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 7：新奥股份：20-22 年预测收入拆分（亿元）



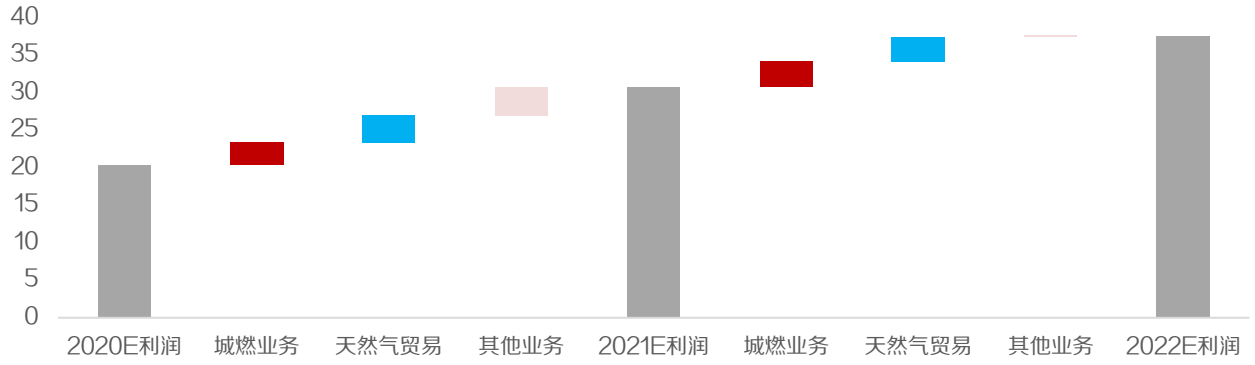
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 8：新奥股份：20-22 年预测归母净利润拆分（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 9：新奥股份：20-22 年归母净利润增长驱动拆分（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

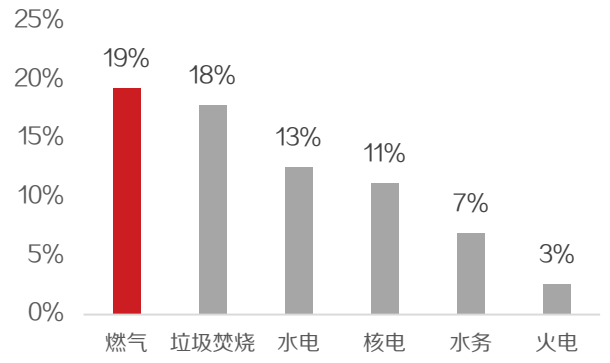
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2. 城市燃气：更好的商业模式，更高的盈利能力

2.1 “ToB/C”公用事业，商业模式内生优化

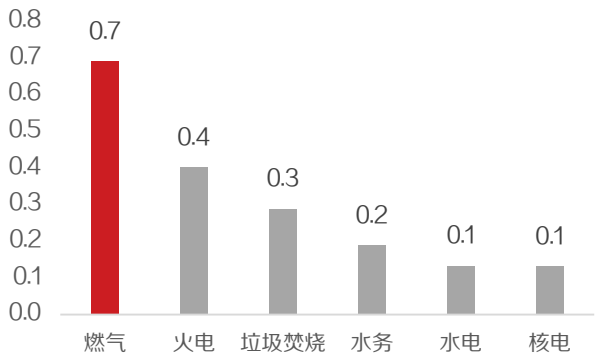
ToB/C 而非 To 政府/电网属性，给予延伸业务空间，提升资产效率。城市燃气是典型重投资运营类资产，城燃与其他重投资运营类资产（垃圾焚烧、水电、核电、水务、火电）的不同点在于，城燃的直接下游客户是居民、工业、商业用户，属于真正意义上 ToB/C 的公用事业，而其他重投资运营类资产付费端是政府或电网。直接对接下游终端客户的优点在于，可利用存量资产和人员开展低边际成本、高附加值的延伸业务，提升资产运用效率，这也就是积极进行业务拓展的民营城燃公司 ROE 高于同样资产属性的垃圾焚烧、水电的原因之一。

图 10：重资产运营类资产 ROE 对比（2017-2019）



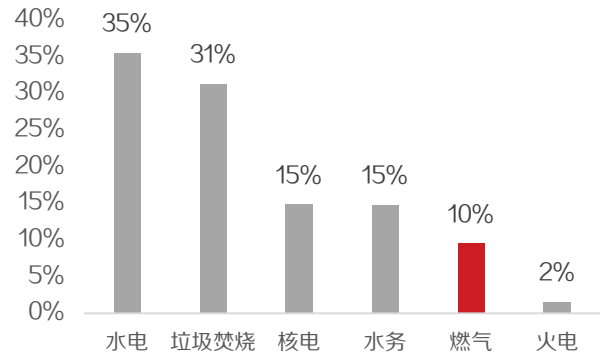
数据来源：公司公告、东方证券研究所；注：选取各行业 2 家龙头公司 17-19 年数据进行对比

图 11：重投资运营类资产效率：资产周转率对比（x）



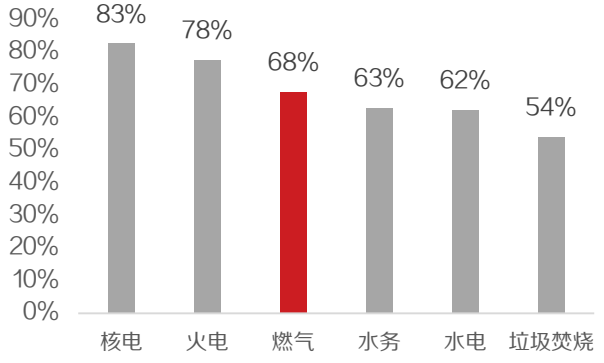
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 12：重投资运营类盈利能力：净利率对比（%）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 13：重投资运营类杠杆运用：资产负债率对比（%）

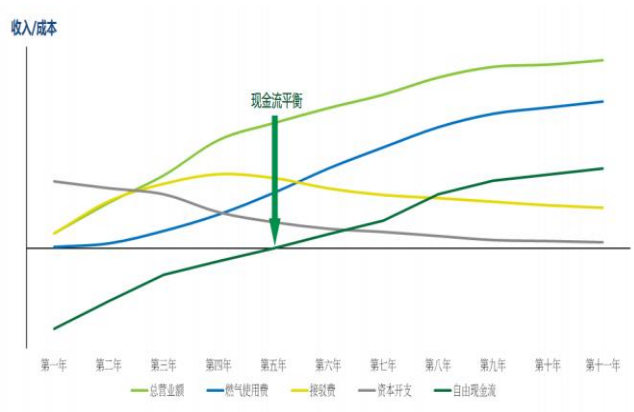


数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

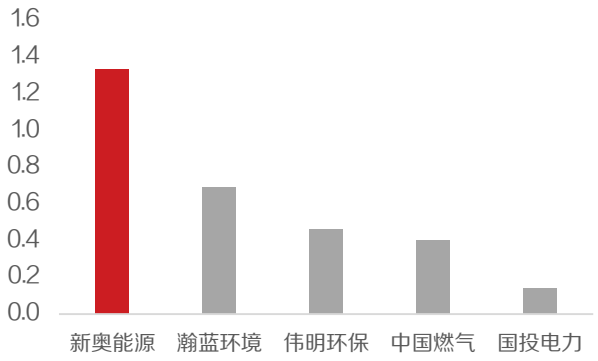
接驳费本质为预收款模式，优化现金流，提升资金运用效率。城燃与传统重投资运营类资产的第二点不同在于，典型的“投资-运营”模式是城市燃气前期进行城市内部的管网投资，后续通过向用户销售天然气赚取毛差来获得利润和现金回流，但特殊性在于初期进行管网投资时，企业可收取利润率相对较高的接驳收入，一方面是未来运维服务一次性买断，更重要的是现金回流，保障企业再投资的资本能力。

图 14：典型城市燃气项目的简要模型



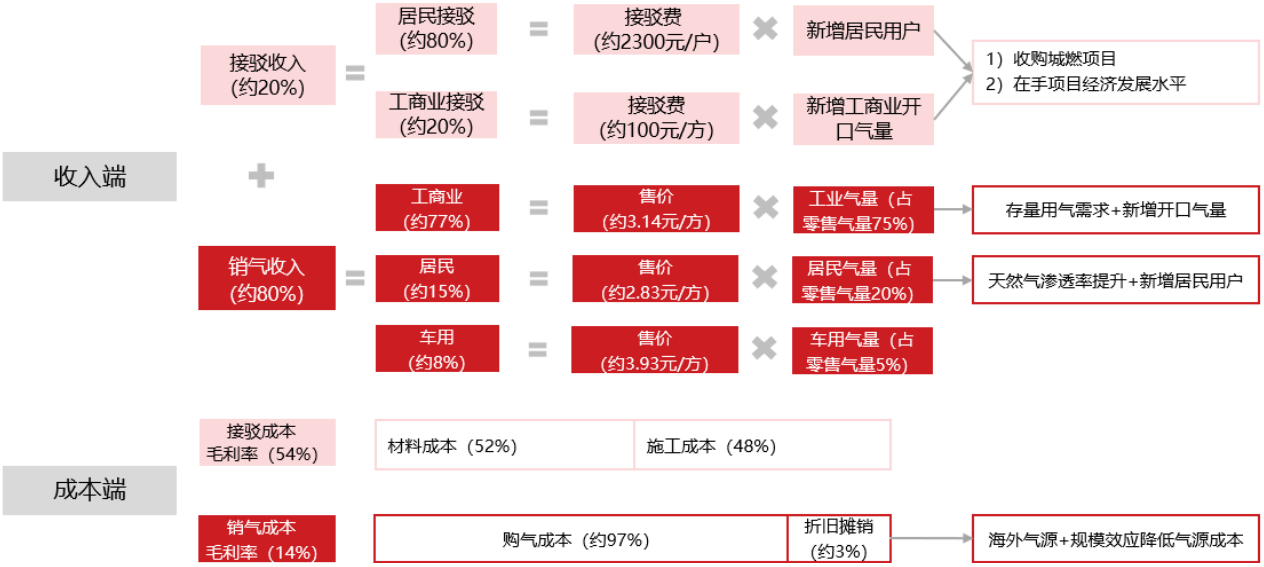
数据来源：新奥能源 2019 年投资者简报、东方证券研究所

图 15：重投资运营类现金效率：（19 年收入-18 年收入）/18 年资本开支



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 16：典型城市燃气“销气+接驳”商业模式



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.2 民企制度优势，新奥核心壁垒揭秘

城燃基础商业模式是“销气+接驳”，各城市燃气公司依靠自身项目的资源禀赋、内生的增值服务、外延的业务拓展、以及规模效应等产生分化。**影响城燃业务盈利能力的关键是：**

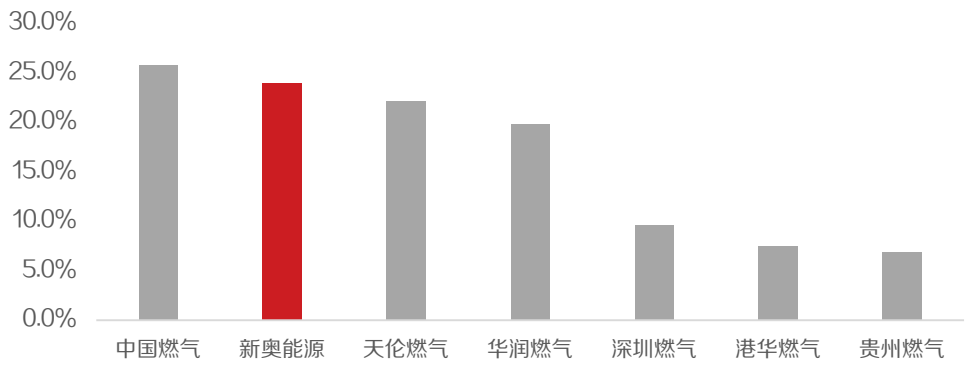
1）资源禀赋（资产周转率），城燃项目所处城市的经济发展水平对资产效率的影响，集中体现在人口流入城市接驳拓展空间大（与新房开工相关）、工商业发展程度高的城市销气量增长空间大，对应同样的资本开支强度下不同的资产效率。

2）新商业模式拓展（边际资产回报率），公司拓展的新业务模式有两种，一种是向居民售卖燃气灶具、燃气保险的增值业务，另一种是针对工业、商业客户，城燃公司协助设计建造以天然气为燃料，提供冷、热、电多种形式供能的综合能源基础设施。

3）规模效应（利润率），一般意义上以项目制开展的业务模式，规模效应的重要性要弱于制造业，但城燃企业规模的重要性体现在，一方面城燃项目对应的人口覆盖规模是增值业务等新商业模式拓展的基础，另一方面在管网放开的背景下，销气规模是海外集中采购降低成本的基础。

4）体制优势：公司民营企业属性决定其运营效率高。新奥能源成立于 2000 年，于 2001 年在香港联交所创业板上市，2002 年转主板上市，是上市最早的城燃企业，资金、品牌方面均取得一定先发优势，且作为城燃中少数的民营企业，公司体制更为灵活，激励更为充分。

图 17：城燃公司 ROE 对比（2019）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

表 4：城燃企业成立时间及所有制对比

证券代码	证券简称	成立日期	首发上市日期	公司属性
02688.HK	新奥能源	1995	2001	民营企业
00384.HK	中国燃气	2002	2003	民营企业
01193.HK	华润燃气	2007	2008	国有企业
01600.HK	天伦燃气	2002	2010	民营企业
601139.SH	深圳燃气	1982	2009	国有企业
600903.SH	贵州燃气	2003	2017	民营企业

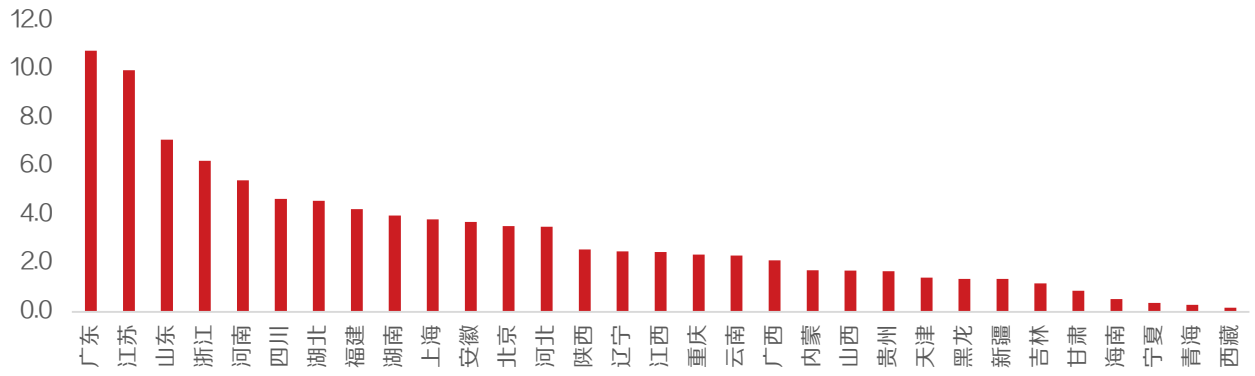
数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2.2.1 资源禀赋：跑马圈地抢占优质市场，铸就坚实护城河

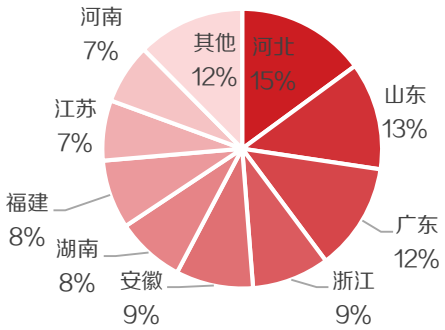
城燃项目的资源禀赋是影响资产效率关键因素之一，资源禀赋取决于行业发展早期跑马圈地的结果，从项目分布来看，新奥在经济发达地区项目占比高，大型项目占比高。新奥能源在运项目中有48%位于全国 GDP 排名前 5 的省份（vs 华润、中燃占比分别为 40%、19%），城燃项目所在地区经济发展水平越高，工商业用气量新增需求越大，且人口净流入带来新增居民用气需求越多，对应更优的资源禀赋。从资产周转率的角度来看，新奥能源资产周转率为 0.9x，高于华润的 0.7x，以及中燃的 0.5x，为全行业最高水平。

图 18：我国各省 GDP 总量（2019，万亿）



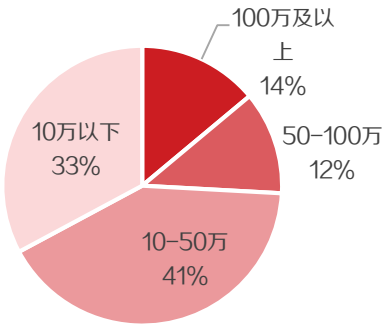
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 19：新奥能源：城市燃气项目地域分布（2019）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

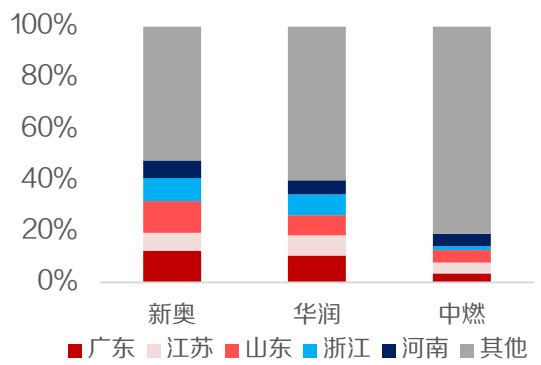
图 20：新奥能源：城市燃气项目人口规模（2019）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

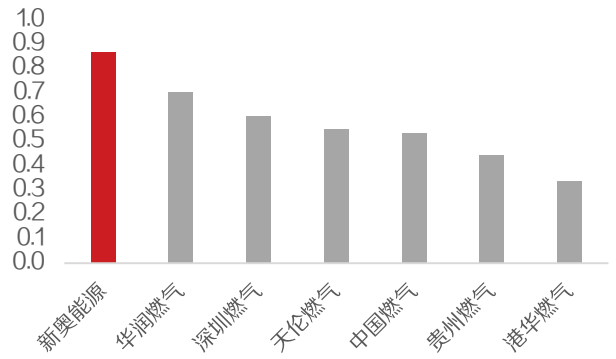
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 21：龙头城市燃气项目分布对比（%）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 22：城燃公司资源禀赋：资产周转率对比（x）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.2.2 内生拓展：增值业务+综合能源，提升 ROE 韧性

增值业务及综合能源业务拓展，是城市燃气资产区别于其他重投资运营类资产的重要特征。增值业务的拓展对于公司整体的贡献作用在于：1）利用自身资产进行内生拓展，提高资产本身周转率；2）品类拓展种类丰富，收入端拓展空间大；3）增值业务利润率高，拉高公司整体利润率水平。

城燃公司增值业务主要为：1）居民增值服务，销售燃气灶、燃气保险等相关产品，提供厨房家装、家居产品等延伸产品；2）工商业增值服务，为工业提供节能装备（燃气节能炉、工业煤改气改造、吸收节能涂料），为餐饮业客户提供商厨配套服务。

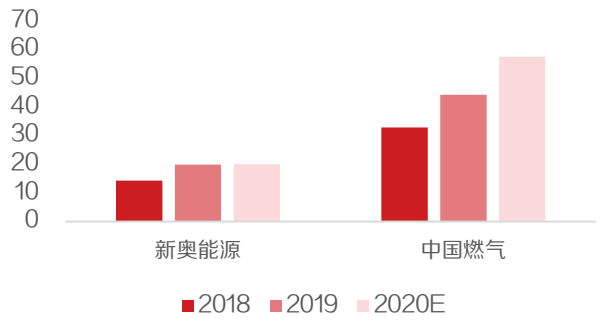
增值业务收入端拓展空间大、利润率高。1）2019 年新奥增值业务收入 19.9 亿元，同比增长 38.8%，占总体收入的 14.7%，当前增值服务更多应用于新接驳用户场景，2019 年新奥新增接驳居民用户 239.7 万户，仅占企业累计居民接驳用户的 11.5%，未来随着增值业务品类不断拓展，用户从增量向存量进一步切换，收入端拓展空间大。2）2019 年增值业务中燃气灶具毛利率为 62%，远高于公司其他业务，拓展增值业务有助于公司整体毛利率的提高。

图 23：新奥能源：增值服务业务拆解

数据来源：新奥能源官网，东方证券研究所

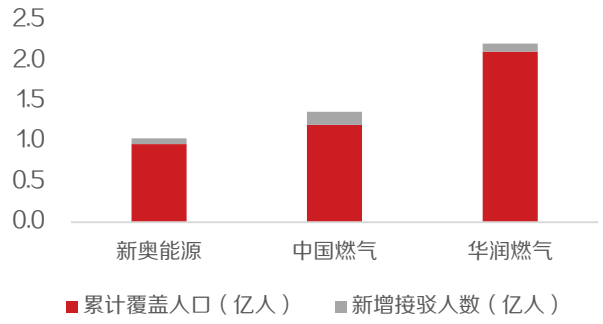
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 24：增值业务收入对比（亿元）：收入增长空间大



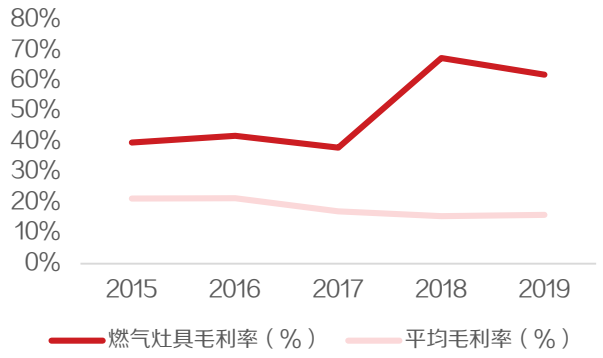
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 25：2019 年城燃覆盖人口对比（亿人）



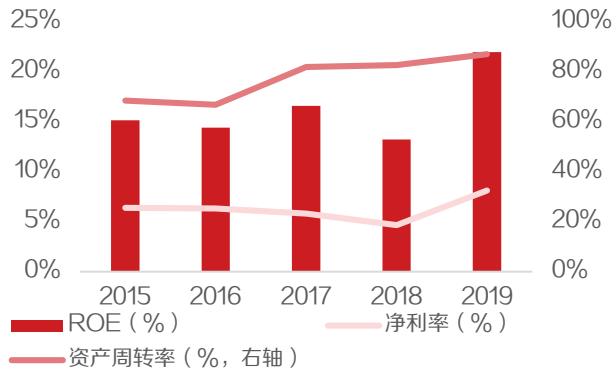
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 26：新奥能源：燃气灶具销售毛利率 vs 公司平均毛利率



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 27：新奥能源：资产周转率、净利率与 ROE

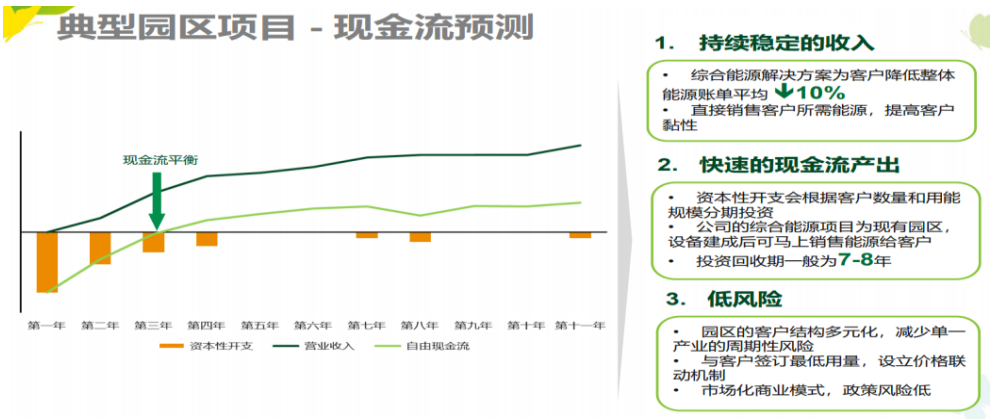


数据来源：公司公告、东方证券研究所

不同于增值业务的轻资产模式，综合能源业务本质是城市燃气销气业务的延伸。综合能源业务对于公司整体的作用在于：1）主动拓展销气来源，综合能源以天然气为燃料，2019 年整体耗气量在 4-5 亿方，占公司总体售气量的 2%左右，且随着综合能源业务进一步扩张，对气量的拉动作用相对更显著；2）管道天然气销售的回报率受到监管（ROA 不高于 7%），利用综合能源业务向下游拓展，将天然气转化为其他能源形式（蒸汽、冷热、电），蒸汽与冷热的售价为与下游直接商定，同时在管网放开的大背景下，有望享受气源价格中枢下降红利。

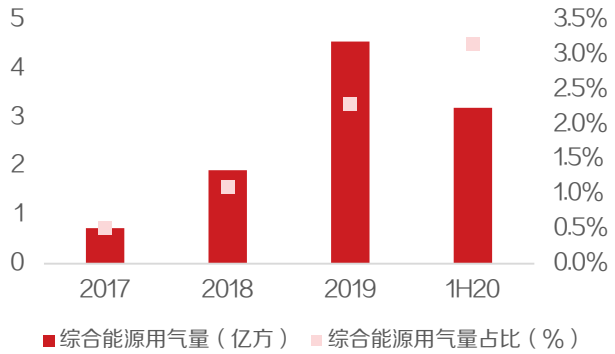
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 28：典型综合能源业务现金流模式



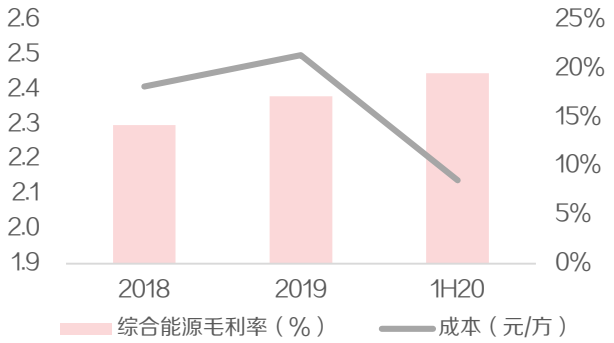
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 29：综合能源对应天然气消耗量及占零售气量比重



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 30：成本中枢下降，综合能源毛利率提升



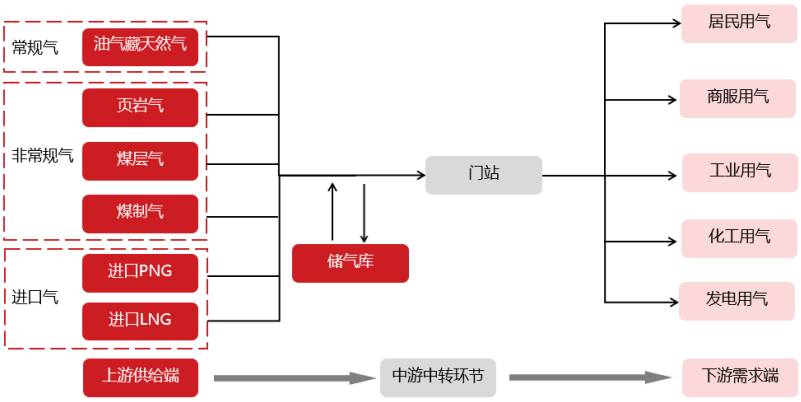
数据来源：公司公告、东方证券研究所

2.2.3 规模效应：气源议价能力，生态聚合效应

中游管网放开，打开的是大型城市燃气利用终端规模在气源采购中的议价权，随着气源成本中枢下降，利润率提升可期。我国天然气产业链以门站价为节点，供给端由三桶油为主的油气公司主导，定价以门站价为基础上下浮动，但城燃公司购气成本与销气规模关系不大，全国性城燃和地方性城燃在购气成本上没有本质差距。但随着管网公司成立中游管网放开，新奥凭借国内天然气终端消费9%的份额，在海外采购中，拥有地方性城市燃气不具备的议价权，购气成本端有下行空间，净利率提升可期。1H20 新奥能源购气成本同比降低 0.46 元/方，核心净利率同比提升 2.1pct 至 9.9%。

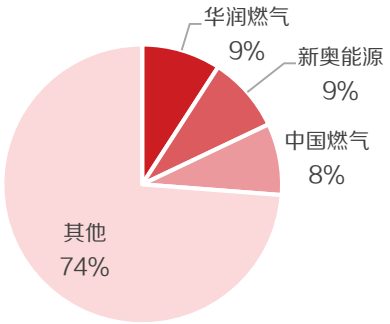
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 31：天然气产业链概览



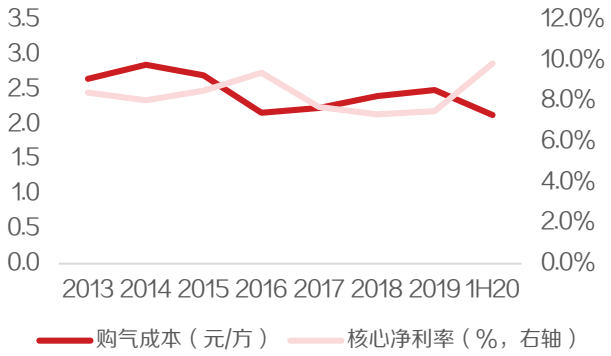
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 32：新奥能源：销气量居全国前列



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 33：新奥能源：购气成本下降与核心净利率提升



数据来源：公司公告、东方证券研究所

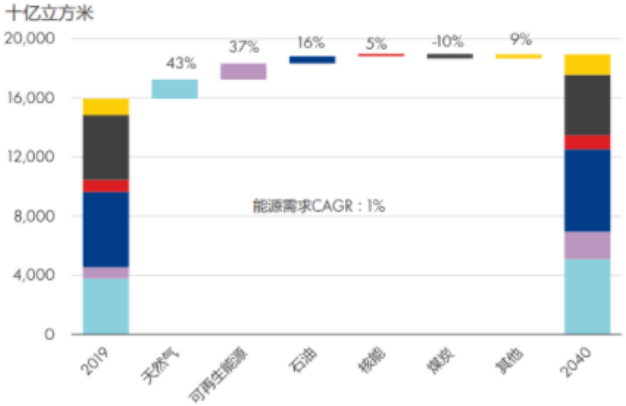
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3. 气源贸易：新增长点，强协同性

3.1 “十四五”天然气表观消费增速 CAGR 或达 8.5%

目前天然气板块需要讨论的一个相对重要的问题是，在全球碳减排的大背景下，天然气作为一种化石能源，未来十年是否面临与如今的煤炭一样份额被挤占、绝对需求下降的局面，具体到数据上体现在未来 5-10 年天然气行业层面需求增速能保持在什么水平。国家主席习近平在七十五届联合国大会一般性辩论上，提到要努力争取 2060 年前实现碳中和，这个表面看与作为化石能源之一的天然气长期发展逻辑相违背，也有观点主张将所有的化石燃料从全球能源结构中剔除，**但我们认为支撑天然气行业未来十年发展的，不仅是一次能源角度层面占比提升，而且是终端能源层面，从电气化难度较大的行业实现低碳化、天然气对发电能源组合的作用，来看天然气未来十年发展空间。**

图 34：80%的全球能源需求增长预计将由可再生能源和天然气满足



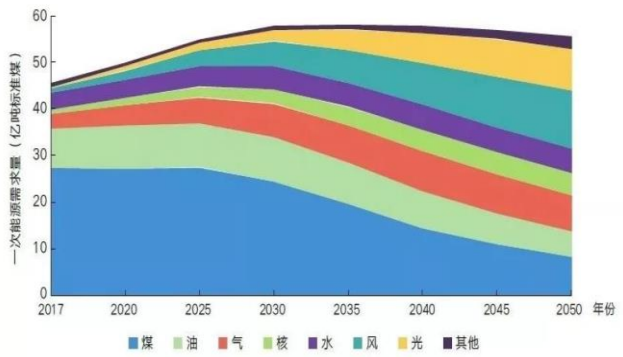
数据来源：《壳牌液化天然气(LNG)前景报告 2020》、东方证券研究所

电气化难度较大的行业，天然气是实现低碳化的重要选择。2018 年我国电能占终端能源消费比重仅为 25.5%，根据国网能源研究院的预测，2050 年我国终端电气化率预计达 50%，分产业部门来看，到 2050 年工业、建筑、交通电气化率分别达到 52%、65%、35%，换言之届时工业、建筑领域依然有电气化难度较大的部分。

2019 年我国煤炭消耗占一次能源比重 58%远超世界平均水平 27%。而从我国原煤的下游需求上看，46%用于发电，剩余绝大部分分散于各个行业做动力燃料，该部分电气化难度较大，实现低碳化更多是靠天然气替代。换一个角度，从整个工业领域所采用的燃料来看，我国煤炭占比最高接近 100%，对比其他国家印度、美国煤炭占比约 80%、60%，工业领域燃料层面低碳化有长足空间。

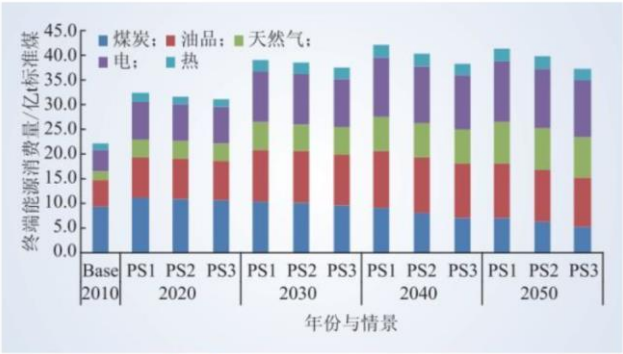
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 35：我国一次能源结构及预测



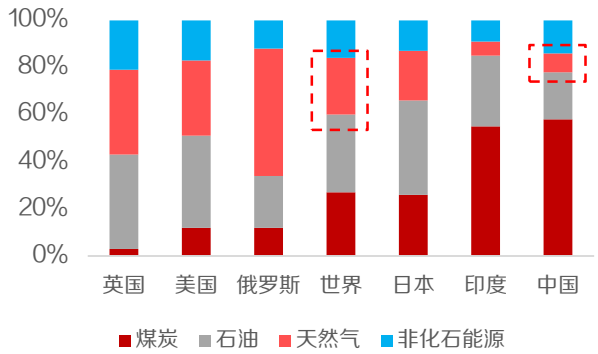
数据来源：国家电网、东方证券研究所

图 36：我国终端能源结构及预测



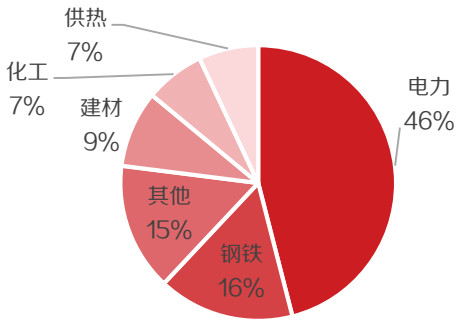
数据来源：国家电网、东方证券研究所

图 37：2019 年全球一次能源结构



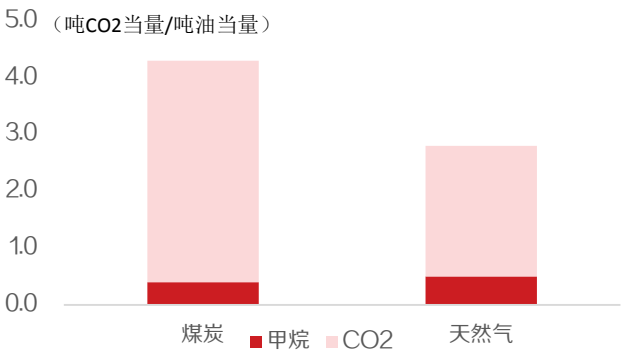
数据来源：《Statistical Review of World Energy 2020》、东方证券研究所

图 38：2018 年原煤下游需求分布



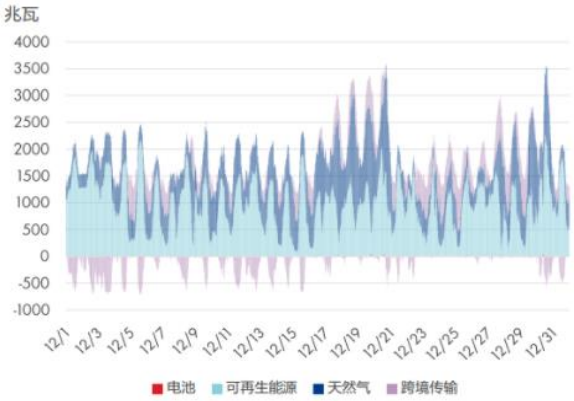
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 39：煤炭和天然气产生的排放量



数据来源：《壳牌液化天然气(LNG)前景报告 2020》、东方证券研究所

图 40：2019 年 12 月澳大利亚南部电力供应量



数据来源：《壳牌液化天然气(LNG)前景报告 2020》东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

政策目标强制煤炭在一次能源占比下降，催生“十四五”天然气表观消费增速 CAGR 达 8.5%。2019 年天然气表观消费量 3067 亿立方米，同比增长 8.6%，2016-2019 年复合增速 11.6%，由于天然气表观消费量的基数变大，因此较 2005-2015 年复合增速 16%有所放缓。能源清洁化转型要求到 2030 年天然气占一次能源比重达到 15%，在煤电装机见顶背景下，可再生能源的增长有利于天然气在发电能源组合中的利用。“十四五”期间天然气占一次能源比重预计达 12%，对应 2025 年天然气表观消费量达 4755 亿立方米，2021-2025 年复合增长率 8.5%。

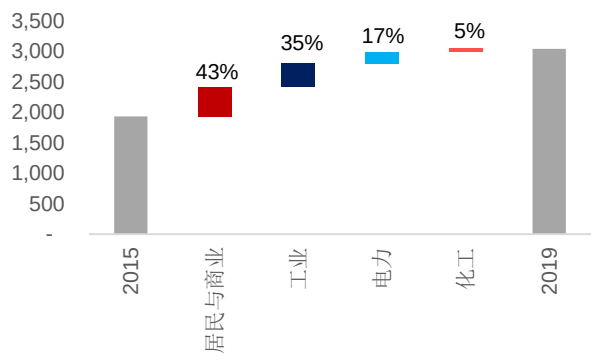
表 5：我国天然气在一次能源占比提升，奠定长周期消费量增长

	2010	2015	2020E	2025E	2030E
一次能源消费结构（%）					
煤炭	69%	64%	58%	55%	50%
原油	17%	18%	17%	15%	12%
天然气	4%	6%	9%	12%	15%
非化石能源	9%	12%	16%	18%	24%
一次能源消费总量（万吨标准煤）	360,648	429,905	485,028	541,898	598,299
CAGR（%）		3.6%	2.4%	2.2%	2.0%
天然气消费量（万吨标准煤）	14,426	24,934	42,100	63,239	86,753
天然气消费量（亿立方米）	1,070	1,932	3,165	4,755	6,523
CAGR（%）		12.5%	10.4%	8.5%	6.5%

数据来源：Wind、国家统计局、东方证券研究所

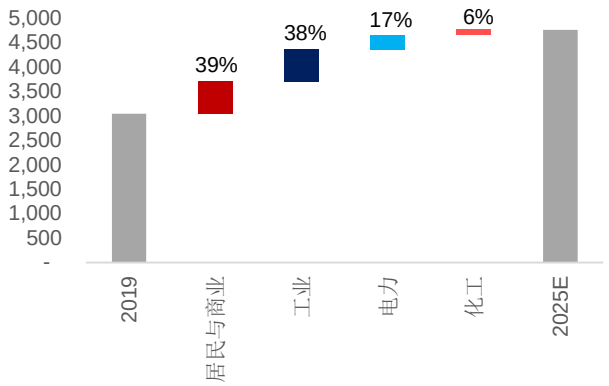
终端消费天然气仍以城燃和工业为主要驱动力。整体终端天然气消费中居民、商业、工业的占比最大，且为增量的主要来源，2016-2019 年天然气消费增量中，居民与商业、工业分别贡献 43%与 35%，为增长最主要的驱动力。随着居民城镇化及渗透率继续提升，工业煤改气继续推动，同时在煤电装机见顶背景下，气电调峰能力有望增加。我们预计 2020-2025 年居民与商业、工业分别贡献需求增量的 39%和 38%。

图 41：我国天然气需求拆分（2016-2019）



数据来源：Wind、国家统计局、东方证券研究所

图 42：我国天然气需求拆分预测（2020-2025E）



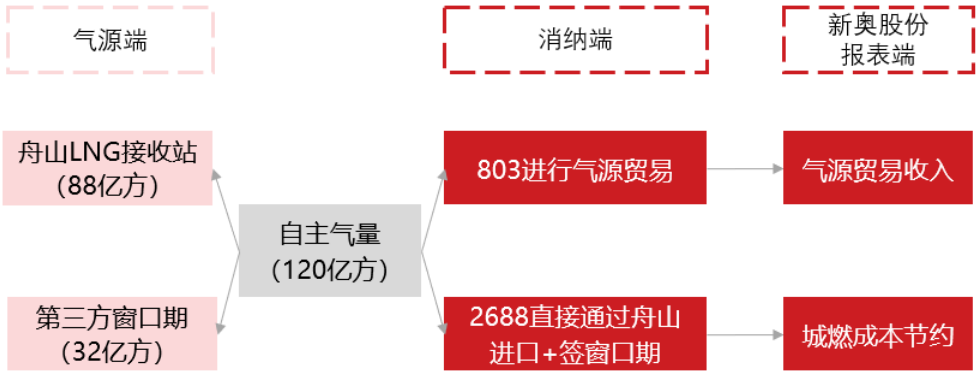
数据来源：Wind、国家统计局、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

3.2 依托舟山 LNG 接收站，聚合效应显现

公司目标到 2023 年实现自主气量 120 亿方，其中约 76%气量用于气源贸易。2020 年 10 月，公司与新奥集团舟山码头签订《委托管理协议》，舟山码头向新奥股份支付托管费 100 万元，舟山公司无条件接受公司对其日常生产经营活动的管理，新奥股份可自主利用舟山 LNG 码头进行气源贸易活动。

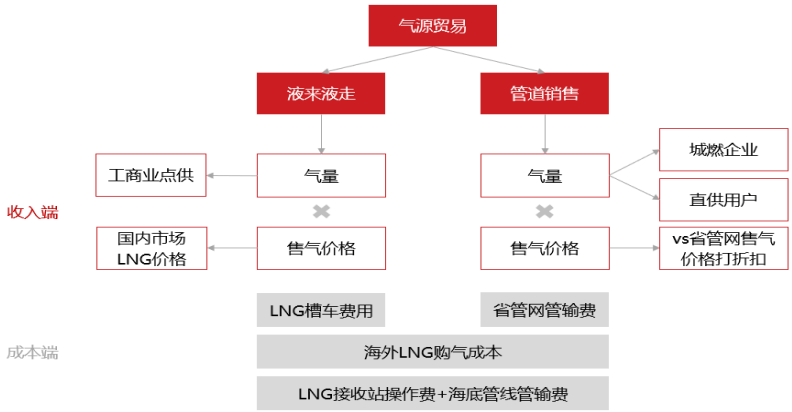
图 43：新奥股份：自主气量拆分及对报表端影响



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

气源贸易为资产整合后新增业务，运营毛利率约 11%。从收入端来看，气源贸易的售气方式有：1）管道销售，气量占比 40%-50%，售气价格一般对比省管网公司的售气价格，给予下游城燃/直供用户一定折扣；2）液来液走，气量占比 50%-60%，售气价格按照国内 LNG 现货价格随行就市。从成本端来看，主要包括海外 LNG 采购成本（占比约 67%-73%）、LNG 接收站操作费+海底管线管输费（占比约 12%）、省管网管输费或 LNG 槽车运费（占比约 13%-21%）。

图 44：气源贸易业务：收入-成本解析



数据来源：公司公告、东方证券研究所测算

表 6：气源贸易：收入-成本测算

（元/方，不含税）	管道销售		液态销售		加权平均
	淡季	旺季	淡季	旺季	
单方收入	2.32	2.58	2.62	2.88	2.62
单方成本	2.14	2.39	2.23	2.48	2.33
购气成本	1.50	1.75	1.50	1.75	1.64
购气成本（美元/mmbtu）	6.0	7.0	6.0	7.0	6.56
海底管线管输费	0.09	0.09	0.09	0.09	
LNG 接收站操作费	0.18	0.18	0.18	0.18	
省管网管输费	0.37	0.37			
LNG 槽车费用			0.46	0.46	
单方毛利	0.18	0.19	0.39	0.40	0.29
毛利率（%）	7.7%	7.2%	14.8%	13.9%	11.0%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

海外 LNG 采购成本显著影响气源贸易利润率。因管道销售价格比照省管网公司售价进行折让，省管网公司定价由政府指导，故而定价空间相对有限，气源贸易毛利率对各指标的敏感程度依次为：海外 LNG 采购成本>国内 LNG 均价>管道气折价。仅考虑国内 LNG 价格变化，若海外 LNG 采购平均成本高于 7.2 美元/mmbtu（折合 1.8 元/方），则国内 LNG 售价要达到 3.34 元/方（折合 4880 元/吨），气源贸易毛利率能维持在 11%。

表 7：气源贸易毛利率对海外 LNG 采购均价、售气价格敏感性

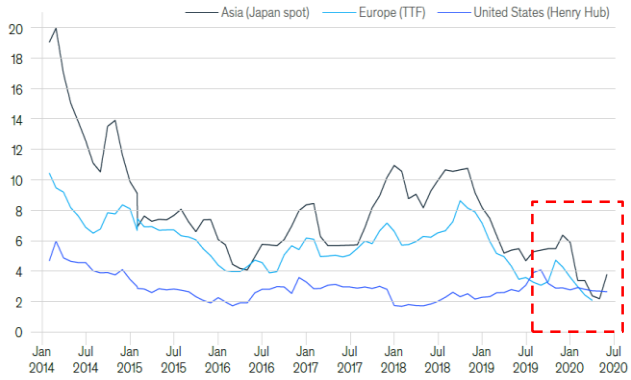
毛利率敏感性分析		管道气折让（元/方）			国内 LNG 均价（元/方）		
		0.10	0.05	0.00	2.20	2.77	3.34
海外 LNG 采购均价（美元/mmbtu）	5.4	22%	22%	22%	22%	30%	37%
	6.0	17%	17%	17%	11%	21%	28%
	6.6	11%	11%	11%	0%	11%	20%
	7.2	5%	5%	5%	-10%	1%	11%
	7.8	-1%	-1%	-1%	-21%	-8%	3%

数据来源：公司公告、东方证券研究所

18 年以来海外 LNG 气源成本中枢下降，当前供给仍相对过剩，短期价格虽有反弹可能，但不具备大幅持续上涨的供需基础，同时公司积极利用套期保值对冲价格风险。2016-2019 年全球 LNG 新增产能大幅增长，根据《壳牌液化天然气(LNG)前景报告 2020》，2019 年全球 LNG 供给实现创记录增长，致使 LNG 现货价格快速下跌。截至 2020 年 2 月，上一轮扩产周期中 85%项目已投产，2020-2022 年产能继续扩张，但幅度缩窄。从历史数据来看，LNG 价格大幅下降将引发后续需求增长，但即使低价刺激需求推动市场重新平衡，在全球疫情影响能源需求大背景下，供给偏松的局势短期逆转难度较大，LNG 价格短期或不具备大幅上涨的基础。同时，随着 LNG 运输技术的成熟，储运成本的下降也将降低终端 LNG 售价。

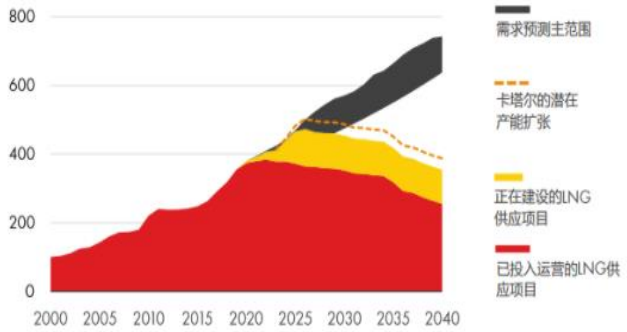
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 45：全球 LNG 价格走势（美元/mmbtu）



数据来源：彭博、EIA、Platts、东方证券研究所

图 46：LNG 供需缺口预测（亿吨）



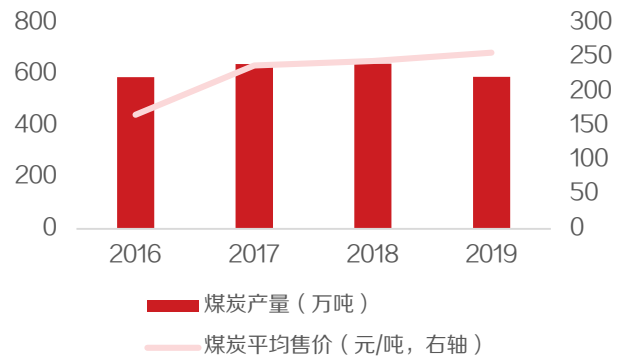
数据来源：《壳牌液化天然气(LNG)前景报告 2020》、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4. 煤基清洁能源：多元布局，均衡发展

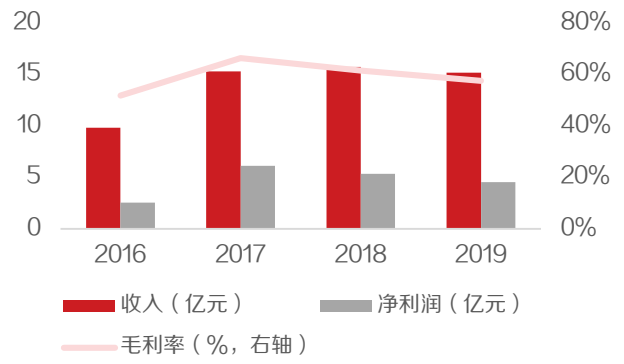
当前煤价上行助推盈利向好，产能扩张效应或在 21 年完全显现。新奥股份拥有内蒙古鄂尔多斯市万利矿区王家塔煤矿的开采权，王家塔煤矿矿区地质构造简单稳定，可开采量丰富，截至 2019 年可开采量达 5.7 亿吨。公司的煤炭产品分混煤、精煤，煤炭生产业务产量、业绩相对稳定，17-19 年年均贡献 5 亿左右净利润。19 年 5 月王家塔煤矿产能扩产获批，从 680 万吨/年增至 800 万吨/年，但因一次性事故因素 19 年底至 20 年初停产，故扩产带来的积极影响应于 21 年完全显现。同时 2020 年 12 月以来，因用电需求量大，坑口煤价格突破此前 350 元/吨中枢，于 21 年 1 月达到新高 590 元/吨，助推 2021 年公司煤炭生产业绩向好。

图 47：王家塔煤矿产量、均价维持稳定



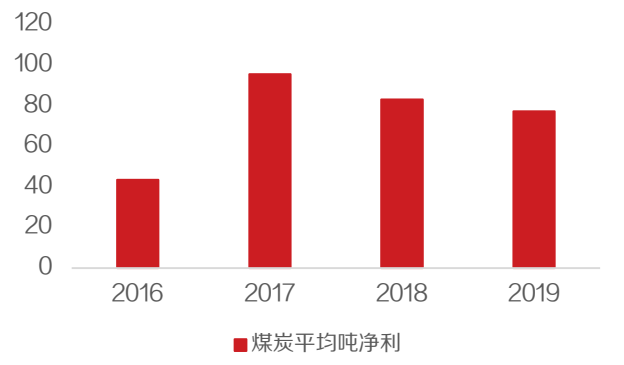
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 48： 煤炭生产：收入、毛利率、净利润



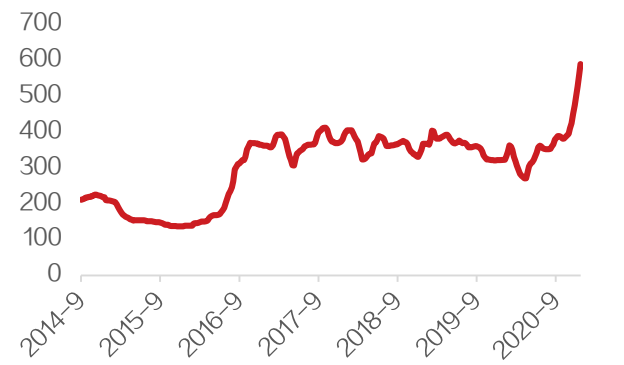
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 49：煤炭生产：平均单吨净利（元/吨）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 50：坑口价：动力煤（Q5500）鄂尔多斯（元/吨）

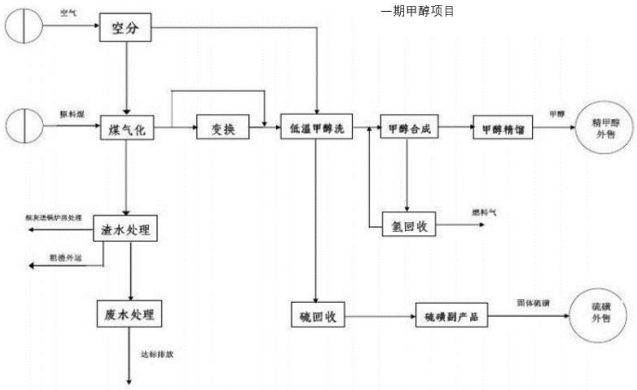


数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

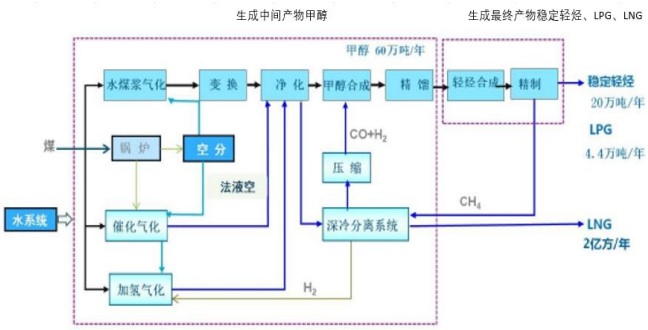
能源化工业务主要产品为煤制甲醇，盈利能力受甲醇价格波动影响。新奥股份子公司新能能源运营煤质甲醇一期二期生产线：1）一期甲醇装置产能为 60 万吨，持续处于稳定运营状态，2）二期稳定轻烃项目，生产出 60 万吨甲醇作为中间产品，可满足年产 20 万吨稳定轻烃产品的原材料需求，同时联产 2 亿方/年的液化天然气，及副产 4.4 万吨/年的液化石油气等产品，目前 60 万吨甲醇产品已于 18 年实现满负荷，20 万稳定轻烃已于 19 年 10 月通过满负荷性能考验，2 亿方天然气于 20 年 9 月完成性能考研，暂未量产。公司根据当年甲醇、稳定轻烃的价格，择机选择深加工比率。

图 51：一期甲醇项目示意图



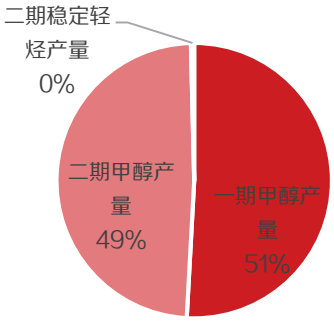
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 52：二期稳定轻烃项目示意图



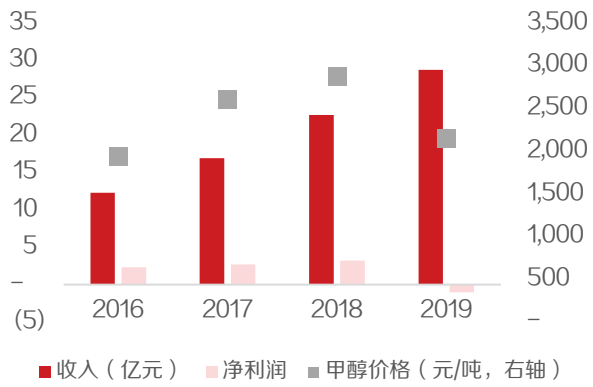
数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 53：2019 年一二期项目主要产品仍为甲醇（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 54： 新能能源盈利情况受甲醇价格波动影响（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

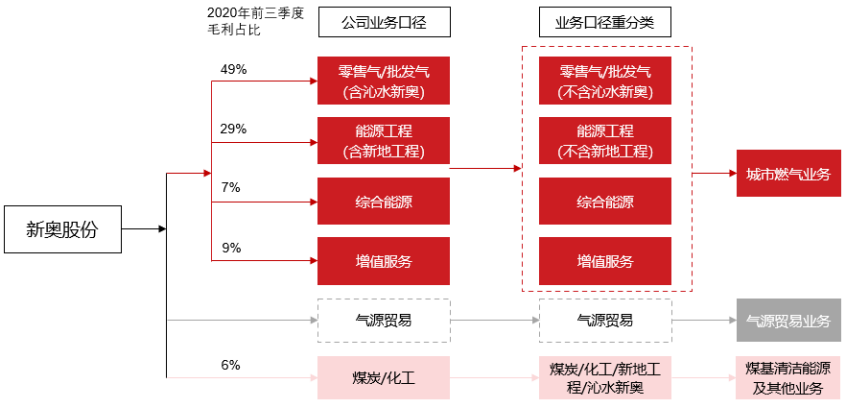
盈利预测与投资建议

盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设，因公司资产重组后业务结构相对复杂，我们将其业务结构进行重分类以方便理解：

1) 我们预测 2020-2022 年公司营业收入分别为 1004、1275、1536 亿元；归母净利润分别为 20.4、31.0、38.0 亿元。公司 2020-2022 年收入和归母净利润的大幅增长主要来自于城市燃气及气源贸易业务的增长。
2) 城市燃气：随着零售气量稳步增长、增值+综合能源业务持续推进，预计 2020-2022 年城市燃气业务收入为 898、1065、1248 亿元，同比+18.6%、+17.2%，因高毛利的接驳业务占比逐步降低，但增值业务及气源成本下降对综合能源利润率的影响逐步显现，预计 20-22 年毛利率为 16.7%、16.4%、16.4%。
3) 气源贸易：随着舟山 LNG 码头的投入使用，LNG 进口量将会逐步增加，进而带动气源贸易收入稳步增加，预计 2020-2022 年气源贸易业务收入 23、123、195 亿元，预计售价与海外气源采购成本相对稳定，20-22 年毛利率为 11.0%、11.0%、11.0%。
4) 煤基清洁能源及其他业务：公司煤基清洁能源及其他业务收入保持稳定，预计 2020-2022 年收入为 83、87、92 亿元， 20-22 年毛利率分别为 29.4%、30.1%、30.2%。
5) 预计 2020-2022 年公司销售费用率、研发费用率与 2019 年同比持平至 1.5%、0.6%；20 年因资产重组管理费用率略有上升至 4.2%、21-22 年下降至 3.7%。

图 55：新奥股份：业务口径分类汇总



数据来源：东方证券研究所

盈利预测核心假设					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
城市燃气					
销售收入（百万元）			89,789	106,477	124,783
增长率				*18.6%*	*17.2%*
毛利率			16.7%	16.4%	16.4%
气源贸易					
销售收入（百万元）			2,329	12,305	19,546
增长率				*428.4%*	*58.9%*
毛利率			11.0%	11.0%	11.0%
煤基清洁能源及其他					
销售收入（百万元）	13,632	13,544	8,273	8,728	9,228
增长率	*35.8%*	*-0.6%*	*-38.9%*	*5.5%*	*5.7%*
毛利率	21.5%	17.6%	29.4%	30.1%	30.2%
合计	13,632	13,544	100,391	127,510	153,556
增长率	*35.8%*	*-0.6%*	*641.2%*	*27.0%*	*20.4%*
综合毛利率	21.5%	17.6%	17.6%	16.8%	16.5%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

投资建议

公司 2020 资产重组后战略转型天然气产业链，2020 年前三季度收入中城市燃气业务收入、毛利润占比为 95%、94%。我们选取全国性城市燃气华润燃气、新奥能源、中国燃气，地方性城市燃气深圳燃气为可比公司，因 A 股暂无全国性城市燃气标的可供对比，我们选取重投资运营类资产典范长江电力为可比公司，体现 A 股对于该类型资产的估值认知。

1）从可比公司看，22 年公司业绩增速为 22%，对比可比公司平均业绩增速 13%，从业绩增速看，公司应给予估值溢价。

2）从与新奥能源估值对比角度看，大部分控股公司市场给予估值折价的原因，是母公司的业绩增速弱于子公司，且业务间无协同效应，但公司增速高于新奥能源，气源贸易与城市燃气之间属于强协同，应给予估值溢价。

综合 A+H 可比公司 21 年 PE 平均估值 15x，我们给予公司 21 年 30%估值溢价至 PE 估值 20x。预测 2020-2022 年 EPS 为 0.79/1.19/1.46 元，给予目标价 23.80 元，首次覆盖给予“买入”评级。

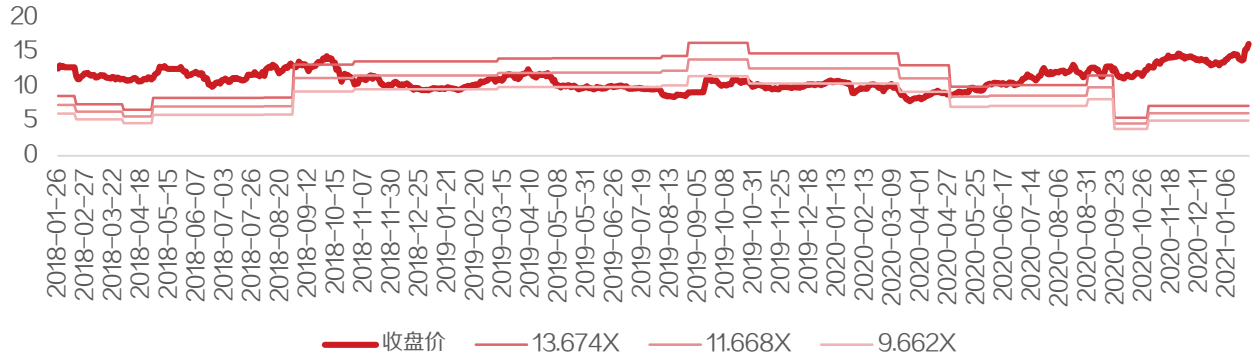
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 8：可比公司估值情况

	最新价格	每股收益			PE（x）			业绩增速
	2021/1/29	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2022E
华润燃气（港币）	39.75	2.22	2.54	2.82	17.9	15.7	14.1	11%
新奥能源（港币）	120.20	6.50	7.59	8.75	19.1	16.4	14.2	15%
中国燃气（港币）	28.20	2.06	2.31	2.69	13.7	12.2	10.5	16%
深圳燃气（元）	6.40	0.46	0.53	0.59	14.1	12.1	10.8	13%
长江电力（元）	20.00	1.05	1.07	1.10	19.1	18.7	18.1	3%
最大值					19.1	18.7	18.1	16%
最小值					13.7	12.1	10.5	3%
平均数					16.8	15.0	13.5	12%
调整后平均					17.0	14.8	13.0	13%

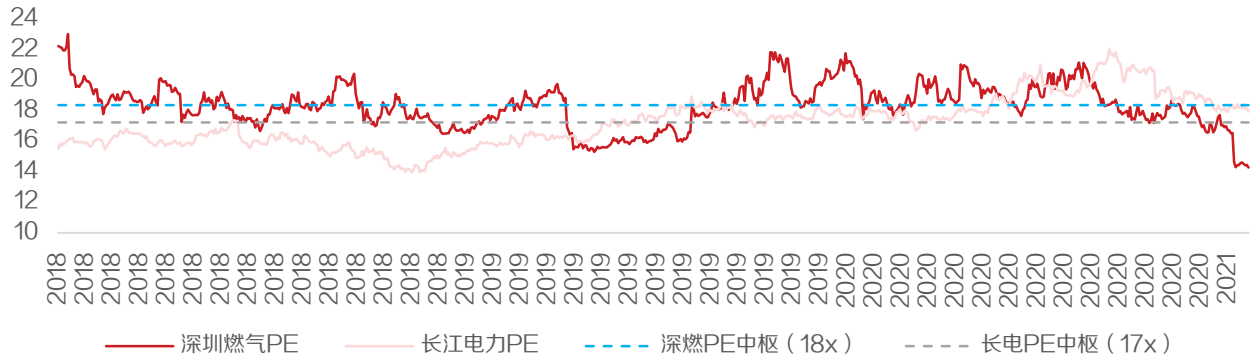
数据来源：Wind 一致预期、东方证券研究所

图 56：新奥股份：PE Band



数据来源：Wind、东方证券研究所

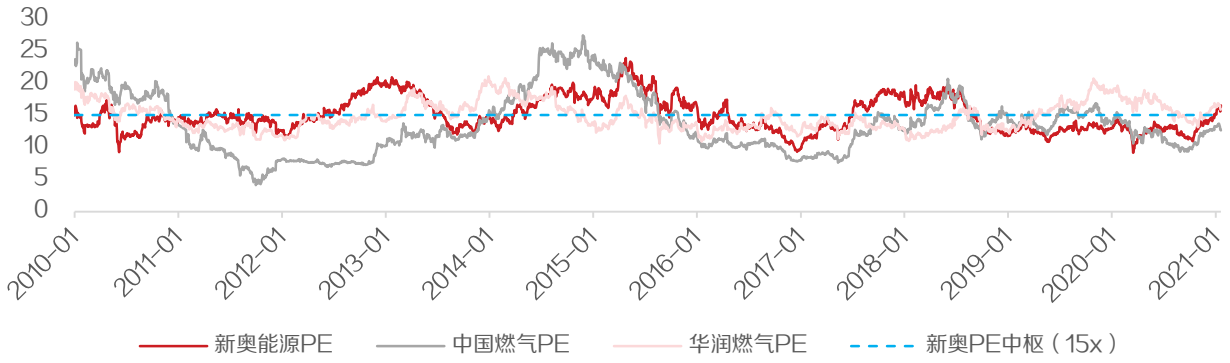
图 57：A 股深燃、长电 PE-TTM



数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 58：港股城燃 PE-TTM



数据来源：Wind、东方证券研究所

风险提示

天然气需求及国内 LNG 现货销售价格不及预期的风险。资产重组后，公司主营业务为城市燃气，销气为城燃业务增长的重要驱动引擎之一，若天然气需求不及预期则可能导致销气量、及国内 LNG 现货销售价格不及预期，影响业绩表现。

海外 LNG 采购价格提升的风险。公司气源采购业务利润率对海外 LNG 现货价格敏感，若海外 LNG 采购价格大幅提升，或导致气源采购业务利润率不及预期。

甲醇价格有下行风险。甲醇主要下游产品甲醛九月以来价格持续下跌，下游利润降低可能导致甲醇利润受限，进而导致公司盈利情况不如我们的预测值。

煤炭价格不及预期。公司煤炭生产业务直接受煤价影响，近期各港口煤炭库存较往年同期高 10%左右，煤炭需求可能不及预期，影响公司收益。

宏观经济下行风险。公司甲醇及 LNG 商品价格受宏观经济影响较大，若经济下行和贸易摩擦风险加剧，会影响公司短期的业绩表现。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,957	2,495	15,356	23,033	35,318
应收票据、账款及款项融资	1,824	1,982	6,330	7,878	9,366
预付账款	351	331	2,818	3,580	4,311
存货	1,775	1,835	4,411	5,652	6,833
其他	377	351	4,704	4,704	4,704
流动资产合计	**6,285**	**6,994**	**33,619**	**44,848**	**60,531**
长期股权投资	5,831	6,121	5,627	5,627	5,627
固定资产	8,003	7,677	50,536	56,816	62,830
在建工程	1,737	1,988	8,751	8,788	8,835
无形资产	1,050	1,023	6,579	6,433	6,287
其他	609	549	8,277	8,277	8,277
非流动资产合计	**17,230**	**17,359**	**79,770**	**85,941**	**91,855**
资产总计	**23,514**	**24,353**	**113,389**	**130,789**	**152,386**
短期借款	1,991	2,712	6,531	3,471	5,558
应付票据及应付账款	2,979	3,674	10,689	13,697	16,558
其他	4,352	1,800	20,441	24,373	28,150
流动负债合计	**9,323**	**8,186**	**37,662**	**41,541**	**50,266**
长期借款	3,268	1,895	8,888	12,888	14,488
应付债券	149	3,633	11,262	11,262	11,262
其他	1,438	511	6,964	6,964	6,964
非流动负债合计	**4,855**	**6,039**	**27,114**	**31,114**	**32,714**
负债合计	**14,178**	**14,225**	**64,776**	**72,655**	**82,980**
少数股东权益	795	774	28,752	35,274	42,753
实收资本（或股本）	1,229	1,229	2,600	2,600	2,600
资本公积	1,734	1,579	1,874	1,874	1,874
留存收益	5,323	6,274	15,286	18,385	22,179
其他	255	271	101	0	0
股东权益合计	**9,337**	**10,128**	**48,613**	**58,133**	**69,406**
负债和股东权益总计	**23,514**	**24,353**	**113,389**	**130,789**	**152,386**

现金流量表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	1,406	1,184	7,598	9,622	11,273
折旧摊销	8,245	1,808	1,599	1,866	2,133
财务费用	704	637	1,415	1,636	1,686
投资损失	(584)	(589)	(575)	(696)	(696)
营运资金变动	(769)	148	(2,470)	3,389	3,239
其它	(7,779)	(1,780)	70	(101)	0
经营活动现金流	**1,222**	**1,408**	**7,637**	**15,715**	**17,634**
资本支出	(1,853)	(32)	(8,023)	(8,037)	(8,047)
长期投资	(472)	(295)	5,038	0	0
其他	1,027	630	1,292	696	696
投资活动现金流	**(1,298)**	**303**	**(1,693)**	**(7,341)**	**(7,351)**
债权融资	(295)	(872)	2,556	4,000	1,600
股权融资	2,168	(154)	1,570	0	0
其他	(2,280)	(115)	(6,395)	(4,696)	401
筹资活动现金流	**(406)**	**(1,142)**	**(2,268)**	**(696)**	**2,001**
汇率变动影响	(14)	15	- 0	- 0	- 0
现金净增加额	**(496)**	**585**	**3,675**	**7,678**	**12,285**

利润表

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**13,632**	**13,544**	**100,391**	**127,510**	**153,556**
营业成本	10,697	11,162	82,749	106,030	128,178
营业税金及附加	247	296	604	768	924
营业费用	189	153	1,480	1,879	2,263
管理费用及研发费用	666	650	4,756	5,463	6,610
财务费用	704	637	1,415	1,636	1,686
资产、信用减值损失	97	(3)	157	92	92
公允价值变动收益	(2)	0	(70)	0	0
投资净收益	584	589	575	696	696
其他	12	23	176	222	222
营业利润	**1,627**	**1,262**	**9,911**	**12,559**	**14,720**
营业外收入	31	148	180	180	180
营业外支出	37	13	147	147	147
利润总额	**1,621**	**1,397**	**9,944**	**12,592**	**14,753**
所得税	215	213	2,346	2,970	3,480
净利润	**1,406**	**1,184**	**7,598**	**9,622**	**11,273**
少数股东损益	84	(21)	5,556	6,523	7,479
归属于母公司净利润	**1,321**	**1,205**	**2,042**	**3,099**	**3,794**
每股收益（元）	0.51	0.46	0.79	1.19	1.46

主要财务比率

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	35.8%	-0.6%	641.2%	27.0%	20.4%
营业利润	82.7%	-22.4%	685.4%	26.7%	17.2%
归属于母公司净利润	109.4%	-8.8%	69.5%	51.7%	22.4%
获利能力					
毛利率	21.5%	17.6%	17.6%	16.8%	16.5%
净利率	9.7%	8.9%	2.0%	2.4%	2.5%
ROE	19.3%	13.5%	14.0%	14.5%	15.3%
ROIC	12.5%	8.8%	18.2%	13.4%	13.3%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	58.4%	57.1%	55.6%	54.5%
净负债率	66.3%	62.1%	24.8%	9.1%	0.0%
流动比率	0.67	0.85	0.89	1.08	1.20
速动比率	0.48	0.63	0.78	0.94	1.07
营运能力					
应收账款周转率	9.9	8.5	27.6	19.6	19.1
存货周转率	6.3	6.1	26.4	21.1	20.5
总资产周转率	0.6	0.6	1.5	1.0	1.1
每股指标（元）					
每股收益	0.51	0.46	0.79	1.19	1.46
每股经营现金流	0.99	1.15	2.94	6.04	6.78
每股净资产	3.29	3.60	7.64	8.79	10.25
估值比率					
市盈率	29.2	32.0	18.9	12.4	10.2
市净率	4.5	4.1	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA	5.3	15.1	4.3	3.5	3.0
EV/EBIT	24.1	29.5	5.0	4.0	3.4

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话： 021-63325888

传真： 021-63326786

网址： www.dfzq.com.cn