

1H21 业绩超预期，城燃业务+气源贸易双轮驱动

东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **1H21 实现归母净利润 19.6-21.1 亿元，同比+170%至+190%（重述后口径），业绩超预期。**扣除汇兑收益 3.6 亿、套期保值收益 1.2 亿、股权处置收益 0.79 亿后，经营层面业绩在 14.0 亿-15.5 亿，同样好于市场预期。
- **LNG 贸易盈利超预期。**1H21 公司直销气量为 14.5 亿方，预计实现归母净利润 2.2 亿元，对应单方净利润为 0.15 元，盈利能力好于市场预期。随着舟山二期投产，公司接收站产能从 300 万吨提升至 800 万吨，预计 21 年直销气量可达 35 亿方。同时根据《关于“十四五”期间能源资源勘探开发利用进口税收政策的通知》及我们测算，当采购成本达到 8 美金/mmbtu 时，公司可获得 0.08 元/方的税收返还，保障气源贸易盈利。
- **碳达峰背景下，城燃业务强势增长。**根据我们测算 1H21 城燃业务（新奥能源并表）核心利润约 11.6 亿-13.1 亿元，核心利润同比+14%至+29%，对比新奥能源指引全年 15%核心净利润增长，1H21 业绩超预期概率较大。城燃业务强势增长主要受以下因素推动：1）低基数叠加工商业用气量增长，1H21 销气量增速同比高增；2）各省碳达峰规划下，公司综合能源业务聚焦工业用户，1H21 实现业绩与订单高增长。
- **1H21 煤价+甲醇价格回暖，推升能源生产业务盈利如期改善。**1）虽矸石含量较多影响煤炭整体产量，但 1Q21/2Q21 鄂尔多斯 Q5500 动力煤价格同比+39.5%、+118.1%，煤炭生产盈利性预计同比大幅改善。2）1Q21/2Q21 甲醇价格同比+16.8%、+57.0%，甲醇价格攀升，公司煤制甲醇产线 1H21 预计如期减亏。

财务预测与投资建议

- 我们上调全年业绩预期，21-23 年公司 EPS 为 1.25/1.41/1.56 元（调整前为 1.09/1.33/1.53 元），基于可比公司 21 年 PE 估值 16x 给予公司 15%溢价对应 21 年 PE 18x，目标价 22.68 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；宏观经济下行风险。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	88,652	88,099	109,183	133,633	152,196
同比增长(%)	550.3%	-0.6%	23.9%	22.4%	13.9%
营业利润(百万元)	10,679	10,585	14,119	16,403	18,680
同比增长(%)	556.5%	-0.9%	33.4%	16.2%	13.9%
归属母公司净利润(百万元)	2,906	2,107	3,565	4,026	4,446
同比增长(%)	119.9%	-27.5%	69.2%	12.9%	10.4%
每股收益(元)	1.02	0.74	1.25	1.41	1.56
毛利率(%)	17.4%	18.5%	19.3%	19.0%	19.0%
净利率(%)	3.3%	2.4%	3.3%	3.0%	2.9%
净资产收益率(%)	23.0%	17.0%	36.7%	30.3%	25.5%
市盈率	16.7	23.0	13.6	12.0	10.9
市净率	2.9	6.0	4.3	3.2	2.5

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 (维持)

股价(2021年07月08日)	16.67 元
目标价格	22.68 元
52周最高价/最低价	18.89/10.87 元
总股本/流通A股(万股)	284,585/121,215
A股市值(百万元)	47,440
国家/地区	中国
行业	公用事业
报告发布日期	2021年07月08日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.58	-2.86	-8.51	46.87
相对表现	4.59	-0.01	-4.9	39.86
沪深300	-3.01	-2.85	-3.61	7.01



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 021-63325888*6070 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 香港证监会牌照：BMO306

相关报告

碳中和超预期赛道，21 年指引清晰新征程开启	2021-03-25
剥离参股公司股权，聚焦天然气核心资产	2021-02-19
新定位新征程，开启二次增长元年	2021-01-31

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声明。

表 1：可比公司估值情况

	最新价格	每股收益			PE (x)			业绩增速
	2021/7/8	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2022E
华润燃气 (港币)	45.2	2.31	2.66	2.91	19.5	17.0	15.5	11%
新奥能源 (港币)	148.3	6.47	7.80	8.83	22.9	19.0	16.8	15%
中国燃气 (港币)	23.7	2.01	2.24	2.69	11.8	10.6	8.8	16%
深圳燃气 (元)	6.5	0.46	0.55	0.63	14.1	11.9	10.4	13%
长江电力 (元)	20.3	1.16	1.14	1.20	17.5	17.8	16.9	3%
最大值					22.9	19.0	16.9	16%
最小值					11.8	10.6	8.8	3%
平均数					17.2	15.3	13.7	12%
调整后平均					17.1	15.6	14.2	13%

数据来源：Wind 一致预期、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,680	12,629	17,604	24,326	35,005	营业收入	88,652	88,099	109,183	133,633	152,196
应收票据、账款及款项融资	5,466	5,016	5,126	6,274	7,145	营业成本	73,221	71,782	88,109	108,185	123,219
预付账款	2,084	3,403	4,218	5,163	5,880	营业税金及附加	540	569	706	864	984
存货	3,957	1,999	2,453	3,012	3,431	营业费用	1,321	1,210	1,500	1,836	2,091
其他	4,540	7,896	8,666	9,846	10,742	管理费用及研发费用	3,797	3,894	4,827	5,907	6,728
流动资产合计	27,727	30,943	38,066	48,620	62,202	财务费用	1,390	377	1,841	1,874	1,931
长期股权投资	10,665	5,560	5,560	5,560	5,560	资产、信用减值损失	78	268	173	173	173
固定资产	43,358	48,207	54,663	60,816	66,702	公允价值变动收益	806	(81)	123	0	0
在建工程	1	7,552	7,568	7,590	7,616	投资净收益	1,352	404	1,219	1,219	1,219
无形资产	7,135	8,145	7,975	7,806	7,636	其他	217	264	750	390	390
其他	17,277	9,118	8,896	8,896	8,896	营业利润	10,679	10,585	14,119	16,403	18,680
非流动资产合计	78,436	78,581	84,662	90,667	96,409	营业外收入	243	83	83	83	83
资产总计	106,162	109,524	122,729	139,287	158,611	营业外支出	130	233	233	233	233
短期借款	11,252	9,605	9,605	9,605	11,279	利润总额	10,792	10,435	13,969	16,253	18,530
应付票据及应付账款	10,201	10,221	12,546	15,405	17,545	所得税	2,438	2,602	3,483	4,052	4,620
其他	20,252	31,228	31,170	31,170	31,170	净利润	8,354	7,833	10,486	12,201	13,910
流动负债合计	41,705	51,055	53,321	56,180	59,994	少数股东损益	5,448	5,726	6,921	8,174	9,464
长期借款	4,888	4,718	6,318	7,918	9,518	归属于母公司净利润	2,906	2,107	3,565	4,026	4,446
应付债券	12,435	10,784	10,784	10,784	10,784	每股收益(元)	1.02	0.74	1.25	1.41	1.56
其他	7,236	7,695	6,928	6,928	6,928						
非流动负债合计	24,558	23,197	24,030	25,630	27,230						
负债合计	66,263	74,252	77,351	81,809	87,224						
少数股东权益	23,196	27,140	34,060	42,235	51,699						
实收资本(或股本)	1,229	2,600	2,846	2,846	2,846						
资本公积	1,674	(200)	0	0	0						
留存收益	13,502	5,351	8,371	12,397	16,843						
其他	298	380	101	0	0						
股东权益合计	39,899	35,272	45,378	57,478	71,388						
负债和股东权益总计	106,162	109,524	122,729	139,287	158,611						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	8,354	7,833	10,486	12,201	13,910
折旧摊销	470	11,402	1,750	2,017	2,284
财务费用	1,390	377	1,841	1,874	1,931
投资损失	(1,352)	(404)	(1,219)	(1,219)	(1,219)
营运资金变动	13,373	3,040	(69)	(973)	(762)
其它	(7,924)	(9,799)	(1,001)	(101)	0
经营活动现金流	14,311	12,448	11,789	13,799	16,143
资本支出	(4,341)	(60,248)	(8,017)	(8,021)	(8,026)
长期投资	(5,155)	5,149	16	0	0
其他	1,475	47,889	1,528	1,219	1,219
投资活动现金流	(8,021)	(7,209)	(6,472)	(6,802)	(6,807)
债权融资	11,486	3,823	1,600	1,600	1,600
股权融资	(60)	(503)	445	0	0
其他	(17,456)	(7,529)	(2,387)	(1,874)	(258)
筹资活动现金流	(6,030)	(4,210)	(342)	(274)	1,342
汇率变动影响	17	25	-0	-0	-0
现金净增加额	277	1,054	4,975	6,723	10,679

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	550.3%	-0.6%	23.9%	22.4%	13.9%
营业利润	556.5%	-0.9%	33.4%	16.2%	13.9%
归属于母公司净利润	119.9%	-27.5%	69.2%	12.9%	10.4%
获利能力					
毛利率	17.4%	18.5%	19.3%	19.0%	19.0%
净利率	3.3%	2.4%	3.3%	3.0%	2.9%
ROE	23.0%	17.0%	36.7%	30.3%	25.5%
ROIC	21.6%	12.0%	16.3%	16.0%	15.2%
偿债能力					
资产负债率	62.4%	67.8%	63.0%	58.7%	55.0%
净负债率	44.1%	55.5%	35.7%	19.2%	5.1%
流动比率	0.66	0.61	0.71	0.87	1.04
速动比率	0.57	0.57	0.67	0.81	0.98
营运能力					
应收账款周转率	30.2	21.9	25.6	25.5	24.7
存货周转率	25.4	24.0	39.6	39.6	38.2
总资产周转率	1.4	0.8	0.9	1.0	1.0
每股指标(元)					
每股收益	1.02	0.74	1.25	1.41	1.56
每股经营现金流	11.64	4.79	4.14	4.85	5.67
每股净资产	5.87	2.86	3.98	5.36	6.92
估值比率					
市盈率	16.7	23.0	13.6	12.0	10.9
市净率	2.9	6.0	4.3	3.2	2.5
EV/EBITDA	5.0	2.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBIT	5.2	5.7	3.9	3.4	3.0

资料来源：东方证券研究所

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