直销气价差扩大，核心利润保持高增

华泰研究 季报点评

2022 年 10 月 31 日 | 中国内地 燃气及分销

投资评级(维持)：	买入
目标价(人民币)：	21.56

研究员 王玮嘉
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +(86) 21 2897 2079

研究员 黄波
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +(86) 755 8249 3570

联系人 李雅琳
SAC No. S0570121040031 liyalin018092@htsc.com
SFC No. BTC420 +(86) 21 2897 2228

联系人 胡知
SAC No. S0570121120004 huzhi019072@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

核心利润保持高速增长，天然气上中下游一体化发展可期

1-9M22 公司实现营收/归母净利/核心归母净利 1065.8/31.6/39.8 亿元，同比 33.83%/-1.6%/59.5%（调整前口径）；对应 3Q22 营收/归母净利/核心归母净利 334.6/14.6/15.6 亿元，同比+20.3%/+29.1%/+59.5%（调整前口径）。3Q22 公司核心归母净利保持高速增长，归母净利增速低于核心归母净利增速主要受到非核心业务利润下滑影响。维持公司 22-24 年归母净利预测至 47.7/55.8/61.8 亿元。根据可比公司 Wind 一致预期 22E PE 均值 13.6x，考虑公司舟山接收站重组完成后带来天然气业务协同效应，给予公司 14x 22E PE，目标价 21.56 元（前值：24.64 元），“买入”评级。

零售气量、直销气量稳健增长，直销气价差进一步扩大

1-9M22，公司直销气/零售气分别同比+5.2%/4.4%至 27.54/188.32 亿方。直销气 1-9M22 价差为 0.41 元/方，同比增长 0.19 元/方，较 1H22 的 0.35 元/方进一步增长 0.06 元/方，从而带动公司直销气毛利同比增长 100.7%至 11.4 亿元。1-9M22，公司零售气价差为 0.51 元/方，较 1H22 价差略增长 0.01 元/方，与 2021 年平均水平持平。同时，公司不断优化资源结构，1-9M22，公司天然气资源池中，国内气态/国内液态/国际天然气资源采购分别占 67%/16%/17%，同比+9/-8/-1pp，我们认为或系在国际 LNG 价格大涨情况下增加了国内非常规天然气的采购，有利于零售毛差稳定。

传统能源生产业务利润贡献增加，综合能源业务持续发展

1-9M22，公司完成煤炭销售量 393 万吨，同比大幅增长 46.1%；市场煤价同比上涨也使得公司煤炭销售价格提升，从而推动煤炭业务对公司利润贡献增加。1-9M22，公司综合能源业务保持快速增长，综合能源销售量同比提升 29.5%至 182.08 亿千瓦时，氢气生产量高达 947 万方。截至 2022 年 9 月底，公司拥有光伏装机容量 738MW，已投运综合能源项目 189 个（较 2022 年 6 月底增加 12 个），在建项目 39 个。公司还在河北张家口、辽宁葫芦岛、河南京宝等与大型氢能企业合作开发电解水制氢、天然气制氢、焦炉煤气制氢项目。

目标价 21.56 元，维持“买入”评级

我们预计公司 22-24 年归母净利为 47.7/55.8/61.8 亿元，对应 EPS1.54/1.80/1.99 元；给予公司 22 年 14xPE（可比公司 Wind 一致预期 PE 均值 13.6x），目标价 21.56 元，维持“买入”评级。

风险提示：LNG 价格涨幅超预期，公允价值变动收益不及预期。

经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (人民币百万)	88,099	116,031	149,875	170,265	189,900
+/-%	550.46	31.71	29.17	13.60	11.53
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,107	4,102	4,765	5,575	6,177
+/-%	74.90	94.67	16.18	16.98	10.81
EPS (人民币，最新摊薄)	0.68	1.32	1.54	1.80	1.99
ROE (%)	24.10	35.72	28.40	26.60	24.10
PE (倍)	23.97	12.31	10.60	9.06	8.18
PB (倍)	6.21	3.41	2.70	2.18	1.80
EV EBITDA (倍)	7.12	6.17	5.51	5.29	4.36

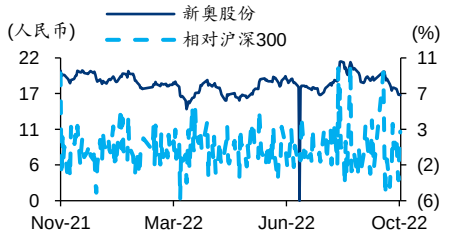
资料来源：公司公告、华泰研究预测

华泰证券 2023 年度投资峰会

基本数据

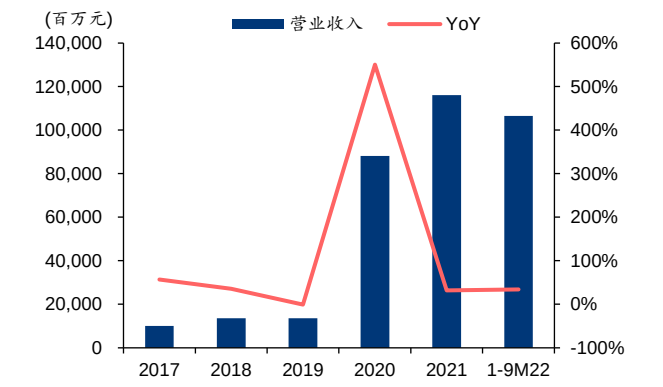
目标价 (人民币)	21.56
收盘价 (人民币 截至 10 月 28 日)	16.30
市值 (人民币百万)	50,508
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	184.32
52 周价格范围 (人民币)	14.13-21.46
BVPS (人民币)	4.55

股价走势图



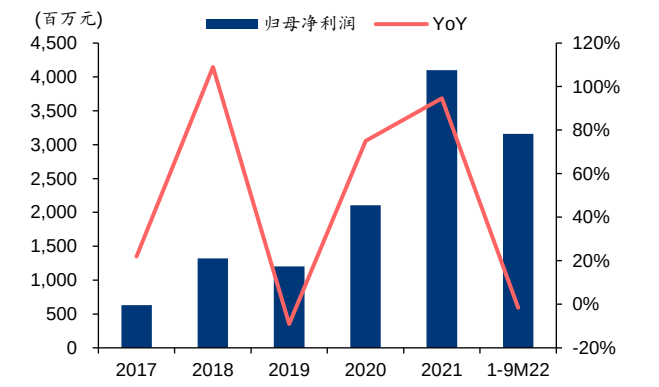
资料来源：Wind

图表1：公司营业收入及同比增速（右轴）



资料来源：公司公告、华泰研究

图表2：公司归母净利润及同比增速（右轴）



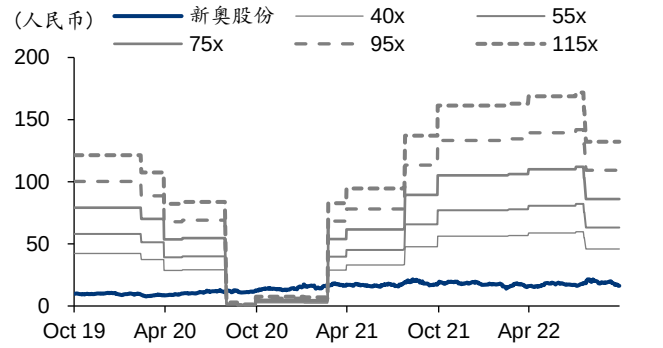
资料来源：公司公告、华泰研究

图表3：可比公司估值表

		股价（元/股）	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	
公司名称	**股票代码**	2022/10/28	2022/10/28	22E	23E	22E	23E	22E	23E
深圳燃气	601139 CH	6.52	18,757	14.3	11.3	1.42	1.31	10%	12%
九丰能源	605090 CH	22.84	14,164	12.9	10.8	1.96	1.71	16%	16%
平均值				**13.6**	**11.0**	**1.69**	**1.51**	**13%**	**14%**
新奥股份	600803 CH	16.30	50,508	10.6	9.1	2.70	2.18	28%	27%

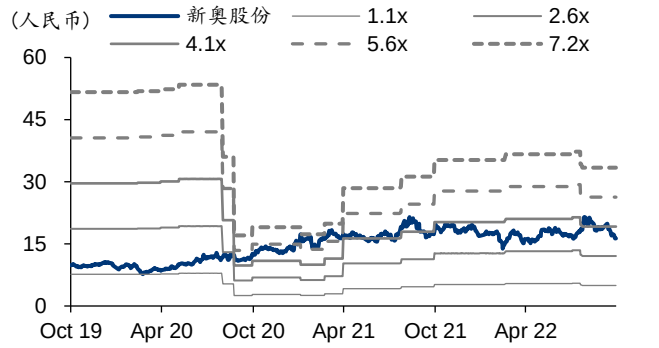
注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预测
资料来源：Wind、华泰研究预测

图表4：新奥股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表5：新奥股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	30,943	39,834	41,897	43,230	60,796
现金	12,629	11,440	12,723	12,863	29,852
应收账款	3,806	6,698	6,870	6,977	7,041
其他应收账款	2,008	2,383	2,386	2,420	2,396
预付账款	3,403	4,011	4,025	4,025	4,005
存货	1,999	3,138	3,564	4,009	4,433
其他流动资产	7,098	12,163	12,329	12,936	13,068
非流动资产	78,581	88,100	110,068	121,808	132,379
长期投资	5,560	5,996	6,593	7,112	7,579
固定投资	48,207	56,833	73,730	82,918	90,984
无形资产	8,145	10,604	12,046	13,693	15,495
其他非流动资产	16,669	14,667	17,699	18,085	18,320
资产总计	109,524	127,934	151,965	165,038	193,175
流动负债	51,055	55,393	66,246	61,952	78,324
短期借款	9,605	7,972	7,972	7,972	7,972
应付账款	9,246	11,902	15,690	15,487	19,268
其他流动负债	32,204	35,519	42,583	38,492	51,083
非流动负债	23,197	26,375	28,195	32,357	29,558
长期借款	4,718	5,698	7,518	11,680	8,881
其他非流动负债	18,479	20,677	20,677	20,677	20,677
负债合计	74,252	81,768	94,440	94,309	107,881
少数股东权益	27,140	31,332	38,801	47,539	57,221
股本	2,600	2,846	3,099	3,099	3,099
资本公积	0.00	2,855	2,855	2,855	2,855
留存公积	5,351	8,765	18,157	29,145	41,320
归属母公司股东权益	8,132	14,833	18,723	23,191	28,073
负债和股东权益	109,524	127,934	151,965	165,038	193,175

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金	12,448	13,510	31,162	11,825	37,166
净利润	7,833	10,530	12,234	14,312	15,859
折旧摊销	2,860	3,190	3,825	4,694	5,655
财务费用	377.10	505.04	587.68	766.11	953.50
投资损失	(404.38)	(1,179)	(978.87)	(978.87)	(978.87)
营运资金变动	1,088	(313.76)	15,578	(6,902)	15,716
其他经营现金	693.36	777.37	(84.61)	(66.07)	(39.10)
投资活动现金	(7,209)	(8,041)	(24,844)	(15,484)	(15,277)
资本支出	(6,922)	(8,423)	(25,123)	(15,827)	(15,655)
长期投资	(411.71)	705.18	(597.40)	(519.22)	(466.98)
其他投资现金	124.64	(323.71)	876.92	862.42	845.01
筹资活动现金	(4,210)	(4,701)	(5,036)	3,800	(4,900)
短期借款	6,893	(1,633)	0.00	0.00	0.00
长期借款	2,823	980.24	1,819	4,162	(2,799)
普通股增加	1,371	245.87	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(1,779)	2,855	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,517)	(7,150)	(6,855)	(362.66)	(2,101)
现金净增加额	1,054	716.59	1,282	140.45	16,989

利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	88,099	116,031	149,875	170,265	189,900
营业成本	71,782	96,513	125,923	142,287	158,618
营业税金及附加	569.36	634.84	820.01	931.57	1,039
营业费用	1,210	1,446	1,868	2,122	2,366
管理费用	3,309	3,764	4,861	5,523	6,160
财务费用	377.10	505.04	587.68	766.11	953.50
资产减值损失	(63.15)	(450.16)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(81.04)	456.50	0.00	0.00	0.00
投资净收益	404.38	1,179	978.87	978.87	978.87
营业利润	10,585	13,530	15,708	18,365	20,344
营业外收入	83.20	164.57	164.57	164.57	164.57
营业外支出	233.43	227.71	227.71	227.71	227.71
利润总额	10,435	13,466	15,645	18,302	20,281
所得税	2,602	2,936	3,411	3,990	4,422
净利润	7,833	10,530	12,234	14,312	15,859
少数股东损益	5,726	6,429	7,469	8,737	9,682
归属母公司净利润	2,107	4,102	4,765	5,575	6,177
EBITDA	14,334	17,539	20,096	23,635	26,368
EPS (人民币，基本)	0.82	1.46	1.54	1.80	1.99

主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	550.46	31.71	29.17	13.60	11.53
营业利润	738.79	27.82	16.10	16.92	10.77
归属母公司净利润	74.90	94.67	16.18	16.98	10.81
获利能力 (%)					
毛利率	18.52	16.82	15.98	16.43	16.47
净利率	8.89	9.08	8.16	8.41	8.35
ROE	24.10	35.72	28.40	26.60	24.10
ROIC	32.64	32.60	38.72	34.98	59.74
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.80	63.91	62.15	57.14	55.85
净负债比率 (%)	69.38	57.36	37.59	38.40	8.81
流动比率	0.61	0.72	0.63	0.70	0.78
速动比率	0.44	0.49	0.44	0.48	0.60
营运能力					
总资产周转率	1.32	0.98	1.07	1.07	1.06
应收账款周转率	32.93	22.09	22.09	24.59	27.09
应付账款周转率	11.19	9.13	9.13	9.13	9.13
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.68	1.32	1.54	1.80	1.99
每股经营现金流(最新摊薄)	4.02	4.36	10.06	3.82	11.99
每股净资产(最新摊薄)	2.62	4.79	6.04	7.48	9.06
估值比率					
PE (倍)	23.97	12.31	10.60	9.06	8.18
PB (倍)	6.21	3.41	2.70	2.18	1.80
EV EBITDA (倍)	7.12	6.17	5.51	5.29	4.36

资料来源：公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、黄波，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure

其他信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准
中性：预计行业股票指数基本与基准持平
减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上
增持：预计股价超越基准 5%~15%
持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
卖出：预计股价弱于基准 15%以上
暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521
电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852-3658-6000/传真：+852-2169-0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司
美国纽约公园大道 280 号 21 楼东（纽约 10017）
电话：+212-763-8160/传真：+917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司