

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

新天然气(603393.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

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

业绩稳健增长，马必产量快速爬坡提供增长动能

2024年4月28日

事件: 4月26日晚，公司发布2023年报，2023年公司实现营业收入35.17亿元，同比上升2.94%；实现归母净利润10.48亿元，同比增长13.45%；扣非后归母净利润为10.16亿元，同比增长8.4%；经营活动产生的现金流量为19.74亿元，同比增长7.46%，基本每股收益2.47元。拟向全体股东每股派发现金股利0.9元（含税）。2023Q4公司实现营业收入9.77亿元，同比减少5.24%，环比增长37.61%；实现归母净利润3.71亿元，同比增长84.58%，环比增长92.23%。

同日，公司发布2024年一季报，2024Q1公司实现营业收入11.31亿元，同比增长11.11%，环比增长15.82%；实现归母净利润3.32亿元，同比增长126.85%，环比减少10.50%。归母净利润同比大幅增长主要由于上年购买亚美能源少数股东股权，归属于上市公司股东的净利润份额增长。

点评:

➢ 2023年公司**煤层气开采及销售业务**贡献营收24亿元，同比下降6.7%，占比68.2%；贡献毛利14.4亿元，同比下降14.1%，占比86%，毛利率59.9%。**天然气供应业务**贡献营收7.2亿元，同比增长30.2%，占比20.5%；贡献毛利0.92亿元，同比增长69.9%，占比5.5%，毛利率12.7%。**天然气入户安装业务**贡献营收3.9亿元，同比增长38.8%，占比11.0%；贡献毛利1.39亿元，同比增长64.6%，占比8.3%，毛利率35.9%。其中，煤层气开采及销售业务为公司最主要的利润来源，具体来看：

产销量: 马必产量实现翻倍增长，潘庄受通路受阻影响产量小幅下降。产量方面，2023年公司共实现煤层气产量17.04亿方，同比增长16.16%；其中2023年潘庄区块实现增储上产新突破，新增薄煤层气探明储量59.5亿方，实现产量11.32亿方，同比减少4.27%；马必区块产量快速增长，实现产量5.72亿方，同比增长101%，2023年11月13日，马必区块实现日产气量新突破，日产超200万方/天且持续攀升。销量方面，2023年，在外输管道不畅，LNG价格同比大幅下滑情况下，公司不断调整及优化客户结构，实现煤层气销量16.25亿方，同比增长14.78%；其中，潘庄区块煤层气销量约10.85亿方，同比减少5.47%；马必区块煤层气销量约5.4亿方，同比增长101%。

售价: 气价回调叠加通路受阻，公司煤层气平均售价小幅下降。公司的煤层气主要以管道气形式销售为主，受市场价格波动影响较小，2023年国内外气价高位回落，公司全年煤层气平均销售价格2.09元/方，同比下降7.83%；其中受通豫管线受阻的影响，潘庄区块煤层气售价下降较明显，潘庄区块全年实现售价2.07元/方，同比下降10.39%；接入西气东输一线后，马必区块煤层气售价有所提升，2023年马必区块实现售价2.13元/方，同比增长3.90%。

成本: 潘庄区块保持低成本优势，马必区块产量快速爬坡摊薄成本。

2023H1 公司潘庄区块平均开采成本为 0.63 元/方，比 2022 年全年增长 3.3%。潘庄的开采成本对比我国煤层气普遍开采成本具有较强的成本优势。马必开采成本随产量爬坡持续摊薄，**2023H1 马必区块开采成本为 1.09 元/方，同比下降 7.6%**。我们预计未来随着马必区块上产，开采成本有望进一步摊薄，推动马必区块单位经营成本稳步下降。

- 展望未来，通豫管线有望于 2024 年复工，从而为潘庄区块带来量价修复；随着顺价工作的推进，城燃业务有望迎来盈利修复。马必、紫金山区块有望快速放量，为公司的长期业绩增长提供动能。

通豫管线有望于 2024 年恢复通气，从而带来盈利修复。2022 年潘庄区块约 30%的煤层气产量经通豫管线销往河南，河南天然气销售价格相较山西更高，价差更为丰厚。2022 年 5 月 30 日通豫管道发生爆炸事故后停运，2023 年通豫管线外运受阻，潘庄区块产销量及售价均受到一定的影响，目前通豫管线的修整工作接近尾声，正在等待政府复工复产审批，公司预计 2024 年可以复工，届时潘庄区块产量、售价有望迎来修复，盈利水平有望改善。

马必、紫金山区块有望快速放量，为公司提供业绩增长动能。截至 2022 年，潘庄区块剩余 2P 探明储量 45.9 亿方，3P 探明储量 56 亿方，公司未来将通过在潘庄打加密井、继续勘探开发等措施，将潘庄未来 4-5 年的产量维持 10 亿方/年左右；马必南区 10 亿方/年项目在产，13-15 亿方/年产能在建，公司预计总产能可达 25 亿方/年以上。2021 年煤层气技术取得进展后，公司加大钻井力度，推动马必区块快速上产，**我们预计 24-26 年马必区块产量分别可达到 8/10/12 亿方，中长期气量预期在 20 亿方以上**。此外，公司紫金山区块资源量丰富，致密砂岩气及中深部煤层气资源量合计超过 2000 亿方，目前处在前期勘探阶段，公司预计在 2024 年底或 2025 年开始贡献产量。

- **盈利预测及评级：**新天然气为国内稀缺的拥有上游丰富、优质煤层气资源的标的。全资子公司亚美能源旗下潘庄区块为全国最优质的煤层气区块之一；近年来中深部煤层气技术得到发展，公司加大马必区块投资推动区块快速上产，为公司注入业绩增长动力；紫金山区块资源储量丰富，未来开采潜力大。在我国能源转型、天然气行业增储上产以及天然气市场化改革政策的驱动下，伴随煤层气开采技术的持续进步，公司煤层气板块业绩有望迎来高增长。同时，公司城燃业务也有望迎来毛差和气量的修复，从而实现业绩改善。我们调整公司 2024-2026 年归母净利润预测分别为 15.1 亿、16.0 亿、18.0 亿，EPS 分别为 3.56/3.78/4.25 元，对应 4 月 26 日收盘价的 PE 分别为 9.51X/8.96X/7.96X，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内外气价大幅下降；新区块增产情况不及预期；煤层气行业补贴政策变化。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,416	3,517	4,250	4,583	5,055
增长率 YoY %	30.5%	2.9%	20.9%	7.8%	10.3%
归属母公司净利润(百万元)	923	1,048	1,509	1,601	1,801
增长率 YoY%	-10.2%	13.5%	44.0%	6.1%	12.5%
毛利率%	53.1%	47.5%	45.9%	44.8%	45.6%

净资产收益率 ROE%	17.8%	14.3%	18.6%	17.9%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	2.18	2.47	3.56	3.78	4.25
市盈率 P/E(倍)	15.53	13.69	9.51	8.96	7.96
市净率 P/B(倍)	2.76	1.96	1.77	1.60	1.45

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2024年4月26日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4,962	4,729	5,471	6,258	6,888
货币资金	3,114	2,866	3,161	3,831	4,104
应收票据	16	16	23	19	27
应收账款	636	589	866	679	1,030
预付账款	80	56	70	77	83
存货	27	29	47	36	54
其他	1,088	1,173	1,305	1,617	1,590
非流动资产	7,672	9,834	10,911	11,840	12,815
长期股权投资	776	782	782	782	782
固定资产(合计)	240	525	462	380	275
无形资产	33	52	52	52	52
其他	6,622	8,475	9,615	10,626	11,706
资产总计	12,634	14,563	16,382	18,099	19,703
流动负债	2,114	3,053	2,803	3,100	3,174
短期借款	180	50	50	50	50
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	1,288	1,770	1,422	1,671	1,692
其他	647	1,233	1,330	1,378	1,431
非流动负债	1,677	3,611	4,811	5,311	5,811
长期借款	1,068	2,723	3,923	4,423	4,923
其他	609	889	889	889	889
负债合计	3,792	6,665	7,614	8,411	8,985
少数股东权益	3,642	572	652	736	831
归属母公司股东权益	5,200	7,326	8,116	8,952	9,887
负债和股东权益	12,634	14,563	16,382	18,099	19,703

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,416	3,517	4,250	4,583	5,055
同比(%)	30.5%	2.9%	20.9%	7.8%	10.3%
归属母公司净利润	923	1,048	1,509	1,601	1,801
同比(%)	-10.2%	13.5%	44.0%	6.1%	12.5%
毛利率(%)	53.1%	47.5%	45.9%	44.8%	45.6%
ROE(%)	17.8%	14.3%	18.6%	17.9%	18.2%
EPS(摊薄)(元)	2.18	2.47	3.56	3.78	4.25
P/E	15.53	13.69	9.51	8.96	7.96
P/B	2.76	1.96	1.77	1.60	1.45
EV/EBITDA	3.10	5.48	5.66	5.22	4.77

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,416	3,517	4,250	4,583	5,055
营业成本	1,603	1,848	2,298	2,531	2,752
营业税金及附加	7	10	12	12	14
销售费用	23	28	34	37	41
管理费用	174	210	254	229	253
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-79	-2	85	114	122
减值损失合计	0	0	-1	-1	-1
投资净收益	30	22	27	29	32
其他	305	393	461	499	553
营业利润	2,022	1,837	2,054	2,186	2,458
营业外收支	-25	5	5	-1	0
利润总额	1,998	1,842	2,059	2,185	2,458
所得税	408	421	471	500	562
净利润	1,589	1,421	1,588	1,685	1,896
少数股东损益	666	373	79	84	95
归属母公司净利润	923	1,048	1,509	1,601	1,801
EBITDA	2,469	2,499	2,824	3,030	3,360
EPS(当年)	2.18	2.47	3.56	3.78	4.25

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1,837	1,974	1,655	2,714	2,532
净利润	1,589	1,421	1,588	1,685	1,896
折旧摊销	556	690	664	711	766
财务费用	77	166	137	171	191
投资损失	-30	-22	-27	-29	-32
营运资金变动	-120	-529	-724	153	-310
其它	-235	248	17	23	21
投资活动现金流	-1,625	-1,476	-1,704	-1,608	-1,703
资本支出	-1,092	-1,311	-1,648	-1,554	-1,653
长期投资	-284	-469	-84	-84	-84
其他	-250	304	28	31	34
筹资活动现金流	-99	-827	309	-471	-591
吸收投资	7	4	0	0	0
借款	1,150	2,971	1,200	500	500
支付利息或股息	-376	-387	-891	-971	-1,091
现金净增加额	147	-254	295	670	273

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，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，中国价格协会煤炭价格专委会委员，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，CPA，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，天津大学电气工程及其自动化专业学士，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。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学硕士，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭行业研究。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。