

2024年07月03日  
皖天然气(603689.SH)

SDIC

 **公司深度分析**

证券研究报告

燃气

## 从安徽天然气销量强劲增长，看稀缺省级长输管网的“低波红利”价值

■ **稀缺的安徽省级天然气长输管网资产，“管输费×输气量”的业务模式极为稳定：**公司作为安徽省内主要的天然气长输管线业务运营商，先发优势明显。截至2024年3月底，建成投运的天然气长输管线占全省长输管道总里程的约70%。公司“管输费×输气量”的业务模式极为稳定，2023年安徽省天然气长输管道管输费核定周期由每年一次调整为每三年一次，进一步增强公司业绩稳定性。

■ **短期管输费下调利空出尽，安徽省经济蓬勃发展下输气量持续增长可期：**1) **管输费：**公司已自2024年起下调部分支线短输价格，我们认为当前相关影响已逐步释放，公司未来三年由管输费变动带来的业绩波动性较低；2) **输气量：**公司所处的安徽省已逐渐成为长三角地区西气东输、川气东送、海气西进的多气源供应枢纽，2023年及2024Q1受当地光伏玻璃产能投放、新能源汽车工厂建设以及天然气调峰电厂落地带动，安徽省天然气消费量分别同比增长24.5%和27.1%，未来随着相关产业持续发展，公司输气量快速增长可期。

■ **积极回报股东，专注主业同时逐步布局新兴业务：**近年来公司维持较大分红力度，持续积极回报股东，2023年公司派发现金红利总额达1.67亿元，每股派息达0.35元，展望未来，相对平稳的资产负债率、较少的在建工程余额以及较为充裕的在手货币资金均为公司维持较高分红比率提供良好基础。同时公司开始进行发展转型，向新能源充电桩业务进行延伸，未来有望迎来更多发展机遇。

■ **投资建议：**预计公司2024-2026年营收分别为69.52、80.12、93.55亿元，归母净利润分别为3.75、4.56、5.50亿元，给予2024年13xPE，目标价10.14元，首次覆盖，给予“买入-A”投资评级。

■ **风险提示：**管线资产运营不及预期，管输费波动超预期，盈利预测及行业发展预测不及预期，行业政策落地不及预期，下游行业景气不及预期，转债强赎风险等。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	5,927.3	6,103.9	6,952.0	8,011.9	9,355.3
净利润	258.3	344.0	374.7	456.2	549.9
每股收益(元)	0.54	0.72	0.78	0.95	1.15
每股净资产(元)	5.80	6.36	6.53	7.01	7.59

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
-------	-------	-------	-------	-------	-------

投资评级	<b>买入-A</b> 首次评级
6个月目标价	10.14元
股价(2024-07-03)	8.70元

交易数据	
总市值(百万元)	4,158.99
流通市值(百万元)	4,092.91
总股本(百万股)	478.04
流通股本(百万股)	470.45
12个月价格区间	6.67/9.68元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.9	0.0	10.0
绝对收益	-1.6	-2.9	-1.0

### 周喆

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450521060003  
zhouzhe1@essence.com.cn

### 邵琳琳

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoli@essence.com.cn

### 姜思琦

分析师  
SAC 执业证书编号：S1450522080005  
jiangsq@essence.com.cn

### 朱昕怡

联系人  
SAC 执业证书编号：S1450122100043  
zhuxy1@essence.com.cn

### 相关报告

市盈率(倍)	15.2	11.4	10.5	8.6	7.1
市净率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1
净利润率	4.4%	5.6%	5.4%	5.7%	5.9%
净资产收益率	9.3%	11.3%	12.0%	13.6%	15.2%
股息收益率	2.4%	4.3%	4.8%	5.8%	7.0%
ROIC	11.1%	9.1%	8.7%	9.4%	11.4%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 录

1. 稀缺的安徽省级天然气管网资产，“管输费×输气量”的业务模式极为稳定.....	5
1.1. 坐拥安徽天然气长输管网稀缺资产，拓展多能互补新兴业态.....	5
1.2. 管输费调整频率降低，有效加强业绩稳定性.....	7
1.3. 公司经营稳健，盈利能力持续增强.....	9
1.4. 股权清晰集中，积极分红激发员工积极性.....	10
2. 安徽省经济一枝独秀，输气量持续快速增长可期.....	11
2.1. 我国天然气行业快速发展，需求增量空间广阔.....	12
2.2. 安徽省级天然气管网，“自然垄断”保障未来发展动力强劲.....	13
2.3. 安徽省工商业快速发展，打开天然气需求增量空间.....	17
2.3.1. 工业用气：光伏玻璃产能投放带来较大刚需.....	17
2.3.2. 新能源汽车：比亚迪超级工厂落地带来需求增量.....	19
2.3.3. 天然气发电：天然气调峰电厂逐步落地.....	20
2.4. 公司管线布局持续完善，保障未来输气量增加确定性.....	21
3. 公司积极回报股东，可分配利润持续增加.....	21
4. 布局新能源汽车充电桩，逐步开展发展转型.....	22
5. 业绩预测及估值.....	24
6. 风险提示.....	24

## 目 录

图 1. 公司发展历程.....	5
图 2. 近年公司各业务板块营收（亿元）.....	6
图 3. 近年公司各业务板块营收占比.....	6
图 4. 公司输售气量及增速.....	8
图 5. 《安徽省人民政府办公厅关于进一步降低实体经济企业成本的通知》相关表述.....	8
图 6. 《安徽省人民政府关于进一步降低企业成本的实施意见》相关表述.....	8
图 7. 《安徽省发展改革委关于调整部分天然气短途管道运输价格等有关事项的通知》相关描述.....	9
图 8. 公司营业收入及增速.....	9
图 9. 公司各项费用率.....	9
图 10. 公司毛利率及净利率.....	10
图 11. 公司净利润及增速.....	10
图 12. 公司股权结构（截至 2024Q1）.....	10
图 13. 化石能源温室气体排放量对比.....	12
图 14. 人均用气量对比.....	12
图 15. 2022 年中国天然气需求分布.....	13
图 16. 2022 年美国天然气需求分布.....	13
图 17. 安徽与全国 GDP 增速对比.....	13
图 18. 安徽与全国规模以上工业增加值增速对比.....	13
图 19. 安徽及全国天然气消费量增速.....	14
图 20. 西气东输向安徽省供气量.....	14
图 21. 《安徽省能源发展“十四五”规划》天然气供应保障工程相关描述.....	15
图 22. 安徽省近年城市供气管道长度及增速.....	16
图 23. 安徽省近年县城供气管道长度及增速.....	16
图 24. 安徽省“十四五”天然气主干管网规划示意图.....	17

图 25. 安徽省新增光伏玻璃产能年熔量增长 .....	18
图 26. 汽车生产能源成本分布 .....	19
图 27. 汽车生产各环节能源成本分布 .....	19
图 28. 公司近年分红金额及股息率 .....	21
图 29. 公司近年资产负债率水平 .....	22
图 30. 公司近年在建工程余额 .....	22
图 31. 公司近年货币资金 .....	22
图 32. 公司近年未分配利润 .....	22
图 33. 充电桩产业链 .....	23
图 34. 我国新能源汽车销量增速及渗透率 .....	23
图 35. 我国公共充电桩保有量增速 .....	23
表 1: 公司 2023 年以前已累计建成并运营天然气长输管线资产 .....	7
表 2: 公司股权激励奖励对象及比例 .....	11
表 3: 公司股权激励业绩考核目标 .....	11
表 4: 安徽省天然气相关支持政策 .....	15
表 5: 天然气在工商业中应用描述 .....	18
表 6: 2024 年安徽省光伏玻璃新增产能 .....	19
表 7: 天然气在汽车生产环节中的应用 .....	19
表 8: 比亚迪近年天然气消耗情况 .....	20
表 9: 比亚迪合肥工厂未来对天然气需求预测 .....	20
表 10: 安徽省已投产天然气调峰电厂概况 .....	20
表 11: 安徽省规划天然气调峰电厂概况 .....	21
表 12: 公司 2023 年新投产管线信息 .....	21
表 13: 可比公司估值 .....	24

## 1. 稀缺的安徽省级天然气管网资产，“管输费×输气量”的业务模式极为稳定

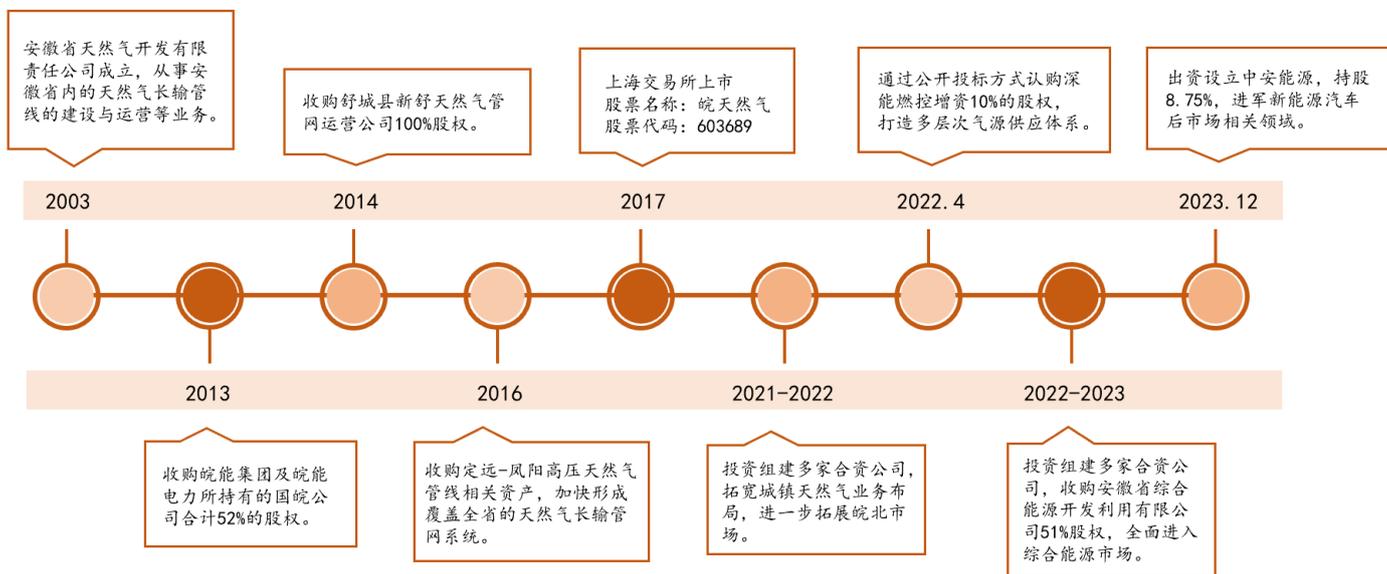
### 1.1. 坐拥安徽天然气长输管网稀缺资产，拓展多能互补新兴业态

以天然气长输管网建设运营为核心、集下游分销业务于一体的大型综合天然气供应商。公司前身为成立于 2003 年的安徽省天然气开发有限责任公司，是安徽省政府批准的天然气管道运营商，当前主要从事安徽省内天然气长输管线的投资、建设和运营、CNG/LNG、城市燃气、设施安装以及综合能源等业务。

公司业务模式稳健，成立以来围绕主业持续发展。2013-2016 年，公司陆续收购安徽省国皖液化天然气有限公司 52% 的股权、舒城县新舒天然气管网运营公司 100% 股权、定远-凤阳高压天然气管线相关资产，全面布局覆盖全省的天然气管网系统。2021-2022 年公司分别与安徽乐行城市建设集团有限公司、利辛县聚能建设发展有限公司建立合资公司，拓宽城镇天然气业务布局，进一步拓展皖北市场。2022 年 4 月，公司认购深圳能源燃气投资控股有限公司 10% 的股权，全力打造多层次气源供应体系。2022-2023 年，公司分别与铜陵市综合交通投资集团有限公司合资运营铜陵长江油气氢综合能源加注码头项目、与安徽皖丰长能投资有限责任公司合资开展低碳能源综合利用项目、收购安徽省综合能源开发利用有限公司 51% 股权，全面进入综合能源市场。2023 年 12 月，公司携手蔚来汽车等共同设立中安能源，进军新能源汽车后市场相关领域。

公司作为安徽省内主要的天然气长输管线业务建设运营商，在当地天然气市场具有先发优势。根据公司公告，截至 2024 年 3 月底，公司已建成 25 条省内长输管线，总长 1724 公里，占全省长输管道总里程约 70%，已基本构建起纵贯南北、连接东西、沟通西气和川气的全省天然气管网体系，通过自有长输管线向省内合肥、安庆、铜陵、池州、宣城、蚌埠、淮南、芜湖、滁州、马鞍山、黄山等 16 个地市供应天然气，在全省气源调度方面发挥主导作用，作为安徽省级天然气管网公司具有较强稀缺性。

图1. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，国投证券研究中心

公司业务主要可分为长输管线业务、城市燃气业务、CNG/LNG 业务、充换电业务四大板块，2023 年各板块营业收入占比分别为 90.87%、27.23%、4.55%和 0.20%（因公司含分部间抵消部分因此总和超过 100%），“一主多翼”发展格局稳定。

长输管线业务方面，公司通过自建长输管线将天然气输配给城市燃气公司及直供工业用户等下游客户，包括为中石油、中石化以及大用户提供代输服务。公司管网系统上接“西气东输”、“川气东送”气源，下接各地级市燃气公司及大工业用户，2023 年为公司营业收入贡献 55.5 亿元。

**城市燃气业务方面**，公司在特定区域内通过建设城市燃气输配系统向各类城市燃气终端客户销售天然气。2023 年公司取得宿州市、广德市、和县、舒城县、庐江县、霍山县、颍上县、宁国市、皖江江北新兴产业集中区、皖江江南新兴产业集中区、泾县、蚌铜产业园等特定区域的燃气特许经营权，积极参与城市天然气管网的开发建设和投资经营，为公司营业收入贡献 16.6 亿元。

**CNG/LNG 业务方面**，公司主要开展 CNG/LNG 贸易与加工，销售给城市燃气公司、工商业用户等下游客户，销售业务已覆盖安徽省所有区域，为下游 30 多家客户提供稳定的 CNG/LNG 车用能源、点直供气源和配送业务等。2023 年公司先后在合肥、池州、宣城、利辛、霍山等地建成多座 CNG 加气站，为公司营业收入贡献 2.78 亿元。

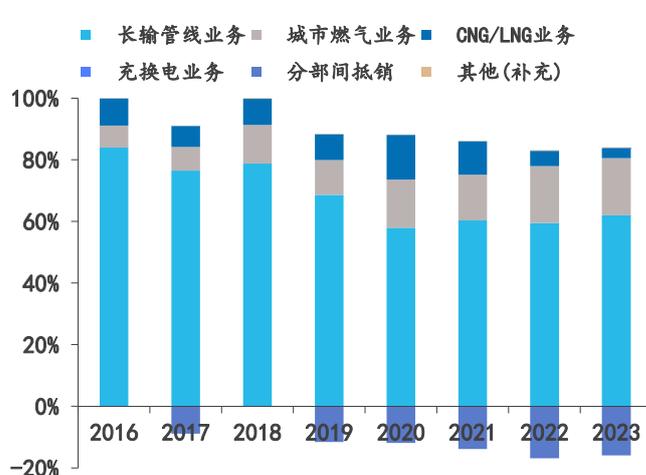
此外，公司积极落实设施安装工程、综合能源业务等业务多翼发展，开展新能源汽车充换电、天然气分布式能源、集中供热、合同能源管理等项目的投资建设，持续构建立体式、智能化的全省综合能源供应体系。

图2. 近年公司各业务板块营收（亿元）



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图3. 近年公司各业务板块营收占比



资料来源：Wind，国投证券研究中心

**公司长输管线资产储备丰富**。根据公司公告，此前已累计建成并运营蚌埠支线、淮南支线、芜铜支线、利阜支线、利淮支线、合巢支线、龙塘支线、利毫支线、江北联络线、池州支线、宣城支线、安庆支线、合六支线、广德支线、池铜支线、霍山支线、利颖支线、定凤支线、江北产业集中区支线、江南联络线、宣宁黄支线、南陵-泾县支线、青阳支线等长输管线，实现向全省 16 个地市供应管输天然气，此外公司持续增加自身管线资产储备，根据公司公告，2023 年公司新建设投产宝镁支线、燃气电厂支线，并全线贯通六霍颖支线、桐枞支线，未来公司输气能力有望受益于新管线密集投产。

表1：公司 2023 年以前已累计建成并运营天然气长输管线资产

简称	管线范围
蚌埠支线	由蚌埠市怀远县刘巷子连接至蚌埠市高新技术开发区
淮南支线	由蚌埠市怀远县刘巷子连接至淮南市大通区洛河镇
芜铜支线	由芜湖市鸠江区大桥镇连接至铜陵市铜陵县顺安镇
利阜支线	由亳州市利辛县双桥乡连接至阜阳市颍泉区周棚街道
利淮支线	由亳州市利辛县双桥乡连接至淮北市烈山区宋疃镇
合巢支线	由合肥市肥东县龙塘镇连接至巢湖市居巢区卧牛山街道
龙塘支线	由合肥市龙岗综合经济开发区三十埠镇连接至合肥市肥东县龙塘镇
利亳支线	由亳州市利辛县双桥乡连接至亳州市谯城区十九里镇
江北联络线	由安庆市怀宁县月山镇连接至合肥市肥东县龙塘镇
池州支线	由池州市贵池区马衙镇连接至池州市贵池区三范村
宣城支线	由宣城市宁国市天湖镇连接至宣城市经济开发区毛庄村
安庆支线	由安庆市大观区皖河农场新光分场连接至安庆市怀宁县月山镇
合六支线	由合肥市肥西县上派镇连接至六安市金安区三十铺镇
江南联络线（宣芜马支线）	由宣城市宁国市天湖办事处连接至马鞍山市当涂县
池铜支线	由池州市马衙镇连接至铜陵市铜陵县顺安镇
利颍支线	由池州市马衙镇连接至铜陵市铜陵县顺安镇
宣宁黄支线	由宣城市宁国市天湖镇连接宣城市宁国市经济技术开发区至黄山市徽州区
霍山支线	由六安市金安区三十铺镇连接至六安市霍山县经济开发区
广德支线	由宣城市郎溪县十字镇连接至宣城市广德县
定凤支线	由滁州市定远县定城镇连接至滁州市凤阳县板桥镇
青阳支线	由池州市观前镇连接至池州市青阳县
江北产业集中区支线	由芜湖市大桥镇穿越长江连接和县、江北产业集中区沈巷镇
南陵-泾县支线	由南陵分输站连接宣城市泾县

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

## 1.2. 管输费调整频率降低，有效加强业绩稳定性

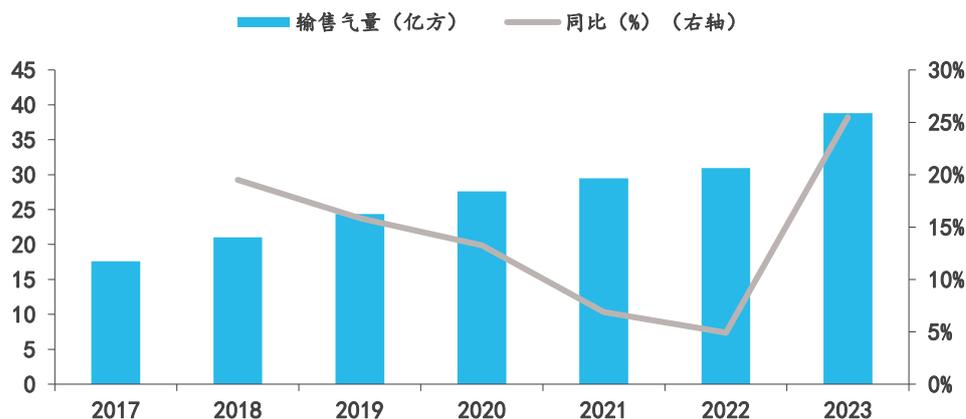
经过多年发展，公司已形成多板块协同发展的运营机制，中游管输业务为下游分销业务提供稳定的气源保障，下游分销业务进一步促进天然气市场的开发应用和消费总量的增加，为中游管输业务提供不断增加的市场需求，各业务之间协同发展、互相支撑。

**当前公司借由丰富的管线资产已发展出较为完善的长输管线业务模式。**公司长输管线业务包括通过自建长输管线将天然气销售给城市燃气公司及直供工业用户等下游客户，以及为中石油、中石化以及大用户提供代输服务。

**长输管线业务量价稳步发展为公司经营带来较强支撑。**从收入确认方法来看，根据公司公告，公司通过输气末站向下游客户进行供气，以输往各客户输气支线上的分输站计量装置（流量计）所显示的天然气输送数量根据天然气销售单价和管输单价确认销售收入，即收入由输售气量价双重因素决定。

**近年来公司输售气量持续增加，**根据公司公告，2018 年至今，除 2021-2022 年受公共卫生事件影响外，公司各年输售气量增速均在 10% 以上，2023 年公司输售气量实现 38.8 亿立方米，同比+25.5%，为公司利润带来有效支撑。

图4. 公司输售气量及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

而从价的方面来看，对于代输部分，公司仅对下游用户收取省内短途管输费，省内短途管输费由安徽省发改委按照省政府确定的“多气源、一张网”、“以近补远、以短补长、以优补差”的原则每三年核定一次，对于非代输部分，2021年4月后公司实行输售业务分离，改由全资子公司安徽省天然气销售有限公司负责非代输业务。

安徽省天然气定价周期拉长，有效增强公司未来业绩稳定性。2021年以前，安徽省管道燃气定价机制为年度核定。根据安徽省人民政府办公厅在2017年5月发布的《安徽省人民政府办公厅关于进一步降低实体经济企业成本的通知》及2018年10月发布的《安徽省人民政府关于进一步降低企业成本的实施意见》，省内企业天然气成本采取年度核定机制。

图5. 《安徽省人民政府办公厅关于进一步降低实体经济企业成本的通知》相关表述

全面推行大用户直供气，鼓励天然气大型用户直接向上游供气企业购买天然气，减少中间环节和费用。

完善管道燃气定价机制，加强输配价格监管。每年初，省内短输管道由省物价局负责核定成本并公布短输价格；城市配气管网由各市物价部门负责核定成本并公布供气价格，报省物价局备案。

(责任单位：省物价局、省能源局，各市人民政府)

#### 六、进一步降低交通运输成本

现有政府还贷普通公路（含桥梁、隧道）收费期限届满后，一律不得擅自延期收费。

资料来源：安徽省人民政府办公厅官网，国投证券研究中心

图6. 《安徽省人民政府关于进一步降低企业成本的实施意见》相关表述

单一制和两部制目录电价、输配电价。（责任单位：省物价等部门，省电力公司）

18. 进一步降低企业用气成本，落实降低淮北支线、亳州支线、颍上支线、江北联络线、六安支线、铜陵支线等短输管道运输价格政策，继续开展天然气年度成本审核，确保天然气短输价格水平稳中有降。（责任单位：省物价、能源等部门，各市、县人民政府，省能源集团公司、省天然气开发股份有限公司）

#### 六、降低企业用地成本

资料来源：安徽省人民政府办公厅官网，国投证券研究中心

2020年12月安徽省发展改革委发布《安徽省发展改革委关于调整部分天然气短输管道运输价格等有关事项的通知》，为进一步完善管道天然气定价机制，加强天然气输配价格监管，降低企业用气成本，在调整省天然气开发股份有限公司部分短输管道运输价格的同时调整省内天然气短输价格调整周期，由每年一次调整为每三年一次。天然气定价周期的拉长使得公司在较长一段时间内可以维持稳定的管输费水平，减少因价格频繁变动带来的经营风险，有效降低了公司未来业绩的波动性，为公司持续稳定发展带来支撑。

图7. 《安徽省发展改革委关于调整部分天然气短途管道运输价格等有关事项的通知》相关描述

分短途管道运输价格（以下简称“短输价格”）等有关事项通知如下：

一、自2021年1月1日起，宣城支线、池州支线、安庆支线、青阳支线等4条支线短输价格由现行0.20元/立方米下调为0.15元/立方米；其他支线短输价格仍按现行价格执行。

二、本次下调价格空间全部用于降低非居民用气价格。相关各市要根据调整后的价格，及时疏导终端销售价格，不得截留，确保降价红利全部让利于终端用户。

三、经省政府同意，今后省内天然气短输价格调整周期由每年1次调整为每3年1次，从2021年开始计算新的周期。

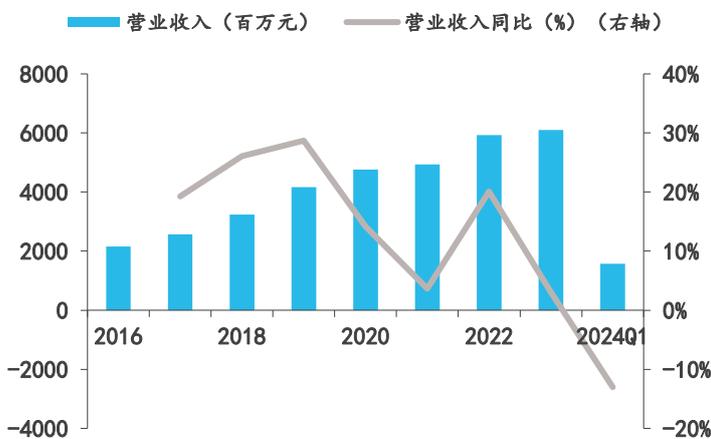
资料来源：安徽省发改委官网，国投证券研究中心

此外，盈利多元化发展有利于促进营收及利润稳定增长。除了主要的天然气销售和管输业务外，公司还通过开发液化气（LNG）、压缩天然气（CNG）等能源应用项目，以及提供新能源汽车充换电基础设施建设和运营服务等方式，进一步拓展收入来源，实现盈利的多元化和稳定增长。

### 1.3. 公司经营稳健，盈利能力持续增强

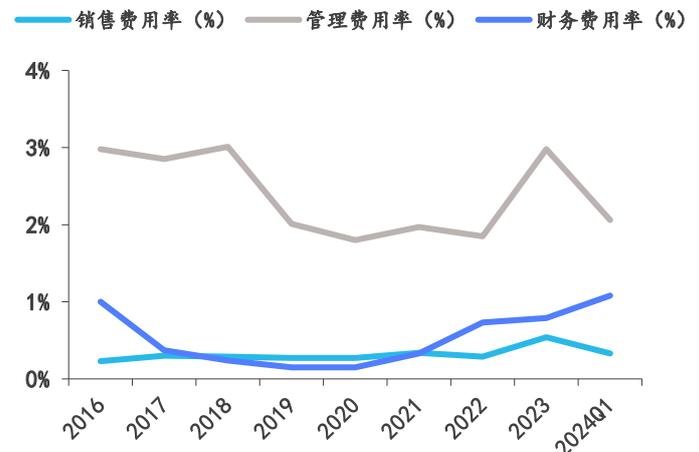
**收入稳步提升，费用管理能力强。**受益于公司输气管网建设的推进，近年来公司营收持续增加，根据公司公告，2023年公司实现营收61.0亿元，同比+2.98%，2024Q1受长输管线因上游气价回落及部分客户转为代输掣肘，整体营收同比减少13%，未来随着公司经营模式趋稳，盈利能力有望逐步显现。同时，公司费用管理能力较强，根据公司公告，2023年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为0.54%、2.98%、0.79%，均处于3%以下的较低水平，为公司盈利能力带来较强支撑。

图8. 公司营业收入及增速



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图9. 公司各项费用率

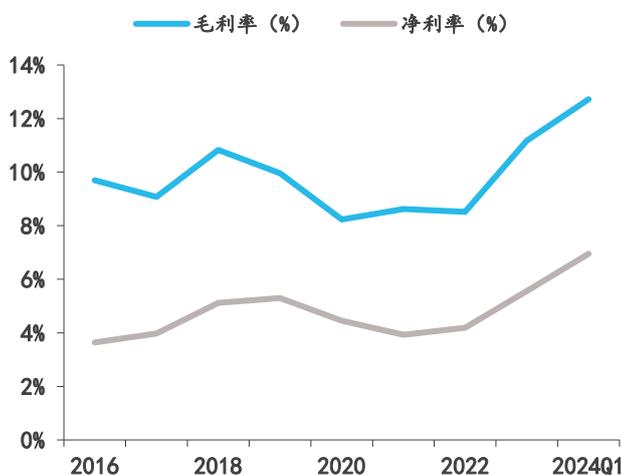


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

**利润率逐步增加，盈利能力持续增强。**受益于以天然气长输管网建设运营为核心、集下游分销业务于一体的业务布局，近两年公司毛利率逐步提升，根据公司公告，2024Q1 公司实现毛利率 12.7%，相较于 2023 年+1.55pct，实现净利率 6.95%，相较于 2023 年+1.39pct。在持续增强的盈利能力带动下，2022 年以来公司净利润持续增加，根据公司公告，2024Q1 公司实现净利润 1.07 亿元，同比+1.63%，未来随着公司稳定经营，有望实现盈利能力的稳步提升。

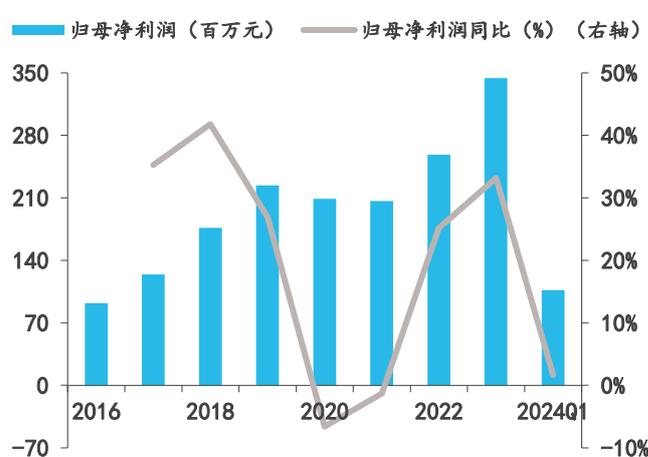
值得注意的是，2023 年 12 月公司发布公告，根据国家发展改革委《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》以及《安徽省“十四五”时期深化价格机制改革实施方案》要求降低省内部分天然气短途管道运输价格，价格调整自 2024 年 1 月 1 日起执行，公司初步预计在此影响下营业收入将减少约 3400 万元/年、利润总额将减少约 3400 万元/年，我们认为公司未来三年由管输费变动带来的业绩波动风险已逐步释放，公司未来业绩稳定性得到保障。

图10. 公司毛利率及净利率



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图11. 公司净利润及增速

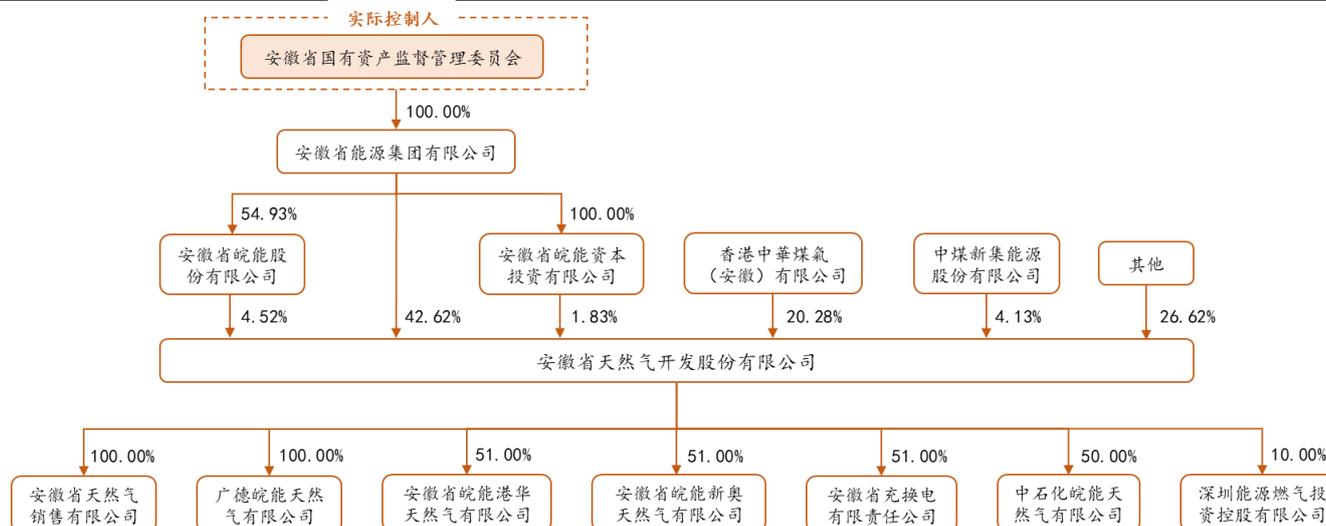


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

#### 1.4. 股权清晰集中，积极分红激发员工积极性

公司股权结构清晰集中，实控人为安徽省国资委。根据公司公告，截至2024Q1，安徽省国资委通过安徽省能源集团有限公司及下属公司合计持有皖天然气 46.93%的股权。

图12. 公司股权结构 (截至 2024Q1)



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

股权激励充分激发员工积极性。2022 年 12 月公司发布限制性股票激励计划，以 4.81 元/股的价格授予包括公司董事、高管以及核心管理业务人员等在内的 262 人 781.6 万股，2023-2025 年三个归属期公司层面业绩考核要求为当年净资产收益率不低于 9.09%，应收账款周转率不低于 40 次，且不低于同行业均值；较 2021 年净利润分别不低于 13.64%、21.14%、29.13%，公司充分激发高管和员工的积极性，有望为未来发展提供助力。

表2：公司股权激励奖励对象及比例

姓名	职务	获授的限制性股票数量(万股)	占授予限制性股票总数的比例
吴海	董事长、总经理、总法律顾问	12	1.54%
李鲲	党委副书记	10	1.28%
张宏斌	纪委书记	10	1.28%
张先锋	总工程师	10	1.28%
陶青福	副总经理、董事会秘书	10	1.28%
中层管理人员、核心骨干人员（共 257 人）		729.6	93.35%
合计（262 人）		781.6	100%

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

表3：公司股权激励业绩考核目标

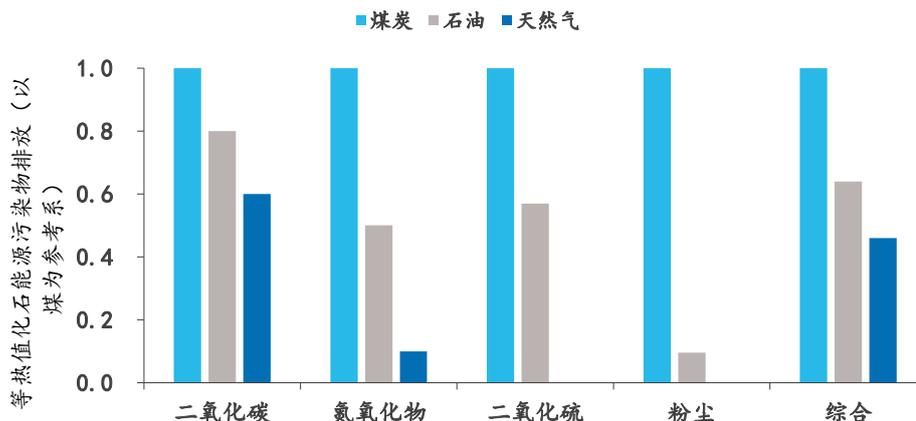
公司层面股权激励业绩考核目标		
年份	业绩考核要求	是否达成
2023 年	净资产收益率不低于 9.09%，且不低于同行业均值； 较 2021 年净利润增长率不低于 13.64%； 应收账款周转率不低于 40 次，且不低于同行业均值	是
2024 年	净资产收益率不低于 9.09%，且不低于同行业均值； 较 2021 年净利润增长率不低于 21.14%； 应收账款周转率不低于 40 次，且不低于同行业均值	未到考核期
2025 年	净资产收益率不低于 9.09%，且不低于同行业均值； 较 2021 年净利润增长率不低于 29.13%； 应收账款周转率不低于 40 次，且不低于同行业均值	未到考核期

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

## 2. 安徽省经济一枝独秀，输气量持续快速增长可期

天然气是一种无味的气态碳氢化合物混合物，主要成分是甲烷(CH<sub>4</sub>)，主要用作燃料和化工原料，在取暖和烹饪等居民生活以及陶瓷、玻璃、食品、纺织、造纸、印刷、制药、冶金、餐饮、医院等工商业场景中具有广泛应用。根据邹才能等人《碳中和目标下中国天然气工业进展、挑战及对策》，相较于其他化石燃料，天然气燃烧排放 CO<sub>2</sub> 较少，导致温室效应较低，是最清洁的化石能源，此外其资源充足，使用方便，与人类社会能源使用方式和系统高度契合，是最可能解决环境和气候问题的传统化石能源。

图13. 化石能源温室气体排放量对比

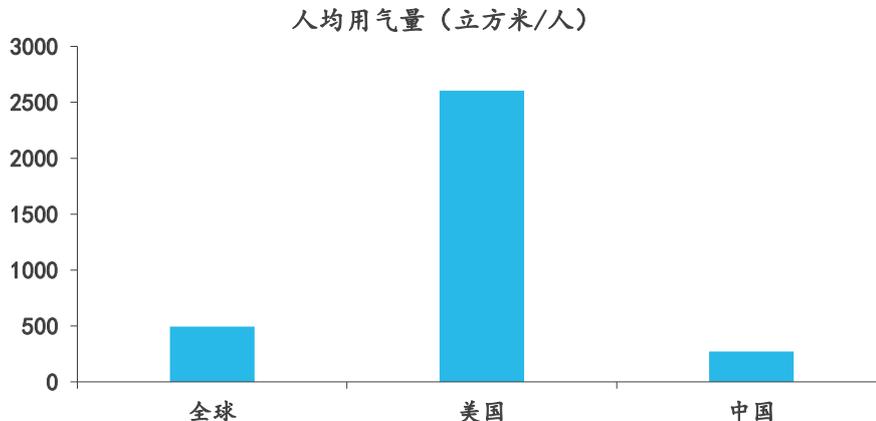


资料来源：邹才能等人《碳中和目标下中国天然气工业进展、挑战及对策》，国投证券研究中心

## 2.1. 我国天然气行业快速发展，需求增量空间广阔

当前我国天然气市场蓬勃发展，但仍有较大发展空间。根据邹才能等人《碳中和目标下中国天然气工业进展、挑战及对策》，当前我国已经成为世界第四大天然气生产国与第三大天然气消费国，2022年天然气消费量达3663亿立方米。但值得注意的是，相较于欧美国家，我国天然气消费比例和人均消费量仍处较低水平，世界天然气消费量占一次能源消费量24%，我国占比则为8.4%，全球人均用气量为493立方米/人，美国为2604立方米/人，中国仅为270立方米/人，未来我国天然气市场仍有较大发展空间。

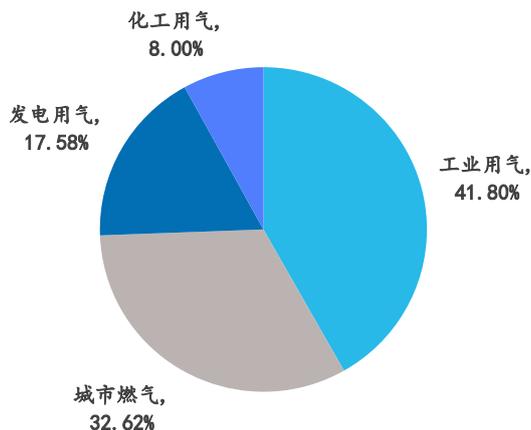
图14. 人均用气量对比



资料来源：邹才能等人《碳中和目标下中国天然气工业进展、挑战及对策》，国投证券研究中心

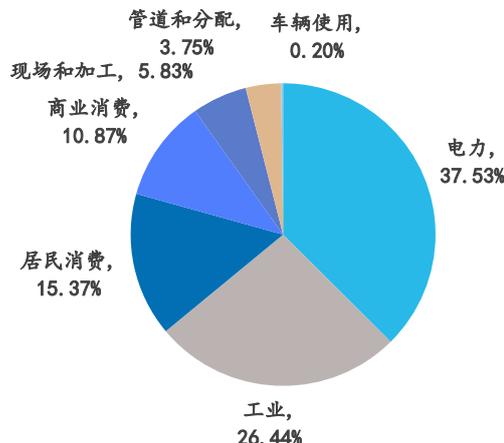
在需求分布方面，我国与更为成熟的欧美市场相比也有较大差异，根据美国能源信息署数据，约37.5%的天然气用于发电，其余部分可以用于工业用途以及民用和商业用途，2022年分别占美国天然气消费总量的26.4%、15.4%和10.9%，而在我国，2022年最大需求领域为工业用，占比41.8%，其次依次为城市燃气及发电用气，占比分别为17.6%及8%。

图15. 2022 年中国天然气需求分布



资料来源：邹才能等人《碳中和目标下中国天然气工业进展、挑战及对策》，国投证券研究中心

图16. 2022 年美国天然气需求分布



资料来源：美国能源信息署，国投证券研究中心

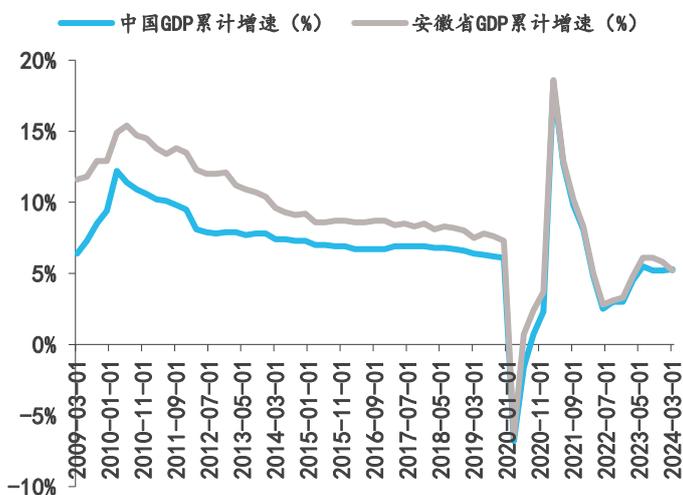
## 2.2. 安徽省级天然气管网，“自然垄断”保障未来发展动力强劲

公司作为安徽省政府批准的天然气管道运营商，截至 2023 年在省内建成投运的天然气管长输管线占全省长输管道总里程的约 70%，公司未来发展和当地天然气市场具有较强相关性。

近年来安徽省维持较快经济发展节奏，为当地天然气行业发展提供了良好的发展机遇。安徽省位于长三角地区，近年来安徽省深入实施制造强省战略，实现了从传统农业大省向制造强省的历史性跨越，大力推进新能源汽车、芯片、生物医药、人工智能、新型显示、新材料等新型产业的发展，通过构建现代化产业集群持续扩大工业企业数量，带动省内工业发展速度持续增加。

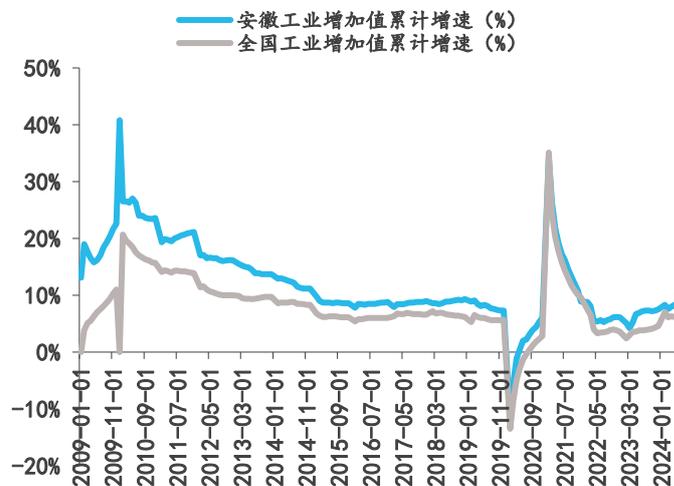
根据国家统计局，2023 年安徽省实现 GDP 4.71 万亿元，同比增长 5.80%，三次产业结构由 2022 年的 7.9:40.2:51.9 调整为 7.4:40.1:52.5，2024Q1 安徽省实现 GDP 1.13 万亿元，按不变价格计算同比增长 5.20%。根据国家统计局，除极个别季度外，近年安徽省工业增加值增速均高于全国平均水平，2024 年 1-5 月实现增速 8.3%，较全国平均高出 2.10pct。安徽省经济的不断增长有望带动省内用气需求的提升。

图17. 安徽与全国 GDP 增速对比



资料来源：国家统计局，国投证券研究中心

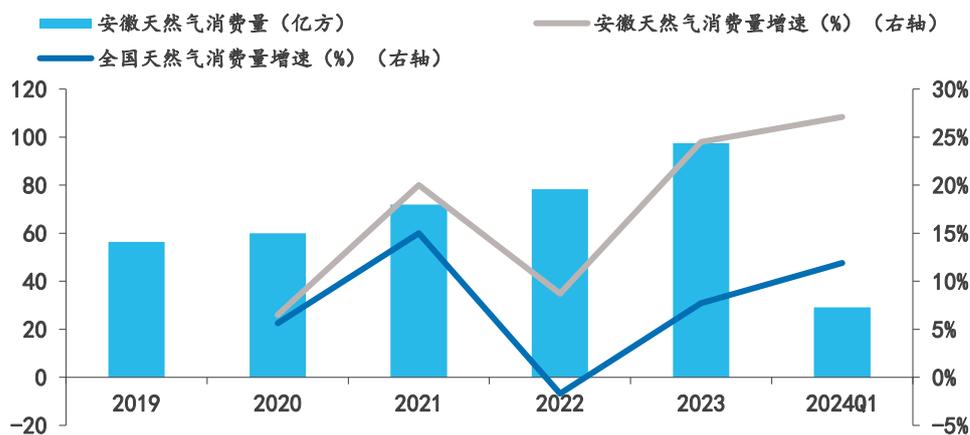
图18. 安徽与全国规模以上工业增加值增速对比



资料来源：国家统计局，国投证券研究中心

安徽省是国内使用天然气较早的省份之一，2004年西气东输管道建成，天然气首次进入安徽省，2010年川气东送管道建成，安徽省形成南北双气源供气格局。近年来安徽省天然气行业快速发展，根据公司公告，2020年以来安徽省天然气消费量逐年增加，且增速领先全国水平，根据国家发改委数据，2024Q1安徽省天然气消费量已达29.1亿方，增速达27.1%，领先于全国11.9%的增速水平，省内天然气消费需求增长动力强劲，为公司发展带来有效需求支撑。

图19. 安徽及全国天然气消费量增速

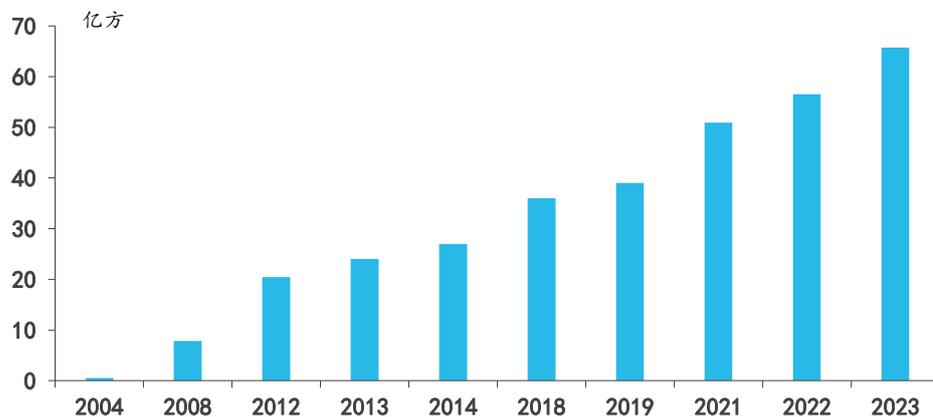


资料来源：公司公告，国家发改委，安徽省能源局，国投证券研究中心

安徽省已成为西气东输重要供气枢纽。根据安徽日报，西气东输安徽段于2003年10月投产运行，包含“一千四支”，主要包括西气东输一线干线（安徽段）、定远-合肥支线、定远-合肥复线、南京-芜湖支线（安徽段）、苏皖管道（安徽段）等，管道全长近750公里，设置11座分输站，1座压气站，主要向合肥、芜湖、蚌埠、淮南、马鞍山、阜阳、宿州、滁州等地市供气，年分输气量超65亿立方米，占安徽省天然气消费量的近70%。

未来西气东输有望进一步加速安徽省天然气发展。2019年定合复线投产后，西气东输一线定合支线和定合复线的输气能力由每日350万立方米提升至1300万立方米，有效缓解了合肥地区的用气压力。随着2022年底苏皖管道的正式投产，打通了安徽省海上气源“新通道”，在安徽境内形成西气东输一线、川气东送管道、苏皖管道之间相互补充的“三角支撑”。根据看看新闻，当前安徽现有管道输送能力已接近饱和，为满足未来快速增长的用气需求，安徽正继续加快天然气基础设施建设，待规划新增川气东送二线、苏皖豫等国家干线管道全部建成后，有望形成六条入皖气源干线。

图20. 西气东输向安徽省供气量



资料来源：看看新闻，国投证券研究中心

而除了西气东输以外，川气东送也为安徽省天然气发展带来较大助力。根据中国新闻网，2024H2 川气东送殷汇阀室-石台支线将建成投产，不仅将打通安徽省清洁能源“县县通”的关键节点，也将为池州市乡村振兴提供澎湃动能。十四五期间，国家管网集团将在安徽省内规划建设川气东送二线、苏皖豫、文 23-安庆等上千公里的天然气管道，安徽地区天然气管道互联互通将得到进一步加强，有力推进省域一张网的加快形成，安徽将逐渐成为长三角地区西气东输、川气东送、海气西进的多气源供应枢纽。

安徽省天然气发展具有较强政策支持。为推动天然气消费，安徽省出台了一系列鼓励政策，2022 年 2 月安徽省生态环境厅、安徽省发改委发布《安徽省“十四五”生态环境保护规划》，明确提出到 2025 年全省天然气消费量力争达到 120 亿立方米左右，全省非化石能源发电装机比重提高至 40% 的目标。

表4：安徽省天然气相关支持政策

发布时间	发行主体	政策名称	政策主要内容
2021-12	安徽省能源局	《安徽省“十四五”油气发展规划》	到 2025 年全省天然气消费量 128 亿立方米，占一次能源消费比重达 9%。
2022-02	安徽省生态环境厅、安徽省发改委	《安徽省“十四五”生态环境保护规划》	到 2025 年，全省天然气消费量力争达到 120 亿立方米左右，全省非化石能源发电装机比重提高至 40%。
2022-04	中共安徽省委、安徽省人民政府	《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的实施意见》	扩大天然气供给和消费规模，推进煤层气规模化开发，加快省外气源入皖通道和“双调峰”气电项目建设。
2022-12	中共安徽省委、安徽省人民政府	《安徽省碳达峰实施方案》。	推进天然气入皖战略气源通道、省内天然气干支线管道建设，提高城镇天然气管道覆盖面。到 2025 年，天然气供给和消费量超过 120 亿立方米，到 2030 年达到 200 亿立方米。
2023-12	安徽省发改委	《关于降低省内部分天然气短途管道运输价格等有关事项的通知》	稳步推进天然气价格改革，加强省内天然气管道运输价格监管，降低用户用气成本。

资料来源：安徽省能源局，安徽省生态环境厅，安徽省发改委，中共安徽省委，安徽省人民政府，国投证券研究中心

此外，根据安徽省发改委、能源局印发《安徽省能源发展“十四五”规划》，要加强油气供应保障能力，强化气源增供、管网建设、储气调峰能力提升，努力实现天然气全领域利用，2025 年天然气供应能力达到 120 亿立方米以上，同时持续加快天然气主干管网和联络线建设，形成功能完备、布局合理的省级干线管网，并推进支线管道建设，基本实现天然气管道“县县通”，2025 年天然气管道里程达到 5400 公里，为公司未来发展提供政策端支持。

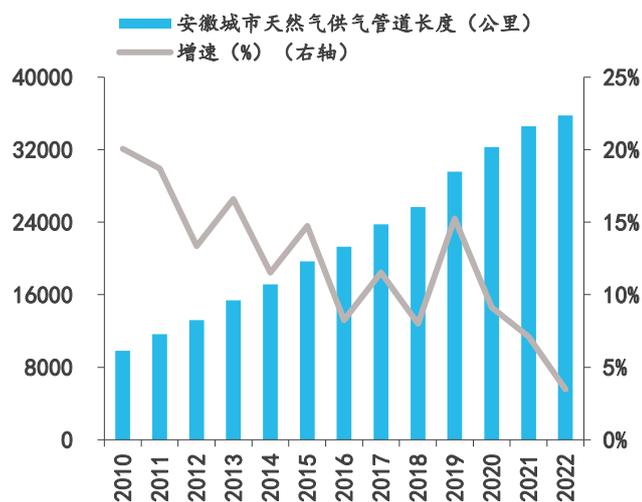
图21.《安徽省能源发展“十四五”规划》天然气供应保障工程相关描述

专栏 7 石油天然气供应保障工程
<p><b>气源通道。</b>川气东送二线安徽段、江苏滨海 LNG 配套苏皖管线天长—合肥、青宁线江苏扬州—安徽天长、江苏溧水—马鞍山博望等。</p> <p><b>省级天然气主干管网。</b>亳州—太和、太和—阜阳、六安—霍邱—颍上、六安—舒城—庐江、庐江—枞阳—池州、宿州—淮北—萧县—砀山、宿州—蚌埠、蚌埠—合肥、合肥机场—合肥北城—肥东、肥东—巢湖、巢湖—江北集中区、固镇—灵璧—泗县、蚌埠—颍上、六安—叶集—金寨、庐江—巢湖、天长—来安、来安—明光—凤阳、凤阳—蚌埠、来安—和县等。</p> <p><b>天然气支线管道和互联互通。</b>阜阳—阜南、芜湖 LNG 接收站配套外输管线、桐城—枞阳、宿松—望江、潜山—太湖—宿松、潜山—岳西、大渡口—东至、殷汇—石台、宁国—旌德、徽州—休宁、休宁—黟县—祁门等。</p> <p><b>天然气储备。</b>芜湖 LNG 接收（转运）站暨 LNG 罐箱储运等。</p> <p><b>原油成品油管道。</b>山东枣庄—江苏徐州—宿州—蚌埠联络线安徽段、宿州—亳州支线、蚌埠—滁州支线、浙江湖州—宣城—芜湖联络线、宣</p>

资料来源：安徽省发改委，安徽省能源局，国投证券研究中心

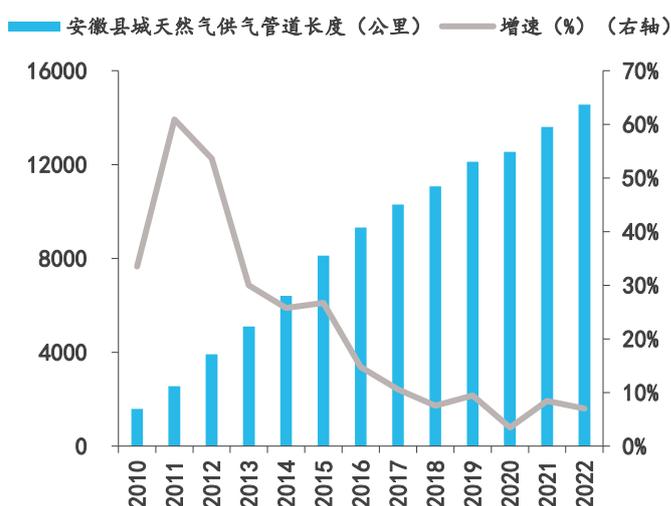
安徽省基础设施建设不断完善，为天然气消费增长奠定坚实基础。近年来安徽省大力推进油气基础设施建设，根据安徽省人民政府报道，2023 年苏皖管道、皖东北管道、合肥环城高压、亳太线等项目建成投产，显著增强了天然气管输能力，解决了合肥、滁州、亳州等地的供气瓶颈问题，根据住房和城乡建设部，近年来安徽省城市及县城供气管道长度持续增加。此外，安徽省通过拓展上游供应渠道，引入液化天然气、煤制气等多种气源，增强了天然气供应的稳定性和多样性，为居民天然气消费提供了坚实的保障。

图22. 安徽省近年城市供气管道长度及增速



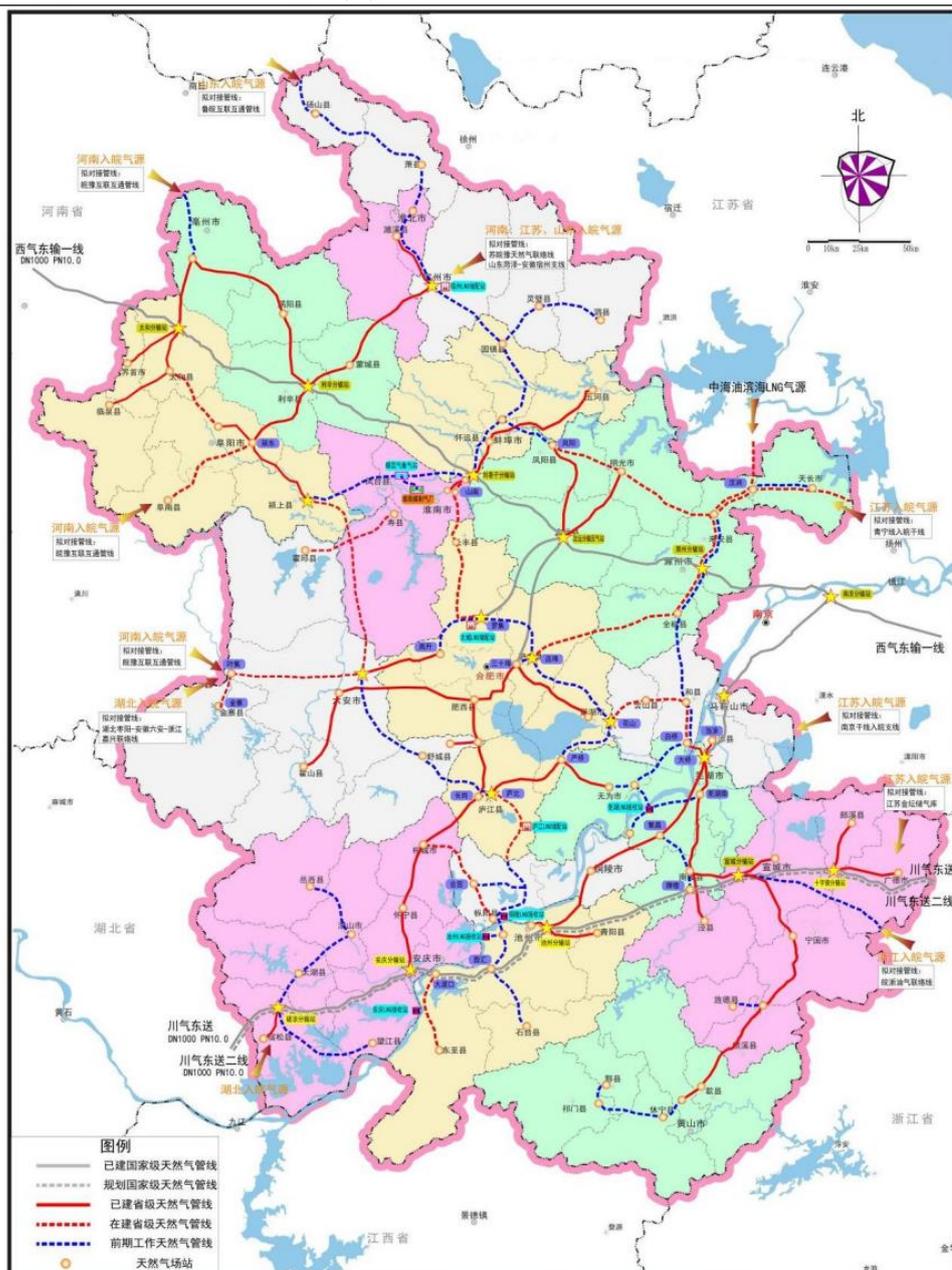
资料来源：住房和城乡建设部，国投证券研究中心

图23. 安徽省近年县城供气管道长度及增速



资料来源：住房和城乡建设部，国投证券研究中心

图24. 安徽省“十四五”天然气主干管网规划示意图



资料来源：安徽省发改委，安徽省能源局，国投证券研究中心

### 2.3. 安徽省工商业快速发展，打开天然气需求增量空间

公司未来发展除具有较强政策端支持外，天然气作为在各个工商业领域具有广泛应用的重要能源未来有望受到下游行业发展带来的需求提振。在对未来公司所面临需求进行预测时，不妨按照工业用气、发电用气两个主要应用领域进行分析：

#### 2.3.1. 工业用气：光伏玻璃产能投放带来较大刚需

根据上文分析，2035年碳达峰达成以前，工业应用将成为天然气消费增长主要动力。天然气在工商业中应用较为广泛，其中特别值得注意的是，由于是当前玻璃制造行业最理想的燃料，因此光伏及衍生出的光伏玻璃产能快速投放有望对天然气产生较大需求，此外，由于能够广泛应用在焊接、切割、冶金等众多环节，汽车生产过程对于天然气也有较大需求。

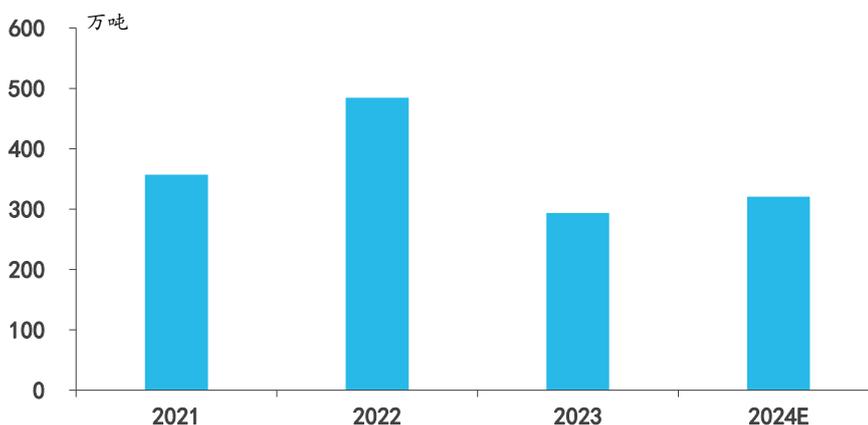
表5：天然气在工商业中应用描述

	描述
蒸汽、热水的生产	各类型工商业生产中需要大量蒸汽或热水以用于消毒、清洗、加热、干燥等用途。使用天然气为蒸汽锅炉或热水锅炉的燃料，不仅效能高，方便，经济，更符合环保要求。
工业窑炉、硅酸盐煅烧工艺	天然气窑炉，炉内热、强度高、升温快、炉温易控制，无烟尘污染，可显著提高产品质量，节约成本，目前已被广泛接受。
玻璃加工	天然气较为纯净，不含杂质，热值较高，用天然气烧制出来的玻璃制品颜色纯正，不仅可以有效降低废品率，进一步提高经济效益，还可以彻底解决污染排放的问题，是目前国内玻璃制造行业最理想的燃料。
食品加工	天然气广泛应用于食品烘烤、膨化以及餐饮烹饪，温度均匀、易控制、出品质量有保证。
干燥采暖、造纸	天然气在抽湿、干燥、采暖方面的应用尤为广泛，其主要形式有热风干燥、燃气红外线辐射干燥采暖，在造纸行业也有较多应用。
印染	定型机加热直接关系到印染面料品质，使用天然气加热，不仅印染产品品质稳定，又减少煤炭污染，由于天然气的热值和效率比较高，所以产量提高，成本下降、带来良好的经济效益与环保效益。
焊接、切割	天然气与氧气混合燃烧产生的高温火焰可进行高质量的气焊、气割作业，适用机械、电信、仪表、医疗电器等行业的黑色、有色金属的焊接或切割。
冶金	天然气用作冶金工业中的燃料，由于它组成均匀，纯度高，火焰清洁，温度便于控制等，广泛用于金属冶炼和热处理加工等过程。如金属加热、融化、淬火、模铸、拉丝、渗碳、氧化、切割、焊接等。还用于贵金属的炼制和金属表面涂层前的热处理。天然气不含灰分、硫、磷等有害杂质，从而大大提高了生产效率和钢铁质量。

资料来源：宛龙燃气公众号，国投证券研究中心

**当前安徽省光伏产业发展较为完善。**近年来，安徽依托石英砂资源优势 and 出口便利的区位优势，培育光伏玻璃、电池片、组件、逆变器等产业链优势环节，产业集聚持续凸显。根据中新网报道，2023 年安徽省光伏设备及元器件制造业营收排名首次跃居至全国第三位，仅次于江苏、浙江，特别是光伏玻璃环节，2023 年安徽省光伏玻璃产量达 1259.1 万吨，占全国 50% 以上。此外，安徽省大力招引全球先进光伏和新型储能领域龙头企业，全球出货量排名前十的企业中，已有七家光伏玻璃企业在安徽布局发展，未来随着相关企业在安徽省布局产能陆续落地，有望对当地天然气形成较大需求。

图25. 安徽省新增光伏玻璃产能年增量增长

注：根据相关企业近年产能规划测算  
资料来源：国投证券研究中心整理

根据安徽经济网，滁州市凤阳县是著名的“石英之乡”，石英砂资源覆盖面积达 80 平方公里，远景储量超 100 亿吨，其中二氧化硅含量达 99% 以上，储量、品位和开采价值均居全国第一位。2016 年福莱特作为首家光伏玻璃龙头企业总投资约 200 亿元布局凤阳，此后南玻、亚玛顿、正泰、尚德等多家光伏玻璃和组件企业陆续布局。

**当前滁州已成为全球最重要的光伏玻璃生产基地，为安徽全省光伏玻璃发展较强带动效应。**根据统计，2023 年包括福莱特、信义光能等共有约 293.4 万吨年容量光伏玻璃产能投产，有望为天然气带来 5.87 亿立方米/年需求，此外 2024H1 约有 152.8 万吨年容量光伏玻璃产能投产，稳定生产后有望为安徽省天然气带来约 3.06 亿方需求，展望未来，根据统计，

2024 年 12 月信义光能及福莱特将分别有 1095 万吨/年及 584 万吨/年光伏玻璃产能投产，共对应 3.36 亿立方米/年天然气需求，投产后有望对 2025 年安徽省天然气需求增加带来有力支撑。

表6：2024 年安徽省光伏玻璃新增产能

计划时间	项目名称	生产企业	产能规划（吨）	实际点火时间
2024-12	安徽信义玻璃	信义光能	1095000	待投产
2024-12	安徽福莱特玻璃四期三线	福莱特	584000	待投产
2024-05	安徽福莱特四期二线	福莱特	584000	2024-05
2024-03	安徽福莱特四期一线	福莱特	584000	2024-03
2024-03	安徽信义光伏玻璃	信义光能	360000	2024-03

资料来源：上市公司公告不完全整理，国投证券研究中心

### 2.3.2. 新能源汽车：比亚迪超级工厂落地带来需求增量

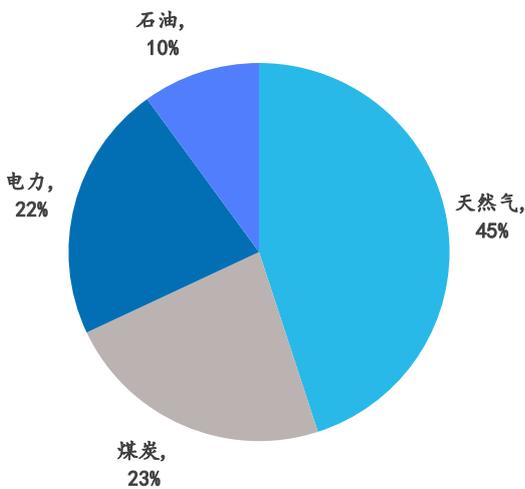
除光伏外，由于能够在冶金、锻造等环节使用，天然气在汽车制造过程中的众多环节具有广泛应用。根据 Fernando Enzo Kenta Sato 等《Energy Consumption Analysis for Vehicle Production through a Material Flow Approach》，在汽车全部生产过程中，天然气是消耗最多的能源，占总能源消耗的 45%，特别是集中在塑料制造工艺中。

表7：天然气在汽车生产环节中的应用

环节	应用描述
钢	铁矿石的开采和加工、石灰生产、焦炭生产、烧结、高炉、碱性、热轧、冲压、棒材和棒材轧机、锻造
铁	锻造
塑料	塑料制造、注塑成型、挤压、压延成型
玻璃	浮法玻璃制造
橡胶	丁苯橡胶制造、橡胶成型
铝	原材料生产、铸锭、热轧、冷轧、冲压、挤压、成型铸造
铜	铜生产

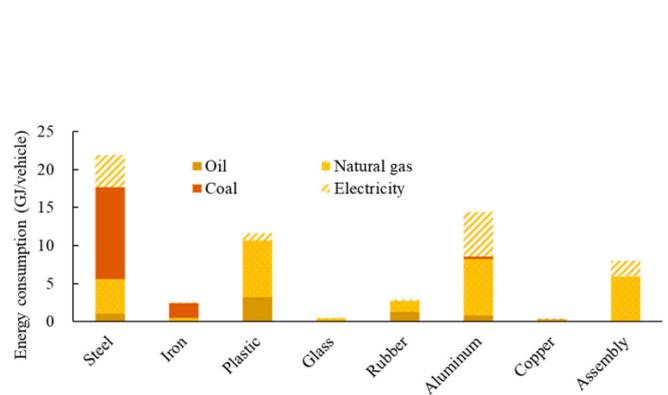
资料来源：Fernando Enzo Kenta Sato 等《Energy Consumption Analysis for Vehicle Production through a Material Flow Approach》，国投证券研究中心

图26. 汽车生产能源成本分布



资料来源：Fernando Enzo Kenta Sato 等《Energy Consumption Analysis for Vehicle Production through a Material Flow Approach》，国投证券研究中心

图27. 汽车生产各环节能源成本分布



资料来源：Fernando Enzo Kenta Sato 等《Energy Consumption Analysis for Vehicle Production through a Material Flow Approach》，国投证券研究中心

近年来安徽省汽车产业随着比亚迪在合肥的布局快速发展，根据安徽省人民政府及太平洋汽车，2021年7月比亚迪落户合肥，设立比亚迪汽车工业有限公司合肥分公司，投资建设三期整车生产项目，其中一期及二期已分别于2022年6月及2023年3月正式投产，各期产能均约40万辆/年，根据趣味科技，2023年比亚迪合肥工厂生产了近50万辆新能源汽车，实现产值超600亿元，在安徽全省新能源汽车的占比达56%，此外三期已于2023年1月开工，计划2025年5月全部完工，投产后预计全厂年产能达132万辆/年，约占比亚迪整体规划产能的20%，可实现年产值近2000亿元，带动上下游产业链总产值不低于3000亿元，有望在安徽形成以合肥为中心的新能源汽车制造基地。同时，合肥还拥有江淮、蔚来、比亚迪、长安等一批整车企业，新能源汽车行业维持快速发展状态。

不妨对比亚迪合肥工厂逐步放量对当地天然气需求情况进行测算。根据比亚迪社会责任报告，2020-2023年公司整体天然气消耗量密度分别为5.72/6.58/5.83/6.92万立方米/亿元营收，整体在5.5-7.0万立方米/亿元营收区间中呈中枢上行状态，不妨给予2024-2026年比亚迪天然气消耗量密度6.90万立方米/亿元营收的估算值，结合比亚迪合肥工厂三期产能规划及投产节奏，在单车价值量整体维持稳定的假设下预计2024-2026年比亚迪合肥超级工厂天然气需求分别为0.56/0.71/0.93亿立方米。

表8：比亚迪近年天然气消耗情况

	2020	2021	2022	2023
天然气总消耗量（万立方米）	8961.57	14222.72	24730.00	41707.00
天然气消耗量密度（万立方米/亿元营收）	5.7220	6.5803	5.8317	6.9246

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

表9：比亚迪合肥工厂未来对天然气需求预测

	2023E	2024E	2025E	2026E
产量（万辆）	50	68	86	112
产量增速（%）		36.00%	26.18%	30.77%
产值（亿）	600	816	1030	1346
天然气消耗量密度（万立方米/亿元营收）	6.92	6.9	6.9	6.9
天然气消耗量（亿立方米）	0.42	0.56	0.71	0.93

资料来源：公司公告，国投证券研究中心

### 2.3.3. 天然气发电：天然气调峰电厂逐步落地

近期安徽省天然气发电项目已取得快速发展。根据安徽省能源局，2024年4月19日安徽省能源集团所属皖能合肥天然气调峰电厂项目2号机组圆满完成168小时满负荷试运行，标志着安徽首个实现双机投产的天然气调峰电厂开启商业运营。

此后在2024年5月6日，淮河能源集团滁州天然气调峰电厂的2号机组顺利通过168小时满负荷试运，正式投入商业运营。根据报道，两座天然气电厂均建设两台450MW燃气-蒸汽联合循环调峰机组，预计两座天然气电厂年使用天然气约9.8亿方，有望为公司天然气业务带来较大需求增量。

表10：安徽省已投产天然气调峰电厂概况

项目名称	投资额	规模	投产时间
滁州天然气调峰电厂	23.67亿元	2×450MW	2024.05.06
长丰皖能合肥天然气调峰电厂	24.48亿元	2×450MW	2024.04.19

资料来源：安徽省能源局，安徽省国资委，国投证券研究中心

未来安徽省天然气调峰电厂数量将继续增加。根据安徽省发改委，2024年5月13日淮河能源控股集团电力集团芜湖天然气调峰电厂项目已取得核准批复，根据规划，项目规划

建设 2 台 450MW 燃气—蒸汽联合循环调峰机组及配套设施，计划投资约 24 亿元，计划 2026 年投产，未来随着项目建设，将为公司长期发展带来助力。

表11：安徽省规划天然气调峰电厂概况

项目名称	投资额	规模	拟投产时间
淮河能源控股集团电力集团芜湖天然气调峰电厂	约 24 亿元	2×450MW	2026 年

资料来源：安徽省能源局，安徽省国资委，国投证券研究中心

## 2.4. 公司管线布局持续完善，保障未来输气量增加确定性

根据公司公告，截至 2023 年公司在省内建成投运的天然气管输管线占全省长输管道总里程的约 70%，并依托西气东输、川气东送等国家干线，不断推进省级干线、支线管道、储气设施建设，基本构建起纵贯南北、连接东西、沟通西气和川气的全省天然气管网体系。

公司管线布局持续增加，根据公司公告，2023 年公司新建设投产了宝镁支线、燃气电厂支线，全线贯通六霍颍支线、桐枞支线，为公司未来输气量增加带来保障。

表12：公司 2023 年新投产管线信息

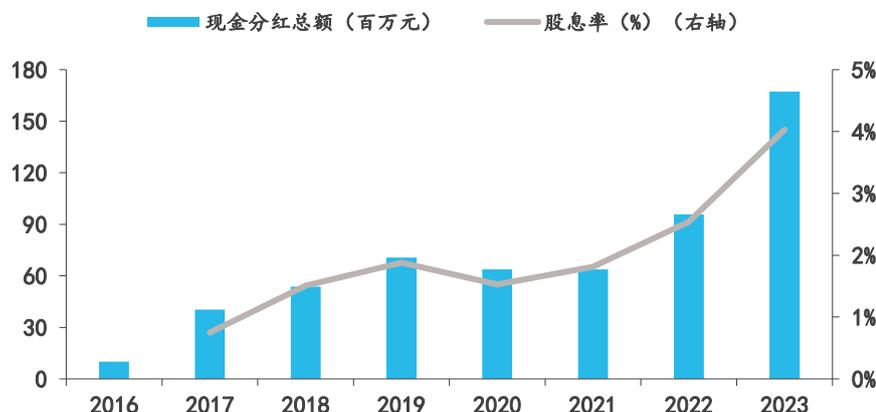
管线名称	描述
安徽宝镁天然气直供项目	起自青阳输气站，向北沿 S219 省道，至宝镁输气站，线路全长约 10km，设计压力 6.3MPa，设计输气量为 $4 \times 10^8 \text{Nm}^3/\text{a}$
燃气电厂支线	皖能合肥燃气调峰电厂配套工程，起点为西气东输定合复线的罗集末站，终点为调峰电厂，线路总长约 10.5km，管径为 $\Phi 610$ ，设计压力 6.3MPa
六霍颍支线	起于寿县输气站，止于霍邱输气站，支线管道整体呈由东往西走向，途经寿县和霍邱县 2 个县，线路长度约为 31.2km，设计压力 6.3MPa，支线设计年输气量 $1.71 \times 10^8 \text{Nm}^3/\text{a}$
桐枞支线	起于天然气公司已建的江北联络线桐城输气站，终点为枞阳县拟建的会宫输气站，线路长度约为 42km，设计压力 6.3MPa

资料来源：合肥市生态环境局，安徽天然气官网，国投证券研究中心

## 3. 公司积极回报股东，可分配利润持续增加

近年来公司维持较大分红力度，持续积极回报股东。除 2020-2021 年因经营需要公司适当降低分红，2021 年以来公司分红金额表现出增长趋势。根据公司公告，2023 年公司派发现金红利总额达 1.67 亿元，每股派息由 2022 年的 0.20 元增至 0.35 元，股息率也由 2022 年的 2.54% 增至 4.03%，未来随着公司持续稳定经营，公司有望维持较高分红力度。

图28. 公司近年分红金额及股息率

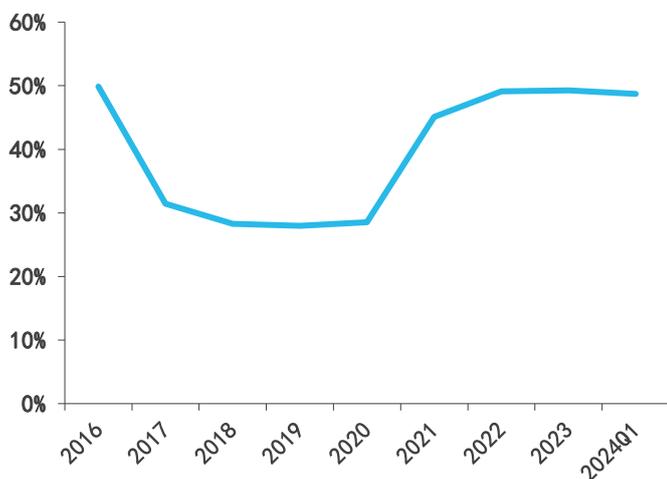


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

资产负债率相对平稳，在建工程余额相对较少。2021 年公司投资组建多家子公司，业务规模快速扩张，受此影响，公司资产负债率增至 45.1%，此后 2021 年至今公司资产负债率

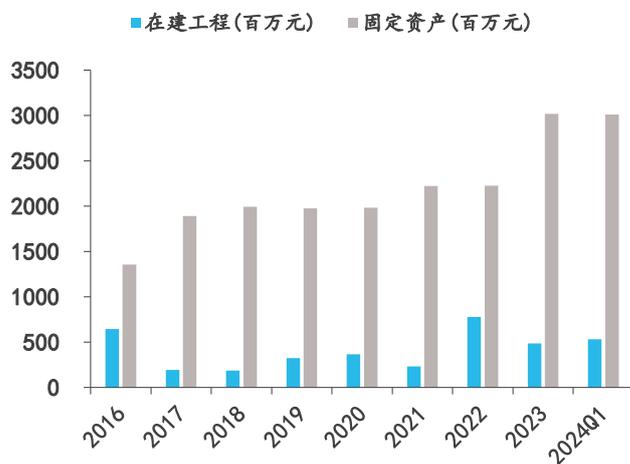
在 45%-50% 的区间维持稳定。当前公司在建工程余额也维持在较低水平，根据公司公告，2024Q1 公司在建工程余额 5.3 亿元，相较于同期公司 30.1 亿元的固定资产而言相对较小，公司未来经营负担相对较轻。

图29. 公司近年资产负债率水平



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

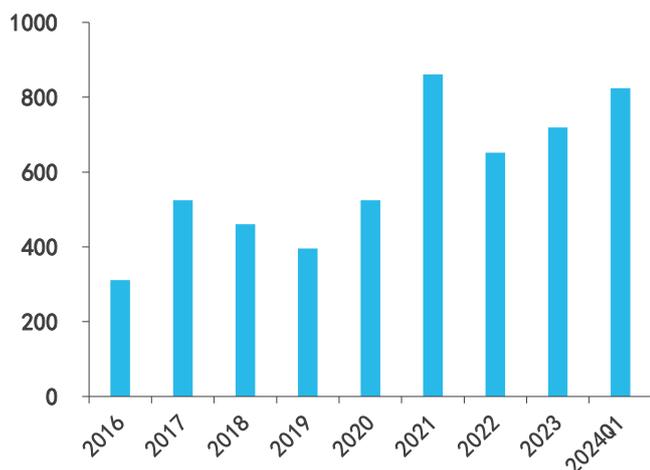
图30. 公司近年在建工程余额



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

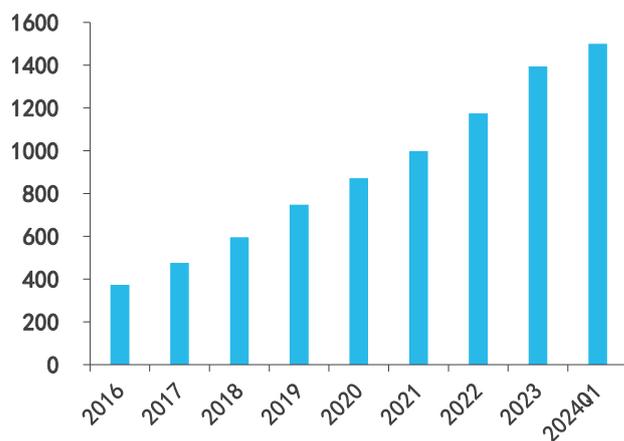
在手货币现金充裕，可分配利润持续增加。近年来公司在手现金呈增长趋势，根据公司公告，2024Q1 公司货币资金 8.25 亿元，相较于 2023 年末增加 1.06 亿元。同时值得注意的是，公司净利润增加带动未分配利润持续增加，根据公司公告，2024Q1 公司拥有未分配利润 15 亿元，相较于 2023 年末增加 1.07 亿元，为公司未来分红提供保障。

图31. 公司近年货币资金



资料来源：公司公告，国投证券研究中心

图32. 公司近年未分配利润

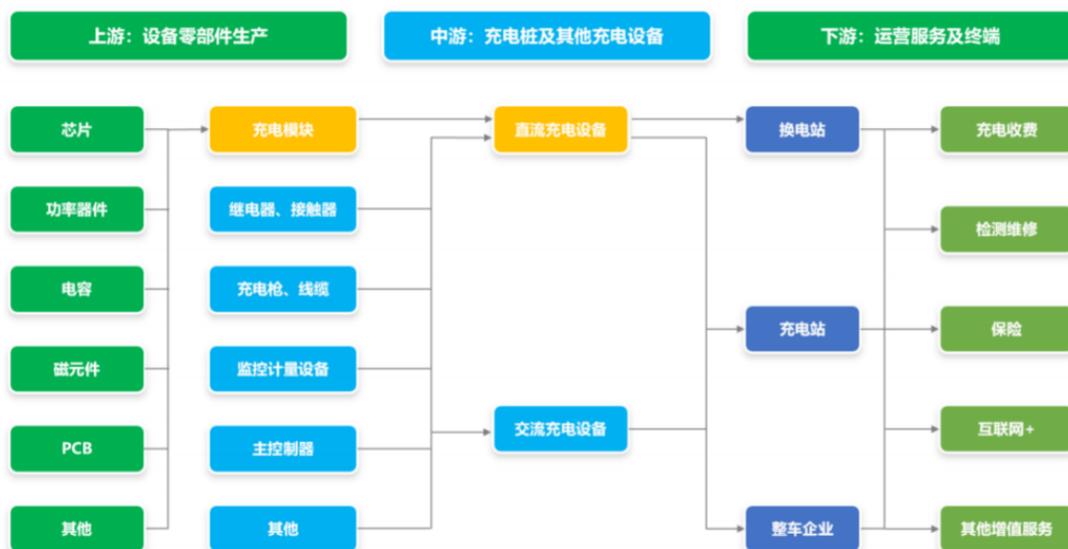


资料来源：公司公告，国投证券研究中心

#### 4. 布局新能源汽车充电桩，逐步开展发展转型

在持续稳定开展天然气主业外，公司开始进行发展转型，向新业务进行延伸。根据公告，为开辟公司新能源汽车充换电、综合能源站等相关业务，2023 年 6 月公司完成收购安徽省充换电有限责任公司（安徽省综合能源开发利用有限公司）51% 股权，在 2023 年建成安徽省首座集充换电、加气、加油等服务功能为一体的综合能源港，加速全省充换电基础设施布局。在充电桩产业链中，公司业务布局在定位下游，未来有望受益相关产业加速发展。

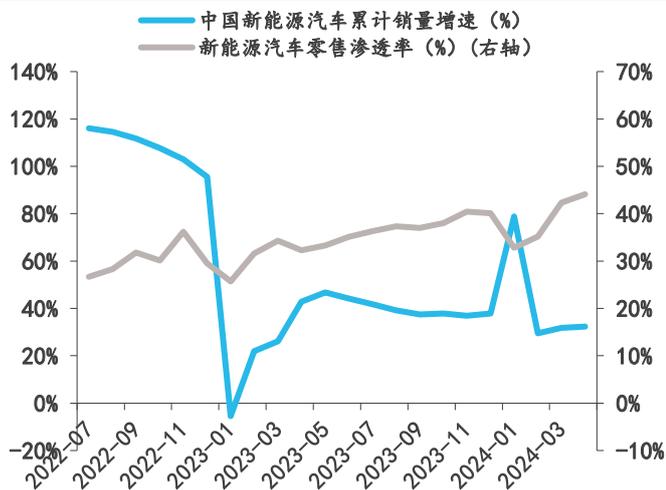
图33. 充电桩产业链



资料来源：优优绿能招股说明书，国投证券研究中心

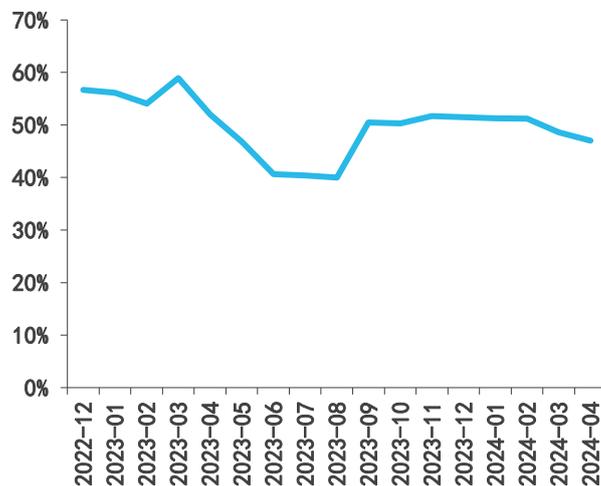
近年来我国新能源汽车行业快速发展，根据中国汽车工业协会及全国乘用车市场信息联席会，2024年1-4月我国新能源汽车累计销量达294.0万辆，同比增长32.3%，同时，我国新能源汽车零售渗透率维持中枢上行状态，截至2024年4月已达44.1%，环比增长1.80pct，带动新能源汽车补能需求迅速增加，根据中国充电联盟，截至2024年4月我国公共充电桩保有量达297.7万台，同比增长47.0%，充电桩作为新能源配套基础设施的布局节奏持续加快。

图34. 我国新能源汽车销量增速及渗透率



资料来源：中国汽车工业协会，全国乘用车市场信息联席会，国投证券研究中心

图35. 我国公共充电桩保有量增速



资料来源：中国充电联盟，国投证券研究中心

当前安徽省对充换电网络建设具有较高关注度。2023年10月安徽省发改委印发《安徽省高质量充换电服务体系建设方案（2023-2027年）》，提出到2027年基本建成覆盖广泛、规模适度、结构合理、功能完善、开放融合、惠及民生的现代化高质量充换电服务体系。此后，根据安徽省人民政府，由安徽省能源集团、蔚来、国轩高科及安徽省产业引导基金共同出资成立、以充换电网络建设为基础业务的中安能源公司于2024年1月11日揭牌，同时，安徽省能源集团、安徽省交控集团和蔚来签署了《共同推进开放共享的储充换体系建设的战略合作协议》，三方将支持中安能源有序推动1000座储充换一体式换电站建设，共同推进开放共享的新能源汽车储充换网络布局，进一步促进换电网络开放互通，三方还将在

储充换产业涉及的电池标准、充换电技术、电池资产管理及运营、新型电力系统合作、储充换设备生产制造相关供应链合作等方面开展全方位、多层次的深度战略合作，此外，江汽集团、奇瑞汽车也分别与蔚来签署《换电战略合作框架协议》。未来随着安徽省新能源汽车充换电网络快速发展，公司有望受益新业务布局，实现盈利能力的快速提升。

## 5. 业绩预测及估值

### 盈利预测核心假设：

1) 收入端：随着安徽省用气量的快速增长，公司占据安徽省长输管网市场半壁江山，预计公司的输销气量也将随之快速增长。同时，随着国内外天然气价格的稳步回落，预计公司城燃板块的销气价格和购气成本均有望回落。2024 年由于部分管道管输费的下调，公司长输管道板块的单方收入预计会收到一定影响。综合来看，我们预计 2024-2026 年公司收入增速为 13.9%、15.2%、16.8%。

2) 毛利端：长输管网板块，公司 2024 年毛差受管输费下调影响预计略有下降，2025-2026 年预计维持稳定；城燃板块，随着上游气价的稳步回落，公司毛差有望扩大。综合来看，我们预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 10.1%、10.4%、10.7%。

3) 费用端：我们预计未来随着公司经营规模逐步增加以及管理效率提升，预计未来公司相关费用率呈逐步减少趋势。

我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 69.52 亿元、80.12 亿元、93.55 亿元，增速分别为 13.9%、15.2%、16.8%，净利润分别为 3.75 亿元、4.56 亿元、5.50 亿元，增速分别为 8.9%、21.7%、20.5%，成长性突出。

我们选取燃气公司蓝天燃气（河南省长输管网与城燃一体化燃气公司）、佛燃能源（佛山市城市燃气公司）、陕天然气（陕西省国资下属长输管网与城燃一体化燃气公司）为可比公司进行估值对比，以 2024 年 6 月 28 日收盘价为基准，根据 Wind 归母净利润一致预期，上述公司 2024 年 PE 平均值为 12.23。我们给予公司 2024 年 13xPE，对应 6 个月目标价为 10.14 元，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

表13：可比公司估值

证券代码	公司名称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元) (根据 Wind 一致预期)				PE				
			2022A	2023E	2024E	2025E	PE (TTM)	2022A	2023A	2024E	2025E
605368.SH	蓝天燃气	94.50	6.06	6.54	6.86	7.20	15.49	15.59	14.44	13.78	13.13
002911.SZ	佛燃能源	117.67	8.44	9.46	11.02	12.62	13.89	13.93	12.45	10.68	9.32
002267.SZ	陕天然气	84.07	5.44	/	/	/	13.70	15.45	/	/	/
可比公司平均							14.69	14.76	13.44	12.23	11.23

资料来源：Wind，国投证券研究中心

注：以 2024 年 6 月 28 日收盘价为基准；归母净利润预测根据 Wind 一致预期；陕天然气暂未有一致预期故不计入可比公司平均

## 6. 风险提示

**管线资产运营不及预期：**公司当前管线资产存在运营情况不及预期风险，从而对未来整体发展造成影响。

**管输费波动超预期：**管输费波动存在超预期风险，可能对公司毛利率产生较大影响。

**盈利预测及行业发展预测不及预期：**公司盈利预测模型中有对输售气量、管输费等因素的假设，未来公司实际经营情况存在与预测情形偏差较大可能，从而影响预测精确度。此外报告中含有对于光伏玻璃行业发展预测及天然气需求增量空间测算，存在不及预期可能。

**行业政策落地不及预期：**未来宏观政策及相关行业政策存在超预期可能，从而影响公司所处行业未来发展情况预测精确度。

**下游行业景气不及预期：**公司各产品应用领域涉及众多行业，其整体发展同样受供需关系、政策发展较大影响，存在发展不及预期可能，从而影响报告预测结论准确性。

**转债强赎风险：**在转股期内连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于转股价格的 130%（含 130%），或可转债未转股余额不足 3000 万元的情形下公司可转债存在强赎风险。



## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区杨树浦路 168 号国投大厦 28 层

邮 编： 200082

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034