

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

唐婵玉 电力公用研究助理

邮箱: tangchanyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

马必区块量价齐升，长期产能释放可期

2025年3月29日

事件: 3月28日晚, 公司发布2024年年报, 2024年公司实现营业收入37.77亿元, 同比上升7.40%; 实现净利润12.05亿元, 同比下降15.23%; 实现归母净利润11.85亿元, 同比增长13.12%; 扣非后归母净利润为11.97亿元, 同比增长17.79%; 经营活动产生的现金流量为20.71亿元, 同比增长4.90%, 基本每股收益2.80元。

其中, 2024Q4公司实现营业收入8.12亿元, 同比下降16.89%, 环比下降19.84%; 实现净利润2.98亿元, 同比下降21.37%, 环比上升2.41%; 实现归母净利润3.03亿元, 同比下降18.33%, 环比上升9.39%。销售毛利率69.32%, 同比上升23.71pct; 销售净利率36.64%, 同比下降2.16pct。

点评:

- 2024年公司煤层气开采及销售业务贡献营收29.08亿元, 同比上升21.30%, 占比76.99%; 贡献毛利16.08亿元, 同比上升12.02%, 占比87.32%, 毛利率55.29%。天然气供应业务贡献营收6.45亿元, 同比降低10.46%, 占比17.09%; 贡献毛利1.44亿元, 同比增长56.97%, 占比7.80%, 毛利率22.26%。天然气入户安装业务贡献营收1.75亿元, 同比减少54.71%, 占比4.64%; 贡献毛利0.69亿元, 同比降低50.68%, 占比3.72%, 毛利率39.12%。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: 马必持续放量, 潘庄维持稳产。产量方面, 2024年公司潘庄、马必区块共实现煤层气产量20.05亿方, 同比增长17.66%; 其中2024年潘庄区块实现产量约11.08亿方, 同比减少2.12%; 马必区块产量快速增长, 实现产量约8.97亿方, 同比增长56.82%。销量方面, 2024年公司潘庄、马必区块共实现煤层气销量19.50亿方, 同比增长约20.00%; 其中, 潘庄区块煤层气销量约10.80亿方, 同比减少0.46%, 产销比97.47%; 马必区块煤层气销量约8.70亿方, 同比增长61.11%, 产销比96.99%。此外, 公司于2024年收购的新疆喀什北区块在8-12月实现进口产量1.89亿方。

售价: 马必售价继续提升, 潘庄售价维持稳定。公司生产的煤层气主要以管道气销售为主, 受市场价格波动影响较小。2024年公司潘庄、马必区块全年煤层气平均销售价格2.20元/方, 同比上涨2.33%; 其中潘庄区块煤层气全年实现售价2.08元/方, 同比上涨0.04%; 接入西气东输一线后, 马必区块煤层气售价提升, 2024年马必区块实现售价2.35元/方, 同比增长7.31%。

- 潘庄区块资源优质, 25-28年有望维持稳产; 马必区块中深部煤层气储量丰富, 有望快速上产; 紫金山区块加速勘探, 有望放量; 喀什北第一指定区域稳步增产, 第二指定区丰富油气储量开采空间广阔。以上区块气量释放有望驱动公司业务长期持续稳步增长。1) 潘庄区块为全国最



优质的煤层气区块之一，25-28 年产量有望维持 10 亿方/年左右；2) 马必区块已探明资源量合计 530 多亿方，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。近年来公司加大钻井力度，推动马必区块快速上产，我们预计 25-27 年马必区块产量分别可达到 10/12/14 亿方，中长期气量预期在 20 亿方以上。3) 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，我们预计将于 2025 年开始贡献产量。4) 新疆喀什北区块第一指定地区 2016 年获国家储委会批复天然气探明储量 446.44 亿方，ODP 设计产能 11.1 亿方/年；第二指定地区目前仍处于勘探期，公司初步预计天然气资源量约 2000 亿方、原油资源量约 8000 万吨。我们预计未来几年内第一指定地区产量有望爬坡，第二指定地区丰富的油气储量有望为公司天然气生产业务提供稳定的产能接续，支撑公司长期业绩增长。

- **竞得新疆三塘湖矿区七号勘查区探矿权，进一步夯实上游资源储备。** 2024 年 11 月 20 日，公司发布公告称控股子公司新疆明新油气勘探开发有限公司参与了新疆巴里坤哈萨克自治县三塘湖矿区七号勘查区普查煤炭资源探矿权挂牌出让竞拍，并以人民币约 35.23 亿元竞得探矿权。新疆巴里坤哈萨克自治县三塘湖矿区七号勘查区普查，探矿权面积 109.28 平方公里，煤炭资源量 1000 米以浅估算资源量 20.93 亿吨。该项目主要为长焰煤，属低灰-中灰煤层、高-特高挥发分，以特高热-高热值煤为主，是优良的动力用煤和煤化工用煤。三塘湖煤矿地质条件优越，资源量丰富，是继丹寨页岩气区块后，又一个具有完整权益的地理位置优、资源储量丰富、煤质优异的自有矿权。依托自有煤炭高油气含量的资源禀赋，通过对煤炭立体式的清洁、高效、低碳转化，赋能公司在清洁能源道路上再上新台阶。
- **新疆启动天然气顺价，有望带动公司城燃业务毛差修复。** 2024 年 6 月 12 日，乌鲁木齐市人民政府发布《关于理顺乌鲁木齐市管道天然气销售价格的通知》，将居民用天然气销售价格由 1.37 元/立方米调整为 1.50 元/立方米，将工商业用气销售价格由 2.25 元/立方米调整为 2.50 元/立方米。顺价有望带动公司城燃毛差在 2025 年持续修复，实现盈利改善。
- **盈利预测与投资评级：**新天然气为国内少有的拥有上游丰富、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；新疆喀什北区块丰富油气储量提供产能接续，公司天然气产量有望维持长期高增长。在我国能源转型、天然气行业增储上产以及市场化改革的驱动下，伴随煤层气开采技术的持续进步，公司煤层气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。我们预测公司 2025-2027 年归母净利润分别为 13.71 亿元、15.07 亿元、16.29 亿元，EPS 分别为 3.23/3.56/3.84 元，对应 3 月 28 日收盘价的 PE 分别为 9.27X/8.44X/7.81X，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	3,517	3,777	4,189	4,639	5,023
增长率 YoY %	2.9%	7.4%	10.9%	10.8%	8.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,048	1,185	1,371	1,507	1,629
增长率 YoY%	13.5%	13.1%	15.7%	9.9%	8.1%
毛利率%	47.5%	48.7%	49.9%	49.4%	49.4%
净资产收益率 ROE%	14.3%	14.6%	15.1%	14.9%	14.6%
EPS(摊薄)(元)	2.47	2.80	3.23	3.56	3.84
市盈率 P/E(倍)	12.14	10.73	9.27	8.44	7.81
市净率 P/B(倍)	1.74	1.56	1.40	1.26	1.14

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2025 年 3 月 28 日收盘价

资产负债表		单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	4,729	4,960	6,060	7,271	8,143	
货币资金	2,866	2,608	4,050	4,556	5,785	
应收票据	16	30	21	36	26	
应收账款	589	862	713	764	840	
预付账款	56	87	94	106	114	
存货	29	66	37	0	0	
其他	1,173	1,306	1,144	1,810	1,377	
非流动资产	9,834	13,308	14,014	14,687	15,322	
长期股权投资	782	730	730	730	730	
固定资产（合计）	525	665	704	733	748	
无形资产	52	53	53	53	53	
其他	8,475	11,861	12,528	13,171	13,791	
资产总计	14,563	18,268	20,074	21,958	23,464	
流动负债	3,053	3,398	3,598	3,902	3,744	
短期借款	50	70	70	70	70	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	1,770	1,555	1,706	1,942	1,729	
其他	1,233	1,773	1,822	1,890	1,944	
非流动负债	3,611	4,426	5,046	5,546	6,046	
长期借款	2,723	3,241	3,841	4,341	4,841	
其他	889	1,185	1,205	1,205	1,205	
负债合计	6,665	7,824	8,644	9,448	9,790	
少数股东权益	572	2,301	2,358	2,421	2,489	
归属母公司股东权益	7,326	8,143	9,072	10,089	11,186	
负债和股东权益	14,563	18,268	20,074	21,958	23,464	

重要财务指标	单位: 百万元				
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,517	3,777	4,189	4,639	5,023
同比(%)	2.9%	7.4%	10.9%	10.8%	8.3%
归属母公司净利润	1,048	1,185	1,371	1,507	1,629
同比(%)	13.5%	13.1%	15.7%	9.9%	8.1%
毛利率(%)	47.5%	48.7%	49.9%	49.4%	49.4%
ROE(%)	14.3%	14.6%	15.1%	14.9%	14.6%
EPS（摊薄）（元）	2.47	2.80	3.23	3.56	3.84
P/E	12.14	10.73	9.27	8.44	7.81
P/B	1.74	1.56	1.40	1.26	1.14
EV/EBITDA	5.48	5.17	4.37	4.07	3.62

利润表	单位: 百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,517	3,777	4,189	4,639	5,023
营业成本	1,848	1,936	2,097	2,345	2,542
营业税金及附加	10	16	18	20	21
销售费用	28	38	50	65	80
管理费用	210	292	335	371	402
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-2	140	116	121	135
减值损失合计	0	1	0	0	0
投资净收益	22	-4	17	28	40
其他	393	331	407	454	495
营业利润	1,837	1,683	1,997	2,199	2,378
营业外收支	5	4	4	0	0
利润总额	1,842	1,687	2,001	2,199	2,378
所得税	421	483	573	629	680
净利润	1,421	1,205	1,428	1,570	1,697
少数股东损益	373	19	57	63	68
归属母公司净利润	1,048	1,185	1,371	1,507	1,629
EBITDA	2,499	2,863	3,177	3,408	3,626
EPS（当年）（元）	2.47	2.80	3.23	3.56	3.84

现金流量表			单位: 百万元		
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,974	2,071	3,109	2,356	3,130
净利润	1,421	1,205	1,428	1,570	1,697
折旧摊销	690	1,016	1,008	1,042	1,079
财务费用	166	182	147	170	190
投资损失	-22	4	-17	-28	-40
营运资金变动	-529	-570	508	-437	165
其它	248	234	34	39	39
投资活动现金流	-1,476	-2,937	-1,697	-1,691	-1,679
资本支出	-1,311	-2,150	-1,708	-1,712	-1,713
长期投资	-469	-800	-6	-6	-6
其他	304	12	17	28	40
筹资活动现金流	-827	557	-7	-197	-260
吸收投资	4	465	0	0	0
借款	1,524	538	600	500	500
支付利息或股息	-387	-536	-627	-697	-760
现金净增加额	-254	-307	1,442	505	1,229

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、下属煤矿副矿长，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、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望 2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

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。

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，从事公用环保行业研究。

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，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1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本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

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。