

## 潘庄 LNG 销售业务有望贡献业绩弹性，UCG 项目奠定远期成长

### 核心观点

公司 2025 年归母净利润同比减少 31.92%，业绩下滑的主要原因系当期大幅计提喀什北资产减值准备等阶段性因素。2026 年一季度公司归母净利润同比下降 65.9%。下滑主要系补贴时点差异、退税政策变化及财务费用同比影响约 2 亿元。展望 2026 年，公司潘庄产销中 LNG 销售业务占比约一半，在 LNG 当前价格高位的情况下有望贡献业绩弹性，中远期看好公司 UCG 项目和三塘湖煤矿开发及下游延申，开启新成长曲线。

### 事件

公司发布 2025 年年度报告及 2026 年一季报。2025FY 公司实现营业收入 39.24 亿元，同比增长 3.89%；归母净利润 8.07 亿元，同比减少 31.92%；2026Q1 实现营业收入 9.13 亿元，同比下降 14.20%；归母净利润为 1.45 亿元，同比下降 61.55%；扣非归母净利润 1.47 亿元，同比下降 58.96%。

### 简评

**2025FY：产销量稳健增长，资产减值拖累业绩表现。**1) 产销量层面：2025 年，公司实现并表范围内全口径天然气总产量约 24.13 亿立方米，较去年同期约 21.94 亿立方米，同比+9.98%。其中马必/潘庄/喀什北区块分别产量为 9.51/10.50/4.13 亿方，同比+9.31%/-5.23%/+118.52%；2) 价格层面，公司马必/潘庄分别实现每立方米煤层气平均销售价格 2.30 元/2.09 元，同比基本保持稳定；3) 2025FY 计提资产减值准备同比大幅增加（2024FY 同期计提资产+信用减值损失仅-0.49 亿元），主要涉及喀什北油气资产计提 3.5 亿元，主要是喀什北阿克莫木气田（第一指定区持股为 29.84%）因产量下降，销售价格较低，优化增产方案暂未批复等原因导致资产评估价值较低；应收款计提约 1.1 亿元，主要涉及应收山西通豫的款项约 0.6 亿元和应收政府工程结算款项约 0.4 亿元；4) 分红层面：2025 年度，在合并财务报表层面实现的利润，以及可供分配利润充足的情况下，因单体财务报表未分配利润为负，无法如期进行年度现金分红。

## 新天然气 (603393.SH)

维持

买入

杨晖

yanghuil@csc.com.cn

SAC 编号:S1440525120006

陈俊新

chenjunxin@csc.com.cn

SAC 编号:S1440526030009

发布日期：2026 年 05 月 11 日

当前股价：30.19 元

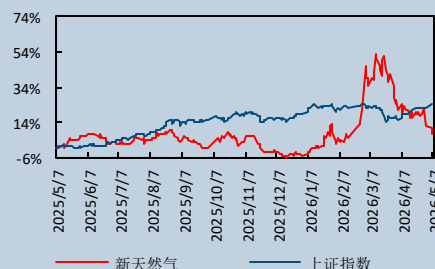
目标价格 43.80 元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	-10.76/-18.49	3.82/1.00	8.48/-17.57
12 月最高/最低价 (元)			42.81/26.42
总股本 (万股)			42,392.13
流通 A 股 (万股)			42,322.13
总市值 (亿元)			127.98
流通市值 (亿元)			127.77
近 3 月日均成交量 (万)			1844.68
主要股东			
明再远			41.07%

### 股价表现



**2026Q1：净利润受补贴和退税及财务费用同比影响约 2 亿元。** 1) 国家专项补贴：上年同期潘庄较早的收到国家专项补贴 1.1 亿元而本期尚未收到；2) 上年同期潘庄和马必的增值税退税 6800 万元，而本期未发生，原因是自 2025 年 11 月 1 日起，国家对煤层气增值税“先征后返”的政策已取消；3) 营业外收入同比减少 0.28 亿元，主要是去年同期潘庄收到邻近煤矿补偿 2400 万，全资子公司新合收到外商奖补资金 300 万，本期未发生；4) 财务费用同比上涨约 0.2 亿元。

**LNG 销售业务贡献业绩弹性，UCG 项目及三塘湖煤矿奠定远期成长。** 马必区块主要是管道气销售，影响相对滞后，目前价格尚未有显著提高；但潘庄区块约一半销往周边 LNG 工厂，根据 Wind 数据，中国山西 LNG 出厂价格指数 2026 年 Q2 已环比 Q1 增长 1361 元/吨。中长期看：1) 公司在甘肃庆阳部署深部煤制气项目，目前已完成六个煤炭地下气化区块的竞拍工作，取得合计探矿权面积 462 平方公里，预测资源储量约 42 亿吨，根据初步预测数据显示，深部煤制气较传统煤制气总投资金额下降 30%-40%，单方气成本较常规煤制气成本低 20% 以上；2) 公司持续推进开发三塘湖矿区七号煤炭，其资源预估可采量 18.6 亿吨，已于 2025 年 2 月 18 日正式取得探矿权证，助力公司远期成长。

**投资建议：**我们预计 2026-2028 年公司实现归母净利润 12.4、15.3、16.3 亿元，对应 PE 分别为 10.4x、8.4x、7.9x。考虑到公司 UCG 项目以及新疆煤炭资源开发有望贡献中长期成长性，给予 2026 年 15xPE，目标价 43.8，给予“买入”评级。

**表 1:重要财务指标**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	3,776.75	3,923.70	4,368.70	4,679.95	4,926.87
YoY(%)	7.40	3.89	11.34	7.12	5.28
净利润(百万元)	1,185.22	806.88	1,236.65	1,530.77	1,626.29
YoY(%)	13.12	-31.92	53.26	23.78	6.24
毛利率(%)	48.75	41.95	43.87	43.41	43.44
销售净利率(%)	31.38	20.56	28.31	32.71	33.01
ROE(%)	14.55	8.80	12.06	13.20	12.48
EPS(摊薄/元)	2.80	1.90	2.92	3.61	3.84
P/E(倍)	10.80	15.86	10.35	8.36	7.87
P/B(倍)	1.57	1.40	1.25	1.10	0.98

资料来源：iFinD，中信建投证券

## 风险分析

### 1. 行业周期性风险

油气、煤炭行业是国民经济运行的基础性行业，其市场需求与国家宏观经济发展密切相关，在经济出现下滑时，能源的需求和价格往往同步下跌。因此，宏观经济的波动和不景气会对公司的盈利能力、流动资金及财务状况造成不利影响。

### 2. 储量不确定性风险

根据行业特点及国际惯例，公司会计处理上所采纳的天然气储量数据建立在相关地质条件、钻井记录、勘探和生产数据等若干假设的基础上，会受到各种不可控因素的影响，并可能随着时间的推移而出现调整，进而影响公司天然气资产的折旧，假如未来储量估计减少，将会对公司的利润造成不利影响。

### 3. 政府补助政策变化风险

国家对煤层气开发项目的政策扶持或者政策约束会影响煤层气开发的经济效益。政府补助方面：国家出台的非常规天然气补贴政策，按照“多增多补”“冬增冬补”原则，改变非常规天然气开发利用定额补贴方式，在国家奖补总额和奖补气量无法准确预计的情况下，公司实际享受补贴的额度存在一定的不确定性。

## 分析师介绍

陈俊新

陈俊新 中信建投研究部石化能源及化工团队分析师。

清华大学化工学士及硕士，2026 年加入中信建投证券石化能源及化工团队，主要负责聚氨酯/现代煤化工/新疆研究/民爆/石化等板块，新材料主要负责膜材料/半导体材料方向。

杨晖

杨晖 中信建投研究部石油化工&基础化工首席分析师

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业经验，9 年化工行业研究经验。曾任职于西部证券、华创证券研究所。2024 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名，2025 年获得证券时报&新财富最佳分析师化工行业第四名。

**评级说明**

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

**分析师声明**

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**法律主体说明**

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

**一般性声明**

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

**中信建投证券研究发展部**

北京  
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层  
 电话:(8610) 56135088  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

**中信建投(国际)**

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk