

新奥股份 (600803)

证券研究报告

2022年04月07日

民营燃气企业龙头，开启全新估值定价

新奥股份从 2019 年启动收购新奥能源的股权，资本市场对它的理解和定义也从这个时点开启了全新的变化。在资产重组的时间里，事件驱动股价上涨。在重组完成之后，市场需要对公司价值更加准确的理解和定价。我们本篇报告在基本面研究之上，尝试深入探讨估值定价。

新奥股份：天然气全产业链运营商

新奥股份是新奥集团清洁能源产业链的重要组成部分，2020 年收购新奥能源 32.8% 的股权完成资产重组，实现天然气产业链上下游一体化，是中国目前规模最大的民营能源企业之一。2021 年公司实现营业收入 1159.2 亿元，归母净利润 41.02 亿元。

上游资源池：低成本、多元化的气源供应渠道。国内气源方面，公司持续深化与三大油的合作，与中石油等国内油气资源商签署共计 24 个长期供气协议，覆盖各年度气量总规模约为 362 亿立方米；国际气源方面，2016 年新奥能源陆续与海外油气资源商签署了 LNG 进口长约，合约总量约 144 万吨。在完成重大资产重组后，公司加速拓展海外气源渠道，于 2021 年 10 月-2022 年 4 月分别签订四份 LNG 进口长约，目前在手合约总量约 714 万吨，进一步加强了国际资源获取能力。

中游储运池：收购新奥舟山贯通燃气全产业链。新奥舟山是国内首个由民营企业运营的大型 LNG 接收站。一、二期工程合计实际处理能力为 800 万吨/年，三期项目建成后年处理能力将扩大到 1000 万吨。2021 年 10 月，公司公告将收购新奥舟山 90% 股权，有助于加强天然气产业链上中下游协同效应。

下游需求池：新奥能源为城燃核心资产。天然气销售业务兼具确定性与成长性：截止 2021 年末，公司城燃项目数量增加至 252 个，覆盖接驳人口 1.24 亿。2011-2021 年，天然气零售量产从 48 亿方增至 252.69 亿方，复合增速为 18.1%。此外，公司直销气量增长迅速，2021 年全年实现 41.2 亿方销量，为 2020 年的 3.4 倍。受益于行业整合加速，公司项目扩张节奏加快，叠加存量项目气化率提升，助力公司通过增值业务挖掘客户资源潜在价值。**公司积极向综合能源服务商转型：**2021 年累计投运的综合能源项目数量增至 150 个；综合能源销量增至 190.65 亿千瓦时。2015-2021 年营收复合增速高达 113.2%，综合能源业务处于高速发展通道。

投资建议：预计公司 2022-2024 年实现净利润 54.2、60.3 和 66.8 亿元，对应 PE 为 9.46/8.50/7.67 倍，基于分部估值法，不考虑接收站注入影响，我们给予新奥股份 2022 年目标价 24.83 元。维持“买入”评级。

风险提示：上游气源价格未明显回落、政策端超预期利空、行业整合节奏不及预期、公司综合能源业务扩张不及预期、天然气市场化改革的风险以及安全经营的风险等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	88,098.77	116,030.99	138,561.42	156,743.77	176,656.86
增长率(%)	550.46	31.71	19.42	13.12	12.70
EBITDA(百万元)	14,355.26	18,839.71	21,596.06	23,758.18	25,813.21
净利润(百万元)	2,106.96	4,101.65	5,419.84	6,033.12	6,682.36
增长率(%)	74.90	94.67	32.14	11.32	10.76
EPS(元/股)	0.74	1.44	1.90	2.12	2.35
市盈率(P/E)	24.34	12.50	9.46	8.50	7.67
市净率(P/B)	6.31	3.46	2.74	2.21	1.82
市销率(P/S)	0.58	0.44	0.37	0.33	0.29
EV/EBITDA	5.12	4.94	4.15	3.28	2.60

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/燃气 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	18.6 元
目标价格	24.83 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,845.85
流通 A 股股本(百万股)	1,432.30
A 股总市值(百万元)	52,932.88
流通 A 股市值(百万元)	26,640.78
每股净资产(元)	5.21
资产负债率(%)	63.91
一年内最高/最低(元)	22.81/13.76

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《新奥股份-年报点评报告:城燃核心资产韧劲足，业绩高增 94.7%》 2022-03-19
- 《新奥股份-季报点评:前三季度业绩高增 156%，舟山接收站为战略支点》 2021-10-29
- 《新奥股份-半年报点评:2021H1 点评:碳中和煤改气拉动工商气量高增，业绩超预期》 2021-08-24

内容目录

1. 新奥股份：天然气全产业链运营龙头	5
1.1. 不断拓展能源业务，实现天然气全产业链一体化.....	5
1.2. 股权结构较为集中.....	5
1.3. 资产重组拓宽业务范围，业绩大幅提高.....	6
2. 上游资源池：低成本、多元化的气源供应渠道	7
2.1. 国内外双气源渠道，气源供应稳定.....	7
2.2. 聚焦非常规天然气，实现自产自销.....	8
2.3. 多种类能源布局增厚业绩.....	9
2.3.1. 积极布局氢能全产业链，技术储备丰富.....	9
2.3.2. 煤炭及能源化工业务：贡献稳定业绩增量.....	11
3. 中游储运池：收购新奥舟山贯通燃气全产业链	12
3.1. 供需缺口拉大带动 LNG 进口需求持续增长.....	12
3.2. 国内 LNG 接收站资源具有稀缺性.....	13
3.3. 舟山接收站资产注入，上中下游协同效应增强.....	14
4. 下游需求池：新奥能源为城燃核心资产	16
4.1. 我国天然气需求存在较大增量空间.....	16
4.1.1. 回溯历史，我国天然气消费增速达到 12.4%.....	16
4.1.2. 展望未来，能源结构转型下天然气需求增量空间可观.....	17
4.2. 天然气销售业务：打造全国性城燃版图.....	19
4.2.1. 天然气零售：兼具确定性和成长性.....	19
4.2.2. 直销业务增长迅速，上中下游协同效应优势明显.....	25
4.3. 综合能源业务：打造全新发展动能.....	27
5. 盈利预测与估值	29
5.1. 盈利预测.....	29
5.2. 估值.....	30
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	5
图 2：资产重组过程.....	6
图 3：公司现有股权结构（截至 2022 年 3 月 18 日）.....	6
图 4：2019 年公司主营业务收入构成.....	6
图 5：2021 年公司主营业务收入构成（按行业）.....	6
图 6：2019 年公司毛利构成.....	6
图 7：2021 年公司毛利构成（按行业）.....	6
图 8：2018-2021 年营业收入及增速变化（单位：亿元）.....	7
图 9：2018-2021 年归母净利润及增速变化（单位：亿元）.....	7

图 10: 2018-2021 年公司毛利率及净利率变化.....	7
图 11: 2017-2019 年燃气采购量及结构 (单位: 亿立方米)	8
图 12: 2017-2019 年气源采购成本 (单位: 元/立方米)	8
图 13: 中国主要能源地理分布情况.....	9
图 14: 2016-2021 年 10 月我国煤层气产量及占比.....	9
图 15: 2012-2020 中国氢气产量及同比增速 (单位: 万吨)	10
图 16: 我国制氢技术占比结构.....	10
图 17: 中国氢气供给结构预测.....	10
图 18: 2016-2021 年煤炭产量及销量 (单位: 万吨)	11
图 19: 煤炭板块营业收入及增速 (单位: 百万元)	11
图 20: 秦皇岛 Q5500 平仓价 (元/吨)	12
图 21: 2016-2021 年甲醇产量及销量 (单位: 万吨)	12
图 22: 甲醇营业收入及增速 (单位: 亿元)	12
图 23: 2011-2021 年我国天然气供需情况 (单位: 亿立方米)	13
图 24: 2011-2021.11 月我国天然气进口情况 (单位: 亿立方米)	13
图 25: 2011-2020 年我国 LNG 进口情况 (单位: 十亿立方米)	13
图 26: 2020 年部分国家及地区 LNG 进口结构 (单位: 十亿立方米)	13
图 27: 2014-2021H1 中国 LNG 接收站数量规模 (单位: 座)	14
图 28: 接收站运营主体结构 (截至 2021 年 6 月末)	14
图 29: 舟山接收站.....	15
图 30: 舟山接收站营收状况 (单位: 万元)	16
图 31: 接收站资产净利率.....	16
图 32: 天然气年度表观消费量 (单位: 亿立方米)	17
图 33: 我国城镇化进程.....	17
图 34: 天然气消费占比 (%)	17
图 35: 1980 年以来我国能源消费结构变迁.....	18
图 36: 2020 年全世界及部分国家能源消费结构.....	18
图 37: 2016-2021 年各类电源装机增速 (%)	18
图 38: 2021 年全国电源出力占比 (%)	18
图 39: 天然气相抵煤炭和石油、碳排放水平更低.....	19
图 40: 天然气发电装机“十四五”预计快速增长.....	19
图 41: 我国城镇化率水平与发达国家相比差距较大 (%)	19
图 42: 公司城燃项目布局及项目最多的前三省/市演化.....	20
图 43: 新奥能源天然气零售气销量 (单位: 亿方)	20
图 44: 新奥能源城燃项目数量变化.....	20
图 45: 天然气零售量与全国表观消费量平均值回归.....	20
图 46: 全国城燃企业 2020 天然气零售量 (单位: 千立方米)	21
图 47: 市占率情况(%).....	21
图 48: 公司对不同用户天然气零售量 (单位: 亿方)	21
图 49: 零售气用户结构.....	21
图 50: 新奥能源零售气营收 (单位: 百万元)	21

图 51: 2015-2020 年新奥能源毛差情况 (单位: 元/方)	22
图 52: 2021 年几大核心城燃企业毛差情况 (单位: 元/方)	22
图 53: 2019 年全国 GDP 前十省份天然气消费量占比	22
图 54: 每年净新增项目数量 (个)	23
图 55: 公司新增项目地域分布	24
图 56: 部分省市 2009 与 2013 年项目数量增长情况 (单位: 个)	24
图 57: 公司燃气项目气化率逐步抬升	24
图 58: 民生用户数量及日设计供气量同比变化 (%)	25
图 59: 接驳业务收入及毛利情况 (单位: 亿元)	25
图 60: 增值业务营业收入及毛利率 (单位: 百万元)	25
图 61: 增值业务渗透率提升空间较大	25
图 62: 公司直销气量变化 (单位: 亿立方米)	26
图 63: 公司直销气毛利变化 (单位: 元/方)	26
图 64: 近一年内 JKM 与 Henry Hub 价差 (单位: 美元/百万英热)	27
图 65: 综合能源销量以及项目数量 (单位: 亿千瓦时, 个)	28
图 66: 2021 年综合能源销量结构 (%)	28
图 67: 2021 年部分公司综合能源销量规模比较 (单位: 亿千瓦时)	28
图 68: 综合能源业务高速增长 (单位: 亿元)	29
图 69: 综合能源业务营收及毛利占比	29
表 1: 公司海外长协汇总	8
表 2: 山西省煤层气资源分布	9
表 3: 公司制氢技术突破	11
表 4: 公司氢能 EPC 项目	11
表 5: 2021-2022 年部分预计投产项目	14
表 6: 舟山接收站 LNG 处理量	15
表 7: 部分省市污染防治相关政策	23
表 8: 广东、浙江天然气大用户直供政策梳理	25
表 9: 公司部分综合能源项目信息	27
表 10: 公司核心经营数据预测表	29
表 11: 公司业务拆分表 (单位: 亿元)	30
表 12: 天然气相关业务可比估值表	30
表 13: 综合能源业务可比估值表	31
表 14: 煤炭及能源化工业务可比估值表	31

1. 新奥股份：天然气全产业链运营龙头

新奥股份是新奥集团清洁能源产业链的重要组成部分，核心业务涵盖分销、贸易、储运、生产、工程在内的天然气产业全场景，是中国目前规模最大的民营能源企业之一，致力成为“天然气产业智能生态运营商”。

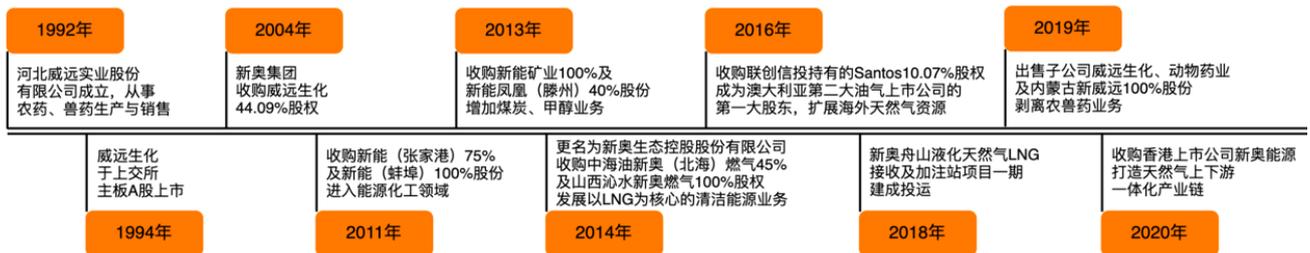
1.1. 不断拓展能源业务，实现天然气全产业链一体化

新奥股份前身为河北威远实业股份有限公司，主要从事农兽药的生产与销售，1994 年于上交所主板上市。2004 年，新奥集团收购威远实业 44.09%的股权，实现借壳上市。

能源领域持续发力，通过并购积极扩展业务范围。2011 年公司开始布局能源化工领域，收购新能（张家港）75%和新能（蚌埠）100%股权，新增二甲醚业务；2013 年收购新能矿业 100%及新能凤凰（滕州）40%的股份，新增煤炭及甲醇业务。2014 年更名为新奥生态控股股份有限公司后，开始进军以 LNG 为核心的清洁能源业务，收购中海油新奥（北海）燃气 45%股权和山西沁水新奥燃气 100%股权；2015 年收购新地能源工程技术有限公司，扩展天然气设备和技术工程服务业务；2016 年收购 Santos10.07%的股权，成为澳大利亚第二大油气上市公司的第一大股东。2020 年由于收购新奥能源 32.8%股权的原因，以资产置换的形式将持有的 Santos 股权置出。

聚焦天然气产业链上下游一体化发展。2019 年公司剥离农兽药业务并于 2020 年收购香港上市公司新奥能源（2688.HK）合计 32.80%的股权。新奥股份聚焦天然气产业链上游，业务涵盖天然气生产与销售及能源工程等，而新奥能源的主要业务覆盖投资建设，经营管理燃气管道基础设施，车船用加气站及泛能站，销售与分销管道燃气、LNG 等多品类能源以及能源贸易等下游业务。公司通过收购新奥能源实现天然气产业链上下游一体化，定位从“聚焦上游资源获取的天然气上游供应商”进一步延伸为“创新型的清洁能源上下游一体化领先企业”。

图 1：公司历史沿革

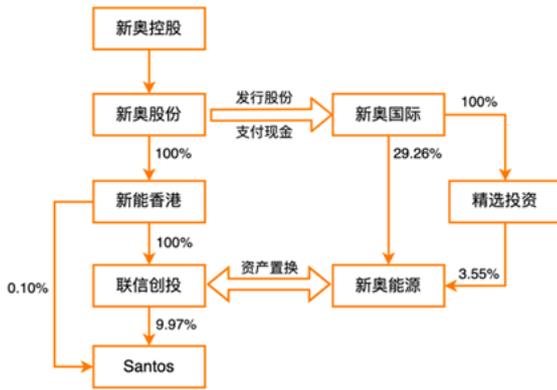


资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.2. 股权结构较为集中

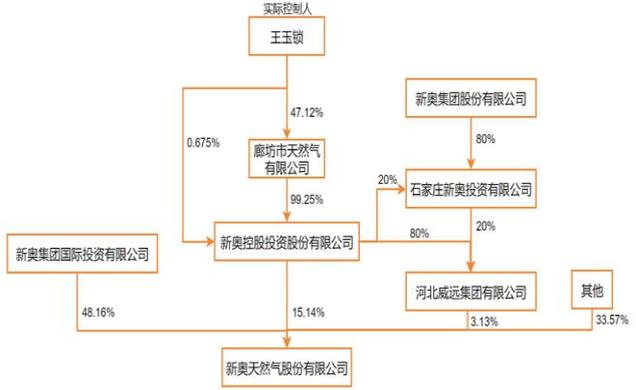
收购新奥能源前，公司的控股股东为新奥控股，持股比例 33.04%。王玉锁先生控制新奥控股 99.925%的股权，同时直接控制新奥股份 0.16%的股权，为公司的实际控制人；**收购新奥能源完成资产重组后**，公司的控股股东变更为新奥国际，王玉锁夫妇持有其 100%的股权。截至 2021 年年末，新奥国际直接控制公司 48.16%的股份，新奥控股的持股比例为 15.14%。王玉锁先生仍为公司的实际控制人。

图 2：资产重组过程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司现有股权结构（截至 2022 年 3 月 18 日）

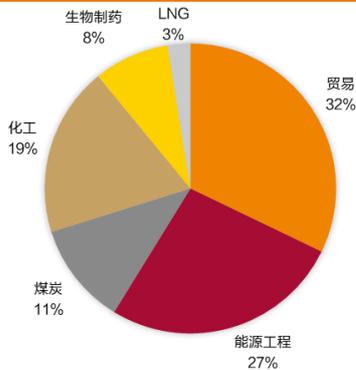


资料来源：wind，天风证券研究所

1.3. 资产重组拓宽业务范围，业绩大幅提高

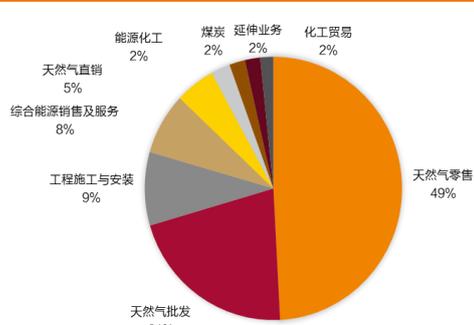
资产重组前后，公司业务范围与营收、毛利结构均有较大变化。从业务范围看变化，资产重组前，公司的主要业务涵盖液化天然气的生产/销售和投资，能源技术工程服务，甲醇等能源化工产品的生产销售与贸易以及煤炭业务；资产重组后，公司纳入了新奥能源主营的天然气零售、批发业务、综合能源业务、工程安装业务和燃气具销售等其他增值业务，主营业务范畴得到拓展。截至 2021 年末，新奥能源拥有城市燃气项目数量 252 个，可供接驳城区人口数量为 1.24 亿。**从营业收入结构看变化**，2019 年能源工程及贸易行业占公司营收比例为 59%；2021 年天然气零售业务为公司主营收入贡献了接近一半的比例，约占 49%，其次是天然气批发业务，收入占比为 21.3%。**从毛利结构看变化**，2019 年能源工程及贸易行业贡献了公司整体毛利的 71%；2021 年公司天然气零售的毛利占比约为 38%，其次是工程施工与安装业务，毛利占比约为 28%。

图 4：2019 年公司主营业务收入构成



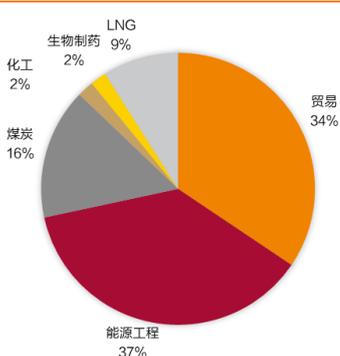
资料来源：wind、公司 2019 年年报，天风证券研究所

图 5：2021 年公司主营业务收入构成（按行业）



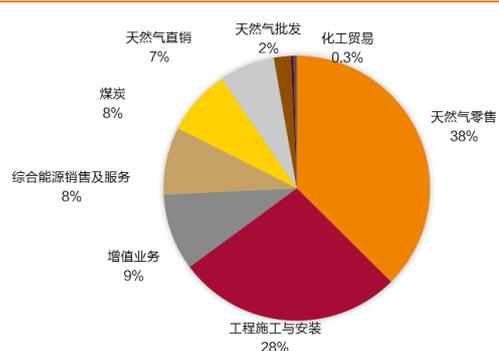
资料来源：wind、公司 2021 年年报，天风证券研究所

图 6：2019 年公司毛利构成



资料来源：wind、公司 2019 年年报，天风证券研究所

图 7：2021 年公司毛利构成（按行业）



资料来源：wind、公司 2021 年年报，天风证券研究所

天然气零售业务带动公司业绩大幅增长。营业收入方面，2018年-2021年，公司分别实现营收136.32、886.52、880.99和1160.31亿元（2019年数据进行了纳入新奥能源营收的调整）。资产重组后，公司营收大规模提升，2019年调整后的营业收入较2018年同比增长550.3%。归母净利润总体也呈上升趋势，2018年-2021年分别实现归母净利润13.21、29.06、21.07和41.02亿元（2019年数据进行了纳入新奥能源营收的调整）。资产重组后，2019年归母净利润相较2018年同比增长119.95%。2021年在天然气业务量价齐升以及综合能源业务快速增长的带动下，公司全年营收实现1159.2亿元，同比增长31.58%；在天然气直销和煤炭业务快速增长的带动下，全年实现业绩41.02亿元，同比增长94.69%。

图 8：2018-2021 年营业收入及增速变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，公司2020年报，天风证券研究所

图 9：2018-2021 年归母净利润及增速变化（单位：亿元）



资料来源：WIND，公司2020年报，天风证券研究所

公司盈利水平稳定，2021年净利率微升。近三年公司毛利率波动不大，在上游气价上涨的背景下，2021年全年毛利率为16.74%，相较于2020年下降1.78个百分点；净利率稳中有增，2021年全年净利率为9.08%，较2020年提升0.19个百分点。

图 10：2018-2021 年公司毛利率及净利率变化



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 上游资源池：低成本、多元化的气源供应渠道

2.1. 国内外双气源渠道，气源供应稳定

公司拥有多样化气源供应渠道，主要分国内和国际两大来源。国内气源方面，新奥能源与中石油、中石化、中海油等上游供应商建立了长期的合作关系，签订了包括西气东输、陕京线等管道运输线的购气合同。此外，还通过签订照付不议、照供不误的长期供气协议锁定气源资源。自2003年起，新奥能源及下属企业与中石油、中石化、中海油等公司陆续签署了共计24个长期供气协议，长期供气协议的期限为2年至27年不等，协议所覆盖各

年度气量总规模约为 362 亿立方米。**国际气源方面**，2016 年新奥能源子公司新奥贸易陆续与国际气源商签署了 LNG 进口长约，合约总量约 144 万吨。其中与道达尔、锐进、雪弗龙签订的三个液化天然气进口长约于 2018 年下半年开始陆续启动，气源供应更加多元化，提高了公司气源供应的稳定性。采购合约价格同国际油价挂钩为主，另有小部分与美国亨利港天然气价格挂钩。

在 2020 年完成重大资产重组后，公司继续加速海外气源渠道的拓展，分别于 2021 年 10 月到 2022 年 4 月期间完成四笔 LNG 长协的签订，除与诺瓦泰克的长约外其他三笔采购价格均与亨利中心（Henry Hub）基准价挂钩。2021 年 10 月公司与切尼尔能源签署了每年 90 万吨，为期 13 年的 LNG 购销协议；2022 年 1 月公司与俄罗斯诺瓦泰克公司签署了为期 11 年，每年约 60 万吨的 LNG 长期购销协议；2022 年 3 月，新奥股份与新奥能源分别与美国 ET LNG 签署为期 20 年，每年供应量在 180 万吨和 90 万吨的 LNG 长期购销协议；2022 年 4 月，新奥股份子公司 ENN LNG 与 NextDecade 子公司 Rio Grande LNG 签署为期 20 年，每年供应量 150 万吨的 LNG 长约。除长协资源外，公司也会结合实际情况和天然气市场价格，采购海外 LNG 现货资源进行补充。

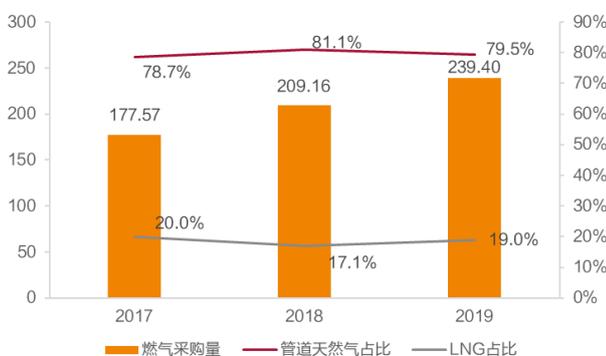
表 1：公司海外长协汇总

年份	交易对家	供应量（万吨）	供应周期
2016	Chevron	65	10
2016	OriginEnergy	28	5
2016	Total	50	10
2021	Cheniere Energy	90	13
2022	诺瓦泰克	60	11
2022	ET LNG	270	20
2022	NextDecade	150	20

资料来源：能化大数据，新奥股份官方公众号，天风证券研究所

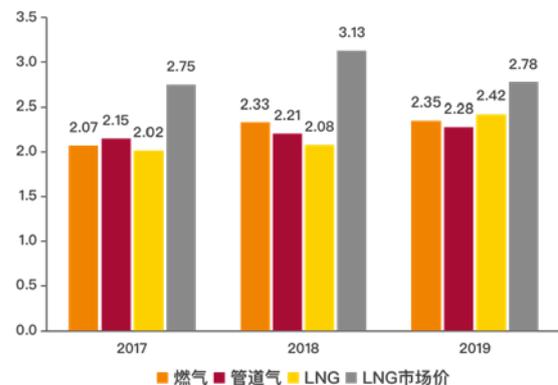
燃气采购量稳步增长，采购均价小幅上行。从总采购量上来看，2017-2019 年新奥能源燃气采购量从 177.57 亿方增至 239.4 亿方，其中管道天然气采购量的占比稳定在 80%左右，LNG 采购量的占比在 20%上下。**从采购成本上看**，2017-2019 年燃气综合采购均价小幅上行，从 2017 年的 2.07 元/方升至 2019 年的 2.35 元/方，其中管道气和 LNG 的采购均价也呈现相同上涨趋势，但均低于同年 LNG 的市场价格。在天然气供应相对紧张的采暖季，新奥能源的 LNG 进口长约实际采购价格与同期采暖季国内 LNG 的市场价格及与上游供应商购买的合同之外的管道气量相比低 5%-10%，具有一定的经济性。

图 11：2017-2019 年燃气采购量及结构（单位：亿立方米）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 12：2017-2019 年气源采购成本（单位：元/立方米）



资料来源：wind、公司公告、天风证券研究所

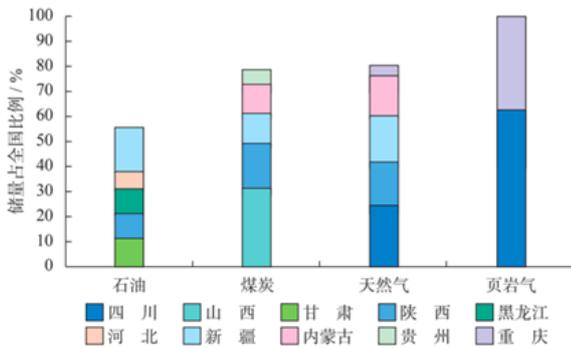
2.2. 聚焦非常规天然气，实现自产自销

非常规天然气可作为燃气资源的重要补充。非常规天然气包括煤层气、页岩气等。我国页岩气资源主要分布在四川盆地、鄂尔多斯盆地及中一下扬子地区；煤层气资源主要集中在东部的沁水盆地、二连盆地、海拉尔盆地，中部的鄂尔多斯盆地，西部的准噶尔盆地、塔

里木盆地等。

我国非常规天然气发展迅速，产量持续增长。据中国能源统计年鉴数据，2016-2020 年我国煤层气产量稳步提升，2020 年煤层气产量达 102.3 亿立方米，占天然气总产量比例为 5.42%。在先进技术和积极政策的支持下，我国非常规油气发展将进入加速阶段。据中石油经济技术研究院预测，预计 2030 年非常规天然气产量将占到天然气总产量的一半左右。

图 13：中国主要能源地理分布情况



资料来源：2021 年《中国矿产资源报告》、天风证券研究所

图 14：2016-2021 年 10 月我国煤层气产量及占比



资料来源：国家统计局、天风证券研究所

注：天然气产量统计口径包括煤层气。2021 年数据仅包含前 10 个月。

现有液化天然气业务是气源的有效补充。公司拥有山西沁水 LNG 液化厂及重庆龙冉 LNG 液化厂两大天然气生产工厂，合计产能为 30 万吨/年。

煤层气方面，山西省煤层气资源丰富，省内共有包括沁水在内的六座煤田，除大同煤田几乎不含煤层气外，其他煤田均拥有丰富的煤层气资源。沁水新奥拥有两套利用煤层气生产液化天然气的装置，其中一期工程处理能力为 15 万标准方/天，二期工程处理能力为 25 万标准方/天。

表 2：山西省煤层气资源分布

煤田	<1500m		1500-2000m		合计	
	面积(km ²)	资源量(亿 m ³)	面积(km ²)	资源量(亿 m ³)	面积(km ²)	资源量(亿 m ³)
沁水	15557.5	34636.91	6927.5	22486.56	22485.0	57123.47
河东	10090.0	30870.38	2802.5	9135.94	12892.5	40006.32
宁武	957.5	2445.74	300.0	1304.31	1257.5	3750.05
霍西	910.0	585.76	162.5	118.34	1072.5	704.10
西山	1304.3	2368.58	-	-	1304.3	2368.58
大同	-	-	-	-	-	-
合计	28819.3	70907.35	10192.5	33045.15	39011.8	103952.50

资料来源：龚杰立《山西省煤层气资源分布特点及控气因素》，天风证券研究所

页岩气方面，公司与重庆涪陵能源实业集团有限公司共同经营重庆龙冉天然气液化厂。涪陵页岩气田位于四川盆地，是我国最大的页岩气生产基地，截至 2015 年累计探明储量为 3805.98 × 10⁸ m³，可采储量达 951.50 × 10⁸ m³。重庆龙冉液化厂以当地充足的页岩气资源为基础生产 LNG，可实现年产 22 万吨。

新奥能源曾是沁水新奥的销售方，但由于关联交易问题将面向新奥能源的销售比例降至零。在新奥能源并表后，沁水新奥与新奥能源之间的关联交易的问题得到解决。目前国内天然气对外依存度较高，同时冬季保供导致下游分销商有较强的调峰需求，尽管公司自主生产的液化天然气总量占新奥能源采购量较小，但依然能成为新奥能源气源的一个重要补充。

2.3. 多种类能源布局增厚业绩

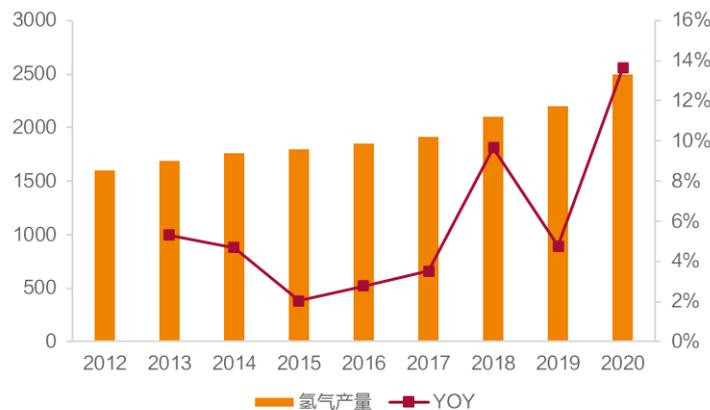
2.3.1. 积极布局氢能全产业链，技术储备丰富

氢能作为一种重要的绿色清洁能源，具有零排放、高能利用率、高可靠性以及利于远程控制等优点。2019 年氢能首次写入政府工作报告，在保障国家能源安全、改善大气环境质量、推进能源产业升级等方面具有重要意义。据 2019 版《中国氢能源及燃料电池产业白皮书》测算，到 2030 年我国的氢气需求量将达到 3500 万吨，终端能源体系占比在 5%左右；到 2050 年氢气需求量将接近 6000 万吨，终端能源体系占比至少达到 10%。

氢能的应用范围较广，在工业、交通、建筑以及发电等领域渗透率不断提升：**①交通部门脱碳**：预计到 2060 年，商用车领域中燃料电池汽车占比将到达 65%。另外在船舶和短途航空领域，燃料电池也有望大规模应用；**②固碳：将碳捕捉与制氢相结合**。例如北欧的绿色甲醇计划，将可再生能源电解水制氢，然后通过其他地方碳捕捉到的二氧化碳生成绿色甲醇；**③氢能作为优秀储能介质，促进可再生能源发展**：可再生能源存在着不稳定性和电网兼容问题，氢作为能源互联媒介，可通过多余的可再生能源电解制取并储存起来，实现大规模储能及电网系统的调峰，帮助解决新能源电力消纳问题，实现不同能源网络之间的协同优化。

目前我国氢气产量已位居世界第一，但是制氢结构仍有待优化。产量方面，据中国煤炭工业协会数据统计，2012-2020 年，中国氢气产量整体呈稳步增长趋势，复合增速为 5.7%。2020 年，中国氢气产量超过 2500 万吨，同比增长 13.6%。

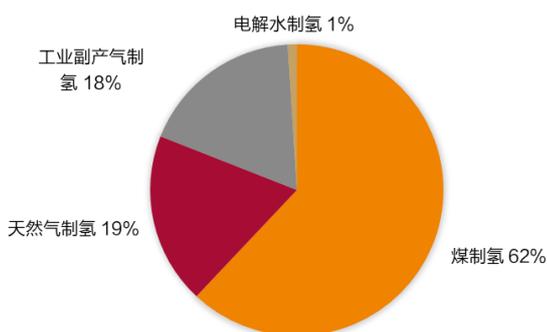
图 15：2012-2020 中国氢气产量及同比增速（单位：万吨）



资料来源：中国煤炭工业协会，前瞻产业研究院，天风证券研究所

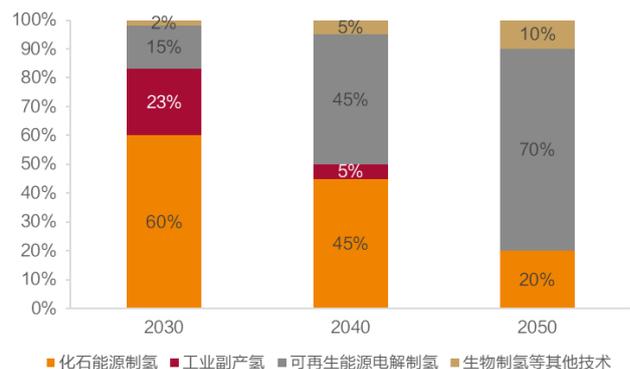
从生产原料以及生产方式上看，制氢手段主要包括煤炭、天然气等化石能源制氢以及工业副产和电解水制氢等。目前我国氢能市场处于市场发展初期，氢气年需求量在 2200 万吨左右，氢能作为燃料增量有限。据中国煤炭工业协会数据，2020 年煤制氢和天然气制氢占比分别达到 62%和 19%，工业副产氢和电解水制氢分别占 18%和 1%。预计到氢能市场发展中期，随着氢气年需求的增长，可再生能源电解水制氢有望成为有效供氢的主体。

图 16：我国制氢技术占比结构



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 17：中国氢气供给结构预测



资料来源：中国氢能联盟，天风证券研究所

国内各大企业氢能源业务主要集中在制氢、储运氢、加氢三个环节布局。新奥股份布局氢能全产业链，在制氢工艺研究和生产、氢储运、氢能项目工程建设等方面均有一定研究和积累。

公司在多种制氢技术上均有突破。公司自 2011 年起承接氢能相关工程项目，经过 10 余年积累，目前已拥有成熟的氢能制取工程项目经验，参与的制氢工程项目达到 32 个，覆盖煤制氢、天然气制氢、电解水制氢在内的所有主流氢能制取路径。

表 3：公司制氢技术突破

制氢技术	技术路线
天然气制氢	自主开发了天然气重整制氢、富甲烷气催化转化制氢和富甲烷气非催化转化制氢等一系列技术
电解水制氢	与中船重工 718 所合作完成了开展张家口海渤尔电解水制氢项目的设计和场内加氢站 EPC，目前累计开展 10 项加氢站设计项目

资料来源：公司公告，光明网，天风证券研究所

氢能生产及项目经验丰富。此外子公司新地能源工程技术有限公司具有天然气制氢、电解水制氢及加氢站项目建设的 EPC 整体服务能力，目前已完成包括辽宁葫芦岛天然气制氢以及张家口海渤尔电解水制氢在内的两个 EPC 项目。

表 4：公司氢能 EPC 项目

项目名称	技术路线
辽宁葫芦岛天然气制氢项目	利用天然气经过加压脱硫及转化，再以变压吸附提取氢气
张家口海渤尔电解水制氢项目	利用脱盐水经过电解过程生产氢气和氧气，氢气经压缩后进行钢瓶灌装、长管拖车灌装和输送加氢站给燃料电池客车加氢；年产氢气 1428 吨，建设总投资为 1.13 亿元

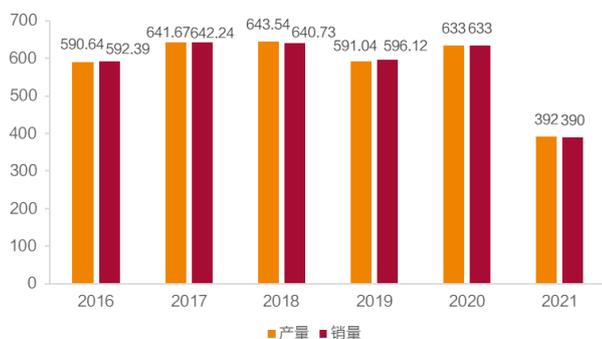
资料来源：公司公告，光明网，天风证券研究所

2.3.2. 煤炭及能源化工业务：贡献稳定业绩增量

煤炭业务方面，公司拥有王家塔煤矿采矿权，主要业务为煤矿的开采和销售，主要产品包括混煤和洗精煤，可用作动力煤及煤化工原材料。

产销量方面，2016-2020 年公司自产煤炭产销量均维持在 590 万吨以上；2021 年产销量水平相对较低主要原因是煤层质量以及井下地质条件变差导致商品煤转化率和回采速度的降低；此外，井下事故后的停产整顿也对产量造成一定影响。此外，王家塔煤矿于 2019 年 5 月正式获得内蒙古自治区能源局 800 万吨生产能力核增批复，有利于优质产能的释放和矿井经济效益的增加。**营业收入方面**，2016-2018 年公司煤炭板块收入持续攀升，由 2016 年的 9.84 亿元增长至 2018 年的 31.74 亿元，2019 年和 2020 年分别受到安全事故和疫情的影响，营收有一定回落。

图 18：2016-2021 年煤炭产量及销量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：煤炭板块营业收入及增速（单位：百万元）

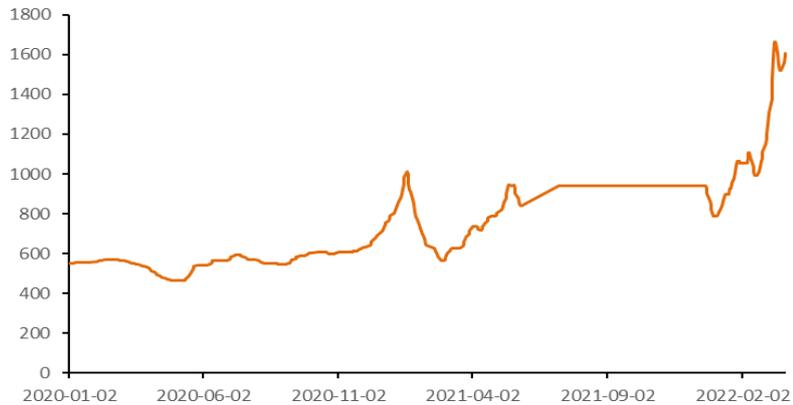


资料来源：公司公告，天风证券研究所

由于 2021 年全年煤价大幅上涨，尽管产量有所下滑，但在价格上涨的驱动下，全年煤炭板块实现营收 22.07 亿元，同比高增 43.3%；据公司 2021 年业绩预增公告，全年煤炭板块

预计实现归母净利 9.25 亿元，同比大幅增长 153.4%。我们预计 2022 年随着产量的恢复，煤炭板块有望继续贡献稳定的业绩增量。

图 20：秦皇岛 Q5500 平仓价（元/吨）



资料来源：wind，天风证券研究所

能源化工板块主要包括能源化工产品的生产销售与贸易。公司能源化工产品主要为煤制甲醇和甲醇制二甲醚。甲醇生产以煤为原料，由控股子公司新能能源开展。新能能源一期甲醇装置产能 60 万吨，二期 20 万吨稳定轻烃项目主装置甲醇装置产能 60 万吨，已于 2018 年 6 月底投产。二期装置投产后甲醇产量增长迅速，由 2018 年的 103.35 万吨增至 2019 年的 149.75 万吨，增幅为 45%。目前新能能源客户集中于大中型化工贸易企业，并已逐步开拓烯烃、甲醇汽油等新兴下游客户和终端客户。能源化工贸易业务主要由全资子公司新能（天津）开展。

产销量方面，公司近三年甲醇的产销量均维持在 140 万吨以上，其中 2021 年产销量为 142 万吨；营业收入方面，2021 年在甲醇市场整体走高的行情下，公司实现甲醇营收 27.99 亿元，同比增长 45.6%。

图 21：2016-2021 年甲醇产量及销量（单位：万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 22：甲醇营业收入及增速（单位：亿元）



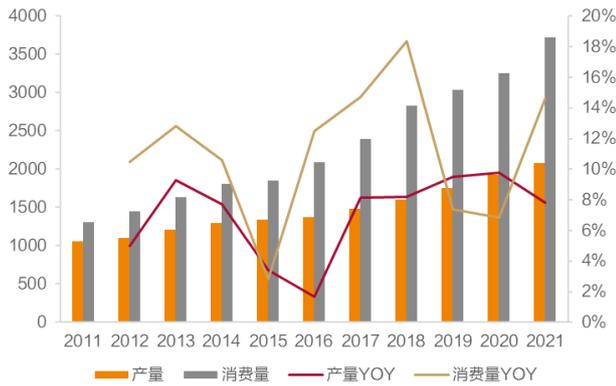
资料来源：wind，天风证券研究所

3. 中游储运池：收购新奥舟山贯通燃气全产业链

3.1. 供需缺口拉大带动 LNG 进口需求持续增长

我国天然气存在较大供需缺口。我国天然气产量增速低于需求增速，2011-2021 年在天然气市场需求复合增速达 11% 的情形下，国内天然气产量的复合增速仅为 7%，导致国内天然气供需缺口不断扩大。管网建设速度有待加快、互联互通程度不够、储气调峰能力严重不足等问题限制了资源调配和供应保障，近年来我国天然气进口量持续走高，由 2011 年的约 314 亿立方增至 2020 年的 1413.5 亿立方，复合增速达到 17.1%，对外依存度不断上升。

图 23：2011-2021 年我国天然气供需情况（单位：亿立方米）



资料来源：国家统计局，国际燃气网，天风证券研究所

图 24：2011-2021.11 月我国天然气进口情况（单位：亿立方米）



资料来源：WIND，天风证券研究所

我国 LNG 进口需求持续增长。我国进口的天然气分为进口管道气和进口 LNG。由于 LNG 进口主要依靠海上船舶以液态形式运输，相较管道天然气进口具有贸易方式灵活多样、供应较安全等优点，近年来 LNG 逐渐成为进口天然气的主要类型。

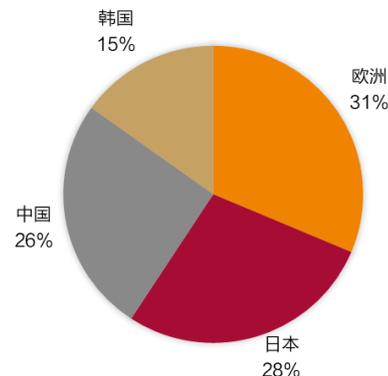
根据《BP 世界能源统计年鉴 2021》，2011 年至 2020 年我国 LNG 进口量从 168.8 亿方增至 2020 年的 940.2 亿方，复合增速达到 21%。2017 年我国 LNG 进口量首次超过管道气进口量。2020 年我国 LNG 进口量占世界 LNG 进口总量的 19.3%，仅次于欧洲和日本；2021 年前十个月，我国 LNG 累计进口量为 6445.42 万吨，已经超越日本成为全球最大的 LNG 进口国。

图 25：2011-2020 年我国 LNG 进口情况（单位：十亿立方米）



资料来源：BP 官网，天风证券研究所

图 26：2020 年部分国家及地区 LNG 进口结构（单位：十亿立方米）



资料来源：BP 官网，天风证券研究所

3.2. 国内 LNG 接收站资源具有稀缺性

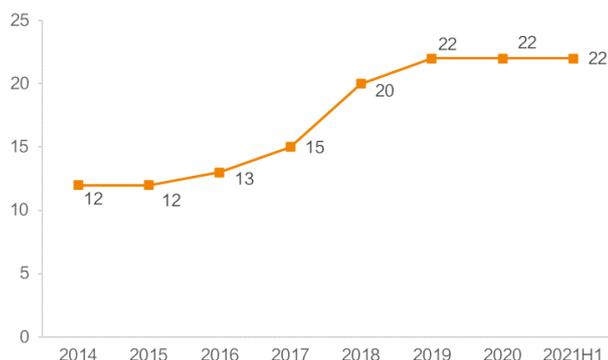
LNG 接收站包括 LNG 码头和 LNG 储罐区，是我国接收进口 LNG 资源的重要中转站，也是国内 LNG 进口的唯一通道，LNG 接收站的建设状况将直接影响我国 LNG 的供应能力。

从数量上看，根据 IGU 数据，2015-2019 年我国的 LNG 接收站数量呈稳定增长趋势。截至 2021 年 6 月末，国内 LNG 接收站数量为 22 座。**从运营主体来看**，国内接收站主要由国家管网、中海油、中石化等央企及申能股份等地方国企运营，民营企业共 3 家。其中国家管网运营国家管网天津等 7 座 LNG 接收站，中海油运营中海油宁波等 4 座 LNG 接收站，中石油运营中石油如东等 3 座 LNG 接收站，中石化运营中石化天津等 2 座 LNG 接收站。新奥舟山负责运营的舟山接收站是为数不多民营接收站。

尚未形成充分的市场竞争，市场集中度较高。由于 LNG 接收站的技术门槛高、建设耗资较大且审批流程复杂，国内 LNG 接收站行业内运营企业的数量不多。2020 年 10 月国家管网完成接收站资产的注入以后，在保持原有业务延续性的基础上，定期向社会开放剩余管输和储存能力，窗口期及释放产能有限。**虽然国内 LNG 接收站市场正逐步实现市场化，但受传统市场格局影响，建设和运营企业依然以国家管网、中海油、中石油、中石化等国**

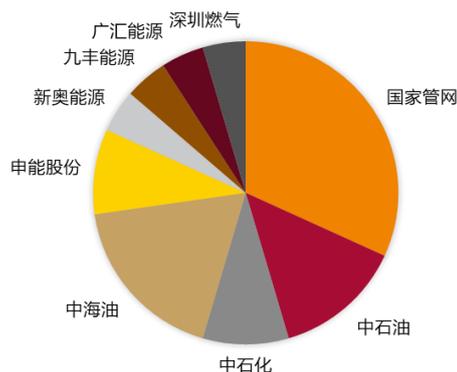
有企业为主。

图 27：2014-2021H1 中国 LNG 接收站数量规模（单位：座）



资料来源：IGU，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 28：接收站运营主体结构（截至 2021 年 6 月末）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

短期内我国接收站投产数量将持续增加。在 2020 年沿海省自治区直辖市的重点投资项目中，50 万亿新基建中有规划新建或扩建接收站多达 20 余个，接收站投资规模超过 2500 亿。随着已建成接收站二期项目的不断投产，我国 LNG 的实际进口能力将不断提升。

表 5：2021-2022 年部分预计投产项目

省市	项目	预计投产时间	年规模	建设主体
河北	曹妃甸新天唐山 LNG 接收站	2021 年	1200 万吨	河北建投
天津	中海油天津 LNG 二期项目	2021 年	600 万吨	国家管网、中海油
天津	北京燃气天津南港 LNG 应急储备项目	2022 年	500 万吨	北京燃气
山东	龙口南山 LNG 接收站项目一期	2021 年	500 万吨	国家管网
山东	东营港 LNG 接收站	2021 年	200 万吨	鲁信集团、海诺港务
山东	龙口港 LNG 接收站	2021 年	600 万吨	中海油、龙口港集团
江苏	华电赣榆 LNG 接收站	2021 年	600 万吨	华电
江苏	中天江阴 LNG 储配站项目	2021 年	200 万吨	中天
浙江	温州液化天然气项目	2022 年	300 万吨	浙江浙能
浙江	浙江嘉兴 LNG 应急调峰储运站	2021 年	100 万吨	杭州、嘉兴燃气
浙江	新奥舟山接收站及加注站二期	2021 年	200 万吨	新奥
福建	漳州 LNG 接收站项目	2022 年	300 万吨	国家管网、中海油
广东	潮州华丰中天 LNG 储配站	2021 年	100 万吨	中天能源
广东	广州 LNG 应急调峰气源站	2022 年	100 万吨	广州燃气
广东	中石油深圳 LNG 接收站	2022 年	600 万吨	中石油

资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

中长期看，单个接收站的接收能力将持续增长。截至 2021 年上半年末，我国单个接收站的平均处理能力约 403.6 万吨/年，相较于日本、欧洲等 LNG 产业起步较早的发达国家或地区 600 万吨/年左右的平均接收能力还有较大差距。此外，我国 LNG 接收站分布相对分散，运营单位集中在“三桶油”和国家管网，因此继续新建 LNG 接收站的成本会比老接收站扩产的成本更高，接收站进一步扩产的经济效应更加显著。未来利用率高的接收站将陆续扩建，单个接收站的年周转能力将朝着发达国家靠拢。

据中国石化经济技术研究院预测，2020-2030 年我国进口 LNG 年均增速保持在 10%左右，带动 LNG 接收站建设持续增长，至 2025 年我国在运行 LNG 接收站能力可满足进口需求，国内 LNG 接收站的年接收能力将合计达 1.41 亿吨，至 2030 年国内 LNG 接收站的年接收能力将维持在 1.48 亿吨左右。

3.3. 舟山接收站资产注入，上中下游协同效应增强

新奥舟山是首个国家能源局核准的由民营企业投资、建设和管理的大型 LNG 接收站，LNG 加注及接收站建设和运营业务属于天然气储存环节，位于天然气产业链的中游，业务包括液化天然气接卸、仓储、液态外输、气化加工及气化外输、管输服务等。自新奥舟山 LNG 接收站一期项目于 2018 年 8 月接卸首船以来，截至 2021 年 10 月 13 日已累计安全迎靠 LNG 船 100 艘次，进口液化天然气 647.8 万吨。

图 29：舟山接收站



资料来源：舟山市投资促进中心官网，天风证券研究所

2021 年 10 月，公司公告将以发行股份及支付现金的方式购买新奥科技、新奥集团和新奥控股持有的新奥舟山 90% 股权。交易完成后，公司将间接持有新奥舟山 90% 股权。

新奥舟山将进一步促进公司一体化布局。上游进一步获取优质资源，中游充分发挥接收、储运能力，下游进一步提升天然气分销和综合能源服务能力。

新奥舟山接收站资产的优势主要体现在处理能力强，地理位置优越以及能够加强上中下游协同效应三个方面。

第一，舟山接收站处理能力位居同行业前列，仍存较大增长空间。截至 2021 年 6 月末，按照年设计处理能力计算，国内 22 座接收站总处理能力为 8880 万吨/年，舟山接收站一、二期工程合计年设计处理能力为 500 万吨，在国内市场的占比约为 6%；根据国家能源局于 2018 年发布的《液化天然气接收站能力核定办法》，舟山接收站一、二期工程合计年实际处理能力有望达到 800 万吨，按该口径计算，2021 年上半年舟山接收站处理能力利用率仅为 48%，仍存在较大开发空间。

表 6：舟山接收站 LNG 处理量

分类	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月
气态处理量	-	56.74	92.75
液态处理量	76.15	198.18	85.14
合计处理量	76.15	254.92	177.89

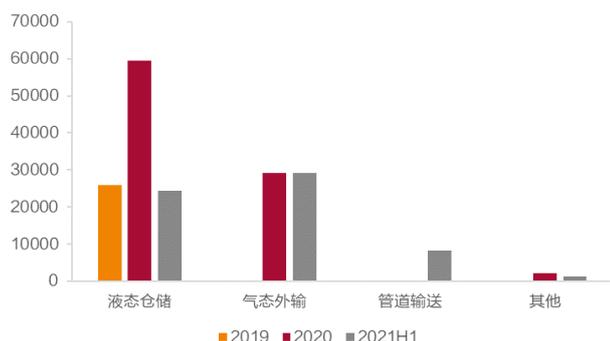
资料来源：公司公告，天风证券研究所

项目投产进度方面，舟山接收站一期工程于 2018 年顺利投产，二期工程已于 2021 年 6 月完工并进入试运行，一、二期工程合计年设计处理能力为 500 万吨，实际处理能力有望达到 800 万吨。三期项目计划建设 4 座 LNG 储罐及配套气化设施，并扩建一座可靠泊 18 万方 LNG 船舶的码头，计划于 2024 年建成，年处理能力扩大到 1000 万吨。**外输管道方面**，2020 年 8 月舟山接收站海底外输管道正式通气，成功接入浙江省网成为浙江省网“第八大气源”。海域管道长度 59.3 千米，陆域管道长度 21.7 千米，具备年输气 80 亿立方米的供气能力。

项目陆续投产叠加海底外输管道正式通气，接收站业绩快速释放。营业收入方面，2019-2021 年上半年，接收站资产分别实现营收 2.6、9.1 和 6.3 亿元，其中管道运输服务营收从 2020 年的 215.1 万元增长至 2021 年上半年的 8304.2 万元，占营收比例由 0.24% 快速提升至 13.19%；**净利率方面**，随着项目投产带来的产能释放以及收入规模快速增长对固

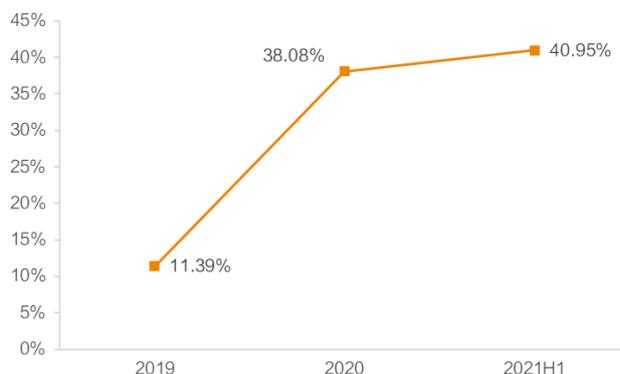
定成本的摊薄，2020 年净利率为 38.08%，相较于 2019 年的 11.39%有较大幅度的跃升。

图 30：舟山接收站营收状况（单位：万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：接收站资产净利率



资料来源：公司公告，天风证券研究所

第二、接收站地理位置优越。舟山接收站所处的舟山本岛紧邻国际航道且进出航道不受限制，有利于新增产能充分释放。**国内市场方面**，舟山接收站位于长三角东部中间地带、靠近长江出海口，紧邻浙江、江苏和上海市场，可便捷地服务华东地区并辐射长江沿岸，所服务的区域经济发展强劲、市场需求广阔。**国际市场方面**，同时靠近日本和韩国，未来可进一步开拓国际市场。

第三、有望加强产业链上中下游协同效应。公司拥有广阔的城市燃气分销市场。截至 2021 年 6 月 30 日，公司在浙江省内拥有 21 个城市燃气项目，覆盖约 1.5 万个工商业用户。2021 年上半年公司在浙江省销售气量达 27 亿方，占浙江省 85.5 亿方消费量的 30%。新奥股份强大的海外寻源能力与舟山接收站协同配合，既能够保证舟山接收站设施满负荷运载与高效运转，又能帮助公司从海外进口 LNG，实现多元化气源组合，通过资源的灵活调配来满足市场需求。

4. 下游需求池：新奥能源为城燃核心资产

2019 年 11 月 22 日，新奥股份公告重大资产重组方案，拟通过资产置换、发行股份及支付现金的方式收购新奥能源 32.80% 股权并于 2020 年 9 月完成标的资产过户。新奥能源是国内规模最大的清洁能源分销商之一，拥有强大的天然气分销网络和基础设施。收购新奥能源是公司全产业链布局的重要战略措施之一，能够夯实公司在下游的分销和综合能源服务能力。本节我们从我国天然气市场客观需求空间以及新奥能源包括天然气销售和综合能源服务在内的一系列业务进行梳理分析。

4.1. 我国天然气需求存在较大增量空间

4.1.1. 回溯历史，我国天然气消费增速达到 12.4%

上世纪 90 年代中期至今，我国天然气表观消费量大幅抬升，由 1995 年的年均 172.14 亿方提升至 2021 年的 3726 亿方，年均复合增速为 12.6%。

回溯历史，我国天然气行业经历了十年快速发展期（2004 年-2013 年）和三年发展动力不足的时期（2014 年-2016 年），期间行业的增长经历两次催化，一次是城镇化进程加速；第二次由煤改气政策红利拉动。

图 32：天然气年度表观消费量（单位：亿立方米）



资料来源：Wind，天风证券研究所

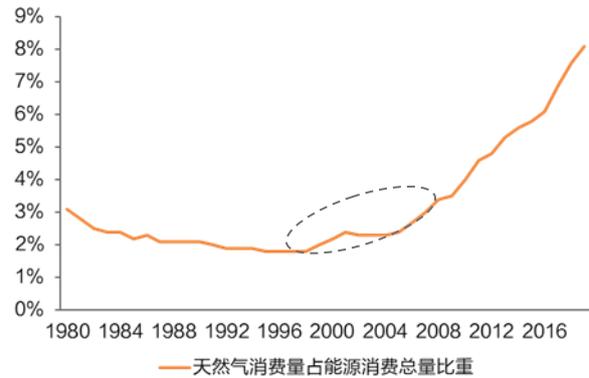
城镇化带动天然气消费量第一次增长。从城镇人口占比数据来看，改革开放以来中国城镇化水平持续抬升的趋势清晰，但节奏上存在明显的变化点。据国家统计局数据，1970 年至 1995 年，我国城镇化率从 17.4% 缓慢升至 29%；90 年代中后期提速明显，从 1996 年的 30.5% 快速升至 2021 年的 64.72%，增幅达到 34.22 个百分点。与城镇化增速相对应，我国天然气占能源消费的比重也从 90 年代中后期开始加速抬升，这表明城镇化提升是带动我国天然气消费增长的主要因素之一。

图 33：我国城镇化进程



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 34：天然气消费占比 (%)



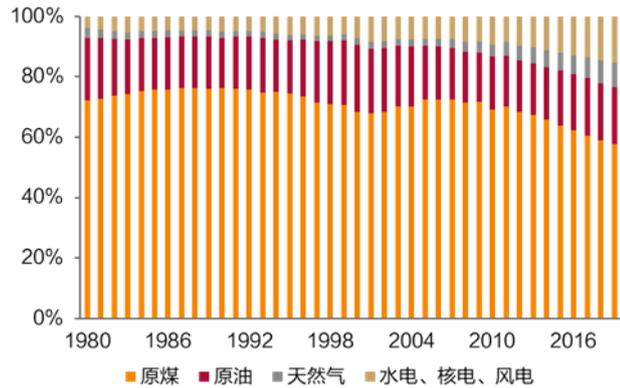
资料来源：Wind，天风证券研究所

“煤改气”政策红利带动天然气消费二次增长。在高基数以及宏观经济承压等因素下，我国天然气在经历十年快速发展期后消费增速放缓。2015 年受到低油价以及低煤价等替代效应的冲击，天然气表观消费增速下滑至 3.4%，跌至近十年内的最低点。在大气治理需求快速提升的背景下，2017 年开始“煤改气”得到政策端的强力支持，燃气行业迎来“煤改气”的政策红利期。在政策拉动下，2017-2018 年我国天然气消费增速分别达到 14.7% 和 18.3%，重新回到两位数的增长。

4.1.2. 展望未来，能源结构转型下天然气需求增量空间可观

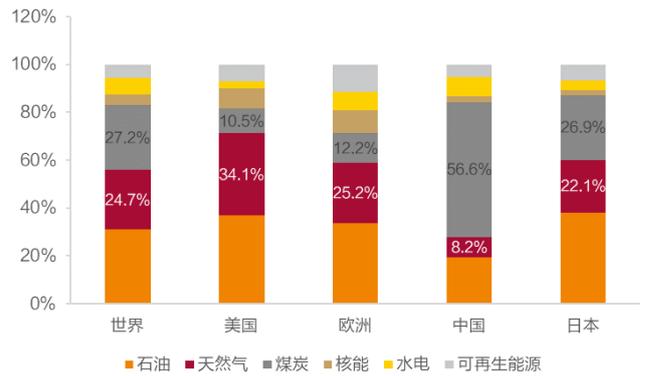
随着天然气消费量的增长，我国天然气占能源消费的比重逐步提升，但与世界整体以及部分发达国家相比仍存在较大差距。据 BP《世界能源统计年鉴》，2020 年世界范围内天然气消费比例为 24.7%，其中美国为 34.1%，欧洲为 25.2%，均高于世界平均水平。而我国目前能源结构仍以煤炭为主，煤炭消费占能源消费比例高达 56.6%，天然气仅有 8.2%，与发达国家相比存在较大的提升空间。

图 35：1980 年以来我国能源消费结构变迁



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 36：2020 年全世界及部分国家能源消费结构



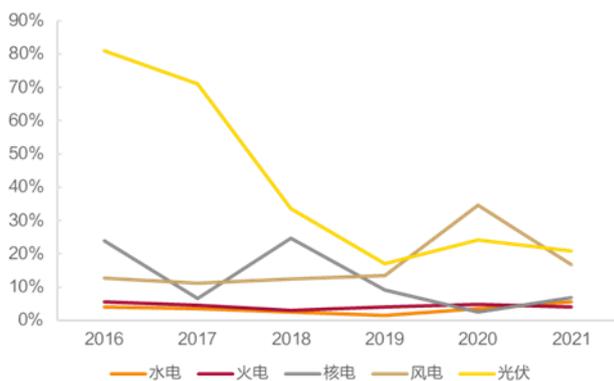
资料来源：BP 官网，天风证券研究所

展望未来，我国天然气需求增长主要来自以下几个方面：

(1) 两碳目标下能源结构转型加速，天然气过渡能源地位凸显。双碳目标下，能源结构绿色转型加速。据国家能源局数据，2021 年我国可再生能源新增装机 1.34 亿千瓦，占全国新增发电装机的 76.1%；风电光伏的装机增速分别达到 16.63%和 20.9%，而同期火电装机增速仅为 4.06%。截至 2021 年底，我国可再生能源发电累计装机达到 10.63 亿千瓦，占总发电装机容量的 44.8%。

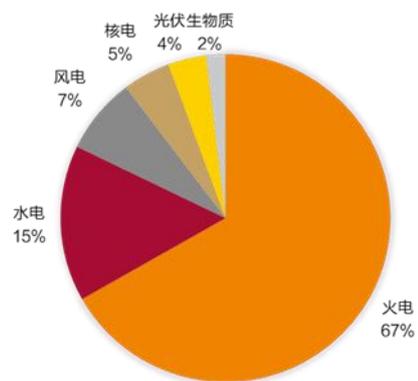
从以化石能源为主的能源体系转向可再生能源需要至少 30 年以上的较长的时间跨度。从各类电源的出力结构上可以看出，虽然火电的装机增速明显放缓，但是 2021 年火电的发电量占比仍高达 67%，光伏和风电的发电量贡献比例仅 11%左右。虽然“十四五”规划纲要给出了非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右的目标，但是由于我国正处于工业化、城镇化快速发展阶段，能源消费持续保持刚性增长态势，同时我国经济结构中中高耗能产业比重较高，化石能源不太可能马上退出，同时具备清洁低碳性以及灵活性的过渡能源的重要性日益凸显。

图 37：2016-2021 年各类电源装机增速 (%)



资料来源：中电联，天风证券研究所

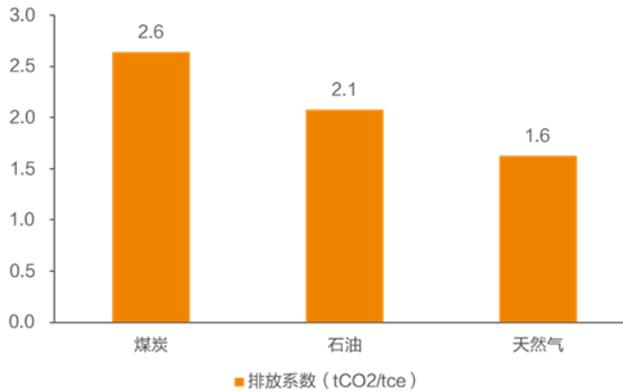
图 38：2021 年全国电源出力占比 (%)



资料来源：中电联、国家能源局，天风证券研究所

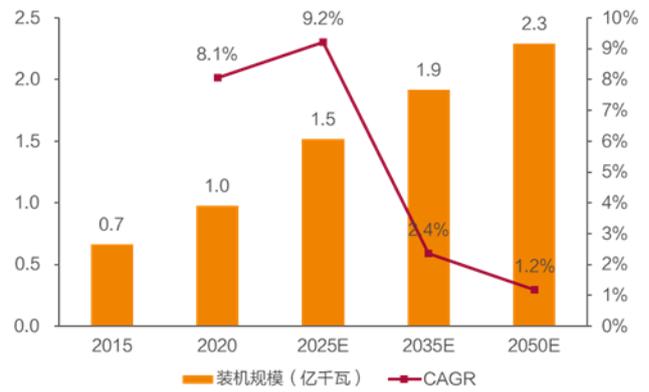
天然气是较好的过渡能源选择，原因在于天然气不仅相对“清洁”，而且在利用方式上兼具集中式和分布式的特点。在光伏、风电不稳定性仍存，煤电装机缩减的背景下，天然气发电的成长性在碳达峰过程中或将凸显，我们预计 2025、2035 年气电装机将达到 1.5、1.9 亿千瓦，十四五期间复合增速将达 9%，气电装机规模的增长将拉动天然气需求量的进一步提升。

图 39：天然气相抵煤炭和石油、碳排放水平更低



资料来源：碳排放交易网，天风证券研究所

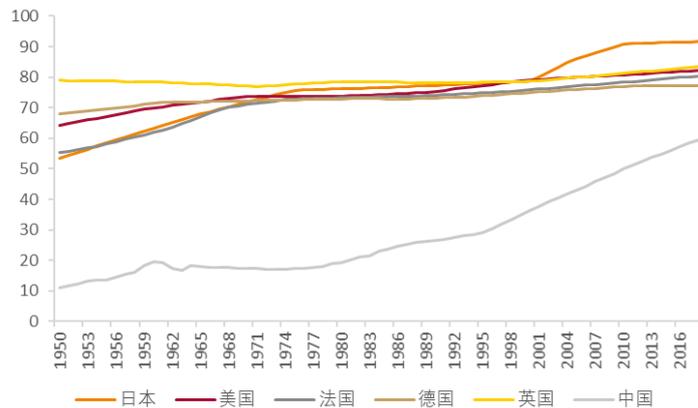
图 40：天然气发电装机“十四五”预计快速增长



资料来源：《中国“十四五”电力发展规划》，天风证券研究所

(2) 城镇化率仍存提升空间，带动城市燃气需求持续增长。据国际经验，欧美国家的城镇化率基本稳定在 80%左右，日本的城镇化率更是高达 90%，2021 年我国城镇化率为 64.72%，仅相当于美国 1930 年和日本 1965 年左右的水平。根据国务院印发的《国家人口发展规划（2016 - 2030 年）》，2030 年中国常住人口城镇化率将由目前的 60%左右提升至 70%，我国城镇化率还有较大的增长空间。持续的城镇化进程及民众对高质量生活的追求，将带动城市燃气需求维持稳定增长。

图 41：我国城镇化率水平与发达国家相比差距较大 (%)



资料来源：Wind，天风证券研究所

(3) 天然气采暖需求空间大。自 2010 年以来，城镇采暖用气量随城镇居民气化率增长呈现指数级上升态势。**天然气采暖面积方面**，据《中国天然气采暖(居民)需求分析》，截至 2018 年底，我国天然气采暖已覆盖全国 27 个省份，采暖面积达到 33 亿平方米，主要包括分布式燃气锅炉、分户式壁挂炉、热电联产集中供暖三种方式。该报告预计，到 2030 年我国居民天然气采暖面积将达到 65 亿平方米，占全国居民采暖面积的 31.8%。**采暖用气量方面**，2018 年我国居民采暖用气量达到 273 亿立方米，占全年天然气总消费量的约 10%。据《中国天然气采暖(居民)需求分析》估算，到 2030 年我国天然气采暖用气需求也将实现翻番，达到 591 亿立方米。

4.2. 天然气销售业务：打造全国性城燃版图

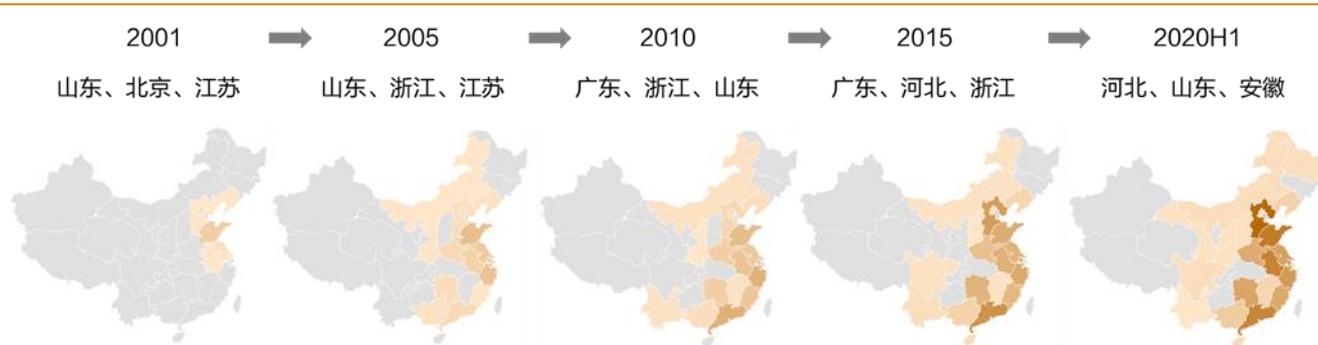
4.2.1. 天然气零售：兼具确定性和成长性

天然气零售指将采购的天然气经过气化、调压等环节处理后，通过管网输送给终端用户。终端用户可分为居民、工商业和汽车加气站三类。公司的天然气零售业务主要由子公司新奥能源开展。

新奥能源为全国城市燃气分销商。2001 年开始新奥能源结合西气东输规划前瞻布局，而后结合忠武线、中缅油气管道布局湖南、云南等内陆省份；随着管道建设逐步向东南沿海

完善以及沿海 LNG 接收站的建设，其城燃版图逐渐向沿海地区延伸。截至 2021 年末，新奥能源的城燃项目已经覆盖全国 21 个省市及自治区，可接驳人口数量约为 1.24 亿。

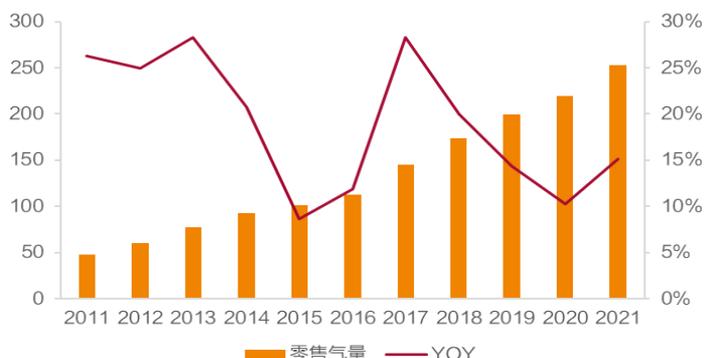
图 42：公司城燃项目布局及项目最多的前三省/市演化



资料来源：公司公告，天风证券研究所

天然气零售量逐年增长。2011-2021 年，新奥能源的天然气零售量从 48 亿方增至 252.69 亿方，复合增速为 18.1%。

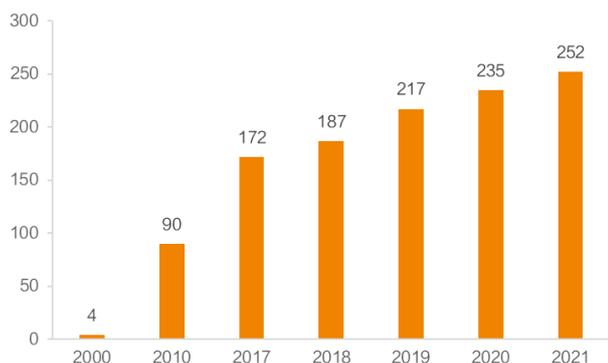
图 43：新奥能源天然气零售气销量（单位：亿方）



资料来源：新奥能源历年年报，天风证券研究所

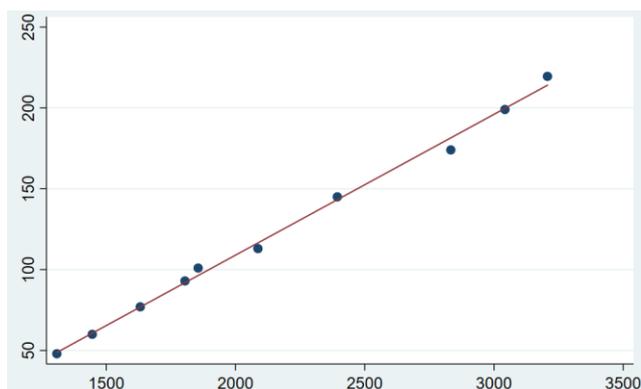
对于公司零售气量稳步增长的驱动因素，我们认为可以从公司自身以及整个行业需求两个角度探究。从公司自身看，存量项目气化率持续提升以及每年拓展的增量项目是推动公司零售气量不断增长的重要原因。2000-2021 年，新奥能源的城燃项目数量由 4 个增加至 252 个；存量项目的气化率也由 2010 年的 36% 增长至 2021 年的 62.4%；从行业角度看，我们对新奥能源的零售天然气销量与全国天然气表观消费量进行均值回归，结果显示二者呈现显著的正相关关系，解释度高达 99.6%，表明新奥能源的零售气量很大程度上受到市场需求的影响，与市场整体天然气需求量的走势具有一致性。

图 44：新奥能源城燃项目数量变化



资料来源：公司官网，天风证券研究所

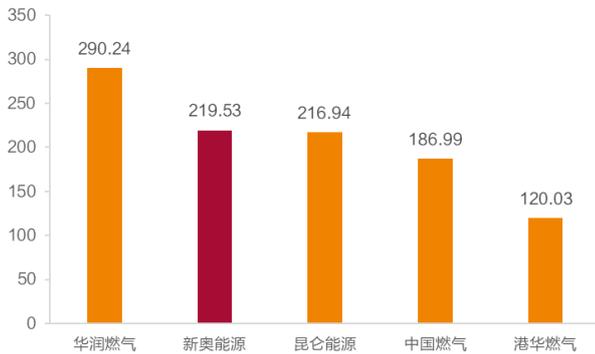
图 45：天然气零售量与全国表观消费量平均值回归



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

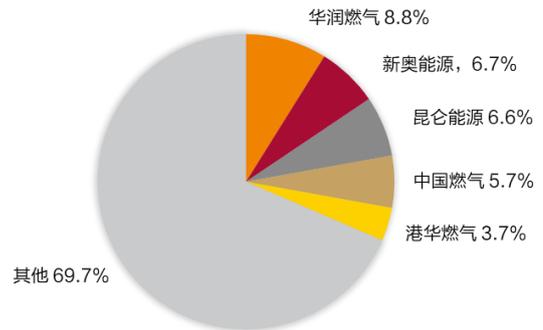
市场竞争格局方面，新奥能源 2020 年的天然气零售量位居五大全国性城燃企业中的第二位，零售气市占率大约为 6.7%，仅次于华润燃气。

图 46：全国城燃企业 2020 天然气零售量（单位：千万立方米）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

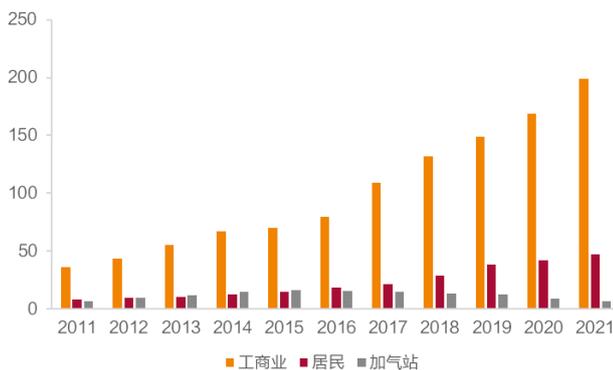
图 47：市占率情况(%)



资料来源：各公司公告，《中国天然气发展报告 2021》，天风证券研究所

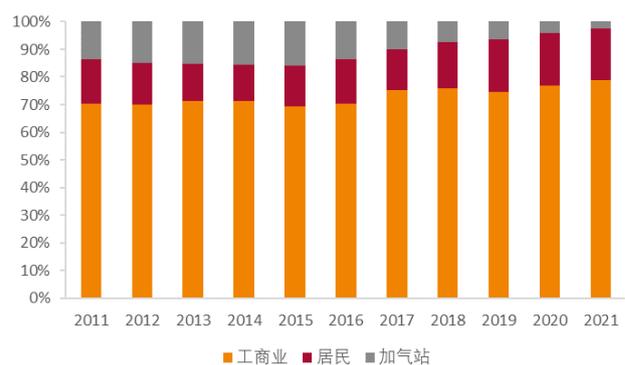
用户结构方面，工商业客户占比超 70%。2021 年全年公司对工商业客户、居民用户和加气站分别实现售气量 199、47.03 和 6.65 亿方，售气比例为 78.8%、18.6%和 2.6%。工商业用户的零售气量占比最高，近十年来均维持在 70%以上的水平。居民用户售气量占比同样在逐步提升，由 2011 年的 16.1%提升至 2021 年的 18.6%。

图 48：公司对不同用户天然气零售量（单位：亿方）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

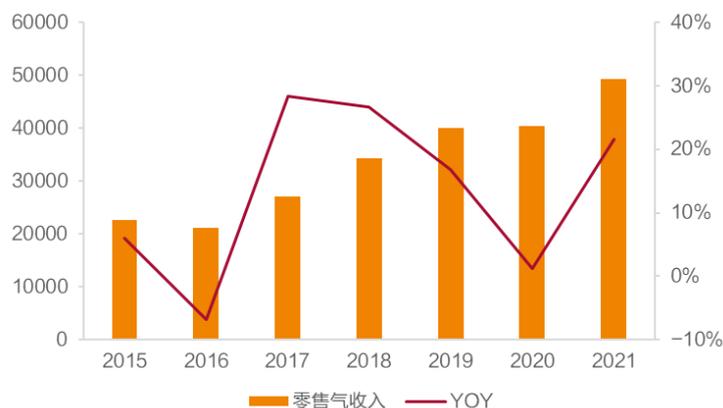
图 49：零售气用户结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

营业收入方面，天然气零售量的稳定增长带动公司天然气零售收入的持续提升。2021 年在气量和气价的双重上涨带动下，公司天然气零售收入达到 492.47 亿元，同比增长 21.6%。

图 50：新奥能源零售气营收（单位：百万元）

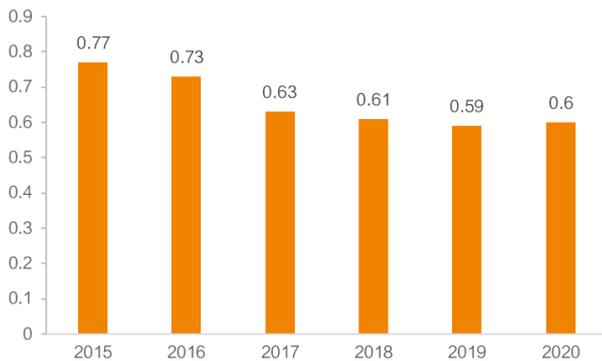


资料来源：新奥能源历年年报，天风证券研究所

毛差方面，近年来新奥能源毛差较为稳定，维持在 0.6 元/方左右。2021 年受到国际气价大幅上涨的影响，2、3、4 季度上游采购价在基准门站价基础上分别上浮 5%、10%和 30-35%，涨幅均较去年有所提升，全年毛差为 0.51 元/方，同比收窄 0.09 元/方，降幅 15%。其他几大城燃核心企业 2021 年毛差同样有不同程度的收窄，其中华润燃气全年毛差为 0.52 元/方，同比下降 0.07 元/方，降幅 11.9%；港华智慧能源全年毛差为 0.51 元/方，同比下降 0.06 元/方，降幅 10.5%。

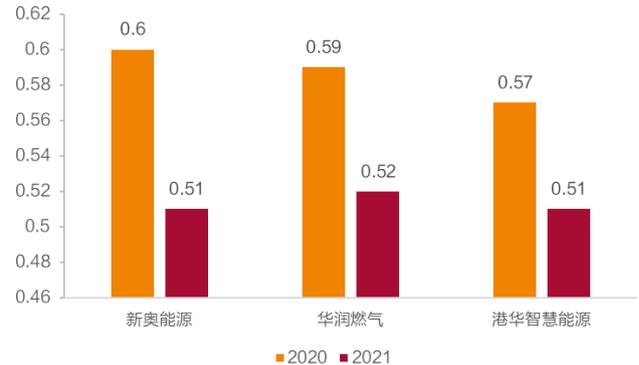
在上游自主气源以及中游接收站的支撑下，多元化的气源结构有助于公司灵活地获取资源，从而维持毛差的稳定。根据新奥能源 2022 年业绩指引，2022 年全年预期毛差将维持在 0.5 元/方左右，为 2022 年的零售气营收打下坚实基础。

图 51：2015-2020 年新奥能源毛差情况（单位：元/方）



资料来源：新奥能源历年公告，天风证券研究所

图 52：2021 年几大核心城燃企业毛差情况（单位：元/方）



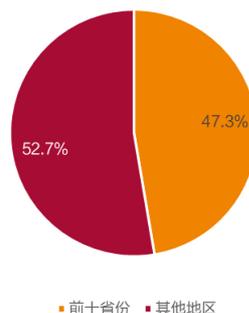
资料来源：各家公司官网，天风证券研究所

新奥能源三十年扩张发展打造的城燃版图为公司天然气零售业务营收的稳定增长奠定了基础，我们从经济和环保两个角度分析公司存量项目的优势。

①**经济角度**：公司的项目多布局在经济发达省份，天然气需求量大。据《中国天然气发展报告（2021）》的分类，我国天然气需求大致可分为工业燃料、城镇燃气、发电和化工用气四类，其中工业燃料和城镇燃气用气占比较大，均在 37%-38%左右。经济发达省份往往工商业用气需求更大，例如江苏省和广东省拥有众多的工业园区，在玻璃、陶瓷、电子等行业中已形成较大规模用气量，2020 年江苏消费量超过 300 亿立方米。同时较高的城镇化率也能拉动更多的居民用气需求，四川省的天然气消费主要依赖较高的城镇化率和人口基数，2020 年四川省天然气消费量超过 200 亿立方米。从全国范围看，据国家统计局数据，2019 年全国 GDP 排名前十的省份天然气消费量达到 1448.67 亿立方米，占当年全国天然气消费总量的 47.3%。

新奥能源的项目多布局在经济发达省份，2020 年 GDP 排名全国前十的省份均在公司的城燃版图覆盖范围内，其中安徽、广东、江苏、山东和浙江五省的项目数量均在 20 及以上。**存量项目的区位优势将带动公司零售气量稳步增长。**

图 53：2019 年全国 GDP 前十省份天然气消费量占比



资料来源：中商情报网，国家统计局，天风证券研究所

②环保角度：天然气在绿色低碳格局中将发挥重要作用。天然气的碳排放系数为 1.6tCO₂/tce，远低于石油的 2.1 和煤炭的 2.6tCO₂/tce，是更加优质和清洁的燃料和化工原料。公司大部分项目位于大气污染防治实施重点地区，包括京津冀、河南、山东、江苏、浙江、广东等。**地方政府严格执行环保政策将进一步拉动地方的天然气需求。**

表 7：部分省市污染防治相关政策

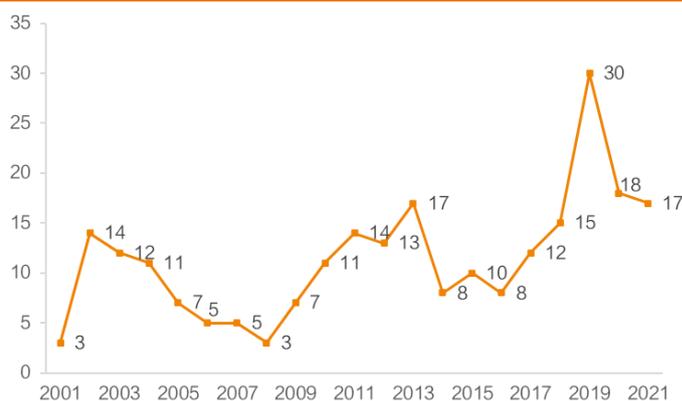
省市	政策	时间	相关内容
郑州	《大气污染防治重点工作实施方案》	2020 年 9 月	持续抓好工业源和燃煤源污染防治，确保 PM _{2.5} 年均浓度不高 49 微克/立方米
山东	《山东省 2021—2022 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2021 年 11 月	对山东省除了青岛、烟台、威海外的 13 个城市分别提出了 2021—2022 年秋冬季 PM _{2.5} 浓度和重污染天数控制目标要求，同时要求青岛、烟台、威海 3 市达到相应年度空气质量改善目标。
河北	《河北省建设京津冀生态环境支撑区“十四五”规划》	2021 年 11 月	至 2025 年，累计单位地区生产总值能源消耗应降低 15%，累计单位地区生产总值二氧化碳排放应达到国家要求，预期非化石能源占能源消费总量比重为 11%
广东	《广东省大气污染防治条例》	2018 年 11 月	重点大气污染物排放实行总量控制制度。重点大气污染物包括国家确定的二氧化硫、氮氧化物等污染物和本省确定的挥发性有机物等污染物。

资料来源：广东省生态环境厅，河北省人民政府，山东省生态环境厅，郑州市人民政府，天风证券研究所

城市燃气业务为传统公用事业，较难有持续高速的成长机会。在这种特殊行业属性下，拓宽业务增长点是城燃企业持续成长的关键。**新奥能源除了存量项目带来的稳定性外，还具备内生增长性，主要体现在外延扩张节奏加快和存量项目气化率提升两方面。**

①项目扩张节奏加快：早期公司的项目获取以大中型项目为主，单个项目可接驳人口数超过 200 万的项目均在 2005 年及以前获取。随着沿线众多核心城市被分占，可获得的项目数量在逐渐减少，获取难度在逐步增加，公司新增项目数量自 2002 年之后经历了持续下滑。但是在 2009-2013 年和 2016-2019 年两个时间段内，公司新增项目数量经历了两次增长，外延扩张节奏有所加快。

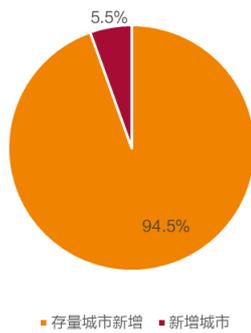
图 54：每年净新增项目数量（个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2009-2013 年，由点及面扩张为主基调：对比 2009 年末与 2013 年末新奥能源新增项目的地域分布，仅有 3 个项目属于 2009 年之后新开发的省市，其余 52 个项目均是依托现有项目的辐射扩展，其中湖南、河北和广东三省的新增项目数量较多，分别较 2009 年增加 10、12 和 13 个项目。**项目的地域格局改变并不明显，变的仅是各个点项目密度的提升。**

图 55：公司新增项目地域分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 56：部分省市 2009 与 2013 年项目数量增长情况（单位：个）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

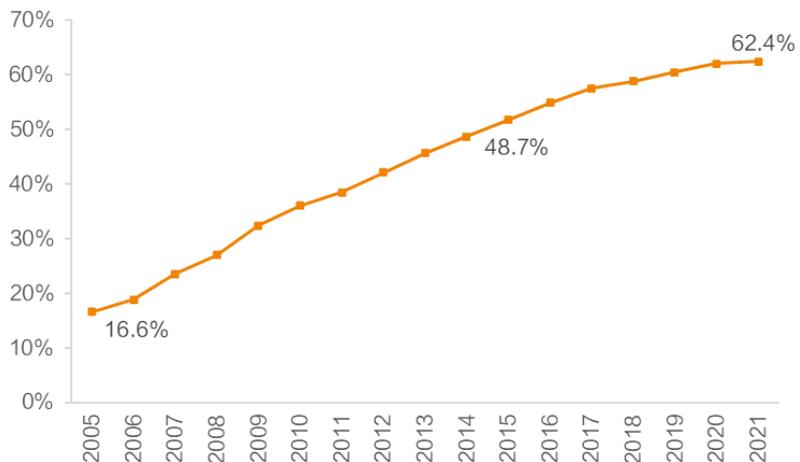
2017-2020 年，行业整合加速，外延并购节奏加快：近年来频繁的价格改革使得中小型城燃企业经营压力陡增。2017 年和 2019 年，国家发改委相继印发《关于加强配气价格监管的指导意见》和《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》。其中《关于加强配气价格监管的指导意见》将核定配气价格时的投资收益率上限确定为 7%，配气价格的上限管理规则要求城燃企业在可控的范围内尽量做到成本最优，中小型城燃企业面临较大的成本压力，加上上游供气企业的频繁调价，燃气最终销售价格的提价空间有限。《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》明确燃气工程安装收费标准原则上成本利润率不得超过 10%，城市燃气企业的购销差价进一步收窄。

在频繁的价格改革推动城市燃气公用事业属性逐步明晰的背景下，以新奥能源为代表的全国性城燃巨头，无论是在资本实力还是气源渠道方面，相对中小城燃的优势愈发显著，行业整合在中短期或将加速。公司通过策略性联盟并购及参与地方政府的招标等方式获取新的经营权，2021 年内获取了河南汝阳产业集聚区等 17 个城市燃气项目独家经营权。

②气化率仍有抬升空间

2005 年，新奥能源判断拥有管道气源且经济发达的城市，大部份已被现有营运商覆盖，叠加公司对投资回报率的严格要求，因而做出战略调整：减少获取新项目的数量，转为大力提高现有项目的气化率。借力国家城镇化率的提升，2005 至 2021 年，公司覆盖区域气化率实现从 16.6%到 62.4%的抬升，但距离成熟项目 90%的气化率仍有较大的抬升空间。

图 57：公司燃气项目气化率逐步抬升

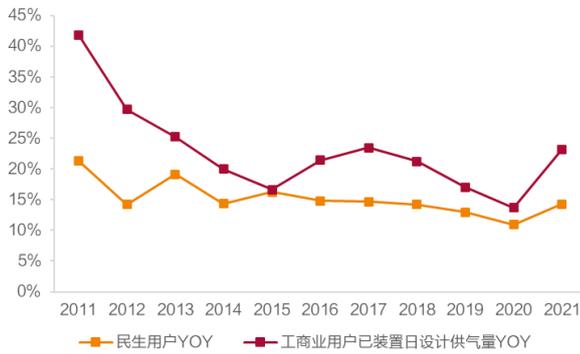


资料来源：公司公告，天风证券研究所

气化率的抬升有两个方面的好处：首先，新用户的开发每年带来稳定的接驳收入。2010-2021 年，新奥能源工商业用户日设计供气量复合增速为 22.1%，居民用户数量复合增速为 14.9%。截止 2021 年末，累计工商业用户已装置日设计供气量约为 1.63 亿立方米，

累计开发家庭用户 2583.5 万个。工程安装业务的收入方面，2021 年实现营收 80.86 亿元，同比高增 25.5%；毛利率为 54.98%，为三年来的最高。

图 58：民生用户数量及日设计供气量同比变化（%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 59：接驳业务收入及毛利情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

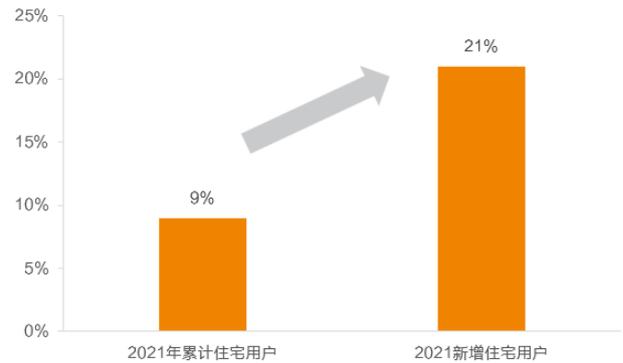
第二，开展增值业务挖掘客户资源潜在价值。新奥能源提供的增值服务包括厨房产品、供暖产品、安防产品及其他衍生产品与服务等。**从营收规模上看**，增值服务业务是新奥能源五大业务中营收规模最小的业务，2021 年相关营收 23.41 亿元，占营业收入的 2.5%。但是该业务具有较高的毛利率，2020 年与 2021 年毛利率均在 70% 以上。**渗透率方面**，2021 年增值服务在存量客户群的渗透率为 9%，在年内新开发客户群中的渗透率为 21%，未来公司增值业务还有较大的增长空间和潜力。

图 60：增值业务营业收入及毛利率（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 61：增值业务渗透率提升空间较大



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2.2. 直销业务增长迅速，上中下游协同效应优势明显

近年来广东、浙江陆续发布大用户直供政策，终端用户可自主选择气源方，为城燃企业拓展域外大客户直供带来了更多机会。公司可以借助上中下游一体化优势带来的综合性气源整合能力，依托政策打开新的增长空间。

表 8：广东、浙江天然气大用户直供政策梳理

省市	政策名称	主要内容
广东	《广东省人民政府关于印发广东省促进天然气利用实施方案的通知》	1. 省主干管网尚未通达但国家主干管网已通达的区域，经省能源主管部门同意，可由国家主干管网就近向大用户供气，原则上直供专线不再额外收取管输费用。 2. 省主干管网已通达的城镇区域，可由省主干管网就近向大用户供气。
广东	《广东省人民政府办公厅关于印发广东省加快推进城市天然气事业高质量发展实施方案的通知》	1. 按照减少供气环节、降低输气成本的原则，积极推动大用户直供。城镇燃气管网已覆盖的区域，直供用户可自主选择直供方式或城燃企业管网代输方式供气。尽快取消没有实质性管网投入的“背靠背”分输站或不需要提供输配服务的省内管道。2. 开展天然气大用户直供试点。选择部分达到直供标准的企业用户，开展天然气大用户直供试点，探索规范大用户直供申报、审批、建设和管理等事宜。

浙江 《浙江省煤炭石油天然气发展“十四五”规划》 加快城镇燃气扁平化和规模化改革。完善天然气供应格局，消除不合理中间运输环节，推动实施价格监审、新增接气点、供气管网优化等改革举措。

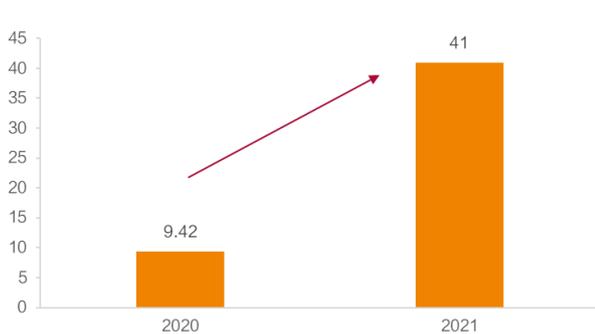
资料来源：广东省人民政府，浙江省发改委，天风证券研究所

直销气源结构方面，公司以采购国际天然气资源为主，配合国内自有和托管 LNG 液厂资源及非常规资源。其中国际资源主要通过长期购销协议及现货采购的方式，向国际天然气生产商或贸易商采购天然气；国内资源主要进行煤制气、煤层气、散井气等资源采购，同时也有部分通过控股、包销等方式获取 LNG 液厂资源。**直销气客户**主要面向国内工业、城市燃气、电厂、交通能源等领域。

2021 年公司依托庞大的下游客户及舟山接收站为业务支点，在上中下游协同效应的支撑下，直销气量价均实现较大突破。**气量方面**，2021 年全年直销气量达到 41 亿方，是 2020 年全年 9.42 亿方销量的 3.4 倍；**毛差方面**，2021 年直销气业务毛差为 0.315 元/方，2020 年的 0.157 元/方的毛差，同比增长 101%。

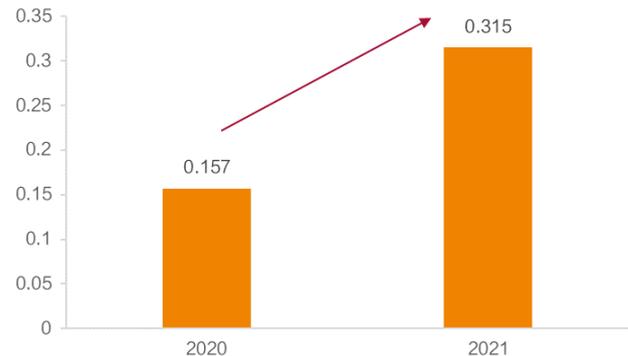
实纸结合进一步保证直销业务收益。2021 年国际 LNG 价格持续走高，JKM 由 2021 年 2 月最低点 5 美元/百万英热一路升高至超过 50 美元/百万英热，导致资源采购方面面临着较大的成本压力。公司的实纸结合团队在国际采购、市场研判、衍生产品设计及交易等方面拥有丰富经验，并且自主研发了能源交易和风险管理系统 ETMO，在能源价格处于低点时提前布仓，锁定了全年的海外采购资源成本，成功帮助公司抵御了国际资源价格大幅上涨对公司的不利影响，进一步保证了直销气业务收益

图 62：公司直销气量变化（单位：亿立方米）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

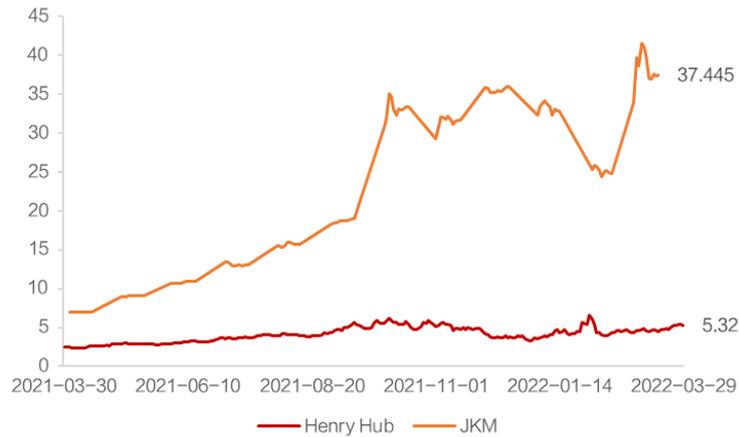
图 63：公司直销气毛利变化（单位：元/方）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2022 年直销气板块有望维持较高增速。一方面，国际气价仍然维持高位运行。截至 2022 年 4 月 1 日，TTF 五月交付的期货合约价格为 114.75 欧元/兆瓦时，一年内的涨幅高达 498.59%；另一方面，公司与美国切尼尔能源签署的每年 90 万吨的仅与亨利中心天然气价格挂钩的 LNG 长协将于今年 7 月开始执行，这将增加公司低成本的气源供应量。从全球天然气现货市场看，美国 Henry Hub 价格明显低于欧洲 TTF 价格以及东北亚的 LNG 现货价格，具有明显的成本优势。2020 年，美国 Henry Hub 现货均价为 2.03 美元 /MMBtu，低于欧洲 TTF 现货均价 3.18 美元 /MMBtu 以及东北亚 LNG 现货均价 3.82 美元 /MMBtu。故与 Henry Hub 价格挂钩的长约帮助公司锁定了较低的气源成本。**较高的国际现货价格与长约锁定的低成本气源有望进一步增厚 2022 年公司直销气板块盈利。**

图 64：近一年内 JKM 与 Henry Hub 价差（单位：美元/百万英热）



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

未来随着舟山接收站产能利用率的进一步提升，以及以国际国内资源共同组成的天然气资源池的逐步构建，公司的资源获取能力将进一步增强，直销气板块还有较大的成长空间。

4.3. 综合能源业务：打造全新发展动能

近年来随着国家大力推进煤炭、煤电等传统能源去产能，推动能源转型，需求侧的用能需求开始逐渐多元化，综合能源服务的市场需求不断扩大。综合能源业务指由单一的燃气销售变革为多品类的能源销售，由简单的满足客户燃气需求到满足客户深层次的、最终端的用能需求，如采暖、制冷、生活热水、蒸汽等。综合能源业务可将天然气、风、光、地源热、生物质等多类能源，根据客户用能规律以及当地资源禀赋，因地制宜地进行匹配与调度。同时，利用综合能源站集成技术，形成多个综合能源站之间的能源调配，以最优的运行和控制策略来满足用户的能源需求，实现能效提高和排放下降。

新奥能源于 2010 年开始探索分布式能源项目，2011 年投运包括“长沙黄花机场”、“中电雪花啤酒项目”和“新乡和浏阳工业园”在内的三个分布式能源项目。凭借分布式能源项目积累的经验和客户资源优势，新奥能源逐渐开始由单一的天然气分销商向综合能源服务商转型，着重开拓有多种能源需求的工业园区、城市区块以及公建和工业客户，以燃气为主导同时往燃气深度加工如发电和冷热供应的方向发展，拉动包括气、电、冷、热以及蒸汽在内的多种能源销售。

目前，公司的综合能源业务围绕**低碳园区、低碳工厂、低碳建筑和低碳交通**四个方面开展。**低碳园区收入上涨迅速，储备业务充足。**2021 年公司投运低碳园区 52 个，收入达到 19.6 亿元，同比大幅增加 116%；新签约园区 261 个，用能规模达 1145 亿千瓦时；**低碳工厂目前为营收占比最大的板块。**2021 年投运低碳工厂 443 个，收入达到 36.94 亿元，同比增长 53%；低碳建筑共投运 38 个，收入达 21.51 亿元，同比增长 25%。此外，公司积极布局换电站业务，目前已投运充电站 17 座，在建 20 余座；已投运换电站 3 座，在建 5 座。

表 9：公司部分综合能源项目信息

项目	低碳解决方案	减排效果
低碳园区	安徽宣城经济开发区 多能融合 ：增量配电网+风电+光伏+天然气微燃机+电厂余热； 配置储能电站 ，与配电网互补，谷储峰放，降低购电成本；实现电、热、气、数智网四网融合	节约标准煤 4.9 万吨/年；减排二氧化碳 12.8 万吨/年
	广西宜州经济开发区 可再生能源利用 ：生物质热电联产+分布式光伏； 具备碳交易潜力 ：绿电+CCER 碳资产	节约标准煤 2.6 万吨/年；减排二氧化碳 6.8 万吨/年
低碳工厂	大连中比电池 可再生能源利用 ：分布式光伏+生物质锅炉+绿电采购	减排二氧化碳 1.68 万吨/年；降低客户用能成本 208 万元/年
	河北玉田同仁堂 Serlink 能源管理切入；能源设施托管+节能	减排二氧化碳 0.95 万吨/年；降低

		咨询+光伏	客户用能成本 379 万元/年
低碳建筑	青岛红树林酒店	能源站系统设备优化, 增加节能器和变频器, 回收烟气余热, 降低电耗; 增设空气源热泵和光伏, 改进能源利用方式	减排二氧化碳 601 万吨/年; 降低客户用能成本 60 万元/年

资料来源: 新奥能源官网, 天风证券研究所

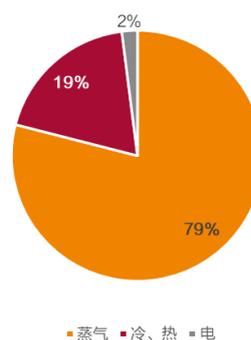
2018-2021 年, 公司累计投运的综合能源项目从 62 个增至 150 个; 综合能源销量从 28.9 亿千瓦时增至 190.65 亿千瓦时。从销量结构上看, 蒸气的占比达到 79%, 冷、热形式占到 19%。项目节能减排效果显著, 2021 年全年共为客户降低能源消耗量约 212 万吨, 降低二氧化碳排放量约 666.7 万吨。此外, 公司目前在建项目共 42 个, 当在建以及已投运项目全部达产后, 综合能源需求量预计可以达到 360 亿千瓦时。

图 65: 综合能源销量以及项目数量 (单位: 亿千瓦时, 个)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

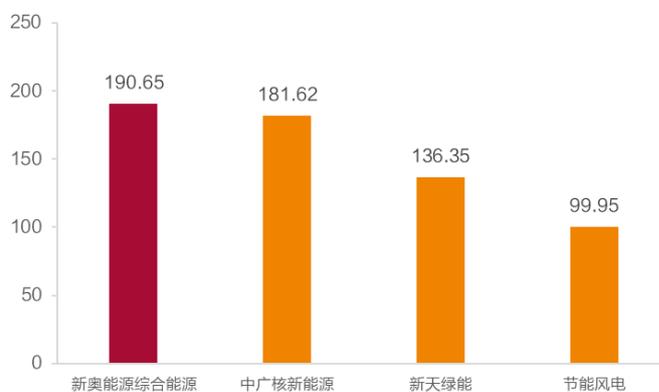
图 66: 2021 年综合能源销量结构 (%)



资料来源: 公司官网, 天风证券研究所

公司的综合能源销量在 2021 年来到 190.65 亿千瓦时, 已经超过包括中广核新能源、新天绿能和节能风电在内的中型新能源运营商 2021 年全年发电量规模。

图 67: 2021 年部分公司综合能源销量规模比较 (单位: 亿千瓦时)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

营业收入规模方面, 2015-2021 年公司综合能源业务营业收入从不足 1 亿元快速攀升至 78.05 亿元, 复合增速高达 113.2%。**毛利率方面**, 综合能源业务毛利率较为稳定, 2021 年毛利率为 17.49%, 近三年毛利率均维持在 17%以上。

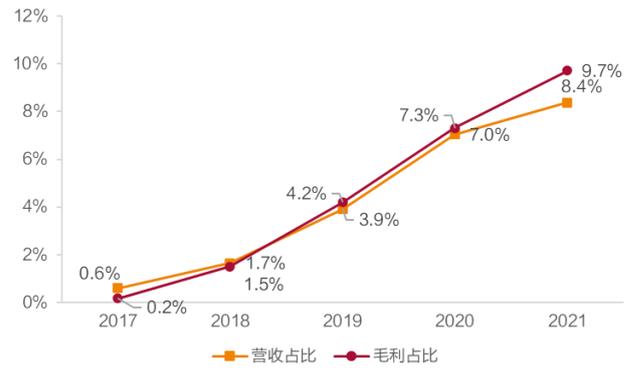
综合能源业务的快速发展使得其营收和毛利的占比逐步提升。其中营收占比从 2017 年的 0.6% 上升至 2021 年的 8.4%; 毛利占比由 2017 年的 0.2% 提升至 2021 年的 9.7%。2022 年公司给出综合能源业务收入同比增长 50% 的指引, 随着“双碳”目标的推进, 公司的综合能源业务有望维持高速增长态势。

图 68：综合能源业务高速增长（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 69：综合能源业务营收及毛利占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

我们基于以下假设，对新奥股份进行盈利预测：

(1) 天然气销售业务：天然气销售是公司业务核心，其中零售和批发业务由子公司新奥能源开展，直销业务由新奥股份开展。**零售气方面**，依托于子公司新奥能源强大的分销能力，预计公司零售气增速将持续领先行业平均增速；**直销气方面**，舟山接收站产能的释放有望强化公司海外气源的获取能力，此外 2022 年国际气价的持续高位运行将带来海外转售的利润增量，我们预估 2022 年直销气板块将继续维持高增速。

(2) 工程施工与安装业务：十四五期间城镇化率将提升至 65%，这将带来新增住房接驳需求；同时存量项目气化率仍有提升空间，每年新增居民及工商业用户接驳数有望维持平稳增长。

(3) 综合能源业务：在两碳目标下清洁用能的需求持续增长，公司目前客户资源积累深厚，有望凭借综合能源业务持续挖掘存量用户价值。

(4) 能源化工业务：随着煤炭业务产量的回升以及煤价的高位运行，2022 年预计煤炭板块能够持续增厚公司业绩。

结合以上假设，我们预计公司 2022 至 2024 年实现营业收入 1385.61、1567.44 和 1766.57 亿，同比分别增长 19.42%、13.12%以及 12.7%；实现净利润 54.2、60.33 和 66.82 亿元，同比分别增长 32.14%、11.32%和 10.76%。

表 10：公司核心经营数据预测表

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
售气量 (亿方)	305.11	372	412.63	478.50	544.21
YoY	13%	22%	11%	16%	14%
零售 (亿方)	219.53	252.70	288.08	325.53	364.59
YoY	10.18%	15.11%	14%	13%	12%
批发 (亿方)	76.16	78.3	79.87	81.46	83.09
YoY	8.20%	2.81%	2%	2%	2%
直销 (亿方)	9.42	41	44.69	71.50	96.53
YoY	554.17%	335.24%	9%	60%	35%
新增接驳户数 (万户)	229.3	262.2	249.09	254.07	259.15
YoY	-4.34%	14.35%	-5%	2%	2%
新增工商业日设计供气量 (万方)	1,707.80	2,103.60	2,002.63	2,092.75	2,134.60
YoY	-5.94%	23.18%	-4.80%	4.5%	2.0%

综合能源销售量 (亿千瓦时)	120.42	190.65	305.04	427.06	555.17
YoY	75.87%	58.32%	60%	40%	30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 11：公司业务拆分表（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
天然气业务（零售、批发和直销）				
营业收入	870.95	1021.29	1128.33	1257.19
YoY	33.86%	17.26%	10.48%	11.42%
毛利润	88.63	122.20	137.76	156.14
YoY	6.55%	37.89%	12.73%	13.34%
毛利率	10.18%	11.97%	12.21%	12.42%
综合能源业务				
营业收入	87.26	139.62	195.46	254.10
YoY	52.74%	60%	40%	30%
毛利润	15.77	26.53	36.16	45.74
YoY	44.17%	68%	36%	26%
毛利率	18.1%	19.0%	18.5%	18.0%
能源化工业务				
营业收入	69.00	80.04	83.35	85.17
YoY	23.45%	16%	4%	2%
毛利率	15.29	22.44	21.90	21.08
YoY	58.23%	47%	-2%	-4%
毛利率	22.2%	28.0%	26.3%	24.8%
工程安装业务				
营业收入	104.09	104.41	109.21	113.68
YoY	8.27%	0.31%	4.59%	4.10%
毛利率	52.45	52.21	54.60	56.84
YoY	24.85%	-0.46%	4.59%	4.10%
毛利率	50.4%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5.2. 估值

由于公司的业务涉及天然气的零售、批发与直销、能源生产以及综合能源业务等，资产和业务的差异较大，因此我们采用分部估值法对公司进行估值。

天然气相关业务

天然气相关业务包括天然气零售、批发，工程安装以及延伸业务。我们预计天然气相关业务在 2022 年可实现归母净利润 20.1 亿元。2022 年可比公司预期平均 PE 倍数为 11.24 倍，由于新奥股份已经实现上中下游一体化，上游有较强的优质资源获取能力，下游有较强的分销能力，舟山接收站资产的注入将进一步增强上中下游的协同效应，我们给予 2022 年天然气相关业务目标 PE 15 倍，该项业务 2022 年对应市值为 300.8 亿元。

表 12：天然气相关业务可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价	EPS (元/股)				PE (倍)		
		2022/4/1	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	
1193.HK	华润燃气	33.60	2.93	3.23	3.54	11.47	10.40	9.49	
1083.HK	港华智慧能源	4.17	0.59	0.73	0.88	7.07	5.71	4.74	
0135.HK	昆仑能源	6.90	0.67	0.73	0.80	10.30	9.45	8.63	

2688.HK	新奥能源	120.00	7.45	8.31	8.93	16.11	14.44	13.44
行业平均						11.24	10.00	9.07

资料来源: wind, 天风证券研究所

综合能源业务

我们预计公司综合能源业务在 2022 年能够实现归母净利润 7.05 亿元。2022 年可比公司预期平均 PE 倍数为 29.56 倍。公司综合能源业务处于高速发展期, 2015-2021 年综合能源业务营收复合增速高达 113.2%。我们给予 2022 年综合能源业务目标 PE23 倍, 该项业务 2022 年对应市值为 162.1 亿元。

表 13: 综合能源业务可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			
		2022/4/1	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
002015	协鑫能科	17.61	0.59	0.79	0.99	1.28	29.85	22.29	17.79	13.76
688599	天合光能	56.50	0.59	0.94	1.69	2.23	95.76	60.11	33.43	25.34
003035	南网能源	7.12	0.13	0.14	0.19	0.25	54.77	50.86	37.47	28.48
行业平均							44.42	29.56	22.52	

资料来源: wind, 天风证券研究所

能源化工与直销气业务

能源化工业务包括煤炭及甲醇的生产、销售、化工贸易。我们预计能源化工业务在 2022 年能够实现归母净利润 9.21 亿元; 直销气业务在 2022 年能够实现归母净利润 17.9 亿元。2022 年可比公司预期平均 PE 倍数为 9.33 倍, 我们给予 2022 年能源化工与直销气业务目标 PE9 倍, 2022 年对应市值为 243.89 亿元。

表 14: 煤炭及能源化工业务可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			
		2022/4/1	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
601088	中国神华	29.53	2.53	2.94	3.06	3.27	11.67	10.04	9.65	9.03
600188	兖矿能源	37.99	3.34	4.41	4.65	5.58	11.37	8.61	8.17	6.81
行业平均							11.52	9.33	8.91	7.92

资料来源: wind, 天风证券研究所

综上, 2022 年我们预估公司天然气相关业务、综合能源业务、能源化工与直销气业务的对应市值分别为 300.8、162.1 和 243.89 亿元, 预估总市值为 706.7 亿元, 对应目标股价为 24.83 元/股, 维持“买入”评级。

6. 风险提示

上游气源价格未明显回落: 2021 年全球天然气价格大幅上涨抬升上游气源采购成本, 公司售气毛差持续承压, 若 2022 年天然气价格未出现明显回落, 公司的毛差修复速度或低于预期, 同时高价格会对敏感度高的客户的需求产生压制。

政策端超预期利空: 天然气属公用事业, 在产业复苏背景下, 政策端或更多考虑下游纾困需求, 对城燃企业部分业务的盈利水平进行压制。

行业整合节奏不及预期: 对中小型城燃项目的整合的加速, 是公司重要成长逻辑, 行业整合节奏的不及预期或将严重损害公司成长性。

公司综合能源业务扩张不及预期: 综合能源是公司长期发展的重要增量。由于定制化属性较强、前期投资较大, 业务复制及扩展存在一定不确定性。

天然气市场化改革的风险: 国家管网成立标志着我国天然气管网运营机制市场化改革取得重大成果。国家管网公司正式运行时间尚短, 可能存在因其运营经验不足, 导致公司无法

按约定使用接收站窗口，进而影响公司海外采购业务开展的情况。

安全经营的风险：天然气属于易燃、易爆气体，天然气的储存、配送对安全经营要求很高。未来如果由于储存、配送运输设备意外发生故障、员工操作不当或者自然灾害等原因，导致发生火灾、爆炸等安全事故，威胁生产人员的健康和安全，安监部门可能要求停工、检修，将会给生产经营带来损失，从而影响标的公司的持续经营能力。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	12,628.67	11,440.21	23,082.39	40,574.33	62,699.51	营业收入	88,098.77	116,030.99	138,561.42	156,743.77	176,656.86
应收票据及应收账款	4,135.90	7,023.37	2,983.84	10,213.76	3,602.65	营业成本	71,782.44	96,513.02	113,790.23	128,558.53	145,217.33
预付账款	3,403.43	4,011.28	3,194.41	5,040.75	4,844.09	营业税金及附加	569.36	634.84	758.11	857.59	966.54
存货	1,998.61	3,138.40	2,551.11	3,876.81	3,384.05	销售费用	1,210.19	1,445.89	1,524.18	1,802.55	2,058.71
其他	6,188.95	11,515.76	6,060.68	13,868.92	7,736.52	管理费用	3,309.39	3,763.55	4,364.68	5,015.80	5,829.68
流动资产合计	28,355.56	37,129.02	37,872.43	73,574.58	82,266.82	研发费用	585.08	1,035.32	900.65	1,208.71	1,255.27
长期股权投资	5,559.72	5,995.50	5,995.50	5,995.50	5,995.50	财务费用	377.10	505.04	526.10	580.47	562.82
固定资产	48,207.03	56,833.30	54,027.99	51,222.68	48,417.38	资产/信用减值损失	(267.95)	(584.86)	0.00	0.00	0.00
在建工程	7,823.41	4,477.43	4,477.43	4,477.43	4,477.43	公允价值变动收益	(81.04)	456.50	(85.10)	0.00	0.00
无形资产	8,148.33	10,618.44	10,066.15	9,513.86	8,961.58	投资净收益	404.38	1,178.90	1,100.00	1,100.00	1,126.29
其他	8,842.76	10,175.57	8,752.40	9,298.79	8,865.88	其他	(375.06)	(2,446.80)	0.00	0.00	(0.00)
非流动资产合计	78,581.25	88,100.24	83,319.47	80,508.27	76,717.76	营业利润	10,584.88	13,529.59	17,712.36	19,820.11	21,892.80
资产总计	109,523.85	127,933.92	121,191.90	154,082.85	158,984.58	营业外收入	83.20	164.57	131.95	126.57	141.03
短期借款	9,605.12	7,972.34	8,780.00	9,000.00	10,500.00	营业外支出	233.43	227.71	50.00	138.86	94.43
应付票据及应付账款	10,221.26	13,162.58	8,963.30	16,034.19	14,518.36	利润总额	10,434.65	13,466.45	17,794.31	19,807.83	21,939.40
其他	15,774.28	17,743.62	23,048.23	36,549.02	27,732.30	所得税	2,601.58	2,936.00	3,879.57	4,318.57	4,783.30
流动负债合计	35,600.66	38,878.54	40,791.53	61,583.21	52,750.66	净利润	7,833.07	10,530.45	13,914.73	15,489.26	17,156.10
长期借款	4,718.04	5,698.28	5,550.00	5,000.00	6,500.00	少数股东损益	5,726.11	6,428.80	8,494.89	9,456.13	10,473.73
应付债券	10,784.24	9,840.96	10,800.00	10,320.48	10,560.24	归属于母公司净利润	2,106.96	4,101.65	5,419.84	6,033.12	6,682.36
其他	7,694.92	10,836.04	7,700.00	9,268.02	8,484.01	每股收益(元)	0.74	1.44	1.90	2.12	2.35
非流动负债合计	23,197.20	26,375.28	24,050.00	24,588.50	25,544.25	主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	74,252.05	81,768.38	64,841.53	86,171.71	78,294.91	成长能力					
少数股东权益	27,139.51	31,332.32	37,648.02	44,678.38	52,465.29	营业收入	550.46%	31.71%	19.42%	13.12%	12.70%
股本	2,599.98	2,845.85	2,845.85	2,845.85	2,845.85	营业利润	738.79%	27.82%	30.92%	11.90%	10.46%
资本公积	0.00	2,855.38	2,855.38	2,855.38	2,855.38	归属于母公司净利润	74.90%	94.67%	32.14%	11.32%	10.76%
留存收益	5,351.46	8,765.30	12,794.79	17,280.24	22,248.38	获利能力					
其他	180.85	366.69	206.33	251.29	274.77	毛利率	18.52%	16.82%	17.88%	17.98%	17.80%
股东权益合计	35,271.80	46,165.54	56,350.37	67,911.14	80,689.67	净利率	2.39%	3.53%	3.91%	3.85%	3.78%
负债和股东权益总计	109,523.85	127,933.92	121,191.90	154,082.85	158,984.58	ROE	25.91%	27.65%	28.98%	25.97%	23.68%
						ROIC	51.73%	23.68%	25.64%	27.94%	35.19%
						偿债能力					
						资产负债率	67.80%	63.91%	53.50%	55.93%	49.25%
						净负债率	55.46%	41.90%	16.23%	-13.35%	-34.70%
						流动比率	0.61	0.72	0.93	1.19	1.56
						速动比率	0.57	0.66	0.87	1.13	1.50
						营运能力					
						应收账款周转率	29.16	20.80	27.69	23.75	25.57
						存货周转率	45.96	45.17	48.71	48.77	48.66
						总资产周转率	1.32	0.98	1.11	1.14	1.13
						每股指标(元)					
						每股收益	0.74	1.44	1.90	2.12	2.35
						每股经营现金流	4.37	4.75	4.64	7.60	7.99
						每股净资产	2.86	5.21	6.57	8.16	9.92
						估值比率					
						市盈率	24.34	12.50	9.46	8.50	7.67
						市净率	6.31	3.46	2.74	2.21	1.82
						EV/EBITDA	5.12	4.94	4.15	3.28	2.60
						EV/EBIT	6.33	5.90	4.92	3.82	2.99

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com