

公用事业 | 燃气 II
非金融 | 首次覆盖报告



2026 年 05 月 20 日

新天然气 (603393. SH)

——能源安全核心标的 油气煤炭资源版图全面扩张

投资评级：买入（首次）

投资要点：

证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com

联系人

秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 05 月 19 日

收盘价（元）	30.39
一年内最高/最低（元）	44.00/26.22
总市值（百万元）	12,882.97
流通市值（百万元）	12,861.70
总股本（百万股）	423.92
资产负债率（%）	48.63
每股净资产（元/股）	22.22

资料来源：聚源数据

- **城燃起家，转型天然气上游开发。**公司由新疆城燃起家，转型为民营天然气上游开发标的。2018 年并购亚美能源并获得其控制权，获取潘庄、马必区块稀缺煤层气资源，进军天然气上游开发领域，2023 年完成亚美能源港股私有化；2023 年收购亚太石油，获取紫金山区块；2024 年收购中能控股、共创投控获取喀什北区块常规油气资源，并取得三塘湖煤炭资源、贵州丹寨页岩气区块等项目，资源储备丰富。
- **“十五五”强调能源安全，全面布局非常规气、常规油气、煤炭资源。**“十五五”规划强调能源安全，坚持油气核心需求自主保障，实施中长期油气增储上产战略行动，确保天然气产量稳步增长，加强煤制油气产能和技术储备。外部地缘政治因素扰动下能源安全重要性凸显，公司全面覆盖非常规气、常规油气及煤炭资源，有望充分受益于我国保障能源安全、实现油气增储上产和加强煤制油气产能。
- **潘庄稳产，马必产量爬坡，紫金山有望放量，公司煤层气开采板块有望增量提价。**潘庄区块已进入生产阶段，产量整体保持稳定在 10 亿立方米以上，未来有望保持稳产；马必区块目前处于产量爬坡期，南区已进入生产阶段，设计产能 10 亿立方米/年，北区开发进度持续推进，2025 年马必区块煤层气产量 9.51 亿立方米，同比增加 9.31%，持续放量有望助力公司产能建设接续及产量提升。紫金山区块是公司上游资源接续的重要储备，预测深部煤层气资源量 1200 亿方，致密气资源量 300 亿方，资源储量丰富，伴随项目进度推进有望打开成长空间，同时海气价格上涨及其进口成本有望对国产气价格形成有力支撑，公司煤层气开采销售板块有望实现量价齐升。
- **项目储备丰富，业务版图延伸，深度布局煤制油气。**公司三塘湖煤炭资源为富油煤，具备高油气含量的资源禀赋，有望通过煤炭分级分质利用及煤制气等形式为公司贡献增长空间；喀什北常规油气项目第一指定区已进入生产期，产量下跌趋势有望扭转，并逐步提升产量到预设产能；第二指定区具备较大勘探开发潜力，有望贡献增量；贵州丹寨两个区块保守估计页岩气资源量 500-1000 亿立方米，具备年产 2-3 亿立方米以上的规模开发潜力；甘肃庆阳深部煤制气示范项目预计 2026 年一期项目投产，对于三塘湖项目的示范作用及 UCG 后续规模化发展具备重要意义。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 9.41/10.86/11.12 亿元，同比增速分别为+16.65%/+15.42%/+2.40%，当前股价对应的 PE 分别为 14/12/12 倍。公司拥有优质煤层气开发资源，油气煤炭资源版图全面扩张打开成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**项目合同到期无法续约风险；项目推进不及预期；天然气价格下滑风险。

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,777	3,924	4,458	4,990	5,183
同比增长率（%）	7.40%	3.89%	13.62%	11.94%	3.85%
归母净利润（百万元）	1,185	807	941	1,086	1,112
同比增长率（%）	13.12%	-31.92%	16.65%	15.42%	2.40%
每股收益（元/股）	2.80	1.90	2.22	2.56	2.62
ROE（%）	14.55%	8.80%	9.31%	9.70%	9.04%
市盈率（P/E）	10.87	15.97	13.69	11.86	11.58

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 44.58/49.90/51.83 亿元，同比增速分别为+13.62%/+11.94%/+3.85%；预计 2026–2028 年归母净利润分别为 9.41/10.86/11.12 亿元，同比增速分别为+16.65%/+15.42%/+2.40%，当前股价对应的 PE 分别为 14/12/12 倍。

从可比公司估值来看，我们选取同为上游煤层气开发公司的首华燃气作为可比公司，首华燃气 2026–2028 年 PE 分别为 19/12/9 倍。公司拥有优质煤层气开发资源，储备项目丰富有望打开成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

假设公司 2026–2028 年天然气产量分别为 28.6、33.3、33.2 亿立方米。

投资逻辑要点

公司由新疆城燃起家，转型为民营天然气上游开发标的。“十五五”强调能源安全，公司通过多次收并购获取潘庄、马必、紫金山区块上游稀缺煤层气开发资源，2024 年以来公司先后获取贵州丹寨页岩气资源、喀什北区块常规油气资源、三塘湖煤炭资源等，逐步实现非常规气、常规油气及煤炭资源全面布局，为自主保障油气核心需求、布局煤制油气的核心标的。公司潘庄区块已进入稳产阶段，马必区块持续放量有望助力公司产能建设接续及产量提升，紫金山区块是公司上游资源接续的重要储备，有望打开成长空间。其中三塘湖煤炭资源为富油煤，具备高油气含量的资源禀赋，有望通过煤炭分级分质利用及煤制气等形式为公司贡献增量利润空间。

核心风险提示

项目合同到期无法续约风险；项目推进不及预期；天然气价格下滑风险。

内容目录

1. 民营天然气上游开发标的 资源版图持续扩张	6
1.1. 城燃起家 历次收购向上游天然气开发延伸	6
1.2. 收购亚美能源获取稀缺煤层气资源 业绩中枢显著提升	7
2. “十五五”强调能源安全 具备稀缺煤层气开采资源	10
2.1. “十五五”国产气能源安全保供作用突出 增储上产推进	10
2.2. 潘庄稳产 马必进入产量爬坡期 紫金山有望放量	13
3. 项目储备充足 全面布局油气煤炭资源	17
3.1. 三塘湖项目煤炭属富油煤 具备优质的资源禀赋	17
3.2. 收购喀什北常规油气项目 有望贡献增量	20
3.3. 获取贵州丹寨页岩气资源探矿权 丰富非常规气资源储备	21
3.4. 布局庆阳深部煤制气示范项目 有望实现规模化发展	22
4. 盈利预测与评级	24
5. 风险提示	24

图表目录

图表 1： 公司发展历程	6
图表 2： 公司股权结构（截至 2025 年底）	7
图表 3： 公司各业务介绍	7
图表 4： 公司项目梳理	8
图表 5： 2016-2025 年公司营业收入及增速（亿元）	9
图表 6： 2016-2025 年公司归母净利润及增速（亿元）	9
图表 7： 2016-2025 年公司营业收入结构（亿元）	9
图表 8： 2016-2025 年公司毛利结构（亿元）	9
图表 9： 2016-2025 年公司各分部毛利率	10
图表 10： 2016-2025 年新天然气资产负债率	10
图表 11： 2016-2025 年新天然气现金流净额（亿元）	10
图表 12： 我国天然气产量累计值及同比增速（亿立方米）	11
图表 13： 2016-2025 年我国天然气供给结构	11
图表 14： 2012-2025 年我国煤层气产量及增速（亿立方米）	11
图表 15： 2013-2025 年山西省煤层气分省产量及占比（亿立方米）	12
图表 16： 全球主要市场 LNG 价格指数（美元/百万英热）	12
图表 17： 我国煤层气补贴政策变化	13
图表 18： 潘庄、马必 PSC 合同	13
图表 19： 2016-2025 年潘庄、马必区块煤层气产量（亿立方米）	14
图表 20： 2016-2025 年潘庄、马必区块煤层气产销比率	14
图表 21： 2016-2025 年潘庄、马必区块平均销售价格（元/立方米）	14
图表 22： 我国 LNG 出厂价格指数（元/吨）	14
图表 23： 紫金山、石楼西区块地理位置	16
图表 24： 首华燃气石楼西区块致密气储量情况（截至 2025 年底）	16
图表 25： 首华燃气石楼西区块煤层气储量情况（截至 2025 年底）	16
图表 26： 2019-2025 年首华燃气石楼西区块天然气产量（亿立方米）	17
图表 27： 2020-2025 年首华燃气天然气平均销售单价（含税，元/立方米）	17
图表 28： 我国富油煤资源分布示意图	18
图表 29： 新疆富油煤资源分布	19

图表 30: 煤分质利用技术路线图	20
图表 31: 喀什北区块第一指定区分成合同	21
图表 32: 中能控股天然气业务营业收入及增速 (亿港元)	21
图表 33: 中能控股天然气业务税前经营利润及增速 (亿港元)	21
图表 34: 我国页岩气产量及占比 (亿立方米)	22
图表 35: 气化通道径向煤壁内的反应过程	23
图表 36: 可比公司估值表	24

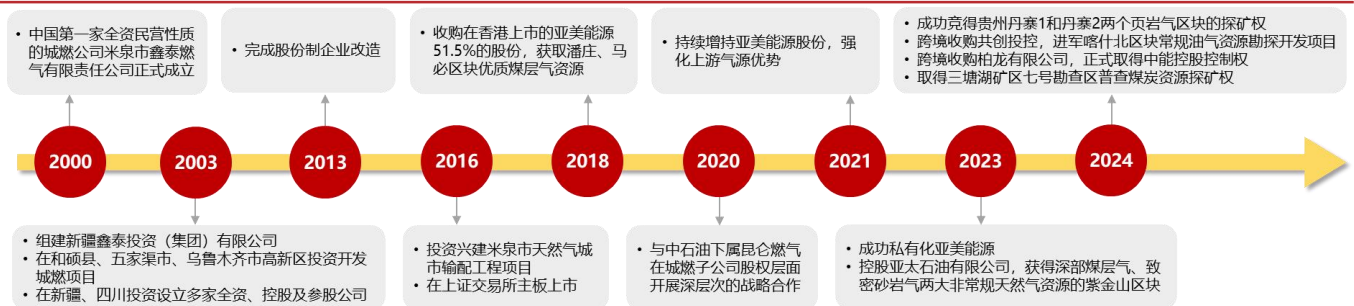
1. 民营天然气上游开发标的 资源版图持续扩张

1.1. 城燃起家 历次收购向上游天然气开发延伸

从新疆城燃起家，以稀缺上游煤层气开发作为增长引擎，成功实现从下游城燃向上游资源型企业的全产业链延伸。公司成立于2000年，是我国领先的民营天然气全产业链运营商之一。公司主要业务为城市天然气的输配、销售、入户安装以及非常规天然气、常规油气和煤炭资源的勘探开发，基本实现了“上有资源、中有管网、下有客户”的完整产业链布局。公司于2016年9月在上海证券交易所主板上市。

通过一系列战略收并购实现上游资源版图持续扩张。早期公司深耕新疆本地市场，先后在米泉、五家渠等地开展燃气项目。2018年，公司成功要约收购亚美能源控股权，获取山西沁水盆地潘庄及马必核心区块煤层气资源，迈出向上游跨越的关键一步。2020年，公司与昆仑燃气在城燃子公司股权层面开展深层次的战略合作，将持有的米泉鑫泰、乌市鑫泰、阜康鑫泰、五家渠鑫泰、鑫泰长通各51%股权转让给昆仑燃气。2023年，公司完成亚美能源私有化并购亚太石油获取紫金山煤层气区块。2024年，公司成功获取塔里木盆地喀什北常规油气区块、贵州丹寨页岩气区块及哈密三塘湖煤炭资源，项目资源储备丰富。2025年公司通过公司境外附属公司佳鹰有限公司向中能控股其他股东发起强制性全面要约，2026年2月，公司发布全面要约结果，本次要约结束后公司通过佳鹰公司等合计持有中能控股已发行股份总数的59.15%。

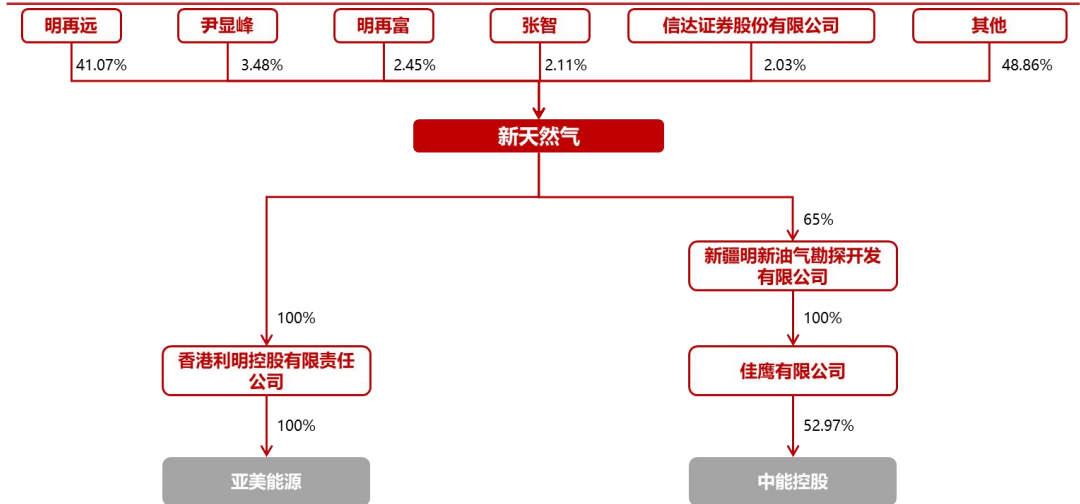
图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

实际控制人为明再远先生，股权结构稳定集中。截至2025年底，公司实控人及一致行动人合计持股43.52%，其中实际控制人明再远持股41.07%，一致行动人明再富持股2.45%。

图表 2：公司股权结构（截至 2025 年底）



资料来源：wind，华源证券研究所

1.2. 收购亚美能源获取稀缺煤层气资源 业绩中枢显著提升

天然气产业链一体化布局，常规气、非常规气、煤炭资源开发全覆盖。公司主要从事城市天然气的输配、销售、入户安装以及非常规天然气、常规油气和煤炭资源的勘探开发业务。公司在新疆天山南北 8 个城市（区、县）拥有城市燃气特许经营权，在山西沁水盆地、鄂尔多斯盆地东缘地区、新疆塔里木盆地和贵州地区主要经营潘庄、马必、紫金山、喀什北、丹寨 1、丹寨 2 等常规油气和非常规天然气区块的勘探、开发和生产，在新疆哈密地区主要经营三塘湖矿区七号煤炭资源的勘探、开发和生产，为国内少有的常规天然气和三大非常规天然气及煤炭资源开发全覆盖的公司。

图表 3：公司业务介绍

产品及服务类别	用户类型	主要用途
天然气销售	居民用户、商业用户、工业用户及 CNG 汽车用户等	厨用、采暖、CNG 汽车等燃料用气及工业原料用气
天然气入户安装	居民用户、商业用户、工业用户等用气场所固定用户	为各类用户开始使用天然气前的必要步骤
压缩天然气运输	加气站	CNG 汽车燃料用气运输服务
煤层气开采销售	管道运营商、城市燃气公司及工业用户	为下游生产型用户提供气源保障
常规油气开采销售	中石油	中石油通过南疆天然气管网运输并沿途销售

资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司项目梳理

项目名称	项目类型	地理位置	规划产能	持股比例	合作方	分成比例	签约时间	到期时间	目前进度
潘庄区块	煤层气	山西沁水盆地	稳产 10 亿方/年	100%	中联煤层气（中海油）	80%	2003/3/3	2028 年	
马必区块	煤层气	山西沁水盆地	南区 10 亿方/年；北区 076 井区 4.5 亿方/年；MB105 井区和 NS02 井区 4.8 亿方/年	100%	中石油下属华北油田	70%	2004/7/15	2034 年	马必北区 076 井区总体开发方案已获批；马必北区 MB105 井区和 NS02 井区开发方案预计 2026 年底 2027 年初完成审批；马必区块薄煤层预计 2027 年、2028 年分别完成薄煤层储量报告备案和开发方案审批工作；马必区块未探明区有利区之 MB127 井区预计 2027 年完成开发方案审批
紫金山区块	煤层气、致密气	鄂尔多斯盆地东缘	深部煤层气 10 亿方/年；致密气 5 亿方/年	51%	中石油		勘探期未明确		勘探阶段仅产出少量致密气，计划提交除 ZJS10 井区之外其他井区的致密气新增探明地质储量 150 亿立方米，及 2026 年底前完成累计提交深部煤层气探明储量 500 亿方
喀什北区块	常规油气	新疆塔里木盆地	第一指定区 11.1 亿方/年 第二指定区	52.97 %	中石油	49%	2009/6/1	2039 年	第一指定区 2020 年 10 月进入商业生产期，优化增产方案已获批 第二指定区预计钻井 2026 年初进入目的层，如果勘探结果符合预期，会陆续进行新钻评价井和开发井等，预计 2026 年即会有一定气量表现
贵州丹寨区块	页岩气	贵州	2-3 亿方/年						预计 2026-2027 年会有少量试采产量、2028 年开始形成一定规模产量，2029-2030 年进入上产期
三塘湖项目	富油煤	新疆哈密	矿山建设 1500 万吨/年；煤炭清洁高效利用一体化示范项目 1500 万吨/年	65%					煤矿项目可研报告已于近期通过相关评审及专家意见答复，为项目后续探转采、产能核准、用地规划等各项审批手续顺利推进筑牢基础；煤化工项目已完成可研报告编制，计划近期完成项目备案申报。
庆阳项目	深部煤制气（UCG）	甘肃庆阳	一期气化采煤 80 万吨/年，蓝氢 3 亿方/年，LNG 约 9 万吨/年						已完成六个区块的竞拍，勘探工作同步推进中，测试工程已经完成立项，规划 2026 年一期项目投产

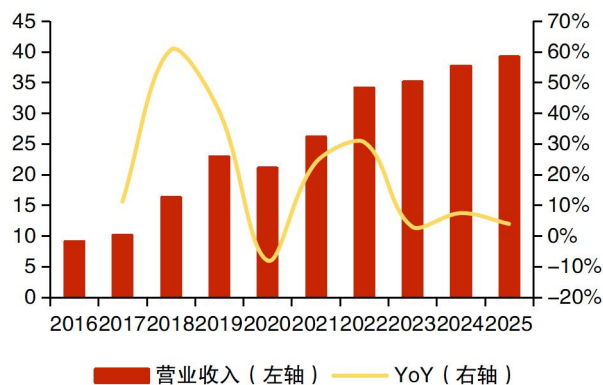
资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所。备注：截至 2026 年一季度末。

收购亚美能源后营收及归母净利润中枢显著提升，减值影响下 2025 年业绩短期承压。

公司于 2018 年收购亚美能源并获得其控制权，开始从事煤层气勘探、开发与生产，并于 2023 年完成亚美能源港股私有化，显著增厚公司营业收入及归母净利润。2021 年由于公司天然气销量增加和价格提升及其他非经常损益等因素影响，公司归母净利润大幅增长至 10.28 亿元。2022 年起马必区块进一步放量，公司营收及归母净利润整体呈现稳定增长趋势。2025 年公司实现营业收入 39.24 亿元，同比增长 3.9%；实现归母净利润 8.07 亿元，同比下降 31.9%；2025 年公司资产减值损失 3.95 亿元（2024 年为收益 56.92 万元），主要因商誉、油气资产

减值所致；2025 年公司信用减值损失 1.22 亿元（2024 年为 0.50 亿元），主要因部分应收款项账期延长，计提相应信用减值损失所致；2025 年公司财务费用 2.42 亿元，同比增加 1.02 亿元，主要因新增借款，财务费用增长所致，综合影响下公司 2025 年业绩短期承压。

图表 5：2016-2025 年公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：2016-2025 年公司归母净利润及增速（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

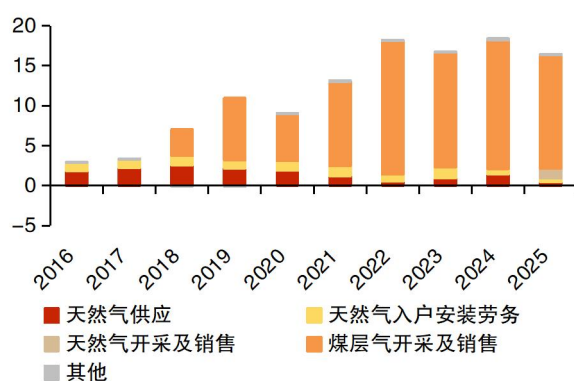
收购亚美能源后煤层气开采及销售业务贡献主要营收及毛利增量。分部来看，2024-2025 年煤层气开采及销售业务营收占比 75%以上，毛利占比 85%以上。2025 年公司天然气供应、天然气入户安装劳务、天然气开采及销售、煤层气开采及销售业务营收占比分别为 12.5%、3.0%、5.4%、77.8%，毛利占比分别为 2.9%、2.7%、7.4%、86.3%。2025 年公司煤层气开采及销售业务毛利率为 46.5%，部分受到折旧折耗成本增加影响。

图表 7：2016-2025 年公司营业收入结构（亿元）



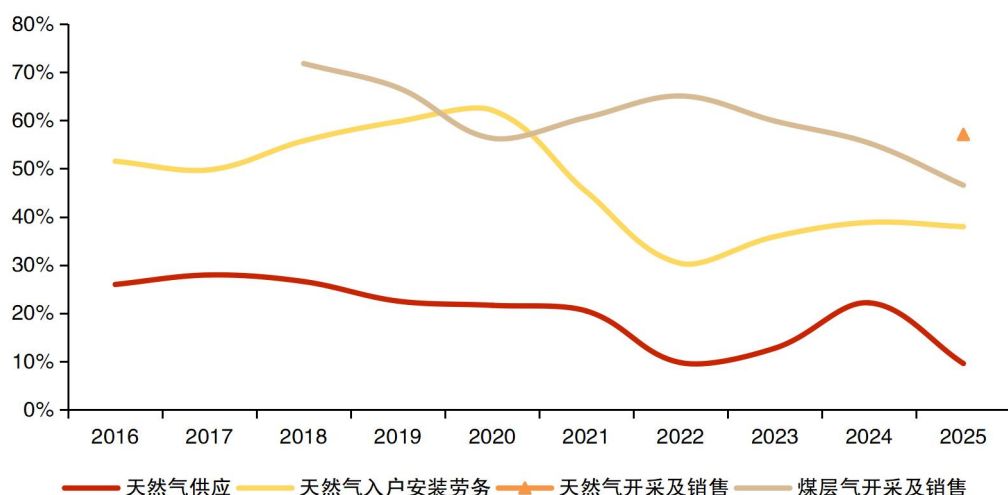
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：2016-2025 年公司毛利结构（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

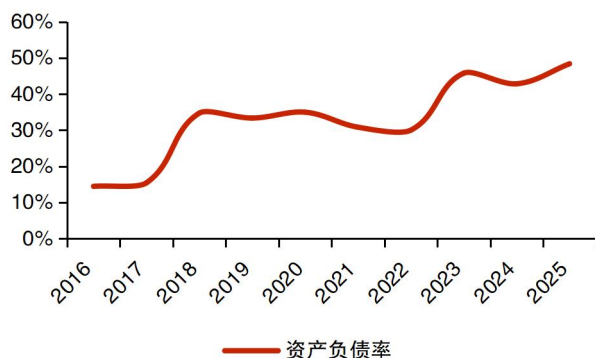
图表 9：2016-2025 年公司各分部毛利率



资料来源：公司公告，华源证券研究所

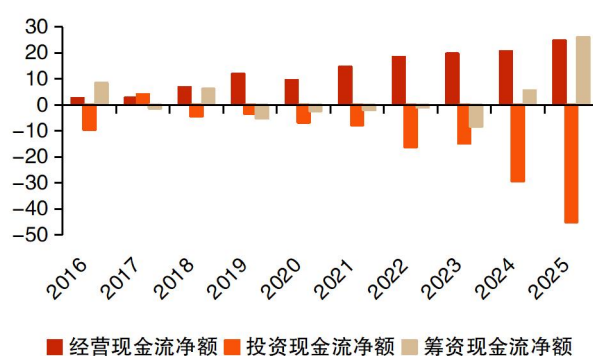
资产负债率有所提升，投资性现金流净流出规模扩大。由于近年来持续收并购新项目及增加对外支出，公司资产负债率呈现阶梯式提升趋势，截至 2025 年底公司资产负债率提升至 48.4%，同时公司投资性现金流净流出规模显著提升，2025 年公司经营性现金流净额 24.79 亿元，投资性现金流净流出 45.00 亿元。

图表 10：2016-2025 年新天然气资产负债率



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 11：2016-2025 年新天然气现金流净额（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

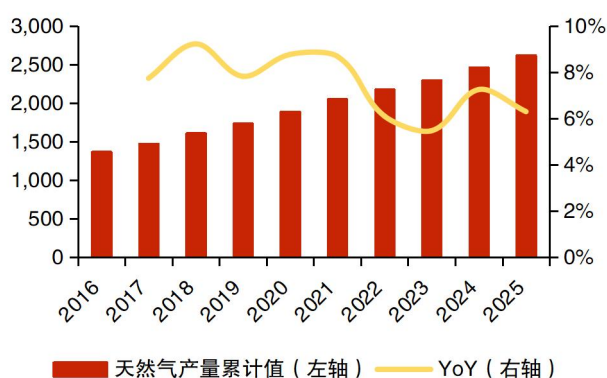
2. “十五五”强调能源安全 具备稀缺煤层气开采资源

2.1. “十五五”国产气能源安全保供作用突出 增储上产推进

“十五五”强调能源安全，确保国产气产量稳步增长。2025 年为我国油气增储上产“七年行动计划”收官之年，按照“常非并进、海陆并举”的发展战略，近年来我国天然气增储上产成效显著，常规天然气开发保持较高增长态势，页岩气、煤层气、致密气等各种非常规

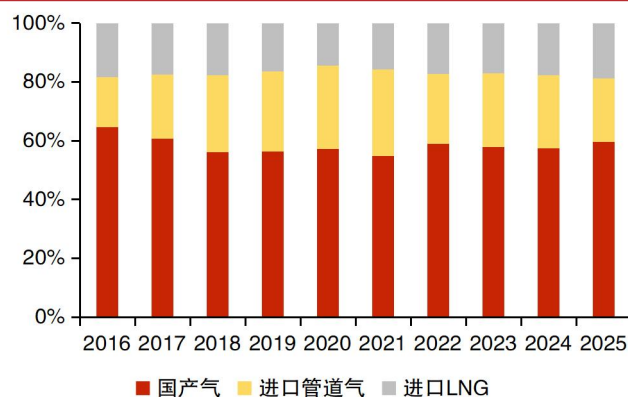
天然气勘探开发也取得了重大进展，2019 年以来我国天然气产量稳定增长，2025 年全年我国规上工业天然气产量 2619 亿立方米，同比增长 6.2%，较 2019 年产量增长 50.8%，国产气供应能力进一步增强、占比进一步提升。“十五五”规划提出强化能源资源供应保障：“坚持立足国内、补齐短板、多元保障、强化储备，加强能源产供储销体系建设。坚持油气核心需求自主保障，实施中长期油气增储上产战略行动，确保天然气产量稳步增长，加强煤制油气产能和技术储备”，进一步强调国产气在保障我国能源供应中的重要性。

图表 12：我国天然气产量累计值及同比增速（亿立方米）



资料来源：ifind，华源证券研究所

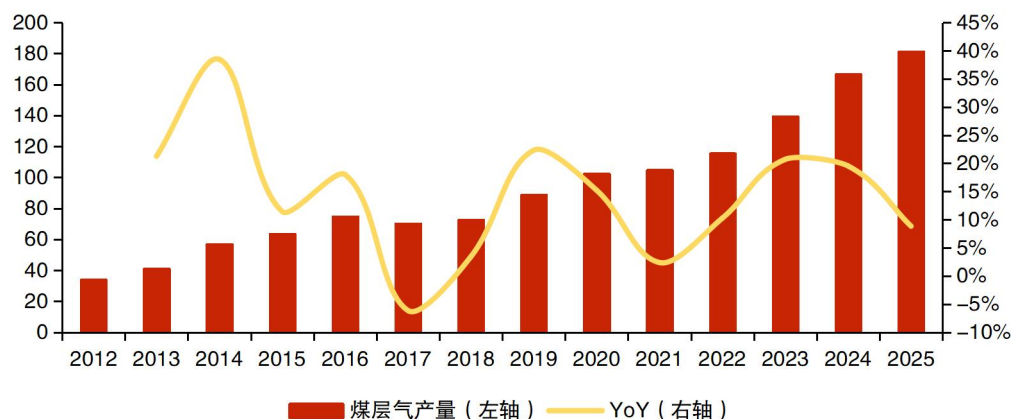
图表 13：2016-2025 年我国天然气供给结构



资料来源：ifind，华源证券研究所

近年来我国煤层气产量较快增长，2021-2025 年山西省占比八成以上。伴随我国油气行业“增储上产七年行动计划”持续推进，近年来我国煤层气产量较快增长，2025 年我国煤层气产量 181.3 亿立方米，同比增长 8.8%，2019-2025 年我国煤层气产量 CAGR 达 12.6%。山西省为我国煤层气核心生产基地，2021-2025 年占我国煤层气总产量比重达八成以上，2025 年山西省煤层气产量 147 亿立方米，同比增长 9.5%，占 2025 年我国煤层气总产量的 81.1%。根据“双翻番目标”，到 2030 年，山西煤层气产业力争达到 300 亿立方米。

图表 14：2012-2025 年我国煤层气产量及增速（亿立方米）



资料来源：wind，华源证券研究所

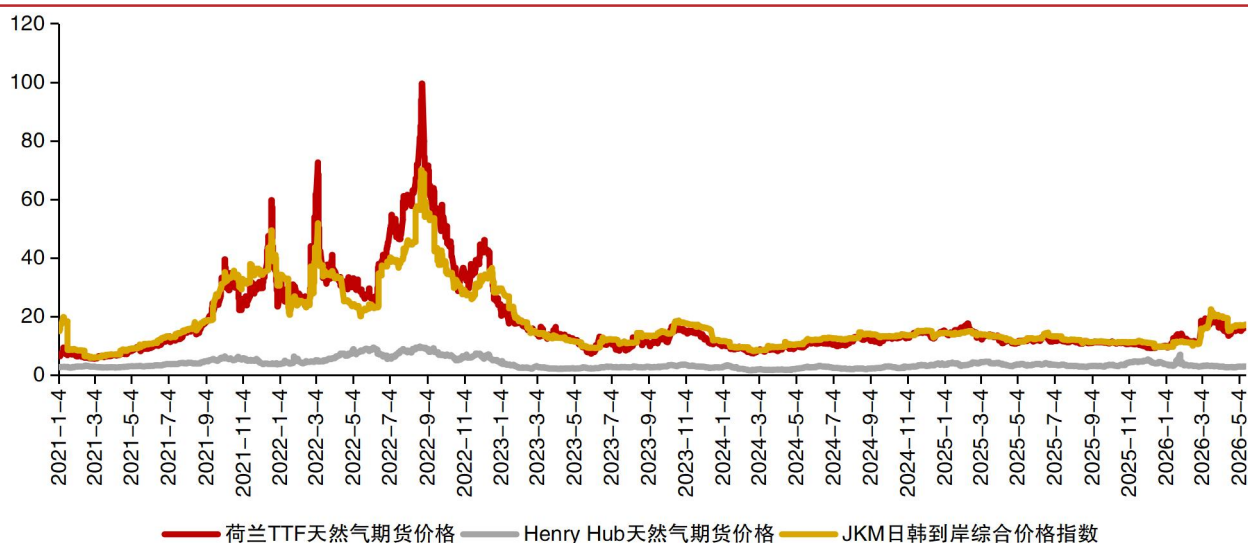
图表 15：2013-2025 年山西省煤层气分省产量及占比（亿立方米）



资料来源：ifind，华源证券研究所

地缘政治影响下国际气价波动，海气价格及其进口成本可对国产气价格形成有力支撑。2026 年 3 月以来受地缘政治冲突影响，国际天然气价格大幅上涨，同时海气还需承担运费、气化服务费、关税等进口成本，有望进一步对国产气价格形成有力支撑。

图表 16：全球主要市场 LNG 价格指数（美元/百万英热）



资料来源：investing，wind，华源证券研究所

煤层气补贴政策加码，进一步支撑煤层气产业发展。2007 年财政部发布《关于煤层气（瓦斯）开发利用补贴的实施意见》，正式确立中央财政补贴标准，对煤层气开采企业按 0.2 元/立方米进行补贴；“十三五”期间财政部发布《关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》，将“十三五”期间的补贴标准提升至 0.3 元/立方米；2019 年财政部印发《关于<可再生能源发展专项资金管理暂行办法>的补充通知》，按照“多增多补”的原则，对超过上年开采利用量的增量部分给予梯级奖补，增量越大获得的分配系数越高，激励企业持续增产，在计算奖补气量时，煤层气开采利用量的换算系数为页岩气的 1.2 倍；2025 年 3

月，财政部发布《清洁能源发展专项资金管理办法》，有效期为 2025–2029 年，其中煤层气的换算系数从 1.2 倍提升至 1.5 倍，按照开采利用量同比增幅分配当年奖补资金汇总数，进一步体现出对煤层气的政策倾斜。

图表 17：我国煤层气补贴政策变化

发布时间	政策	煤层气补贴政策
2007 年	《关于煤层气（瓦斯）开发利用补贴的实施意见》	0.2 元/立方米
2016 年	《关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》	0.3 元/立方米
2019 年	《关于<可再生能源发展专项资金管理暂行办法>的补充通知》	多增多补，对超过上年开采利用量的，按照超额程度给予梯级奖补，煤层气分配系数在页岩气基础上乘 1.2
2025 年	《清洁能源发展专项资金管理办法》	多增多补，较上年开采利用量增加的，按照增幅给予梯级奖补，煤层气分配系数在页岩气基础上乘 1.5

资料来源：财政部等，华源证券研究所

2.2. 潘庄稳产 马必进入产量爬坡期 紫金山有望放量

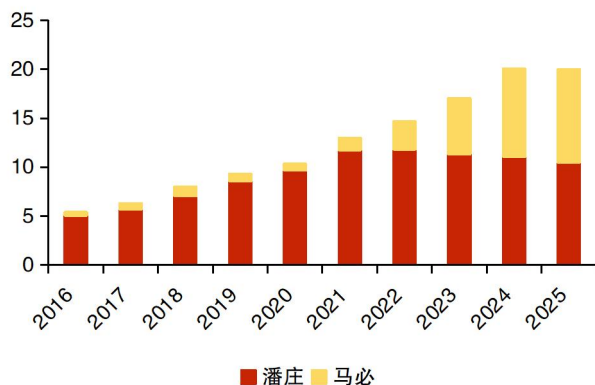
公司与中联煤层气、中石油订立产品分成合同（PSC），潘庄、马必区块分成比例分别为 80%、70%。公司全资子公司亚美能源通过与中联煤层气和中石油订立产品分成合同的方式参与山西省沁水盆地潘庄和马必煤层气区块的运营，其中潘庄区块产品已经进入生产阶段，分成比例 80%，其 PSC 合同将于 2028 年到期；马必区块南区已进入生产阶段，北区仍处于勘探阶段，分成比例 70%，到期时间 2034 年。

图表 18：潘庄、马必 PSC 合同

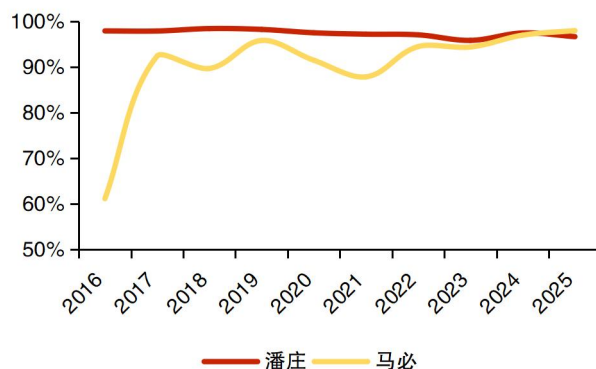
项目	潘庄产品分成合同	马必产品分成合同
订立日期	2003 年 3 月 3 日	2004 年 7 月 15 日
期限	25 年	30 年
产品分成合同项下的状态	生产阶段	生产阶段（南区）、勘探阶段（北区）
到期时间	2028 年	2034 年
合同约定可开发的总面积	62.56 平方公里	829.14 平方公里
可分成权益	80.00%	70.00%
总体开发方案的批准/备案日期	2011 年 11 月 28 日	2018 年 9 月 19 日（南区）

资料来源：公司公告，华源证券研究所

潘庄区块稳产，马必区块放量，煤层气产量持续增长。公司潘庄区块已进入生产阶段，2021 年以来潘庄区块煤层气产量保持稳定在 10 亿立方米以上，2025 年潘庄区块煤层气产量 10.50 亿立方米；马必区块南区已进入生产阶段，北区开发进度持续推进，马必北区 076 井区总体开发方案已获批，目前处于产量爬坡期，2025 年马必区块煤层气产量 9.51 亿立方米，同比增加 9.31%，马必区块放量有望助力公司产能建设接续及产量提升。2024–2025 年公司潘庄、马必区块合计煤层气产销比率维持在 97% 左右。

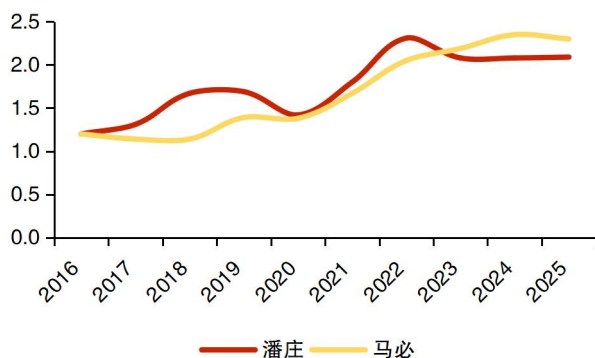
图表 19：2016-2025 年潘庄、马必区块煤层气产量（亿立方米）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

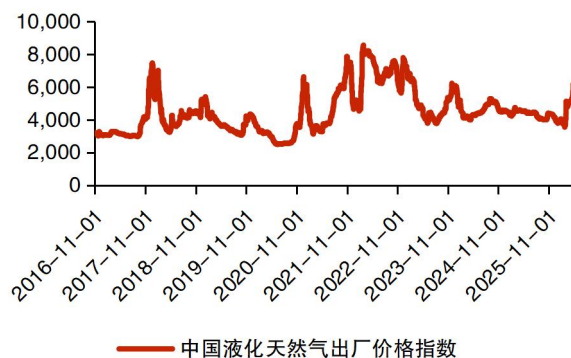
图表 20：2016-2025 年潘庄、马必区块煤层气产销比率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

煤层气售价受市场价格波动较小，2016 年以来整体呈现稳中有升趋势。价格方面，煤层气主要以管道气销售为主，部分受市场化价格波动影响具备弹性，2016 年以来潘庄、马必区块平均销售价格整体呈现稳中有升趋势，2025 年潘庄、马必区块煤层气平均销售价格分别为 2.09、2.30 元/立方米。山西通豫管道 2025 年 5 月恢复运营，2025 年潘庄、马必区块联络线顺利投产试运行，公司可通过联络线连接西一线，增强潘庄、马必区块资源优势互补，开辟“北上南下”更多元的销售通路，实现沁水盆地气源（含潘庄区块）“互联互通”，有力巩固山西煤层气产销平衡基础，促进销售价格的进一步提升。

图表 21：2016-2025 年潘庄、马必区块平均销售价格（元/立方米）


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 22：我国 LNG 出厂价格指数（元/吨）


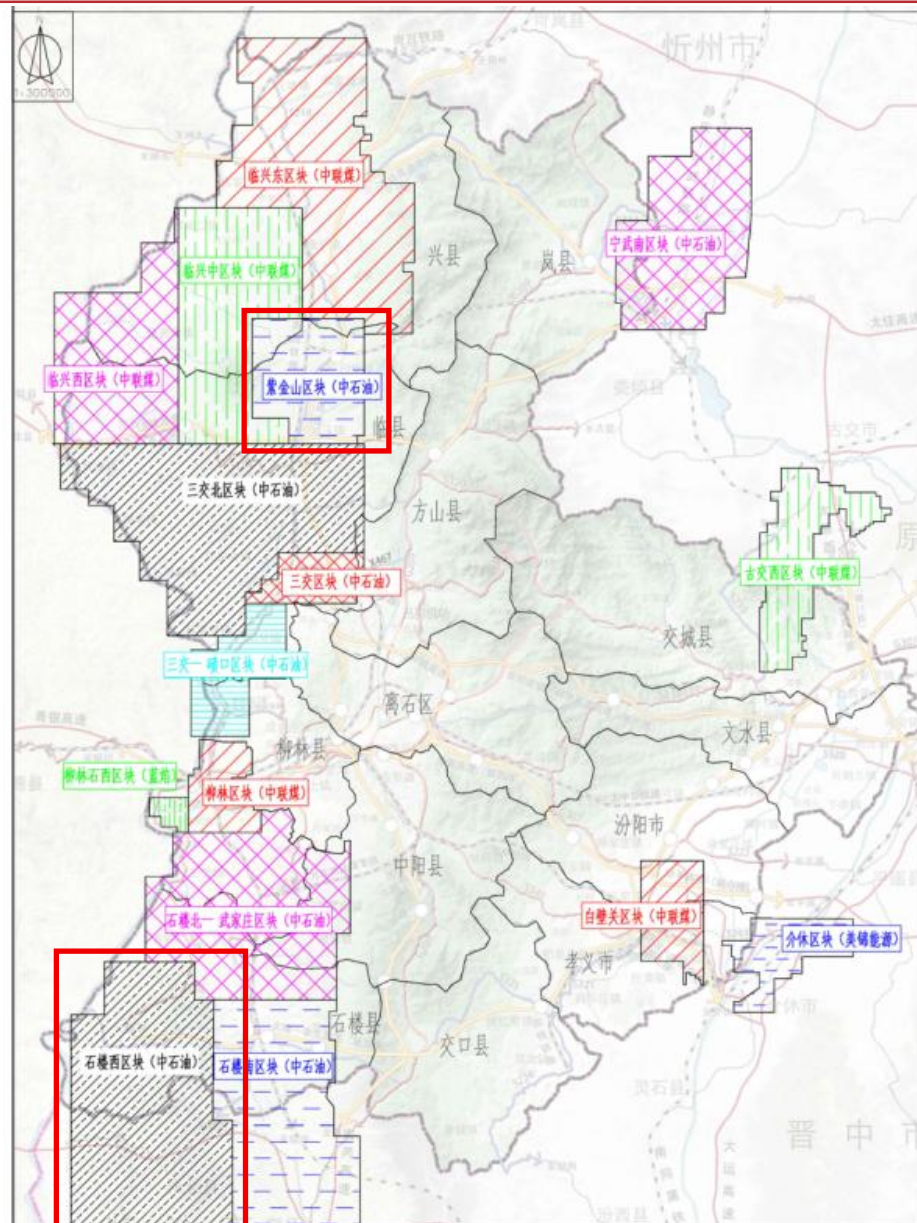
资料来源：公司公告，华源证券研究所。备注：数据截至 2026 年 5 月 15 日。

紫金山区块勘探开发前景广阔，周边管网发达，是公司上游资源接续的重要储备。2023 年公司跨境并购亚太石油获取控股权，取得了其以产品分成合同模式合作开发的紫金山区块，紫金山区块位于鄂尔多斯盆地东缘地区，紫金山区块勘查面积约 528 平方公里，涉及深部煤层气、致密气两大非常规天然气资源，其中预测深部煤层气资源量 1200 亿立方米，致密气资源量 300 亿立方米。公司按照“双气并举”的策略，以深部煤层气勘探为主，兼探致密气思

路，规划新增探明深部煤层气地质储量 500 亿立方米，致密气地质储量 200 亿立方米，建设产能 15 亿立方米/年，其中深部煤层气 10 亿立方米/年、致密气 5 亿立方米/年。截至 2025 年 12 月确定的 ZJS10 井区致密砂岩气叠合探明含气面积 43.71 平方公里，探明储量约 54 亿立方米，并计划提交除 ZJS10 井区之外其他井区的致密气新增探明地质储量 150 亿立方米，及 2026 年底前完成累计提交深部煤层气探明储量 500 亿立方米。紫金山区块周边管网发达，包括周边的陕京三线、神安管道、榆济线等国家管线及华新省网管线，如果紫金山区块量产，可以通过相关管网上载到国家管网销往附加值高的地区。

参考地理位置相近的石楼西区块，紫金山区块具备较大资源开发潜力。公司紫金山区块与首华燃气石楼西区块同处于鄂尔多斯盆地东缘，石楼西区块永和 45-34 井区、永和 45-34 井区西区分别于 2024 年 4 月、2025 年 3 月获得备案批复，新增煤层气探明地质储量 888 亿立方米，技术可采储量 444 亿立方米，经济可采储量 342 亿立方米，储量丰富，可为公司石楼西区块资源潜力提供参考。

图表 23：紫金山、石楼西区块地理位置



资料来源：吕梁市人民政府，华源证券研究所

图表 24：首华燃气石楼西区块致密气储量情况（截至 2025 年底）

项目	备案批复时间	叠合含气面积 (平方公里)	地质储量 (亿立方米)	技术可采储量 (亿立方米)	经济可采储量 (亿立方米)
永和 18 井区	2014 年 6 月	114	157	77	46
永和 30 井区	2016 年 3 月	346	484	231	186
永和 45 井区	2017 年 6 月	468	635	302	211
合计	—	928	1,276	610	443

资料来源：首华燃气公司公告，华源证券研究所

图表 25：首华燃气石楼西区块煤层气储量情况（截至 2025 年底）

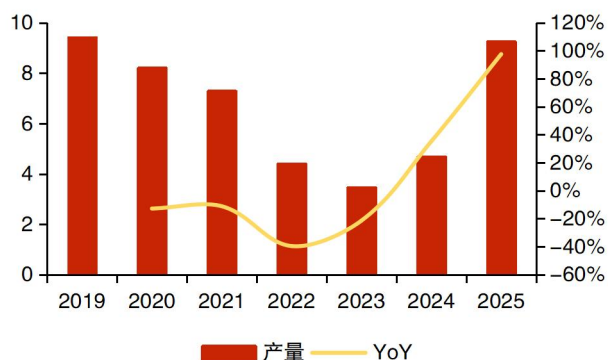
项目	备案批复时间	叠合含气面积 (平方公里)	地质储量 (亿立方米)	技术可采储量 (亿立方米)	经济可采储量 (亿立方米)
----	--------	------------------	-------------	------------------	------------------

永和 45-34 井区	2024 年 4 月	231	682	341	265
永和 45-34 井区西区	2025 年 3 月	70	206	103	77
合计	-	301	888	444	342

资料来源：首华燃气公司公告，华源证券研究所

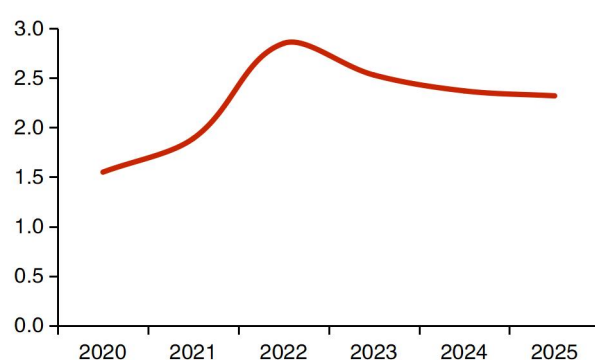
2024 年以来首华燃气石楼西区块天然气产量快速提升，未来紫金山区块有望实现快速放量。2024 年以来石楼西区块天然气产量实现快速放量，2025 年石楼西区块天然气产量 9.26 亿立方米，同比增长 98%。紫金山区块与石楼西区块相比具有相似的资源禀赋，伴随勘探开发进展未来有望快速放量，或为公司实现资源接续和实现量增的重要支撑。

图表 26：2019-2025 年首华燃气石楼西区块天然气产量（亿立方米）



资料来源：首华燃气公司公告，华源证券研究所

图表 27：2020-2025 年首华燃气天然气平均销售单价（含税，元/立方米）



资料来源：首华燃气公司公告，华源证券研究所

3. 项目储备充足 全面布局油气煤炭资源

3.1. 三塘湖项目煤炭属富油煤 具备优质的资源禀赋

富油煤具备油气资源属性，可有效增加国内油气供给途径。根据王双明等《富油煤的油气资源属性与绿色低碳开发》，富油煤是指焦油产率大于等于 7% 的煤炭资源，集煤、油、气属性于一体，在隔绝空气条件下可通过中低温热解生成焦油、煤气和半焦。其最大特点是煤中富含较多热解可生成油气的富氢结构，焦油产率较高，主要赋存于中低阶煤类中，是一种煤基油气资源，可以有效改善我国“缺油、少气”的能源格局，增加国内油气供给途径。

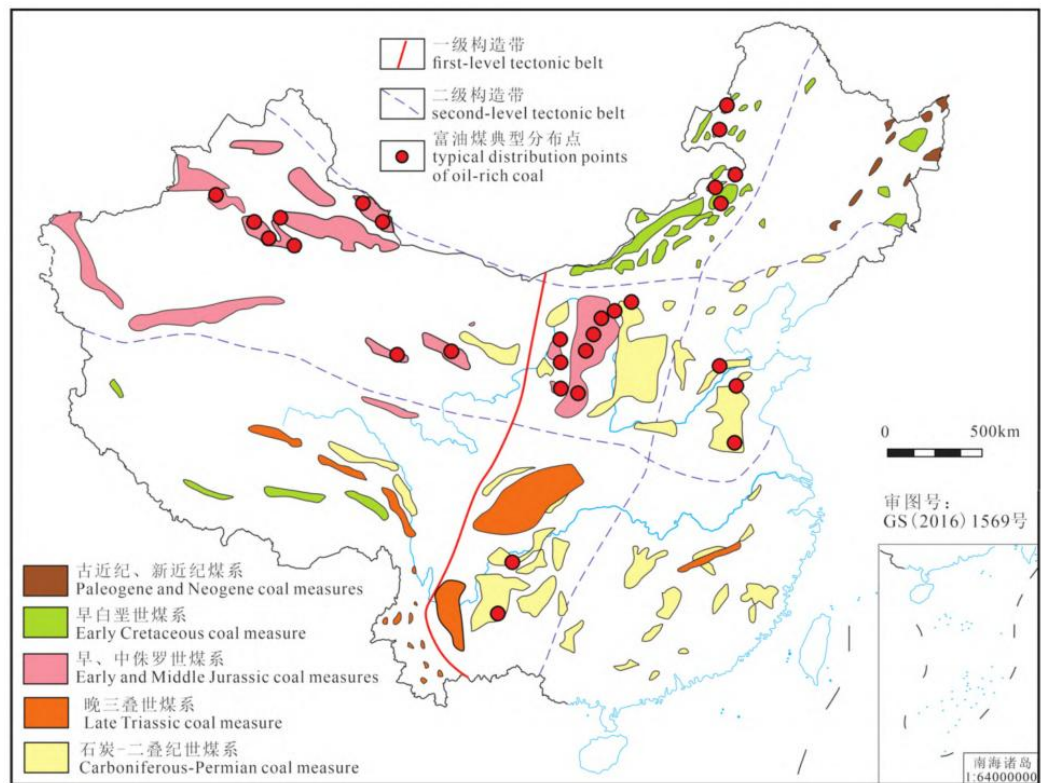
富油煤热解生成的气体主要成分是 CH_4 、 H_2 、 CO 和烃类气体等，与天然气相比，氢气和重烃气体体积分数相对较高，甲烷体积分数相对较低，热值基本相当，不仅可以直接用作燃料气，同时也可以生产氢气、甲醇等天然气化工产品；半焦主要成分是固定碳，成分与无烟煤相近，具有较低的可磨性，燃烧性较无烟煤好，有望取代部分或全部无烟煤；富油煤热解生成的油通常称为煤焦油，在合成塑料、农药、医药、耐高温原料、国防工业等领域广泛应用。2022 年中国航天六院利用富油煤生产的煤基航天煤油在 120t

级液氧煤油发动机上的长程热试车获得圆满成功，试验数据表明煤基航天煤油具有优越的性能指标。

新疆为我国富油煤资源主要分布地区，其中巴里坤—三塘湖赋煤带焦油产率最高，这些煤多为低变质烟煤（长焰煤、不黏煤），以高挥发分产率、低灰分产率和低特低硫含量为特征，属于煤热解和煤焦油加氢优质煤种，使其成为实现煤炭从“燃料”向“原料+材料”转变的理想资源，可实现煤炭分质利用，缓解国内油气供给不足、不平衡问题。

根据焦油产率含量，结合煤炭资源分布特征，可将中国富油煤资源划分为晋陕蒙（西）宁富油煤区、冀鲁皖富油煤区、新疆北富油煤区、内蒙古东富油煤区、甘青富油煤区和滇东富油煤区 6 个区域。新疆富油煤资源主要分布于巴里坤—三塘湖赋煤带、淮南赋煤带、伊犁赋煤带、淮北赋煤带、吐哈赋煤带和准东赋煤带 6 个赋煤带，其中巴里坤—三塘湖赋煤带焦油产率最高。

图表 28：我国富油煤资源分布示意图



资料来源：宁树正等《中国富油煤资源分布与开发利用前景》，华源证券研究所。备注：本页地图仅为示意简图，不代表完整的中国地图。

图表 29：新疆富油煤资源分布

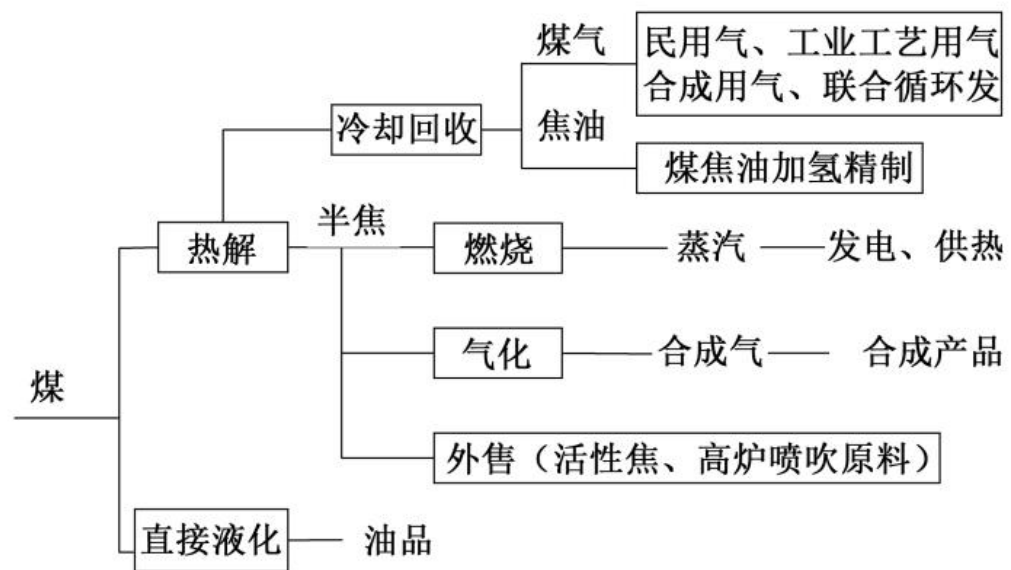
赋煤带	煤田	焦油产率/%	煤种	煤质
准北赋煤带	和什托洛盖煤田	7.69	以不黏煤、长焰煤为主	高挥发分、较低灰分、低硫煤
淮南赋煤带	淮南煤田 后峡煤田	8.80	以不黏煤为主，部分长焰煤	高挥发分、低灰分、特低硫煤
准东赋煤带	准东煤田 卡姆斯特煤田	4.39	以不黏煤为主，部分长焰煤	中高挥发分、低灰分、特低硫煤
吐哈赋煤带	吐哈煤田 沙尔湖煤田	5.77	以长焰煤为主，部分不黏煤	高挥发分、低灰分、特低硫煤
巴里坤—三塘湖赋煤带	巴里坤煤田 三塘湖—淖毛湖煤田	9.45	以长焰煤为主，部分气煤	高挥发分、低灰分、特低硫煤
伊犁赋煤带	伊北煤田 伊南煤田 尼勒克煤田	7.29	以长焰煤、不黏煤为主，部分褐煤	高挥发分、低灰分、特低硫煤

资料来源：宁树正等《新疆特殊煤资源禀赋特征及产业化发展前景、挑战和策略》，华源证券研究所

竞得三塘湖矿区煤炭资源探矿权，项目进度较快推进。2024 年 11 月公司发布公告，以约 35.23 亿元竞得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，并于 2025 年 2 月 18 日正式取得探矿权证，截至 2025 年 12 月已完成二维地震成果验收、详查报告初稿编写、详查报告专家评审等。由于勘探工作迅速开展、详查进度超常规推进，公司及时抓住修编时机，在地方政府初评规定时限内完成了初评，为三塘湖及时进入“十四五”总规修编内，进而未来列入“十五五”地方煤矿开发时序奠定了基础。

三塘湖项目为公司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，具备高油气含量的资源禀赋，有望通过煤炭分级分质利用及煤制气等形式为公司贡献增长空间。三塘湖区块探矿权面积约 109 平方公里，煤炭资源量 1000 米以浅估算资源量 20.93 亿吨，基于详查报告初稿显示，可采资源量近 18.6 亿吨。三塘湖煤矿地质条件优越，资源量丰富，煤炭热值高，少灰少硫，属富油煤，气化效率高，属于国内少有的化工、动力高价值煤炭资源。初步规划拟建设煤炭分级分质利用，将难处理的沫煤资源转为高附加值的油气资源，进而转化为天然气等产品；煤制气及“煤层气+煤炭原位气化”共采等项目，能耗骤降，综合效益攀升。公司三塘湖明新矿区项目区域所处位置较新疆其他区域行业竞争者更趋近市场，同时与国家管网“西气东输”北支线实现了有效对接，从而构建一条通往高价值市场的稳定且便捷的通道。

图表 30：煤分质利用技术路线图



资料来源：孙振兴等《三塘湖煤田富油煤分质利用技术研究》，华源证券研究所

3.2. 收购喀什北常规油气项目 有望贡献增量

喀什北区块是集勘探、开发、生产期三期并存的常规油气项目，该区块地处塔里木盆地西南缘。当前中能控股享有喀什北项目第一指定区权益，第一指定区指位于中国新疆塔里木盆地喀什北区块之阿克莫木气田，已进入商业生产期；共创投控实际享有喀什北项目第二指定区权益，第二指定区指位于中国新疆塔里木盆地喀什北区块除第一指定地区以外的全部区域。

收购中能控股、共创投控，获取喀什北常规油气项目。2024 年 5 月公司发布公告，通过下属境外全资子公司佳鹰以现金对价收购王国巨持有的柏龙 100%股权，交易对价 1.63 亿港元，鉴于柏龙持有中能控股约 10.20%的股份，交易完成后公司间接持有中能控股 10.20%已发行股份；2024 年 6 月公司发布公告：（1）佳鹰收购中能控股未偿还本金额为 4.47 亿港元的可换股票据，享有申请换股的权利，约占换股后中能控股已发行股份总数的 21.87%，中能控股控制权收购完成后，公司通过佳鹰直接或间接持有中能控股合计 29.84%已发行股份；（2）佳鹰收购共创投控 100%已发行股份，共创投控控制权收购价格为 14.40 亿元；2025 年 8 月，中能控股启动资本重组及供股计划；2025 年 12 月，公司拟通过佳鹰向中能控股其他股东发起强制性全面要约，价格为 1.57 港元/股，预计所需金额最高约为 3.91 亿港元；2026 年 2 月，公司发布全面要约结果，本次要约结束后公司通过佳鹰公司等合计持有中能控股已发行股份总数的 59.15%。

阿克莫木气田产量下跌趋势有望扭转，并逐步提升产量到预设产能。公司喀什北区块第一指定区（阿克莫木气田）2016 年获国家储委会批复的天然气探明储量 446.44 亿立方米，该气田已于 2020 年 10 月 1 日进入商业生产期，年设计产能 11.1 亿方。中能控股天然气业务主要包括喀什北项目的勘探、开发与生产，进入商业生产期后中能控股天然气业务营收及税前经营利润于 2021 年显著增长，2022 年受疫情、全球气价上涨等因素影响有所下滑，2024

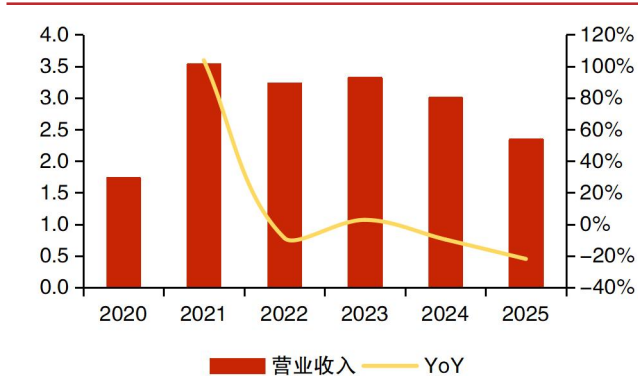
年由于若干气井出现技术问题如水及淤泥堵塞，中能控股天然气产量仅为 4.31 亿立方米，中能控股天然气业务税前经营利润同比下滑 23.92%至 0.87 亿港元。2025 年喀什北区块天然气总产量约 4.13 亿立方米。喀什北区块因个别生产井透水等原因产量有所下降。为扭转产量下降并推动产量提升，公司计划通过完善调整开发技术，在现有井网基础上部署 10 口新井提高气藏采出率，优化增产方案已获批，有望扭转阿克莫木气田产量下跌的趋势，并逐步提升产量到预设产能。

图表 31：喀什北区块第一指定区分成合同

项目	喀什北区块第一指定区分成合同
订立日期	2009 年 6 月 1 日
期限	30 年
产品分成合同项下的状态	生产阶段
到期时间	2039 年
可分成权益	49%
总体开发方案的批准/备案日期	2009 年 4 月 24 日

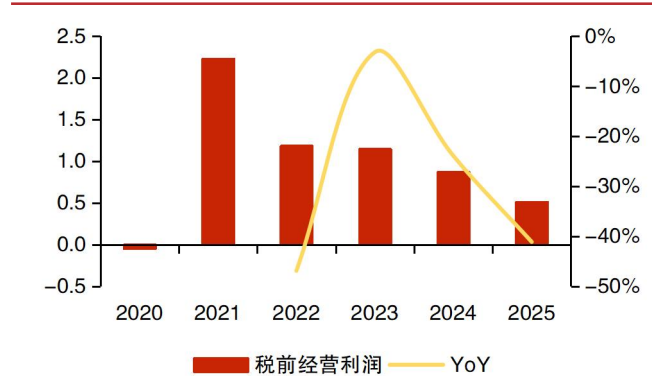
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：中能控股天然气业务营业收入及增速（亿港元）



资料来源：中能控股公司公告，华源证券研究所

图表 33：中能控股天然气业务税前经营利润及增速（亿港元）



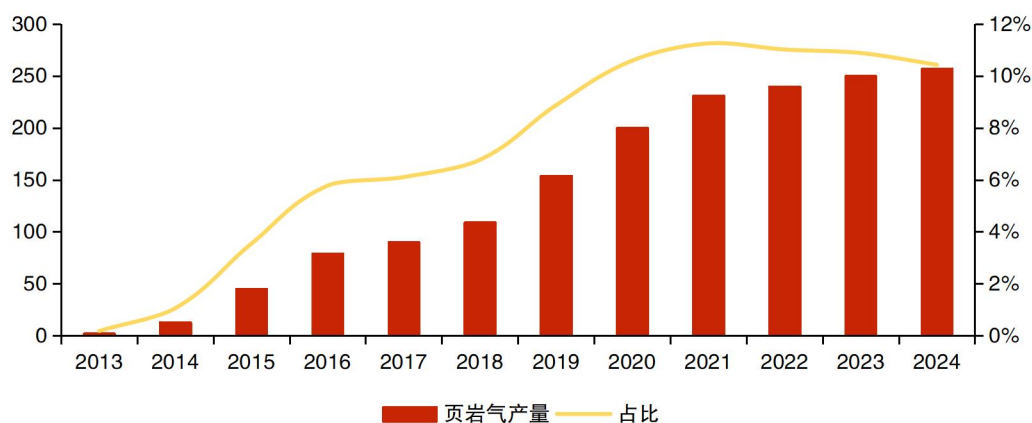
资料来源：中能控股公司公告，华源证券研究所

喀什北区块第二指定区截至 2025 年 12 月仍处于勘探期，具备较大勘探开发潜力。喀什北区块第二指定地区目前仍处于勘探期，经过前期二维地震、三维地震、时频电磁及钻井工程等勘探工作基本确定了三大潜力区，分别是克拉托构造带、乌恰构造带、巴什布拉克构造带，根据 2025 年 12 月公司公告，预计资源量天然气超千亿方、原油超亿吨，具备较大资源量规模和勘探开发潜力。公司目前于第二指定区部署实施的阿深 1 等钻井，已钻深近 5000 米，预计 2026 年初进入目的层。如果勘探结果符合预期，会陆续进行新钻评价井和开发井等，预计 2026 年即会有一定气量表现。

3.3. 获取贵州丹寨页岩气资源探矿权 丰富非常规气资源储备

近年来我国页岩气产量及占比中枢提升，未来具备较大的增储上产潜力。我国页岩气资源丰富，勘探开发起步晚，利用程度低，未来增储上产潜力大。2013 年以来我国页岩气产量及占比中枢显著提升，2024 年我国页岩气产量 257 亿立方米，同比增长 2.8%，2020 年以来我国页岩气产量占国产气总产量的比重中枢提升至 10% 以上。我国页岩气勘探总体尚处于初期阶段，增储潜力大。基于剩余储量和新增储量，借助技术创新和政策支持等条件，深层页岩气、新层系潜力或将不断释放，根据中海油能源经济研究院预测，预计 2030 年我国页岩气产量为 400 亿立方米左右，2035 年进一步攀升至 500-700 亿立方米。

图表 34：我国页岩气产量及占比（亿立方米）



资料来源：wind，ifind，华源证券研究所

竞得贵州丹寨区块，获取页岩气资源。2024 年 1 月公司发布公告，通过挂牌出让竞拍方式得到贵州丹寨 1 区块、2 区块页岩气勘查探矿权，正式拥有了自主区块，打破以往依赖 PSC 合作协议获取开发权益的单一模式，实现了资源获取的创新突破。贵州丹寨 1、丹寨 2 勘查面积合计约 300 平方公里，蕴含页岩气资源，两个区块保守估计页岩气资源量 500-1000 亿立方米，具备年产 2-3 亿方以上的规模开发潜力。截至 2025 年 12 月，勘探工作进展顺利，已完成二维地震勘探、页岩气选区评价、井位论证及钻井地质工程设计、工程商务招标、钻前工程等工作，DZ2-1 井也已于 2025 年 9 月 28 日开钻。如果勘探结果符合预期，根据规划，预计 2026-2027 年会有少量试采产量、2028 年开始形成一定规模产量，2029-2030 年进入上产期。

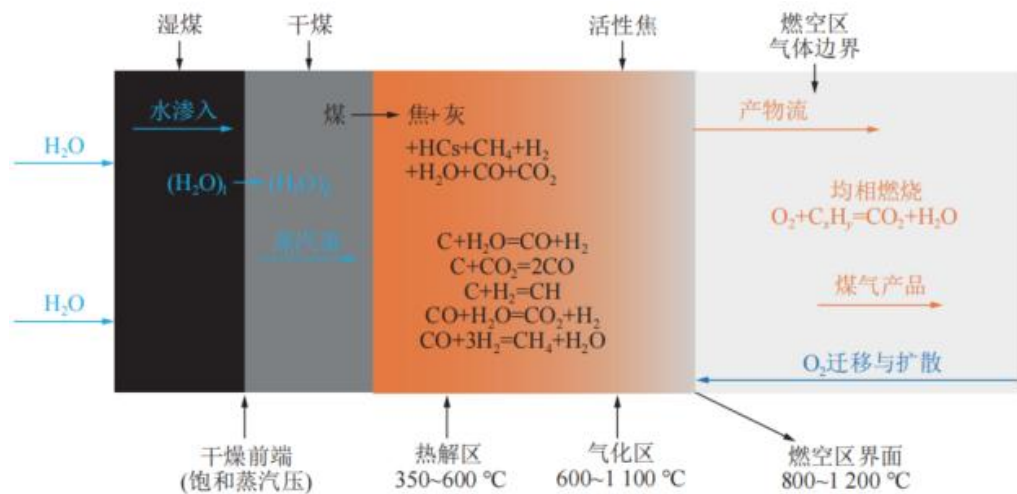
3.4. 布局庆阳深部煤制气示范项目 有望实现规模化发展

煤炭地下气化有望成为近零碳排放的低成本煤制气路线，具备重要发展意义。UCG 利用深埋煤炭资源提供合成气能源，增加能源供应的多样性和稳定性，减少对进口能源的依赖，有望在一定程度上降低能源价格波动对我国经济的影响，同时保障了国家的能源供应稳定。

煤炭地下气化 (UCG) 是通过有控制地燃烧与气化，将处于地下的煤炭资源原位转化为 H_2 、 CO 、 CH_4 等可燃气体，并将这些可燃气体直接输出到地面的工艺过程，该技

术变物理采煤为化学采气，具备更高的安全性。深部 UCG 是最理想的煤炭资源利用方式之一，可将深部煤炭原位转化为富氢气体输出到地面，经组分调控及分离后，最终产品为 CH_4 、 H_2 和 CO_2 ， CH_4 可作为非常规天然气的重要补充， H_2 可用作氢能，而 CO_2 部分用作气化剂回用，其余气体则可通过地下气化炉钻井注入燃空腔进行地质封存，有望成为一种近零碳排放的低成本煤制气路线。UCG 可以开发利用难以开采的煤炭资源，包括煤矸石、深埋煤层等，提高煤炭资源利用率；UCG 开发利用促进了煤化工、煤气化、煤制烯烃等新兴产业的发展。

图表 35：气化通道径向煤壁内的反应过程



资料来源：刘淑琴等《深部煤炭地下气化产气机制及影响因素》，华源证券研究所

我国煤炭资源丰富，UCG 具备较大潜力。根据《中国产气勘探开发现状与中长期前景研究》（潘继平）测算，我国埋深 1000–3000 米的可气化煤炭可转化为 272–332 万亿立方米天然气资源。近年来我国在 UCG 方面相继取得了直井、水平井气化技术突破，2022 年发布的国家《“十四五”能源领域科技创新规划》中，明确将“地下原位煤气化技术”作为重点任务，将中–深层煤炭地下气化先导试验作为攻关目标，为未来发展奠定技术基础。伴随技术突破、成本下降，同时借助于配套政策支持，未来中长期 UCG 发展前景可期，到 2030 年有望建成 10–20 亿立方米产能，到 2035 年有望形成 50–100 亿立方米产能。

布局甘肃庆阳深部煤制气示范项目，有望实现规模化发展。2025 年 5 月，公司主导的国内首个“深部煤制气产业化示范区”在甘肃庆阳正式落地，核心工艺采用煤炭地下气化（UCG，简称深部煤制气）技术，示范项目依托庆阳得天独厚的资源优势，解决常规深部采煤“高成本、高风险、低效率”的问题，并产出高品质 CH_4 和 H_2 ，缓解“气不足”困境，同时通过 UCG–CCS（碳封存）技术助力“双碳”目标。该项目计划分三期推进，逐步实现“勘探示范–产业化–规模化”发展，以一期为例，规划年气化采煤 80 万吨，蓝氢 3 亿立方米，LNG 约 9 万吨等。截至 2025 年 12 月已完成六个区块的竞拍，勘探工作同步推进中，规划在 2026 年在示范工程实施过程中先期进行测试工程的建设、测试等，及 2026 年一期项目投产。

甘肃庆阳深部煤制气示范项目对于三塘湖项目即 UCG 后续规模化发展具备重要意义。公司三塘湖项目七号勘查区及外围拥有丰富深部难采煤炭资源，结合“新疆难开采煤炭资源地下气化”政府性支持，以及哈密三塘湖区域的示范化要求，计划采用“深部煤制气技术”的新技术路线，庆阳项目对于三塘湖项目及后续 UCG 规模化发展具有重要的示范意义。

4. 盈利预测与评级

假设公司 2026–2028 年天然气产量分别为 28.6、33.3、33.2 亿立方米。我们预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 44.58/49.90/51.83 亿元，同比增速分别为 +13.62%/+11.94%/+3.85%；预计 2026–2028 年归母净利润分别为 9.41/10.86/11.12 亿元，同比增速分别为 +16.65%/+15.42%/+2.40%，当前股价对应的 PE 分别为 14/12/12 倍。

从可比公司估值来看，我们选取同为上游煤层气开发公司的首华燃气作为可比公司，首华燃气 2026–2028 年 PE 分别为 19/12/9 倍。公司拥有优质煤层气开发资源，储备项目丰富有望打开成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 36：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价	EPS				PE		PB
		2026–5–19	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
300483.SZ	首华燃气	22.24	1.15	1.84	2.48	19.3	12.1	9.0	2.3
603393.SH	新天然气	30.39	2.22	2.56	2.62	13.7	11.9	11.6	1.4

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：新天然气盈利预测来自华源证券研究预测值，可比公司盈利预测为 wind 机构一致预期

5. 风险提示

- 1) **项目合同到期无法续约风险**：公司潘庄、马必、喀什北区块产品分成合同分别将于 2028、2034、2039 年到期，若潘庄区块产品分成合同 2028 年到期后无法续约，将对公司天然气产量及盈利能力造成不利影响。
- 2) **项目推进不及预期**：若公司新项目勘探开发进展不及预期，将对公司未来盈利情况造成不利影响。
- 3) **天然气价格下滑风险**：天然气价格受供需、国际宏观环境及政策等多种因素影响，若天然气价格下滑，将对公司天然气售价造成不利影响。

附录：财务预测摘要

资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,274	2,480	1,661	1,421
应收票据及账款	786	893	1,000	1,038
预付账款	144	164	183	191
其他应收款	1,073	1,220	1,365	1,418
存货	51	57	64	70
其他流动资产	197	222	248	257
流动资产总计	5,525	5,036	4,522	4,394
长期股权投资	703	702	702	702
固定资产	8,602	8,666	9,500	11,011
在建工程	1,439	2,959	3,480	3,000
无形资产	106	104	105	104
长期待摊费用	4	4	3	3
其他非流动资产	5,369	5,371	5,368	5,365
非流动资产合计	16,222	17,807	19,157	20,185
资产总计	21,748	22,843	23,679	24,579
短期借款	29	79	129	179
应付票据及账款	1,549	1,714	1,947	2,115
其他流动负债	1,890	2,100	2,379	2,568
流动负债合计	3,468	3,892	4,455	4,862
长期借款	5,832	5,832	5,332	5,032
其他非流动负债	1,219	1,219	1,219	1,219
非流动负债合计	7,051	7,051	6,551	6,251
负债合计	10,518	10,943	11,005	11,113
股本	424	424	424	424
资本公积	3,691	3,691	3,691	3,691
留存收益	5,052	5,993	7,080	8,192
归属母公司权益	9,167	10,109	11,195	12,307
少数股东权益	2,062	1,791	1,479	1,159
股东权益合计	11,229	11,900	12,674	13,466
负债和股东权益合计	21,748	22,843	23,679	24,579

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	575	559	662	681
折旧与摊销	1,293	1,429	1,662	1,985
财务费用	242	224	218	205
投资损失	7	-1	-1	-1
营运资金变动	-279	71	208	245
其他经营现金流	641	202	202	202
经营性现金净流量	2,479	2,484	2,951	3,316
投资性现金净流量	-4,500	-3,103	-3,102	-3,101
筹资性现金净流量	2,599	-174	-668	-455
现金流量净额	571	-793	-819	-240

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	3,924	4,458	4,990	5,183
营业成本	2,278	2,520	2,862	3,110
税金及附加	15	17	19	20
销售费用	40	45	50	52
管理费用	285	323	362	376
研发费用	0	0	0	0
财务费用	242	224	218	205
资产减值损失	-395	-245	-200	-104
信用减值损失	-122	-70	-79	-82
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-7	1	1	1
公允价值变动损益	-22	0	0	0
资产处置收益	-8	0	0	0
其他收益	430	100	100	100
营业利润	941	1,115	1,302	1,336
营业外收入	103	103	103	103
营业外支出	3	3	3	3
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,042	1,215	1,403	1,436
所得税	467	545	629	644
净利润	575	671	774	793
少数股东损益	-232	-271	-312	-320
归属母公司股东净利润	807	941	1,086	1,112
EPS(元)	1.90	2.22	2.56	2.62

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	3.89%	13.62%	11.94%	3.85%
营业利润增长率	-44.09%	18.42%	16.82%	2.59%
归母净利润增长率	-31.92%	16.65%	15.42%	2.40%
经营现金流增长率	19.71%	0.18%	18.82%	12.36%
盈利能力				
毛利率	41.95%	43.47%	42.65%	39.99%
净利率	14.65%	15.04%	15.51%	15.29%
ROE	8.80%	9.31%	9.70%	9.04%
ROA	3.71%	4.12%	4.59%	4.53%
估值倍数				
P/E	15.97	13.69	11.86	11.58
P/S	3.28	2.89	2.58	2.49
P/B	1.41	1.27	1.15	1.05
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	6	6	6	5

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。