

新奥生态控股股份有限公司拟重大资产置换、发行股份
及支付现金购买资产涉及的新奥能源控股有限公司
股东全部权益价值

估值报告

中水致远评咨字[2019]第 010030 号

中水致远资产评估有限公司

二〇一九年十一月二十一日

目 录

声 明	- 3 -
摘 要	- 4 -
正 文	- 6 -
一、 委托人、被估值单位概况	- 6 -
二、 估值目的	- 11 -
三、 估值对象和估值范围	- 11 -
四、 价值类型及其定义	- 12 -
五、 估值基准日	- 13 -
六、 估值依据	- 13 -
七、 估值方法	- 15 -
八、 估值程序实施过程 and 情况	- 16 -
九、 估值假设	- 18 -
十、 估值技术说明	- 20 -
十一、 估值结论	- 82 -
十二、 特别事项说明	- 84 -
十三、 估值报告使用限制说明	- 86 -
十四、 估值报告日	- 87 -
估值报告附件	- 88 -

声 明

新奥生态控股股份有限公司拟重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产，作为委托人，新奥生态控股股份有限公司与中水致远资产评估有限公司签署《估值业务委托合同》（或简称“《合同》”），委托中水致远资产评估有限公司将新奥能源控股有限公司作为被估值企业，对新奥能源控股有限公司的股东全部权益价值进行测算。

委托人、被估值企业和其他相关当事人所提供的资料，以及本估值报告所引用资料的真实性、合法性、完整性是估值结论生效的前提，被估值企业的营业执照、章程、审计报告、财务资料等资料，已由委托人、被估值企业申报并经其采用盖章或其他方式确认。本报告结论以委托人、被估值企业已提供资料的范围和内容为基础。

本报告中的分析、判断和结论受估值报告中估值假设的限制，并受估值报告中重要事项的影响。估值报告使用者应当充分考虑估值报告中载明的估值假设、重要事项及其对估值结论的影响。

就本报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。

本报告的观点仅基于在《合同》约定的工作范围内，对被估值企业提交的资料所涉及的相关重大方面进行阅读和分析，并采用通行的估值模型进行测算，工作范围中不包括对商业、法律、税务、监管环境等其他因素进行考虑，不包括法律尽职调查、财务尽职调查、税务尽职调查、信息科技尽职调查或对新奥能源控股有限公司财务信息的审计。

非法律、行政法规规定，本报告的全部或部分内容不得提供给其它任何单位和个人；任何未经估值机构和委托人确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

新奥生态控股股份有限公司拟重大资产置换、发行股份 及支付现金购买资产涉及的新奥能源控股有限公司 股东全部权益价值 估值报告

中水致远评咨字[2019]第 010030 号

摘 要

中水致远资产评估有限公司接受新奥生态控股股份有限公司的委托，对新奥生态控股股份有限公司拟重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产所涉及的新奥能源控股有限公司股东全部权益在估值基准日 2019 年 6 月 30 日的市场价值进行了估值。现将本估值报告的主要内容摘要如下：

一、估值目的：新奥生态控股股份有限公司拟重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产，中水致远资产评估有限公司接受新奥生态控股股份有限公司的委托，对上述经济行为所涉及的新奥能源控股有限公司的股东全部权益的市场价值进行了估值，作为该经济行为的价值参考。

二、估值对象：估值对象为新奥能源控股有限公司股东全部权益价值。

三、价值类型：本估值报告估值结论的价值类型为市场价值。

四、估值基准日：2019 年 6 月 30 日。

五、估值方法：市场法。

六、估值结论：经估算，于估值基准日 2019 年 6 月 30 日，新奥能源控股有限公司股东全部权益价值为 **8,946,110.46** 万元港币，每股的市

场价值为 **79.57 港币/股**，经汇率转换（港币兑人民币汇率 0.87966），委估的新奥能源股东全部权益价值为 **7,869,535.53 万元人民币**。

七、估值结论使用有效期：估值咨询报告一般不设定结论使用有效期，但结合本次估值目的、估值方法，估值机构仍建议委托人对本估值结论的使用有效期在 2020 年 6 月 29 日（含）之前。

八、对估值结论产生影响的特别事项：在使用本估值结论时，提请估值报告使用人关注报告正文中的估值假设和限制条件、特别事项说明及其对估值结论的影响，并在使用本报告时给予充分考虑。

以上内容摘自估值报告正文，欲了解本估值业务的详细情况和正确理解和使用估值结论，应当阅读估值报告正文。

新奥生态控股股份有限公司拟重大资产置换、发行股份 及支付现金购买资产涉及的新奥能源控股有限公司 股东全部权益价值 估值报告

中水致远评咨字[2019]第 010030 号

正 文

新奥生态控股股份有限公司：

中水致远资产评估有限公司接受贵单位委托，本着独立、客观和公正的原则，参照公认的估值方法，对新奥生态控股股份有限公司拟重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产之经济行为所涉及的新奥能源控股有限公司股东全部权益在估值基准日 2019 年 6 月 30 日的市场价值进行分析、估算。

现将估值情况报告如下：

一、委托人、被估值单位概况

（一）委托人概况

公司名称：新奥生态控股股份有限公司（以下或简称：新奥股份）

住所：石家庄市和平东路 3 9 3 号

注册资本：122935.5783 万人民币

类型：其他股份有限公司（上市）

法定代表人：王玉锁

经营范围：以天然气为主的清洁能源项目建设，清洁能源管理服务，天然气清洁能源技术研发、技术咨询、技术服务、技术转让，企业管理

咨询，商务咨询服务（证券、投资、期货、教育、培训除外）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

成立日期：1992年12月29日

营业期限：1992年12月29日至长期

公司股票上市地：上海证券交易所

股票简称：新奥股份

股票代码：600803.SH

（二）被估值单位概况

1. 企业基本情况

公司名称：新奥能源控股有限公司（以下或简称：新奥能源）

住所：中国河北省廊坊市经济技术开发区新源东道新奥工业园区A楼

类型：有限公司(上市)

董事会主席：王玉锁

主营业务：在中国从事燃气供应业务，包括管道燃气销售、燃气接驳、汽车燃气加气站的建设及营运、燃气批发、其他能源销售、燃气器具和材料销售。

首发上市时间：2001年05月10日

公司股票上市地：香港联合交易所

股票简称：新奥能源

股票代码：02688.HK

2. 被估值单位简介

1986年新奥燃气控股有限公司（以下或简称：新奥燃气）创始人王玉锁先生涉足液化石油气经营领域，开始能源分销产业模式的探索和经验的积累。1992年，新奥燃气开始涉足城市管道天然气领域，首先气化

了河北省廊坊市，成为国内首批从事城市管道燃气运的民营能源分销商。1998 年以来，中国政府大力鼓励民营企业投资城市基础设施，在此背景下，新奥燃气开始大举拓展全国各地燃气市场，于 1999 年相继取得山东聊城、辽宁葫芦岛等城市的燃气经营权。2001 年 5 月 10 日，新奥燃气在香港创业板成功上市，并于 2002 年 6 月 3 日转往主板挂牌，是内地最早一批在香港上市的能源分销企业之一。2002 年后，新奥燃气相继取得石家庄、长沙、东莞、烟台、洛阳等大型城市燃气项目，展示了新奥燃气建设和经营大型城市燃气项目的强大实力和能力。2005 年，新奥燃气已建立起以城市管道天然气分销为核心业务，以非管输能源（CNG、LNG、LPG 等）配送以及车用燃气、液化石油气（LPG）分销为主要业务，以城市居民、工商企业和汽车车主等为终端用户的能源分销体系。2010 年 9 月 8 日，新奥燃气控股有限公司更名为新奥能源控股有限公司。

截止 2019 年 6 月 30 日，新奥能源在全国运营 201 个城市燃气项目，为 1979 万个家庭和 13 万家工商企业提供燃气服务，覆盖接驳人口 9995 万，敷设管道 75000 公里，拥有天然气储配站 191 座，投运汽车加气站 593 座。同时，公司还在越南河内、岘港、胡志明市经营城市燃气业务。

3. 公司架构

截至 2019 年 6 月 30 日，新奥能源下设七家全资子公司：新奥（中国）燃气投资有限公司、嘉品控股有限公司（Excellence Award Holding Company Limited）、新奥燃气投资集团有限公司、新奥能源中国投资有限公司、新奥液化天然气贸易有限公司、新奥恒新能源发展有限公司和新奥新瑞能源发展有限公司，一家联营公司 PV Gas City。新奥能源的全资子公司直接或间接持股的控股子公司 728 家、合营公司 39 家、联营公司 49 家。

主要附属公司详情如下：

新奥生态控股有限公司拟重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产涉及的
新奥能源控股有限公司股东全部权益价值·估值报告

公司名称	注册成立/ 成立地点	已发行及缴足 股本/注册资本	本集团持有之拥有 权/ 投票权比例		主要业务
			2018 年	2017 年	
ENN Gas Investment Group Limited (ENN Gas)	英属处女群岛	1,000 美元	100.00%	100.00%	投资控股
北京新奥华鼎贸易有限公司#	中国	23,800,000 美元	100.00%	100.00%	零售燃气管道、相关物料及设备
长沙新奥燃气有限公司*	中国	人民币 120,000,000 元	55.00%	55.00%	投资于燃气管道基础设施及管道燃气销售
常州新奥燃气发展有限公司*	中国	600,000 美元	60.00%	60.00%	管道燃气销售
常州新奥燃气工程有限公司*	中国	5,000,000 美元	60.00%	60.00%	投资于燃气管道基础设施
滁州新奥燃气有限公司*	中国	7,100,000 美元	90.00%	90.00%	管道燃气销售
泉州市燃气有限公司(泉州市燃气)	中国	人民币 450,000,000 元	60.00%	60.00%	投资于燃气管道基础设施及管道燃气销售
晋江新奥燃气有限公司	中国	人民币 60,000,000 元	60.00%	60.00%	投资于燃气管道基础设施及管道燃气销售
洛阳新奥华油燃气有限公司*	中国	人民币 160,000,000 元	70.00%	70.00%	投资于燃气管道基础设施及管道燃气销售
石家庄新奥燃气有限公司*(石家庄新奥)	中国	人民币 300,000,000 元	60.00%	60.00%	投资于燃气管道基础设施及管道燃气销售
肇庆新奥燃气有限公司#	中国	人民币 52,700,000 元	100.00%	100.00%	投资于燃气管道基础设施及管道燃气销售
株洲新奥燃气有限公司*	中国	人民币 135,000,000 元	55.00%	55.00%	投资于燃气管道基础设施
湘潭新奥燃气有限公司*	中国	人民币 70,000,000 元	85.00%	85.00%	投资于燃气管道基础设施
蚌埠新奥燃气有限公司*	中国	人民币 110,000,000 元	70.00%	70.00%	投资于燃气管道基础设施
蚌埠新奥燃气发展有限公司*	中国	600,000 美元	70.00%	70.00%	管道燃气销售
葫芦岛新奥燃气发展有限公司*	中国	1,200,000 美元	90.00%	90.00%	投资于燃气管道基础设施
青岛新奥新城燃气有限公司*	中国	839,000,000 美元	90.00%	90.00%	管道燃气销售
浙江新奥智能装备贸易有限公司	中国	人民币 10,000,000 元	100.00%	100.00%	燃气管道及智能设备零售
新奥泛能网络科技有限公司	中国	人民币 103,000,000 元	100.00%	-	综合能源解决方案及营运服务
新奥能源物流有限公司#	中国	22,230,000 美元	100.00%	100.00%	运输燃油产品及燃气
新奥能源贸易有限公司#	中国	30,200,000 美元	100.00%	100.00%	批发及零售 LNG 及 CNG、燃气管道设施、燃气设备、器具及其他
新奥财务有限责任公司	中国	人民币 2,000,000,000 元	95.50%	95.50%	提供财务服务
新奥燃气发展有限公司#	中国	23,000,000 美元	100.00%	100.00%	采购压缩管道燃气、投资于燃气管道基础设施及管道

					燃气销售
新奥燃气工程有限公司#	中国	7,000,000 美元	100.00%	100.00%	投资于燃气管道基础设施
新奥（中国）#	中国	231,778,124 美元	100.00%	100.00%	投资控股

注：* 中外合营企业

全资外国企业

除 ENN Gas（主要于香港营运）外，上表所有附属公司分别主要在注册成立/成立地点营运。上表所列之附属公司对新奥能源业绩或资产净值有主要影响。提供其他附属公司之资料将导致资料过于冗长。

4.被估值单位截止估值基准日和前二年主要经营状况

截至本次估值基准日，新奥能源经审计后的合并口径资产总额账面值 7,807,763.96 万元人民币，负债总额账面值为 5,084,088.89 万元人民币，净资产账面值为 2,723,675.07 万元人民币，归属于母公司净资产账面值为 2,107,766.35 万元人民币。新奥能源估值基准日及前两年主要资产和经营状况如下表：

估值基准日及前两年财务状况和经营业绩概况表

金额单位：人民币万元

项目	2019 年 6 月 30 日	2018 年 12 月 31 日	2017 年 12 月 31 日
资产总额	7,807,763.96	7,586,506.17	6,412,501.30
负债总额	5,084,088.89	5,091,216.37	4,172,819.41
归属于母公司净资产	2,107,766.35	1,898,555.23	1,731,534.42
净资产	2,723,675.07	2,495,289.80	2,239,681.90
项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年
营业收入	3,918,537.23	6,760,749.74	5,561,910.19
营业成本	3,274,566.41	5,618,731.77	4,519,231.28
营业利润	529,579.49	635,302.35	601,573.28
利润总额	532,899.22	631,113.34	599,233.55
净利润	413,861.38	423,330.05	421,193.64

（三）估值报告使用人

本估值报告的使用者为委托人。

除国家法律法规另有规定外，任何未经估值机构和委托人确认的机构或个人不能由于得到估值报告而成为估值报告使用者。

二、估值目的

新奥股份拟重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产，中水致远资产评估有限公司接受新奥股份的委托，对上述经济行为所涉及的新奥能源的股东全部权益的市场价值进行了估值，作为该经济行为的价值参考。

三、估值对象和估值范围

（一）估值对象

本项目估值对象为新奥能源股东全部权益价值。

（二）估值范围内资产和负债基本情况

本次估值范围为新奥能源于估值基准日的全部资产及负债。根据经审计后的估值基准日财务报表，企业资产总额账面值 7,807,763.96 万元人民币，负债总额账面值为 5,084,088.89 万元人民币，净资产账面值为 2,723,675.07 万元人民币，归属于母公司净资产账面值为 2,107,766.35 万元人民币。

估值范围内经审计后的全部资产和负债的账面价值如下表：

金额单位：人民币万元

项目	账面价值
流动资产合计	2,140,724.63
非流动资产合计	5,667,039.33
其中:长期应收款	2,126.86
长期股权投资	484,993.40

其他权益工具投资	12,060.79
其他非流动金融资产	514,639.60
投资性房地产	26,755.97
固定资产	3,303,199.85
在建工程	607,522.84
无形资产	468,983.29
工程物资	-
开发支出	4,189.58
商誉	31,987.33
长期待摊费用	444.26
递延所得税资产	135,916.53
其他非流动资产	13,665.81
使用权资产	60,553.24
资产总计	7,807,763.96
流动负债	3,365,452.49
非流动负债	1,718,636.40
负债总计	5,084,088.89
归属于母公司净资产	2,107,766.35
净资产	2,723,675.07

（三）利用专业报告

本次估值报告中基准日各项资产及负债账面价值数据引自中喜会计师事务所（特殊普通合伙）出具的中喜审字[2019]第 1682 号标准无保留意见审计报告。

四、价值类型及其定义

根据本次估值目的，价值类型确定为市场价值。

市场价值是指自愿买方和自愿卖方在各自理性行事且未受任何强迫

的情况下，估值对象在估值基准日进行正常公平交易的价值估计数额。

选择市场价值作为本次估值的价值类型，是遵照价值类型与估值目的相一致的原则，并充分考虑市场条件和估值对象自身条件等因素，在本次估值机构接受委托人估值委托时所明确的估值结论价值类型。

五、估值基准日

本项目估值基准日是2019年6月30日。该估值基准日是由委托人确定的。

选择该估值基准日的理由是：

（一）该估值基准日，符合相关经济行为的需要，有利于估值目的的实现。

（二）该估值基准日为被估值单位会计月末报表日，便于估值机构充分利用企业现有的财务资料，有利于估值工作的完成。

六、估值依据

本次估值遵循的估值依据主要包括法律法规依据、资产权属依据，及评定估算时采用的取价依据和其他参考资料等，具体如下：

（一）法律法规依据

1.《中华人民共和国公司法》（2013年12月28日第十二届全国人民代表大会常务委员会第六次会议修订）；

2.《中华人民共和国证券法》（2014年8月31日第十二届全国人民代表大会常务委员会第十次会议修正）；

3.《上市公司重大资产重组管理办法》（2019年10月18日中国证券监督管理委员会令第129号修订）；

4.《上市公司证券发行管理办法》（2008年10月9日中国证券监督

管理委员会令第 57 号修正);

5. 相关的香港特别行政区证券监管法律文件;
6. 其他与估值工作相关的法律法规及部门规章等。

(二) 资产权属依据

1. 企业法人营业执照;
2. 企业出资证明文件(公司章程、验资报告等);
3. 重要资产购置合同或凭证;
4. 不动产权证书;
5. 机动车行驶证;
6. 专利证书;
7. 国有土地使用证;
8. 其他与企业资产的取得、使用等有关合同、会计凭证、会计报表及其他资料。

(三) 估值取价依据

1. 国家宏观经济、行业、区域市场及企业统计分析数据;
2. 估值基准日及前 3 年的财务报表及财务明细账;
3. 企业提供的财务管理、生产经营、市场销售等经营的资料;
4. 企业提供的部分合同、协议等;
5. 企业所处行业地位及市场竞争分析资料;
6. iFind 软件提供的 H 股上市公司的有关资料;
7. 中国人民银行发布的估值基准日适用的外汇汇率及贷款利率;
8. 估值人员调查了解到的其他资料。

(四) 其他参考资料

1. 估值人员进行的市场调查资料;
2. 估值人员现场调查及询证的相关资料;

3. 企业相关部门及人员提供的相关材料;

4. 有关部门颁布的统计资料和技术标准资料, 以及估值机构收集的
有关宏观经济、行业分析和市场资料以及其他有关资料。

七、估值方法

(一) 估值方法概述

根据本项目的估值目的, 估值范围涉及企业的全部资产及负债。国际上通行的企业价值的基本估值方法可以选择市场法、收益法和成本法(资产基础法)。

1. 企业价值估值中的资产基础法, 也称成本法, 是指以被估值企业估值基准日的资产负债表为基础, 合理估值企业表内及表外各项资产、负债价值, 以确定估值对象价值的估值方法。

2. 企业价值估值中的收益法, 是指将预期收益资本化或者折现, 以确定估值对象价值的估值方法。

3. 企业价值估值中的市场法, 是指将估值对象与可比上市公司或者可比交易案例进行比较, 以确定估值对象价值的估值方法。

(二) 估值方法的选择

新奥能源作为国内规模较大的清洁能源分销商, 支持企业运营的核心因素如人力资源、销售渠道、市场网络、技术研发能力等价值在资产基础法中无法体现, 资产基础法估值结果无法反映上市公司价值的真实状况。资产基础法评价资产价值的角度和途径是间接的, 在进行企业价值估值时不能体现各项资产汇集后的综合价值效应, 因此不宜使用资产基础法对新奥能源的股权价值进行估值分析。

新奥能源作为香港证券交易所上市公司, 在本次交易完成之前, 新奥能源受上市监管及商业保密限制不能提供盈利预测, 且公布盈利预测

数据可能会引起其股价异动，从而增加本次交易的不确定性，因此不宜使用收益法对新奥能源的股权价值进行估值分析。

新奥能源属于天然气分销行业，目前香港证券市场其业务同类上市公司较多，相关可比上市公司的股价及经营和财务数据相对公开、透明且披露充分，相关资料可以从公开渠道获得，具备资料的收集条件。因此，具备采用可比上市公司比较法的基本条件。

结合估值对象、价值类型、资料收集情况等相关条件，本项目采用上市公司比较法进行估值。

（三）上市公司比较法简介

上市公司比较法是指获取并分析可比上市公司的经营和财务数据，计算适当的价值比率，在与被估值企业比较分析的基础上，确定估值对象价值的具体方法。

上市公司比较法中的可比企业应当是公开市场上正常交易的上市公司，这些可比公司与估值对象的业务结构、经营模式、企业规模、资产配置和使用情况、企业所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素相同或者相似。

八、估值程序实施过程 and 情况

估值人员对估值对象涉及的资产和负债实施了估值工作，本次估值程序实施过程介绍如下：

（一）明确估值业务基本事项

由本公司业务负责人与委托人代表商谈明确委托人、被估值单位和委托人以外的估值业务委托合同中约定的其他估值报告使用人；估值目的；估值对象和估值范围；价值类型；估值基准日；估值报告使用限制；估值报告提交时间及方式；估值服务费总额、支付时间和方式；委托人

与估值人员工作配合和协助等其他需要明确的重要事项。

（二）签订估值业务委托合同

估值机构受理估值业务的应当与委托人依法订立估值业务委托合同，约定估值机构和委托人权利、义务、违约责任和争议解决等内容。

（三）编制估值计划

本公司承接该估值业务后，立即组织估值人员编制了估值计划，并合理确定估值计划的繁简程度。估值计划包括资产估值业务实施的主要过程及时间进度、人员安排及技术方案等。

（四）现场调查

根据估值业务具体情况，我们对估值对象进行了适当的现场调查。包括：

1. 要求委托人和被估值单位提供涉及估值对象和估值范围的资料；
2. 估值人员通过询问、访谈、核对等方式进行调查，获取估值业务需要的资料，了解估值对象现状，关注估值对象法律权属。

（五）收集估值资料

我们根据估值业务具体情况收集估值资料，并根据估值业务需要和估值业务实施过程中的情况变化及时补充收集估值资料。这些资料包括：

1. 直接从市场等渠道独立获取的资料，从委托人、被估值单位等相关当事方获取的资料，以及从政府部门、各类专业机构和其他相关部门获取的资料；
2. 查询记录、行业资讯、分析资料、专业报告及政府文件等形式；
3. 估值人员根据估值业务具体情况对收集的估值资料进行分析、归纳和整理，形成评定估算和编制估值报告的依据。

（六）评定估算

市场法估值的主要工作，估值人员通过与企业管理层的访谈，考察

企业现场、收集企业历史年度财务资料，结合相关可比上市公司的经营和财务数据等，建立计算模型，进行估值测算，并反复进行修正，在综合分析价值影响因素的基础上，确定本次估值工作的最终估值结论。

（七）编制和提交估值报告

在上述工作的基础上，起草估值报告书初稿。本公司内部对估值报告初稿和工作底稿进行初审后，与委托人或者委托人同意的其他相关当事人就估值报告有关内容进行了必要沟通。在全面考虑有关意见后，对估值报告进行必要的调整、修改和完善，然后重新按本公司内部估值报告审核制度和程序对报告进行了认真审核后，由本公司出具正式估值报告向委托人提交。

九、估值假设

本次估值中，估值人员遵循了以下估值假设：

（一）一般假设

1. 交易假设：假定所有待估值资产已经处在交易过程中，估值人员根据待估值资产的交易条件等模拟市场进行估价。

2. 公开市场假设：公开市场假设是对资产拟进入的市场的条件以及资产在这样的市场条件下接受何种影响的一种假定。公开市场是指充分发达与完善的市场条件，是指一个有自愿的买方和卖方的竞争性市场，在这个市场上，买方和卖方的地位平等，都有获取足够市场信息的机会和时间，买卖双方的交易都是在自愿的、理智的、非强制性或不受限制的条件下进行。

3. 资产持续使用假设：持续使用假设是对资产拟进入市场的条件以及资产在这样的市场条件下的资产状态的一种假定。首先被估值资产正处于使用状态，其次假定处于使用状态的资产还将继续使用下去。在持

续使用假设条件下，没有考虑资产用途转换或者最佳利用条件，其估值结论的使用范围受到限制。

4. 企业持续经营假设：被估值单位的生产经营业务可以按其现状持续经营下去，并在可预见的经营期内，其经营状况不发生重大变化。

（二）特殊假设

1. 本次估值假设估值基准日外部经济环境不变，国家现行的宏观经济不发生重大变化。无其他不可预测和不可抗力因素造成的重大不利影响。

2. 基准日后企业所处的社会经济环境、行业监管环境、上下游市场环境、同行业竞争环境以及所执行的税赋、汇率、税率等政策无重大变化。

3. 企业未来的经营管理班子尽职，并继续保持现有的经营管理模式。

4. 假设新奥能源各项业务相关资质在有效期到期后能顺利通过有关部门的审批，行业资质持续有效。

5. 假设被估值单位完全遵守国家所有相关的法律法规，符合国家的产业政策，不会出现影响公司发展和收益实现的重大违规事项。

6. 假设估值基准日后被估值单位采用的会计政策和编写本估值报告时所采用的会计政策在重要方面保持一致。

7. 假设估值基准日后被估值单位在现有管理方式和管理水平的基础上，经营范围、方式与目前保持一致。

8. 假设未来企业保持现有的信用政策不变，不会遇到重大的款项回收问题。

9. 假设被估值单位提供的基础资料和财务资料真实、准确、完整。

10. 假设可比上市公司所在的证券交易市场均为有效市场，其股票交易价格公允有效；

11.假设可比上市公司信息披露真实、准确、完整，无影响价值判断的虚假陈述、错误记载或重大遗漏。

本估值报告及估值结论是依据上述假设和限制条件，以及本估值报告中确定的原则、依据、条件、方法和程序得出的结果，若上述前提条件发生变化时，本估值报告及估值结论一般会自行失效。

十、估值技术说明

（一）全球宏观经济形势分析与展望

全球经济增速继续下行。2019年7月摩根大通全球制造业 PMI 指数进一步放缓至 49.3%，已连续 3 个月位于荣枯线之下，并创 2012 年 10 月以来最低水平。OECD 综合领先指标 2019 年 6 月已降至 99.13，连续放缓后已降至金融危机以来最低水平。IMF 在 2019 年 7 月的《世界经济展望》报告显示，今年全球经济增速预期将放缓至 3.2%，比 4 月预期下调 0.1 个百分点，低于去年的 3.6% 和 2017 年的 3.8%，是 IMF 今年以来第 3 次下调全球经济增长预期。

1. 美国：经济衰退风险加大，美联储十年来首次降息

美国 2019 年二季度经济增速明显回落。美国 2019 年二季度实际 GDP 年化季率初值 2.1%，远逊于前值 3.1%，但高于预期 1.8%。其中，二季度个人消费支出季调年率增长 4.3%，比一季度高 3.1 个百分点；私人国内投资总额-5.5%，远逊于一季度的 6.2%；政府消费支出和总投资增长 5.0%，高于一季度的 2.9%；出口-5.2%，远弱于一季度的 4.1%；进口 0.1%，好于一季度的-1.5%。个人消费支出与政府投资消费的回升，并未抵消私人投资和净出口的回落。由于全球经济增长和贸易局势紧张正拖累美国经济，此前特朗普承诺的 3% 目标已经遥不可及。

美国经济前景趋于暗淡。美国 2019 年 7 月 Markit 制造业 PMI 终值

录得 50.4%，创 2009 年 9 月以来最低；2019 年 7 月 ISM 制造业 PMI 为 51.2%，创 2016 年 8 月以来新低。消费动能减弱。2019 年 6 月个人消费支出环比增长 0.3%，低于 0.4% 的前值。2019 年 7 月密歇根大学消费者信心指数 98.4，略高于前值。投资呈现疲弱。2019 年 6 月耐用品订单环比终值下修至 1.9%，初值为 2%；扣除飞机非国防资本耐用订单环比终值下修至 1.5%，同样弱于初值的 1.9%。房地产市场逐步回落。2019 年 6 月成屋销售年化环比下降 1.7%，不及预期 -0.4% 和前值 2.5%，年化销售总数 527 万户，同样弱于预期和前值，正从 2018 年初的高位回落。贸易逆差缩窄。2019 年 6 月出口 2063 亿美元，进口 2615 亿美元，均出现环比下滑。贸易差额为 -552 亿美元，较前值有所缩窄。

物价和就业指标并未显著恶化。从物价来看，2019 年 6 月核心 PCE 物价指数同比上涨 1.6%，较上月回升 0.1 个百分点，7 月核心 CPI 同比上涨 2.2%，高于上月的 2.1%，为今年来最快增速。从就业指标来看，2019 年 7 月季调后非农就业人口变动 16.4 万人，高于预期但低于前值；失业率维持在 3.7% 的近半个世纪次低水平。市场更关注的平均时薪季调后同比、环比分别增长 1.3%、-0.1%，较前值 1.5%、0.3% 均有所放缓。

美联储预防式降息 25 个基点。2019 年 7 月 31 日，美联储召开新一期 FOMC 会议，决定将联邦基金利率的目标范围调降 25 个基点至 2.00% 至 2.25%，并于 8 月提前结束缩表。美联储主席鲍威尔在新闻发布会说明，本次降息是周期性调整，而非趋势性降息的起点。此次降息可视为预防式降息，因为自 2019 年 5 月 23 日以来 3 月期和 10 年期美国国债收益率持续倒挂，2019 年 8 月 12 日利差曾高达 35 个基点，创 12 年来新高，近日 2 年期和 10 年期国债收益率亦出现倒挂，这预示很可能会出现经济衰退。

2. 欧洲：经济增速放缓，欧央行对降息持开放态度

经济增速放缓。欧元区 2019 年二季度 GDP 环比增长 0.2%，增速较一季度腰斩；同比增长 1.1%，较一季度下降 0.1 个百分点，为 2014 年以来新低。二季度法国、意大利、西班牙、奥地利和比利时经济增速均有所减缓，德国 GDP 环比-0.1%，继去年三季度以来再次出现负增长，英国 GDP 环比增速仅录得-0.2%，2012 年以来首次出现季度收缩。

生产较为疲软。欧元区 2019 年 7 月制造业 PMI 较上月大幅下降 1.1 个百分点至 46.5%，创 2013 年以来新低，连续第六个月位于枯荣线下方，整体愈加低迷。2019 年 6 月工业产出同比增速大幅下滑至-2.6%，连续八个月未实现正增长。企业信心下滑。8 月 Sentix 投资者信心指数急剧恶化，由上月的-5.8 大幅下滑至-13.7，大幅逊于预期，为 2013 年 5 月以来最低水平。其中，德国投资者信心跌至-13.7，创 2011 年 8 月有记录以来新低。通胀再创新低。2019 年 7 月 CPI 同比上涨 1.1%，较上月下降 0.2 个百分点，创 2016 年 12 月以来新低。就业形势持续向好。2019 年 6 月欧元区失业率较上月下降 0.1 个百分点为 7.5%，维持逾 10 年来新低。

欧央行和英央行均持鸽派立场。欧央行 2019 年 7 月议息会议维持三大利率水平不变，符合市场预期。会议声明将原来“直至明年上半年主要利率将‘维持不变’”的措辞更改成“主要利率维持在目前或更低水平”。在 2019 年两次推迟对加息时点的预期后，欧央行本次终于明确释放出可能降息的信号，而且对所有宽松工具均持开放态度。市场对欧央行于 2019 年 9 月降息的预期概率已升至 80%以上。2019 年 7 月议息会议上，英国央行同样选择按兵不动。英国央行表示，渐进且有限度的加息是合适的，但需要全球及经济增速有所恢复。市场预测英国央行在 9 月议息会议将有 90%以上概率维持利率不变，但随后降息概率将明显上升。

英国“硬脱欧”悲观情绪持续蔓延。自 2019 年 7 月就职以来，“硬

脱欧”派首相鲍里斯·约翰逊不断强调，无论是否与欧盟达成协议，英国都将在 2019 年 10 月 31 日离开欧盟。而欧盟始终拒绝再就脱欧协议进行重新谈判，这一僵持局面加剧了市场对英国无协议脱欧的担忧。最新调查显示，英国无协议脱欧概率已从 2019 年 7 月的 30% 跳升至 35%，为调查两年来最高水平。“硬脱欧”前景无疑将会继续影响到整个欧洲的信心。

3. 日本：经济展现韧劲，未来增长动能或将减弱

日本二季度经济延续扩张态势。2019 年二季度，经季节调整后环比增长 0.4%，连续第三个季度扩张，好于市场预期。占 GDP 约 60% 的日本私人消费环比增长 0.6%，连续第三个季度实现增长且涨幅扩大，主要得益于汽车、空调等商品的强劲需求。此外，新天皇登基带来的超长假期也起到了明显提振作用。资本支出环比增长 1.5%，较一季度的 0.4% 增幅扩大，也高于市场预期的 0.7%。但二季度出口环比增长-0.1%，进口环比增长 1.6%，净出口对 GDP 的贡献为-0.3%，拖累较为明显。

未来下行压力依旧较大，不确定性增加。制造业进一步下滑，2019 年 7 月份制造业 PMI 为 49.4%，较上月微升 0.1 个百分点，但仍是其连续三个月位于荣枯线下方。2019 年 7 月份工业生产指数同比为-4.1%，环比为-3.6%，为近一年半最大跌幅。进出口疲软，2019 年 7 月份出口同比下降 6.6%，进口同比下降 5.2%。房地产走弱，2019 年 6 月份日本房地新屋开工同比增长 0.33%，营建订单同比下降-8.79%。就业维持较高水平，2019 年 6 月份日本失业率（季调）为 2.3%，环比下降 0.1%，低于预期水平，达到近 12 个月最低水平。

2019 年三季度日本是否能够保持增长态势仍有疑问。一是日本 10 月份消费税税率从现行的 8% 调升至 10%，恐将明显冲击国内居民个人消费，也会影响赴日游客数量和消费水平，个人消费支出对 GDP 增长的

贡献必将下降。二是韩日贸易摩擦前景仍不明朗，并有向多领域扩展可能，对于严重依赖进出口贸易的日本经济可谓困难重重。近期避险需求刺激日元明显升值，也会影响到日本出口。日本 2019 年 6 月景气动向指数降至 93.30，为近九年来最低水平。2019 年 7 月份经济观察家现况指数 41.2，较前值 44 明显下调，为年内最低点，未来经济下行压力正在加大。

4.新兴市场：经济增长放缓，出现降息浪潮

2019 年下半年，以印度、巴西、俄罗斯和南非为代表的主要新兴市场国家经济增长普遍放缓，通胀有所回落。在全球经济增长放缓、通胀下行以及美联储降息预期升温并实现的背景下，新兴市场经济体央行掀起降息潮。除金砖国家外，近期降息的国家还包括新西兰、印度、泰国、菲律宾和秘鲁等。

印度经济保持疲软，央行年内第四次降息。制造业景气度回升。2019 年 7 月份制造业 PMI 为 52.5%，较上月上升 0.4 个百分点；2019 年 5 月工业生产指数同比上升 3.1%，比上月下降 1.2 个百分点。通胀有所上升。2019 年 6 月 CPI 同比上升 3.2%，较上月提高 0.1 个百分点，年初以来持续上涨。央行年内第四次降息。2019 年 8 月 7 日，印度央行决定降息 35 个基点至 5.4%，降息幅度超过市场预期的 25 基点，基准利率创下 2010 年以来新低。印度央行表示，未来仍持续保持宽松立场，将 2019 年-2020 年度的 GDP 增速估计从 7%下修至 6.9%。

巴西再陷“技术性衰退”，央行时隔 16 个月首次降息。巴西一季度经济环比下降 0.2%，二季度经济环比下降 0.1%，再次陷入“技术性衰退”，经济复苏步履维艰。2019 年 7 月制造业 PMI 为 49.9%，较上月下降 1.1 个百分点，为 12 个月以来首次低于 50%。2019 年 6 月零售指数由 5 月的 92.7 下滑至 89.3。2019 年 7 月广义消费者物价指数同比增长 3.2%，

比上月下降 0.2 个百分点。2019 年 7 月 31 日，巴西央行宣布降息 50 个基点至 6%，时隔 16 个月后首次降息，幅度大于市场预期。央行表示，巴西经济疲软，复苏乏力，通胀较低，为降息提供了空间和条件，未来将会根据经济活动、风险评估、通胀预期等因素对货币政策进行调整。

俄罗斯经济增长放缓，央行年内第二次降息。2019 年 7 月制造业 PMI 为 49.3%，比上月回升 0.7 个百分点，连续三个月位于 50% 以下。2019 年 6 月零售营业额指数同比增长 1.4%，与上月持平，今年以来持续放缓。2019 年 7 月 CPI 同比上升 4.6%，比上月微降 0.1 个百分点，延续回落态势。央行年内第二次降息。2019 年 7 月 25 日，俄罗斯央行宣布降息 25 个基点至 7.25%，今年以来第二次降息。央行表示，经济增速低于预期，通胀将在 2020 年早期达到 4% 的目标，随着通胀和经济增长放缓，还将进一步降息。

南非经济增速下滑，央行去年 3 月以来首次降息。2019 年 7 月 PMI 为 48.6%，较上月回升 4.6 个百分点，连续 8 个月处于荣枯线以下；2019 年 7 月份商业信心指数 92，呈下降态势。2019 年 6 月 CPI 同比增速 4.5%，较上月回升 0.1 个百分点。央行去年 3 月以来首次降息。2019 年 7 月 18 日，南非央行宣布将再回购利率下调 25 个基点至 6.5%，去年 3 月以来南非央行首次降息，将今年 GDP 增长预期由 1% 下调至 0.6%。南非央行行长表示，降息是在南非经济处于“持续不确定环境”下的决策。

除上述经济体之外，泰国、菲律宾、秘鲁等央行也于近日先后宣布降息，降息幅度超出市场预期。其中，泰国央行为 2015 年以来首次降息，将基准利率下调 25 个基点至 1.5%；菲律宾央行是年内第二次降息，隔夜借贷利率下调 25 个基点至 4.25%；秘鲁央行将基准利率下调 25 个基点至 2.50%，创近九年新低。主要原因，一是全球经济下行态势愈发明显，对国内经济增长带来压力；二是美联储降息之后，为各国货币政策腾出

空间。

5.中国经济增速放缓

中国 2019 年 7 月经济数据全面回落。在季末因素消退之后，7 月数据全面不及预期。一是受终端需求不足影响，2019 年 7 月工业生产增加值增速由 6.3%回落至 4.8%，创近 29 年来新低；二是基建投资未能继续发挥托底作用，房地产投资继续高位回落，2019 年 1-7 月固定资产投资增速由 5.8%放缓至 5.7%；三是汽车消费大幅拖累，社会消费品零售总额增速由 9.8%回落至 7.6%；四是 2019 年 7 月 CPI 同比涨幅继续扩大至 2.8%，但 PPI 则出现了近 3 年来首次负增长；五是新增信贷和社融均出现同比下降，企业需求与金融供给双双走弱。制造业投资与出口增速反弹成为为数不多的亮点，但主要与抢出口等因素有关，可持续性仍然存疑。

稳增长必要性提升。全球经济下行叠加中美摩擦升温，出口将面临下行压力；调查失业率上升将限制居民边际消费倾向，工业品价格进入通缩则影响工业产出和制造业投资；基建投资受制于地方政府财政压力只能在补短板方面定向发力，房地产开发投资在调控收紧的条件下预计继续回落。预计三季度下行压力仍然较大，经济将继续处于震荡寻底过程中，政策稳增长的必要性提升。

（二）中国宏观经济形势分析与展望

初步核算，2019 年上半年国内生产总值 450933 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.3%。分季度看，一季度同比增长 6.4%，二季度增长 6.2%。分产业看，第一产业增加值 23207 亿元，同比增长 3.0%；第二产业增加值 179984 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 247743 亿元，增长 7.0%。



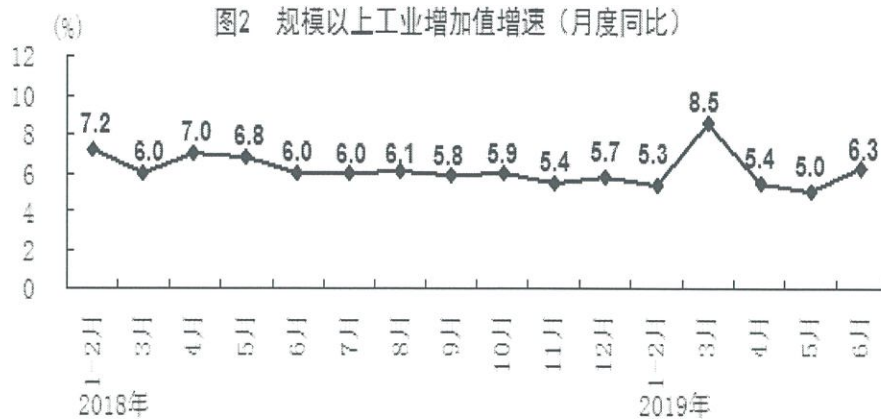
1.农业生产形势较好，夏粮再获丰收

2019 年上半年，种植业增加值同比增长 3.9%，增速比一季度回落 0.5 个百分点。全国夏粮总产量 14174 万吨，比上年增加 293 万吨，增长 2.1%，与历史最高年（2017 年）持平。农业种植结构持续优化，棉花、大豆播种面积增加。2019 年上半年，禽蛋产量同比增长 3.6%，牛奶产量增长 1.7%；猪牛羊禽肉产量 3911 万吨，下降 2.1%，其中，牛肉、羊肉和禽肉产量同比分别增长 2.4%、1.5%和 5.6%，猪肉产量下降 5.5%。

2.工业生产基本平稳，高技术制造业比重提高

2019 年上半年，全国规模以上工业增加值同比增长 6.0%，增速比一季度回落 0.5 个百分点。2019 年 6 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 6.3%，增速比 5 月份加快 1.3 个百分点，环比增长 0.68%。2019 年上半年，分经济类型看，国有控股企业增加值同比增长 5.0%，股份制企业增长 7.3%，外商及港澳台商投资企业增长 1.4%。分三大门类看，采矿业增加值同比增长 3.5%，制造业增长 6.4%，电力、热力、燃气及水生产和供应业增长 7.3%。工业战略性新兴产业增加值同比增长 7.7%，快于规模以上工业 1.7 个百分点。高技术制造业增加值同比增长 9.0%，快于规模以上工业 3.0 个百分点，占全部规模以上工业比重为 13.8%，比上年同期提高 0.8 个百分点。新能源汽车、太阳能电池产量同比分别增长 34.6%和 20.1%。

2019年1-5月份,全国规模以上工业企业实现利润总额23790亿元,同比下降2.3%,降幅比1-4月收窄1.1个百分点;其中5月份规模以上工业企业实现利润增长1.1%,而4月份为同比下降3.7%。规模以上工业企业营业收入利润率为5.72%,比1-4月份提高0.2个百分点。



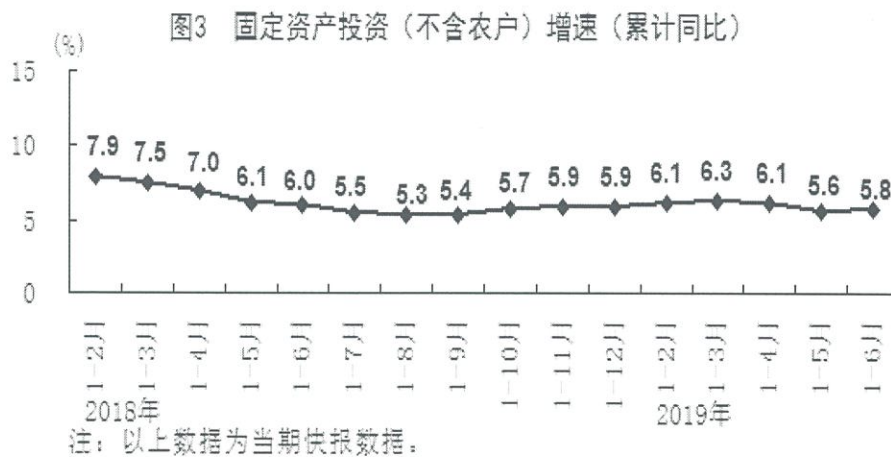
3.服务业较快增长,现代服务业发展较好

2019年上半年,服务业继续保持较好发展势头。信息传输、软件和信息技术服务业,租赁和商务服务业,交通运输、仓储和邮政业,金融业增加值同比分别增长20.6%、7.8%、7.3%和7.3%,增速分别快于第三产业13.6、0.8、0.3和0.3个百分点。2019年上半年,全国服务业生产指数同比增长7.3%,比一季度回落0.1个百分点;其中6月份增长7.1%,比5月份加快0.1个百分点。2019年6月份,服务业商务活动指数为53.4%,继续保持在荣枯线以上。服务业业务活动预期指数为60.3%,处于较高水平。

2019年1-5月份,规模以上服务业企业营业收入同比增长10.1%,增速比1-4月份加快0.3个百分点;其中,战略性新兴产业服务业、高技术服务业和科技服务业营业收入分别增长12.5%、12.3%和12.0%,增速分别快于全部规模以上服务业2.4、2.2和1.9个百分点,保持较快增长。

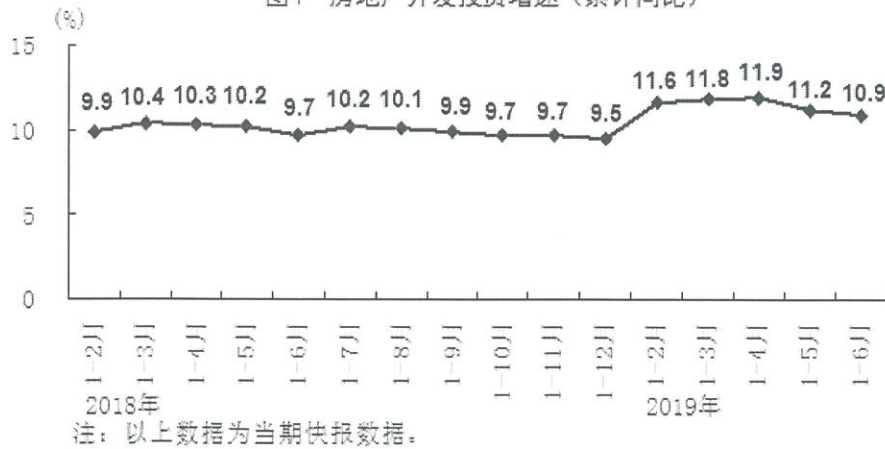
4.投资增势基本平稳,高技术产业投资较快增长

2019 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）299100 亿元，同比增长 5.8%，增速比 1-5 月份加快 0.2 个百分点，比一季度回落 0.5 个百分点。其中，民间投资 180289 亿元，增长 5.7%。分产业看，第一产业投资下降 0.6%；第二产业投资增长 2.9%，其中制造业投资增长 3.0%；第三产业投资增长 7.4%，其中基础设施投资增长 4.1%。高技术制造业投资同比增长 10.4%，增速比全部投资快 4.6 个百分点；高技术服务业投资增长 13.5%，增速比全部投资快 7.7 个百分点。从环比看，2019 年 6 月份固定资产投资（不含农户）增长 0.44%。



2019 年上半年，全国房地产开发投资 61609 亿元，同比增长 10.9%，增速比一季度回落 0.9 个百分点。全国商品房销售面积 75786 万平方米，同比下降 1.8%；全国商品房销售额 70698 亿元，增长 5.6%，增速与一季度持平。

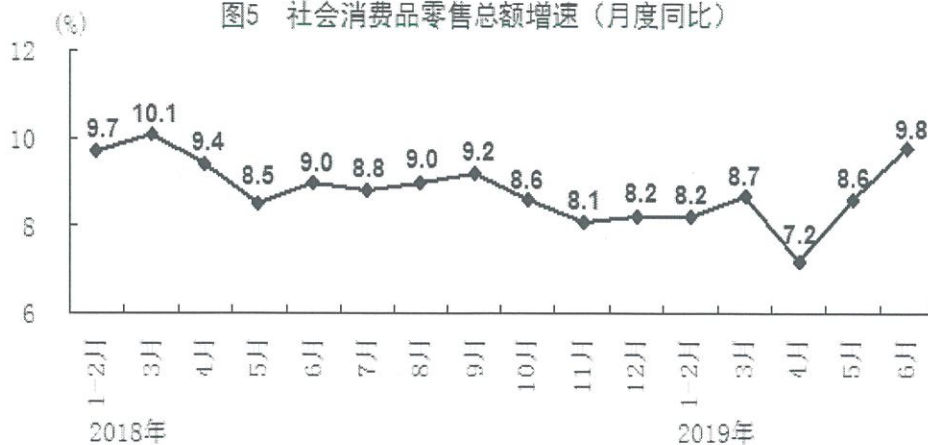
图4 房地产开发投资增速（累计同比）



5.市场销售稳中有升，网上零售增速和占比继续提高

2019年上半年，社会消费品零售总额 195210 亿元，同比增长 8.4%，增速比一季度加快 0.1 个百分点。2019 年 6 月份，社会消费品零售总额 33878 亿元，同比增长 9.8%，比上月加快 1.2 个百分点，环比增长 0.96%。2019 年上半年，按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 166924 亿元，同比增长 8.3%；乡村消费品零售额 28286 亿元，增长 9.1%。按消费类型分，餐饮收入 21279 亿元，增长 9.4%；商品零售 173930 亿元，增长 8.3%。消费升级类商品销售增长较快，限额以上单位化妆品类同比增长 13.2%，增速快于社会消费品零售总额 4.8 个百分点。

图5 社会消费品零售总额增速（月度同比）



2019 年上半年，全国网上零售额 48161 亿元，同比增长 17.8%，比一季度加快 2.5 个百分点。其中，实物商品网上零售额 38165 亿元，增

长 21.6%，占社会消费品零售总额的比重为 19.6%，比一季度提高 1.4 个百分点。

6.进出口增速略升，贸易结构继续优化

2019 年上半年，货物进出口总额 146675 亿元，同比增长 3.9%，增速比一季度加快 0.2 个百分点。其中，出口 79521 亿元，增长 6.1%；进口 67155 亿元，增长 1.4%。进出口相抵，顺差 12366 亿元，同比扩大 41.6%。贸易方式结构进一步优化，一般贸易进出口增长 5.5%，占进出口总额的比重为 59.9%，比上年同期提高 0.9 个百分点；机电产品出口增长 5.3%，占出口总额的比重为 58.2%。民营企业进出口增长 11.0%，占进出口总额的比重为 41.7%，比上年同期提高 2.7 个百分点。6 月份，进出口总额 25619 亿元，同比增长 3.2%。其中，出口 14535 亿元，增长 6.1%；进口 11083 亿元，下降 0.4%。

2019 年上半年，规模以上工业企业实现出口交货值 58361 亿元，同比增长 4.2%。6 月份，规模以上工业企业实现出口交货值 10555 亿元，增长 1.9%，增速比 5 月份加快 1.2 个百分点。

7.居民消费价格涨势温和，工业生产者价格基本平稳

2019 年上半年，全国居民消费价格同比上涨 2.2%，涨幅比一季度扩大 0.4 个百分点。其中，城市和农村均上涨 2.2%。分类别看，食品烟酒价格同比上涨 3.9%，衣着上涨 1.8%，居住上涨 2.0%，生活用品及服务上涨 1.1%，交通和通信下降 1.0%，教育文化和娱乐上涨 2.5%，医疗保健上涨 2.6%，其他用品和服务上涨 2.2%。在食品烟酒价格中，粮食价格上涨 0.5%，猪肉价格上涨 7.7%，鲜菜价格上涨 9.2%。扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 1.8%，涨幅比一季度回落 0.1 个百分点。6 月份，全国居民消费价格同比上涨 2.7%，涨幅与上月持平；环比下降 0.1%。



2019年上半年，全国工业生产者出厂价格同比上涨0.3%，涨幅比一季度扩大0.1个百分点。6月份，全国工业生产者出厂价格同比持平，环比下降0.3%。2019年上半年，全国工业生产者购进价格同比上涨0.1%，涨幅与一季度持平。6月份，全国工业生产者购进价格同比下降0.3%，环比下降0.1%。



8.就业形势总体稳定，农村外出务工劳动力继续增加

2019年上半年，全国城镇新增就业737万人，完成全年目标任务的67%。2019年6月份，全国城镇调查失业率为5.1%，比上月上升0.1个百分点；其中25-59岁人口调查失业率为4.6%，低于全国城镇调查失业率0.5个百分点。31个大城市城镇调查失业率为5.0%，与上月持平。2019年6月份，全国企业就业人员周平均工作时间为45.7小时。二季度末，农村外出务工劳动力总量18248万人，比上年同期增加226万人，增长

1.3%，增速比一季度加快 0.1 个百分点。

9.居民收入增长快于经济增速，城乡收入比继续缩小

2019 年上半年，全国居民人均可支配收入 15294 元，同比名义增长 8.8%，增速比一季度高 0.1 个百分点；扣除价格因素实际增长 6.5%，比经济增速高 0.2 个百分点。按常住地分，城镇居民人均可支配收入 21342 元，实际增长 5.7%；农村居民人均可支配收入 7778 元，实际增长 6.6%。城乡居民人均可支配收入比值为 2.74，比上年同期缩小 0.03。全国居民人均可支配收入中位数 13281 元，同比名义增长 9.0%。

10 供给侧结构性改革深入推进，经济结构不断优化

“三去一降一补”成果巩固。二季度，全国工业产能利用率为 76.4%，比一季度提高 0.5 个百分点，比 2013 年以来的平均值高 1 个百分点；其中非金属矿物制品业、黑色金属冶炼和压延加工业、有色金属冶炼和压延加工业产能利用率分别比一季度提高 3.4、1.7 和 1.7 个百分点。6 月末，全国商品房待售面积 50162 万平方米，比上月末减少 766 万平方米，比上年同期下降 8.9%。5 月末，规模以上工业企业资产负债率为 56.8%，同比下降 0.6 个百分点。2019 年上半年，生态保护和环境治理业、教育等短板领域投资同比分别增长 48.0%和 18.9%，分别比全部投资快 42.2 和 13.1 个百分点。

三大攻坚战持续推进。5 月末，全国地方政府债务余额 198953 亿元，控制在全国人大批准的限额之内。精准脱贫加力显效，贫困地区农村居民人均可支配收入保持较快增长。污染防治成效继续显现。初步核算，2019 年上半年，天然气、水电、核电、风电等清洁能源消费量占能源消费总量的比重比上年同期提高 1.6 个百分点，单位国内生产总值能耗同比下降 2.7%。

经济结构继续优化。2019 年上半年，第三产业增加值占国内生产总

值比重为 54.9%，比上年同期提高 0.5 个百分点，比第二产业高 15.0 个百分点；第三产业增长对国内生产总值增长的贡献率为 60.3%，高于第二产业 23.2 个百分点；规模以上工业中战略性新兴产业和高技术产业保持快速增长。最终消费支出增长对经济增长的贡献率为 60.1%。在全部居民最终消费支出中，服务消费占比为 49.4%，比上年同期提高 0.6 个百分点。京津冀协同发展、长江经济带、粤港澳大湾区、长三角一体化等一系列重大区域战略稳步推进，东西南北纵横联动发展的新格局正在形成。

总的来看，2019 年上半年国民经济运行在合理区间，延续了总体平稳、稳中有进发展态势。但也要看到，当前国内外经济形势依然复杂严峻，全球经济增长有所放缓，外部不稳定不确定因素增多，国内发展不平衡不充分问题仍较突出，经济面临新的下行压力。下一步，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，认真贯彻落实党中央国务院各项决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚持以供给侧结构性改革为主线，按照高质量发展要求，深化改革开放，优化营商环境，推进关键领域自主创新，充分调动各方面积极性，狠抓“六稳”政策落实落地，推动经济平稳健康发展。

（三）行业发展分析

天然气是一种优质、高效、清洁的低碳能源，可与核能及可再生能源等其他低排放能源形成良性互补，是能源供应清洁化的最现实选择。加快天然气产业发展，提高天然气在一次能源消费中的比重，是我国加快建设清洁低碳、安全高效的现代能源体系的必由之路，也是化解环境约束、改善大气质量，实现绿色低碳发展的有效途径，同时对推动节能减排、稳增长惠民生促发展具有重要意义。

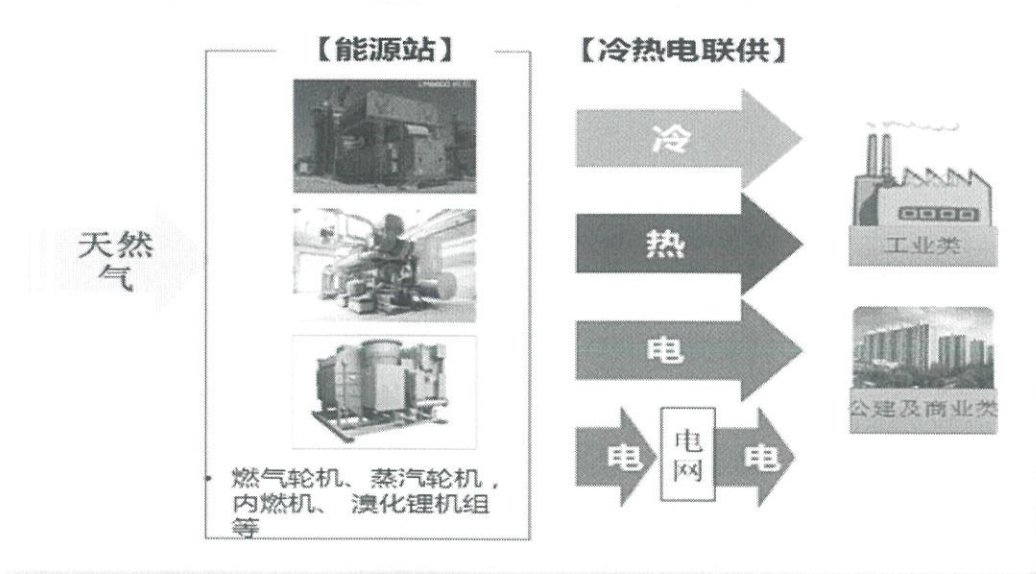
《巴黎协定》和 2030 年可持续发展议程为全球加速低碳发展进程

和发展清洁能源明确了目标和时间表。随着我国加快推动能源生产和消费革命，新型城镇化进程不断提速和油气体制改革有力推进，天然气产业正迎来新的发展机遇。

1.我国天然气市场需求高速增长，终端销售市场空间巨大

2018 年，我国天然气市场受宏观经济稳中向好、环保政策影响显著。城市燃气、工业领域进一步实施煤改气工程，同时受工业主要用气行业下游产品价格上涨、替代能源价格上涨、新燃气电厂投运等拉动，全国天然气消费量快速增长。随着国家可持续发展战略的实施，环保动力在加大，对天然气这种清洁高效能源需求越来越大。今后 20 年，我国对天然气的需求的增长每年保持在 15%以上，2020 年将达到 3600 亿立方米以上。高速增长的市场，给天然气终端销售带来更大的市场空间。

天然气用途



2.天然气行业是“十三五”期间重点支持行业之一

经过多年发展，天然气产业已成为我国“十三五”期间重点支持的产业之一，2017 年 7 月国家发改委出台了《加快推进天然气利用的意见》，明确提出要将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一。另外，在《天然气发展十三五规划》中还提出，到 2020 年天然气在我国

一次能源消费中的占比将达到 10%，而在十二五期间这个比重仅从 4.4% 上升到 5.9%。在《天然气发展十三五规划》中明确了发展目标。

1) 储量目标

常规天然气。“十三五”期间新增探明地质储量 3 万亿立方米，到 2020 年累计探明地质储量 16 万亿立方米。页岩气。“十三五”期间新增探明地质储量 1 万亿立方米，到 2020 年累计探明地质储量超过 1.5 万亿立方米。煤层气。“十三五”期间新增探明地质储量 4200 亿立方米，到 2020 年累计探明地质储量超过 1 万亿立方米。

2) 供应能力

2020 年国内天然气综合保供能力达到 3600 亿立方米以上。

3) 基础设施

“十三五”期间，新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。

4) 市场体系建设

加快推动天然气市场化改革，健全天然气产业法律法规体系，完善产业政策体系，建立覆盖全行业的天然气监管体制。

3. 天然气行业相关的政策及其影响

(1) 国家开始大力推进“防大气污染”、“清洁取暖”、“煤改气”等政策。

2014-2018 年与天然气行业相关的政策

发布时间 (年)	政策名称
2014	• 《国家新型城镇化规划 (2014-2020年) 》
	• 《国家能源发展战略行动计划 (2014-2020年) 》
	• 《能源行业加强大气污染防治工作方案》
2015	• 《关于理顺非居民天然气价格的通知》
	• 《关于推进价格机制改革的若干意见》
	• 《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》
2016	• 《关于在能源领域积极推广政府和社会资本合作模式的通知》
	• 《天然气管道运输定价成本监审办法》
	• 《“十三五” 生态环境保护规划的通知》
	• 《“十三五” 控制温室气体排放工作方案的通知》、《能源发展 “十三五” 规划》
	• 《天然气发展 “十三五” 规划》
	• 《关于在能源领域积极推广政府和社会资本合作模式的通知》
	• 《关于明确储气设施相关价格政策的通知》
	• 《关于推进化肥用气价格市场化改革的通知》
	• 《关于做好油气管网设施开放相关信息公开工作的通知》
	• 《“十三五” 节能减排综合工作方案的通知》
2017	• 《中长期油气管网规划》
	• 《加快推进天然气利用的意见》
	• 《北方地区冬季清洁取暖规划 (2017-2021年) 》
	• 《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》
	• 《关于加强配气价格监管的指导意见》
	• 《京津冀大气污染防治2017年工作方案》
	• 《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》
2018	• 《打赢蓝天保卫战三年行动计划》
	• 《乡村振兴战略规划 (2018 - 2022年) 》
	• 《关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》
	• 《2018年能源工作指导意见》
	• 《关于理顺居民用气门站价格的通知》
	• 《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》

由上表可以看出从2016年到2018年与天然气产业直接相关或间接相关的政策出台得非常密集，同时也可以看出国家在治理大气污染以及加快天然气利用的决心。

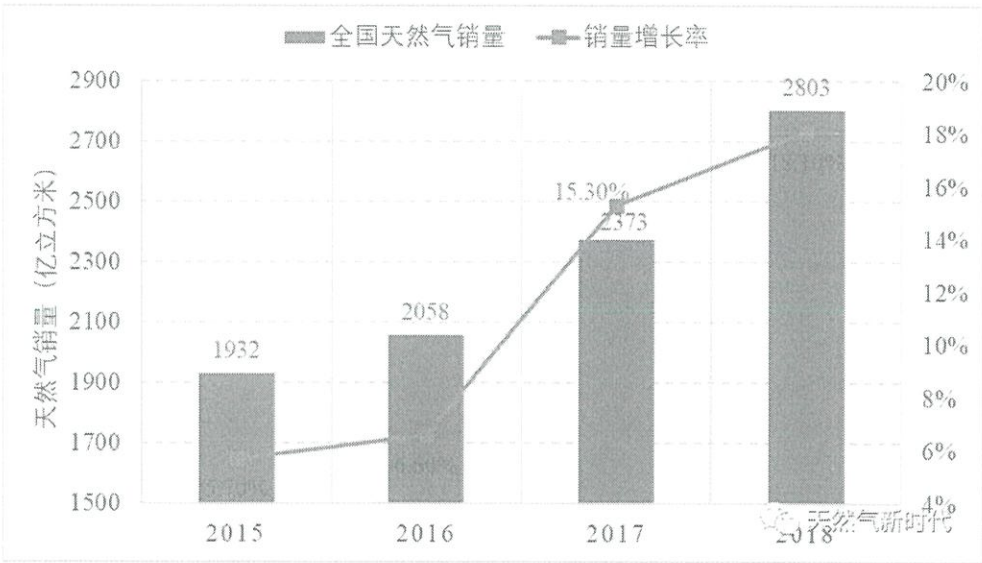
2015-2018年国内生产总值增速



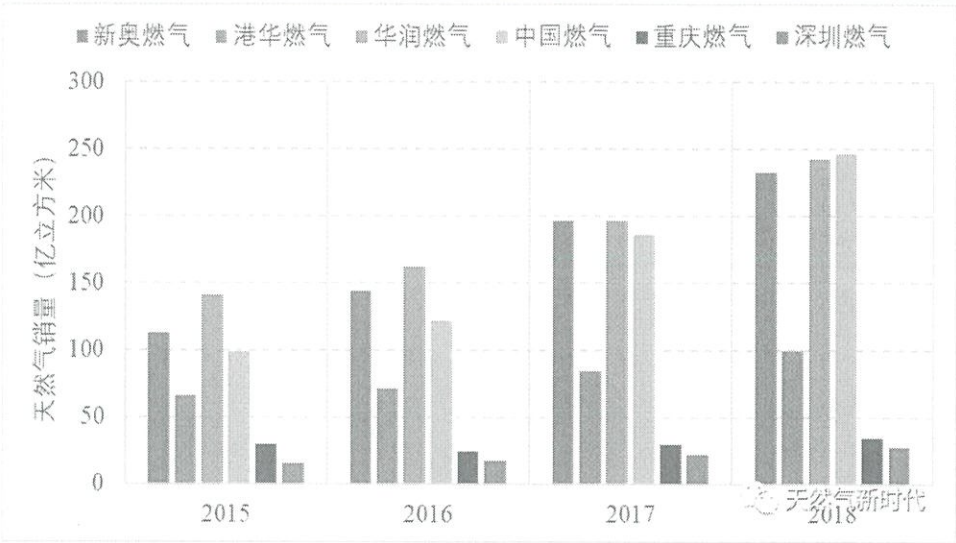
由图可见在国内生产总值增速较为平稳的情况下，2017年以及2018年天然气的消费量较2015年和2016年得到了大幅度提升，其中重要的原因是国家开始大力推进“防大气污染”、“清洁取暖”、“煤改气”等政策。

(2) 相关政策对天然气行业上市公司的影响

2015-2018全国天然气销量及其增长率

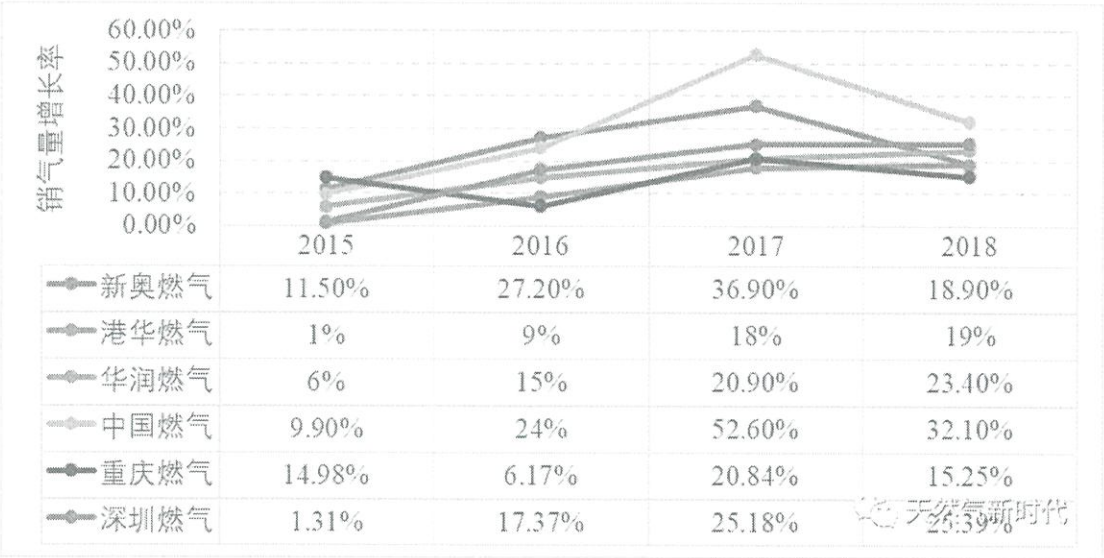


2015-2018几大燃气上市公司天然气销量



注：其中中国燃气每年年报是指从上一年的三月三十一日到第二年的三月三十一日。比如2015年年报实际是指从2015年3月31日-2016年3月31日，下同。

2015-2018年几大燃气上市公司天然气销量增长率



从上述的3个图，可以清楚的看到2017-2018年国内天然气总销量以及几大燃气公司销气量较2015、2016年都得到了大幅提升，而增长率均保持在双位数，这就是政策带来的影响。

国家能源局综合司在2019年6月26日发布的《关于解决“煤改气”“煤改电”等清洁供暖推进过程中有关问题的通知》意见的函。意见函中第六点上写到：“因地制宜拓展多种清洁供暖方式，保障清洁供暖均衡发展。

为缓解天然气供暖过程中出现的天然气供保和农村用气安全压力，各地要坚持宜电则电、宜气则气、宜煤则煤、宜热则热，结合资源条件、环保要求、资金实力、采暖习惯等因素，拓宽清洁供暖渠道。在城镇地区，重点发展清洁燃煤集中供暖，提升城镇及周边地区的清洁燃煤集中供暖面积。在农村地区，重点发展生物质能供暖，同时解决大量农林废弃物直接燃烧引起的环境问题。在具备条件的城镇和农村地区，按照以供定改原则继续发展“煤改电”“煤改气”，适度扩大地热、太阳能和工业余热供暖面积，积极探索新型清洁供暖方式，条件成熟的可报送国家发展改革委、国家能源局研究推广。

由此可以看到，新政策从大力发展天然气供暖回归到大力发展清洁燃煤供暖，本次发改委与国家能源局主推清洁燃煤与生物质能供暖。这将会对燃气公司的销气量以及营业额的增长带来一定的影响。

2018 年新奥能源销售予住宅用户的天然气量大幅增长 34.3%至 28.85 亿立方米，占零售天然气销售量之 16.6%，主要由于新开发的住宅用户逐步用上天然气以及更多用户使用天然气作冬季独立采暖。2018 年内，新奥能源共开发 230.16 万个住宅用户，按年增长 11.0%，其中新房、老房及农村“煤改气”用户分别占新增住宅用户的 70.2%、9.9%及 19.9%。新奥能源累计开发 135 万个独立采暖用户，按年增加 53 万户。

（3）《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》对天然气上市公司的影响

港华燃气接驳收入及其占比



华润燃气接驳收入及其占比



新奥燃气接驳收入及其占比



注：为了做更好地对比，图中收入均以港币为单位

中国燃气接驳收入及其占比



以上是四大燃气集团 2015 年-2018 年接驳费收入以及占比，可以清楚看到燃气接驳费在这几大燃气公司里有着重要的地位。接驳业务是城市燃气公司的重要组成部分,通常是城市燃气企业向房地产开发商按照户均价格收取的小区内及入户的燃气设备管道安装的费用。据了解我国四大城市燃气企业(均为港股上市公司)接驳费情况,城市接驳费目前收费在 2500-3000 元/户,毛利率在 45%-65%,而接近日发布的《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》里所提到的合理确定城镇燃气工程安装收费标准,原则上成本利润率不得超过 10%，这对城市燃气来说是一大

打击，城市燃气企业在接驳费业务上的收入和利润将受到挤压。

截至 2018 年 12 月 31 日，新奥能源毛利为人民币 95.10 亿元，同比增长 14.0%。毛利率为 15.7%，按年下降 1.6 个百分点，主要原因来自收入结构变化所致。毛利率较低的燃气批发业务营业额占比上升 5.2 个百分点，但毛利率较高的工程安装业务营业额占比下降 2.6 个百分点。

（4）取消 50 万人口以上城市燃气须中方控股限制的影响

2019 年 6 月 30 日，国家发改委、商务部发布的《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2019 年版）》称，在基础设施建设方面，取消城市人口 50 万以上的城市燃气、热力管网须由中方控股的限制。

一方面中国城市燃气领域的竞争将进一步加剧，另一面这同时将会使整个燃气市场将更加开放、公平。但是，目前中国城市燃气市场已经趋于饱和，市场格局稳定。基本上是 5 大燃气集团：港华燃气、新奥能源、昆仑能源、华润燃气、中国燃气。此外，还有北京燃气、深圳燃气、重庆燃气和陕西燃气等地方企业占据。因此，外资企业投资城市燃气的空间实际上已经不大。不过上述政策出台将很有可能促进外资企业在燃气基础设施建设上的参与性，从而促进整个行业发展。

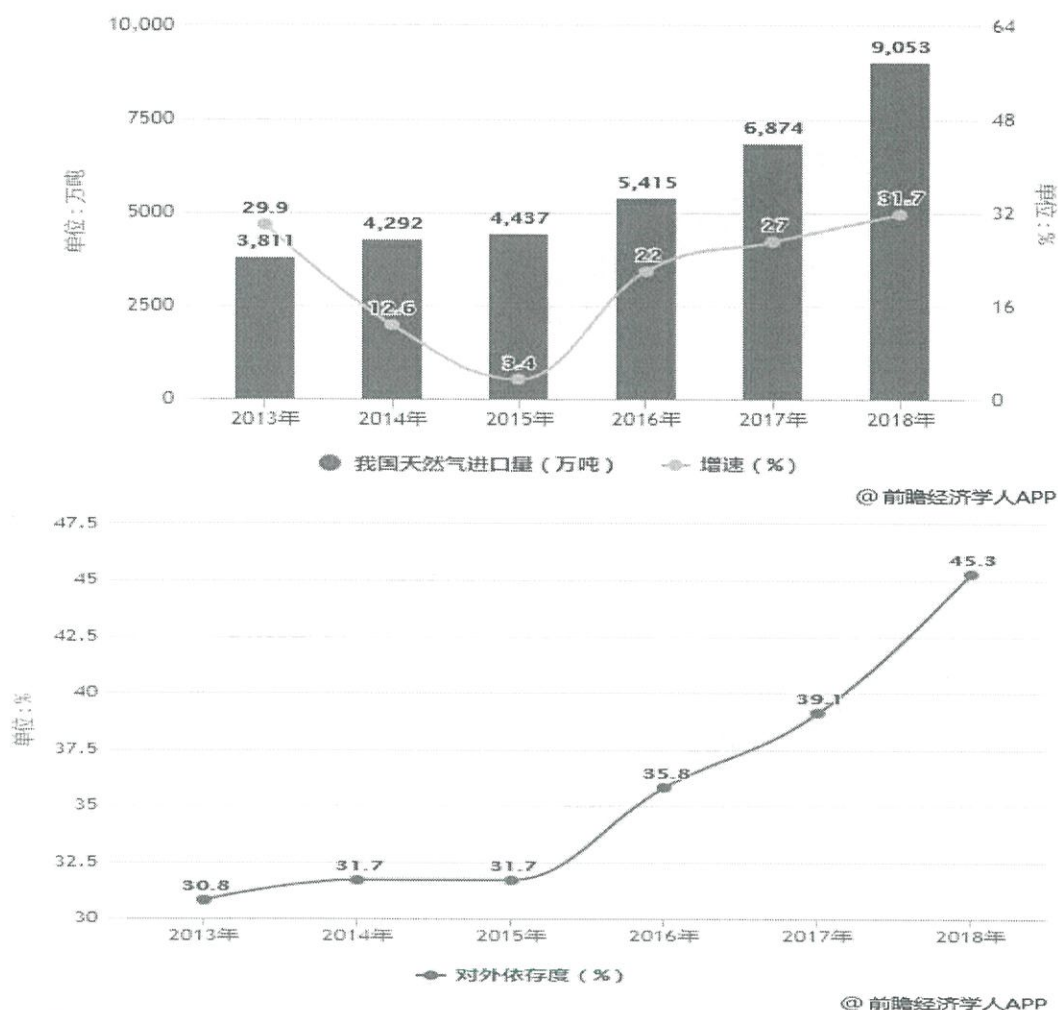
4. 天然气对外依存度高，供给严重不足

2009 年起，我国开始大规模建设天然气管道，从四个地域向国内进口天然气，相应地，我国天然气对外依存度逐年增长。据前瞻产业研究院发布的《中国天然气产业发展趋势与投资决策分析报告》统计数据显示，2009-2011 年，我国天然气对外依存度加速提高，从 2009 年的 4.2% 快速增长至 24.3%，随后，我国天然气对外依存度稳步上行。2013 年，我国天然气对外依存度为 31.6%，2017 年，我国天然气对外依存度为 39.1%。

进入 2018 年，我国天然气消费保持强劲增长，进口量约 1254 亿立

方米，增幅高达 31.7%，进口量首次超过日本，成为全球第一大天然气进口国，对外依存度升至 45.3%，较上年的 39.1%增长 6.2 个百分点。

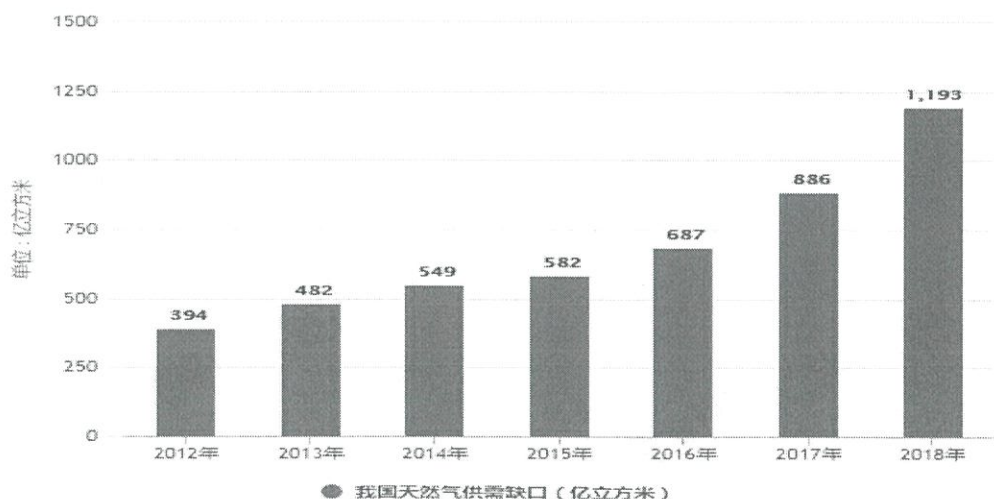
2013-2018 年我国天然气进口量及对外依存度统计情况



尽管我国天然气产量不断提高，但天然气产量仍然无法满足加速增长的天然气需求，供需缺口正在逐步加大。根据《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》，到 2020 年，我国一次能源消费总量控制在 48 亿吨标准煤，天然气消费比重 10%以上，相当于 3600 亿立方米;国产常规天然气、页岩气、煤层气总计目标为 2450 亿立方米。天然气对外依存度由此控制在 32%以内。然而，从目前的情况来看，由于市场存在诸多不确定因素，我国要实现天然气发展目标面临严峻挑战。

2018 年，国内天然气产量(包括页岩气、煤层气、煤制气)为 1573 亿立方米，供需缺口为 1193 亿立方米，同比增长 34.7%。

2013-2018 年我国天然气供需缺口统计情况

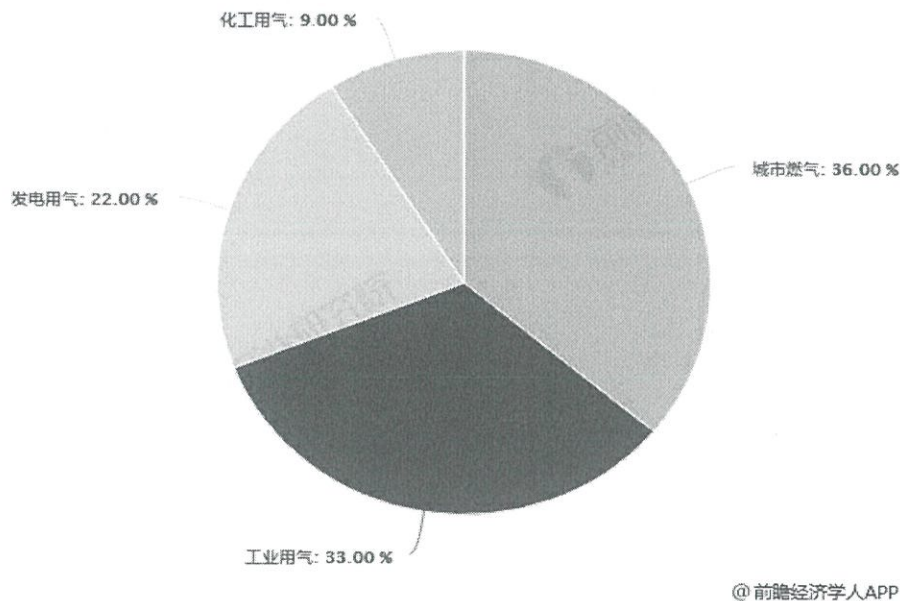


数据来源：前瞻产业研究院整理

5.下游应用提高，消费量高速增长

我国天然气主要使用在四个方面，分别是城市燃气、化工领域、工业领域和发电。2018 年城市燃气用量为 990 亿立方米，增幅为 16.2%；工业用气量为 911 亿立方米，增幅为 20%；发电用气量为 615 亿立方米，增幅为 23.4%；受资源、调峰等因素影响，化工用气由升转降，用气量为 250 亿立方米，降幅为 5.1%。

2018 年我国天然气消费结构占比统计情况

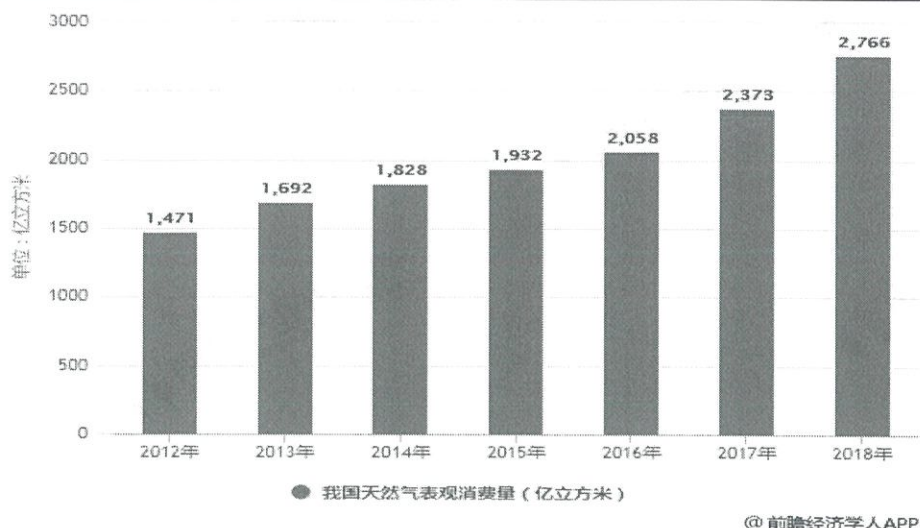


数据来源：前瞻产业研究院整理

我国清洁能源消费比例偏低，天然气在能源结构转型中发挥着更大的作用。尤其是在当前国家实施“北方冬季清洁取暖民生工程”、大力推进以气代煤的促进下，天然气消费量持续增长。

2018年，受“2+26城市”居民、采暖、工业、商业、公共服务的煤改气带动，环渤海地区天然气消费量增速近23%，全年消费量达590亿立方米。以河北省为例，消费增量超过30亿立方米。长三角地区主要受到天然气发电的拉动，消费量为480亿立方米。总体来看，2018年我国天然气表观消费量为2766亿立方米，同比增长16.6%，天然气消费继续维持高速增长。

2012-2018年我国天然气表观消费量统计情况



数据来源: 前瞻产业研究院整理

6.需求增长稳定, 发展前景广阔

2018年,我国天然气市场受宏观经济稳中向好、环保政策影响显著。城市燃气、工业领域进一步实施煤改气工程,同时受工业主要用气行业下游产品价格上涨、替代能源价格上涨、新燃气电厂投运等拉动,全国天然气消费量快速增长。

随着国家可持续发展战略的实施,环保动力在加大,对天然气这种清洁高效能源需求越来越大。今后20年,我国对天然气的需求的增长每年保持在15%以上,2020年将达到3600亿立方米以上。高速增长的市场,给天然气终端销售带来更大的市场空间。

(四) 被估值企业经营情况分析

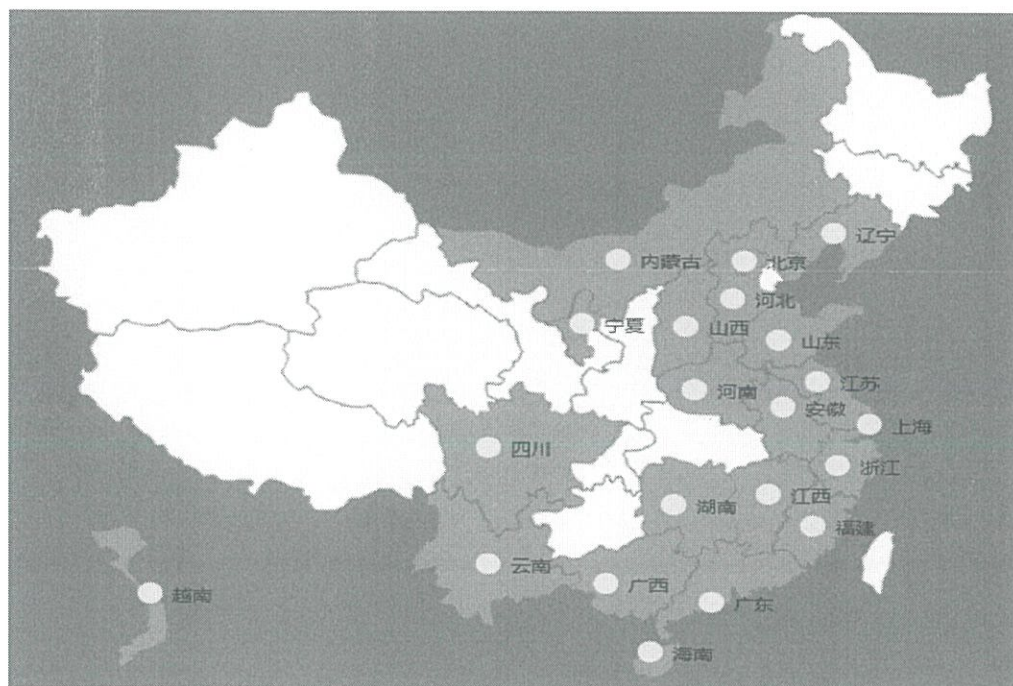
1.企业简介及业务概况

新奥能源控股有限公司(02688.HK)是新奥集团旗舰产业,于1992年开始从事城市管道燃气业务,是国内规模较大的清洁能源分销商,目前已形成零售天然气、综合能源两大核心业务,逐步向综合能源服务商转型。



新奥能源在全国运营 201 个城市燃气项目，为 1979 万个家庭和 13 万家工商企业提供燃气服务，覆盖接驳人口 9995 万，敷设管道 75000 公里，拥有天然气储配站 191 座，投运汽车加气站 593 座。同时，新奥能源还在越南河内、岷港、胡志明市经营城市燃气业务。

图：业务分布图



新奥能源加速业务转型升级，依托自主创新的泛能技术，聚焦园区、城区、工业企业及大型公共建筑，以客户需求为中心，因地制宜提供清洁能源优先、多能互补、能源高效利用、设施协同共享的用供能一体化综合能源解决方案。截至 2019 年 6 月 30 日，已累计投运综合能源项目

82 个，在建项目 37 个，综合能源销售规模达 19.52 亿千瓦时（上半年）。

2. 企业主要业务及市场分析

（1）零售天然气业务

1) 工商业市场

新奥能源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。新奥能源借助此次大气污染防治攻坚战的契机，深挖工商业市场潜力，积极推动工商用户燃煤锅炉替代工程。同时依托工业退城入园之机遇及公司经营范围内共 320 个工业园区项目之优势，大量开发新用户。2019 年上半年，新奥能源共开发 12,110 个工商业用户（已装置日设计供气量 8,637,801 立方米之燃气器具）。当中属于“煤改气”的新用户开口气量约 288 万立方米/日，占新开发工商业用户的 33.3%。新奥能源对于工商业用户的工程安装费实施市场化定价，期内均价保持稳定。截至 2019 年 6 月 30 日，新奥能源所服务的工商业用户总共达到 133,209 个（已装置日设计供气量 115,177,890 立方米之燃气器具）。

面对上游气价上涨和经济增长放慢的双重挑战，新奥能源通过已搭建的智慧运营平台收集及分析客户用能数据，以客户需求为出发点解决他们的用能痛点，包括为客户提供节能改造服务，以维持天然气使用的竞争力、为不同价格承受能力的客户制定灵活的销售方案、对用气量庞大又稳定，和调峰或可中断供气的客户给予价格优惠，致力于追求稳定、安全供气的大前提下继续扩大气量销售规模。同时，通过新奥能源优秀的气源统筹调配能力和客户关系，在气价上涨期间进行价格传导，维持了比较稳定的售气价差。期内，新奥能源销售予工商业用户的天然气量达 72.89 亿立方米，同比增长 16.4%，占零售天然气销售量之 74.6%。

2) 住宅用户市场

中国正处于全面建设小康社会的关键阶段，大规模的城镇化进程需配合清洁能源利用以改善环境，及符合民众对高品质生活的追求，这将继续为新奥能源带来庞大的城镇住宅用户开发机会。与此同时，新奥能源亦继续配合地方政府“镇镇通”、“村村通”、“美丽乡村”等发展要求，于天津、河北、山东、河南等经济条件较好的地区，审慎进行“农村煤改气”工程，协助地方政府完成散煤替代的污染防治工作。新奥能源共开发 128.65 万个住宅用户，其中新房、老房及“农村煤改气”用户分别占新开发住宅用户的 66%、15%及 19%。每户平均工程安装费为人民币 2,510 元，与过去数年相比维持稳定。截至 2019 年 6 月 30 日，新奥能源累计已开发 1,979 万个住宅用户，平均管道燃气气化率由 2018 年 12 月底 58.8%上升至 59.4%。

根据国家统计局资料，上半年全国居民收入增长快于经济增速，当中城镇居民人均可支配收入为农村居民的 2.74 倍。新奥能源继续聚焦城镇居民的天然气销售，并积极建立阶梯气价机制以提高城镇住宅用户的天然气销售利润。截至 2019 年 6 月 30 日，累计开发 147 万个独立采暖用户，已建立居民阶梯气价机制的项目共 181 个。受惠于新开发的住宅用户逐步用上天然气以及更多独立采暖户，新奥能源销售予住宅用户的天然气量增长 16.9%至 18.87 亿立方米。

3) 交通能源业务

2018 年，汽车加气站售气量下降 9.7%至 12.60 亿立方米。占零售天然气销售量之 7.3%。但受惠于汽油及柴油价格上涨，加气站之销售价格得以提高，加上新奥能源有效控制气源采购成本令价差水平有所提升，2018 年加气站业务的毛利增长 10.2%至人民币 1.95 亿元。新奥能源于过去一年持续优化加气站之站点布局，剔除低效站点，提高单站运营效率及盈利能力以应对充满挑战的经营环境。生态环境部等 11 个单位于 2018

年 12 月发布《柴油货车污染治理攻坚战行动计划》，强调要求使用符合国六排放标准的天然气汽车。新奥能源未来将借助国三及以下营运柴油货车淘汰更新之机遇继续优化 LNG 加气站网络，重点布局高速公路服务区、大型物流园区等关键位置。新奥能源相信，车用 LNG 业务仍有较大增长空间。

2018 年，新奥能源继续探索船舶加注市场，为广州广船国际有限公司、舟山太平洋船厂、文冲船厂等船只提供预冷及加注技术服务。同时与道达尔、壳牌、赫伯罗特、马士基等能源及集装箱运输公司签订合作意向书，共同开发 LNG 移动加注船以进行国际船舶加注业务。新奥能源亦将拓展国内内河加注，继续推进与船用运输公司、港航部门、各省市交通部联盟合作，推动新建船和改造船市场开发，探索船舶清洁能源整体解决方案。

4) 能源贸易业务

新奥能源利用庞大气源网路优势、智慧调度系统及载运能力庞大的 LNG 运输车队，向小型燃气分销商、城市燃气经营范围以外的工商业客户、LNG 加气站及电厂等下游用户销售 LNG，2019 年上半年销售量录得 34.35 亿立方米，同比增长 33.6%，带动能源贸易收入大幅上升 41.5% 至人民币 93.30 亿元，在国内天然气批发市场维持领先的市场份额。但由于上半年 LNG 市场竞争越来越激烈导致下游市场价格走低，因此，能源贸易业务的毛利同比下降 80.2% 至人民币 3,800 万元。

(2) 综合能源业务

总理李克强于《2019 年政府工作报告》中明确表示要将每单位国内生产总值能耗再下降 3% 左右，意味着未来的能源发展将逐步向提质增效转变，能源结构加速向清洁、低碳及高效转型。新奥能源积极发展的综合能源业务符合国家能源革命战略。综合能源业务的经营主要从客户需

求端出发，在深度了解客户的经营状况、负荷特性、工艺特点等情况后，按当地的资源禀赋采用具竞争优势的一次能源，包括生物质、工业余热、光伏、地热、海水热源等清洁能源，并比选不同技术路线，因地制宜为客户选取最优的综合能源解决方案，成效深受客户和政府认可。新奥能源累计提供的综合能源方案于期内成功为客户减少能源消耗超过 10 万吨标准煤，降低了 46 万吨二氧化碳排放。

凭借行业领先的技术及商业模式，2019 年上半年，新奥能源新签约项目 106 个，签约规模达到 630 亿千瓦时。新投运综合能源项目 20 个，分布在广东、广西、湖南、安徽、河南、浙江、江苏及河北等 8 个省，新增年能源需求量 33.64 亿千瓦时。截至 2019 年 6 月 30 日，累计已投运综合能源项目共 82 个，年能源需求量达 78.97 亿千瓦时，合共装机容量 1,561 兆瓦。新奥能源也在持续跟踪推动增量配电项目试点，其中，由新奥能源控股的安徽蚌埠铜陵现代产业园和甘肃金塔北河湾循环产业园两个增量配电网项目已取得电力业务许可证（供电类），具备了向园区用户供电的资格，预计项目将可为集团带来超过 13 亿千瓦时的电力销售量。

受惠过去两年已投运项目的负荷率逐渐提高，加上新项目投产，新奥能源的冷、热、电及蒸气等能源销售量于上半年录得 19.52 亿千瓦时，带动营业收入同比增长 176.2%至人民币 10.19 亿元。能源设备利用率的提升加上业务组合的优化，综合能源业务的毛利同比大幅上升 635.7%至人民币 2.06 亿元。新奥能源通过“以热切入、以电突破、以气延伸”的战略，聚焦燃气管网、热力和蒸气管网，以及电网的拓展，并以审慎的态度，在确保项目回报率符合新奥能源要求的前提下，投资建设优质的综合能源项目，致力实现综合能源服务商的转型。

（3）新发展燃气项目

新奥能源抓紧了行业整合的机遇，以及凭借敏锐的市场洞察力、卓越的安全与运营管理和灵活的项目开发策略，配合领先的综合能源服务理念，于 2019 年上半年获取了 14 个城市燃气项目的独家经营权，并拓展了 3 个位于现有项目周边的新经营区域，新增人口覆盖 245 万人，未来 3 年可拉动 8 亿立方米天然气销售量。截至 2019 年 6 月 30 日，新奥能源在中国拥有 201 个城市燃气项目，地域覆盖包括安徽、北京、福建、广东、广西、河北、河南、湖南、内蒙古、黑龙江、甘肃、江苏、江西、辽宁、四川、山东、云南、浙江及山西合共 19 个省市及自治区，覆盖人口达 9,995 万人。

依托可使用新奥能源之大股东建设的舟山液化天然气接收站进口气源之优势，新奥能源成功获取了浙江舟山市区及舟山绿色石化基地之独家经营权，亦于 2018 年获取山西怀仁市项目，将燃气经营版图扩展至山西省，为进一步拓展省内其他项目奠定基础。同时，借助国家鼓励产业向新开发园区迁移之契机，新奥能源于 2018 年收购福建三明台商投资区吉口新兴产业园、将乐经济开发区积善工业园、明溪经济开发区等多个工业园区，拥有金明稀土、海斯福化工、通海镍业等用能大户。上述新项目成熟后预计可为新奥能源带来 25 亿立方米以上之气量贡献。

受天然气配气价格改革、气源短缺及融资成本上升等因素影响，众多业务单一的中小型燃气公司近年经营压力剧增。新奥能源将继续关注与现有项目产生协同效应的并购机会，借助良好的企业形象、卓越的安全营运能力，以及综合能源服务理念，扩大燃气业务经营范围。

（4）燃气器具销售业务

新奥能源借助品牌影响力及为来市区老房、新房配套工程以及农村“煤改气”的住宅用户提供工程安装服务之契机，利用线上及线下平台积极推广灶具、采暖炉、热水器、抽油烟机、消毒柜等燃气器具产品，

2018 年共销售 33.9 万件燃气器具，按年增长 49.3%，带动销售收入按年增长 35.9%至人民币 4.35 亿元。燃气器具销售量上升，主要受惠于新开发住宅用户数量的增长及市民生活水平提升带动需求，加上新奥能源自家品牌“格瑞泰”的知名度提升促进销量。新奥能源未来将继续加强营销力度，进一步提高燃气器具产品的市场份额。

3.行业展望及企业策略

2019 年是机遇与挑战并存的一年。市场预计国际油价持续波动、中美经贸关系错综复杂，将为中国宏观经济带来不确定性。中国政府于 2018 年 12 月的中央经济工作会议上向市场释放了继续深化改革的信号，包括推动国企改革、加快财税体制及金融体制改革、降低企业成本等，相信这些改革措施中长期将起到稳定中国经济增长的作用。

中共十九大报告提出改善生态环境，坚持绿色发展，建设美丽中国将是国家未来发展的重要方向。中国政府致力于降低单位能耗，去年成功实现每单位国内生产总值能耗下降 3.1%，超过预设目标，而总理李克强于《2019 年政府工作报告》中明确表示要将每单位国内生产总值能耗再下降 3%左右，意味未来的能源发展将逐步向提质增效转变，能源结构加速向清洁、低碳及高效转型。新奥能源的天然气销售及综合能源业务符合国家能源革命战略。发改委、国家能源局亦发布《关于推进多能互补集成优化示范工程建设的实施意见》，目标到 2020 年，现有园区实施能源综合梯级利用改造的比例将达到 30%，而新建园区则达到 50%。根据行业专家测算，中国的综合能源销售及服务业市场规模预计超过人民币 4 万亿元，可见其市场潜力巨大。

同时，国家陆续出台了《关于加快储气设施建设和完善储气调峰辅助服务市场机制的意见》、《关于理顺居民用气门站价格的通知》、《打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《油气管网设施公平开放监管办法》等一系

列有关天然气市场化改革及环保政策有力地推进天然气行业的健康、可持续发展。

随着主要地区污染防治工作的顺利推进，国家将重点污染防治区域的覆盖范围从“2+26”城市扩展到长三角地区、汾渭平原等广大区域，严控重点区域煤炭消费及大气污染物和温室气体排放总量，充分显示国家鼓励发展天然气成为主要一次能源及持续推进煤改气政策的决心。同时，随着天然气长输管网及液化天然气接收站等基础设施向第三方公平开放、燃气工程安装费逐步规范化、加强配气价格监管等政策陆续出台，将促进行业健康发展，为天然气消费增长提供长期的动力。

为满足不断提升的天然气需求，中央政府亦对增加上游天然气供应量作出多种举措，包括要求三大油加大油气勘探开发力度并将其纳入企业战略、成立国家管网公司以促进上游供气主体及气源多元化、加快建设天然气长输管线及液化天然气接收站等中游基础设施以增加海外进口气、加快储气设施建设以缓解冬季供气压力等，相信未来中国之天然气供应将更加充裕。

国家在《能源发展十三五规划》指出，到2020年天然气消费量达到3,600亿立方米，占一次能源消费比例要达到10%，并坚决严控重点区域的煤炭消费及大气污染物和温室气体排放总量，持续推动环保政策以改善空气污染，新奥能源的天然气销售业务将继续受惠于这庞大的发展机会。发改委于上半年发布了《关于规范城镇燃气工程安装费的指导意见》，明确了还未形成市场化的区域，工程安装收费由地方政府因应当地情况进行监管，确保收费水平的合理性，令城市燃气行业的政策监管更透明。同时，发改委于上半年也发布了新政策取消城市人口50万以上的城市燃气、热力管网，以及国内油气资源勘探开发须由中方控股的限制。这政策将为新奥能源带来更广阔的市场空间拓展燃气和综合能源业务，而上

游市场更开放将可促进资源供应，相信中国的能源行业改革将会为行业整体带来健康发展。

粤港澳大湾区的国家战略对新奥能源的综合能源及燃气业务带来极大潜力，公司于此区域拥有领先的市场份额，覆盖共 25 个城市燃气经营区域和 11 个综合能源项目，为机场、制药厂、工业园区等优质工商业客户供应能源。新奥能源将依托在大湾区内上下游的资源优势，以创新商业模式和技术，积极拓展区内清洁能源业务，助力国家打造生态环境优美的国际一流湾区和世界级城市群。

天然气分销业务是新奥能源持续发展的基石，为新奥能源及股东带来稳定的收益。新奥能源充分把握国内天然气行业良好的发展势头，深入开发工商业及住宅客户市场，着力加大新项目并购力度，持续做大天然气分销规模，并积极开展液化天然气进口及部署储气调峰设施的投资建设，加强气源保障能力，为客户提供安全可靠的优质服务。

同时，新奥能源将借助其庞大的终端客户基础和先发优势，加上其对客户之深刻认知以及在综合能源规划、设计和运维等领域的核心技术，加速发展综合能源业务。一方面聚焦“拿好项目”，重点开拓拥有稳定负荷的园区项目和优质的单体项目，如国家级、省级园区，以及大型交通枢纽、数据中心、医院等，另一方面聚焦项目的全生命周期管理以“做好项目”为目标，加强项目运营管理，降低投资风险，加速价值转化，致力令新奥能源在传统天然气销售业务和综合能源业务的双轮驱动下继续大步发展。

4.经营模式分析

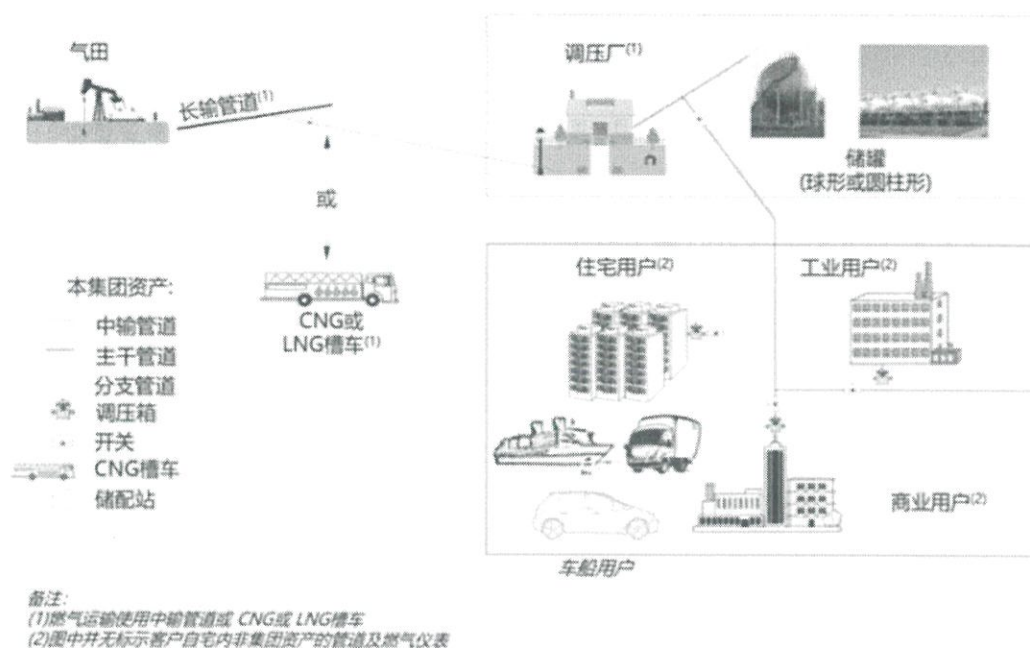
(1) 天然气销售业务

燃气业务是新奥能源最主要的业务，也是新奥能源的核心利润来源，主要包括工商业市场、住宅用户市场、交通能源业务以及能源贸易业务。

新奥能源对采购来的天然气进行除杂、脱水、加臭、加压等环节后，通过中低压管网输送给各工商用户和住宅用户，最后通过调压装置调压和庭院低压管网输送至各用户天然气用具。

对于居民与工商业用户，新奥能源将采购的天然气通过燃气管网、经过调压设施调压、直接输送给客户使用；对于汽车加气用户，新奥能源采购的天然气经过加压设施、压缩机等机械设备加压后，经过加气机直接给汽车加气。

能源贸易方面，新奥能源利用自身庞大气源网络优势、智能调度系统及国内最大的液化天然气运输车队之一，向小型燃气分销商、集团经营范围以外的工业客户、LNG 加气站及电厂等下游用户分销液化天然气。



1) 采购模式

新奥能源所需天然气主要来自中石油、中石化、中海油，部分天然气来自进口。天然气采购流程方面，新奥能源先是根据以往市场销量进行预测，制定年度采购计划，然后与上游供应商洽谈并签订供气协议（年末定次年的用量），最后执行供气协议。

新奥能源与中石油、中石化、中海油等公司建立了长期的合作关系，新奥能源所有使用管道天然气的项目一般都能得到上游供应商的保证供气合同，其中包括西气东输、陕京线等管道运输线的购气合同。新奥能源与中石油、中石化等公司签订了照付不议、照供不误的长期供气协议，锁定了比较紧张的气源资源，能够优先保证用气。2018年下半年开始，新奥能源陆续启动与雪弗龙、锐进及道达尔签订的三个液化天然气进口长约，气源供应更充足及多元化，进一步保障燃气项目在冬季气源紧张时仍能稳定供气。

采购定价方面，目前新奥能源的采购价格定价模式与气源类型有关。新奥能源采购气源分为管道气和非管道气。非管道气采购价格为市场化定价，主要受市场供需状况变化影响，LNG 价格属于市场化价格。管道气采购价格受政府监管，由国家发改委调整基准门站价格，供需双方以基准门站价格为基础，在下浮不限、上浮 20%的范围内协商确定具体门站价格。

2) 销售模式

新奥能源天然气销售主要包括管道燃气销售、非管道燃气销售以及汽车加气业务。

管道燃气销售和非管道燃气销售客户主要是居民用户和工商企业用户，汽车加气业务客户主要是以天然气为燃料的汽车。

我国对城市管道燃气实行特许经营政策，燃气销售价格在不同地区和城市是不同的，其价格由各地区物价局根据当地燃气公司经营成本核定。

缴费模式上，新奥能源管道气销售主要采用预付储值卡收费以及银行、超市等代理缴费方式。

定价方面，新奥能源所属各成员企业的燃气销售价格采取政府定价

或政府指导价。

居民用户销售价格由于涉及到广大居民用户的日常生活，因此，在采取政府定价方式的同时，价格调整需要采取听证程序。非居民用户的销售价格采取政府指导价，新奥能源可在政府定价范围内灵活执行；如遇采购价格变动，可上报地方物价部门审批后实现同步调价。新奥能源各业务城市针对燃气的不同用途制定了不同的出售价格，其中商业、工业用气价格要高于民用气价格，不同地区燃气价格亦有一定差异，部分城市还制定了梯度价格。

车用燃气价格方面，其在各个地区和城市存在差异，价格由各地物价局核定。车用燃气定价方式分为两种，一种是物价局根据当地汽车加气公司经营成本定价，另一种是物价局按照国家发改委的价格改革通知要求来核定价格。

总之，新奥能源燃气售价主要受政府指导。新奥能源的燃气销售盈利主要来自于采购价与销售价的价差。

（2）综合能源业务

综合能源业务是新奥能源经过多年持续探索形成的清洁能源整体解决方案业务模式。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，由简单的满足客户的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。

综合能源业务与单一能源供应不同，它可将天然气、风、光、地源热、水源热等多类能源，根据客户需求因地制宜地进行匹配与调度。同时，利用泛能站集成技术，形成多个泛能站之间的能源调配，在智能化控制和云计算技术方面形成供需互动、有序配置、节约高效的智能用能方式，实现能效最大化。

目前新奥能源综合能源业务的核心是燃气分布式能源业务。分布式

能源改变了现有的能源生产及消费形态，形成了“人人既是消费者，又可成为生产者”的新格局；其价值在于保障能源供应安全、降低运营费用、减少投资规模、实现节能减排。在能源需求不断增长、节能减排压力加大以及国家政策推动下，分布式能源即综合能源业务在中国有望得到快速发展。

1) 采购模式

新奥能源综合能源业务主要消耗自有天然气或自其他分销商采购的天然气。

2) 销售模式

新奥能源通过自建的燃气系统生成电力、热力和冷气等其他形式的能源，并以一体化能源解决方案的方式销售给以大型工商业用户为主的终端用户。

(3) 工程安装业务

新奥能源工程安装业务指为客户提供的燃气接驳和工程施工以及专业工程公司施工、材料销售业务等，主要包括居民用户工程安装业务和工商用户工程安装业务。居民用户工程安装对象包括新建商品房、经济适用房、原有未安装管道燃气的居民楼房等，主要是对居民小区建筑红线内的庭院管网及户内设施进行配套建设，新奥能源依据地方物价部门文件收取工程安装费用。工商户工程安装业务是对经营区域内的工业、商业、餐饮、福利性单位等进行管道燃气工程安装，并收取相应的费用。

建筑安装物资采购方面，新奥能源一般通过招标方式选定供应商并签订年度采购合同，在制定采购计划后下单由供应商发货，采购物资结算上，一般采取后付款的方式。

新奥能源的工程安装业务的定价机制主要依据省、市级发改委有关基础设施配套费等有关政策法规，经物价部门或者发改委发文审批后，

根据建设工程量向民用户及工商户收费。

（4）其他增值业务

其他增值业务主要包括燃气具销售等业务。

燃器具销售业务为新奥能源的燃气附属业务。新奥能源提供管道燃气接驳的同时，借助品牌影响力为市区老房、新房配套工程以及农村“煤改气”的住宅用户提供工程安装服务的契机，利用在线及线下平台推广灶具、采暖炉、热水器、抽油烟机、消毒柜等燃气器具产品，自有品牌格瑞泰已具备一定知名度。新奥能源自行生产的磁卡表，大部分为新奥能源接驳时内部使用，也有部分出售给其他燃气分销商带来收入。

5.企业面临的主要风险和应对措施

（1）汇率风险管理

新奥能源的主要业务在中国，绝大部份收入与支出以人民币为主，在运营上并无重大汇率波动风险。新奥能源面临的外汇风险主要来自以外币计价的债券和贷款及以美元计价的 LNG 国际采购业务。新奥能源制定了相应的外汇风险管理政策，旨在审慎管理及减低汇率波动对新奥能源财务及现金流的影响。新奥能源将持续密切关注市场的利率、汇率、国际油价走势和宏观经济状况，从而适时调整新奥能源的外币债务策略（包括借贷方式、币别、利率、年期等）及在有利的市场情况下采用合适的外汇衍生工具进行套期保值。

以外币计价的债券和贷款产生的外汇风险：于 2018 年 12 月 31 日，新奥能源以外币计价的借贷本金金额为 18.06 亿美元（2017 年：15.50 亿美元）及 5.46 亿港元（2017 年：无），分别相等于人民币 123.49 亿元（2017 年：人民币 105.79 亿元）及人民币 4.78 亿元（2017 年：无），其中已对冲外汇风险的长期美元债务比率已达到 56.4%（2017 年：66.2%）。新奥能源与若干金融机构签订了以交叉货币掉期为主的外币衍生合约，该批

衍生合约之期限及执行条款均与新奥能源以外币计价的债券之期限和条款匹配，有效地锁定了新奥能源该等外债还本付息的外汇风险。新奥能源会继续关注汇率市场走势，并在适当时候对余下未对冲的外债进行套期保值。

（2）商品价格风险管理

国际 LNG 采购合同

新奥能源签订之为期五至十年的国际 LNG 采购合同，已于 2018 年下半年陆续执行。上述合同之定价主要与国际油价挂钩，为应对由此产生的商品价格波动风险，新奥能源建立了一套完善的风险管理政策。新奥能源之政策，是透过为一定合理比例的 LNG 年度采购计划进行套期保值，减少 LNG 价格风险敞口，从而稳定 LNG 之采购成本。新奥能源使用掉期、期权等衍生产品达致理想的套期保值比例。

新奥能源目前对未来五年预计之 LNG 进口量进行套期保值，主要针对布伦特原油价进行对冲。国际油价在 2018 年先震荡上涨至第四季度急速下跌，至年底达至谷底，导致新奥能源录得人民币 7.45 亿元之对冲亏损，其中人民币 7.48 亿元为未变现之公平值亏损，而变现收益为人民币 300 万元。该对冲没有对新奥能源本年度之经营性现金流造成影响。布伦特原油价格在 2018 年底之后反弹，新奥能源因而录得未变现公平值收益。

（五）上市公司比较法估值技术说明及估值结果

1. 上市公司比较法估值思路

（1）选取与被估值企业属于同一行业，从事相同或相似的业务、受相同经济因素影响的可比上市公司。同时关注可比公司财务效益状况、资产质量状况、发展能力状况、其他运营状况等因素，恰当选择与被估值企业进行比较分析的可比上市公司。

(2) 价值比率通常包括市盈率(P/E 比率)、市净率(P/B 比率)、市销率(P/S 比率)、企业价值/息税前利润 (EV/EBIT)、企业价值/息税折旧及摊销前利润 (EV/EBITDA)、企业价值/销售收入 (EV/S) 等。通过综合分析后选择恰当的价值比率。

(3) 在计算可比上市公司的价值比率后, 综合考虑各种因素选取适当的价值比率, 与被估值企业相应的财务数据或指标相乘, 从而得到被估值企业 EV。

(4) 测算得出被估值企业股东全部权益价值。

2. 可比公司的选取

本次估值中可比公司选取主要遵循如下原则: (1) 选取在香港交易所上市的上市公司; (2) 选取港股恒生行业分类下的公共事业—燃气供应行业和港股 GICS 行业类下的 GICS 公共事业—GICS 燃气公共事业行业, 且于被估值企业主营业务相似的上市公司作为可比公司; (3) 剔除数据不全的公司。本次估值选取 21 家上市公司纳入案例库, 具体如下:

单位: 百万元港币

证券代码	证券名称	首发上市日期	总市值 [交易日期] 20190630	资产合计 [报告期] 2018 年	营业收入 [报告期]2018 年
0003. HK	香港中华煤气	1960-12-31	293,141.90	132,693.10	39,073.00
0135. HK	昆仑能源	1973-03-13	55,046.13	160,072.36	120,088.14
0384. HK	中国燃气	1995-10-20	151,599.25	82,058.01	52,831.96
0392. HK	北京控股	1997-05-29	50,103.51	174,496.28	67,764.77
0603. HK	中油燃气	1993-05-28	2,248.06	16,027.64	9,410.13
0681. HK	中民控股	1997-04-24	571.81	3,293.78	1,500.03
1083. HK	港华燃气	2005-12-08	15,820.46	34,014.61	11,787.00
1193. HK	华润燃气	1994-11-07	86,180.50	73,571.78	51,165.37
1265. HK	天津津燃公用	2004-01-09	1,471.45	2,839.20	1,730.13
1430. HK	苏创燃气	2015-03-11	1,941.29	2,323.49	1,255.65
1600. HK	天伦燃气	2010-11-10	8,876.85	13,018.86	5,821.95
1635. HK	大众公用	2016-12-05	19,216.58	24,163.66	5,764.02
1759. HK	中油洁能控股	2018-12-28	615.60	821.97	1,389.10

2337.HK	众诚能源	2017-10-16	1,193.62	368.13	396.42
2886.HK	滨海投资	2000-03-16	1,479.68	6,018.14	3,308.03
3633.HK	中裕燃气	2001-06-05	20,407.27	16,281.35	7,627.09
8117.HK	中国基础能源	2001-12-13	307.20	672.61	143.86
0931.HK	中国天然气	2001-10-24	3,386.28	--	--
0956.HK	新天绿色能源	2010-10-13	7,653.23	44,588.52	11,358.00
6828.HK	北京燃气蓝天	2011-07-12	3,077.71	8,228.33	2,148.48
8270.HK	中国煤层气	2003-08-12	79.17	760.84	191.40

通过以下几个条件对案例库内可比公司进行筛选;

- A.剔除上市时间不到 3 年;
- B.剔除非港股通上市公司;
- C.剔除主营业务中燃气供应、接驳等业务收入比例小于 50%;
- D.剔除最近一期年报经营性利润亏损的公司;
- E.剔除收入规模小于 5,000.00 百万元港币的公司。

通过上述案例选取过程,最终确定可比上市公司为 7 家,详见下表:

单位:百万元港币

证券代码	证券名称	首发上市日期	总市值 [交易日期] 20190630	资产合计 [报告期] 2018 年	营业收入 [报告期]2018 年
0003.HK	香港中华煤气	1960-12-31	293,141.90	132,693.10	39,073.00
0135.HK	昆仑能源	1973-03-13	55,046.13	160,072.36	120,088.14
0392.HK	北京控股	1997-5-29	50,103.51	174,496.28	67,764.77
1600.HK	天伦燃气	2010-11-10	8,876.85	13,018.86	5,821.95
1193.HK	华润燃气	1994-11-07	86,180.50	73,571.78	51,165.37
1083.HK	港华燃气	2005-12-8	15,820.46	34,014.61	11,787.00
3633.HK	中裕燃气	2001-6-5	20,407.27	16,281.35	7,627.09

本次估值选取的七家上市公司简介如下:

(1) 香港中华煤气

公司名称: 香港中华煤气有限公司

股票代码: 0003.HK

股本：5,474,700,000.00 HKD

主营业务：于香港及中国从事燃气生产、输送与销售、供水以及经营新兴环保能源业务；于香港从事物业发展及投资活动。

公司简介：香港中华煤气有限公司是一家主要从事生产，输送与销售燃气，以及供水的公司。公司通过四大分部运营：燃气，水务及相关之业务分部，新能源分部，地产业务分部，以及其他分部。燃气，水务及相关之业务分部包括内地公用事业业务，香港燃气业务在内的燃气，水务及相关之业务。内地公用事业业务包括城市燃气业务，建设天然气管线和天然气储气库，供水与污水处理。此外，其还制造和销售家用炉具，橱柜和家品。香港燃气业务包括向住宅及商业市场生产，输送和销售燃气。

财务状况：

金额单位：百万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
原始货币	HKD	HKD	HKD	HKD
资产总计	132,693.10	131,061.90	116,743.40	115,563.30
负债合计	62,499.80	60,816.00	53,845.40	53,450.40
所有者权益	70,193.30	70,245.90	62,898.00	62,112.90
营业收入	39,073.00	32,476.50	28,557.10	29,591.30
利润总额	7,226.60	7,004.50	5,933.00	5,962.20
净利润	10,431.90	9,346.90	8,269.80	8,179.30

（2）北京控股

公司名称：北京控股有限公司

股票代码：0392.HK

股本：30,401,883,000.00HKD

主营业务：分销及销售管道天然气，生产、分销和销售啤酒产品，兴建污水及自来水处理厂及其他基础设施，固废处理。

公司简介：北京控股有限公司是一家主要从事分销及销售管道天然气的投资控股公司。公司及其子公司通过五大分部运营：管道燃气业务分部，啤酒业务分部，固废处理分部，企业及其他分部，以及水务及环保业务分部。管道燃气业务分部从事分销及销售管道天然气、提供天然气输送、燃气技术咨询及开发服务、地下建设项目测量与绘图、燃气管道及相关设备建设与安装及提供维修保养服务。啤酒业务分部从事生产、分销及销售啤酒产品。

财务状况：

金额单位：百万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
原始货币	HKD	HKD	HKD	HKD
资产总计	174,496.28	171,549.02	144,708.76	124,766.04
负债合计	93,480.91	92,376.01	76,669.84	56,113.87
所有者权益	81,015.37	79,173.01	68,038.93	68,652.17
营业收入	67,764.77	57,508.03	55,958.83	60,149.95
利润总额	2,435.72	2,177.86	2,547.07	1,929.95
净利润	7,936.64	7,187.28	6,639.25	5,955.91

(3) 华润燃气

公司名称：华润燃气控股有限公司

股票代码：1193.HK

股本：222,401,000.00HKD

主营业务：销售及分销气体燃料、燃气器具及相关产品，建设燃气管网，燃气接驳项目的设计、建设、顾问及管理，以及于天然气加气站销售气体燃料。

公司简介：华润燃气控股有限公司是一家主要从事燃气供应业务的投资控股公司。公司通过两个业务分部进行运营。销售及分销气体燃料及相关产品分部从事销售天然气及住宅、商业和工业用液化石油气业务。

燃气接驳分部从事根据燃气接驳合约建设燃气管网业务。公司还通过其子公司从事销售天然气压力控制设施及改造天然气管道业务。

财务状况:

金额单位: 百万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
原始货币	HKD	HKD	HKD	HKD
资产总计	73,571.78	68,763.80	59,675.12	59,896.27
负债合计	41,963.30	39,594.48	35,970.33	37,409.27
所有者权益	31,608.48	29,169.33	23,704.79	22,487.01
营业收入	51,165.37	39,837.60	32,916.15	31,095.76
利润总额	7,070.43	5,825.96	5,416.56	4,350.83
净利润	5,888.41	4,910.87	4,437.81	3,803.11

(4) 昆仑能源

公司名称: 昆仑能源有限公司

股票代码: 0135.HK

股本: 66,000,000.00CNY

主营业务: 于中国、哈萨克斯坦、阿曼、秘鲁、泰国、阿塞拜疆勘探及生产原油及天然气; 于中国销售天然气、液化天然气(LNG)加工及LNG接收站业务及输送天然气。

公司简介: 昆仑能源有限公司是一家主要从事能源业务的香港投资控股公司。公司通过两个业务部门运营。勘探与生产部门从事原油及天然气的勘探、开发、生产和销售业务。天然气分销部门从事天然气销售、液化天然气(LNG)加工、液化天然气接收站业务以及天然气输送业务。公司主要在中国、哈萨克斯坦、秘鲁及泰国等地开展业务。

财务状况:

金额单位: 百万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
原始货币	CNY	CNY	HKD	HKD

资产总计	140,587.00	140,558.00	138,769.00	108,081.00
负债合计	70,493.00	74,933.00	72,466.00	37,757.00
所有者权益	70,094.00	65,625.00	66,303.00	70,324.00
营业收入	105,470.00	88,706.00	81,882.00	41,641.00
利润总额	10,816.00	10,489.00	6,214.00	6,815.00
净利润	8,213.00	7,949.00	3,414.00	2,320.00

(5) 天伦燃气

公司名称：中国天伦燃气控股有限公司

股票代码：1600.HK

股本：8,340,000.00CNY

主营业务：在中国投资、经营及管理燃气管道接驳业务、燃气输送和销售业务、加气站建设与营运、及 LNG 生产与销售。

公司简介：中国天伦燃气控股有限公司是一家投资控股公司，主要从事燃气输送及销售业务。公司还从事燃气管道接驳以及液化天然气的生产和销售业务。公司通过四个业务部门运营：燃气输送及销售部、燃气管道接驳部、北京慧基集团部和其他部。公司通过其子公司还从事燃气管道建设与改造业务。

财务状况：

金额单位：百万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
原始货币	CNY	CNY	HKD	HKD
资产总计	11,434.09	8,472.25	7,633.41	6,678.41
负债合计	7,890.32	5,354.45	4,881.70	3,896.03
所有者权益	3,543.77	3,117.80	2,751.71	2,782.38
营业收入	5,113.25	3,109.01	2,693.09	2,251.97
利润总额	19.50	23.37	20.77	0.38
净利润	600.36	429.16	334.41	317.98

(6) 港华燃气

公司名称：港华燃气有限公司

股票代码：1083.HK

股本：281,003,000.00HKD

主营业务：销售及经销管道燃气，包括提供管道燃气、燃气管网建设、经营城市管道气网、经营燃气汽车加气站、以及销售气体相关用具。

公司简介：港华燃气有限公司是一家主要从事管道燃气销售及分销业务的投资控股公司。公司的业务包括提供管道燃气、建设燃气管网、经营城市管道气网、经营燃气汽车加气站以及销售气体相关用具。公司通过两个业务分部进行运营。管道燃气及相关产品销售分部从事销售天然气及燃气相关用具业务。燃气接驳分部从事根据气网合约建设燃气管道网络业务。

财务状况：

金额单位：百万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
原始货币	HKD	HKD	HKD	HKD
资产总计	34,014.61	32,774.81	28,027.11	28,870.52
负债合计	16,245.29	15,576.99	13,362.93	14,170.67
所有者权益	17,769.32	17,197.82	14,664.18	14,699.86
营业收入	11,787.00	8,759.78	7,181.15	1,017.65
利润总额	1,222.41	1,284.34	837.45	675.25
净利润	1,413.15	1,512.28	1,093.27	924.53

(7) 中裕燃气

公司名称：中裕燃气控股有限公司

股票代码：3633.HK

股本：25,382,000.00HKD

主营业务：在中国发展、建设及经营天然气项目。

公司简介：中裕燃气控股有限公司是一家投资控股公司，主要从事

销售管道燃气业务。公司通过六个业务部门运营：销售管道燃气部、燃气管道建设接驳收益部、经营压缩天然气与液化天然气汽车加油站部、销售液化石油气部、销售火炉及相应设备部和 Harmony Gas 及其附属公司部。Harmony Gas 及其附属公司部从事天然气买卖以及燃气管道建设业务。公司通过其子公司还从事危险品运输业务。

财务状况：

金额单位：百万元

项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
原始货币	HKD	HKD	HKD	HKD
资产总计	16,281.35	11,800.73	9,623.66	8,709.31
负债合计	11,761.19	8,077.51	6,817.73	6,436.92
所有者权益	4,520.17	3,723.22	2,805.93	2,272.39
营业收入	7,627.09	5,048.10	3,722.51	3,276.67
利润总额	1,080.19	824.66	275.62	361.49
净利润	714.36	591.60	103.60	149.87

3. 价值比率的选取

价值比率是指资产价值与其经营收益能力指标、资产价值或其他特定非财务指标之间的一个“比率倍数”。价值比率可以按照分母的性质分为盈利比率、资产比率、收入比率和其他特定比率；也可以按照分子所对应的权益划分为权益价值比率和企业整体价值比率，常用的价值比率如下表所示：

价值比率类型	权益价值比率	企业整体价值比率
盈利比率	P/E	EV/EBITDA
	PEG	EV/EBIT
	P/FCFE	EV/FCFF
资产比率	P/B	EV/TBVIC（总资产或有形资产账面值）
	TobinQ 系数	EV/重置成本
收入比率	P/S	EV/S
其他特定比率		EV/制造业年产量
		EV/医院的床位数

		EV/发电厂的发电量
		EV/广播电视网络的用户数
		EV/矿山的可采储量

参考《<资产评估准则——企业价值>讲解》，不同行业分别适用的价值比率如下表所示：

金融业	银行	P/B、P/E
	保险	财险：P/B 寿险：P/EV
	证券	经纪：P/E、营业部数量、交易活跃账户数量 自营：P/B
	基金	P/AUM（管理资产规模）
采掘业		EV/Reserve、EV/Resource、EV/AnnualCapability
房地产业		P/NAV（净资产价值）、P/FCFE
制造业	钢铁行业	P/B、EV/钢产量
	消费品制造业	P/E、EV/EBITDA
	机械制造业 P/E	P/E
	生物制药业	PEG
基础设施业		EV/EBITDA、P/B
贸易业		批发：P/E
		零售：EV/S
信息技术业		处于初创阶段：EV/S、P/B
		处于成长阶段：P/E、PEG
		处于成熟阶段：P/E

经过分析，本次估值选取 EV/EBITDA、EV/EBIT、P/E 作为计算估值的价值比率，主要原因如下：

主流资本市场一般对公司盈利能力的判断更注重 EBIT 和 EBITDA 指标，各个公司财务报告披露的指标中都会对 EBIT 和 EBITDA 进行详细描述，EBIT 和 EBITDA 更能直观的反映企业的经营能力；主流资本市场一般更关注企业价值比率（EV 比率），其分析对比各个市场价值时，使用企业价值比率（EV 比率）的频率更高，市场对企业价值比率（EV 比率）信息获取上更为便捷。对公司价值的评估和股票定价，这里的企

业价值不是资产价值，而是指业务价值，即如果要购买一家持续经营的公司需要支付的价钱，不仅包括对公司盈利的估值，还包括需承担的公司负债。企业价值/息税折旧及摊销前利润（EV/EBITDA），企业价值比率比权益比率更全面，收购公司从全资产口径角度衡量，企业价值比率受到财务杠杆扭曲的影响较小，企业价值比率受不同会计规则的影响较小。其次不受资本结构不同的影响，公司对资本结构的改变都不会影响估值，同样有利于比较不同公司估值水平；最后，排除了折旧摊销这些非现金成本的影响，可以更准确的反映公司价值。企业价值/息税前利润（EV/EBIT），该价值比率反映了企业主营业务的盈利能力；不受所得税率及资本结构不同的影响。

选用市盈率（P/E）的原因如下：P/E 通常使用近期的实际盈利或盈利估计，近期的盈利估计一般比较准确，可以进行较广泛的参照比较。使用该比率时需要排除会计政策及非经营性损失的影响，被估值单位及可比上市公司信息披露较为充分，可以满足使用的要求。

4. EV/EBITDA、EV/EBIT 的计算

（1）可比公司的息税折旧摊销前利润（EBITDA）、息税前利润（EBIT）

经查询 iFind 数据库，各可比上市公司 EBITDA、EBIT 测算过程如下：

香港中华煤气 EBITDA、EBIT 测算表

单位：百万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	9,546.10
所得税费用	B	1,910.70
利润总额	C=A+B	11,456.80
利息支出	D	1,126.70

EBIT	$E=C+D$	12,583.50
折旧摊销	F	2,636.10
EBITDA	$G=E+F$	15,219.60
非经常性损益事项调整合计	H	-
经营性 EBITDA	$I=G-H$	15,219.60
经营性 EBIT	$Ia=E-H$	12,583.50

北京控股 EBITDA、EBIT 测算表

单位：百万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	8,359.75
所得税费用	B	1,001.90
利润总额	$C=A+B$	9,361.65
利息支出	D	2,108.78
EBIT	$E=C+D$	11,470.43
折旧摊销	F	4,196.80
EBITDA	$G=E+F$	15,667.23
非经常性损益事项调整合计	H	18.22
经营性 EBITDA	$I=G-H$	15,649.01
经营性 EBIT	$Ia=E-H$	11,452.21

华润燃气 EBITDA、EBIT 测算表

单位：百万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	6,178.03
所得税费用	B	2,070.11
利润总额	$C=A+B$	8,248.14
利息支出	D	484.23
EBIT	$E=C+D$	8,732.37
折旧摊销	F	1,980.07
EBITDA	$G=E+F$	10,712.44
非经常性损益事项调整合计	H	-
经营性 EBITDA	$I=G-H$	10,712.44
经营性 EBIT	$Ia=E-H$	8,732.37

昆仑能源 EBITDA、EBIT 测算表

单位：百万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	9,596.89
所得税费用	B	4,530.16
利润总额	C=A+B	14,127.05
利息支出	D	842.37
EBIT	E=C+D	14,969.42
折旧摊销	F	7,118.66
EBITDA	G=E+F	22,088.08
非经常性损益事项调整合计	H	-
经营性 EBITDA	I=G-H	22,088.08
经营性 EBIT	Ia=E-H	14,969.42

天伦燃气 EBITDA、EBIT 测算表

单位：百万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	903.45
所得税费用	B	381.18
利润总额	C=A+B	1,284.62
利息支出	D	365.52
EBIT	E=C+D	1,650.14
折旧摊销	F	260.03
EBITDA	G=E+F	1,910.18
非经常性损益事项调整合计	H	-
经营性 EBITDA	I=G-H	1,910.18
经营性 EBIT	Ia=E-H	1,650.14

港华燃气 EBITDA、EBIT 测算表

单位：百万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	1,518.49
所得税费用	B	490.61

利润总额	C=A+B	2,009.10
利息支出	D	354.98
EBIT	E=C+D	2,364.08
折旧摊销	F	634.42
EBITDA	G=E+F	2,998.50
非经常性损益事项调整合计	H	-
经营性 EBITDA	I=G-H	2,998.50
经营性 EBIT	Ia=E-H	2,364.08

中裕燃气 EBITDA、EBIT 测算表

单位：百万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	788.43
所得税费用	B	383.48
利润总额	C=A+B	1,171.91
利息支出	D	261.76
EBIT	E=C+D	1,433.67
折旧摊销	F	347.50
EBITDA	G=E+F	1,781.16
非经常性损益事项调整合计	H	22.93
经营性 EBITDA	I=G-H	1,758.24
经营性 EBIT	Ia=E-H	1,410.74

注：数据若涉及汇率转换，按照时点中国人民银行公布的人民币汇率中间价进行转换，2019年6月30日港币兑人民币汇率0.87966，下同。上述财务数据取用估值基准日最近12个月数据。

数据来源于企业财报、iFind 数据库

(2) 可比公司的 EV/EBITDA 价值比率计算

估值中选取 EBITDA 以及基准日时点的企业价值 EV 来计算 EV/EBITDA 数值，具体计算公式如下：

$$EV/EBITDA = \text{企业价值} / \text{息税折旧摊销前利润}$$

其中，企业价值指合并报表口径的企业价值，计算公式如下：

$$\text{企业价值} = \text{普通股市值} + \text{少数股东权益价值} + \text{付息债务价值} - \text{现金及现}$$

金等价物价值

可比公司 EV/EBITDA 价值比率测算表

单位：百万元港币

项目	计算公式	香港中华煤气	北京控股	华润燃气
普通股市值	J	292,056.51	50,031.14	84,083.70
少数股东权益	K	8,086.60	11,871.23	8,250.13
付息债务	L	36,869.50	62,266.96	9,853.42
现金及现金等价物	M	7,212.00	17,987.48	11,877.35
EV	$N=J+K+L-M$	329,800.61	106,181.85	90,309.91
EBITDA	I	15,219.60	15,649.01	10,712.44
EV/EBITDA	$P=N/I$	21.67	6.79	8.43
项目	昆仑能源	天伦燃气	港华燃气	中裕燃气
普通股市值	55,457.38	8,172.37	16,221.32	20,058.97
少数股东权益	33,269.67	348.43	1,575.92	606.95
付息债务	40,856.69	5,939.72	10,337.33	11,429.85
现金及现金等价物	20,286.25	908.03	1,959.52	2,423.61
EV	109,297.50	13,552.48	26,175.06	29,672.16
EBITDA	22,088.08	1,910.18	2,998.50	1,758.24
EV/EBITDA	4.95	7.09	8.73	16.88

注：估值中选取估值基准日前 20 日交易均值，对上市公司普通股市值进行测算。

数据来源自企业财报、iFind 数据库

可比公司 EV/EBITDA 价值比率统计表

可比公司价值比率统计			
价值比率区间	价值比率区间中间点	价值比率均值	价值比率中值
4.95-21.67	13.31	10.65	8.43
去极值后可比公司价值比率统计			
价值比率区间	价值比率区间中间点	价值比率均值	价值比率中值
6.79-16.88	11.83	9.58	8.43

经比较，剔除可比公司中价值比率的最大值及最小值后，可比公司的价值比率位于 6.79 至 16.88 的区间之内，区间中点为 11.83，均值为 9.58，中值为 8.43，结果相对集中。本次估值综合考虑被估值企业与可比公司所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素可能存在的

差异，选取去极值后可比公司 EV/EBITDA 价值比率均值作为被估值企业的 EV/EBITDA 价值比率，即 9.58。

(3) 可比公司的 EV/EBIT 价值比率计算

估值中选取 EBIT 以及基准日时点的企业价值 EV 来计算 EV/EBIT 数值，具体计算公式如下：

$EV/EBIT = \text{企业价值} / \text{息税前利润}$

其中，企业价值指合并报表口径的企业价值，计算公式如下：

$\text{企业价值} = \text{普通股市值} + \text{少数股东权益价值} + \text{付息债务价值} - \text{现金及现金等价物价值}$

可比公司 EV/EBIT 价值比率测算表

单位：百万元港币

项目	计算公式	香港中华煤气	北京控股	华润燃气
普通股市值	J	292,056.51	50,031.14	84,083.70
少数股东权益	K	8,086.60	11,871.23	8,250.13
付息债务	L	36,869.50	62,266.96	9,853.42
现金及现金等价物	M	7,212.00	17,987.48	11,877.35
EV	$N = J + K + L - M$	329,800.61	106,181.85	90,309.91
EBIT	Ia	12,583.50	11,452.21	8,732.37
EV/EBIT	$P = N / Ia$	26.21	9.27	10.34
项目	昆仑能源	港华燃气	中裕燃气	天伦燃气
普通股市值	55,457.38	16,221.32	20,058.97	8,172.37
少数股东权益	33,269.67	1,575.92	606.95	348.43
付息债务	40,856.69	10,337.33	11,429.85	5,939.72
现金及现金等价物	20,286.25	1,959.52	2,423.61	908.03
EV	109,297.50	26,175.06	29,672.16	13,552.48
EBIT	14,969.42	2,364.08	1,410.74	1,650.14
EV/EBIT	7.30	11.07	21.03	8.21

注：估值中选取估值基准日前 20 日交易均值，对上市公司普通股市值进行测算。

数据来源于企业财报、iFind 数据库

可比公司 EV/EBIT 价值比率统计表

可比公司价值比率统计			
价值比率区间	价值比率区间中间点	价值比率均值	价值比率中值
7.30-26.21	16.76	13.35	10.34
去极值后可比公司价值比率统计			
价值比率区间	价值比率区间中间点	价值比率均值	价值比率中值
8.21-21.03	14.62	11.99	10.34

经比较，剔除可比公司中价值比率的最大值及最小值后，可比公司的价值比率位于 8.21 至 21.03 的区间之内，区间中点为 14.62，均值为 11.99，中值为 10.34，结果相对集中。本次估值综合考虑被估值企业与可比公司所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素可能存在的差异，选取去极值后可比公司 EV/EBIT 价值比率均值作为被估值企业的 EV/EBIT 价值比率，即 11.99。

5. P/E 的计算

可比公司 P/E 价值比率测算表

单位：百万元港币

公司名称	前 20 日平均股价	基准日总股数 (股)	市值	归属与母公司 股东净利润	PE
香港中华煤气	17.26	16,925,052,244	292,056.51	8,412.80	34.72
北京控股	39.64	1,262,053,268	50,031.14	8,055.34	6.21
华润燃气	37.81	2,224,012,871	84,083.70	4,730.44	17.78
昆仑能源	6.86	8,083,131,987	55,457.38	5,325.92	10.41
天伦燃气	8.26	989,615,108	8,172.37	862.57	9.47
港华燃气	5.77	2,810,027,892	16,221.32	1,316.45	12.32
中裕燃气	7.90	2,538,217,357	20,058.97	708.00	28.33

注：估值中选取估值基准日前 20 日交易均值，对上市公司普通股市值进行测算。

数据来源自企业财报、iFind 数据库

可比公司 P/E 价值比率统计表

可比公司价值比率统计			
价值比率区间	价值比率区间中间点	价值比率均值	价值比率中值
6.21-34.72	20.46	17.03	12.32
去极值后可比公司价值比率统计			

价值比率区间	价值比率区间中间点	价值比率均值	价值比率中值
9.47-28.33	18.90	15.66	12.32

经比较，剔除可比公司中价值比率的最大值及最小值后，可比公司的 P/E 位于 9.47 至 28.33 的区间之内，区间中点为 18.90，均值为 15.66，中值为 12.32，结果相对集中。本次估值综合考虑被估值企业与可比公司所处经营阶段、成长性、经营风险、财务风险等因素可能存在的差异，选取去极值后可比公司 P/E 均值作为被估值企业的 P/E 价值比率，即 15.66。

6. 确定流动性调整系数

本次市场法估值选用的可比公司、被估值企业均为上市公司，股票都具备流通性，可以从二级市场变现，因此不需要在可比上市公司市值基础上考虑扣除流动性折扣。

7. 估值结果的计算

(1) 被估值企业归属于母公司股东权益价值的计算

1) 被估值企业每股单价—EV/EBITDA

被估值企业 EBITDA 的确定

被估值企业 EBITDA 测算表

单位：万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	670,498.24
所得税费用	B	252,842.55
利润总额	C=A+B	923,340.79
利息支出	D	81,763.38
EBIT	E=C+D	1,005,104.16
折旧摊销	F	195,846.35
EBITDA	G=E+F	1,200,950.52
非经常性损益事项调整合计	H	18,481.46
经营性 EBITDA	I=G-H	1,182,469.06

采用 EV/EBITDA 法计算，可以得出权益估值结果：

归属于母公司股东权益估值 = (EV/EBITDA × EBITDA + 现金及现金等价物价值 - 付息债务价值 - 少数股东权益价值) × (1 - 流动性折扣)

被估值企业每股单价测算表

单位：万元港币

项目	测算公式	测算结果
EBITDA	I	1,182,469.06
EV/EBITDA 倍数	Q	9.58
被估值企业 EV	$S = I \times Q$	11,331,822.22
现金及现金等价物	T	963,052.74
付息债务	U	2,372,145.92
少数股东权益	V	700,166.79
股东全部权益价值	$X = S + T - U - V$	9,222,562.26
总股数（股）	W	1,124,306,958
每股单价（元/股）	$Z = X \times 10000 / W$	82.03

2) 被估值企业每股单价—EV/EBIT

被估值企业 EBIT 的确定

被估值企业 EBIT 测算表

单位：万元港币

EBITDA 计算过程	测算公式	金额
净利润	A	670,498.24
所得税费用	B	252,842.55
利润总额	$C = A + B$	923,340.79
利息支出	D	81,763.38
EBIT	$E = C + D$	1,005,104.16
折旧摊销	F	195,846.35
EBITDA	$G = E + F$	1,200,950.52
非经常性损益事项调整合计	H	18,481.46
经营性 EBITDA	$I = G - H$	1,182,469.06
经营性 EBIT	$Ia = E - H$	986,622.71

采用 EV/EBIT 法计算，可以得出权益估值结果：

归属于母公司股东权益估值 = (EV/EBIT×EBIT+现金及现金等价物价值-付息债务价值-少数股东权益价值) × (1-流动性折扣)

被估值企业每股单价测算表

单位：万元港币

项目	测算公式	测算结果
EBIT	Ia	986,622.71
EV/EBIT 倍数	Q	11.99
被估值企业 EV	S= Ia*Q	11,825,982.46
现金及现金等价物	T	963,052.74
付息债务	U	2,372,145.92
少数股东权益	V	700,166.79
股东全部权益价值	X=S+T-U-V	9,716,722.49
总股数（股）	W	1,124,306,958
每股单价（元/股）	Z= X*10000/W	86.42

3）被估值企业每股单价—P/E

被估值企业每股单价测算表

单位：万元港币

项目	测算公式	测算结果
归属于母公司的净利润	S	504,351.22
P/E 倍数	R	15.66
股东全部权益价值	X	7,899,768.68
总股数（股）	W	1,124,306,958
每股单价（元/股）	Z=X*10000/W	70.26

（2）被估值企业每股单价

对上述被估值单位股东每股权益价值取平均，得出上市公司比较法下新奥能源股东每股权益价值为 79.57 港币/股（取整）。

（3）被估值企业股东全部权益价值

截至估值基准日 2019 年 6 月 30 日，新奥能源总股数 1,124,306,958

股。

$$\begin{aligned}\text{被估值企业股东全部权益价值} &= \text{总股数} \times \text{每股价值} \\ &= 1,124,306,958 \times 79.57 \\ &= 8,946,110.46 \text{ 万元港币（取整）}\end{aligned}$$

采用上市公司比较法进行估值，被估值企业股东全部权益于估值基准日的价值为 8,946,110.46 万元港币（取整）。

十一、估值结论

在本次估值的工作范围内及估值假设前提下，对新奥能源控股有限公司的股东全部权益的市场价值进行了估值，得出如下估值结论：

（一）估值结论

在本报告假设条件下，于估值基准日 2019 年 6 月 30 日，委估的新奥能源股东全部权益价值为 8,946,110.46 万元港币，每股的市场价值为 79.57 港币/股，经汇率转换，委估的新奥能源股东全部权益价值为 7,869,535.53 万元人民币。

（二）估值结论合理性分析

截至本次估值基准日起前三年，新奥能源的股价走势如下图所示：

近三年新奥能源股价走势



截至 2019 年 6 月 30 日前三年，新奥能源最高收盘价为 87.95 港币/股，最低收盘价为 30.70 港币/股，平均收盘价为 57.95 港币/股，成交量加权平均价格为 57.36 港币/股。由此判断近三年新奥能源股价波动较大，呈现出明显的上涨趋势。

近半年新奥能源股价走势



截至 2019 年 6 月 30 日近半年，新奥能源最高收盘价为 83.75 港币/股，最低收盘价为 67.15 港币/股，平均收盘价为 74.99 港币/股，成交量加权平均价格为 74.86 港币/股。本次估值结论为 79.57 港币/股，位于新奥能源历史股价波动范围内，具有合理性。

十二、特别事项说明

估值报告使用人在使用本估值报告时，应关注以下特别事项对估值结论可能产生的影响，在依据本报告自行决策时给予充分考虑。

（一）对企业存在的可能影响估值的瑕疵事项，在企业委托时未作特殊说明而估值人员已履行估值程序，仍无法获知的情况下，估值机构及估值人员不承担相关责任。

（二）估值机构和估值人员的责任是在本估值报告所述估值目的下对估值对象进行价值测算，并不涉及到对该估值目的所对应的股权购买行为做出任何判断。估值工作在很大程度上，依赖于委托人及被估值企业提供的有关资料。因此，估值工作是以委托人及被估值企业提供的与估值相关的行为文件、营业执照、产权证明文件、财务报表、访谈问题答复等资料的真实、合法为前提。委托人和相关当事人应当对所提供资料的真实性、合法性和完整性承担责任。

（三）估值人员对委托范围内的资产产权进行了必要的核实工作，对所发现的资产产权存在的问题给予尽可能的充分披露，本次估值未发现存在产权争议事项，但估值报告是对估值对象发表专业估值意见，不具有产权证明的法律属性，因此，本报告不能作为产权证明文件。

（四）估值结果受证券交易市场波动影响的风险提示

本次估值选用的估值方法——上市公司比较法，属于相对估值理念的一种实践运用。相对估值反映的是在特定时间市场供求关系对估值对象的价值锚定。对于市场参与者而言，在每一个相对具体的时间，相对估值都是其交易决策相对有效的参考。但是，由于时间的不同，市场供求关系会发生变化，导致相对估值出现变动。因而，市场参与者也需要综合考虑供求关系随时间而可能发生的变化，合理利用相对估值作为其决策参考。由于香港证券市场近年来保持上升趋势，受该供求关系影响，

如 EV/EBITDA 倍数近年来持续上升，本次估值所采用的 EV/EBITDA 比率可能高于 2017 年底及 2018 年底同口径计算的 EV/EBITDA 比率。由于市场供求关系在不同时点的差异，估值倍数相应存在差异。提请报告使用者关注，未来可能发生的市场供求关系变化，可能会对 future 基准日的估值产生影响，进而可能会导致参考本报告估值结论的决策行为面临相应的风险。

（五）本次估值未考虑控股权溢价对估值结论的影响。

（六）估值机构和估值人员不承担相关当事人决策的责任。估值结论仅供相关当事人参考，不应当被认为是或被估值企业可实现价格的保证。

（七）被估值企业的主要经营场所分布在全国 17 个省及境外等地，与管理层沟通后，根据重要性原则，对部分子公司进行了现场程序，未进行全面清查和验证，其资料的真实性和准确性由委托人与被估值企业负责。

（八）就本报告中所涉及的公开信息，本报告不构成对其准确性、完整性或适当性的任何保证。本报告未对被估值企业的未来业务、运营、财务或其他方面的发展前景发表任何意见，不构成对被估值企业未来实际盈利情况的预测。

（九）本报告的观点仅基于对被估值企业提交的资料所涉及的重大方面进行阅读和分析，并采用通行的估值模型进行测算，未将商业、法律、税务、监管环境等其他因素纳入考虑，不构成法律尽职调查、财务尽职调查、税务尽职调查、信息科技尽职调查或对新奥能源财务信息的审计。

估值报告使用人应注意以上的特别事项对估值结论所产生的影响。

十三、估值报告使用限制说明

（一）本估值报告只能用于估值报告载明的估值目的和用途，不得用于本估值目的之外的其他经济行为。

本估值报告成立的前提条件是本次经济行为符合国家法律、法规的有关规定，并得到有关部门的批准。

（二）委托人或者其他估值报告使用人未按照法律、行政法规规定和估值报告载明的使用范围使用估值报告的，估值机构及其估值人员不承担责任。

（三）除委托人、估值业务委托合同中约定的其他估值报告使用人和法律、行政法规规定的估值报告使用人之外，其他任何机构和个人不能成为估值报告的使用人。

（四）估值报告使用人应当正确理解和使用估值结论，估值结论不等同于估值对象可实现价格，估值结论不应当被认为是对估值对象可实现价格的保证。

（五）本估值报告只能由估值报告载明的估值报告使用者使用。估值报告的使用权归委托人所有，未经委托人许可，本估值机构不会随意向他人公开。

（六）估值报告的全部或者部分内容被摘抄、引用或者披露于公开媒体，需经得本估值机构的书面同意，法律、法规规定以及相关当事方另有约定的除外。

（七）估值咨询报告一般不设定结论使用有效期，但结合本次估值目的、估值方法，估值机构仍建议委托人对本估值结论的使用有效期在2020年6月29日（含）之前。

十四、估值报告日

本报告书形成时间为：2019 年 11 月 21 日。

中水致远资产评估有限公司

二〇一九年十一月二十一日



估值报告附件

1. 被估值单位估值基准日审计报告（另附）；
2. 委托人及被估值单位营业执照（复印件）；
3. 估值机构法人营业执照副本（复印件）；
4. 北京市财政局备案公告（2017-0078号）（复印件）；
5. 估值机构证券资格证书（复印件）；
6. 估值业务委托合同相关页（复印件）。