

公司研究/首次覆盖

2019年11月11日

基础化工/化学制品 II

投资评级: 买入 (首次评级)

当前价格(元): 10.28  
合理价格区间(元): 14.35~15.45

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

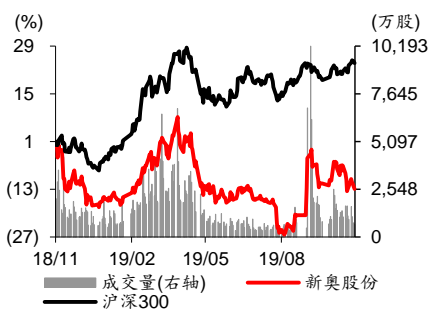
**刘曦** 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

**庄汀洲** 执业证书编号: S0570519040002  
研究员 010-56793939  
zhuangtingzhou@htsc.com

**施静** 010-56793967  
联系人 shi\_jing@htsc.com

**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 天然气一体化布局或推动价值重估

## 新奥股份(600803)

### 拟进行天然气上中下游一体化布局, 或将推动价值重估

新奥股份为新奥集团能源版块A股上市平台,拟收购港股新奥能源32.81%股权,或推动公司价值重估。若本次交易完成,新奥能源将纳入新奥股份的合并范围,我们测得增厚公司2018年归母净利润64%,资产结构优化。若合并完成,新奥股份将形成天然气上中下游一体化布局,优质港股城燃资产回归,或成为A股稀缺综合型燃气标的。预计新奥股份19-21年EPS为1.10/1.26/1.56元(不考虑新奥能源并表),参考可比公司19年平均P/E12x,叠加潜在的估值溢价,我们给予公司19年13-14x目标P/E,对应目标价14.35-15.45元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

### 拟收购港股新奥能源股权, 铸就稀缺综合型燃气标的

本次新奥股份收购新奥能源股权乃集团层面能源板块上中下游一体化重要布局。股权收购完成后,新奥股份将持有新奥能源32.81%股份,新奥能源将纳入新奥股份的合并范围。我们测算收购将增厚新奥股份业绩,收购完成后2018年新奥股份归母净利润约21.6亿元(增厚64%),其中新奥能源净利润贡献约68%,资产负债表同步大幅优化,优质港股城燃资产回归。若交易完成,公司将涵盖天然气上中下游全产业链,成为A股稀缺综合型燃气标的。公告股权收购前,新奥股份19年P/E9x,新奥能源19年P/E17x,高估值燃气资产或将推动公司价值重估。

### 新奥能源: 城燃龙头强势增长, 新业务多点开花

受益于“控煤”政策推动,我们预计2020年国内天然气表观需求在3,530亿立方米(2年复合增速12%),到2030年需求进一步扩大7,048亿立方米(10年复合增速7%)。新奥能源为中国城燃龙头,全国范围内运营201个城燃项目,2018年其销气量占国内天然气表观消费量的6%,城燃中排名第三。受国内天然气需求快速增长,新奥能源16-18年扣非归母净利润达32.1/37.3/44.7亿元,同比增长17%/16%/20%,ROE稳定在20%以上。同时,1H19公司增值和综合能源业务分别实现营收10.4亿元和10.2亿元,同比增长125.4%和176.2%,新业务或将成为新奥能源业绩新亮点。

### 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价14.35-15.45元

预计2019-2021年公司归母净利润(不考虑新奥能源并表)13.6/15.5/19.2亿元,对应EPS为1.10/1.26/1.56元,当前股价对应2019-2021年9.5x/8.3x/6.7x P/E。因公司主营涵盖煤炭生产及贸易、甲醇生产及贸易、能源工程业务、LNG生产加工业务,故选取各自行业可比公司,参考可比公司19年平均P/E12x,叠加潜在的估值溢价,我们给予公司19年13-14x目标P/E,对应目标价14.35-15.45元/股,首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 煤炭与甲醇价格波动、经济下行拖累天然气需求。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	1,229
流通A股(百万股)	1,229
52周内股价区间(元)	8.70-13.07
总市值(百万元)	12,638
总资产(百万元)	25,505
每股净资产(元)	7.57

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,036	13,632	13,093	14,569	16,454
+/-%	56.91	35.84	(3.96)	11.28	12.94
归属母公司净利润(百万元)	631.04	1,321	1,357	1,548	1,924
+/-%	21.66	109.37	2.71	14.04	24.28
EPS(元, 最新摊薄)	0.51	1.07	1.10	1.26	1.56
PE(倍)	20.38	9.73	9.48	8.31	6.69

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心推荐逻辑及投资概要 .....	4
拟向大股东收购港股新奥能源股权，铸就稀缺综合型燃气标的 .....	4
天然气一体化布局优化盈利结构，或推动价值重估 .....	5
传统业务聚焦主业，业绩稳定 .....	6
煤炭业务：煤矿产能扩张驱动公司业绩增长 .....	7
能源工程：受益于天然气基础设施建设稳步推进 .....	10
能源化工：甲醇装置产能利用率有望提升 .....	11
LNG 业务：地处山西沁水盆地，盈利稳定 .....	12
拟收购资产享受燃气行业发展红利，推动公司价值重估 .....	14
“控煤”政策推动天然气维持十年维度需求增长 .....	14
城市燃气：接驳与销气双轮驱动，新业务亮点频现 .....	15
行业格局稳定，城燃龙头竞争力稳步提升 .....	16
监管框架靴子落地，销气接驳政策利空出尽 .....	16
新奥能源：城燃龙头强势增长，新业务多点开花 .....	17
风险提示 .....	23
PE/PB – Bands .....	23

## 图表目录

图表 1：新奥股份交易前后公司架构 .....	4
图表 2：新奥股份：拟议收购新奥能源股份 .....	4
图表 3：新奥集团清洁能源业务产业协同 .....	5
图表 4：新奥集团主要业务及上市公司 .....	6
图表 5：新奥股份业务结构 .....	6
图表 6：新奥股份收入拆分（2014-2018） .....	7
图表 7：新奥股份毛利润拆分（2014-2018） .....	7
图表 8：新奥股份毛利润拆分-剔除农兽药业务（2018） .....	7
图表 9：新奥股份净利润拆分-剔除农兽药业务（2018） .....	7
图表 10：新奥股份煤炭业务收入拆分 .....	8
图表 11：新奥股份煤炭业务毛利润拆分 .....	8
图表 12：新奥股份：煤炭开采收入、毛利率、净利率 .....	8
图表 13：新奥股份：煤炭开采产能与产量 .....	8
图表 14：新奥股份：煤炭开采平均单价、吨毛利、吨净利 .....	8
图表 15：新奥股份混煤单价、吨成本、吨毛利 .....	8
图表 16：新奥股份洗精煤单价、吨成本、吨毛利 .....	9
图表 17：新奥股份煤炭业务吨成本拆分 .....	9
图表 18：王家塔矿山概览 .....	9
图表 19：坑口煤价格自 2017 年以来保持中枢稳定 .....	9

图表 20:	新奥股份归母净利润对煤价弹性.....	9
图表 21:	新奥股份能源工程业务由子公司新地工程承担.....	10
图表 22:	新地工程: 毛利率与净利率 (2015-1H19) .....	10
图表 23:	新奥股份: 关联公司对能源工程历史收入的贡献 .....	10
图表 24:	与新奥股份相关的新奥能源资本开支占比保持稳定.....	10
图表 25:	新奥股份能源工程里程碑项目列表.....	10
图表 26:	新奥股份能源化工收入结构.....	11
图表 27:	新奥股份能源化工产品毛利及毛利率 .....	11
图表 28:	新能能源一期装置产能、产量及利用率.....	11
图表 29:	新能能源二期装置产能、产量及利用率.....	11
图表 30:	新能能源一期甲醇工艺流程图 .....	12
图表 31:	新能能源二期项目工艺流程图 .....	12
图表 32:	甲醇产品单价、吨毛利、吨净利.....	12
图表 33:	甲醇产品成本结构 .....	12
图表 34:	新奥股份 LNG 业务由子公司沁水新奥承接.....	13
图表 35:	沁水新奥净利润与净利率 (2015-1H19) .....	13
图表 36:	沁水新奥产能利用率维持 100%以上.....	13
图表 37:	LNG 全国价格 (2015-至今) .....	13
图表 38:	LNG 业务单方收入、毛利、净利拆分 .....	13
图表 39:	LNG 业务单方成本拆分 .....	13
图表 75:	分部毛利率预测 (单位: 百万元) .....	22
图表 77:	可比公司估值表 (2019/11/10) .....	23
图表 78:	新奥股份历史 PE-Bands .....	23
图表 79:	新奥股份历史 PB-Bands .....	23

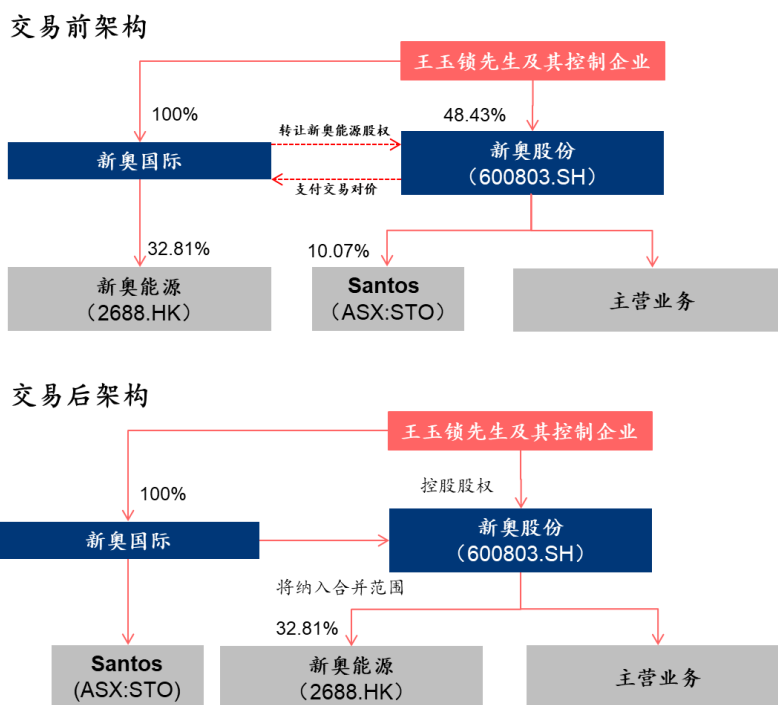
## 核心推荐逻辑及投资概要

### 拟向大股东收购港股新奥能源股权，铸就稀缺综合型燃气标的

新奥股份拟向大股东收购其所控制的 32.81% 新奥能源股份。新奥股份于 2019 年 10 月 16 日发布重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产关联交易预案（修订案）。预案显示，新奥股份拟向大股东王玉锁购买其所控制的全部新奥能源 32.81% 股份，预估值区间约为 273.1-310.1 亿港元，对应新奥能源（2688.HK）每股股价 74-84 港元/股。支付方式为：1) 立信创投 100% 股权（立信创投持有 Santos 已发行流通股总数的 9.97%），预估值区间约为 13.6 -15.5 亿港元，对应 Santos（STO.AX）每股股价 6.5-7.4 澳元/股；2) 向大股东新发行 A 股普通股股份（发行价格为 9.88 元/股）；3) 现金或募集配套资金。

若股权收购完成，新奥能源将纳入新奥股份的合并范围，稀缺综合型燃气标的。我们测算收购将增厚新奥股份业绩，收购完成后 2018 年新奥股份归母净利润约 21.6 亿元（增厚 64%），其中新奥能源净利润贡献约 68%，优质港股城燃资产回归。若交易完成，公司或将涵盖上游气源、中游管网、下游城市燃气分销全产业链业务，成为 A 股稀缺综合型燃气标的。

图表1：新奥股份交易前后公司架构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：新奥股份：拟议收购新奥能源股份

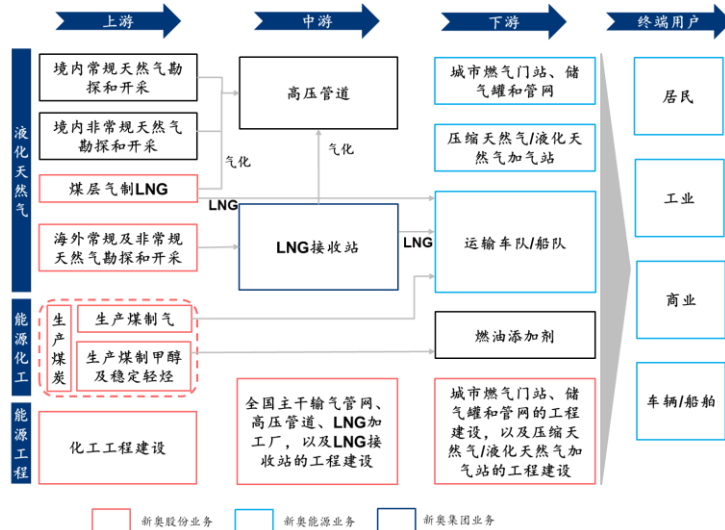
类别	项目	单位	金额
测算备考 2018 年归母净利润	交易前新奥股份 2018 年归母净利润	亿元	13.2
	减：2018 年 Santos 投资收益	亿元	4.2
	减：2018 年关联交易部分（假设）	亿元	2.0
	调整后新奥股份 2018 年原主业净利润	亿元	7.0
	加：32.81% 新奥能源 2018 年扣非净利润	亿元	14.6
	交易后新奥股份 2018 年备考归母净利润测算	亿元	21.6

资料来源：新奥能源及新奥股份公告，华泰证券研究所

**天然气一体化布局优化盈利结构，或推动价值重估**

**高估值燃气资产回归或推动公司价值重估。**新奥股份为新奥集团能源板块 A 股上市平台，本次新奥股份收购新奥能源股权乃集团层面能源板块上中下游一体化重要布局。新奥股份主要涵盖天然气生产销售及能源工程等上游业务，新奥能源主要从事全国范围内的城市燃气分销等下游业务，若本次交易完成或推动二者资源优势互补。公告股权收购前，新奥股份 19 年 P/E 9x，新奥能源 19 年 P/E 17x，一体化布局后，高估值燃气资产或将推动公司整体价值重估。

**图表3：新奥集团清洁能源业务产业协同**

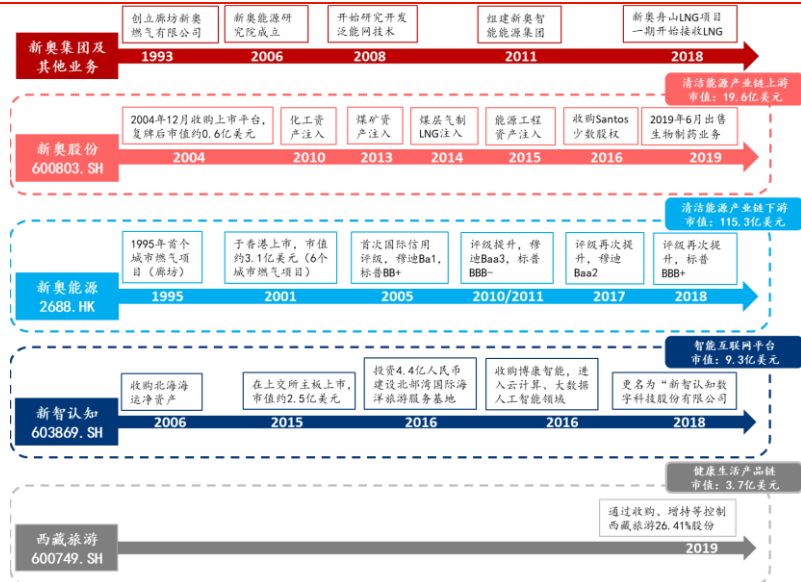


资料来源：公司公告，新奥集团官网，华泰证券研究所

## 传统业务聚焦主业，业绩稳定

新奥集团创业起步于1989年，历经30年发展，形成了贯穿下游分销、中游贸易储运和上游生产的清洁能源产业链和覆盖健康、文化、旅游、置业等领域的生命健康产品链。奥集团实际控制人为王玉锁，集团旗下有新奥能源(02688.HK)、新奥股份(600803.SH)、新智认知(603869.SH)、西藏旅游(600749.SH)四家上市公司。新奥能源和新奥股份实际控制人均为王玉锁，分别控制两者32.81%/48.43%股份，本次新奥股份收购新奥能源股权乃集团层面能源板块上中下游一体化重要布局。

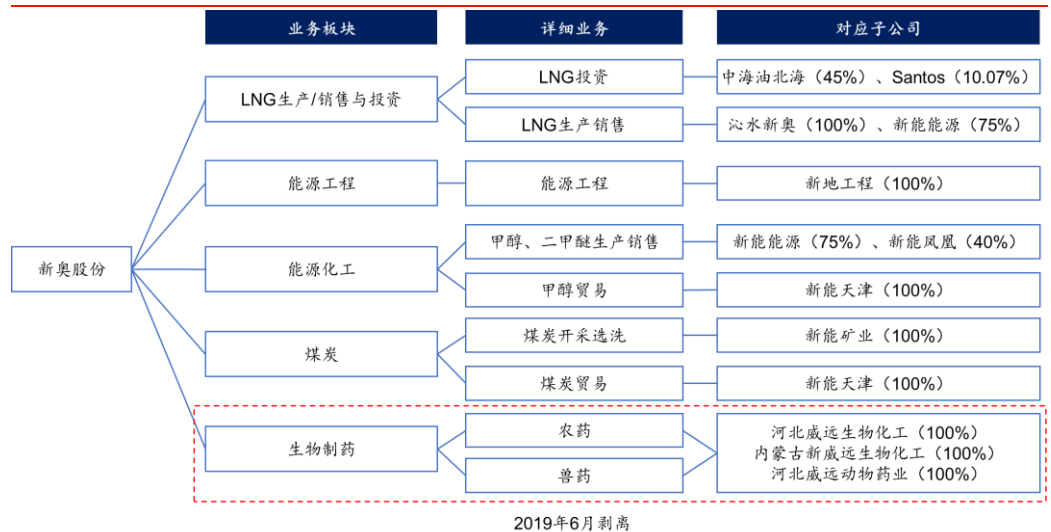
图表4：新奥集团主要业务及上市公司



资料来源：公司公告，新奥集团官网，华泰证券研究所

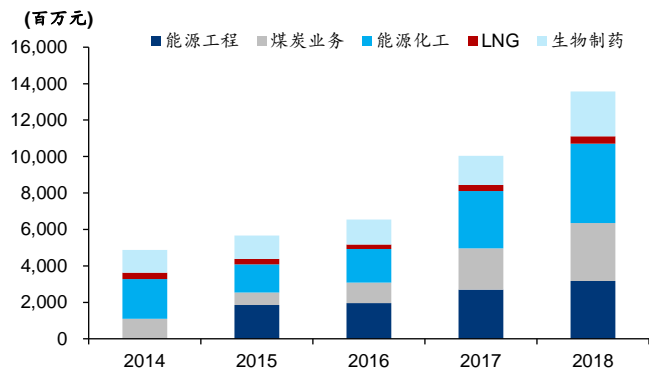
新奥股份主营业务四大业务：煤炭生产与贸易、能源工程、能源化工、LNG生产。为聚焦主业，2019年6月以7.6亿元出售完成农药与兽药生产业务相关的三家子公司100%股权，该部分资产剥离后，公司主营均为能源相关业务。剔除农药兽药业务后，煤炭业务为2018年毛利润贡献最大的业务占比约39%，其次是能源工程占比30%、甲醇业务占比25%。

图表5：新奥股份业务结构



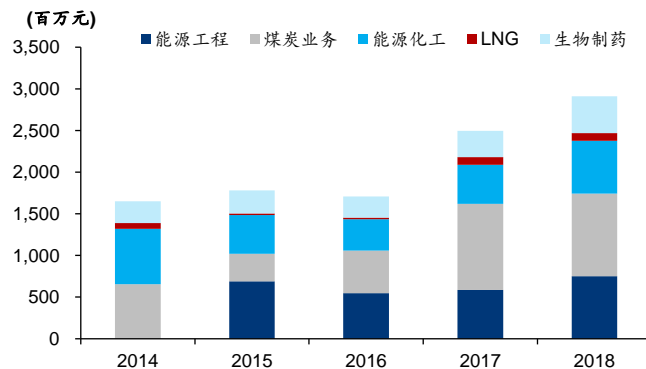
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6: 新奥股份收入拆分 (2014-2018)



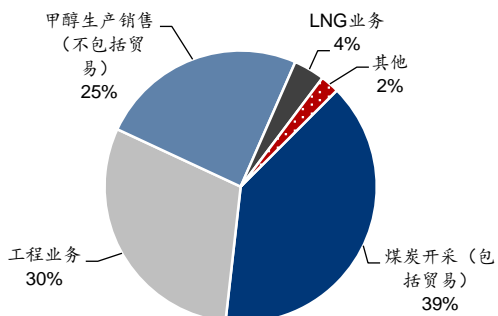
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 新奥股份毛利润拆分 (2014-2018)



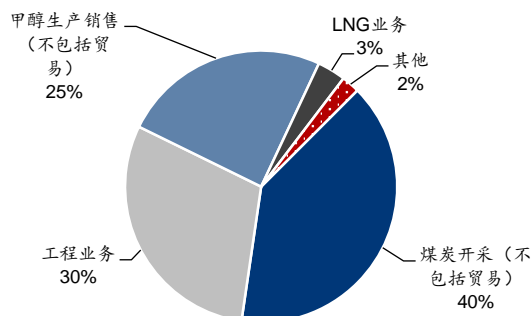
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表8: 新奥股份毛利润拆分-剔除农兽药业务 (2018)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表9: 新奥股份净利润拆分-剔除农兽药业务 (2018)



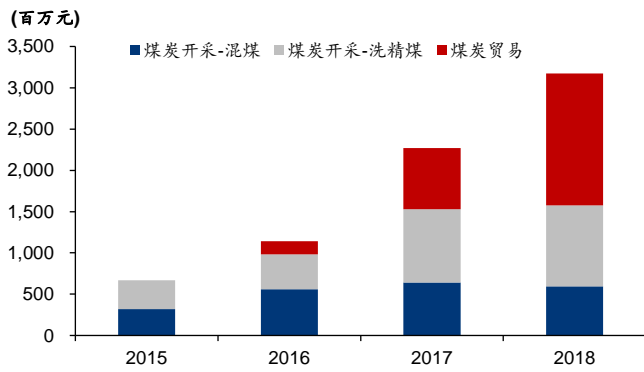
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

### 煤炭业务: 煤矿产能扩张驱动公司业绩增长

煤炭开采贡献绝大部分利润, 坑口煤价中枢稳定。公司的煤炭业务分为煤炭开采(混煤、洗精煤)、煤炭贸易, 利润绝大部分由煤炭开采贡献。公司煤炭业务拥有内蒙古鄂尔多斯市王家塔煤矿矿业采矿权, 产品包括混煤和洗精煤, 主要采取直销模式。内蒙古鄂尔多斯坑口煤价格较常规煤低, 且自 2017 年以来波动较小中枢稳定, 且根据我们测算(模型测算结果见图表 20), 如果煤价波动 10 元/吨, 对公司净利润的影响在 3%以内, 煤价波动风险可控。自供给侧改革以来坑口煤价稳步回升, 带动 2016 年收入与毛利润显著提升, 随着 2017 年以来坑口煤价波动小中枢稳定, 2017-2018 年公司煤炭开采业务收入与毛利水平保持稳定。

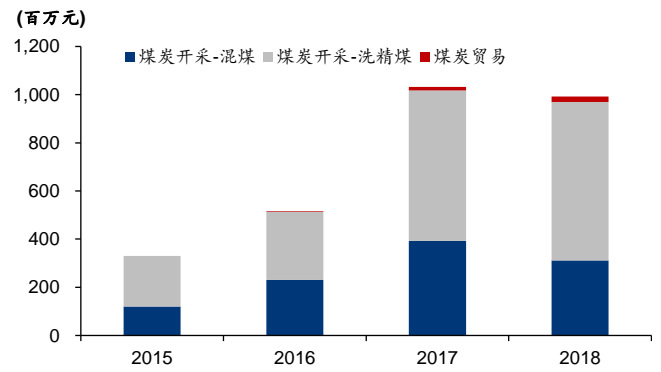
王家塔煤矿扩产驱动板块业务盈利提升。2019 年 5 月, 王家塔煤矿产能获批由 680 万吨/年增至 800 万吨/年, 假设扩产完成后 2020/2021 年产能利用率 90%/95%且煤价中枢稳定, 则本次产能扩张带来 2020-21 年归母净利润增厚 0.78/1.2 亿元, 增幅 5.2%、6.4%。

**图表10: 新奥股份煤炭业务收入拆分**



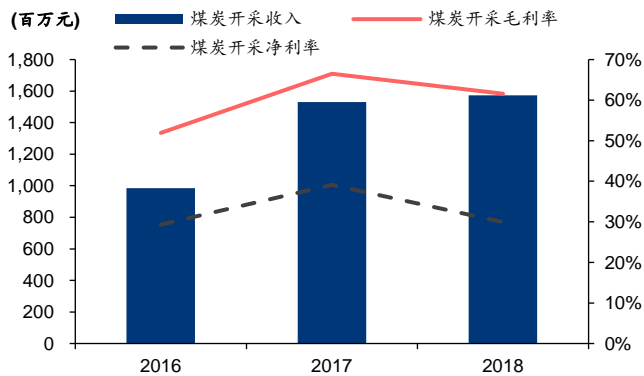
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表11: 新奥股份煤炭业务毛利润拆分**



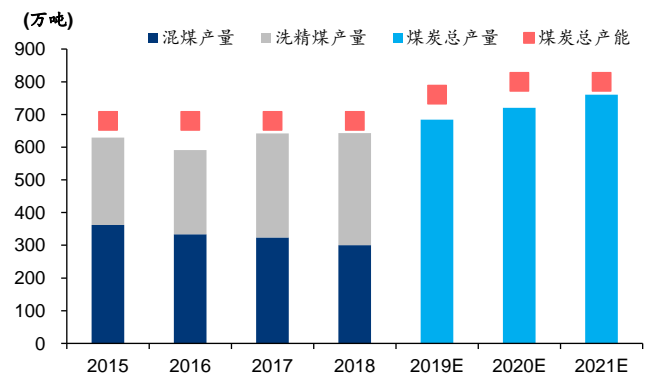
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表12: 新奥股份: 煤炭开采收入、毛利率、净利率**



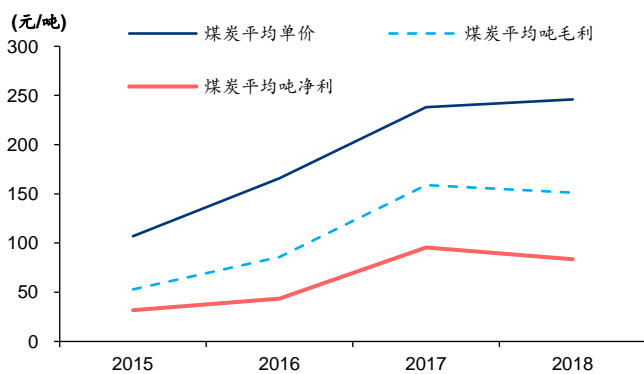
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表13: 新奥股份: 煤炭开采产能与产量**



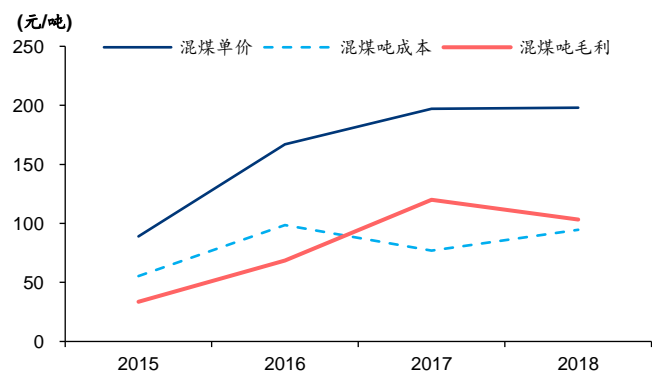
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表14: 新奥股份: 煤炭开采平均单价、吨毛利、吨净利**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

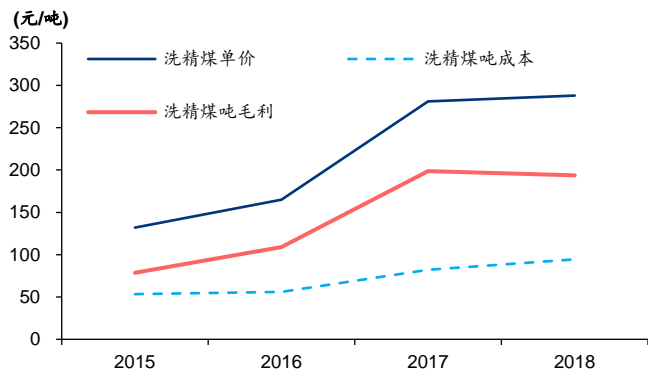
**图表15: 新奥股份混煤单价、吨成本、吨毛利**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

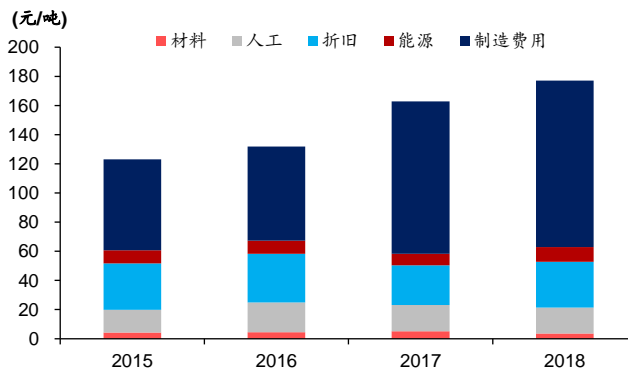


图表16: 新奥股份洗精煤单价、吨成本、吨毛利



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表17: 新奥股份煤炭业务吨成本拆分



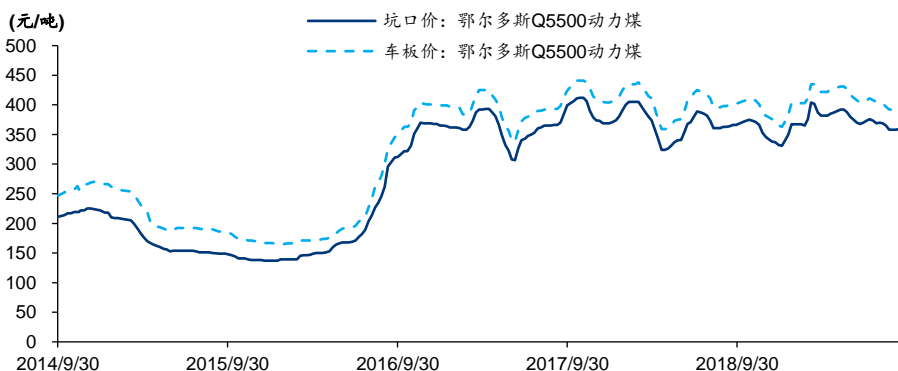
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表18: 王家塔矿山概览

投产时间	2011年
所有权结构	新奥生态控股股份有限公司 100%控股
开采方式	井工
地理位置	内蒙古自治区鄂尔多斯市伊金霍洛旗境内
交通运输	包头~神木铁路, 201国道, 109国道, 荣乌(G18)高速公路, 准格尔~东胜铁路, 包头~府谷铁路
设计产能	800万吨/年(2019年6月30日)

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表19: 坑口煤价格自2017年以来保持中枢稳定



资料来源: 中国煤炭市场网, 华泰证券研究所

图表20: 新奥股份归母净利润对煤价弹性

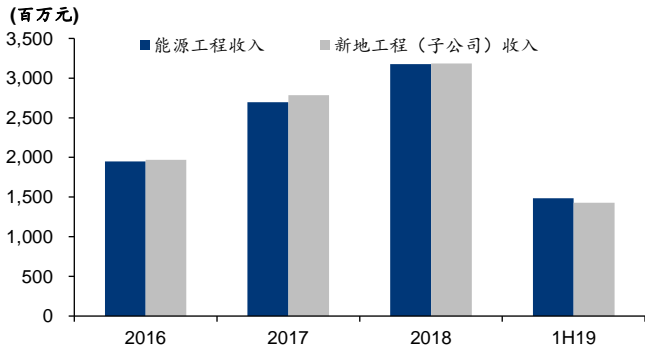
变动项	公司入炉煤价波动 (元/吨)	
	增长 10 元/吨	走低 10 元/吨
2019 年归母净利润波动	增加 4321 万元 (+3.0%)	降低 4321 万元 (-3.0%)
2020 年归母净利润波动	增加 4539 万元 (+2.9%)	降低 4539 万元 (-2.9%)
2022 年归母净利润波动	增加 4597 万元 (+2.7%)	降低 4597 万元 (-2.7%)

资料来源: 中国煤炭市场网, 华泰证券研究所

### 能源工程：受益于天然气基础设施建设稳步推进

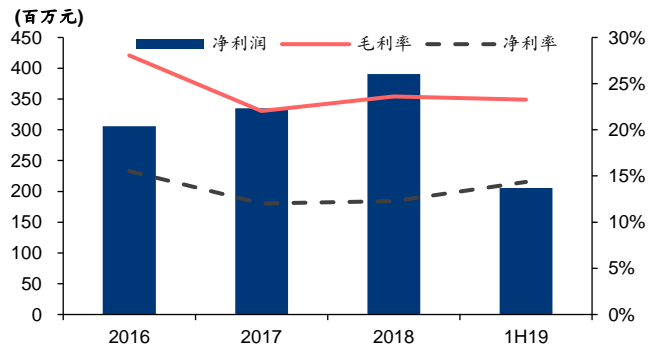
公司能源工程业务主要聚焦天然气领域，囊括 LNG 接收站、天然气液化站、天然气长输管线、天然气管线穿越项目等工程建设，公司全资子公司新地工程是公司能源工程业务的承接者。近年来随着国内天然气基础设施建设进程加速，能源工程板块收入取得可观增速，2018 年全资子公司新地工程收入 32 亿元，净利润 3.9 亿元，同比增长 17%（其中与集团及关联公司相关收入占比约 83%）。公司在能源业务蓬勃的发展中积累了相当的经验 and 能力，同时积极开拓集团外部市场，1H19 公司能源工程业务中外部企业收入占比同比提升 6.9 个百分点，未来有望凭借良好的声誉获得更大的外部份额。

图表21：新奥股份能源工程业务由子公司新地工程承担



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表22：新地工程：毛利率与净利率（2015-1H19）



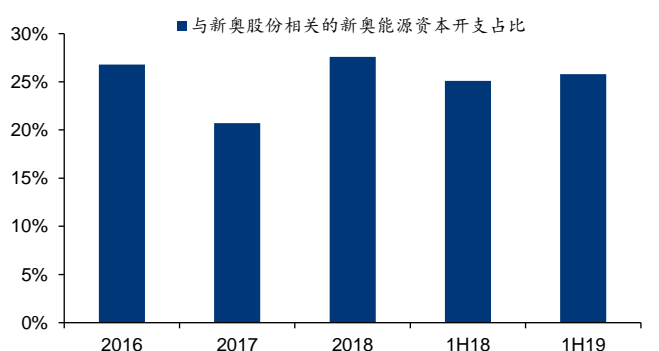
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表23：新奥股份：关联公司对能源工程历史收入的贡献



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表24：与新奥股份相关的新奥能源资本开支占比保持稳定



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表25：新奥股份能源工程里程碑项目列表

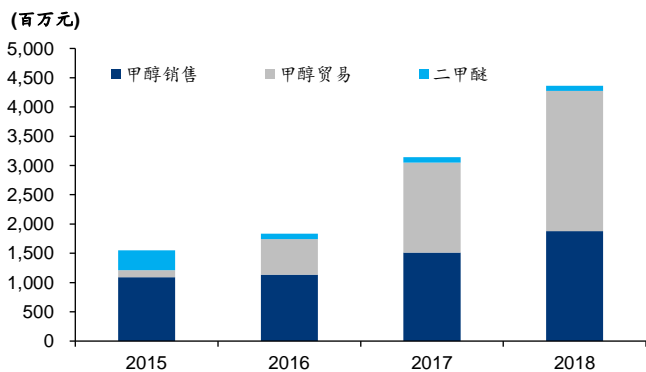
LNG接收站项目	天然气液化项目
<b>浙江舟山液化天然气LNG接收及加注站项目</b> ·国内规模最大、功能全的接收站之一 <b>中石油海南LNG储备库及配套码头项目</b> ·国内首套自主建设的小型LNG接收站	<b>晋城煤层气液化工厂项目</b> ·项目荣获第十届中国土木工程詹天佑奖 <b>长沙天然气应急调峰液化工厂项目</b> ·国内最具规模的液化天然气应急调峰站
天然气管道穿越项目	天然气长输管道项目
<b>湖南长沙湘江穿越工程</b> ·穿越长度1471M，穿越深度为27.6米 <b>安徽蚌埠穿越淮河项目</b> ·使用定向穿越工艺淮河主河道	<b>浙江舟山液化天然气(LNG)接收及加注站连接管道项目</b> ·陆域管道49.1公里，海域管道33.6公里 <b>西气东输二线天然入市(洛阳市)工程高压输气管道</b> ·包括储气调峰管道、城市环状管网，同时具备输气和储气功能

资料来源：公司公告，新地能源官网，华泰证券研究所

### 能源化工：甲醇装置产能利用率有望提升

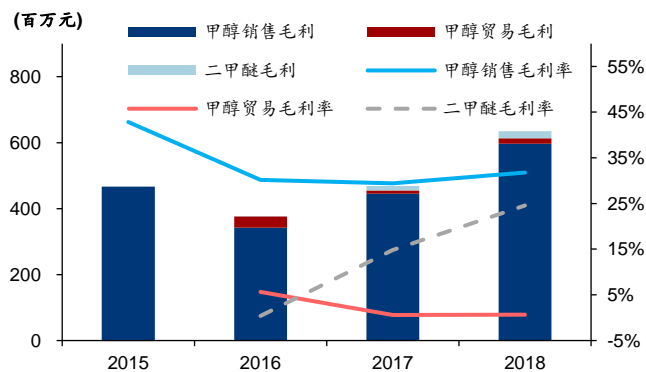
煤制甲醇为公司能源化工业务的核心业务。公司能源化工业务包括煤制甲醇（甲醇销售）、甲醇制二甲醚（二甲醚销售）、及甲醇贸易。2018年公司能源化工业务收入43.6亿元，其中甲醇销售收入18.8亿元，同比增长24.2%。能源化工毛利润6.34亿元，甲醇销售毛利润5.97亿元，毛利贡献超过94%。2018年甲醇销售业务毛利率为31.7%，远高于甲醇贸易和二甲醚的毛利率，保障了能源化工业务的利润增长。

图表26：新奥股份能源化工收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

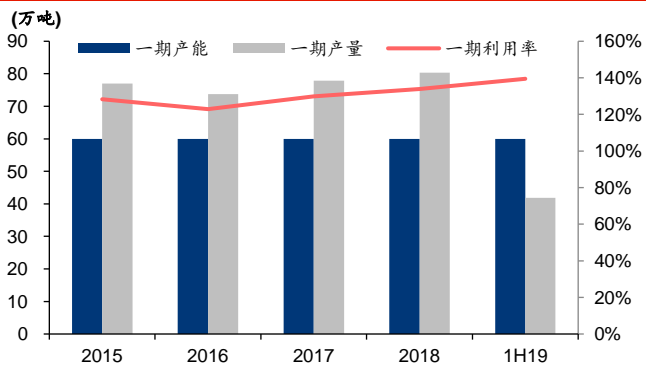
图表27：新奥股份能源化工产品毛利及毛利率



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

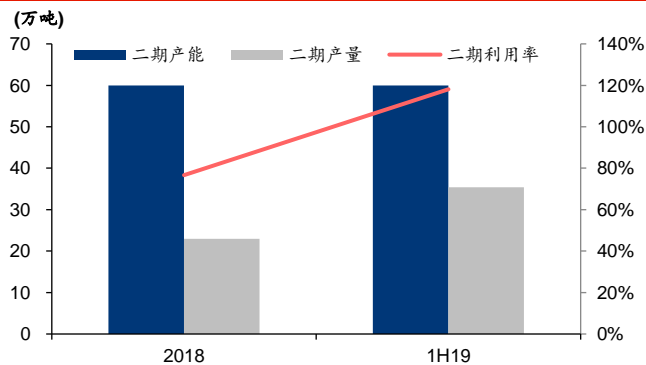
二期甲醇产能利用率有望提升。公司甲醇生产业务以煤为原料，主要来自煤炭资源丰富的内蒙古自治区。新能能源一期甲醇装置产能为60万吨，处于持续稳定运营状态，二期20万吨稳定轻烃甲醇装置产能为60万吨，已于2018年6月底进入试生产阶段并产出合格甲醇产品，两项甲醇装置2019年上半年合计产量达到77.28万吨。2015年以来，公司一期装置利用率稳定维持在120%以上，且有小幅度上升，1H19公司一期装置利用率为140%，远高于行业70%的负荷量。同期，二期甲醇装置利用率约118%，较2H18提升41个百分点，预计一二期装置满负荷量运行后，公司年产量将达到约150万吨，2019年甲醇产量较2018年将有40%左右的提升。

图表28：新能能源一期装置产能、产量及利用率



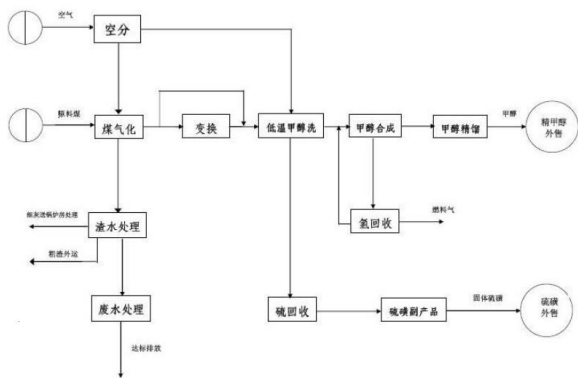
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表29：新能能源二期装置产能、产量及利用率



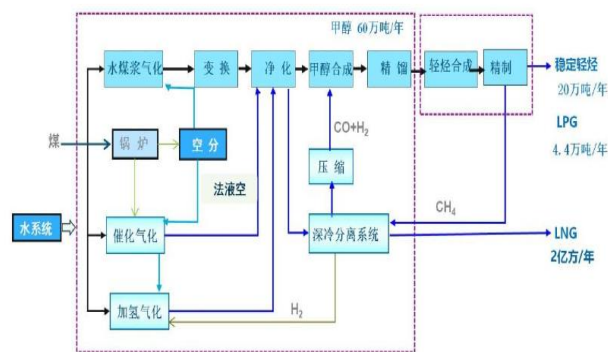
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表30: 新能能源一期甲醇工艺流程图



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

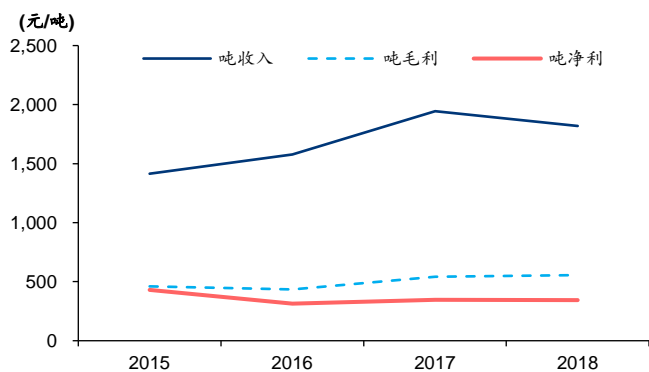
图表31: 新能能源二期项目工艺流程图



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

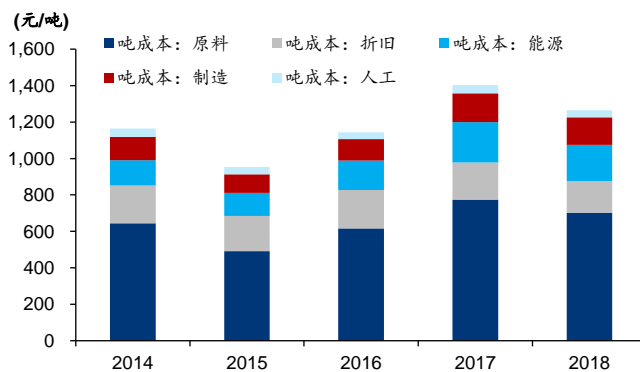
甲醇的收入受甲醇市场价格影响较大, 甲醇的价格呈现较强的周期性特点, 1H19 甲醇平均价格为 2260 元/吨, 同比降低 22%, 对化工分部业绩形成一定拖累。因供需结构并没有明显改善, 预计 2019 年下半年甲醇价格预计环比持平。甲醇成本主要受原料成本水平影响, 即受到煤价的影响较大, 1H19 公司甲醇生产成本为 1264 元/吨, 同比降低 10%。

图表32: 甲醇产品单价、吨毛利、吨净利



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表33: 甲醇产品成本结构

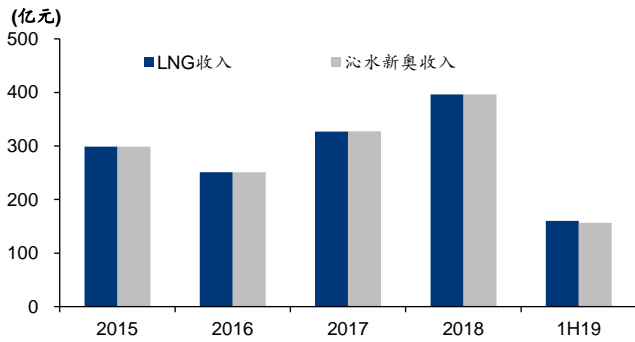


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**LNG 业务: 地处山西沁水盆地, 盈利稳定**

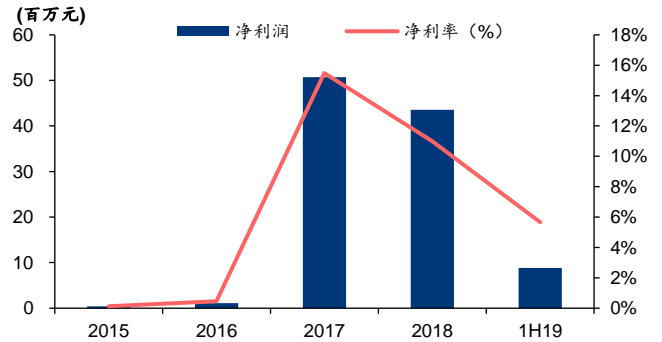
公司 LNG 业务目前由沁水新奥运营, 以煤层气为原料, 通过分离、净化、液化等工艺流程生产 LNG。沁水新奥 LNG 产能约为 10 万吨/年 (1.34 亿立方/年), 1H19 沁水新奥实现产量 6160 万方, 产能利用率连年保持在 100% 以上。1H19 LNG 业务收入 1.56 亿元, 净利润 885 万元, 同比下降 69%, 主要受 LNG 价格下滑拖累。1-7 月天然气表观需求同比增速均在 7% 以上需求态势良好, 受下半年冬季供暖提振, 下半年 LNG 价格应有回升。同时, 新能能源二期稳定轻烃项目联产 LNG 约 2 亿方/年, 如该项目 LNG 顺利联产, 应对 LNG 业务板块有较大提振。

**图表34: 新奥股份 LNG 业务由子公司沁水新奥承接**



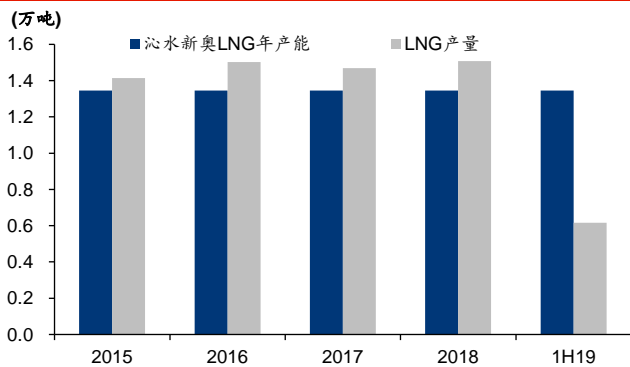
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**图表35: 沁水新奥净利润与净利率 (2015-1H19)**



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**图表36: 沁水新奥产能利用率维持 100%以上**



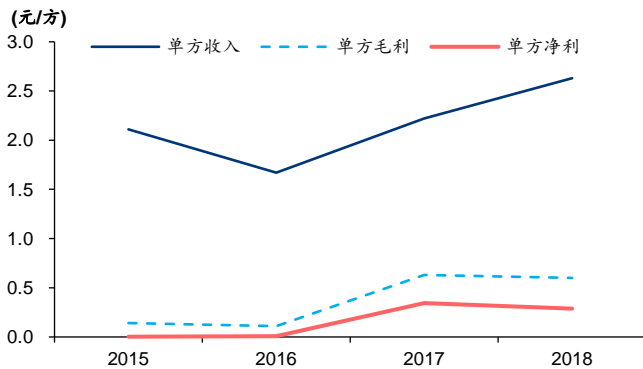
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表37: LNG 全国价格 (2015-至今)**



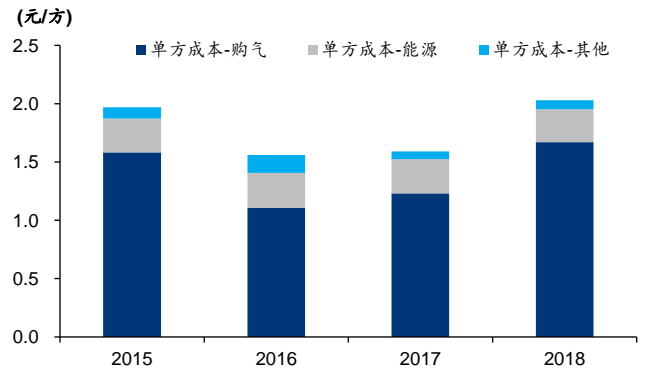
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表38: LNG 业务单方收入、毛利、净利拆分**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

**图表39: LNG 业务单方成本拆分**



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

## 拟收购资产享受燃气行业发展红利，推动公司价值重估

### “控煤”政策推动天然气维持十年维度需求增长

“控煤”背景下，政策推动天然气成为需求增长最快的能源品类。我国“十三五”规划规定，到2020年天然气消费占全国一次能源消费的比重从2015年的6%提升到8.3%-10%。假设2019-2020年期间我国一次能源整体消费增速3%，我们测算得2020年中国天然气消费量将从2018年的2800亿立方米，增加到3070-3700亿立方米，复合增速5-15%。同时2030年天然气占一次能源比重15%的长期目标，推动天然气十年维度的需求增长。

图表40：中国一次能源消费比率（2010-2020E）

	2010年实际	2015年目标	2015年实际	2020年目标
煤炭	69%	65%	64%	58%
原油	19%	16%	18%	17%
天然气	4%	8%	6%	10%
非化石能源	8%	11%	12%	15%

资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

图表41：中国一次能源及天然气消费测算（2016-2020E）

单位	2016	2017	2018	2020E	2025E	2030E
中国一次能源消费总量	435,819	449,000	464,000	492,258	556,944	614,912
同比	1.4	3.0	3.3	3.0	2.5	2.0
天然气消费量	27,904	31,633	37,191	40,857	49,226	66,833
天然气消费量	2,098	2,378	2,796	3,072	3,701	5,025
占一次能源比重	6.4	7.0	8.0	8.3	10	12
CAGR (2018-2020E)				5	15	7

资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

我们预测到2020年国内天然气表观需求在3,530亿立方米(2年复合增速12%)，到2030年需求进一步扩大7,048亿立方米(10年复合增速7%)。因为我国贫油少气的地质特点，国内天然气市场需求长期受制于供给匮乏，我们判断天然气供给渠道的增加将成为推动国内表观需求的主要因素，未来供给端的主要增长点在于：1) 中俄东线天然气管道预计将于2019年12月开通，设计能力为380亿立方/年，中俄西线目前也提上日程，设计能力300亿立方/年；2) 随着LNG接收站的陆续投运，我们预计到2020年LNG接收站接收能力或将大幅提升。

图表42：中国天然气表观消费量测算（2015-2030E）

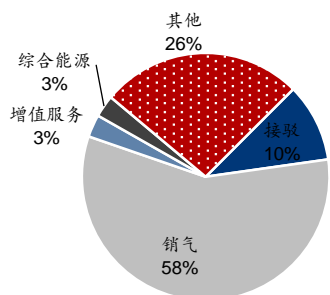
(亿立方米)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2025E	2030E
国内产量	1271	1366	1479	1584	1742	1916	2816	4137
同比 (%)	2.4%	7.5%	8.2%	7.1%	10.0%	10.0%	8.0%	8.0%
进口管道气	356	397	414	503	557	758	1073	1473
同比 (%)	13.8%	11.4%	4.3%	21.6%	10.7%	36.1%	7.2%	6.5%
进口 LNG	267	356	521	742	881	943	2067	4134
同比 (%)	-1.2%	33.1%	46.4%	42.6%	18.6%	7.1%	17.0%	14.9%
天然气进口量	624	753	935	1246	1438	1702	3140	5608
天然气出口量	-33	-34	-35	-33	-34	-35	-40	-47
天然气表观需求量	1862	2085	2378	2796	3146	3530	5,025	7,048
同比 (%)	3.6%	12.0%	14.1%	17.6%	12.5%	12.2%	7%	7%

资料来源：国家能源局，华泰证券研究所

### 城市燃气：接驳与销气双轮驱动，新业务亮点频现

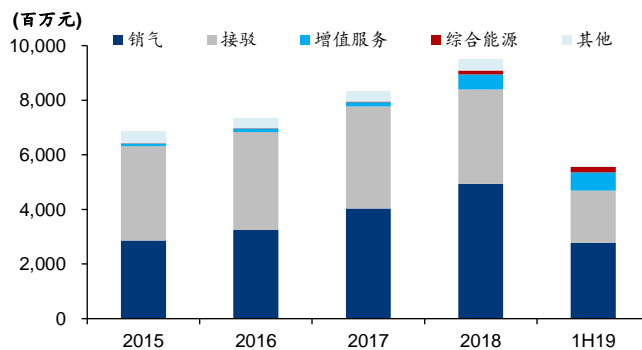
城市燃气盈利主要靠接驳和销气拉动，增值业务和综合能源成为新增长点。城市燃气传统主营业务分为燃气销售与分销、燃气接驳两大部分，项目早期主要靠毛利率较高的接驳贡献盈利，随着区域内天然气渗透率的不断提升，销气业务体量不断增长，1H19 新奥、华润的销气和接驳两大业务合并经营利润占比为 84%/92%。同时，各大燃气公司分别进行增值业务（燃气器具销售等）和综合能源业务探索，利润占比不断提升，1H19 新奥的增值服务与综合能源业务毛利润占比从 2018 年的 7%提升到 15%。

图表43：新奥能源收入结构（1H19）



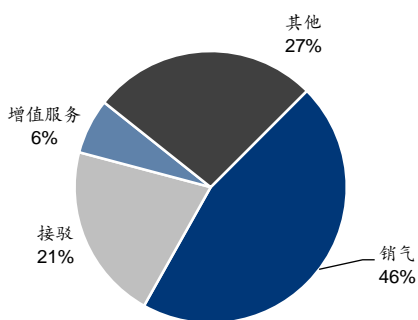
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表44：新奥能源毛利润结构（2015-1H19）



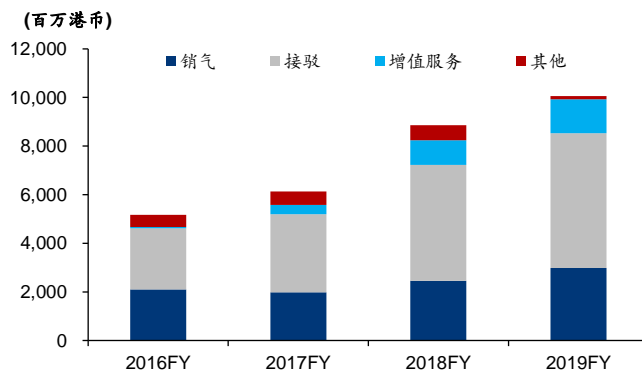
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表45：中国燃气收入结构（2019FY）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

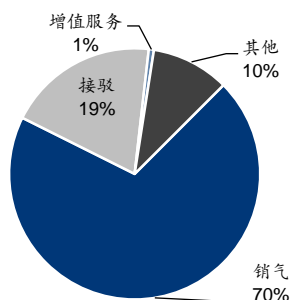
图表46：中国燃气经营利润结构（2016FY-2019FY）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

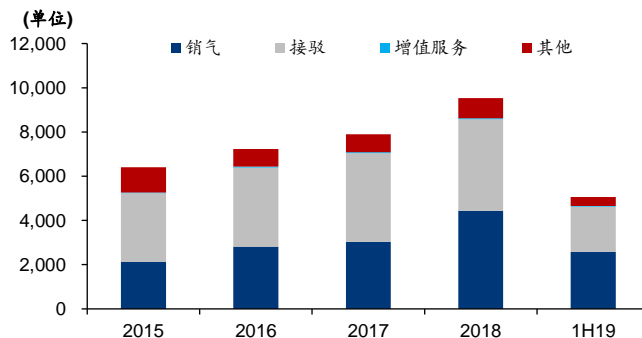
\*中国燃气为财年口径，最新财年为 2019/03/31

图表47：华润燃气收入结构（1H19）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表48：华润燃气经营利润结构（2015-1H19）

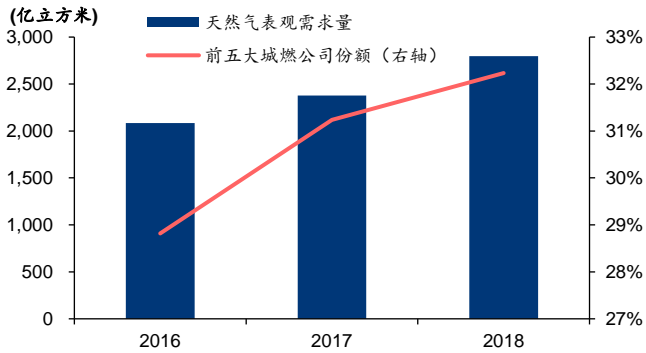


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 行业格局稳定，城燃龙头竞争力稳步提升

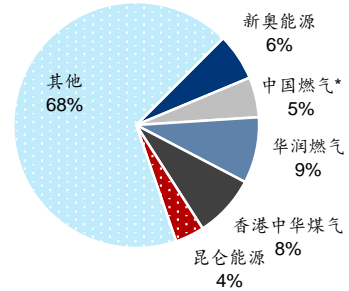
五大城燃公司在国内天然气市场发展份额稳步提升。我国前五大燃气公司（按2018年销气量排序）分别为：华润燃气、香港中华煤气（内地销气业务）、新奥能源、中国燃气、昆仑能源。在2016-2018年天然气表观消费增速快速增长的同时，五大燃气公司合计销气量份额仍从2016年的29%提升至2018年的32%，稳定的行业格局中龙头份额稳步提升。

图表49：中国天然气表观需求及五大城燃公司份额（2016-2018）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

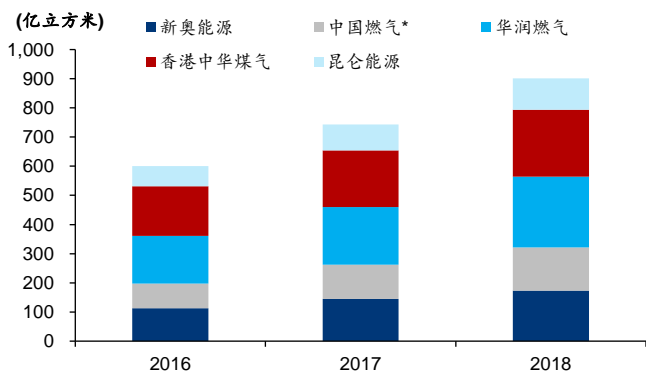
图表50：五大城燃公司占全国天然气表观消费量比重（2018）



资料来源：公司年报，国家能源局，华泰证券研究所

\*中国燃气为财年口径

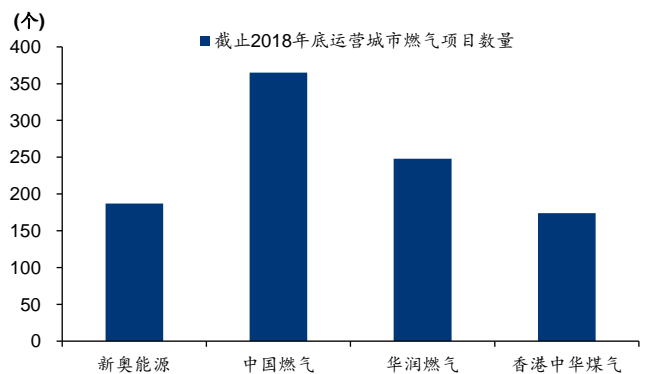
图表51：中国前五大城燃公司销气量（不含分销）（2016-2018）



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

\*中国燃气为财年口径

图表52：五大城燃公司在运营城市燃气项目数量（2018）



资料来源：公司年报，国家能源局，华泰证券研究所

\*中国燃气为财年口径

### 监管框架靴子落地，销气接驳政策利空出尽

目前针对城燃行业最主要的两项业务—销气、接驳费的监管框架政策均已出台，城燃行业政策利空基本出尽。配气价格监管方面，2017年7月发改委出台《关于加强配气价格监管的指导意见》，规定配气价格按照“准许成本+合理收益”原则制定，合理收益为有效资产乘以不超过7%的税后全投资收益率。接驳费监管方面，2019年6月发改委出台《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》，明确工程安装费（接驳费）定价监管框架为“成本监审+成本利润率+增值税率”且成本利润率不得超过10%。两项政策均由国家发改委制定框架，交由地方政府层面核定，目前全国范围内配气价格与接驳费核定正在进行，城燃行业大的政策风险已经落地。

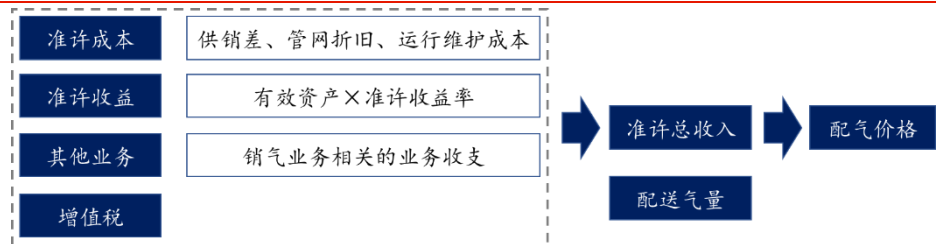


**图表53: 《关于加强配气价格监管的指导意见》关于配气价格监管框架梳理**

核定项目	核定细项	核定内容
准许总收入	准许成本	供销差率(含损耗)原则上不超过5%,三年内降低至不超过4%;管网折旧年限不低于30年;运行维护成本
	准许收益	有效资产(红线外的管网资产、自用储气设施、其他相关资产)×准许收益率(税后全投资收益率不超过7%)
	税收	2019年4月1日起,天然气适用增值税率从10%下调到9%
	其他业务收支净额	与配气业务相关的资产和人力从事工程安装施工、燃气销售等其他业务活动的收支净额
配气价格	准许总收入÷年度配送气量	对最低配送气量作出限制性规定,避免因过度超前建设等原因造成配气价格过高

资料来源:国家发改委官网,华泰证券研究所

**图表54: 配气价格监管框架**



资料来源:国家发改委官网,华泰证券研究所

**图表55: 《关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见》关于接驳费监管框架梳理**

核定项目	核定内容
收费范围	建筑区划红线内燃气工程勘察、设计、施工、监理、验收等服务而收取的与工程建设相关的服务费和材料费等费用
收费标准	成本加成(成本监审+成本利润率+增值税率),原则上成本利润率不得超过10%

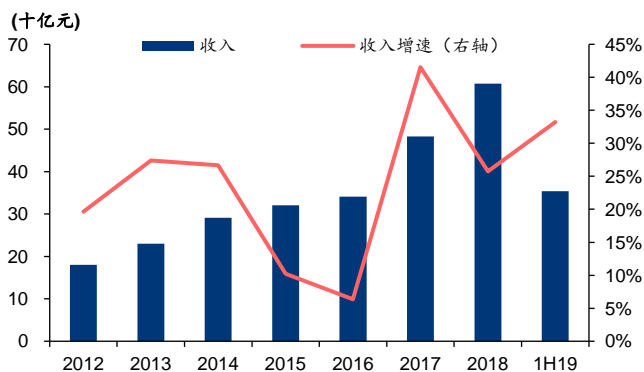
资料来源:国家发改委官网,华泰证券研究所

## 新奥能源: 城燃龙头强势增长, 新业务多点开花

### 主营业务以天然气销售与接驳为核心

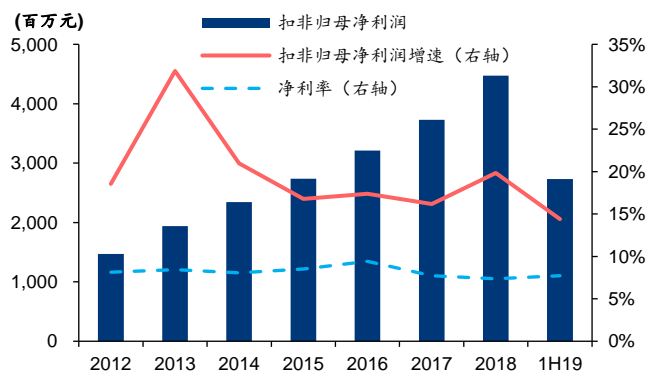
新奥能源为中国城市燃气龙头企业, 主营业务以燃气接驳和天然气零售(居民、工商业、加气站)为核心。公司由大股东王玉锁先生创立于1992年, 于2001年在香港联交所创业板上市, 2002年转主板上市。1H19, 销气与接驳收入占比合计68%, 毛利润占比合计84.5%, 是公司收入及毛利的主要来源。

**图表56: 新奥能源: 收入及增速(2012-1H19)**



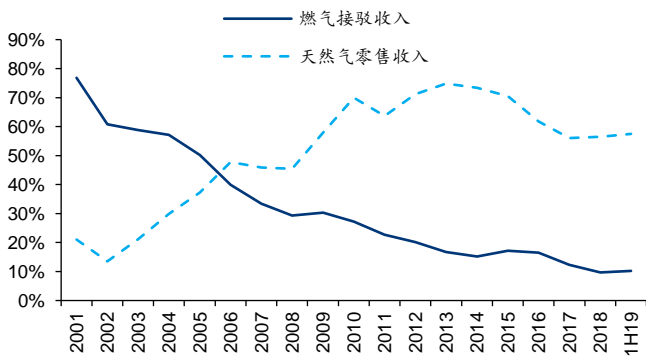
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**图表57: 新奥能源: 扣非归母净利润及增速(2012-1H19)**



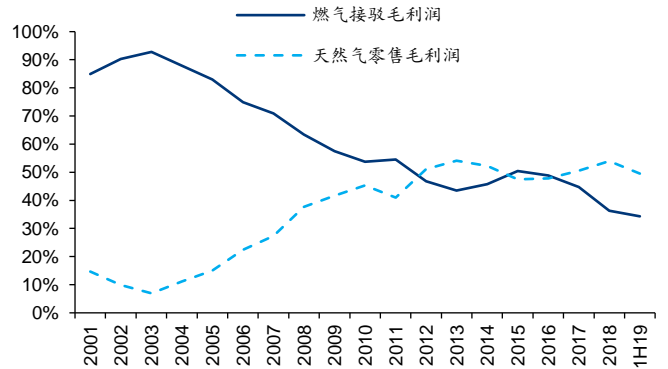
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表58: 新奥能源: 销气与接驳收入占比(上市以来)



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表59: 新奥能源: 销气与接驳毛利占比(上市以来)

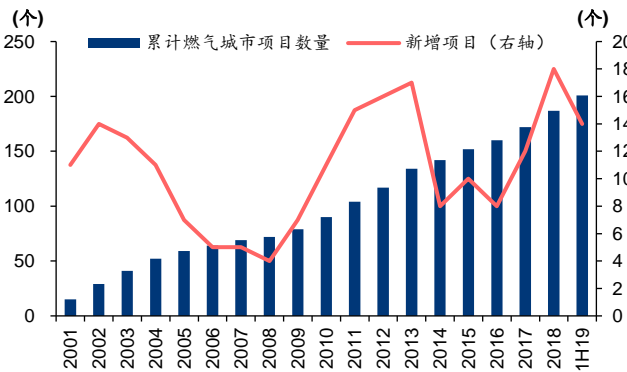


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**城燃项目质量高, 接驳空间广阔**

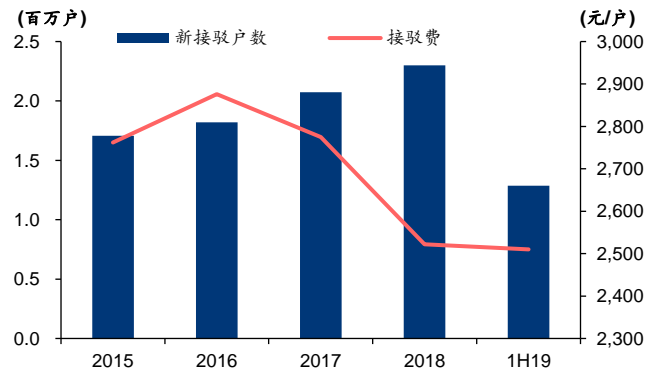
新奥能源大型城市燃气项目占比高、项目区位优势好, 居民与工商业接驳空间广阔。1H19公司新接驳居民用户同比增长 19%, 新接驳工商业用户同比增长 13%, 接驳业务维持快速增长。截止 1H19 新奥能源共有 201 个国内城市燃气项目, 覆盖 9995 万人口, 渗透率 59.4%, 其中可接驳人口达 50 万以上的大中型项目占比 26%, 优质项目占比大、居民可接驳空间大。同时按地域分, 公司项目主要分布在河北(30 个)、山东(25 个)、广东(25 个)、浙江(18 个)、安徽(18 个), 主要集中在华中、华东等经济较为发达的省份, 为工商业接驳及综合能源业务发展奠定基础。同时, 随着接驳费监审框架的确定, 从目前全国范围内接驳费核定工作进展状况看, 目前平均接驳属合理范畴, 大幅下降的可能性较小。

图表60: 新奥能源累计城市项目及新增项目数量(上市以来)



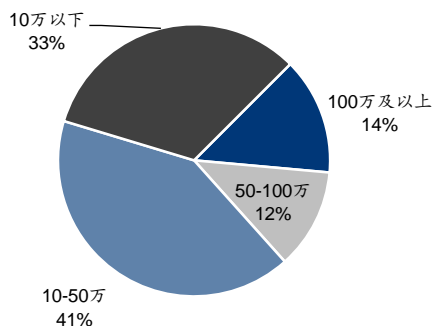
资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表61: 新奥能源新接驳户数及接驳费(2015-1H19)



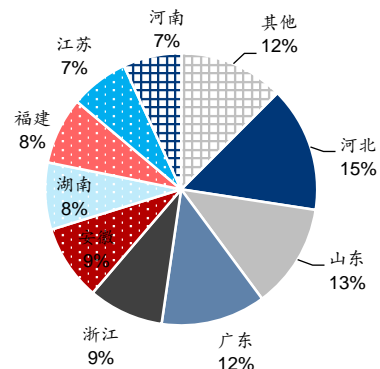
资料来源: 新奥能源官网, 华泰证券研究所

图表62: 新奥能源城市燃气项目-按可接驳人口



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表63: 新奥能源城市燃气项目-按区域布局

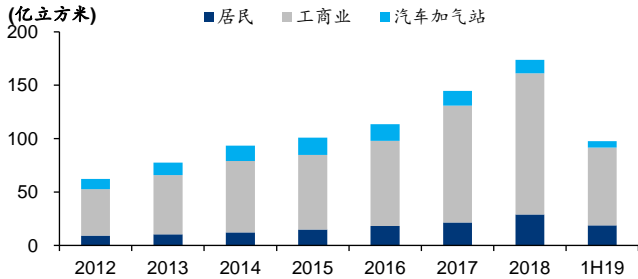


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

**销气量由工商业驱动，毛差继续下行空间较小**

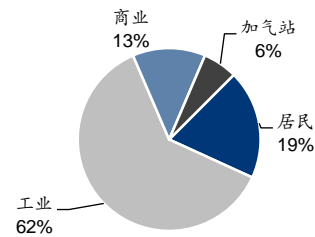
公司销气量稳定增长 CAGR 达 19.99% (2015-1H19)，1H19 受宏观经济下行及 2018 年国内 LNG 接受站利用率已达高位影响，销气量增速放缓至 15%，其中占比最高的工业用户销气量增速略有放缓达 16.4%。新奥能源居民与工商业销气由不同的因素驱动：居民销气量主要受新接驳快速增长及发展更多独立采暖炉客户所致；工业销气量则主要由新接驳工商业用户快速增长驱动，工商业累计接驳增速连续两年保持在 30% 以上。1H19 新奥能源平均毛差（不含税）0.58 元/立方，较 1H18/2H18 分别下降 6%/3%，主因商业及加气站用气占比下滑和工业用气折扣叠加成本上行。我们判断随着俄气的进入和管网的逐步开放，成本端压力逐渐解除，毛差下行空间有限。

**图表64：新奥能源销气量结构（不含燃气批发）（2012-1H19）**



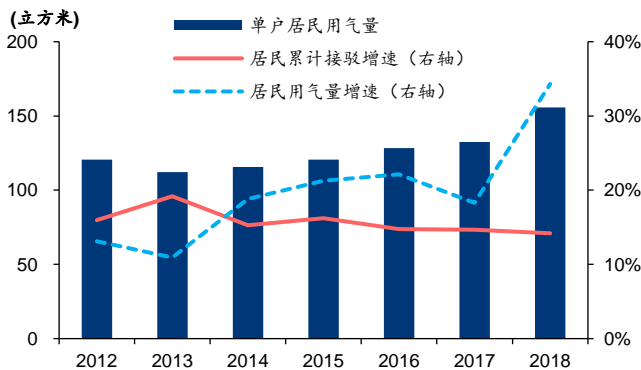
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表65：新奥能源销气量结构（不含燃气批发）（1H19）**



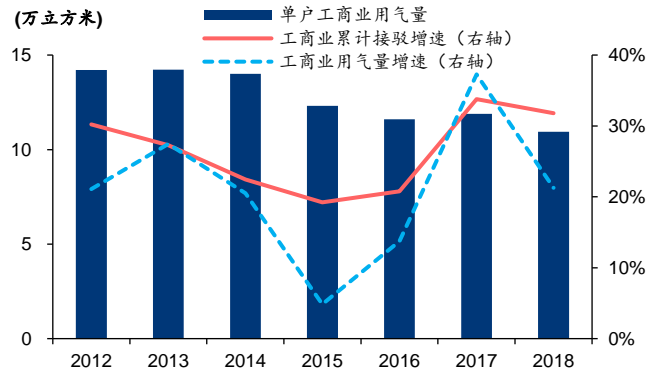
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表66：新奥能源：居民销气量**



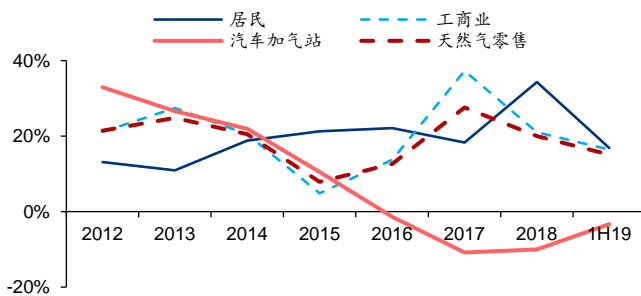
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表67：新奥能源：工商业销气量**



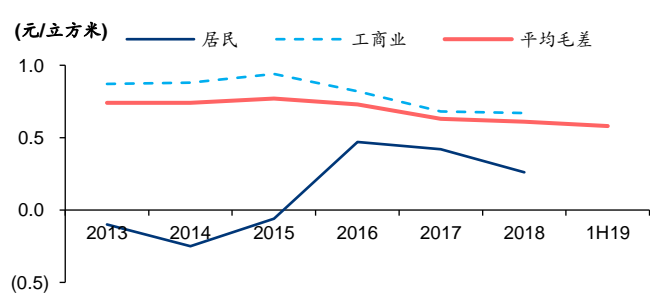
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表68：新奥能源：销气量增速分析**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表69：新奥能源：居民、工商业毛差拆分**

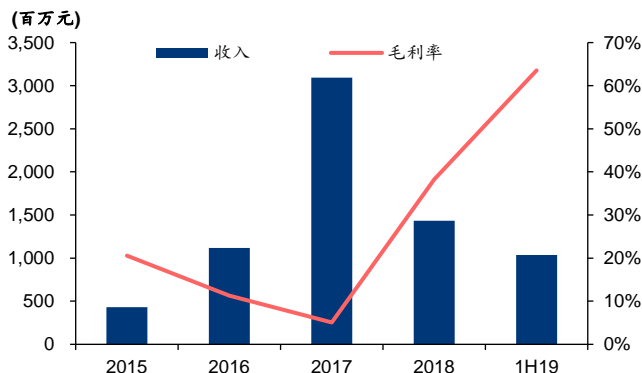


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**增值和综合能源新业务创造业绩增长点**

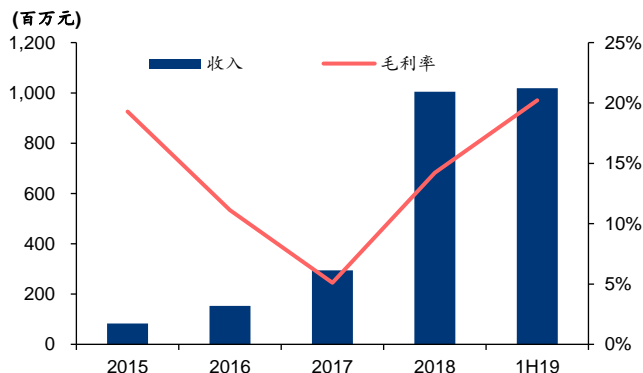
增值和综合能源业务开始发力，实现业绩高增长。1H19 增值和综合能源业务分别实现营业收入 10.37 亿元和 10.19 亿元，同比增长 125.4%和 176.2%。1H19 综合能源业务项目负荷率提升，规划设计服务收益明显，实现毛利 2.06 亿元，同比增长 635.7%，目前公司共签订 119 个综合能源项目，用能规模达 300 亿千瓦时，其中包括 37 个在建项目，为业务利润增速提供保障。同时，公司整合燃气器具和材料销售业务，并大力推广高端和智慧型产品，并为工商业客户和居民用户提供更多元化的增值服务，增值业务毛利同比大幅增长 195.5%至 6.59 亿元，业务毛利率显著上升，达到 63.5%。

**图表70：新奥能源增值服务收入及毛利率（2015-1H19）**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**图表71：新奥能源综合能源业务收入及毛利率（2017-1H19）**

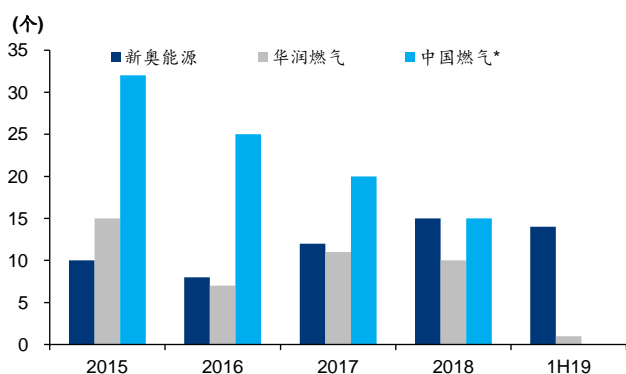


资料来源：公司年报，华泰证券研究所

**外延并购势头强劲，为持续发展提供支撑**

新奥能源外延并购势头强劲。公司在城市燃气布局中跑马圈地进程增速逐年加快，2015-2018 年间年均新增城燃项目 11 个，1H19 新增城燃项目达 14 个，创近 5 年新高。新奥能源城市燃气项目质地优良，多集中在经济发达的沿海地区，客户接受能力强叠加政府环境治理需求，为可持续的销气收入提供支撑。

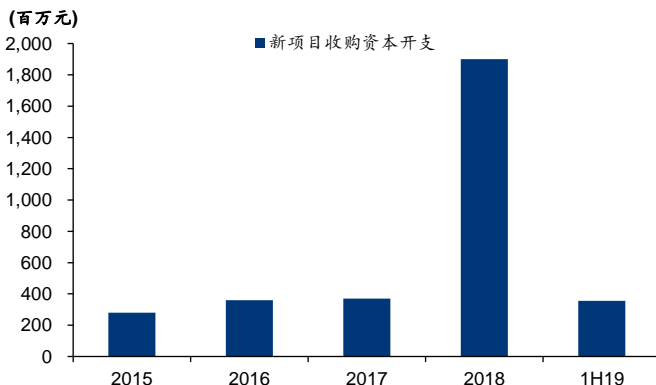
**图表72：三大城燃公司新增城市燃气项目数对比（2015-1H19）**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

\*中国燃气为财年口径

**图表73：新奥能源新项目收购资本开支数量及增速（2015-1H19）**



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

## 首次覆盖给予“买入”评级，目标价 14.35-15.45 元

### 各业务拆分及盈利说明

**煤矿产能扩张盈利能力稳定。**2019年5月国家发改委批准王家塔煤矿产能从680万吨/年增加至800万吨/年，公司指引2019年6月产能已达800万吨/年，我们假设煤矿产量在2020年实现并在维持满产。坑口煤价格较常规煤低，且自2017年以来波动较小中枢稳定，我们预测公司吨煤价格中枢维持在246元/吨，吨煤成本同比持平。受内蒙古地区动力煤仍有需求空间推动，假设煤炭贸易量在2019-2021年保持20%的销量增速，同时假设煤炭贸易毛利率维持1.5%不变。综合来看，公司2019-2021年煤炭业务（煤炭生产+煤炭贸易）收入预计为33.27亿/37.45亿/42.38亿。受低毛利率的煤炭贸易收入增长对煤炭业务毛利率形成一定压制，预计2019-2021毛利率31.8%/29.9%/28.0%。

**能源工程业务增速可观。**随着天然气占一次能源消费比重的逐步提高，天然气相关的基础设施面临持续建设需求，为能源工程业务的需求提供了确定性，同时公司积累的丰富的能源工程相关经验以及积极扩张的态势，增强了外部拿单的能力。预计2019-2021年公司能源工程增速20%/20%/15%，对应2019-2021年能源工程业务收入为38.07亿/45.62亿/52.38亿，预计毛利率维持相对稳定24.6%/24.6%/24.6%。

**能源化工业务产能利用率有望提升带动板块盈利。**公司二期甲醇60万吨产能2018年下半年投产，合计甲醇产能120万吨。除2018年扩产拉低产能利用率外，15-17年甲醇产能利用率均在122%以上，我们预计19-21年产能利用率为124%/128%/128%。根据国家统计局统计的全国甲醇均价，截止2019年10月甲醇价格同比下降26%，我们假设2019年公司甲醇产品同比下降25%，并看好甲醇价格周期性底部回升20-21年同比提升14%/12%。新奥股份主营煤制甲醇业务，结合我们对于公司煤炭业务的分析，我们预计煤炭成本同比持平。综合来看，公司2019-2021年能源化工业务预计收入为45.40亿/52.40亿/58.68亿。结合甲醇市场价格预测及成本假设，预计毛利率4.5%/10.0%/14.3%。

**LNG业务有望随着公司布局上游而加速发展。**公司将上游业务作为重点发展业务，现在公司LNG业务主要是在沁水地区的煤层气液化业务，之后上游气源将更加多元化，LNG业务会随着气源布局而加速发展，我们预计19-21年LNG销量增速为5%/10%/20%。1H19公司主营LNG业务子公司沁水新奥净利率从2018年的11%下滑至5.7%，主要受LNG市场价格下跌影响，我们预计下半年供暖季来临LNG价格将有回升，预测19-21年LNG价格同比变动-11%/9%/0%。公司开展LNG业务原料为山西沁水盆地煤层气，因当地供需格局相对稳定，我们预计成本持平。2019-2021年LNG业务收入预计为3.69亿/4.40亿/5.29亿。结合LNG市场价格预测及成本假设，预计毛利率13.3%/20.1%/20.1%。

图表74：分部收入与成本预测（单位：百万元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,659</b>	<b>6,396</b>	<b>10,036</b>	<b>13,632</b>	<b>13,093</b>	<b>14,569</b>	<b>16,454</b>
同比增速	16.2%	13.0%	56.9%	35.8%	-4.0%	11.3%	12.9%
煤炭业务	669	1,139	2,271	3,174	3,327	3,745	4,238
能源工程	1,862	1,951	2,697	3,177	3,807	4,562	5,238
能源化工	1,553	1,834	3,143	4,363	4,540	5,240	5,868
LNG	299	251	327	396	369	440	529
农兽药（已剥离）	1,140	1,276	1,506	1,870	468	-	-
其他	137	100	91	582	582	582	582
<b>成本</b>	<b>3,877</b>	<b>4,688</b>	<b>7,537</b>	<b>10,697</b>	<b>10,708</b>	<b>11,687</b>	<b>13,004</b>
煤炭业务	339	626	1,238	2,181	2,268	2,626	3,053
能源工程	1,171	1,405	2,109	2,427	2,870	3,439	3,949
能源化工	1,088	1,457	2,675	3,728	4,337	4,716	5,027
LNG	279	234	235	305	320	352	422
农兽药（已剥离）	932	1,051	1,193	1,442	360	-	-
其他	69	70	89	569	553	553	553

资料来源：新奥股份年度报告（2015-2018），华泰证券研究所

**图表75：分部毛利率预测（单位：百万元）**

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>毛利润</b>	<b>1,782</b>	<b>1,708</b>	<b>2,499</b>	<b>2,936</b>	<b>2,384</b>	<b>2,882</b>	<b>3,450</b>
煤炭业务	330	513	1,032	993	1,059	1,118	1,185
能源工程	691	546	588	750	937	1,122	1,289
能源化工	465	377	468	634	203	524	841
LNG	20	17	92	92	49	89	106
农兽药（已剥离）	208	225	313	429	108	-	-
其他	68	30	2	13	29	29	29
<b>毛利率</b>	<b>31.49%</b>	<b>26.70%</b>	<b>24.90%</b>	<b>21.53%</b>	<b>18.21%</b>	<b>19.78%</b>	<b>20.97%</b>
煤炭业务	49.36%	45.07%	45.46%	31.28%	31.83%	29.86%	27.95%
能源工程	37.13%	27.97%	21.80%	23.60%	24.60%	24.60%	24.60%
能源化工	29.94%	20.55%	14.89%	14.54%	4.46%	10.00%	14.34%
LNG	6.53%	6.82%	28.11%	23.14%	13.25%	20.10%	20.10%
农兽药（已剥离）	18.25%	17.60%	20.81%	22.91%	23.06%	-	-
其他	49.74%	29.82%	2.04%	2.16%	5.00%	5.00%	5.00%

资料来源：新奥股份年度报告（2015-2018），华泰证券研究所

**费用预测：预计19-21年费用率为9.6%、8.9%、8.3%**

费用率：我们预计19-21年费用率为9.6%、8.9%、8.3%。公司精耕细作提高管理经验效率，2016-2018年各项费率均有下降，管理费用率从6%下降至3.8%，销售费用率从2.3%下降至1.4%。因目前公司管理、销售、研发费用率都已处在较低水平，我们保守假设19-21年管理费用率、销售费用率、研发费用率维持2018年3.8%/1.4%/1.1%水平不变。财务费用方面，2016-2018年财务费用率从6.7%下降至5.2%，2018年扣除汇兑损益后的财务费用为3.6%，我们预计19-21年财务费用率略有下降至3.3%/2.7%/2.1%。

**图表76：费用及净利润预测（百万元）**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>管理费用</b>	<b>485.4</b>	<b>520.5</b>	<b>499.9</b>	<b>556.2</b>	<b>628.2</b>
占主营业务收入%	4.8%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
<b>销售费用</b>	<b>150.2</b>	<b>189.1</b>	<b>181.6</b>	<b>202.1</b>	<b>228.3</b>
占主营业务收入%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
<b>财务费用</b>	<b>509.0</b>	<b>704.3</b>	<b>437.0</b>	<b>384.7</b>	<b>328.5</b>
占主营业务收入%	5.1%	5.2%	3.3%	2.7%	2.1%
<b>研发费用</b>		<b>145.7</b>	<b>139.9</b>	<b>155.7</b>	<b>175.8</b>
占主营业务收入%		1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

**首次覆盖给予“买入”评级，目标价14.35-15.45元**

预计2019-2021年公司归母净利润13.6/15.5/19.2亿元，对应EPS为1.10/1.26/1.56元，当前股价对应2019-2021年9.5x/8.3x/6.7x P/E。因公司主营涵盖煤炭生产及贸易、甲醇生产及贸易、能源工程业务、LNG生产加工业务，故选取各自行业可比公司，参考可比公司估值19年平均P/E12x，叠加潜在的资产重组带来的价值重估，我们给予公司2019年13-14x目标P/E，对应目标价14.35-15.45元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

图表77: 可比公司估值表 (2019/11/10)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2019/11/10	2019/11/10	19E	20E	19E	20E	19E	20E	
山煤国际	600546.SH	6.82	13,520	13.1	11.3	2.3	2.0	17%	17%	Wind
中油工程	600339.SH	3.48	19,429	17.9	13.3	0.8	0.8	4%	6%	Wind
中煤能源	601898.SH	4.83	55,916	9.2	8.5	0.6	0.6	6%	6%	Wind
昊华能源	601101.SH	5.34	6,408	7.9	6.8	0.8	0.7	10%	11%	Wind
平均值				12.0	10.0	1.1	1.0	9%	10%	
新奥股份	600803.SH	10.28	12,638	9.5	8.3	1.3	1.1	14%	14%	华泰

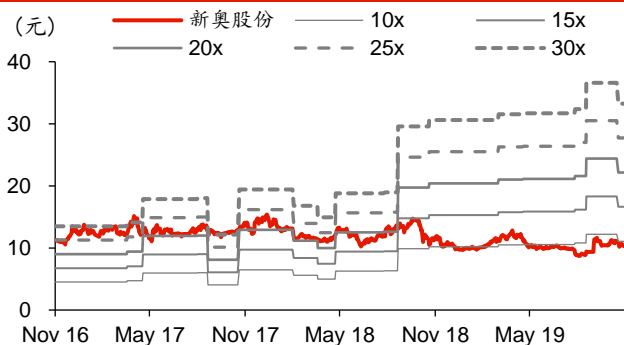
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

- 1) 甲醇价格有下行风险。**甲醇主要下游产品甲醛九月以来价格持续下跌, 下游利润降低可能导致甲醇利润受限, 进而导致公司盈利情况不如我们的预测值。
- 2) 煤炭价格不及预期。**公司煤炭生产业务直接受煤价影响, 近期各港口煤炭库存较往年同期高 10%左右, 煤炭需求可能不及预期, 影响公司收益。
- 3) 宏观经济下行风险**  
公司甲醇及 LNG 商品价格受宏观经济影响较大, 若经济下行和贸易摩擦风险加剧, 会影响公司短期的业绩表现。
- 4) 本次交易重组不及预期。**我们目前的目标 PE 估值给予了潜在的资产重组溢价, 本次交易尚未获得证监会批文, 故而存在交易重组不达预期的可能。

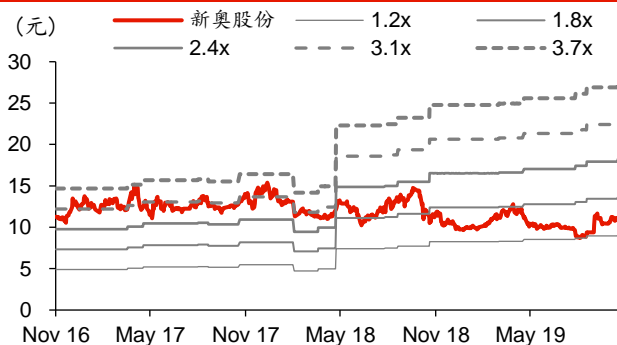
### PE/PB – Bands

图表78: 新奥股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表79: 新奥股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,117	6,285	6,147	7,051	7,968
现金	2,427	1,957	1,891	2,395	2,788
应收账款	1,117	1,638	1,573	1,750	1,977
其他应收账款	45.06	60.96	58.55	65.15	73.58
预付账款	514.79	351.35	351.73	383.86	427.14
存货	1,615	1,775	1,779	1,942	2,162
其他流动资产	398.37	501.93	494.58	514.68	540.36
非流动资产	15,438	17,230	17,338	17,610	17,871
长期投资	5,360	5,831	5,831	5,831	5,831
固定投资	5,123	8,003	9,128	9,494	9,772
无形资产	1,062	1,050	1,038	1,026	1,014
其他非流动资产	3,893	2,346	1,341	1,259	1,254
资产总计	21,555	23,514	23,485	24,661	25,839
流动负债	10,430	9,323	9,117	8,936	9,089
短期借款	3,077	1,991	1,912	1,399	1,086
应付账款	2,461	2,754	2,669	2,817	3,027
其他流动负债	4,892	4,578	4,537	4,720	4,976
非流动负债	5,224	4,855	3,767	3,661	2,849
长期借款	1,555	3,268	2,179	2,074	1,262
其他非流动负债	3,668	1,587	1,587	1,587	1,587
负债合计	15,653	14,178	12,884	12,597	11,939
少数股东权益	748.15	794.77	881.56	980.54	1,104
股本	985.79	1,229	1,229	1,229	1,229
资本公积	(190.59)	1,794	1,794	1,794	1,794
留存公积	4,125	5,323	6,697	8,061	9,774
归属母公司股东权益	5,153	8,542	9,720	11,084	12,797
负债和股东权益	21,555	23,514	23,485	24,661	25,839

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	990.23	1,222	1,765	1,928	2,290
净利润	631.04	1,321	1,357	1,548	1,924
折旧摊销	399.97	430.12	533.99	588.04	625.97
财务费用	508.95	704.29	437.17	387.36	335.24
投资损失	191.42	(584.48)	(608.79)	(639.58)	(673.50)
营运资金变动	(824.82)	(632.35)	(54.10)	(67.05)	(56.49)
其他经营现金	83.67	(16.72)	99.38	111.57	135.61
投资活动现金	(807.34)	(1,298)	(47.43)	(233.88)	(227.92)
资本支出	1,075	1,342	634.50	851.74	879.70
长期投资	2.72	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(270.33)	(44.06)	(587.07)	(617.86)	(651.78)
筹资活动现金	190.16	(406.43)	(1,784)	(1,190)	(1,669)
短期借款	73.74	(1,086)	(78.85)	(512.86)	(312.59)
长期借款	15.64	1,713	(1,089)	(105.63)	(811.63)
普通股增加	0.00	243.57	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(17.11)	1,984	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	117.89	(3,261)	(616.33)	(571.39)	(545.11)
现金净增加额	373.04	(482.57)	(66.47)	504.29	393.08

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,036	13,632	13,093	14,569	16,454
营业成本	7,537	10,697	10,708	11,687	13,004
营业税金及附加	202.95	247.22	237.43	264.20	298.40
营业费用	150.22	189.14	181.65	202.13	228.29
管理费用	485.41	520.50	499.88	556.25	628.24
财务费用	508.95	704.29	437.17	387.36	335.24
资产减值损失	72.94	96.70	39.28	43.71	49.36
公允价值变动收益	0.00	(1.60)	(1.60)	(1.60)	(1.60)
投资净收益	(191.42)	584.48	608.79	639.58	673.50
营业利润	890.36	1,627	1,544	1,911	2,407
营业外收入	50.66	30.95	146.00	0.00	0.00
营业外支出	18.41	36.52	27.00	0.00	0.00
利润总额	922.60	1,621	1,663	1,911	2,407
所得税	230.13	215.46	219.09	264.22	360.22
净利润	692.48	1,406	1,444	1,647	2,047
少数股东损益	61.44	84.50	86.79	98.98	123.01
归属母公司净利润	631.04	1,321	1,357	1,548	1,924
EBITDA	2,027	2,236	1,832	2,264	2,718
EPS (元, 基本)	0.64	1.11	1.10	1.26	1.56

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	56.91	35.84	(3.96)	11.28	12.94
营业利润	130.34	82.71	(5.09)	23.76	25.95
归属母公司净利润	21.66	109.37	2.71	14.04	24.28
获利能力 (%)					
毛利率	24.90	21.53	18.21	19.78	20.97
净利率	6.29	9.69	10.37	10.62	11.69
ROE	13.01	19.30	14.86	14.88	16.11
ROIC	18.46	15.60	8.70	11.10	13.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.62	60.29	54.86	51.08	46.20
净负债比率 (%)	46.18	56.43	53.03	49.33	42.64
流动比率	0.59	0.67	0.67	0.79	0.88
速动比率	0.43	0.48	0.48	0.57	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.61	0.56	0.61	0.65
应收账款周转率	9.69	9.90	8.16	8.77	8.83
应付账款周转率	4.09	4.10	3.95	4.26	4.45
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	1.07	1.10	1.26	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.81	0.99	1.44	1.57	1.86
每股净资产(最新摊薄)	4.19	6.95	7.91	9.02	10.41
估值比率					
PE (倍)	20.38	9.73	9.48	8.31	6.69
PB (倍)	2.50	1.51	1.32	1.16	1.00
EV_EBITDA (倍)	9.77	8.86	10.81	8.75	7.29



## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，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。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，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力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com