

## 业绩略低于市场预期，油气资源并购和接收站持续推进，稳扎稳打天然气全产业链闭环可期

■ **年报业绩略低于预期：**据公司 2017 年年报披露，公司实现营业收入 64.93 亿元，同比增长 78.6%；归母净利润 5.25 亿元，同比增长 20.93%；扣非归母净利润 5.09 亿元，同比增长 49.45%；EPS 为 0.43 元/股。业绩略低于市场预期，我们认为一定程度上是由于 2017 年底美国石油管道泄漏导致公司油气田业绩略低于市场之前的判断。

■ **三大业务同步推进，业绩快速提升：**1) 天然气分销：去年公司累计销售天然气 9.4 亿方，同比增长 15.51%。去年冬季发生“气荒”，LNG 价格大幅上涨，导致公司成本端压力增大，然而公司毛利率不降反小幅增长 0.25%，体现了公司在价格和成本端的控制力，具备上下游较强的议价能力。2) 油品销售：去年公司累计销售 78.27 亿吨，同比增长 190.95%，但毛利率减少 10.2%，主要是由于 2016 年业务发生在油价上升通道，2017 年毛利率处于正常水平。3) 石油天然气开采：去年油气产量达到 1233 万桶油当量，同比增长 83.8%，由于去年年底美国石油管道发生泄漏事故，导致加拿大通往美国的石油管道关闭，受此影响公司控制产量，因此我们预计公司实际具备更高的生产能力。石油天然气开采毛利率增加 1.9%，主要因为 2017 年下半年以来，油价大幅上涨，去年下半年 WTI 油价同期增长约 10%，但同时由于年底公司控制产量，导致单位成本有所上升，综合两方面因素，毛利率实现小幅上升。

■ **LNG 接收站建设稳步推进：**公司正积极推动年周转共 400 万吨的江阴和粤东 LNG 中转储备站与 LNG 物流集散基地的建设，依靠加拿大的低价天然气资源和稀缺的 LNG 接收站，公司打造的 LNG 产业链可实现与国内管道气相比较大的价格优势，公司不仅可以享受价差带来的高额利润，还有望凭借价格优势大幅增加天然气的销量。预计 LNG 接收站将对公司 2019 年业绩产生较为显著的贡献。

■ **稳扎稳打，全产业链布局步步为营：**公司自上市之初便勾画了天然气全产业链的宏伟蓝图，2017 年天然气全产业链继续稳步推进。据 2018 年 3 月 6 日公告，公司拟以自有资金购买加拿大油气田公司 Long Run 剩余 49.74% 的股权，从而实现 100% 控股，资源端规模继续扩大。据公司 2017 年 12 月 22 日公告，公司拟以增资的方式向年产 1200 万吨液化天然气的魁斯帕 LNG 项目投资不超过 5000 万美元，拥有该项目 30% 股权，并在项目运营后获得每年 50% 的产品份额即每年 600 万吨液化天然气。公司的天然气全产业链布局有望逐步实现闭环。

■ **投资建议：**公司积极打造基于加拿大低价油气资源的油气全产业链，未来发展值得期待。我们预计公司 2018~2020 年 EPS 分别为 0.65

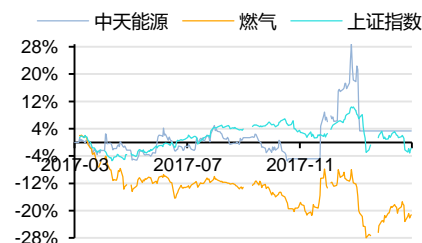
投资评级 **买入-A**  
维持评级

6 个月目标价：**16 元**  
股价 (2018-02-02) **11.39 元**

交易数据

总市值 (百万元)	15,566.19
流通市值 (百万元)	12,920.03
总股本 (百万股)	1,366.65
流通股本 (百万股)	1,134.33
12 个月价格区间	10.42/14.19 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.74	1.61	3.99
绝对收益	0.0	-2.57	2.71

**邵琳琳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1450513080002  
shaoll@essence.com.cn  
021-35082107

**周喆** 报告联系人  
zhouzhe@essence.com.cn  
021-35082029

**方向** 报告联系人  
fangxiang2@essence.com.cn  
021-35082718

**马丁** 报告联系人  
mading@essence.com.cn  
010-83321051

相关报告

元、1.21 元和 1.57 元，对应 PE 为 17.6 倍、9.4 倍和 7.2 倍，考虑到未来发展空间和公司经营模式的稀缺性，维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 16 元。

■风险提示：油价大幅下跌，国内天然气市场低迷。

(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入	3,635.4	6,492.9	8,165.6	10,265.7	12,279.8
净利润	434.8	525.8	882.8	1,653.6	2,150.5
每股收益(元)	0.32	0.38	0.65	1.21	1.57
每股净资产(元)	1.69	3.60	4.84	6.05	7.62

盈利和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
市盈率(倍)	35.8	29.6	17.6	9.4	7.2
市净率(倍)	6.7	3.2	2.4	1.9	1.5
净利润率	12.0%	8.1%	10.8%	16.1%	17.5%
净资产收益率	18.8%	10.7%	13.3%	20.0%	20.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	20.8%	14.1%	13.3%	22.0%	29.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3,635.4	6,492.9	8,165.6	10,265.7	12,279.8	<b>成长性</b>					
减:营业成本	2,648.9	4,957.5	6,267.0	7,369.6	8,457.3	营业收入增长率	83.7%	78.6%	25.8%	25.7%	19.6%
营业税费	56.2	96.8	1,045.6	1,152.1	1,269.8	营业利润增长率	52.6%	72.4%	13.6%	85.5%	46.3%
销售费用	55.9	122.1	253.4	248.7	252.7	净利润增长率	53.0%	20.9%	67.9%	87.3%	30.0%
管理费用	207.0	186.6	138.7	146.8	158.0	EBITDA 增长率	126.1%	71.4%	-41.6%	98.5%	44.4%
财务费用	136.0	279.0	145.8	151.2	158.6	EBIT 增长率	74.2%	72.3%	-60.5%	204.7%	60.1%
资产减值损失	38.2	44.7	68.5	68.5	68.5	NOPLAT 增长率	88.9%	90.7%	21.7%	63.7%	35.6%
加:公允价值变动收益	-	3.3	41.1	41.1	41.1	投资资本增长率	181.9%	29.1%	-1.2%	1.8%	-6.3%
投资和汇兑收益	7.6	8.7	-	-	-	净资产增长率	64.2%	69.9%	28.3%	22.0%	24.7%
<b>营业利润</b>	500.9	863.7	981.4	1,820.3	2,663.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	99.9	0.2	1.0	1.0	1.0	毛利率	27.1%	23.6%	23.3%	28.2%	31.1%
<b>利润总额</b>	600.7	863.9	981.4	1,820.3	2,663.2	营业利润率	13.8%	13.3%	12.0%	17.7%	21.7%
减:所得税	93.6	88.7	303.7	502.9	698.4	净利润率	12.0%	8.1%	10.8%	16.1%	17.5%
<b>净利润</b>	434.8	525.8	882.8	1,653.6	2,150.5	EBITDA/营业收入	25.3%	24.3%	11.3%	17.8%	21.5%
						EBIT/营业收入	17.5%	16.9%	5.3%	12.9%	17.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	固定资产周转天数	532	503	413	325	267
货币资金	1,049.2	2,193.6	1,633.1	2,053.1	3,735.9	流动营业资本周转天数	16	22	18	20	22
交易性金融资产	-	3.3	1.3	1.5	2.0	流动资产周转天数	216	205	194	177	191
应收账款	624.8	915.7	792.2	1,577.3	1,194.8	应收账款周转天数	44	43	38	42	41
应收票据	27.6	24.0	113.1	39.5	122.6	存货周转天数	11	10	11	10	9
预付账款	784.0	1,321.2	1,230.2	1,994.1	1,584.2	总资产周转天数	860	810	703	570	516
存货	105.5	246.7	244.6	332.0	309.9	投资资本周转天数	488	462	412	329	268
其他流动资产	22.4	62.4	36.4	40.4	46.4	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	100.0	289.0	134.7	174.5	199.4	ROE	18.8%	10.7%	13.3%	20.0%	20.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	4.7%	7.4%	11.2%	14.7%
长期股权投资	86.2	80.9	80.9	80.9	80.9	ROIC	20.8%	14.1%	13.3%	22.0%	29.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	8,752.9	9,406.8	9,338.4	9,198.5	9,015.1	销售费用率	1.5%	1.9%	3.1%	2.4%	2.1%
在建工程	279.5	466.1	383.1	341.5	320.8	管理费用率	5.7%	2.9%	1.7%	1.4%	1.3%
无形资产	170.0	373.3	361.9	350.5	339.2	财务费用率	3.7%	4.3%	1.8%	1.5%	1.3%
其他非流动资产	660.5	1,185.2	983.6	1,011.7	1,023.4	三费/营业收入	11.0%	9.1%	6.6%	5.3%	4.6%
<b>资产总额</b>	12,662.6	16,568.2	15,333.4	17,195.7	17,974.5	<b>偿债能力</b>					
短期债务	4,778.4	2,888.9	2,327.9	1,531.7	-	资产负债率	68.3%	58.8%	42.9%	37.9%	25.9%
应付账款	928.5	1,183.0	1,985.7	1,796.8	2,276.2	负债权益比	215.2%	142.8%	75.2%	61.0%	35.0%
应付票据	440.0	582.3	195.5	1,024.0	373.7	流动比率	0.42	0.96	0.87	1.31	2.44
其他流动负债	96.8	305.8	147.6	261.2	216.2	速动比率	0.40	0.91	0.82	1.24	2.33
长期借款	160.0	2,765.1	469.5	-	-	利息保障倍数	4.68	3.93	2.97	8.74	13.33
其他非流动负债	2,241.4	2,018.3	1,453.2	1,904.3	1,791.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	8,645.2	9,743.4	6,579.4	6,518.0	4,658.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	1,704.2	1,898.5	2,141.1	2,411.1	2,899.3	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	587.7	587.7	1,366.7	1,366.7	1,366.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,707.0	4,342.9	5,246.2	6,899.8	9,050.4						
<b>股东权益</b>	4,017.4	6,824.8	8,754.0	10,677.7	13,316.4						

## 现金流量表

	2016	2017	2018E	2019E	2020E	业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	507.1	775.2	882.8	1,653.6	2,150.5	EPS(元)	0.32	0.38	0.65	1.21	1.57
加:折旧和摊销	293.1	486.4	486.1	504.4	521.3	BVPS(元)	1.69	3.60	4.84	6.05	7.62
资产减值准备	38.2	44.7	-	-	-	PE(X)	35.8	29.6	17.6	9.4	7.2
公允价值变动损失	-	-	41.1	41.1	41.1	PB(X)	6.7	3.2	2.4	1.9	1.5
财务费用	146.0	274.0	145.8	151.2	158.6	P/FCF	-22.7	-20.9	-8.0	67.7	12.6
投资损失	-7.6	-12.0	-	-	-	P/S	4.3	2.4	1.9	1.5	1.3
少数股东损益	72.3	249.4	255.4	274.6	499.3	EV/EBITDA	14.2	7.2	19.8	9.2	5.3
营运资金的变动	1,488.7	-1,300.3	108.7	-414.0	359.5	CAGR(%)	56.1%	50.6%	57.5%	56.1%	50.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	347.6	691.9	1,919.9	2,210.9	3,730.4	PEG	0.6	0.6	0.3	0.2	0.1
<b>投资活动产生现金流量</b>	-278.1	-2,612.2	-184.8	-381.2	-366.5	ROIC/WACC	2.2	1.5	1.4	2.3	3.1
<b>融资活动产生现金流量</b>	163.8	2,309.0	-2,295.6	-1,409.7	-1,681.2	REP	0.8	0.8	1.4	0.8	0.5

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邵琳琳声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
高思雨		021-35082350	gaosy@essence.com.cn	
深圳联系人	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034