

收购优质资产亚美能源，二次腾飞的起点

投资要点

- **事件：**新天然气拟收购亚美能源，涉足煤层气业务。
- **煤层气开发标的亚美能源协同效应明显。**1) **收购方案：**全资下属公司利明控股拟约25亿元收购亚美能源最多16.92亿股股份，占已发行股本约50.5%。要约收购的对价将以现金支付，其中每股亚美能源股份的要约价格为1.75港元。采用部分要约方案，避开港交所强制全面收购要约的要求。2) **标的资产账面现金超过22亿元。**以本次部分要约的价格1.75港元/股计算，亚美能源的2017年P/B为0.95、P/E为25.6。亚美能源账面现金充足，2017年年底达到22.37亿元，占总资产36%。3) **亚美能源和公司天然气主业协同性明显：**亚美能源被新天然气收购后，成为内资公司，国内业务拓展有望加速。新天然气管管理经验丰富，本次交易完成后，新天然气将对企业文化、管理体系进行优化。亚美能源将促进公司主营业务的做大做强，夯实“能源全产业链”目标，也是上市公司业务从区域性向全国性转变的重要转折点。
- **亚美能源总产量持续大幅度增长，拥有核心煤层气生产盆地。**1) **2017年亚美能源净利润增速达到72%：**亚美能源2017总产量相比2016年增长了16.4%达6.3亿立方米，其中包括了潘庄区域的天然气产量5.7亿立方米和马必区域的天然气产量5830万立方米。2017年实现营业收入5.42亿元，同比增长32%，净利润1.83亿元，同比2016年的1.07亿元增长72%。2) **亚美能源煤层气生产量价齐升：**由于下游天然气需求旺盛、生产井不断投产，2018年一季度日均产气量达到204万立方米，同比增长29%，主要的潘庄区块平均销售价格达到1.57元/立方米，同比增长24%。潘庄项目销售利用率达到98%，处于国内先进水平。3) **马必区块大规模商业开发在即，产量有望快速增长。**马必项目一期商业开发设计规模为10亿立方米/年，是潘庄区块的两倍。如果2018年上半年备案制的具体规定能够出台，有助于亚美能源在2018年年中的马必项目一期的大规模商业性开发。
- **2018年新天然气一季度归母净利润同比增长33%，主业保持较快增长。**公司2018年一季度实现营业收入3.29亿元，同比增长19.68%，归母净利润0.74亿元，同比上期0.55亿元增长33%，基本每股收益0.46元/股，同比增长28.57%，维持高速增长。2017年起中国天然气消费量重回两位数增长。全年消费量达到2373亿立方米，同比增长15.3%，天然气门站价格下调也在一定程度上刺激天然气下游用气量的攀升。
- **盈利预测与投资建议：**预计2018-2020年EPS分别为2.16元、3.15元和3.77元。公司收购亚美能源资产优质，协同效应明显。马必项目大规模商业开发在即，煤层气业务有望持续量价齐升。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**并购事项进度或不及预期，天然气需求量或不及预期等。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1016.21	1613.64	2466.85	2980.99
增长率	11.12%	58.79%	52.88%	20.84%
归属母公司净利润（百万元）	263.70	344.86	504.49	603.78
增长率	29.67%	30.78%	46.29%	19.68%
每股收益EPS（元）	1.65	2.16	3.15	3.77
净资产收益率ROE	13.58%	19.53%	26.73%	26.78%
PE	22	17	12	10
PB	3.05	2.72	2.18	1.78

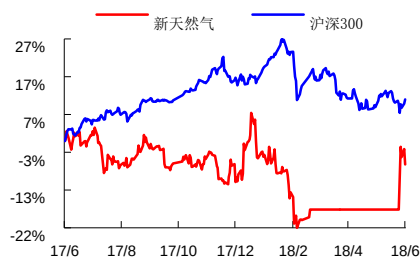
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王颖婷
 执业证号：S1250515090004
 电话：023-67610701
 邮箱：wyting@swsc.com.cn

分析师：濮阳
 执业证号：S1250517090001
 邮箱：py@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.60
流通A股(亿股)	0.96
52周内股价区间(元)	30.52-42.29
总市值(亿元)	59.22
总资产(亿元)	23.16
每股净资产(元)	12.61

相关研究

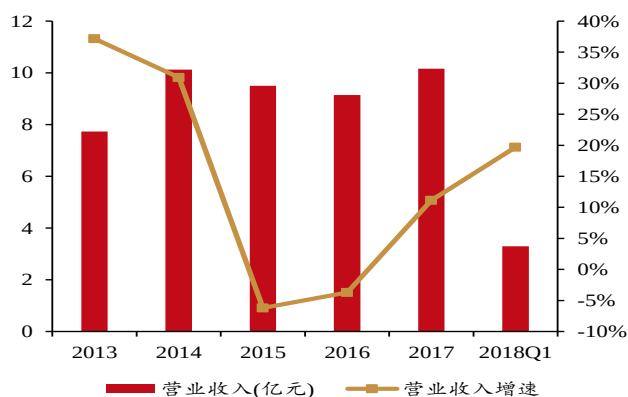
目 录

1 公司简介：主营城市天然气输配与销售、入户安装	1
2 天然气消费增长空间大，煤层气加速开采	2
2.1 天然气消费增长空间大，处于黄金发展期	2
2.2 煤层气地位突出，政策扶持下开采加速	6
3 收购亚美能源，煤层气业务量价齐升	8
3.1 收购标的协同效应明显	8
3.2 亚美能源技术领先，煤层气业务量价齐升	10
4 盈利预测与投资建议	13

1 公司简介：主营城市天然气输配与销售、入户安装

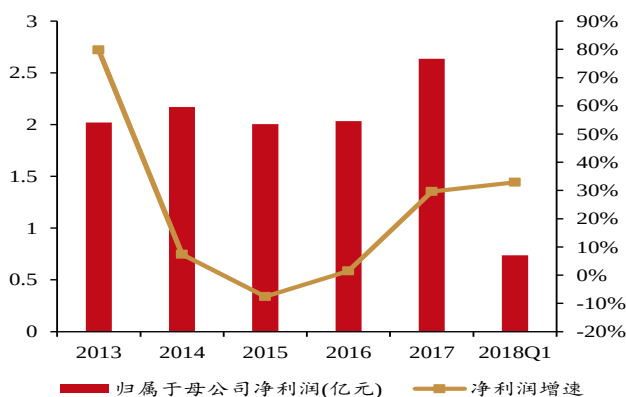
2018 年一季度归母净利润同比增长 33%，主业保持较快增长。公司 2018 年一季度实现营业收入 3.29 亿元，同比增长 19.68%，归母净利润 0.74 亿元，同比上期 0.55 亿元增长 33%，基本每股收益 0.46 元/股，同比增长 28.57%，维持高增速增长。2017 年起中国天然气消费量重回两位数增长。全年消费量达到 2373 亿立方米，同比增长 15.3%，天然气门站价格下调也在一定程度上刺激天然气下游用气量的攀升。公司主业保持较快增长。

图 1：公司历年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

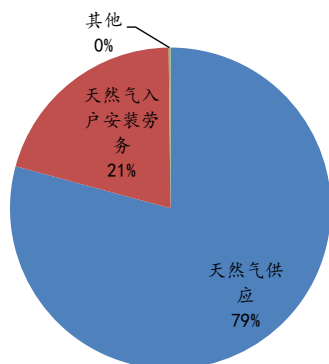
图 2：公司历年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

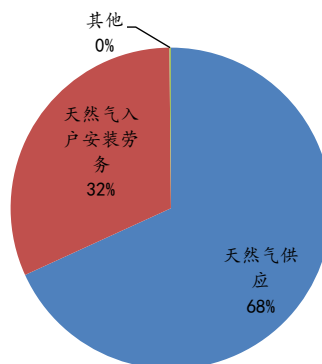
公司主营业务结构：2017 年公司主要收入来源于天然气供应及天然气入户安装业务，收入占比分别为 79%、21%。2017 年公司毛利主要来源也是天然气供应及天然气入户安装业务，毛利占比分别 68%和 32%。

图 3：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2017 年主营业务毛利情况



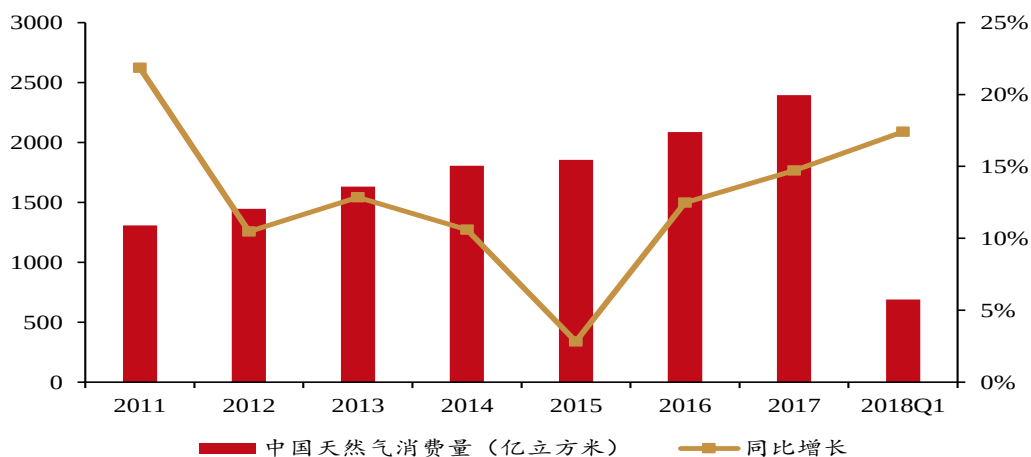
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 天然气消费增长空间大，煤层气加速开采

2.1 天然气消费增长空间大，处于黄金发展期

天然气表观消费量增速自 2016 年起持续上升，2018 年一季度增速超过 17%。2018 年 3 月份，我国天然气表观消费量为 214.9 亿方，同比增长 11.7%；一季度累计表观消费量为 690.0 亿方，同比增长 17.4%。这和国家煤改气战略高度吻合。

图 5：天然气表观消费量增速自 2016 年起持续上升



数据来源：Wind，西南证券整理

2.1.1 “煤改气”等助力我国燃气消费加速增长

2017 年 3 月《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》出台以来，“煤改气”工作快速推进，截至目前京津冀“2+26”个城市完成“煤改气/电”超 300 万户，禁煤区建设、小燃煤锅炉“清零”、燃煤窑炉电炉气炉改造得到有效落实。考虑到京津冀“煤改气”的深入推进；东北、长三角、珠三角“煤改气”的实施；调峰燃气电厂建设；交通领域气化工程推广，后续燃气消费有望加速增长。

表 1：天然气规加速发展促进因素

项目	具体内容
煤改气	推进京津冀、长三角、珠三角、东北地区煤改气，京津冀地区居民“煤改气”预计剩余约 2000 万户。
工业燃料升级	工业企业要按照各级大气污染防治行动计划中规定的淘汰标准与时限，在“高污染燃料禁燃区”重点开展 20 蒸吨及以下燃煤燃油工业锅炉、窑炉的天然气替代；鼓励玻璃、陶瓷、建材、机电、轻纺等重点工业领域天然气替代和利用。
燃气电厂	借鉴国际天然气发展经验，提高天然气发电比重，2020 年天然气发电装机规模达到 1.1 亿千瓦以上，占发电总装机比例超过 5%。
交通领域气化工程	积极支持天然气汽车发展，鼓励在内河、湖泊和沿海发展以天然气(LNG)为燃料的运输船舶。2020 年气化各类车辆约 1000 万辆，配套建设加气站超过 1.2 万座，船用加注站超过 200 座。

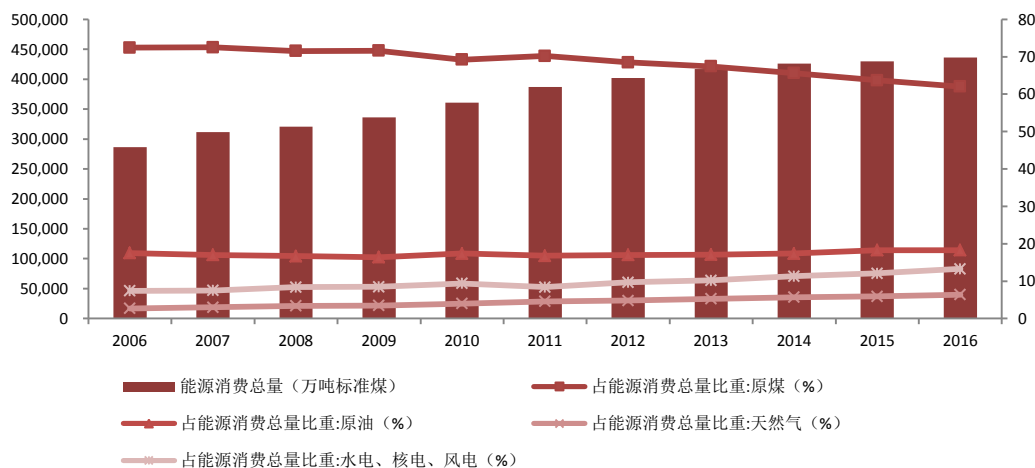
数据来源：天然气发展“十三五”规划，西南证券整理

2.1.2 国家政策规划奠定未来五年燃气消费快速增长基础

国家政策对天然气发展起到主导作用，2016 年 12 月发布的天然气发展“十三五”规划明确提出“以提高天然气在一次能源消费结构中的比重为发展目标，大力发展天然气产业，逐步把天然气培育成主体能源之一，构建结构合理、供需协调、安全可靠的现代天然气产业体系。”2017 年 6 月发改委、能源局印发的《加快推进天然气利用的意见》再次提到“加快推进天然气在城镇燃气、工业燃料、燃气发电、交通运输等领域的大规模高效科学利用，产业上中下游协调发展，促进天然气在一次能源消费中的占比显著提升。”政策推动力度空前。

“十三五”规划、《加快推进天然气利用的意见》和《中长期油气管网规划》等政策要求：2020 年天然气占一次能源消费比例力争达到 10%，气化人口达到 4.7 亿人，城镇天然气气化率达到 57%；管道里程数 2020 年计划达到 10.4 万公里，2025 年计划达到 16.3 万公里，50 万人口以上城市天然气管道基本接入。政策大力推动奠定了燃气消费快速发展的主旋律。

图 6：能源消费比重



数据来源：统计局，西南证券整理

表 2：天然气规划目标

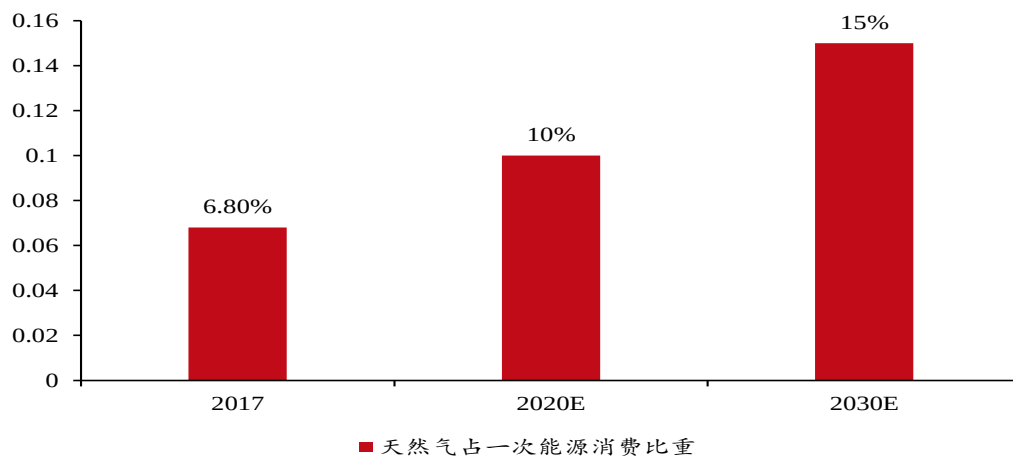
指标	2015 年	2020 年	年均增速
累计探明储量（常规气，万亿方）	13	16	4.3%
产量（亿方/年）	1350	2070	8.9%
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	10	—
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.3%
城镇人口天然气气化率（%）	42.8	57	—
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.2%
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.4%
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.9%

数据来源：天然气发展“十三五”规划、《加快推进天然气利用的意见》，西南证券整理

2.1.3 发达国家发展规律佐证，我国燃气消费将长期处于快速上升阶段

2016 年天然气消费比重 6.4%，距离 2020 年 10% 的目标仍有较大提升空间。作为一次能源中典型的清洁能源，天然气行业的发展得到国家大力鼓励与支持。《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》明确要求，到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达到 15%，天然气比重达到 10% 以上，煤炭消费比重控制在 62% 以内。2016 年天然气占一次能源消费比重仅为 6.4%，远低于主要能源消费国如美国（31.5%）、英国（36.7%）、日本（22.5%）以及世界平均水平（24.1%）。随着我国一次能源消费结构的逐步改善，煤炭消费所占比例的逐渐降低，天然气消费规模依然具有较大的增长空间。

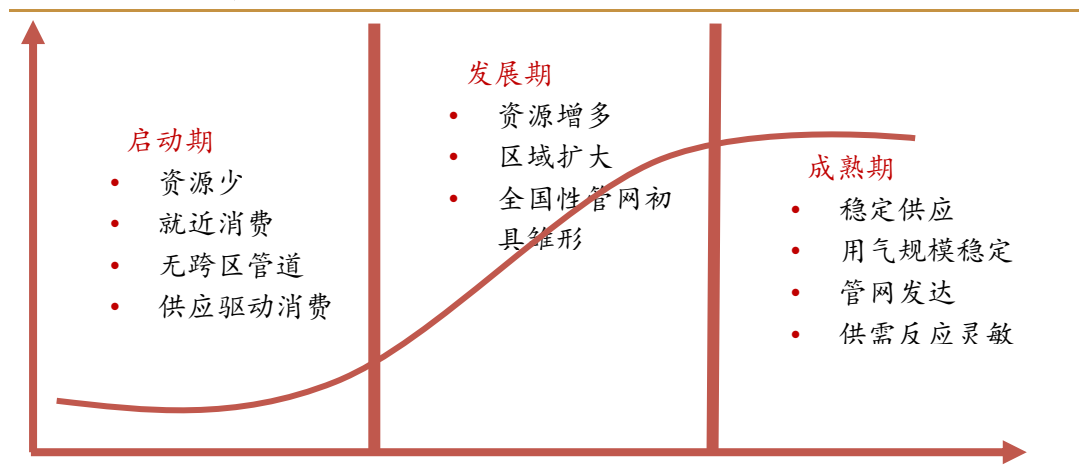
图 7：2016 年天然气消费比重 6.4%，仍有较大提升空间



数据来源：Wind，西南证券整理

从美、日、英等发达国家经历了长达约 30 年的发展期经验来看，我国未来 10 年天然气消费仍将处于快速上升阶段。纵观世界各国天然气发展基本需要经历启动期、发展期和成熟期三个阶段。其中启动期以就近消费为主；快速发展期用气区域扩大，管网建设初具规模；成熟期供应量和消费规模稳定、管网发达、供需反应灵敏。2000 年以来我国“西气东输”等主干管网建设持续推进，用气区域逐步扩大，截至 2015 年我国天然气管道里程 6.4 万公里，初步建成了“西气东输、川气东送、海气登陆、就近供应”的管网络局，处于快速发展期。但目前我国每万平方千米陆地面积对应管道里程约 70 千米，仅相当于美国的 12%，地下储气库形成工作气量 64 亿方，仅占消费量的 3.1%，远低于世界 10% 的平均水平。同时，截至 2016 年底尚有 20% 的地级行政单位，约 30% 的县级行政单位尚未接通管道气，距离成熟期存在较大差距。

图 8：天然气发展规律



数据来源：西南证券

表 3：典型国家天然气快速发展阶段

国家	快速发展期	时间（年）	年增量（亿方）	增速
美国	1945-1970	25	194	7.1%
俄罗斯	1950-1992	42	95	10.2%
英国	1970-2000	30	29	7.4%
日本	1969-2000	31	26	9.6%

数据来源：世界典型国家天然气发展历程及对中国的启示（中国石油规划总院），西南证券整理

2.1.4 天然气市场化持续推进，利好行业中长期发展

居民、非居民门站价并轨，天然气市场化迈出关键一步，利好中长期发展。国家发展改革委于 5 月 25 日发布了《关于理顺居民用气门站价格的通知》，为进一步深化资源性产品价格改革以及充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，决定建立能反映供求关系变化的弹性价格机制，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，将过去不一致的居民用气和非居民用气价格实现机制衔接。此次政策推进居民与非居民气价接轨，有助于中国天然气价格真正意义上市场化，使天然气竞争性价格基本由市场主导形成，提高监管效率，为气源和终端销售价格的放开打下基础。融通天然气上、中、下游价格链，形成比较成熟合理的定价机制，消除居民和非居民间价差，矫正价格信号失真，更好地优化资源配置，有效提升上下游企业保供采暖的积极性。对提升全国天然气用量增速有推动作用，维持天然气行业长期看好逻辑。

表 4：并轨后的天然气基准门站价格表（元/千立方米，含 10%增值税）

省份	基准门站价格	省份	基准门站价格
北京	1880	湖北	1840
天津	1880	湖南	1840
河北	1860	广东	2060
山西	1790	广西	1890
内蒙古	1230	海南	1530
辽宁	1860	重庆	1530
吉林	1650	四川	1540
黑龙江	1650	贵州	1600
上海	2060	云南	1600
江苏	2040	陕西	1230
浙江	2050	甘肃	1320
安徽	1970	宁夏	1400
江西	1840	青海	1160
山东	1860	新疆	1040
河南	1890		

数据来源：发改委，西南证券整理

2.2 煤层气地位突出，政策扶持下开采加速

煤层气俗称“瓦斯”，主要成分为甲烷，热值与天然气相当，可以与天然气混输混用，属于非常规天然气资源。根据《中国矿产资源报告 2016》，我国埋深 2000 米以浅煤层气地质资源量 30 万亿立方米，是常规天然气储量的 1/3，储量位居世界前列；可采资源量 12.5 万亿立方米，是常规天然气的 1/4，为天然气资源的重要补充，战略地位突出。

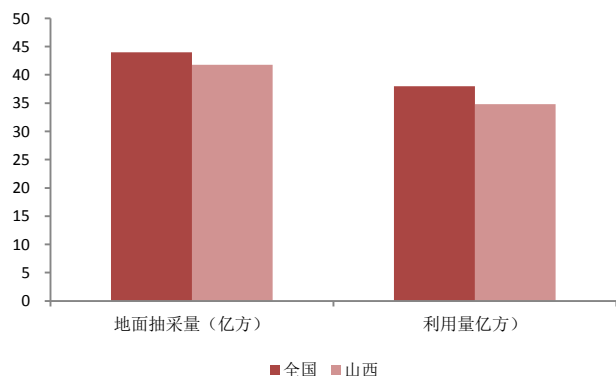
表 5：煤层气基础概念

项目	具体内容
主要成分	甲烷，热值与常规天然气相当
我国储量	地质资源量 30 万亿立方米，是常规天然气储量的 1/3；可采资源量 12.5 万亿立方米，是常规天然气的 1/4
抽采方式	1、地面抽采：采煤前抽采；2、煤矿瓦斯抽采：采煤过程以及采空区收集
运输方式	主要为管输、压缩、液化三种方式

数据来源：西南证券整理

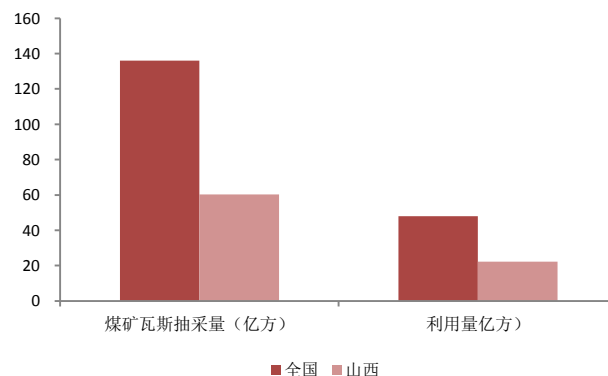
截至 2016 年底，全国累计探明煤层气地质储量 6928.3 亿立方米，累计产量仅为 241.1 亿立方米，剩余可采储量 3344.0 亿立方米，煤层气勘探开采尚处于初期。截至 2015 年底山西省累计探明煤层气地质储量 5784.01 亿立方米，约占全国的 88.0%；2015 年山西煤层气抽采量 102 亿方、利用量 57 亿方，分别占全国的 56.1%、66.4%，其中地面抽采量和利用量 41.77 亿方和 34.78 亿方，分别占全国的 94.93%、91.53%，煤矿瓦斯抽采量和利用量 60.2 亿立方米、利用量 22.3 亿立方米，分别占全国的 41.65%、46.46%。山西省煤层气勘探开采走在全国前列，为煤层气主要开发利用区域。

图 9：全国和山西省煤层气地面抽采量对比



数据来源：统计局，西南证券整理

图 10：全国和山西省煤层气煤矿瓦斯抽采量对比



数据来源：统计局，西南证券整理

目前国内天然气供需缺口持续放大，政策大力推动本地气源开采背景下。一方面煤层气作为非常规气源可与天然气混输混用，另一方面煤层气的有效开采、收集能够显著降低煤矿瓦斯安全事故（煤层气抽采后，煤矿瓦斯爆炸率能有效降低 70% 到 85%），其经济性和社会意义突出，成为政策扶持加速开采利用的重中之重。具体来看：

- 中央+地方规划，煤层气前景明朗。“十三五”规划明确提出到 2020 年新增煤层气探明地质储量 4200 亿立方米，煤层气抽采量达到 240 亿立方米。其中地面煤层气产量 100 亿立方米，利用率 90% 以上；煤矿瓦斯抽采 140 亿立方米，利用率 50% 以上，地面煤层气抽采年均增速达 17.8%。同时，山西省提出“气化山西”战略，规划建设两大煤层气基地，实施煤矿瓦斯抽采全覆盖工程，完善“三纵十一横”管网布局等发展方向，到 2020 年力争山西煤层气新增探明地质储量 5000~8000 亿立方米，力争煤层气抽采量达到 200 亿立方米，煤层气勘探、抽采、运输、转化全产业链条产值达到 1000 亿元左右。中央+地方规划均指明煤层气开采和利用加速发展前景。

表 6：“十三五”主要发展目标

发展指标	2015 年	2020 年	年均增速[期末比期初增长]
新增探明地质储量 (亿立方米)	3504	4200	3.7%
煤层气产量 (亿立方米)	44	100	17.8%
煤层气利用量 (亿立方米)	38	90	18.8%
煤层气利用率 (%)	86.4	90	[3.6]
煤矿瓦斯抽采量 (亿立方米)	136	140	0.58%
煤矿瓦斯利用量 (亿立方米)	48	70	7.8%
煤矿瓦斯利用率 (%)	35.3	50	[14.7]

数据来源：煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划，西南证券整理

表 7：山西省“气化山西”发展方向

发展方向	内容
建设两大煤层气基地	建设沁水、河东两大煤层气基地，推进河曲—保德、临县—兴县、三交—柳林、永和—大宁—吉县、沁南、沁北等 6 个煤层气片区勘探开发，到 2020 年，全省煤层气总产能力争达 400 亿立方米。
实施煤矿瓦斯抽采全覆盖工程	对煤炭规划区、准备区和生产区达到瓦斯抽采条件的煤层全部开展瓦斯抽采，做到采前、采中、采后和井上井下全覆盖立体化抽采，实现应抽尽抽、以用促抽、抽采达标，保障煤矿安全生产。方案对瓦斯治理做出了强制性的要求，“煤层气（煤矿瓦斯）抽采工程必须严格按照设计施工，保证瓦斯抽采工程质量。瓦斯抽采工程竣工后，必须按照规定进行严格验收。瓦斯抽采工程验收不合格，不得投入正式运行。”
完善“三纵十一横”管网布局	依托国家主干管网和煤层气产业基地，建成连接主要煤层气田的山西“三纵十一横”输气主干管网和支线输气管网，打通煤层气外输通道，加快煤层气产业化发展。大力推进燃气管网及配套站点建设。加快下游市场利用步伐，改造各县（市、区）城市燃气工程，加强民用和工业燃气利用及煤层气压缩、液化等工程建设，积极探索煤层气多通道、多途径利用。2020 年气化人口基本实现全覆盖。

数据来源：山西省“十三五”综合能源发展规划、山西省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程实施方案，西南证券整理

- **探矿权下发，多项政策有效解决采煤权和采气权重叠痛点。**2016 年 4 月国土资源部发布《国土资源部关于委托山西省国土资源厅在山西省行政区域内实施部分煤层气勘查开采审批登记的决定》，将煤层气开采审批登记等权利下放至山西省，在全国首次实现了气权和煤矿权由同一级政府审批处理，有利于协调和解决因煤气分置而造成的纠纷。2016 年 12 月，山西省国土资源厅已经出台了加快煤层气产业发展的四项新政，为解决采煤权和采气权重叠问题提供政策支持和行为准则。
- **国家补贴实质助力勘探开采。**2016 年 2 月，国务院印发《关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》，“十三五”期间，煤层气（瓦斯）开采利用中央财政补贴标准从 0.2 元/立方米提高到 0.3 元/立方米。

3 收购亚美能源，煤层气业务量价齐升

3.1 收购标的协同效应明显

全资下属公司利明控股拟约 25 亿元收购亚美能源最多 16.92 亿股股份，占已发行股本约 50.5%。要约收购的对价将以现金支付，其中每股亚美能源股份的要约价格为 1.75 港元。利明控股由四川利明能源开发有限责任公司全资拥有，而四川利明能源开发有限责任公司由新天然气直接全资拥有。

采用部分要约方案，避开港交所强制全面收购要约的要求。买方的收购比例上限是标的总股本的 50.5%。如果有超过 50.5%的股份接受要约，那么买方将按比例收购每个接受要约的股东的股份。采用部分要约收购，能避开港交所强制全面收购要约的要求。（强制全面收购要约规定：投资者的持股比例一旦突破 30%，需要发出强制全面收购要约。）

收购价对应 2017 年市盈率、市净率分别为 25.6、0.95，标的资产账面现金超过 22 亿元。截至 2017 年 12 月 31 日，亚美能源总资产为 61.32 亿元人民币，归属于母公司所有者的权益为 49.50 亿元人民币，每股净资产 1.48 元人民币（约合每股净资产 1.85 港元），以本次部分要约的价格 1.75 港元/股计算，亚美能源的 P/B 为 0.95。按 2017 年亚美能源净利润 1.8 亿元计算，亚美能源的 P/E 为 25.6。在 2015 年到 2017 年，亚美能源的货币资金保持在

22 亿元以上，占净资产的比重将近一半。亚美能源账面现金充足，2017 年年底达到 22.37 亿元，占总资产 36%。

表 8：亚美能源近三年资产负债表（亿元）

	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31
资产总计	54.88	59.38	61.33
非流动资产合计	26.67	32.39	35.58
固定资产-物业,厂房及设备	26.40	31.89	35.04
土地使用权	0.13	0.12	0.12
无形资产	0.15	0.34	0.40
递延所得税资产-非流动资产			
其他非流动资产		0.04	0.01
流动资产合计	28.20	27.00	25.75
存货	0.01	0.02	0.02
应收账款及其他应收款项-流动资产	2.55	3.20	2.98
预付所得税-流动资产		0.03	
货币资金	23.10	23.44	22.37
受限制银行存款-流动资产	0.08	0.32	0.38
定期存款	2.46		
在途首次公开发售所得款项-流动资产			
负债及股东权益总计	54.88	59.38	61.33
股东权益合计(含少数股东权益)	45.91	48.37	49.50
股本	0.02	0.02	0.02
资本盈余-权益	47.00	48.39	47.69
留存收益	-1.11	-0.04	1.79
负债合计	8.96	11.02	11.82
非流动负债合计	5.03	6.58	7.60
流动负债合计	3.93	4.44	4.22

数据来源：公司公告，西南证券整理

本次交易构成重大资产重组：根据新天然气、亚美能源 2017 年审计的财务数据以及上述交易金额情况，相关财务比例的计算如下：

表 9：亚美能源 2017 年审计财务数据及交易情况

项目	新天然气(千元)	标的公司(百万)	标的账面值与交易价格孰高(百万)	指标占比
资产总额标准(标的公司账面与交易价格孰高/上市公司)	229.60	229.60	229.60	267.10%
资产净额标准(标的公司账面与交易价格孰高/上市公司)	194.17	194.17	194.17	254.95%
营业收入标准(标的公司/上市公司)	101.62	101.62		53.30%

数据来源：公司公告，西南证券整理

亚美能源和公司天然气主业协同性明显：1) 亚美能源被收购后，业务拓展有望加速：根据相关法律法规，亚美能源作为外国公司，在中国境内开展煤层气相关业务，必须与取得国务院授权的企业开展合作。亚美能源主要的两大项目为潘庄区块、马必区块。这两大区块

均位于山西省沁水盆地西南部，煤层气探明地质储量居中国各盆地之首。在潘庄区块，亚美能源与国企中联煤层气合作（中联煤层气承担 20%成本，获得 20%气量分成）。在马必区块，亚美能源与中石油合作（中石油承担 30%成本，获得 30%气量分成）。亚美能源被新天然气收购后，成为内资公司，国内业务拓展有望加速。**2）提供优质管理经验：**新天然气 2002 年成立，2016 年在 A 股上市，业绩优异，管理经验充足。本次交易完成后，新天然气将客观地分析双方企业文化、管理体系差异，在尊重亚美能源原有企业文化、制度体系的基础上，加强沟通并选择科学的整合和管理模式，对企业文化、管理体系进行优化。**3）产业链向上游开采延伸、向全国化拓展。**亚美能源将促进公司主营业务的做大做强，夯实“能源全产业链”目标实现的基础。亚美能源立足山西，依托邻近天然气管道辐射中原以及全国的优势，是上市公司业务从区域性向全国性转变的重要转折点。

3.2 亚美能源技术领先，煤层气业务量价齐升

亚美能源具有强大的核心竞争力和行业地位，所拥有的煤层气资产规模、质量及位置都在整个行业领域里有领先优势。其主要运营资产潘庄及马必区块位于沁水盆地西南部，煤层气探明地质储量居中国各盆地之首。亚美能源与中联煤层气公司合作的潘庄区块为中国商业化程度最高的中外合作煤层气资产，是中国首个进入全面商业开发和生产的中外合作煤层气区块，年设计产能为 5 亿立方米/年。另外亚美能源与中石油合作的马必煤层气项目总体开发方案一期已于 2013 年 11 月获得国家能源局的前期批复，一期商业开发设计规模为 10 亿立方米/年。亚美能源不断研发并改进的煤层气商业开发适用技术，为其在中国煤层气开发领域的领先地位提供了有利保障。亚美能源近三年产销量情况如下：

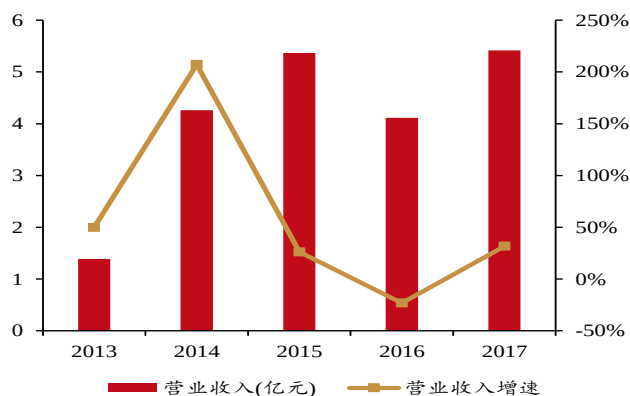
表 10：亚美能源产销量

	2015	2016	2017
总产量（百万立方米）	504.22	541.1	629.9
潘庄	488.29	506.1	571.6
马必	15.93	35	58.3
总销量（百万立方米）		516.9	613.3
潘庄		495.5	559.7
马必		21.4	53.6
净销量（百万立方米）		359.8	433
潘庄	379.6514753	343.2	390.5
马必		16.6	42.5
平均销售价格			
人民币元/立方米		1.20	1.30
潘庄	1.66	1.20	1.31
马必		1.20	1.14
收入（人民币千元）			
潘庄	536,655	411,278	512,886
马必			28,712

注：总产量为合约地区所生产的煤层气总量。总销量为总产量减去使用损失。净销量为亚美能源根据产品分成合同获得的总销量减去为支付适用增值税及当地税项的所售数量后的分成部分。数据来源：公司公告，西南证券整理

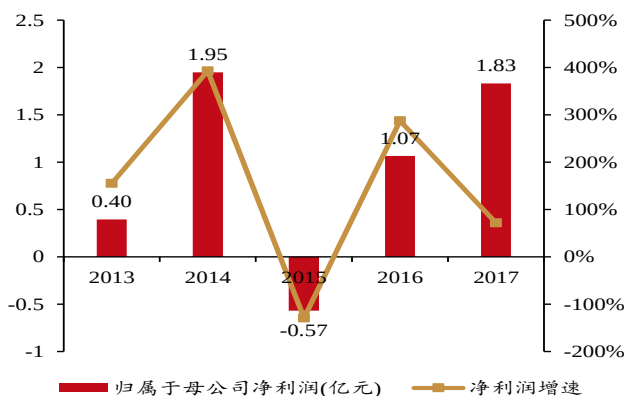
2017 年亚美能源净利润增速达到 72%，保持强劲增长态势。亚美能源 2017 总产量相比 2016 年增长了 16.4% 达 6.3 亿立方米，其中包括了潘庄区域的天然气产量 5.7 亿立方米和马必区域的天然气产量 5830 万立方米。2017 年实现营业收入 5.42 亿元，同比增长 32%，净利润 1.83 亿元，同比 2016 年的 1.07 亿元增长 72%，利润高速增长较快。

图 11：亚美能源历年营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

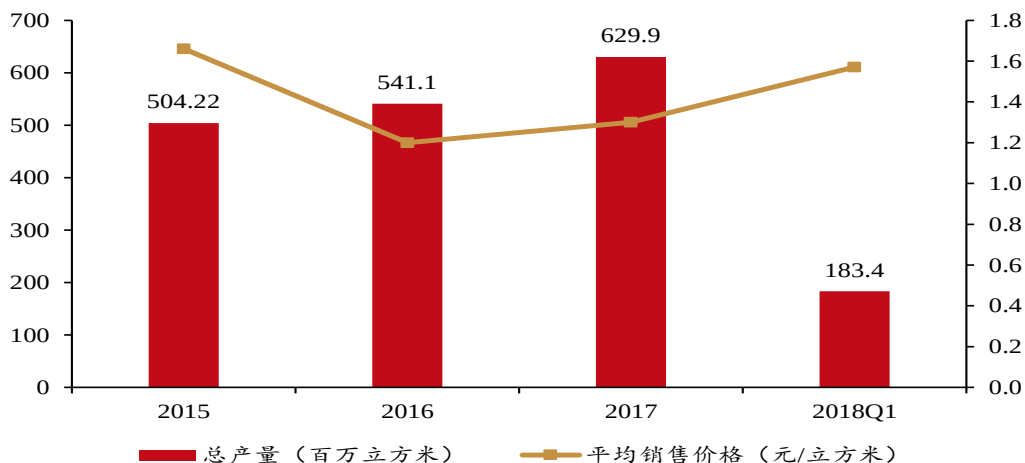
图 12：亚美能源历年净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

由于下游天然气需求旺盛、生产井不断投产，亚美能源煤层气生产量价齐升：2018 年一季度日均产气量达到 204 万立方米，同比增长 29%，主要的潘庄区块平均销售价格达到 1.57 元/立方米，同比增长 24%。

图 13：亚美能源总产量及平均销售价格



数据来源：公司公告，西南证券整理

表 11：亚美能源产量及井数统计

	2015 年	2016 年	2017 年
总产量（百万立方米）	504.22	541.08	629.84
总平均日产量（百万立方米每天）		1.48	1.72
潘庄总产量（百万立方米）	488.29	506.13	571.56
潘庄总生产井数	63	97	147
潘庄钻井完成		30	55
潘庄压裂增产措施井数	13	6	6
马必总产量（百万立方米）	15.93	34.95	58.28
马必总生产井数	80	121	127
马必钻井完成		8	67
马必压裂增产措施井数	35	31	56

数据来源：公司公告，西南证券整理

潘庄项目销售利用率达到 98%，处于国内先进水平。2011 年 11 月，潘庄区块总体开发方案获得国家发改委批准，是中国首个总体开发方案获得国家发改委批准并进入全面商业开发的中外合作煤层气区块，其年设计产能为 5 亿立方米。2016 年 6 月，潘庄区块煤层气日总产量超过 155 万立方米，已投入运营的水平井单井日产量超过 2.8 万立方米，创造了当时中国煤层气单井平均日产量的最高纪录。2016 年 11 月 1 日，潘庄项目正式进入生产期，成为第一个完成开发阶段并进入生产阶段的中外合作煤层气项目。2015 年，潘庄项目的煤层气总产量为 4.88 亿立方米，总销量为 4.79 亿立方米；2016 年，煤层气总产量为 5.06 亿立方米，总销量为 4.96 亿立方米；2017 年，煤层气总产量达 5.72 亿立方米，总销量达 5.60 亿立方米。最近三年，潘庄区块的销售利用率稳定保持在 98%。

表 12：潘庄项目近两年经营情况

项目	2016 年度	2017 年度
总产量（百万立方米）	506.1	571.6
总销量（百万立方米）	495.5	559.7
净销量（百万立方米）	343.2	390.5
平均售价（人民币元/立方米）	1.2	1.31
营业收入（万元）	41127.8	51288.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

马必项目一期商业开发设计规模为 10 亿立方米/年，是潘庄区块的两倍。潘庄区块年设计产能为 5 亿立方米/年；马必区块一期商业开发设计规模为 10 亿立方米/年。马必区块证实+概算+可能储量(3P)达到 8540 亿立方英尺，是潘庄区块的 2.8 倍。

表 13：亚美能源煤层气储量数据

储量数据（十亿立方英尺）	2017 总量	净量
证实储量(1P)	190.6	153
证实+概算储量(2P)	858.8	617.6
证实+概算+可能储量(3P)	1,159.90	822.2
潘庄区块		
证实储量(1P)	142.5	111.4
证实+概算储量(2P)	245.6	190.9
证实+概算+可能储量(3P)	305.5	236.5
马必区块		
证实储量(1P)	48.1	41.6
证实+概算储量(2P)	613.2	426.8
证实+概算+可能储量(3P)	854.4	585.6

数据来源：公司公告，西南证券整理

马必区块大规模商业开发在即，产量有望快速增长。亚美能源与中石油于 2017 年 7 月 1 日签订了勘探期销售协议，对马必区块在勘探阶段的天然气销售做出了详细的规定。马必区块向中石油西气东输 1 号管线出售的天然气可高达 50 万立方米每天。另外在 2017 年上半年新增电网工程完成后，马必区块的销售利用率增加到了 92%。先导性销量在 2017 年增加了 151%至 5360 万立方米(即 19 亿立方英尺)。另外马必 ODP 一期相关的预审批已经完成。基于生产井表现的提升和市场条件的变化，马必 ODPI 报告进行了进一步修改，并通过了中方合作伙伴中国石油天然气集团公司的最后审阅。如果 2018 年上半年备案制的具体规定能够出台，有助于亚美能源在 2018 年年中的马必项目一期的大规模商业性开发。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

假设 1：天然气目前下游需求较旺盛，预计 2018-2020 年公司天然气供应量增速可以分别达到 20%、18%、15%。

假设 2：天然气开户还存在需求量，预计 2018-2020 年公司天然气入户安装劳务工程量增速可以分别达到 15%、13%、10%。

假设 3：假设亚美能源 50.5%股权今年年中完成交割，马必项目开发在即，预计 2019-2020 年亚美能源煤层气销售量同比增长 160%（增速较高部分由于存在 2018 年年中的并表因素）、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 14：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
天然气供应	收入	804.91	965.89	1,139.75	1,310.72
	增速	12.47%	20.00%	18.00%	15.00%
	毛利率	27.93%	27.93%	27.93%	27.93%
天然气入户安装劳务	收入	209.44	240.86	272.17	299.38
	增速	6.60%	15.00%	13.00%	10.00%
	毛利率	49.84%	49.84%	49.84%	49.84%
煤层气	收入		405.00	1,053.00	1,368.90
	增速			160.00%	30.00%
	毛利率		30.00%	30.00%	30.00%
其他	收入	1.86	1.89	1.93	1.98
	增速	-22.50%	1.50%	2.20%	2.80%
	毛利率	26.88%	26.88%	26.88%	26.88%
合计	收入	1,016.21	1,613.64	2,466.85	2,980.98
	增速	11.12%	58.79%	52.88%	20.84%
	毛利率	32.45%	31.72%	31.23%	31.08%

数据来源：公司公告，西南证券

盈利预测与投资建议：预计 2018-2020 年 EPS 分别为 2.16 元、3.15 元和 3.77 元。公司收购亚美能源资产优质，协同效应明显。马必项目大规模商业开发在即，煤层气业务有望持续量价齐升。首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：并购事项进度或不及预期，天然气需求量或不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1016.21	1613.64	2466.85	2980.99	净利润	263.70	424.86	724.49	889.78
营业成本	686.48	1101.77	1696.40	2054.43	折旧与摊销	58.18	106.43	167.34	260.52
营业税金及附加	7.46	14.20	21.71	26.23	财务费用	-6.35	76.20	110.48	92.19
销售费用	17.28	28.24	44.40	53.66	资产减值损失	2.84	0.58	0.00	0.00
管理费用	42.82	64.55	74.01	74.52	经营营运资本变动	482.34	-171.14	-244.20	-147.19
财务费用	-6.35	76.20	110.48	92.19	其他	-508.70	-30.58	-30.00	-30.00
资产减值损失	2.84	0.58	0.00	0.00	经营活动现金流净额	292.01	406.36	728.11	1065.30
投资收益	15.54	30.00	30.00	30.00	资本支出	-43.66	-2505.51	-32.27	-61.10
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	455.88	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	412.22	-2475.51	-2.27	-31.10
营业利润	311.18	358.10	549.85	709.95	短期借款	0.00	23.48	-23.48	0.00
其他非经营损益	-1.04	143.72	304.65	340.00	长期借款	0.00	1500.00	-150.00	-150.00
利润总额	310.14	501.82	854.50	1049.95	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	46.44	76.95	130.01	160.17	支付股利	-112.00	-145.23	-189.93	-277.84
净利润	263.70	424.86	724.49	889.78	其他	-17.50	-121.93	-110.48	-92.19
少数股东损益	0.00	80.00	220.00	286.00	筹资活动现金流净额	-129.50	1256.32	-473.90	-520.03
归属母公司股东净利润	263.70	344.86	504.49	603.78	现金流量净额	574.73	-812.82	251.95	514.17
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	974.19	161.36	413.31	927.48	成长能力				
应收和预付款项	135.29	215.15	329.23	397.97	销售收入增长率	11.12%	58.79%	52.88%	20.84%
存货	23.73	38.09	58.64	71.02	营业利润增长率	40.65%	15.08%	53.55%	29.12%
其他流动资产	423.19	671.98	1027.29	1241.39	净利润增长率	29.67%	61.12%	70.52%	22.81%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	30.49%	48.96%	53.06%	28.39%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	646.82	3049.23	2912.58	2704.66	毛利率	32.45%	31.72%	31.23%	31.08%
无形资产和开发支出	57.74	55.91	59.00	69.00	三费率	5.29%	10.47%	9.28%	7.39%
其他非流动资产	35.06	33.56	32.05	30.55	净利率	25.95%	26.33%	29.37%	29.85%
资产总计	2296.02	4225.28	4832.10	5442.07	ROE	13.58%	19.53%	26.73%	26.78%
短期借款	0.00	23.48	0.00	0.00	ROA	11.48%	10.06%	14.99%	16.35%
应付和预收款项	281.75	449.66	689.76	834.38	ROIC	20.34%	15.55%	14.82%	17.53%
长期借款	0.00	1500.00	1350.00	1200.00	EBITDA/销售收入	35.72%	33.51%	33.55%	35.65%
其他负债	72.58	76.53	82.19	85.60	营运能力				
负债合计	354.33	2049.68	2121.95	2119.98	总资产周转率	0.46	0.49	0.54	0.58
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	固定资产周转率	1.69	2.77	2.26	1.61
资本公积	1170.74	1170.74	1170.74	1170.74	应收账款周转率	17.74	16.61	16.37	14.81
留存收益	565.22	764.86	1079.41	1405.35	存货周转率	38.12	35.65	35.08	31.69
归属母公司股东权益	1941.69	2095.60	2410.16	2736.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	102.84%	—	—	—
少数股东权益	0.00	80.00	300.00	586.00	资本结构				
股东权益合计	1941.69	2175.60	2710.16	3322.09	资产负债率	15.43%	48.51%	43.91%	38.96%
负债和股东权益合计	2296.02	4225.28	4832.10	5442.07	带息债务/总负债	0.00%	74.33%	63.62%	56.60%
					流动比率	5.40	2.25	2.59	3.09
					速动比率	5.32	2.17	2.51	3.01
					股利支付率	42.47%	42.11%	37.65%	46.02%
					每股指标				
					每股收益	1.65	2.16	3.15	3.77
					每股净资产	12.14	13.60	16.94	20.76
					每股经营现金	1.83	2.54	4.55	6.66
					每股股利	0.70	0.91	1.19	1.74
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	363.00	540.73	827.67	1062.66					
PE	22.46	17.17	11.74	9.81					
PB	3.05	2.72	2.18	1.78					
PS	5.83	3.67	2.40	1.99					
EV/EBITDA	13.57	13.43	8.26	5.81					
股息率	1.89%	2.45%	3.21%	4.69%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn