

收购亚美能源 50.5% 股份，进军煤层气开采业务

——新天然气 (603393.SH) 首次覆盖报告

首次覆盖报告

邱懿峰 (分析师)

010-69004648

qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080002

黄红卫 (联系人)

010-69004537

huanghongwei@xsdzq.cn

证书编号: S0280118010010

赵腾辉 (联系人)

010-83561349

zhaotenghui@xsdzq.cn

证书编号: S0280118020015

● 新疆城市燃气行业领军企业:

公司最早从 2000 年开始在新疆从事燃气运营, 2016 年成功上市, 主营业务为城市天然气输配与销售业务, 涵盖城市民用、商用、车用和工业园区天然气等领域, 已取得了乌鲁木齐市米东区、高新区 (新市区)、阜康市、五家渠市、库车县、焉耆县、博湖县及和硕县等 8 个市 (区、县) 天然气市场的长期经营权。公司业绩稳中向好, 2017 年公司实现天然气销售量 5.52 亿方 (+13.77%), 实现营收 10.16 亿元 (+11.12%), 实现归母净利润 2.64 亿元 (+29.67%)。同时, 公司从事城市燃气经营的地区是新疆社会经济发展最具活力与潜力的区域, 在城镇化和工业化方面都极具优势, 公司燃气销售仍有潜力, 将持续贡献稳定现金流。

● 收购优质资产亚美能源 50.5% 股份, 布局上游煤层气开采业务:

公司通过收购亚美能源 50.5% 股份, 布局上游煤层气开采业务, 2018 年 8 月底已完成股权交割。亚美能源是中国领先的煤层气生产商, 2017 年实现总产气量 6.3 亿方 (2012-2017 年 CAGR 达 35.90%), 实现营收 5.42 亿元 (+31.69%), 实现归母净利润 1.83 亿元 (+71.80%)。亚美能源与中联煤层气公司合作的潘庄区块是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 亿方, 销售利用率为 98%, 彰显了其深厚的技术实力和管理经验。同时, 亚美能源已为马必项目做了大量的先导性工作, 成效显著。目前, 马必项目开发方案已获批, 建设规模为 10 亿立方米/年 (潘庄项目的 2 倍), 即将进入大规模开采期, 将显著提升公司业绩。

● 看好公司煤层气业务的增长潜力, 首次覆盖给予“推荐”评级:

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.63、2.98 和 3.92 元, 当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别 20.8、11.4 和 8.6 倍。公司作为新疆城市燃气行业领军企业, 收购优质资产亚美能源 50.5% 股份, 布局上游煤层气开采业务, 未来业绩增长确定性强, 首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示: 马必项目进程不及预期, 天然气需求不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	915	1,016	1,489	2,325	2,760
增长率(%)	-3.7	11.1	46.5	56.2	18.7
净利润(百万元)	203	264	261	477	628
增长率(%)	1.5	29.7	-0.8	82.3	31.6
毛利率(%)	31.6	32.4	33.4	36.1	37.9
净利率(%)	22.2	25.9	17.6	20.5	22.7
ROE(%)	11.4	13.6	15.4	25.8	26.4
EPS(摊薄/元)	1.27	1.65	1.63	2.98	3.92
P/E(倍)	26.7	20.6	20.8	11.4	8.6
P/B(倍)	3.0	2.8	2.7	2.2	1.8

推荐 (首次评级)

市场数据

时间 2018.12.03

收盘价(元):	33.91
一年最低/最高(元):	30.0/44.3
总股本(亿股):	1.6
总市值(亿元):	54.26
流通股本(亿股):	0.96
流通市值(亿元):	32.43
近 3 月换手率:	170.28%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.44	-2.65	11.47
绝对	-8.33	-4.48	-6.97

相关报告

投资要件

关键假设

(1) 新天然气原有业务:

- 天然气供应: 预计 2018 -2020 年公司天然气销量分别为 6.39 亿方、7.02 亿方、7.73 亿方;
- 天然气入户安装劳务: 预计 2018 -2020 年公司天然气入户安装数分别为 4.31 万户、4.10 万户、3.89 万户。

(2) 亚美能源业务:

- 潘庄项目: 预计 2018 -2020 年潘庄项目净销售量分别为 4.91 亿方、5.40 亿方、5.67 亿方, 平均销售价格分别为 1.65 元/方、1.65 元/方、1.65 元/方。
- 马必项目: 预计 2018 -2020 年马必项目净销量分别为 0.51 亿方、0.88 亿方、2.64 亿方, 平均销售价格分别为 1.80 元/方、1.65 元/方、1.65 元/方。

我们区别于市场的观点

(1) 市场认为公司原有的新疆燃气业务已经增长乏力。我们认为, 公司从事城市燃气经营的地区是新疆社会经济发展最具活力与潜力的区域, 在城镇化和工业化方面都极具优势, 未来增长潜力无忧。

(2) 市场担心马必项目在开发初期会具有较大的不确定性。我们认为, 公司在技术实力、先导性试验方面成效显著, 马必项目的大规模开发预计比潘庄项目更出色。(一) 技术实力: 公司运营的潘庄项目是质量极高的示范项目, 单位经营成本及单井成本实现了持续下降, 产气量增速迅速, 5 年实现了近 6 倍增长, 产气量已经超过规划产能 (5 亿方), 销售利用率高达 98%。(二) 先导性试验: 2017 年, 马必项目先导性总产气量达 5828 万方, 平均日产量达 16 万方, 同比增加 67%。截至 2017 年底, 马必共有 127 口处于不同阶段的前导性生产井, 结合低成本 PDW 套管完井以及水力压裂方式, 可以最大化降低单井同时开采多个煤层的投入。同时, 马必区块在进入开发期之前, 单位经营成本就已经快速下降, 马必区块含折旧的单位经营成本从 2015 年的 4.17 元/立方米大幅下降到 2017 年的 1.68 元/立方米。2017 年马必区块共完成钻井 67, 这 67 口井的钻井和完井平均成本较历史同类井的平均成本下降 30%。

股价上涨的催化因素

公司股价上涨的动力主要来源于业绩的释放, 公司的新疆燃气业务及亚美能源的煤层气业务均有增长潜力。(一) 受益于公司经营预期的城镇化和工业化进程, 公司燃气销售业务仍有潜力。(二) 亚美能源已为马必项目做了大量的先导性工作, 成效显著。目前, 马必项目开发方案已获批, 建设规模为 10 亿立方米/年 (潘庄项目的 2 倍), 即将进入大规模开采期, 将显著提升公司业绩。

估值与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.63、2.98 和 3.92 元, 当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别 20.8、11.4 和 8.6 倍。公司作为新疆城市燃气行业领军企业, 收购优质资产亚美能源 50.5% 股份, 布局上游煤层气开采业务。目前, 亚美能源的

马必项目开发方案已获批，建设规模为 10 亿立方米/年（潘庄项目的 2 倍），即将进入大规模开采期，将显著提升公司业绩，首次覆盖给予“推荐”评级。

投资风险

马必项目进程不及预期，天然气需求不及预期。

目 录

1、 新疆城市燃气行业领军企业.....	6
1.1、 主营燃气销售业务，经营范围覆盖新疆 8 市.....	6
1.2、 业务布局已成规模，区域优势明显.....	8
1.3、 气源渠道多元，供应可靠性强.....	9
1.4、 业绩逐渐企稳，天然气价格联动机制通畅.....	9
1.5、 控股股东为明再远，股东九鼎投资协议转让 5.01% 股份.....	11
2、 收购优质资产亚美能源 50.5% 股份，布局上游煤层气开采业务.....	12
2.1、 要约收购亚美能源 50.5% 股份，已完成股权交割.....	12
2.2、 亚美能源：中国领先的煤层气生产商.....	14
2.2.1、 经营状况向好，对补贴和增值税退税依赖性下降.....	18
2.2.2、 潘庄项目：质量极高的示范项目，销售利用率为 98%，彰显技术实力.....	19
2.2.3、 马必项目：先导性项目成效显著，大规模开采整装待发.....	21
2.2.4、 管输设施完备，下游消纳无忧.....	22
2.3、 2018-2020 年，国内天然气供需偏紧是大概率事件，天然气对外依存度持续攀升，煤层气价值凸显.....	24
2.4、 “气化山西”下，山西省煤层气发展极具潜力.....	25
3、 未来看点：新疆燃气销售仍有潜力，煤层气开采即将进入高速增长期.....	28
3.1、 新天然气原有业务：受益城镇化及工业化，新疆燃气销售仍有潜力.....	28
3.2、 亚美能源业务：开发方案获批，马必项目大规模开采将根本上提升采气量.....	30
4、 盈利预测与投资建议.....	30
5、 风险提示.....	32
附：财务预测摘要.....	33

图表目录

图 1： 公司全资子公司概况.....	6
图 2： 公司经营区域分布图.....	6
图 3： 我国城市燃气行业及其上下游行业产业链.....	7
图 4： 公司天然气供应业务流程图.....	7
图 5： 公司营收及归母净利润变化情况（亿元）.....	10
图 6： 公司各业务营收变化情况（万元）.....	10
图 7： 公司天然气销售量变化情况.....	10
图 8： 公司居民用户安装变化情况.....	10
图 9： 公司平均采购和销售价格情况.....	10
图 10： 公司毛利率变化情况.....	10
图 11： 亚美能源主要运营资产潘庄及马必区块.....	14
图 12： 亚美能源组织架构.....	14
图 13： 产品分成合同包括三个阶段：勘探阶段、开发阶段及生产阶段.....	16
图 14： 产品分成合同订明的煤层气分配示意图.....	17
图 15： 亚美能源总产量（年总产量/平均日产量）.....	18
图 16： 亚美能源营收变化情况（亿元）.....	18
图 17： 亚美能源净利润变化情况（亿元）.....	18
图 18： 亚美能源经营活动现金流变化情况（亿元）.....	18
图 19： 潘庄项目生产井井数.....	19
图 20： 潘庄项目总产量及销售利用率.....	19

图 21: 潘庄区块收入、其他收入及平均销售价格	20
图 22: 潘庄区块单位经营成本 (元/立方米)	20
图 23: 马必项目生产井井数	21
图 24: 马必项目总产量	21
图 25: 马必区块单位经营成本 (元/立方米)	22
图 26: 亚美能源覆盖区域的管线设施 (一)	22
图 27: 亚美能源覆盖区域的管线设施 (二)	22
图 28: 亚美能源的下游市场丰富	23
图 29: 中国一次能源消费占比 (2017)	25
图 30: 世界一次能源消费占比 (2017)	25
图 31: 中国天然气对外依存度	25
图 32: 山西六大煤田煤层气资源量所占比例	26
图 33: 新疆天然气产量 (亿立方米)	28
图 34: 新疆城镇人口数及城镇人口比重	29
表 1: 公司主要产品及服务的种类、用户和用途	6
表 2: 公司拥有的特许经营权情况	6
表 3: 公司客户类别	7
表 4: 公司天然气销售及入户安装情况	8
表 5: 公司调配站、加气站和运营管道情况	8
表 6: 新天然气与新疆浩源主要经营数据比较 (2016)	8
表 7: 公司各子公司提供气源的主要供应商具体情况	9
表 8: 公司自有高压管道建设情况	9
表 9: 本次权益变动前后, 相关股东股份变化情况	11
表 10: 要约收购亚美能源 50.5% 股份的实施过程	12
表 11: 公司 15 亿元贷款的具体偿还情况	12
表 12: 15 亿元并购贷款对公司财务费用影响情况	13
表 13: 变更调整后原募投项目情况 (万元)	13
表 14: 亚美能源签订的产品分成合同	14
表 15: 亚美能源的储量情况 (亿立方米)	15
表 16: 亚美能源主要的煤层气井	15
表 17: 煤层气气田的系数(X)	17
表 18: 亚美能源煤层气的具体分配顺序和分配比例	17
表 19: 公司煤层气利用补贴及增值税退税情况	19
表 20: 潘庄项目单井成本持续降低 (百万元)	20
表 21: 马必项目单井成本持续降低 (百万元)	22
表 22: 天然气供需平衡表 (亿方)	24
表 23: 山西省煤层气勘查开发规划主要指标	26
表 24: 山西省煤层气产能建设	27
表 25: 山西省发展煤层气产业重点方向	27
表 26: 新疆“十三五”期间经济社会发展的主要指标	29
表 27: 马必项目与潘庄项目全面对比	30
表 28: 新天然气原有业务财务预测的关键假设	31
表 29: 亚美能源业务财务预测的关键假设	31

1、新疆城市燃气行业领军企业

1.1、主营燃气销售业务，经营范围覆盖新疆 8 市

公司最早从 2000 年开始在新疆从事燃气运营，是新疆燃气协会副理事长、新疆四川商会常务副会长单位，2013 年被列为新疆百家重点培育成长性企业，是新疆主要的城镇燃气经营企业。2016 年，公司成功上市。公司主营业务为城市天然气输配与销售业务，涵盖城市民用、商用、车用和工业园区天然气等领域。

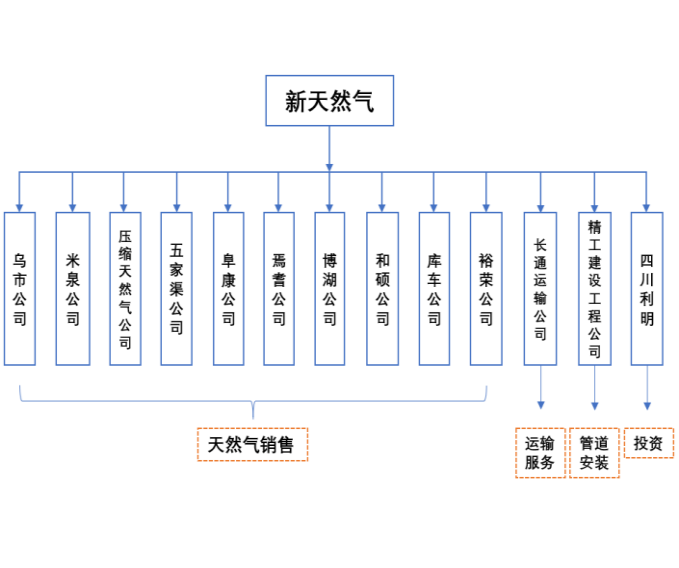
表1：公司主要产品及服务的种类、用户和用途

产品及服务类别	用户类型	主要用途
天然气销售	居民用户、商业用户、工业用户及 CNG 厨用、采暖、CNG 汽车等燃料用气及汽车用户等	工业原料用气
天然气入户安装	居民用户、商业用户、工业用户等用气场所固定用户	为各类用户开始使用天然气前的必要步骤
压缩天然气运输	加气站	CNG 汽车燃料用气运输服务

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

目前，公司城市燃气业务的经营区域均在新疆境内，已取得了乌鲁木齐市米东区、高新区（新市区）、阜康市、五家渠市、库车县、焉耆县、博湖县及和硕县等 8 个市（区、县）天然气市场的长期经营权（仅库车县非独家运营）。

图1：公司全资子公司概况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2：公司经营区域分布图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表2：公司拥有的特许经营权情况

序号	被授权单位	授权单位	覆盖区域	期限	是否为独家
1	米泉公司、乌鲁木齐市公司	乌鲁木齐市米东区人民政府	乌鲁木齐市米东区	长期	是
2	博湖公司	博湖县人民政府	巴音郭楞蒙古自治州博湖县	长期	是
3	焉耆公司	焉耆县人民政府	巴音郭楞蒙古自治州焉耆县	长期	是
4	阜康公司	阜康市人民政府	昌吉回族自治州阜康市	-	是
5	库车公司	库车县人民政府	阿克苏市库车县	-	否
6	和硕公司	和硕县人民政府	巴音郭楞蒙古自治州和硕县	2013年5月20日起30年	是

序号	被授权单位	授权单位	覆盖区域	期限	是否为独家
7	五家渠公司	五家渠市人民政府	五家渠市	2013年1月1日起30年	是
8	新天然气	乌鲁木齐新市区建设局	乌鲁木齐市高新区	2017年3月20日起30年	是

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司天然气以管道方式为主、车载方式为辅进行运输配送。

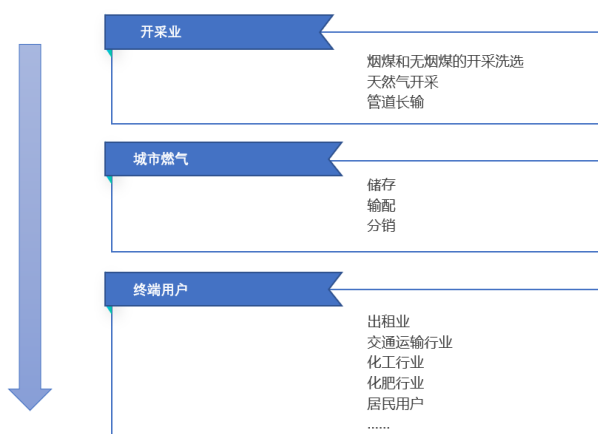
(1) 公司天然气自上游供气方交界点接入公司天然气管道，首先通过高压管线进入公司各城市门站，在各城市门站进行调压、过滤、计量、加臭处理，经处理后部分直接供给设在门站的 CNG 汽车加气站，部分进入城市中压管网，进入城市中压管网的天然气再通过管网向各类用户及部分 CNG 汽车加气站供气。

(2) 和硕公司所用天然气均采用车载方式由 CNG 运输车辆运至和硕县门站，在门站卸载并进行调压、过滤、计量、加臭处理后进行分流，部分供给和硕公司 CNG 汽车加气站，部分进入和硕县城市中压管网向各类用户供气。

(3) 压缩天然气公司将通过管线进入其 CNG 母站的天然气压缩后，采用车载方式由 CNG 运输车辆向其加气子站供气。

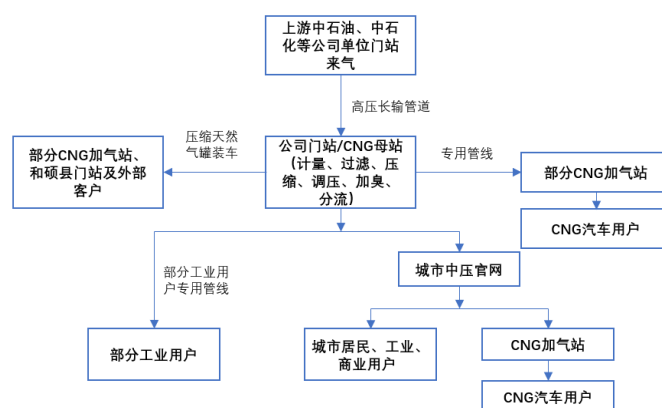
(4) 对于从事经营 CNG 汽车加气站业务的部分客户，公司采用车载方式由 CNG 运输车辆运输供气。

图3：我国城市燃气行业及其上下游行业产业链



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图4：公司天然气供应业务流程图



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司天然气客户主要分为居民用气客户、商业用气客户、工业用气客户、CNG 加气客户、锅炉用气客户、公福用气客户六类。

表3：公司客户类别

用户类别	定义
居民用气客户	指居民日常生活用气和采暖用气的用户。
商业用气客户	指以营利为目的使用天然气的餐饮、娱乐服务行业用户，主要是餐饮、洗浴等商户。
工业用气客户	指以天然气为燃料和原料进行生产的工业企业，主要是化工、金属深加工、陶瓷等工业企业。
CNG 加气客户	指以压缩天然气（CNG）为燃料的汽车用户，主要有载重货车、公交车、出租车、私家车等。
锅炉用气客户	指非居民采暖及生活用热水的锅炉用气用户。
公福用气客户	指非营利的社会组织用气用户，主要是学校、福利院、养老院等公益组织生活用气。

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.2、业务布局已成规模，区域优势明显

公司在城市管道燃气的基础网络设施、管理用户等方面具有较为明显的区域市场优势。城市管道燃气基础设施建设的周期长、投资大，且在同一供气区域内一般不允许重复建设。因此，城市管道燃气运营商在特定供气区域内的经营具有自然垄断性，管网覆盖区域越广，规模越大，相较于其他竞争对手的先发优势越明显。公司已取得了乌鲁木齐市米东区、高新区（新市区）、阜康市、五家渠市、库车县、焉耆县、博湖县及和硕县等 8 个市（区、县）天然气市场的长期经营权。截至 2018 年 6 月 30 日，公司运营管道（包括长输管线和城市主干网管线）长度达 1029.4 公里，调配站 22 座、加气站 21 座。

表4：公司天然气销售及入户安装情况

项目	2013	2014	2015	2016
天然气销售量（亿立方米）	4.12	4.81	4.13	4.85
CNG 加气（亿立方米）	1.41	1.36	1.07	0.91
民用气（亿立方米）	0.91	1.63	1.59	2.06
商业用气（亿立方米）	0.15	0.17	0.22	0.24
工业用气（亿立方米）	1.24	1.33	0.87	1.25
锅炉用气（亿立方米）	0.39	0.31	0.37	0.38
公福用气（亿立方米）	0.02	0.02	0.02	0.02
入户安装（户）	43035	46117	43057	32334
居民用户（户）	42064	44953	42164	31111
非居民用户（户）	971	1164	893	1223

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表5：公司调配站、加气站和运营管道情况

项目	2015	2016	2017	2018H1
运营管道长度（公里）	746.05	746	963	1029.4
调配站（座）	21	21	22	22
加气站（座）	27	27	27	21

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

新疆地区从事城市燃气的主要企业除公司以外，还有新疆燃气（集团）有限公司、新疆新捷股份有限公司、新疆浩源天然气股份有限公司和新疆洪通燃气集团有限公司。公司与同处于新疆境内的新疆浩源的 2016 年度主要经营数据对比可以看出，公司规模优势明显。

表6：新天然气与新疆浩源主要经营数据比较（2016）

项目	新天然气	新疆浩源
天然气销售量（亿立方米）	4.85	1.46
居民用户（万户）	3.11	1.68
运营管道长度（公里）	746	339
天然气销售收入（亿元）	7.16	2.79
净利润（亿元）	2.03	0.80

资料来源：新天然气公司公告，新疆浩源公司公告，新时代证券研究所

1.3、气源渠道多元，供应可靠性强

公司气源渠道多元。公司主要生产经营区域包括了南北疆的8个市(区、县)，上游气源来自中石油新疆油田公司等多家单位。一方面，公司不依赖单一气源使得公司的气源保障度相对较高，且可以通过比较综合采购成本来调整各家上游供气单位购气量，以节约经营成本；另一方面，由于靠近资源地，管道运输成本较低，使得新疆的天然气用气成本较国内大多数城市具有明显的比价优势，因而有助于提高城市燃气的普及率，为公司未来增加用户户数以及提高户均用气量奠定基础。

表7： 公司各子公司提供气源的主要供应商具体情况

子公司	主要供气方
米泉公司	
乌市公司	
阜康公司	中石油西部管道公司、中石油新疆油田公司、中石油吐哈油田公司
五家渠公司	
压缩天然气公司	
焉耆公司	中石化河南油田分公司、中石油西部管道销售分公司、新疆国泰鸿远能源有
博湖公司	限责任公司
和硕公司	中石化河南油田分公司、中石油西部管道销售分公司、中石油新疆销售有限公司巴州分公司杜娟加气母站、新疆利华绿原新能源有限责任公司
库车公司	中石化西北油田分公司、中石油塔里木油田分公司

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司自有高压管道规模较大。公司所采购天然气均直接引自上游供气单位门站，通过高压管道引入公司城市门站。公司目前长输高压管道的建设规模较大，可以有效保障公司的天然气供应，其带来的生产输配能力足以满足目前覆盖区域及未来用户发展需要。

表8： 公司自有高压管道建设情况

序号	长度(公里)	详情
1	53	由中石化雅克拉集气站至库车县高压长输管道，简称雅库线
2	11.4	由中石化宝浪油田集气站至博湖、焉耆次高压输配管道，简称宝博线、宝焉线
3	9.28	由中石油西部销售分公司、中石油新疆油田公司、中石油吐哈油田的城市门站至乌鲁木齐市米东区高压、次高压输配管道，简称石米线
4	8.7	由中石化西北油田、中石油塔里木油田的城市门站至库车东站的高压输配管道
5	7.7	由中石油新疆油田的准东门站至阜康西站的高压输配管道
6	8.7	由中石油西部销售分公司库和线至焉耆北站的高压输配管道

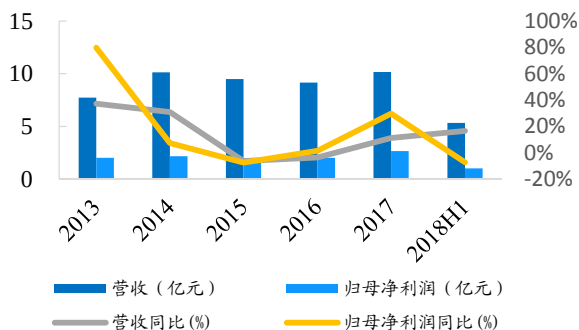
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

1.4、业绩逐渐企稳，天然气价格联动机制通畅

受益于新疆气化稳步推进及经营规模拓展，公司业绩稳中有升。2017年，公

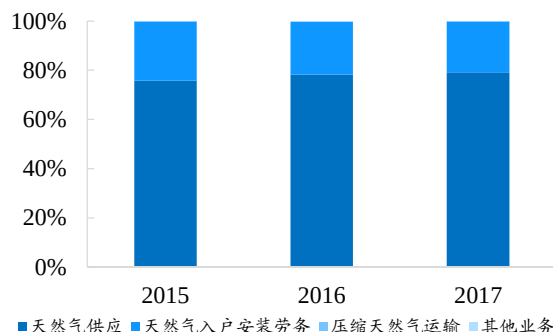
公司实现营业收入 101,621.10 万元，同比增长 11.12%；实现归母净利润 26,369.74 万元，同比增长 29.67%。2017 年，公司实现天然气销售量 55184.8 万方，同比增长 13.77%；民用户安装完成 42127 户，同比增长 35.41%。公司营收贡献最大的是板块是天然气供应，2017 年占总收入的 79.21%。

图5：公司营收及归母净利润变化情况（亿元）



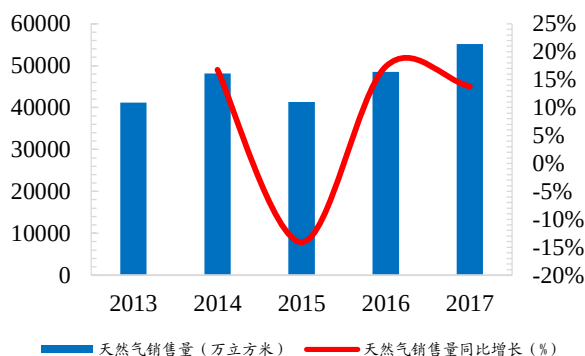
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6：公司各业务营收变化情况（万元）



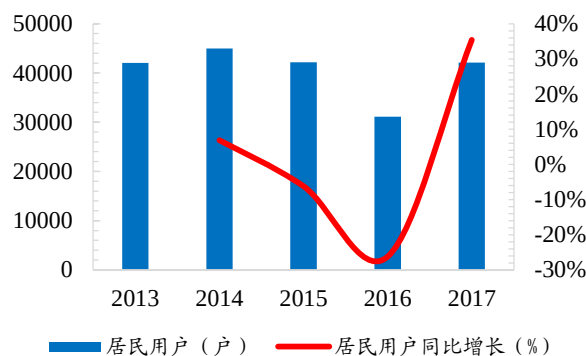
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7：公司天然气销售量变化情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图8：公司居民用户安装变化情况



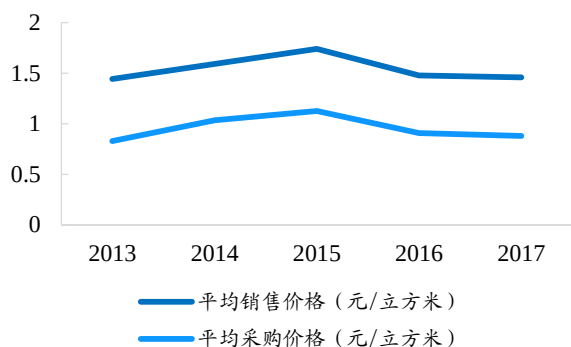
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

公司天然气价格联动机制通畅，毛利率保持稳定。在现有的天然气价格管理体制下，气源供应价格实行政府管制，国家对天然气价格门站价格实行政府指导价，城市管道燃气销售价格也由地方价格行政主管部门制定。在我国实践中，各地区一般实行价格联动机制，当天然气门站价格上涨或下降时，也相应顺价上调或下调城市燃气终端销售价格，且民用气的销售价格低于非民用气的销售价格。我国天然气销售业务毛利率主要受天然气上下游价格顺调机制、上下游价格不同等上涨、民用用气结构价差等因素影响。

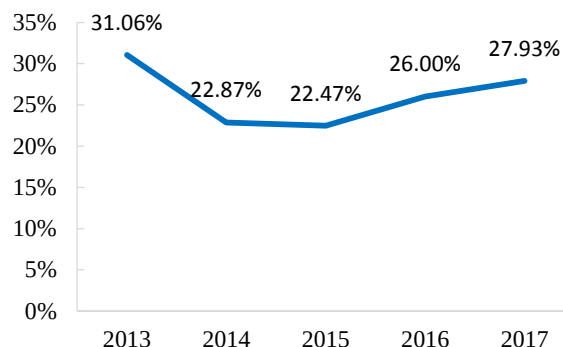
目前，公司天然气上下游价格的顺调机制较为顺畅，公司的天然气采购价格与销售价格呈同向变动，使公司毛利率基本保持稳定。

图9：公司平均采购和销售价格情况

图10：公司毛利率变化情况



资料来源: Wind, 新时代证券研究所; 注: 平均采购价格
 (2013-2015 年)=天然气采购金额/天然气采购量; 平均采购价格
 (2016-2017 年)≈天然气采购成本/天然气销售量



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.5、控股股东为明再远，股东九鼎投资协议转让 5.01%股份

公司的控股股东与实际控制人为明再远，持股比例 35.78%。2018 年 8 月 24 日，九鼎投资因自身资金需求，披露减持计划，九鼎投资旗下机构拟在 6 个月内减持共计不超过 16,182,302 股，即不超过公司总股本 10.11%。

2018 年 9 月 4 日，无锡恒泰九鼎通过大宗交易方式转让其所持有公司 1,380,000 股股份（约占公司股份总数的 0.86%）。2018 年 9 月 5 日，烟台元泰九鼎、昆吾民乐九鼎、昆吾民安九鼎、无锡恒泰九鼎与乐旻签署股份转让协议，以协议转让方式向乐旻转让其所持有公司 8,018,765 股股份（约占公司股份总数的 5.01%），转让价格为 31.06 元/股，转让总价款为 2.49 亿元。根据《权益变动报告书》，乐旻在未来 12 个月内不存在其他增持或减持上市公司股份计划。2018 年 9 月 26 日，公司于收到九鼎投资的告知函，九鼎投资部分股东与乐旻的股权转让事宜已完成过户登记手续。本次权益变动后，九鼎投资持有公司 6,783,537 股，占公司股份总数的 4.24%；乐旻持有公司 8,018,765 股，占公司股份总数的 5.01%。

表9：本次权益变动前后，相关股东股份变化情况

名称	本次权益变动前		本次权益变动后	
	持股数量（股）	持股比例	持股数量（股）	持股比例
无锡恒泰九鼎	5,778,225	3.61%	1,214,700	0.76%
昆吾民乐九鼎	2,413,261	1.51%	359,300	0.22%
昆吾民安九鼎	2,135,723	1.33%	290,100	0.18%
烟台元泰九鼎	1,211,556	0.76%	275,900	0.17%
嘉兴晋文九鼎	1,366,282	0.85%	1,366,282	0.85%
苏州荣丰九鼎	1,237,731	0.77%	1,237,731	0.77%
嘉兴齐桓九鼎	1,115,944	0.70%	1,115,944	0.70%
嘉兴楚庄九鼎	923,580	0.58%	923,580	0.58%
九鼎投资合计	16,182,302	10.11%	6,783,537	4.24%
乐旻	0	0	8,018,765	5.01%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2、收购优质资产亚美能源 50.5%股份，布局上游煤层气开采业务

2.1、要约收购亚美能源 50.5%股份，已完成股权交割

2018 年 5 月，公司发布《重大资产购买报告书》，拟要约收购亚美能源 50.5% 股份，布局上游煤层气开采业务。2018 年 8 月 24 日，公司全资孙公司香港利明已正式登记为香港联交所主板上市公司亚美能源的股东，持有亚美能源 1,692,871,886 股股份，占亚美能源已发行股份总数的 50.5%。

表10： 要约收购亚美能源 50.5%股份的实施过程

时间	实施过程
2018 年 5 月 14 日	香港利明发出要约公告。
2018 年 6 月 28 日	香港证监会根据《收购守则》第 28.1 条就部分要约发出同意意见，本次要约的先决条件均获达成。
2018 年 7 月 5 日	香港利明正式寄发要约文件及接纳表格。
2018 年 8 月 2 日	本次要约在各方面成为无条件。
2018 年 8 月 16 日	要约期截止，香港利明收到 2,758,498,386 股股份（约占亚美能源截至 2018 年 5 月 14 日已发行股本的 82.3%或截至 2018 年 8 月 16 日已发行股本的 82.3%）、194,462,080 份购股权及 36,116,793 受限制股份单位的有效接纳。
2018 年 8 月 24 日	公司全资孙公司香港利明已正式登记为香港联交所主板上市公司亚美能源的股东，持有亚美能源 1,692,871,886 股股份，占亚美能源已发行股份总数的 50.5%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

本次交易的资金来自于公司自有资金和自筹资金。其中，自筹资金为公司全资子公司四川利明向民生银行乌鲁木齐分行申请的 15 亿元并购贷款，公司为四川利明提供了无条件及不可撤销的连带责任保证担保；自有资金为公司对首次公开发行股票并上市募集资金中的 7 亿元变更投资项目用于本次收购和公司经营积累资金 4 亿元。

2018 年 3 月 16 日，公司召开 2018 年第一次临时股东大会审议通过《关于向境内外金融机构或其他主体申请融资的议案》，同意公司或下属全资子公司四川利明、香港利明拟向境内外金融机构或其他主体申请不超过 22 亿元融资。2018 年 4 月 13 日，四川利明和民生银行乌鲁木齐分行签订了 15 亿元的《并购贷款借款合同》，并购贷款于 2018 年 4 月 28 日放款至四川利明银行账户。根据双方签订的《并购贷款借款合同》约定，借款利率为 8%，借款期限为 6 年，计息日从 2018 年 4 月 28 日开始计算，新天然气采用分次偿还借款。

表11： 公司 15 亿元贷款的具体偿还情况

还款时间	金额（亿元）
2019 年 10 月 28 日	1
2020 年 4 月 28 日	1
2020 年 10 月 28 日	1.25
2021 年 4 月 28 日	1.25
2021 年 10 月 28 日	1.75
2022 年 4 月 28 日	1.75

还款时间	金额（亿元）
2022 年 10 月 28 日	1.75
2023 年 4 月 28 日	1.75
2023 年 10 月 28 日	1.75
2024 年 4 月 28 日	1.75

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表12： 15 亿元并购贷款对公司财务费用影响情况

年度	金额（万元）
2018	8,266.67
2019	12,024.44
2020	10,660.00
2021	8,595.56
2022	5,887.78
2023	3,048.89
2024	462.78

资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注：利息费用按照年利率 8%/360*当年度计息天数计算

2018 年 5 月 15 日，公司发布《关于变更部分募集资金投资项目的公告》，拟对原募投项目进行变更调整。经调整变更后，原募投项目使用募集资金拟投资额合计为 32,203.90 万元，变更调整的募集资金 70,000.00 万元用于收购亚美能源。

表13： 变更调整后原募投项目情况（万元）

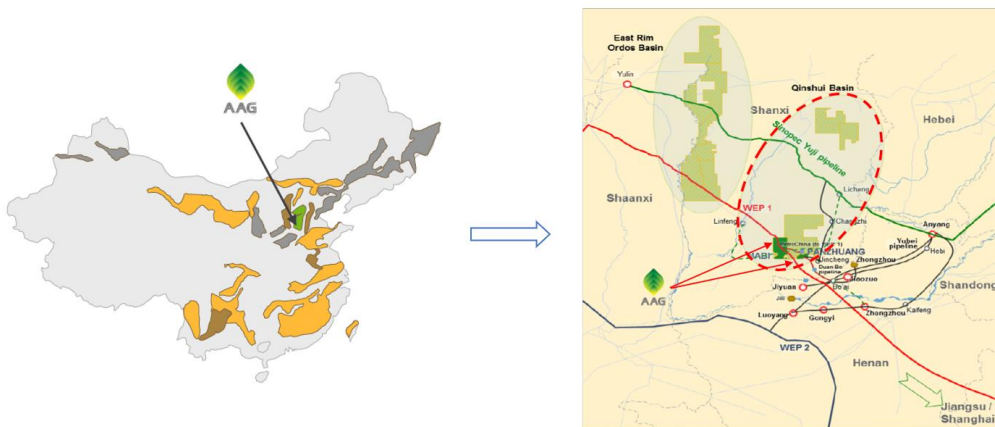
序号	工项目名称	变更调整类型	募集资金拟投 资额①	已使用募集 资金②	项目剩余工程 资金需求③	计划变更调整 投资额④	变更调整后募集资金 拟投资额⑤=①-④
1	米东区二期煤改气及工业园气化项目	调减投资	12,902.01	3,652.87	1,500.00	7,749.14	5,152.87
2	阜康城市扩能及气化九运街项目	建设中	2,836.51	1,694.01	1,142.50	0.00	2,836.51
3	五家渠城市燃气扩能工程项目	调减投资	18,657.46	5,202.21	3,000.00	10,455.25	8,202.21
4	五家渠城市燃气扩能二期天然气输配项目	已完工	1,402.57	1,402.57	0.00	0.00	1,402.57
5	五家渠工业园区北工业园天然气输配项目	停止实施	354.83	54.83	0.00	300.00	54.83
6	天然气总站二期项目	建设中	955.52	755.52	200.00	0.00	955.52
7	高新区一镇两乡气化工程	调减投资	61,825.00	3,525.94	8,753.45	49,545.61	12,279.39
8	库车 CNG 综合站项目	建设中	1,320.00	6.70	1,313.30	0.00	1,320.00
9	库车哈尼喀塔木乡气化工程、城市 CNG 综合站项目	停止实施	1,950.00	0.00	0.00	1,950.00	0.00
合计		-	102,203.90	16,294.66	15,909.25	70,000.00	32,203.90

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2、亚美能源：中国领先的煤层气生产商

亚美能源成立于2014年12月23日，注册地址开曼群岛，法定股本60万美元，主要在中国从事煤层气的勘探、开发及生产，于2015年6月23日在香港上市。亚美能源的主要运营资产潘庄及马必区块位于沁水盆地西南部，其煤层气探明地质储量居中国各盆地之首。

图11： 亚美能源主要运营资产潘庄及马必区块

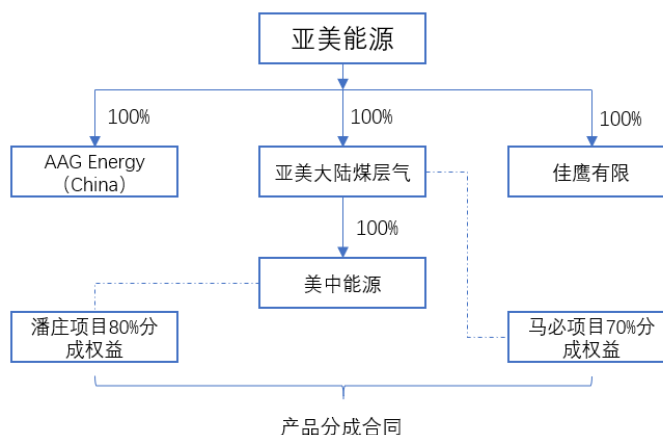


资料来源：亚美能源官网，中联煤层气有限责任公司，思亚能源咨询，新时代证券研究所

(1) 潘庄项目：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。

(2) 马必区块：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，且山西沁水盆地马必区块南区煤层气对外合作项目总体方案（ODP）于2018年10月8日获国家发改委批复，同意马必南区总体开发方案。

图12： 亚美能源组织架构



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表14： 亚美能源签订的产品分成合同

项目	潘庄产品分成合同	马必产品分成合同
订立日期	2003年3月3日	2004年7月15日
中方合作伙伴	中联煤层气有限公司	中石油

项目	潘庄产品分成合同	马必产品分成合同
期限	25 年	30 年
产品分成合同项下的状态	生产阶段	开发阶段
到期时间	2028 年	2034 年
合同约定可开发的总面积	67.4 平方公里	898.2 平方公里
总体开发方案设计产能	5 亿立方米/年	ODP 一期为 10 亿立方米/年
可分成权益	80%	70%
总体开发方案的批准/备案日期	2011 年 11 月 28 日	2018 年 10 月 8 日

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

截至 2017 年末，亚美能源的证实储量（1P）和证实+概算储量（2P）分别约为 53.97 亿立方米和 243.18 亿立方米，较 2016 年末的 1P 储量 38.51 亿立方米增长了 40.15%。随着进一步的商业开发和不断扩大的生产，亚美能源的储量级别有望不断迁移，储量资产的成熟度逐步提升。

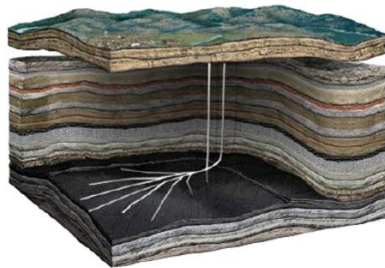
表15： 亚美能源的储量情况（亿立方米）

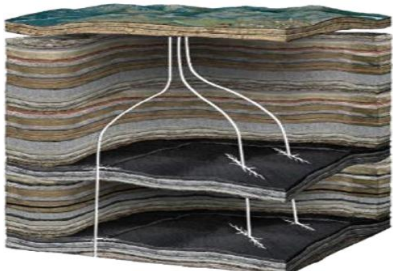
储量数据	2017 年		2016 年	
合并	总量	净量	总量	净量
证实储量(1P)	53.97	43.32	38.51	30.36
证实+概算储量(2P)	243.18	174.88	283.76	197.59
证实+概算+可能储量(3P)	328.45	232.82	667.60	431.83
潘庄				
证实储量(1P)	40.35	31.54	35.23	27.61
证实+概算储量(2P)	69.55	54.06	71.67	55.87
证实+概算+可能储量(3P)	86.51	66.97	96.73	74.98
马必				
证实储量(1P)	13.62	11.78	3.28	2.75
证实+概算储量(2P)	173.64	120.86	212.09	141.73
证实+概算+可能储量(3P)	241.94	165.82	570.87	356.85

资料来源：公司公告，新时代证券研究所；注 1：净量为根据产品分成合同条款以及气损调整后的煤层气储量；注 2：亚美能源年报中的储量数据是以立方英尺为单位进行披露，上表按照“1 立方英尺=0.0283168 立方米”进行换算

亚美能源的煤层气井主要包括多分支水平（MLD）、单支水平井（SLH）、丛式井（PDW），可以根据不同情况灵活选取，其中潘庄项目主要采用多分支水平及单支水平井，马必项目主要采用丛式井。

表16： 亚美能源主要的煤层气井

类型	特征	示意图
多分支水平（MLD）	技术是针对煤储层及其煤系质软、易破碎、易坍塌等特征，通过改进钻井循环介质特性而形成的一种以高精度地质导向和欠平衡钻井为核心的技术。	

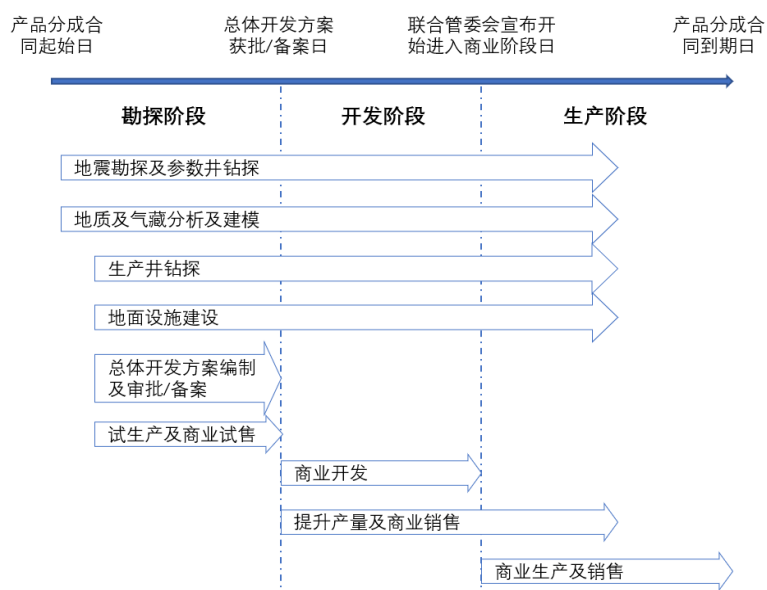
类型	特征	示意图
单支水平井 (SLH)	针对煤储层及其煤系低压、低渗、吸附性强等特征,通过敏感性分析和储层保护技术研究而形成的一种技术。	
丛式井 (PDW)	针对地形地貌和土地局限的情况,通过克服弯曲井段排采等技术难题而形成的定向钻井技术。	

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

亚美能源根据潘庄和马必产品分成合同按照联合管理委员会(由亚美能源与中方合作伙伴指派人员组成)的指示及指引开展经营。亚美能源可独立接触第三方供货商。亚美能源的董事及高级管理层就亚美能源的管理及营运作出独立决策。亚美能源拥有煤层气勘探、开发、生产的全面专业技术,实行独立的行政和财务管理制度。亚美能源通过自有和自筹资金进行项目投资,不依靠中方合作伙伴为潘庄及马必煤层气区块的所有开发项目提供资金。作为各产品分成合同的唯一煤层气区块作业者,亚美能源全权负责煤层气区块的日常营运。

亚美能源通过与中方合作伙伴订立产品分成合同参与煤层气的勘探、开发和生产。产品分成合同是亚美能源与中联煤层气及中石油合作的基础,亚美能源需要通过中联煤层气及中石油向主管部门报批/报备煤层气项目并取得开展煤层气钻探、开发相关业务的关键资质牌照、许可证及审批。同时,中方合作伙伴也需要依靠亚美能源的技术优势及资本投入,有效地开发煤层气资源。

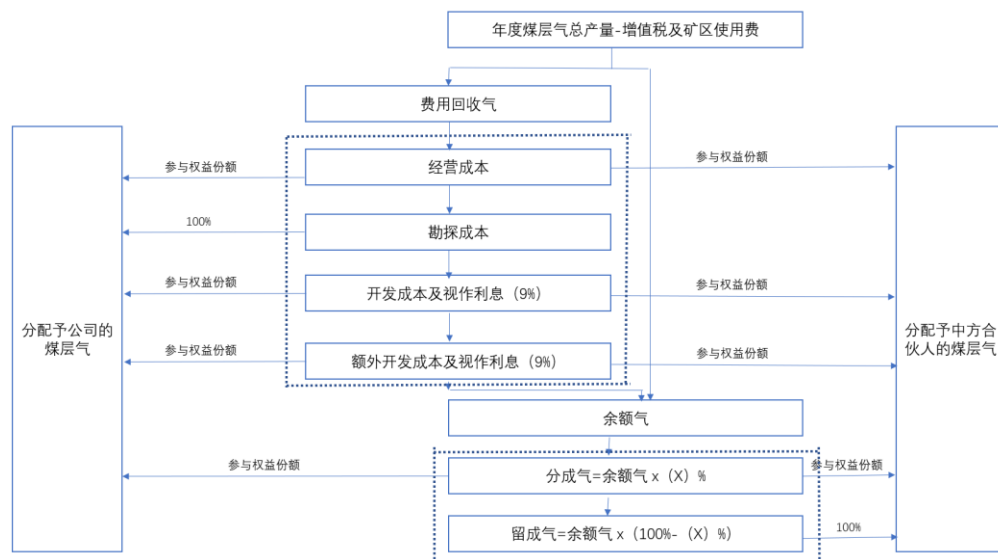
图13: 产品分成合同包括三个阶段: 勘探阶段、开发阶段及生产阶段



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

产品分成合同约定，煤层气产量的一部分应用于收回勘探、开发及生产阶段的成本，另一部分将根据亚美能源与中方合作伙伴的参与权益进行分配。所有的销售资金将初步汇入一个由亚美能源与中方合作伙伴共同控制和管理的账户。

图14： 产品分成合同订明的煤层气分配示意图



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所；系数(X)为按照以年度煤层气总产量为基础的阶梯等级厘定

表17： 煤层气气田的系数(X)

来自各煤层气气田的煤层气 潘庄区块内各煤层气气田的系数 马必区块内各煤层气气田的系数				
总年产量（百万立方米）	数(X)		(X)	
等于或小于 500	X1	100%	X1	100%
500 以上至 800	X2	98%	X2	99%
800 以上至 1,200	X3	96%	X3	98%
1,200 以上至 1,800	X4	94%	X4	95%
1,800 以上至 2,500	X5	92%	X5	93%
2,500 以上至 5,000	X6	90%	X6	91%
5,000 以上	X7	88%	X7	90%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

生产出的煤层气，按产品分成合同约定的煤层气价格计算方式折算成量后，应扣除一定比例用于支付增值税及矿区使用费，提取一部分用于回收生产成本、勘探阶段和开发阶段产生的成本，直至亚美能源及中方合作伙伴产生的全部成本获悉数收回，其余一部分则根据亚美能源与中方合作伙伴的参与权益进行分配。假如当年销售的煤层气不足以覆盖全部的成本，则未回收的成本将结转至后续年度。

表18： 亚美能源煤层气的具体分配顺序和分配比例

分配顺序	销售收入分配方式	潘庄区块		马必区块	
		亚美能源分配比例	中联煤层气分配比例	亚美能源分配比例	中石油分配比例
1	回收生产成本	80%	20%	70%	30%
2	回收勘探阶段的成本	100%	-	100%	-

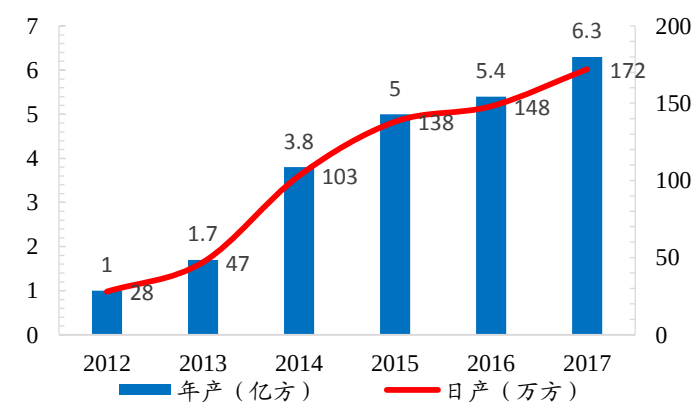
分配顺序	销售收入分配方式	潘庄区块		马必区块	
3	回收开发阶段的成本	80%	20%	70%	30%
4	余额气分配	80%	20%	70%	30%
5	留成气分配	-	100%	-	100%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2.1、经营状况向好，对补贴和增值税退税依赖性下降

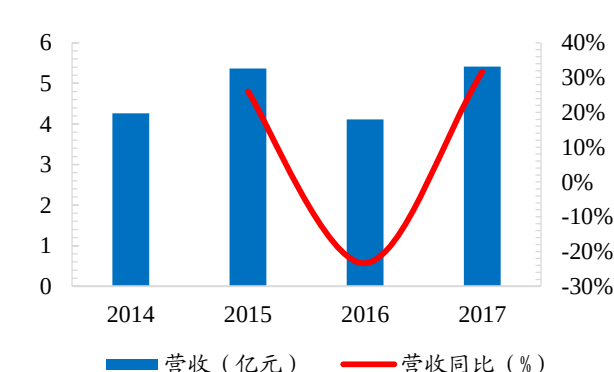
亚美能源经营状况良好，产气量逐年攀升，业绩稳健增长。2017 年总产气量达到 6.3 亿立方米，2012 年至 2017 年的产气量复合增长率达到 35.90%。2017 年，亚美能源实现营收为 5.42 亿元，同比增长 31.69%；实现净利润为 1.83 亿元，同比增长 71.80%；实现经营活动产生的现金流量净额为 4.38 亿元，同比增长 70.27%。

图15：亚美能源总产量（年总产量/平均日产量）



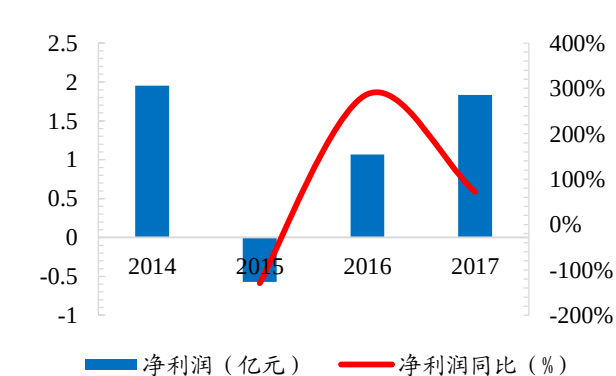
资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

图16：亚美能源营收变化情况（亿元）



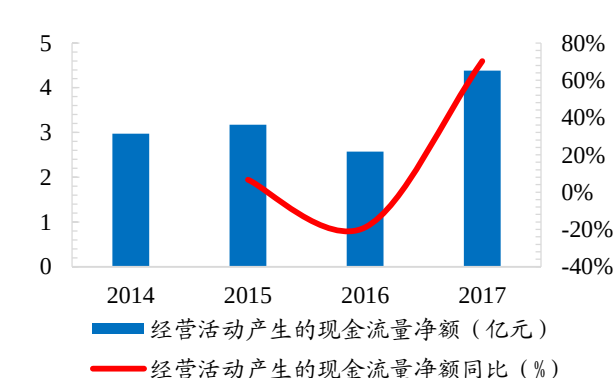
资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

图17：亚美能源净利润变化情况（亿元）



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

图18：亚美能源经营活动现金流变化情况（亿元）



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

补贴和增值税退税是利润重要贡献点，但依赖性下降。（1）根据《财政部关于煤层气（瓦斯）开发利用补贴的实施意见》（财建[2007]114号），中央财政按0.2元/立方米煤层气（折纯）标准对煤层气开采企业进行补贴；根据《财政部关于“十三五”期间煤层气（瓦斯）开发利用补贴标准的通知》（财建[2016]31号），“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。2018年9月，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，提出：“研究将中央财政对非常规天然气补贴政策延续到“十四五”时期。（2）根

据《财政部国家税务总局关于加快煤层气抽采有关税收政策问题的通知》（财税[2007]16号），对煤层气抽采企业的增值税一般纳税人抽采销售煤层气实行增值税先征后退政策。

2016年、2017年，亚美能源确认的煤层气开发利用补贴分别为11,982.00万元和14,385.00万元，确认的增值税退税收入分别为2,945.60万元和5,006.30万元，两者合计占税前利润的比例分别为83.40%、62.36%，对补贴和增值税退税的依赖性有所下降。

表19： 公司煤层气利用补贴及增值税退税情况

项目	2016	2017
煤层气利用补贴（万元）	11982.00	14385.00
增值税退税（万元）	2945.60	5006.30
合计（万元）	14927.60	19391.30
税前利润（万元）	17898.00	31094.10
补贴及增值税退税占税前利润的比例	83.40%	62.36%

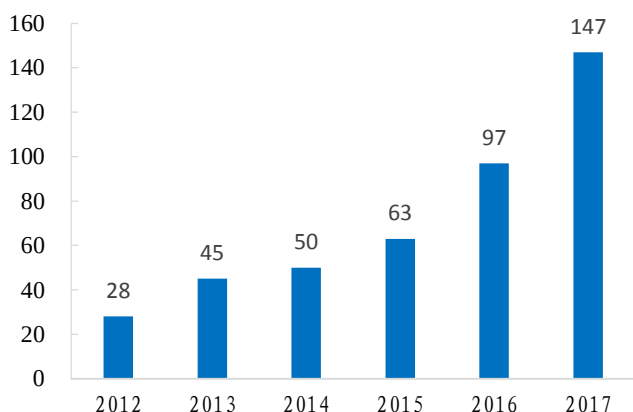
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.2.2、潘庄项目：质量极高的示范项目，销售利用率为98%，彰显技术实力

潘庄项目是由亚美能源子公司美中能源和中联煤层气合作开发的潘庄项目位于沁水盆地南部，产品分成合同项下总面积为67.4平方公里，在国家能源局制定的《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》中，被列为中国煤层气重点项目。

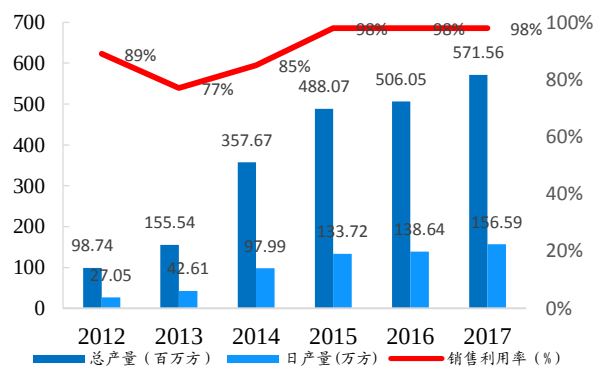
2011年11月，潘庄区块总体开发方案获得国家发改委批准，是中国首个总体开发方案获得国家发改委批准并进入全面商业开发的中外合作煤层气区块，其年设计产能为5亿立方米。2016年6月，潘庄区块煤层气日总产量超过155万立方米，已投入运营的水平井单井日产量超过2.8万立方米，创造了当时中国煤层气单井平均日产量的最高纪录。2016年11月1日，潘庄项目正式进入生产期，成为第一个完成开发阶段并进入生产阶段的中外合作煤层气项目。2015年至2017年，潘庄项目的煤层气总产量分别为4.88亿立方米、5.06亿立方米、5.72亿立方米，总销量分别为4.79亿立方米、4.96亿立方米、5.60亿立方米。2015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

图19： 潘庄项目生产井井数



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所；注：从高成

图20： 潘庄项目总产量及销售利用率

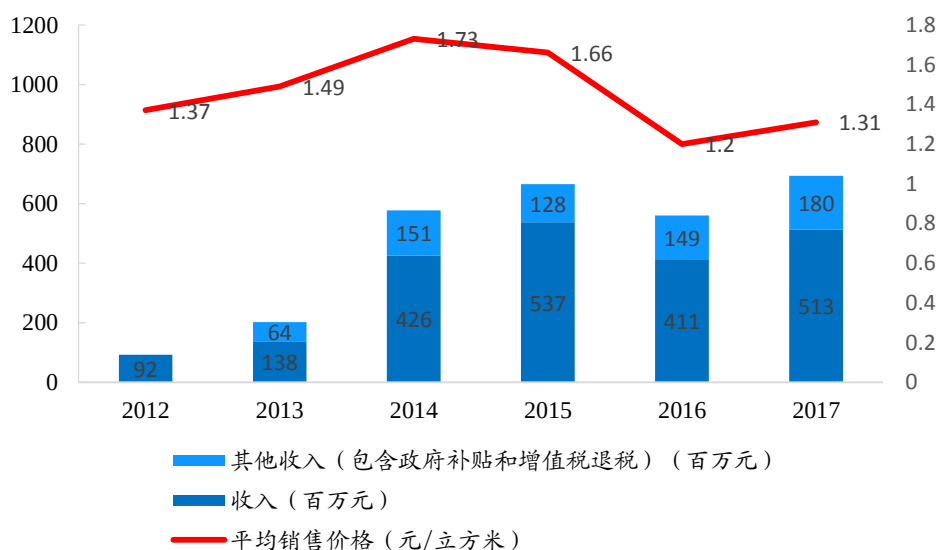


资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所；注：2013年

本的 MLD 井型(2007-2014 年)转变为更低成本的 SLH 井型(2015 年以后)

销售利用率较低是因为进入商业开发阶段后大量钻井,但地面设施速度暂时没有赶上产量提升速度

图21: 潘庄区块收入、其他收入及平均销售价格



资料来源: 亚美能源公司公告, 新时代证券研究所; 注: 平均销售价格为含增值税的净井口价格

2017 年, 潘庄区块单井成本实现了持续下降。在潘庄区块, 每口单分支水平井的平均钻井成本从 2016 年的 380 万元降至 2017 年一季度的 330 万元, 并进一步降低至第四季度的 290 万元。

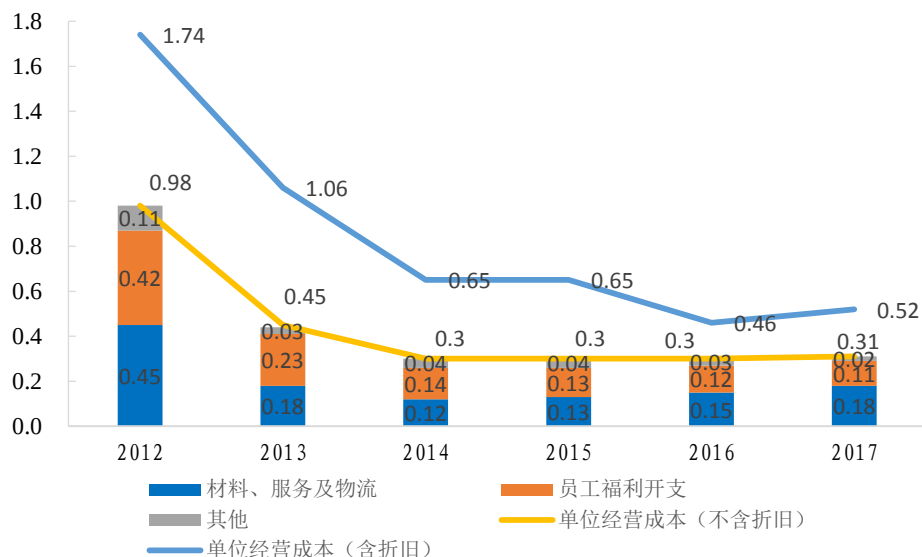
表20: 潘庄项目单井成本持续降低 (百万元)

年份	潘庄多分支水平井	潘庄单分支水平井
2013	14.2	NA
2014	12.5	NA
2015	NA	5.8
2016	NA	3.8
2017	NA	2.9

资料来源: 亚美能源官网, 新时代证券研究所

潘庄区块在 2011 年 11 月进入开发期后, 单位经营成本快速下降。2014 年以后, 随着产能增速相对平缓, 潘庄区块的单位经营成本基本保持平稳。

图22: 潘庄区块单位经营成本 (元/立方米)

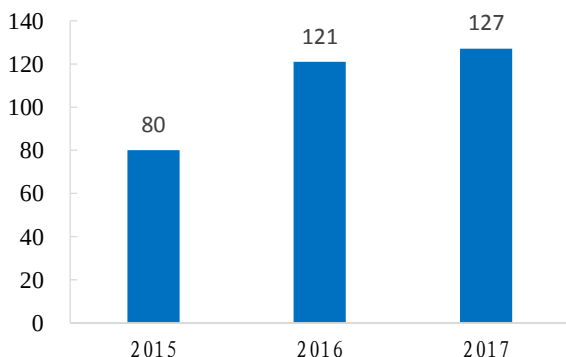


资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

2.2.3、马必项目：先导性项目成效显著，大规模开采整装待发

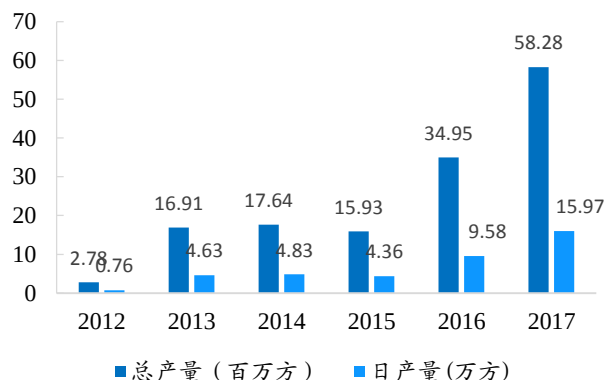
马必区块的先导性项目成效显著。马必项目为亚美能源子公司亚美大陆煤层气与中石油的合作项目，同样位于沁水盆地，产品分成合同项下总面积为 898.2 平方公里。马必煤层气合作项目总体开发方案一期(年设计产能为 10 亿立方米)于 2013 年 11 月取得国家能源局的前期批复。2016 年，马必项目先导性总产气量为 3495 万立方米，平均日产量为 9.55 万立方米。2017 年 7 月 1 日，亚美能源与中国石油天然气股份有限公司签订了天然气销售协定，协议允许马必区块向中石油西气东输 1 号管道出售最高 50 万立方米每天的天然气，因此马必项目从 2017 年下半年开始在利润表上确认相关收入及费用。2017 年，马必项目先导性总产气量达 5828 万立方米，平均日产量达 16 万立方米，同比增加 67%。截至 2017 年底，马必共有 127 口处于不同阶段的先导性生产井，结合低成本 PDW 套管完井以及水力压裂方式，可以最大化降低单井同时开采多个煤层的投入。在 2017 年取得先导性开发产量的提高和开发优化的进展之后，马必区块已经为大规模商业性开发做好了准备。

图23： 马必项目生产井井数



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

图24： 马必项目总产量

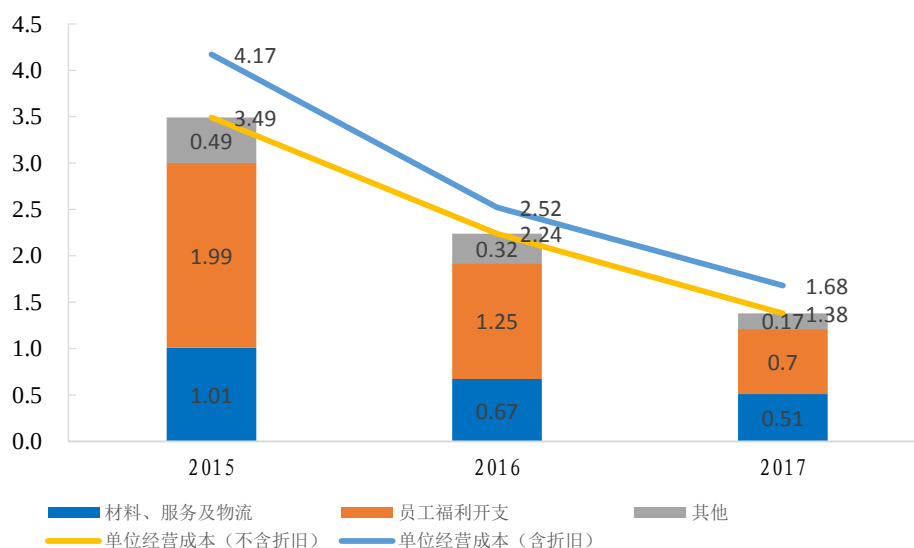


资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

马必区块在进入开发期之前，单位经营成本就已经快速下降。马必区块含折旧的单位经营成本从 2015 年的 4.17 元/立方米大幅下降到 2017 年的 1.68 元/立方米。2017 年马必区块共完成钻井 67，这 67 口井的钻井和完井平均成本较历史同类井的

平均成本下降 30%。

图25: 马必区块单位经营成本(元/立方米)



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

表21: 马必项目单井成本持续降低(百万元)

年份	马必丛式井	
	钻井	每层压裂
2013	NA	NA
2014	1.3	0.8
2015	1.3	0.5
2016	1.2	0.4
2017	0.83	0.3

资料来源：亚美能源官网，新时代证券研究所

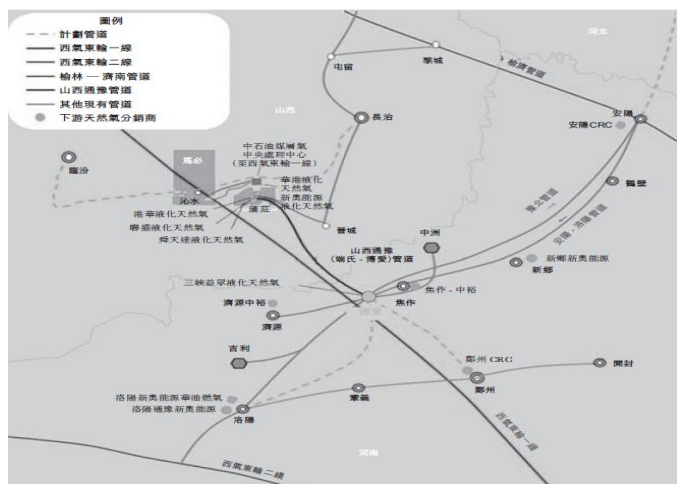
2.2.4、管输设施完备，下游消纳无忧

亚美能源的主要客户为管道下游客户、LNG 工厂、管道运营商、城市燃气运营商和工业用户等。亚美能源通过拓展与需求稳定的管道下游客户的关系，扩大客户群，降低客户集中风险，并通过与部分管道下游客户订立长期销售合同的方式，锁定售价，增进财务稳定性。

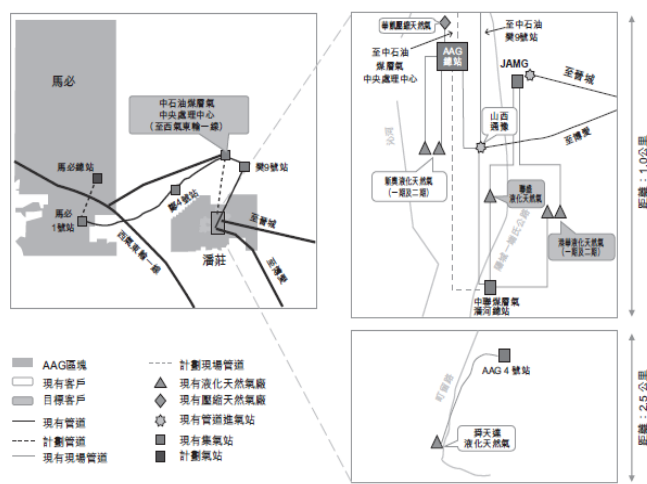
沁水盆地发达的天然气管网设施和多家 LNG 工厂为潘庄和马必区块提供了便捷和多样的市场销售渠道。2008 年，亚美能源率先实现了煤层气销售，潘庄成为第一个在中国实现煤层气下游销售的合作项目。目前，与亚美能源已签订合同的客户包括新奥能源、济源中裕燃气、舜天达、洛阳通豫新奥等企业。

图26: 亚美能源覆盖区域的管线设施（一）

图27: 亚美能源覆盖区域的管线设施（二）



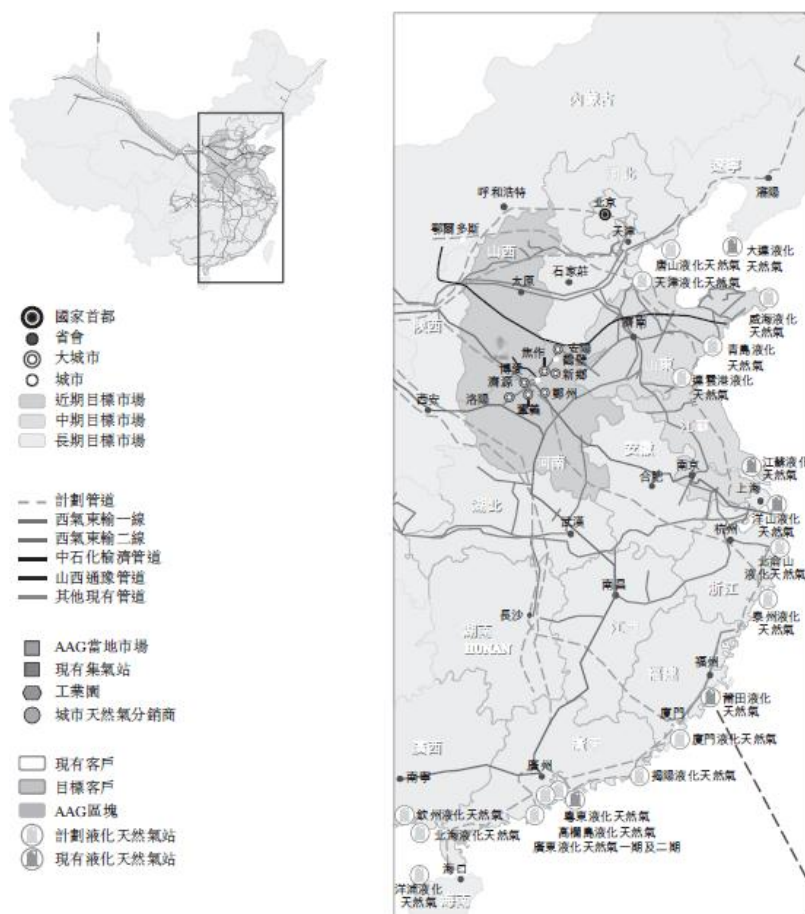
资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

通过天然气管道，除沁水盆地之外，亚美能源的下游目标市场进一步延伸到山西中部、河南、山东、江苏及上海地区。马必区块目前已通过管道与中石油煤层气处理中心连通。通过煤层气处理中心，马必区块的煤层气可进入国家干线西气东输一线。随着天然气管网第三方接入的进一步开放，未来亚美能源可将煤层气直接销售到华东沿海市场。

图28: 亚美能源的下游市场丰富



资料来源：亚美能源公司公告，新时代证券研究所

2.3、2018-2020 年，国内天然气供需偏紧是大概率事件，天然气对外依存度持续攀升，煤层气价值凸显

2018-2020 年，国内天然气供需偏紧是大概率事件。

(1) 需求端：天然气需要旺盛，2020 年有望超过 3500 亿方，2018-2020 年年均增长率为 13.63%。其中，城市燃气消费量将达到 1559 亿方，未来三年增量 622 亿方；工业燃料消费量将达到 1149 亿方，未来三年增量 389 亿方；发电消费量将达到 95 亿方，未来三年增量 95 亿方；化工消费量将维持 262-270 亿方的水平。

(2) 供给端：国产气增速仍有限，进口管道气短期产能不足，LNG 接收站是主要弹性。其中，2020 年国内天然气产量约 2070 亿方，2018-2020 年年均增长率为 11.98%；2018-2020 年进口管道气分别为 436 亿方、497 亿方、630 亿方；2018-2020 年天然气进口 LNG 的量分别为 717 亿方、833 亿方、871 亿方。

表22： 天然气供需平衡表（亿方）

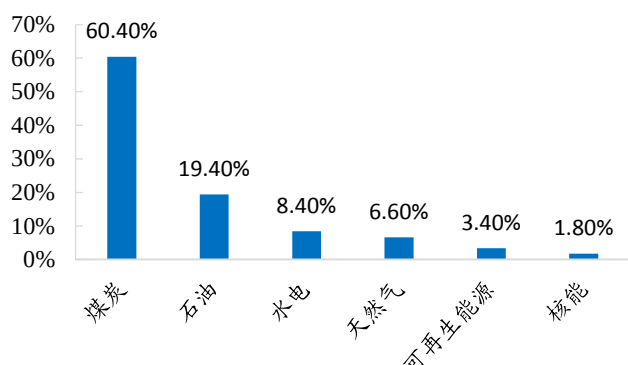
项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
消费量	2058	2386	2749	3117	3501
YOY		15.94%	15.21%	13.39%	12.31%
供给量	2120	2428	2804	3179	3571
YOY		14.53%	15.49%	13.39%	12.31%
误差及损失	3.00%	1.74%	2.00%	2.00%	2.00%
消费端					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
消费量总量	2058	2386	2749	3117	3501
YOY		15.94%	15.21%	13.39%	12.31%
城市燃气消费量	729	937	1126	1342	1559
工业燃料消费量	712	760	900	1017	1149
发电消费量	366	427	459	490	522
化工消费量	251	262	265	267	270
供给端					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E
供给量总量	2120	2428	2804	3179	3571
YOY		14.53%	15.49%	13.39%	12.31%
国内产气总量	1368	1474	1651	1849	2070
YOY		7.72%	12.00%	12.00%	11.95%
国内常规气	1223	1307	1439	1531	1625
国内非常规气-页岩气	79	91	120	200	300
国内非常规气-煤层气(地面)	45	50	60	80	100
国内非常规气-煤制气	22	26	32	38	45
进口天然气总量	751	954	1153	1330	1501
YOY		26.92%	20.90%	15.39%	12.80%
进口管道气	389	423	436	497	630
YOY		8.78%	2.89%	14.18%	26.70%
进口管道气产能	670	670	670	765	1050
进口管道气产能利用率	58.07%	63.17%	65.00%	65.00%	60.00%
进口 LNG	362	530	717	833	871

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
YOY		46.40%	35.26%	16.12%	4.51%
LNG 接收站年等效产能	713	773	856	1013	1077
LNG 接收站产能利用率	50.78%	68.59%	83.78%	82.22%	80.82%

资料来源：Wind，新时代证券研究所测算

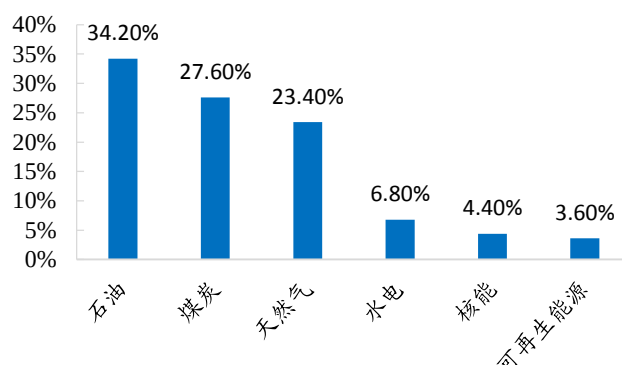
根据《BP 世界能源统计年鉴》2018 版，我国天然气在一次能源消费结构中占比达到 6.6%，远低于全球天然气消费平均占比 23.4%，提升空间较大。

图29： 中国一次能源消费占比（2017）



资料来源：《BP 世界能源统计年鉴》2018 版，新时代证券研究所

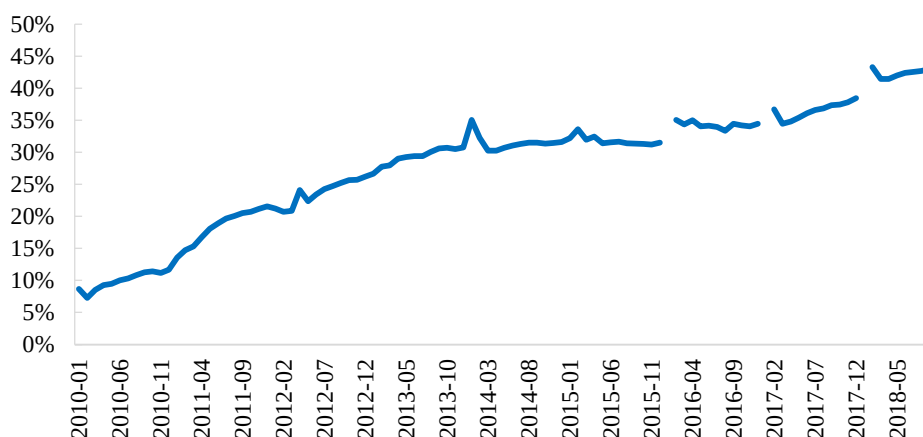
图30： 世界一次能源消费占比（2017）



资料来源：《BP 世界能源统计年鉴》2018 版，新时代证券研究所

中国天然气对外依存度持续走高，勘探开发程度依旧较低。截至 2018 年 9 月，我国天然气对外依存度持续攀升至 43%。与此同时，我国天然气勘探开发程度依旧较低。我们认为，随着技术进度和天然气体制改革的不断深入，开发低渗透、深层、深水、火山岩等领域大量的品位低、难动用资源的经济性将逐步显现，非常规天然气资源潜力将不断释放。

图31： 中国天然气对外依存度



资料来源：Wind，《中国天然气发展报告（2018）》，新时代证券研究所

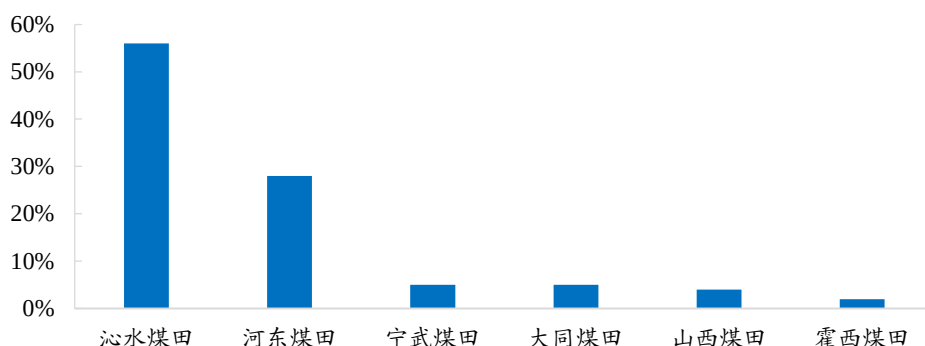
2.4、“气化山西”下，山西省煤层气发展极具潜力

山西省是中国煤层气最为富集的地区，煤层气产业逐渐成为山西省战略性支柱产业。根据煤层气资源调查评价成果，山西省埋深 2000 米以浅的含气面积为 3.59

万平方千米，预测资源量约 8.31 万亿立方米，占全国的 27.7%。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%，主要分布在沁水盆地和鄂尔多斯盆地东缘，其中沁水煤田 4341.18 亿立方米，河东煤田 1228.55 亿立方米，西山煤田 214.28 亿立方米。

2017 年 9 月，国务院印发《关于支持山西省进一步深化改革促进资源型经济转型发展的意见》（国发〔2017〕42 号），提出支持山西优化能源产业结构，重点布局煤层气转化等高端项目，加快实施“煤改气”工程，建立煤层气勘查区块退出机制和公开竞争出让制度。2018 年 1 月，山西省人民政府办公厅印发《关于印发山西省深化煤层气（天然气）体制改革实施方案的通知》（晋政办发〔2018〕16 号），提出全面推进体制机制改革，促进上中下游协调联动、均衡发展，推动煤层气（天然气）产业发展取得突破性进展。我们认为，在国家及山西省政府的支持鼓励下，煤层气（燃气）产业有望逐步成为山西省的战略性支柱产业。

图32： 山西六大煤田煤层气资源量所占比例



资料来源：《中国煤层气产业发展研究》，新时代证券研究所

山西省地面勘探抽采及煤矿瓦斯抽采均处于全国首位。（1）地面勘探抽采：截至 2015 年底，山西省累计施工煤层气钻井 15379 口，在建及建成地面煤层气产能 77.09 亿立方米/年。寿阳、沁南、柿庄、郑庄、三交、柳林、大宁—吉县、延川南等区块新提交探明地质储量，潘庄、樊庄、潘河、保德等重点开发项目建成投产。2015 年，地面抽采煤层气量达到 41.77 亿立方米、利用量 34.78 亿立方米，分别占全国的 94.93%、91.53%，利用率为 83.27%。（2）煤矿瓦斯抽采：2015 年起实施的煤矿瓦斯抽采全覆盖工程，有效促进了煤矿瓦斯的抽采利用。截至 2015 年底，山西省 1055 座煤矿建成了 316 座煤矿瓦斯抽采系统，阳泉、晋城、西山、离柳、潞安五个瓦斯年抽采量超过 1 亿立方米的矿区。2015 年，煤矿瓦斯抽采量 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%，利用率为 37%。

山西省规划煤层气利用水平将大幅提高。根据《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，到 2020 年，山西省力争煤层气抽采量达到 200 亿立方米，地面开采产能建设达到 300~400 亿立方米/年，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，在全省能源结构中占据重要位置。

表23： 山西省煤层气勘查开发规划主要指标

指标类型		规划指标	属性
探明地质储量(亿立方米)	累计	11000~14000	指导性
	新增	5000~8000	预期性
地面抽采产能建设(亿立方米/年)	累计	300~400	指导性
	新增	230~330	预期性

地面抽采量(亿立方米/年)	135~150	预期性
地面抽采采收率(%)	>55%	约束性
煤矿瓦斯抽采量(亿立方米/年)	地面	55~70
	井下	60~63
抽采瓦斯利用量(亿立方米/年)	65~85	指导性
煤矿采空区产能建设(亿立方米/年)	1~2	预期性
煤层气(煤矿瓦斯)利用率(%)	地面	90
	井下	50
废水利用率(%)	80	约束性

资料来源：《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020年）》，新时代证券研究所

山西省规划加快煤层气产能建设。截至 2015 年底，山西省境内共设置煤层气及油气矿业权 48 个，登记面积 5.49 万平方千米。其中煤层气矿业权 41 个、登记面积 3.06 万平方千米，包括探矿权 33 个、面积 2.90 万平方千米，采矿权 8 个、面积 0.16 万平方千米；登记油气探矿权 7 个，登记面积 2.43 万平方千米。根据《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，到 2020 年，采矿权达到 30 个（含现有采矿权 8 个），新增产能 175~270 亿立方米/年，新增探明地质储量 4290~7200 亿立方米。

表24： 山西省煤层气产能建设

类型	矿区名称	现有储量（亿立方米）	现有产能（亿立方米/年）	新增储量（亿立方米）	新增产能（亿立方米/年）
开采规划区块 (探矿权转采矿权，22 个)	沁水—屯留矿区：柿庄南、马必东、马必、大宁	1161.12	8.30	850~1200	23~39
	沁源—安泽矿区：沁源、柿庄北、夏店、沁南、下黄岩	709.24	4.25	1190~2200	26~38
	左权—昔阳矿区：寿阳北、寿阳	188.70	2.40	300~500	7~11
	古交—交城矿区：古交	214.28		50~100	6~10
	保德—兴县矿区：保德（探）	183.63	7.80		10~15
	兴县—临县矿区：临县东、临县西、临县中			800~1400	35~50
	柳林—石楼矿区：柳林、石楼北—武家庄、三交、三交北	653.26	4.85	500~800	19~30
	石楼—隰县矿区：石楼西				10~15
	乡宁—吉县矿区：大宁—吉县		1	500~800	25~37
	沁水—屯留矿区：郑庄、成庄、寺河、枣园、潘庄	2123.33	30.79		9~15
已有采矿权（8 个）	沁源—安泽矿区：长子	158.79	158.79	5.00	4~7
	保德—兴县矿区：保德（采）	183.63	7.70		
	乡宁—吉县矿区：延川南（采）	208.03	5.00	100~200	1~3
小结		5784.01	77.09	4290~7200	175~270

资料来源：《山西省煤层气资源勘查开发规划（2016-2020 年）》，新时代证券研究所

以“气化山西”为引领，山西省大力发展煤层气产业。根据《山西省“十三五”综合能源发展规划》，山西省将大力发展煤层气产业，重点建设沁水和河东两大煤层气产业基地，实施煤矿瓦斯抽采全覆盖工程，完善“三纵十一横”管网布局。

表25： 山西省发展煤层气产业重点方向

序号	发展重点	详情
1	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。
2	实施煤矿瓦斯抽采全覆盖工程	推进晋城矿区、阳泉矿区、潞安矿区、西山矿区和离柳矿区五大瓦斯抽采利用矿区建设。加大井下煤矿瓦斯抽采量，积极探索低浓度瓦斯利用途径，提升煤矿瓦斯综合利用水平。到 2020 年，基本实现全省煤矿瓦斯抽采全覆盖工程。

序号	发展重点	详情
		斯抽采利用全覆盖。
3	完善“三纵十一横”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。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。

资料来源：《山西省“十三五”综合能源发展规划》，新时代证券研究所

3、未来看点：新疆燃气销售仍有潜力，煤层气开采即将进入高速增长期

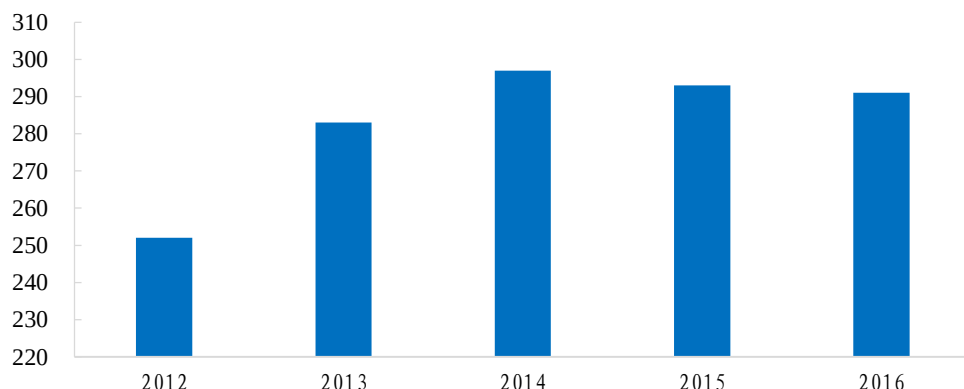
3.1、新天然气原有业务：受益城镇化及工业化，新疆燃气销售仍有潜力

新疆天然气气源充足。新疆天然气资源丰富，是我国天然气主产区之一，主要分布在三大盆地：塔里木盆地（塔里木油气田）、准噶尔盆地（新疆油气田）、吐哈盆地（吐哈油气田）。此外，随着西气东输二线、三线的建成和四线、中俄天然气管道西线建设的规划，新疆已成为我国天然气重要的生产基地和输往内地的陆上大通道。

2013年以来，城镇燃气化是燃气销售主要动力。新疆从2013年起启动预计投资393亿元的新疆燃气化工程，力争到2017年末，全疆所有县（市、区）政府所在城镇100%实现燃气化，距天然气干线管网较近、人口相对集中的镇（乡）80%以上实现燃气化。

近年来，新疆天然气产量经历了较大幅度的增长后，目前处于较为平稳的状态。根据国家统计局数据，2012年至2016年，新疆天然气产量由252亿立方米增长至291亿立方米，年复合增长率为3.66%。就全国情况来看，新疆的天然气产量始终位居全国前列，近年来其产量占全国产量的比重均保持在20%以上。2016年，新疆天然气产量位居全国第三名，仅次于陕西省与四川省。

图33：新疆天然气产量（亿立方米）

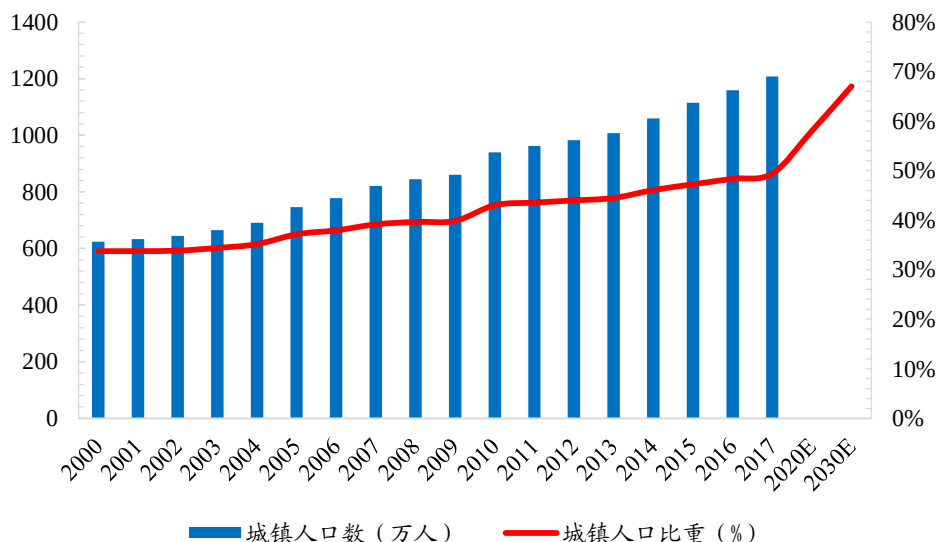


资料来源：国家统计局，新时代证券研究所

公司从事城市燃气经营的地区是新疆社会经济发展最具活力与潜力的区域，在城镇化和工业化方面都极具优势。

(1) 城镇化方面: 根据《新疆城镇体系规划(2014-2030)》, 新疆城镇化发展目标为到 2020 年底城镇化比例达到 58%, 到 2030 年城镇化比例达到 66%至 68%。截止 2017 年末, 新疆城镇人口 1207.18 万人, 城镇化率达 49.38%, 还有较大的提升空间。公司经营区域处于新疆维吾尔自治区首府乌鲁木齐市、南疆库尔勒市两大城市经济体周围, 特别乌鲁木齐米东区又是乌鲁木齐市城市北扩的重要核心部位, 将打造成为“人居新城”、“工业新城”, 该区域到 2020 年城市人口将达到 100 万。

图34: 新疆城镇人口数及城镇人口比重



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

(2) 工业化方面: 根据《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》, “十三五”期间, 新疆地区生产总值年均增长 7%左右, 2020 年地区生产总值达到 13078 亿元; 工业增加值年均增长 8%左右; 全社会固定资产投资年均增长 12%; 一般公共预算收入年均增长 6.5%以上; 社会消费品零售总额年均增长 10%; 外贸进出口总额年均增长 8%; 价格总水平保持基本稳定; 户籍人口城镇化率达到 45%; 城镇居民人均可支配收入年均增长 8%, 农村居民人均纯收入年均增长 8%, 均基本达到全国平均水平。公司处于新疆维吾尔自治区多个国家级的经济技术开发区之中, 如: 乌鲁木齐市高新技术开发区、乌鲁木齐甘泉堡工业开发区 (地址在乌鲁木齐米东区与阜康市、五家渠市, 目前是新疆维吾尔自治区最大的工业开发区)、新疆准东经济技术开发区 (地址在阜康市)、五家渠市经济技术开发区、库车县经济技术开发区, 库车公司、阜康公司又同时处于新疆维吾尔自治区四大能源化工基地的两大能源基地。

表26: 新疆“十三五”期间经济社会发展的主要指标

指 标		2015 年预计	2020 年	年均增长（%）[累计]	属性
地区生产总值（亿元）		9324.8	13078	7 左右	预期性
工业增加值（亿元）		2690	3952	8 左右	预期性
全社会固定资产投资（亿元）		10729	18908	12	预期性
一般公共预算收入（亿元）		1331	1824	6.5 以上	预期性
社会消费品零售总额（亿元）		2606	4197	10	预期性
外贸进出口总额（亿美元）		196.8	289	8	预期性
城镇化率	常住人口城镇化率（%）	48	58	[10]	预期性
	户籍人口城镇化率（%）	38.3	45	[6.7]	预期性
服务业增加值比重（%）		45.2	48.5	[3.3]	预期性

城镇居民人均可支配收入（元）	26274.7	38606	8	预期性
农村居民人均纯收入（元）	8850	13004	8	预期性

资料来源：《新疆维吾尔自治区国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，新时代证券研究所

3.2、亚美能源业务：开发方案获批，马必项目大规模开采将根本上提升采气量

2018年10月8日，公司公告称，公司控股孙公司亚美大陆煤层气参与的山西沁水盆地马必区块南区煤层气对外合作项目总体方案（ODP）获国家发改委批复，同意马必南区总体开发方案。

马必项目项目总投资为46.4亿元，建设规模为10亿立方米/年，建设期为4年。项目计划动用煤层气含气面积131.7平方千米，动用煤层气储量196.23亿立方米；施工煤层气开发井1341口，其中已完成试采井58口、新建开发井1283口；建设处理厂1座、集气站4座，敷设采气管线445千米、集气管线57.5千米、外输管线4.5千米。

表27：马必项目与潘庄项目全面对比

项目	潘庄项目	马必项目
产品分成合同订立日期	2003年3月3日	2004年7月15日
中方合作伙伴	中联煤层气有限公司	中石油
期限	25年	30年
产品分成合同项下的状态	生产阶段	开发阶段
到期时间	2028年	2034年
合同约定可开发的总面积	67.4平方公里	898.2平方公里
总体开发方案设计产能	5亿立方米/年	ODP一期为10亿立方米/年
可分成权益	80%	70%
总体开发方案的批准/备案日期	2011年11月28日	2018年10月8日
2017年证实储量（1P）（亿方）	40.35	13.62
2017年证实+概算储量（2P）（亿方）	69.55	173.64
2017年证实+概算+可能储量（3P）（亿方）	86.51	241.94
2017年总产量（亿方）	5.72	0.58
2017年单位经营成本（含折旧）（元/方）	0.52	1.68
亮点	第一个进入大规模商业性开发及生产阶段的中外煤层气合作区块	
		开发方案获批，先导性项目成效显著

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4、盈利预测与投资建议

（1）新天然气原有业务：

- 天然气供应：预计2018-2020年公司天然气销量分别为6.39亿方、7.02亿方、7.73亿方。
- 天然气入户安装劳务：预计2018-2020年公司天然气入户安装数分别为4.31万户、4.10万户、3.89万户。

表28: 新天然气原有业务财务预测的关键假设

项目	指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
新天然气原有业务合计	营收 (万元)	91,450.66	101,621.10	118,828.64	128,959.39	138,855.54
	YOY (%)		11.12%	16.93%	8.53%	7.67%
	毛利 (万元)	28,927.66	32,972.66	37,774.68	40,374.49	42,919.47
	毛利率 (%)	31.63%	32.45%	31.79%	31.31%	30.91%
天然气供应	营收 (万元)	71,564.38	80,490.90	97,695.09	108,869.37	119,756.30
	YOY (%)		12.47%	21.37%	11.44%	10.00%
	毛利 (万元)	18,609.61	22,483.53	27,286.24	30,407.21	33,447.94
	毛利率 (%)	26.00%	27.93%	27.93%	27.93%	27.93%
天然气入户安装劳务	营收 (万元)	19,646.89	20,944.00	20,944.00	19,896.80	18,901.96
	YOY (%)		6.60%	0.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利 (万元)	10,157.83	10,438.63	10,438.49	9,916.57	9,420.74
	毛利率 (%)	51.70%	49.84%	49.84%	49.84%	49.84%
压缩天然气运输	营收 (万元)	22.80	33.46	36.81	40.49	44.54
	YOY (%)		46.75%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利 (万元)	1.18	3.34	2.79	3.55	3.64
	毛利率 (%)	5.17%	9.98%	7.58%	8.78%	8.18%
其他业务	营收 (万元)	216.59	152.74	152.74	152.74	152.74
	YOY (%)		-29.48%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利 (万元)	159.04	47.16	47.16	47.16	47.16
	毛利率 (%)	73.43%	30.87%	30.87%	30.87%	30.87%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

(2) 亚美能源业务 (50.5%股份, 2018 年 8 月底并表):

- 潘庄项目: 预计 2018-2020 年潘庄项目净销量分别为 4.91 亿方、5.40 亿方、5.67 亿方, 平均销售价格分别为 1.65 元/方、1.65 元/方、1.65 元/方。
- 马必项目: 预计 2018-2020 年马必项目净销量分别为 0.51 亿方、0.88 亿方、2.64 亿方, 平均销售价格分别为 1.80 元/方、1.65 元/方、1.65 元/方。

表29: 亚美能源业务财务预测的关键假设

项目	指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
亚美能源业务合计	收入 (亿元)	4.11	5.42	9.02	10.35	13.71
	其他收入 (亿元)	1.49	1.94	2.53	2.92	3.86
潘庄项目	净销量 (亿方)	3.43	3.91	4.91	5.40	5.67
	平均销售价格 (元/方)	1.20	1.31	1.65	1.65	1.65
	销售收入 (亿元)	4.11	5.13	8.10	8.91	9.35
马必项目	净销量 (亿方)	0.17	0.42	0.51	0.88	2.64
	平均销售价格 (元/方)	1.20	1.14	1.80	1.65	1.65
	销售收入 (亿元)		0.29	0.92	1.45	4.36

资料来源: Wind, 新时代证券研究所; 注: 其他收入包括煤层气开采补贴及增值税退税

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.63、2.98 和 3.92 元, 当前股价对应 2018-2020 年 PE 分别 20.8、11.4 和 8.6 倍。公司作为新疆城市燃气行业领军企业, 收购优质资产亚美能源 50.5%股份, 布局上游煤层气开采业务。目前, 亚美能源的马必项目开发方案已获批, 建设规模为 10 亿立方米/年 (潘庄项目的 2 倍), 即将进入大规模开采期, 将显著提升公司业绩, 首次覆盖给予“推荐”评级。

5、风险提示

马必项目进程不及预期，天然气需求不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1401	1556	1619	2017	2690	营业收入	915	1016	1489	2325	2760
现金	399	974	983	1228	1948	营业成本	625	686	991	1486	1714
应收账款	39	75	93	169	142	营业税金及附加	7	7	11	17	20
其他应收款	19	23	39	58	57	营业费用	14	17	30	46	55
预付账款	20	19	38	51	55	管理费用	44	43	119	151	179
存货	12	24	28	50	40	财务费用	1	-6	65	99	71
其他流动资产	910	441	438	460	448	资产减值损失	2	3	0	0	0
非流动资产	690	740	991	1428	1591	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	16	4	5	6
固定资产	567	632	862	1278	1439	营业利润	221	311	362	822	1113
无形资产	60	58	67	72	75	营业外收入	22	0	21	19	16
其他非流动资产	63	50	61	79	78	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	2091	2296	2610	3445	4281	利润总额	242	310	382	840	1128
流动负债	255	288	434	619	588	所得税	39	46	59	132	175
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	203	264	323	709	953
应付账款	71	120	156	259	220	少数股东损益	0	0	62	232	325
其他流动负债	184	168	278	361	368	归属母公司净利润	203	264	261	477	628
非流动负债	47	66	71	79	80	EBITDA	287	339	414	898	1200
长期借款	0	0	5	13	14	EPS(元)	1.27	1.65	1.63	2.98	3.92
其他非流动负债	47	66	66	66	66						
负债合计	302	354	505	699	668	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0	0	62	294	619	成长能力					
股本	160	160	160	160	160	营业收入(%)	-3.7	11.1	46.5	56.2	18.7
资本公积	1171	1171	1171	1171	1171	营业利润(%)	7.0	40.7	16.3	127.2	35.4
留存收益	414	565	795	1247	1769	归属于母公司净利润(%)	1.5	29.7	-0.8	82.3	31.6
归属母公司股东权益	1788	1942	2043	2452	2994	获利能力					
负债和股东权益	2091	2296	2610	3445	4281	毛利率(%)	31.6	32.4	33.4	36.1	37.9
						净利率(%)	22.2	25.9	17.6	20.5	22.7
						ROE(%)	11.4	13.6	15.4	25.8	26.4
						ROIC(%)	10.6	12.2	14.5	27.5	30.2
						偿债能力					
						资产负债率(%)	14.5	15.4	19.3	20.3	15.6
						净负债比率(%)	-20.8	-50.2	-46.4	-44.1	-53.4
						流动比率	5.5	5.4	3.7	3.3	4.6
						速动比率	5.4	5.3	3.7	3.2	4.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.8	0.7
						应收账款周转率	23.5	17.7	17.7	17.7	17.7
						应付账款周转率	8.1	7.2	7.2	7.2	7.2
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.27	1.65	1.63	2.98	3.92
						每股经营现金流(最新摊薄)	-3.96	4.87	3.35	5.78	7.19
						每股净资产(最新摊薄)	11.18	12.14	12.77	15.32	18.72
						估值比率					
						P/E	26.7	20.6	20.8	11.4	8.6
						P/B	3.0	2.8	2.7	2.2	1.8
						EV/EBITDA	17.6	13.2	10.9	5.0	3.4

现金流量表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	262	292	535	924	1150
净利润	203	264	323	709	953
折旧摊销	56	58	61	90	119
财务费用	1	-6	65	99	71
投资损失	-0	-16	-4	-5	-6
营运资金变动	-6	-18	90	31	13
其他经营现金流	8	10	0	0	0
投资活动现金流	-948	412	-309	-522	-276
资本支出	48	89	251	437	163
长期投资	-900	485	0	0	0
其他投资现金流	-1800	987	-57	-86	-113
筹资活动现金流	852	-129	-218	-156	-154
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	-77	0	5	8	1
普通股增加	40	0	0	0	0
资本公积增加	982	0	0	0	0
其他筹资现金流	-93	-129	-223	-164	-155
现金净增加额	167	575	8	246	720

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有两年以上行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>