

## 公用事业

2014年08月27日

## 国新能源 (600617)

——煤层气放量，公司毛利水平进一步提升

报告原因：有信息公布需要点评

## 买入

维持

市场数据：2014年08月26日

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 19.6       |
| 一年内最高/最低(元) | 23.98/15.3 |
| 上证指数/深证成指   | 2207/7814  |
| 市净率         | 6.3        |
| 息率(分红/股价)   | -          |
| 流通A股市值(百万元) | 2012       |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014年06月30日

|              |         |
|--------------|---------|
| 每股净资产(元)     | 3.09    |
| 资产负债率%       | 81.17   |
| 总股本/流通A股(百万) | 593/103 |
| 流通B股/H股(百万)  | 65/-    |

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《联华合纤(600617)调研报告：期待需求多元释放，维持“买入”评级》

2014/04/10

《联华合纤(600617)：煤层气爆发提升管网效率，期待业绩多点绽放》

2014/04/03

## 证券分析师

陈超 A0230513080002  
[chenchao@swsresearch.com](mailto:chenchao@swsresearch.com)  
 刘晓宁 A0230511120002  
[liuxn@swsresearch.com](mailto:liuxn@swsresearch.com)

## 联系人

何婧雯  
 (8621)23297467  
[hejw@swsresearch.com](mailto:hejw@swsresearch.com)

地址：上海市南京东路99号  
 电话：(8621) 23297818  
 上海申银万国证券研究所有限公司  
<http://www.swsresearch.com>

## 盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

|        | 营业收入  | 增长率  | 净利润 | 增长率  | 每股收益 | 毛利率  | 净资产收益率 | 市盈率  | EV/EBITDA |
|--------|-------|------|-----|------|------|------|--------|------|-----------|
| 2013A  | 4,393 | 19.8 | 308 | 43.6 | 0.52 | 21.8 | 26.9   | 38.9 | 25.7      |
| 2014Q2 | 2,546 | 27.4 | 226 | 95.8 | 0.38 | 22.2 | 12.3   |      |           |
| 2014E  | 7,192 | 63.7 | 442 | 43.6 | 0.75 | 19.3 | 25.3   | 27.1 | 19.6      |
| 2015E  | 9,354 | 30.1 | 628 | 42.0 | 1.06 | 20.2 | 22.0   | 19.1 | 16.3      |
| 2016E  | 10,86 | 16.1 | 751 | 19.6 | 1.27 | 20.5 | 20.8   | 15.9 | 15.1      |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE；

## 投资要点：

- **上半年归属净利润同比增长 95.8%，基本符合我们的预期。**公司上半年实现营业收入 25.46 亿元，同比增长 27.4%，其中二季度营业收入 9.8 亿元，环比一季度下降 37.5%，季度收入环比下降主要受季节性因素影响。上半年实现归属母公司净利润 2.26 亿元，同比增长 95.8%。扣非后上半年 EPS 0.34 元，其中二季度实现扣非后 EPS 0.15 元。业绩基本符合我们的预期。
- **毛利率环比提升，预示公司煤层气占比持续提高。**公司上半年天然气及煤层气板块实现毛利率 21.68%，较去年同期上涨 4.02 个百分点，其中 2 季度毛利率 22.2%，环比一季度上涨 0.9 个百分点。根据我们的测算，公司煤层气占比每提高 1 个百分点，公司毛利率上升约 1.1 个百分点。毛利率的环比提升印证了我们对公司煤层气占比持续提升的判断。考虑到煤层气单方盈利能力远超常规天然气，因此，煤层气占比的持续提高将推动公司业绩继续上涨。
- **14 年看煤层气占比提升，提高毛利；15 年看需求多元释放创造销售增长。**公司目前在山西管网占有率、资源占有率以及市场占有率均在 95% 以上，独享气化山西盛宴地位难以撼动。14 年业绩增长主要受益于销量增长与煤层气占比提升对毛利的贡献；15 年在 14 年基础上煤层气占比有望继续提升，同时公司打造的多元化下游需求逐渐释放，销量有望继续保持高速增长。
- **短期成本收缩，中期需求多元释放，长期有望异地扩张。**公司未来成长方向较为确定，我们建议密切关注公司下游需求规划项目的建设进展，从而把握公司成长的时间表。
- **维持 14-15 年 0.75、1.06 的盈利预测，维持“买入”投资评级。**我们维持对公司 14-15 年 0.75、1.06 的盈利预测，当前股价下对应公司 14 年业绩倍 P/E。同时，考虑公司 95% 的管网占有率使其独享气化山西盛宴的地位难以被撼动，以及创造公司成本弹性和异地扩张可能性的多气源格局。继续维持“买入”投资评级。

**表 1：国新能源销售气量预测表（单位：亿方）**

|        | 2011  | 2012  | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|
| 销量     | 15.19 | 19.62 | 24.6 | 30.0  | 41.2  | 48.4  | 56.0  |
| 销量增速   |       | 29%   | 25%  | 22%   | 37%   | 17%   | 16%   |
| 其中：天然气 | 13.81 | 18.12 | 22.9 | 26.0  | 35.0  | 40.0  | 45.0  |
| 增速     |       | 31%   | 26%  | 14%   | 35%   | 14%   | 13%   |
| 煤层气    | 1.39  | 1.50  | 1.7  | 4.0   | 6.2   | 8.4   | 11.0  |
| 增速     |       | 8%    | 13%  | 136%  | 55%   | 35%   | 30%   |
| 天然气占比  | 91%   | 92%   | 93%  | 87%   | 85%   | 83%   | 80%   |
| 煤层气占比  | 9%    | 8%    | 7%   | 13%   | 15%   | 17%   | 20%   |

资料来源：公司公告、申万研究

**表 2：国新能源管输气单方毛利测算表（单位：元/方）**

|        | 2011 | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|--------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| 管道燃气业务 |      |      |      |       |       |       |       |
| 销售单价   | 1.77 | 1.79 | 2.26 | 2.25  | 2.25  | 2.25  | 2.25  |
| 采购价    | 1.42 | 1.42 | 1.73 | 1.70  | 1.69  | 1.68  | 1.67  |
| 其中：天然气 | 1.47 | 1.47 | 1.76 | 1.76  | 1.76  | 1.76  | 1.76  |
| 煤层气    | 0.86 | 0.86 | 1.33 | 1.33  | 1.33  | 1.33  | 1.33  |
| 管道直销业务 | 0.26 | 0.28 | 0.42 | 0.45  | 0.46  | 0.47  | 0.48  |
| 其中：天然气 | 0.30 | 0.32 | 0.50 | 0.49  | 0.49  | 0.49  | 0.49  |
| 煤层气    | 0.91 | 0.94 | 0.93 | 0.93  | 0.92  | 0.92  | 0.92  |

资料来源：公司公告、申万研究

**表 3：国新能源 LNG/CNG 工厂盈利预测表（单位：元/方）**

| LNG/CNG 工厂 | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 销售单价       | 2.77  | 2.74  | 2.74  | 2.74  |
| 其中：外销单价    | 2.79  | 2.79  | 2.79  | 2.79  |
| 内销单价       | 2.65  | 2.65  | 2.65  | 2.65  |
| 方气购气成本     | 2.17  | 2.17  | 2.17  | 2.17  |
| 方气加工成本     | 0.20  | 0.20  | 0.20  | 0.20  |
| 单位成本小计     | 2.37  | 2.37  | 2.37  | 2.37  |
| 单方毛利       | 0.42  | 0.42  | 0.42  | 0.42  |

资料来源：公司公告、申万研究

**表 4：国新能源盈利预测表（单位：百万元、元/股）**

|         | 2011 | 2012  | 2013  | 2014E | 2015E | 2016E  |
|---------|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 一、营业收入  | 26   | 3,668 | 4,393 | 7,192 | 9,354 | 10,864 |
| 二、营业总成本 | 49   | 3,416 | 3,986 | 6,581 | 8,486 | 9,826  |
| 其中：营业成本 | 24   | 3,030 | 3,438 | 5,802 | 7,464 | 8,641  |
| 营业税金及附加 | 0    | 12    | 9     | 13    | 17    | 19     |

|               |      |       |        |      |      |       |
|---------------|------|-------|--------|------|------|-------|
| 销售费用          | 0    | 179   | 237    | 288  | 398  | 462   |
| 管理费用          | 17   | 100   | 127    | 144  | 187  | 217   |
| 财务费用          | 0    | 95    | 172    | 309  | 401  | 472   |
| 资产减值损失        | 7    | 1     | 3      | 26   | 20   | 14    |
| 加：公允价值变动收益    | 0    | 0     | 0      | 0    | 0    | 0     |
| 投资收益          | 0    | 28    | 23     | 0    | 0    | 0     |
| 三、营业利润        | (24) | 280   | 431    | 611  | 867  | 1,038 |
| 加：营业外收入       | 48   | 23    | 22     | 0    | 0    | 0     |
| 减：营业外支出       | 1    | 5     | 35     | 0    | 0    | 0     |
| 四、利润总额        | 24   | 299   | 419    | 611  | 867  | 1,038 |
| 减：所得税         | 7    | 69    | 109    | 153  | 217  | 259   |
| 五、净利润         | 17   | 229   | 309    | 458  | 651  | 778   |
| 少数股东损益        | 0    | 15    | 2      | 16   | 23   | 27    |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 17   | 214   | 308    | 442  | 628  | 751   |
| 六、基本每股收益      | 0.1  | -0.06 | 0.7777 | 0.61 | 0.83 | 0.99  |
| 全面摊薄每股收益      | 0.03 | 0.36  | 0.52   | 0.75 | 1.06 | 1.27  |

资料来源：公司公告、申万研究

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

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，资格证书编号为：ZX0065。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。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。