华泰证券 HUATAI SECURITIES

公司研究/更新报告

2021年01月19日

基础化工/化学原料

投资评级：买入（维持评级）

| | |
|---|---|
| 当前价格(元): | 13.95 |
| 目标价格(元): | 16.50 |


**王玮嘉** 研究员
SAC No. S0570517050002
SFC No. BEB090
021-28972079
wangweijia@htsc.com

**刘曦** 研究员
SAC No. S0570515030003
025-83387130
liuxi@htsc.com

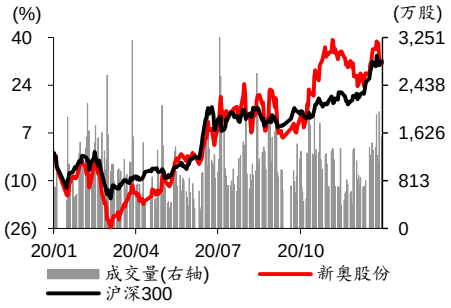
**庄汀洲** 研究员
SAC No. S0570519040002
010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

**惠普** 联系人
SAC No. S0570120080110
huipu@htsc.com


相关研究

**1《新奥股份(600803 SH,买入): 资产重组过会，城燃龙头起航》2020.04**
**2《新奥股份(600803 SH,买入): 业绩符合预期，资产重组可期》2020.03**
**3《新奥股份(600803 SH,买入): 轻资产气源拓展，天然气一体化再下一城》2020.01**

一年内股价走势图




资料来源：Wind

# 龙头启航，天然气一体化稀缺标的

## 新奥股份(600803)

**重组带来质变，天然气龙头重新启航**

重组后新奥股份主营业务可细分为天然气零售业务、天然气批发业务、能源工程业务、综合能源业务、增值服务、煤炭业务和能源化工。1-3Q20公司实现营业收入595.37亿元，其中天然气业务包括零售气和批发气收入占比75%、能源工程业务占比11%、综合能源占比7%，增值服务占比2%、煤炭和化工业务分别占比2%和3%，相比于2019年，新奥股份主要业务已由煤炭化工向天然气业务转变。预计公司20-22年EPS为0.75/1.10/1.27元/股（前值：0.86/1.09/1.24元/股）。给予公司21年15x目标P/E，目标价16.50元，维持“买入”评级。

**20H1完成收购新奥能源股权，A/H双平台链接产业链上下游**

新奥能源和新奥股份同属清洁能源产业链，前者主营下游城市燃气业务，后者业务涵盖中上游包括煤炭生产、能源工程、煤制甲醇及煤层气制LNG等综合一体化业务。此次重组是公司链接和打通产业链上下游的重要一步，新奥股份向大股东王玉锁购买其所控制的全部新奥能源32.80%股份，对价为258.4亿元，支付方式为：1）55亿元通过现金方式支付；2）132.5亿元通过向大股东发行股份方式支付，发行价格为9.88元/股（除权除息后9.67元/股）；3）70.9亿元以联信创投（9.97%Santos股权）通过资产置换方式支付。

**战略定位为天然气产业智能生态运营商**

在管网公司成立，天然气产运分离、上游价格市场化的条件下，公司依托舟山接收站发展和运营，在锁定海外低价气源上占据主动。下游方面，根据20年公司半年报数据，截至2020H1，公司掌握229个城市燃气项目的特许经营权、对接可接驳城区人口1.08亿，分销网络庞大且稳固。公司致力于数字技术链接上游气源和下游分销渠道，实现各区域资源、输配、市场智能匹配；同时基于大客户群体积极开展保供、调峰和管容等创新型业务。20Q3业绩会上，公司规划20-23每年天然气零售气量增长不低于10%，2023年达到300亿方，上游控制气量2023年达到120亿方。

**维持“买入”评级，目标价16.50元**

随着新奥股份20H1成功并表新奥能源，公司全面向天然气一体化转型，我们预计公司20-22年实现归母净利润19.4/28.7/33.0亿元（前值：10.6/13.4/15.2亿元），对应EPS为0.75/1.10/1.27元/股（前值：0.86/1.09/1.24元/股）。参考可比公司21年Wind一致预期平均P/E 10x，考虑到重组完成后新奥股份已成为国内天然气上下游一体化稀缺标的，给予公司一定估值溢价，给予21年15x目标P/E，对应目标价16.50元（前值：11.19-12.05元），维持“买入”评级。

风险提示：经济下行拖累天然气需求、煤炭与甲醇价格波动。

公司基本资料

| | |
|---|---|
| 总股本 (百万股) | 2,600 |
| 流通A股 (百万股) | 1,229 |
| 52周内股价区间 (元) | 8.07-14.82 |
| 总市值 (百万元) | 36,270 |
| 总资产 (百万元) | 108,626 |
| 每股净资产 (元) | 2.73 |

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

| 会计年度 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 (百万元) | 13,632 | 13,544 | 87,515 | 103,213 | 117,705 |
| +/-% | 35.84 | (0.65) | 546.15 | 17.94 | 14.04 |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 1,321 | 1,205 | 1,942 | 2,868 | 3,297 |
| +/-% | 109.37 | (8.82) | 61.21 | 47.69 | 14.94 |
| EPS (元，最新摊薄) | 0.51 | 0.46 | 0.75 | 1.10 | 1.27 |
| PE (倍) | 27.45 | 30.11 | 18.68 | 12.65 | 11.00 |

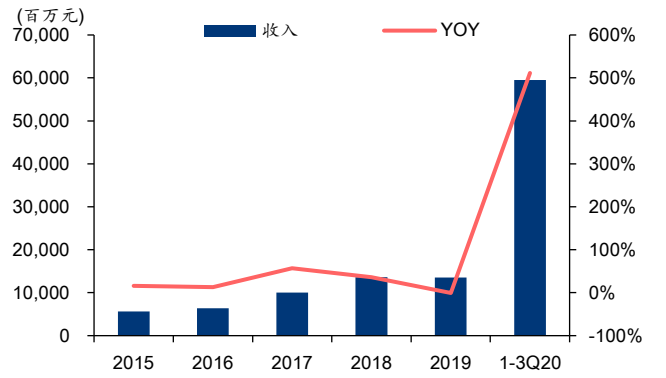
资料来源：公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明和披露以及分析师声明是报告的一部分，请务必一起阅读。

## 重组后主营业务转变天然气业务，未来发展可期

据《中国天然气发展报告(2016)》白皮书，至 2030 年，天然气占一次能源消费的比重将达到 15%，成为继煤炭、石油之后的第三大主体能源，天然气市场将进一步扩大，天然气行业有良好的发展前景。新奥股份重组后由煤炭和化工业务转向天然气业务。2020 年前三季度公司实现营业收入 595.37 亿元，去年同期收入为 97.37 亿元，同比增长 511.5%，新奥股份总售气量达到 213.31 亿方，已聚焦于天然气业务。新奥能源 2010-2019 年 10 年间的售气量的 CAGR 为 24.3%，随着城镇化和气化水平深入推进，天然气市场的潜力释放，我们看好新奥股份的进一步发展，公司将继续保持高增长。

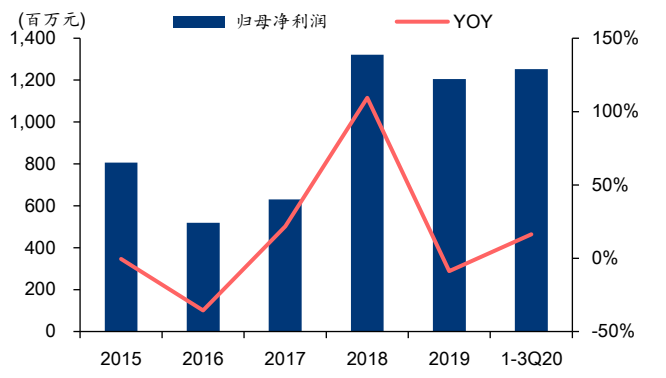
**图表1： 新奥股份 2015-9M2020 年收入及增速**




注：20H1 完成新奥能源并表

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表2： 新奥股份 2015-9M2020 年归母净利润及增速**

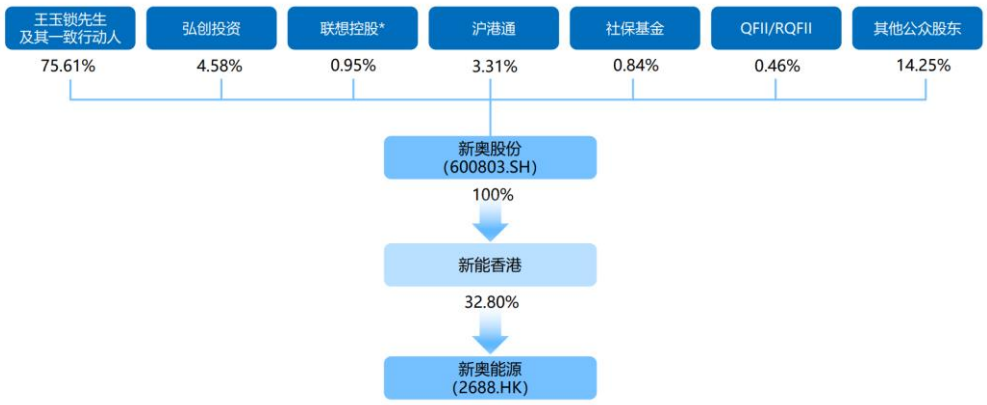



注：20H1 完成新奥能源并表

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

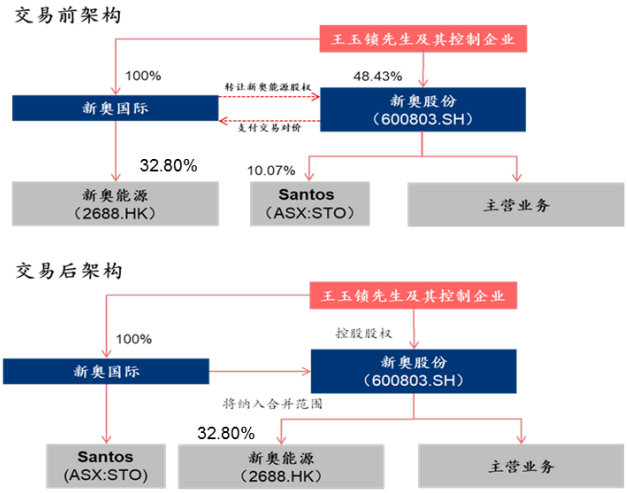
20H1 新奥股份完成向大股东王玉锁购买其所控制的全部新奥能源 32.80%股份，对价为 258.4 亿元，支付方式为：1）55 亿元通过现金方式支付；2）132.5 亿元通过向大股东发行股份方式支付，发行价格为 9.88 元/股（除权除息后 9.67 元/股）；3）70.9 亿元以联信创投（9.97%Santos 股权）通过资产置换方式支付。

**图表3： 股东架构（截至 2020 年 11 月 25 日）**




资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表4： 重组交易前后架构对比**

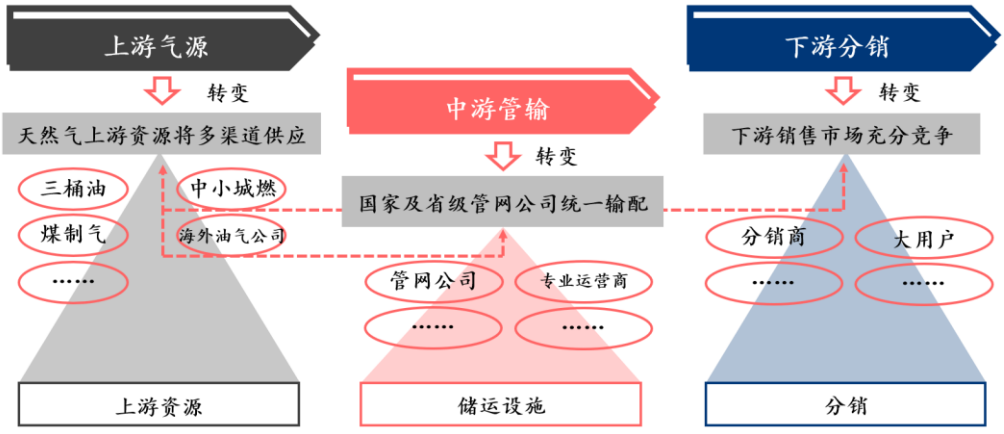



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

## A/H 双平台链接产业链上下游，协同效应将现

新奥股份将战略定位于成为天然气产业智能生态运营商，推动建立产业智能平台。新奥能源主营下游城市燃气业务，而新奥股份的业务涵盖中上游包括煤炭生产、煤层气制 LNG 等综合一体化业务。在新奥股份与新奥能源重组后，新奥股份进一步打通上下游产业链，上下游联动的能力或将逐渐发挥优势，以下游需求和上游资源为核心，形成资源和市场的聚合效应。根据 20 年公司半年报数据，截至 2020H1，在中下游市场，新奥股份拥有 229 个城市燃气项目的特许经营权、可接驳城区人口 1.08 亿，分销市场规模庞大且稳固；中游依托舟山码头，给公司带来 LNG 优秀的进口能力和议价能力；上游气源供应渠道多样，可通过三方进口、自主进口、国产 LNG 补充气源，供应主体多元化。因此我们认为，产业链结合后，新奥股份能够在天然气行业进一步确立优势，龙头整合能力或将凸显，看好公司长期发展。

**图表5： 国家管网成立后的天然气行业格局**




资料来源：华泰证券研究所

## 盈利预测与估值

公司 20H1 并表新奥能源后，主营业务分为新奥股份原有业务和新奥能源业务两大块。基于历史数据的基础上，我们对新奥能源分业务的盈利预测做以下假设得到其收入和综合毛利率：

1）天然气零售业务：20 年中期业绩会上，管理层指引全年零售气量同比增长不低于 10%，根据新奥能源 20 年三季度经营简报，20Q3 新奥能源天然气零售销售气量实现同比增长 18.2%，考虑冷冬有望带动 20Q4 天然气需求，全年同比增速有望超过 10%，假设 20 年天然气零售气量同比增速为 12%，考虑 20 年上半年受疫情影响导致气量基数相对较低，21 年全年气量同比增长率有望保持在 20 年水平之上，假设 21-22 年天然气零售气量同比增速为 13%/13%。毛差方面，新奥能源有望依托上游气源供应的多样化，维持毛差稳定，预计 20-22 年平均毛差为 0.62/0.61/0.61 元/方。

2）天然气批发业务：批发气量 2017-2019 年同比增速分别为 69%/16%/18%，考虑 20 年新奥股份三季度业绩会上，管理层预计舟山接收站二期 21 年 6 月份投产，我们认为投产后有望给公司进一步带来气量增长和采购成本端的优势，假设 20-22 年批发气量同比增速为 25%/25%/25%，毛利率为 2%（20H1 批发业务毛利率水平）保持稳定。

3）综合能源业务：根据公司 20 年半年报数据，公司 20H1 新增 10 个泛能项目，累计投运项目达到 108 个，有未开工的园区类泛能项目 230 个，公司项目储备充足。其中 20H1 综合能源业务实现收入达 19H1 的 2.06 倍，综合能源业务有望继续维持高速同比增长，预计 20-22 年收入同比增速为 150%/60%/10%。20 年新奥股份三季度业绩会上，管理层指引综合能源业务毛利率在 15%-20%之间，看好综合能源业务发展，取中间值，假设 20-22 年毛利率为 18%。

4）工程安装业务：20 年中期业绩会上，管理层指引全年新增接驳住宅户数 230 万户，假设 20-22 年新增接驳住宅户数 230/210/210 万户，单户接驳费用 2018-2019 年保持稳定在 2500 元/户左右，假设维持在 2019 年的 2539 元/户。工程安装业务成本较为固定，考虑不同城市销售结构的变化，毛利率假设与 19 年工程安装业务毛利率水平持平。

5）增值业务：20 年受疫情影响，假设增值业务 20 年收入同比增长 3%，公司不断开发和丰富增值业务发展，假设 21-22 年收入同比增速分别为 20%/15%，考虑增值业务的中代销、代理业务等高毛利率的业务的存在，预计高毛利率水平可以维持，假设其 20-22 年毛利率为 62%（与 19 年水平持平）。

新奥股份原有核心业务分为能源工程、煤炭业务、能源化工和 LNG 四块，我们假设：

1）能源工程：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，假设 20-22 年收入同比增速为 12%（继续维持 19 年同比增速水平），毛利率假设保持稳定在 23%（能源工程 19 年的毛利率）。

2）煤炭业务：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 2020-2022 年保持 10%的同比增速，同时假设煤炭贸易毛利率维持在 2019 年的 1%不变。20Q3 公司业绩交流会上，管理层预计煤炭产品业务未来可以有更多产能的释放，我们假设煤炭产品产能利用率逐步提高，20-22 年分别为 80%/90%/100%。坑口煤价格较常规煤低，且自 2017 年以来波动较小，我们预测公司吨煤价格中枢维持在 242 元/吨，吨煤成本同比持平。综合来看，预计煤炭业务 20-22 年实现收入 41.2/46.6/52.4 亿元，低毛利率的煤炭贸易收入增长对煤炭业务毛利率影响较小，预计煤炭业务 20-22 年毛利率为 21%/21%/21%。

3）能源化工：公司内蒙古达旗二期项目 20 年投产后，我们预计甲醇产量 20-22 年达到稳产 150 万吨。甲醇市场销售价格历经 19-20 年两年的下降之后，2020 年 11/12 月出现回升（根据 Wind 数据，优等品甲醇全国市场价 19/20 年分别同比下降 25%/17%，截至 21 年 1 月 10 号，甲醇价格 20M11/20M12/21M1 分别同比上涨 1%/11%/11%），我们认为 21 年甲醇价格有望延续上涨趋势，假设 20-22 年甲醇销售价格同比变化 -17%/+15%/0%。结合甲醇市场价格预测及成本假设，预计 20-22 年毛利率为 4%/11%/11%。

4）LNG：随着国家管网公司的成立，我们预计公司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，假设 20-22 销量同比增速为 10%/10%/25%，受冷冬供暖需求带动，预测 LNG20-22 年销售价格同比变动+9%/0%/0%，LNG 业务 2017-2019 年毛利率为 28%/23%/14%，三年平均毛利率为 22%，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，保守估计 20-22 年 LNG 毛利率为 20%（略微低于三年平均值）。

基于以上预测，公司各部分业务收入及毛利率预测如下：

**图表6： 公司分业务收入预测及毛利率假设**

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|---|
| **新奥能源业务：** | | | | | | |
| 营业收入（亿元） | 482.7 | 607.0 | 701.8 | 754.0 | 895.4 | 1,028.2 |
| yoy | 42% | 26% | 16% | 7% | 19% | 15% |
| 毛利率 | 17% | 16% | 16% | 18% | 17% | 16% |
| **新奥股份原有业务：** | | | | | | |
| 能源工程（亿元） | 27.0 | 31.8 | 35.5 | 39.6 | 44.2 | 49.3 |
| yoy | 38% | 18% | 12% | 12% | 12% | 12% |
| 毛利率 | 22% | 24% | 23% | 23% | 23% | 23% |
| 煤炭业务（亿元） | 22.7 | 31.7 | 39.8 | 41.2 | 46.6 | 52.4 |
| yoy | 99% | 40% | 25% | 4% | 13% | 12% |
| 毛利率 | 45% | 31% | 23% | 21% | 21% | 21% |
| 能源化工（亿元） | 31.4 | 43.6 | 43.1 | 36.0 | 41.2 | 41.2 |
| yoy | 71% | 39% | -1% | -17% | 15% | 0% |
| 毛利率 | 29% | 32% | 13% | 4% | 11% | 11% |
| LNG（亿元） | 3.3 | 4.0 | 3.4 | 4.0 | 4.4 | 5.5 |
| yoy | 31% | 21% | -15% | 19% | 10% | 25% |
| 毛利率 | 28% | 23% | 14% | 20% | 20% | 20% |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

我们预计公司 20-22 年实现归母净利润 19.4/28.7/33.0 亿元，对应 EPS 为 0.75/1.10/1.27 元/股。随着新奥股份于 20H1 成功并表新奥能源，公司全面向天然气一体化公司转型，目标成为天然气产业智能生态运营商，因此对公司盈利预测进行调整，同时可比公司选择主营天然气业务公司。参考可比公司 21 年 Wind 一致预期平均 P/E10x，考虑到重组完成后新奥股份已成为国内天然气上下游一体化稀缺标的，管网公司成立迎来市场化发展机遇，“碳中和”计划拉涨天然气需求，公司行业整合能力或将凸显推动增长，给予公司 21 年 15x 目标 P/E，目标价 16.50 元，维持“买入”评级。

**图表7： 公司盈利预测调整前后对照表**

| | 调整前 | | | 调整后 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|
| | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| **营业收入 (百万元)** | 12,375 | 13,141 | 13,642 | 87,515 | 103,213 | 117,705 |
| **yoy** | -9% | 6% | 4% | 546% | 18% | 14% |
| **毛利率** | 19% | 20% | 21% | 20% | 20% | 19% |
| **归属母公司净利润 (百万元)** | 1,058 | 1,341 | 1,523 | 1,942 | 2,868 | 3,297 |
| **yoy** | -12% | 27% | 14% | 61% | 48% | 15% |
| **EPS (元)** | 0.86 | 1.09 | 1.24 | 0.75 | 1.10 | 1.27 |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表8： 可比公司估值表**

| 公司名称 | 股票代码 | 股价(元/股) 2021/1/18 | 市值(亿元) 2021/1/18 | 市盈率(x) 20E | 市盈率(x) 21E | 市盈率(x) 22E | 市净率(x) 20E | 市净率(x) 21E | 市净率(x) 22E | 净资产收益率(%) 20E | 净资产收益率(%) 21E | 净资产收益率(%) 22E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 深圳燃气 | 601139 CH | 6.81 | 19,591 | 14.5 | 12.9 | 11.4 | - | 1.5 | 1.4 | - | 12% | 12% |
| 百川能源 | 600681 CH | 5.23 | 7,546 | 12.7 | 9.1 | 7.3 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 13% | 17% | 20% |
| 新天然气 | 603393 CH | 21.16 | 6,636 | 15.7 | 7.9 | 6.5 | - | - | - | 14% | 22% | 21% |
| 平均值 | | | | 14.3 | 10.0 | 8.4 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 13% | 17% | 18% |
| 新奥股份 | 600803 CH | 13.95 | 36,270 | 18.6 | 12.6 | 11.0 | 3.3 | 2.6 | 2.1 | 19% | 23% | 21% |

注：深圳燃气、百川能源、新天然气盈利预测数据来自 Wind 一致预期，新奥股份为华泰预测数值

资料来源：Bloomberg，Wind，华泰证券研究所

## 风险提示

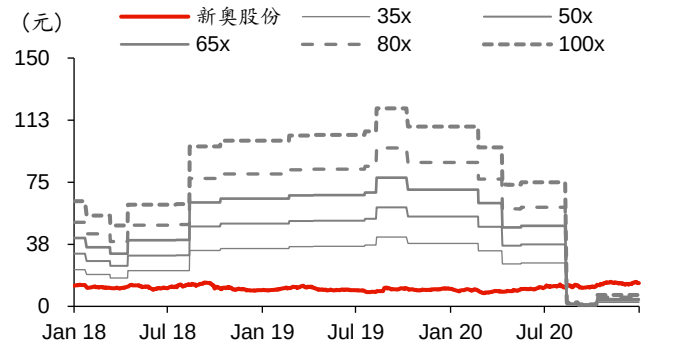
1）经济下行拖累天然气需求，天然气销售量低于预期。公司天然气商品情况受宏观经济影响大，经济下行易拖累天然气需求，天然气销售量低于预期，导致公司盈利低于预期。

2）甲醇与煤炭商品价格低于预期。甲醇价格有下行风险，甲醇利润可能受限；公司煤炭生产业务直接受煤价影响，煤炭价格不及预期可能导致煤炭需求不足，导致公司盈利水平低于预测值。

3）疫情存在复发风险。新冠疫情存在复发风险，可能对整体经济形势造成影响，公司所在市场随经济形势波动，易导致公司的营运情况偏离预测。

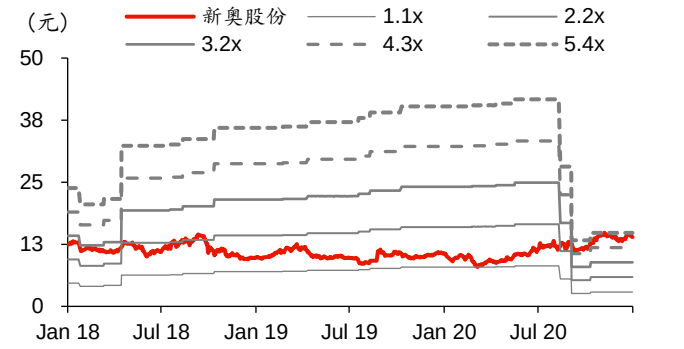
## PE/PB - Bands

**图表9： 新奥股份历史 PE-Bands**




资料来源：Wind、华泰证券研究所

**图表10： 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） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 流动资产 | 6,285 | 6,994 | 27,283 | 30,838 | 35,901 |
| 现金 | 1,957 | 2,495 | 8,487 | 8,433 | 11,252 |
| 应收账款 | 1,638 | 1,545 | 4,602 | 6,841 | 7,802 |
| 其他应收账款 | 60.96 | 87.37 | 2,819 | 3,325 | 3,792 |
| 预付账款 | 351.35 | 330.89 | 2,277 | 2,709 | 3,119 |
| 存货 | 1,775 | 1,835 | 1,895 | 2,254 | 2,596 |
| 其他流动资产 | 501.93 | 700.94 | 7,204 | 7,275 | 7,341 |
| 非流动资产 | 17,230 | 17,359 | 86,590 | 94,331 | 102,915 |
| 长期投资 | 5,831 | 6,121 | 5,712 | 5,712 | 5,712 |
| 固定投资 | 8,003 | 7,677 | 46,412 | 56,492 | 66,705 |
| 无形资产 | 1,050 | 1,023 | 8,714 | 8,522 | 8,334 |
| 其他非流动资产 | 2,346 | 2,538 | 25,752 | 23,606 | 22,164 |
| 资产总计 | 23,514 | 24,353 | 113,873 | 125,169 | 138,816 |
| 流动负债 | 9,323 | 8,186 | 49,498 | 50,911 | 52,926 |
| 短期借款 | 1,991 | 2,712 | 10,000 | 13,500 | 13,500 |
| 应付账款 | 2,754 | 3,582 | 8,600 | 10,232 | 11,780 |
| 其他流动负债 | 4,578 | 1,892 | 30,898 | 27,179 | 27,645 |
| 非流动负债 | 4,855 | 6,039 | 45,892 | 45,843 | 46,793 |
| 长期借款 | 3,268 | 1,895 | 15,000 | 15,000 | 16,000 |
| 其他非流动负债 | 1,587 | 4,144 | 30,892 | 30,843 | 30,793 |
| 负债合计 | 14,178 | 14,225 | 95,391 | 96,754 | 99,719 |
| 少数股东权益 | 794.77 | 773.97 | 7,592 | 14,675 | 22,089 |
| 股本 | 1,229 | 1,229 | 2,600 | 2,600 | 2,600 |
| 资本公积 | 1,794 | 1,779 | 15.00 | 15.00 | 15.00 |
| 留存公积 | 5,323 | 6,274 | 8,276 | 11,125 | 14,394 |
| 归属母公司股东权益 | 8,542 | 9,354 | 10,891 | 13,740 | 17,009 |
| 负债和股东权益 | 23,514 | 24,353 | 113,873 | 125,169 | 138,816 |

**现金流量表**

| 会计年度（百万元） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金 | 1,222 | 1,408 | 8,290 | 8,127 | 15,040 |
| 净利润 | 1,321 | 1,205 | 1,942 | 2,868 | 3,297 |
| 折旧摊销 | 430.12 | 544.62 | 1,563 | 2,880 | 3,487 |
| 财务费用 | 704.29 | 636.54 | 1,623 | 1,580 | 1,661 |
| 投资损失 | (584.48) | (588.61) | (588.61) | (588.61) | (588.61) |
| 营运资金变动 | (632.35) | (315.53) | 4,191 | (5,695) | (229.69) |
| 其他经营现金 | (16.72) | (73.19) | (440.07) | 7,084 | 7,413 |
| 投资活动现金 | (1,298) | 303.50 | (69,413) | (10,033) | (11,482) |
| 资本支出 | 1,342 | 592.68 | 9,189 | 10,321 | 11,770 |
| 长期投资 | 0.00 | 41.26 | 45,069 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金 | (44.06) | (937.43) | 15,155 | (288.61) | (288.61) |
| 筹资活动现金 | (406.43) | (1,142) | 67,114 | 1,852 | (738.73) |
| 短期借款 | (1,086) | 721.66 | 7,288 | 3,500 | 0.00 |
| 长期借款 | 1,713 | (1,373) | 13,105 | 0.00 | 1,000 |
| 普通股增加 | 243.57 | 0.00 | 1,371 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 1,984 | (14.58) | (1,764) | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金 | (3,261) | (476.21) | 47,115 | (1,648) | (1,739) |
| 现金净增加额 | (482.57) | 570.27 | 5,991 | (53.63) | 2,819 |

**利润表**

| 会计年度（百万元） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 13,632 | 13,544 | 87,515 | 103,213 | 117,705 |
| 营业成本 | 10,697 | 11,162 | 69,597 | 82,803 | 95,334 |
| 营业税金及附加 | 247.22 | 295.54 | 564.33 | 665.55 | 759.00 |
| 营业费用 | 189.14 | 153.07 | 1,245 | 1,469 | 1,675 |
| 管理费用 | 520.50 | 521.71 | 3,314 | 3,909 | 4,458 |
| 财务费用 | 704.29 | 636.54 | 1,623 | 1,580 | 1,661 |
| 资产减值损失 | (96.70) | (16.16) | (104.42) | (123.15) | (140.44) |
| 公允价值变动收益 | 1.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 584.48 | 588.61 | 588.61 | 588.61 | 588.61 |
| 营业利润 | 1,627 | 1,262 | 11,546 | 13,122 | 14,117 |
| 营业外收入 | 30.95 | 148.07 | 162.88 | 179.17 | 197.08 |
| 营业外支出 | 36.52 | 13.13 | 13.79 | 14.48 | 15.20 |
| 利润总额 | 1,621 | 1,397 | 11,695 | 13,287 | 14,299 |
| 所得税 | 215.46 | 213.02 | 2,936 | 3,335 | 3,589 |
| 净利润 | 1,406 | 1,184 | 8,760 | 9,952 | 10,710 |
| 少数股东损益 | 84.50 | (20.80) | 6,818 | 7,084 | 7,413 |
| 归属母公司净利润 | 1,321 | 1,205 | 1,942 | 2,868 | 3,297 |
| EBITDA | 2,381 | 1,921 | 14,321 | 17,211 | 18,930 |
| EPS（元，基本） | 0.51 | 0.46 | 0.75 | 1.10 | 1.27 |

**主要财务比率**

| 会计年度（%） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 35.84 | (0.65) | 546.15 | 17.94 | 14.04 |
| 营业利润 | 82.71 | (22.43) | 814.96 | 13.65 | 7.58 |
| 归属母公司净利润 | 109.37 | (8.82) | 61.21 | 47.69 | 14.94 |
| 获利能力（%） | | | | | |
| 毛利率 | 21.53 | 17.59 | 20.48 | 19.77 | 19.01 |
| 净利率 | 9.69 | 8.89 | 2.22 | 2.78 | 2.80 |
| ROE | 19.30 | 13.46 | 19.19 | 23.29 | 21.44 |
| ROIC | 17.00 | 9.64 | 41.74 | 26.43 | 22.47 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率（%） | 60.29 | 58.41 | 83.77 | 77.30 | 71.83 |
| 净负债比率（%） | 56.43 | 36.24 | 32.50 | 35.66 | 35.60 |
| 流动比率 | 0.67 | 0.85 | 0.55 | 0.61 | 0.68 |
| 速动比率 | 0.48 | 0.63 | 0.51 | 0.56 | 0.63 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.61 | 0.57 | 1.27 | 0.86 | 0.89 |
| 应收账款周转率 | 9.90 | 8.51 | 28.47 | 18.04 | 16.08 |
| 应付账款周转率 | 4.10 | 3.52 | 11.43 | 8.79 | 8.66 |
| 每股指标（元） | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.51 | 0.46 | 0.75 | 1.10 | 1.27 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.47 | 0.54 | 3.19 | 3.13 | 5.78 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.29 | 3.60 | 4.19 | 5.28 | 6.54 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE（倍） | 27.45 | 30.11 | 18.68 | 12.65 | 11.00 |
| PB（倍） | 4.25 | 3.88 | 3.33 | 2.64 | 2.13 |
| EV_EBITDA（倍） | 25.53 | 31.66 | 4.25 | 3.53 | 3.21 |

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

# 免责声明

**分析师声明**

本人，王玮嘉、刘曦、庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

**一般声明及披露**

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

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，需在允许的范围内使用，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利。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。

**中国香港**

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

**香港-重要监管披露**

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

更多信息请参见下方 **“美国-重要监管披露”**。

**美国**

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

**美国-重要监管披露**

- 分析师王玮嘉、刘曦、庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

**评级说明**

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

**行业评级**

**增持：**预计行业股票指数超越基准
**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

**公司评级**

**买入：**预计股价超越基准 15%以上
**增持：**预计股价超越基准 5%~15%
**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国：**华泰证券股份有限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
**香港：**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：AOK809
**美国：**华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**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

**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

**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

**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

**华泰金融控股（香港）有限公司**
香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室
电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770
电子邮件：research@htsc.com
http://www.htsc.com.hk

**华泰证券（美国）有限公司**
美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）
电话: + 212-763-8160/传真: +917-725-9702
电子邮件: Huatai@htsc-us.com
http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司