

## 公用事业

2019年04月17日

# 国新能源 (600617)

## ——价格传导基本顺畅 期间费用拖累业绩

**报告原因：有业绩公布需要点评**
**增持 (维持)**
**市场数据：** 2019年04月16日

收盘价(元)	5.89
一年内最高/最低(元)	6.97/4.5
市净率	1.7
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	5742
上证指数/深证成指	3253.60/10287.64

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

**基础数据：** 2018年12月31日

每股净资产(元)	3.48
资产负债率%	84.60
总股本/流通A股(百万)	1085/975
流通B股/H股(百万)	110/-

**一年内股价与大盘对比走势：**

**相关研究**
**证券分析师**

 刘晓宁 A0230511120002  
liuxn@swsresearch.com  
王璐 A0230516080007  
wanglu@swsresearch.com

**研究支持**

 查浩 A0230117070007  
zhahao@swsresearch.com  
邹佩轩 A0230118080005  
zoupux@swsresearch.com

**联系人**

 查浩  
(8621)23297818×转  
zhahao@swsresearch.com


申万宏源研究微信服务号

**事件：**

- 公司发布 2018 年年报，全年实现营业收入 111.39 亿元，同比增长 15.42%；实现归母净利润 0.46 亿元，同比增长 175.76%，符合申万宏源预期。

**投资要点：**

- **售气量稳步增长，下游价格传导基本顺畅。** 受益于山西省煤改气推进，公司 2018 年实现销气量 48.58 亿方，较 2017 年同期增长 6.49%。2018 年 5 月国家发改委发文理顺居民用气门站价格，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，允许供需双方在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。我们判断省级管网企业可以将门站价上调部分顺价转移给下游燃气公司，受居民用气价格并轨影响较小。公司 2018 年燃气管输业务营收同比增长 13.79%，营业成本同比增长 13.28%，毛利率同比提升 0.38 个百分点，价格传导基本顺畅。
- **期间费用高企拖累业绩，债务置换有望减轻财务负担。** 为支付在建工程开支，公司负债规模继续扩大，截至 2018 年底公司负债合计 244 亿元，同比增长约 30 亿元。受此影响公司 2018 年财务费用高达 7.32 亿元，同比增长 31.27%。同时，受工资、折旧上涨的影响，公司 2018 年销售费用、管理费用（含研发费用）合计同比增长约 1 亿元，三项期间费用基本吞噬公司售气量增长带来的毛利。公司公告拟发行 16 亿元短融及 30 亿元定向债务融资工具，用于补充营运资金及偿还债务，债务置换有望减轻财务负担。
- **油气体制改革将推进油气管网独立，公司或迎来发展机遇。** 近日中央召开全面深化改革委员会，推动石油天然气管网运营机制市场化。油气管网独立的主要思路在于：中石油、中石化、中海油等国有大型油气企业的管道资产将被剥离重组，实现管输和销售分开。当前我国天然气产业从价格链上看，中石油等油气生产商出厂气经过跨省跨区长输主干网，到各省门站后，以发改委规定的门站价，销售给省网运营公司，门站价相当于“出厂价+长输主干网管输费”。新管网公司成立后，成本监审深入推进，跨区域管输最高收益率限制政策得到进一步贯彻执行，更进一步向“管住中间，放开两头”发展模式靠拢。公司近年来多与中石油合作，依托陕京一线、陕京二线、陕京三线、“西气东输”线等跨区干线获得气源，未来若跨区管输费用下降，公司获得气源价格有望同步降低，毛利率有望大幅提升。
- **盈利预测与估值：** 当前山西省天然气消费量平稳增长，我们维持公司 19-20 年归母净利润预测为 1.47、2.23 亿元，新增 21 年归母净利润预测 2.88 亿元，当前股价对应 PE 分别为 42、28 和 22 倍，维持“增持”评级。

**财务数据及盈利预测**

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	9,651	11,139	11,980	12,886	13,864
同比增长率(%)	38.27	15.42	7.50	7.60	7.60
净利润(百万元)	17	46	147	223	288
同比增长率(%)	-95.53	175.76	219.57	51.80	29.20
每股收益(元/股)	0.02	0.04	0.14	0.21	0.27
毛利率(%)	16.7	17.3	17.3	17.2	17.2
ROE(%)	0.4	1.2	3.8	5.4	6.5
市盈率	385	140	42	28	22

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

## 财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6,980	9,651	11,139	11,980	12,886	13,864
营业收入同比增长率 (yoy)	3.19%	38.27%	15.42%	7.50%	7.60%	7.60%
减: 营业成本	5,464	8,037	9,210	9,911	10,667	11,483
毛利率 (%)	21.72%	16.73%	17.32%	17.30%	17.20%	17.20%
减: 税金及附加	29	29	38	41	44	47
主营业务利润	1,486	1,586	1,891	2,028	2,175	2,334
主营业务利润率 (%)	21.29%	16.43%	16.98%	16.93%	16.88%	16.83%
减: 销售费用	469	784	850	914	983	1,057
减: 管理费用	193	281	322	347	373	401
减: 财务费用	350	557	732	736	651	639
经营性利润	475	-37	-12	31	168	237
经营性利润同比增长率 (yoy)	-36.58%	-107.79%	-66.43%	-349.77%	441.94%	41.07%
经营性利润率 (%)	6.80%	-0.38%	-0.11%	0.26%	1.30%	1.71%
减: 资产减值损失	9	14	18	0	0	0
加: 投资收益及其他	1	-3	-7	0	0	0
营业利润	467	29	189	182	319	386
加: 营业外净收入	34	-15	-25	-15	-30	0
利润总额	501	14	164	167	289	386
减: 所得税	150	90	139	50	87	116
净利润	351	-77	25	117	202	270
少数股东损益	-21	-93	-21	-30	-21	-18
归属于母公司所有者的净利润	372	17	46	147	223	288
净利润同比增长率 (yoy)	-31.48%	-95.54%	175.76%	219.57%	51.80%	29.20%
全面摊薄总股本	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085	1,085
每股收益 (元)	0.34	0.02	0.04	0.14	0.21	0.27
归属母公司所有者净利润率 (%)	5.32%	0.17%	0.41%	-	-	-
ROE	10.01%	0.45%	1.21%	3.80%	5.40%	6.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】= 主营业务利润 - (销售费用 + 管理费用 + 财务费用)

【ROE】(摊薄后) = 净利润 ÷ 所有者权益合计(当年期末值)

## 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

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。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、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 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。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。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。

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。

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。