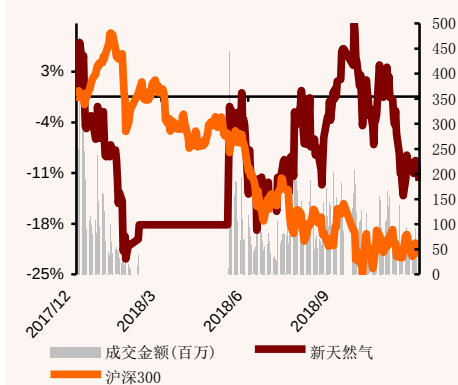


环保公用事业首席分析 郭丽丽
执业证书编号: S1220513070001
TEL: 010-68584885
E-mail guolili@foundersc.com

历史表现:



数据来源: wind 方正证券研究所

相关研究

《财务成本影响公司利润, 亚美能源完成并表全年预期不变》2018. 10. 29
《马必区块获发改委审批通过, 即将进入大规模开采量价齐升》2018. 10. 09
《拟并购上游煤层气企业亚美能源, 发展布局燃气全产业链》2018. 07. 25

请务必阅读最后特别声明与免责条款

收购亚美能源布局燃气全产业链, 估值修复兼具成长性继续强烈推荐

新天然气(603393)

公司研究

公用事业行业

公司跟踪报告

2018. 12. 18/强烈推荐(维持)

新疆最大民营综合燃气服务商, 经营业绩平稳增长

公司是新疆多地区的城市燃气特许经营商, 经营区域包括乌鲁木齐市米东区、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)。2018H1, 公司实现天然气销售3.35亿方, 同比增长16%;实现营业收入5.34亿元, 同比增长16.6%;由于现金收购亚美能源产生的财务费用, 公司上半年实现归母净利润1.02亿元, 同比下降7.27%。随着公司特许经营区内煤改气推进、现有区域用气结构改善以及经营区内用气规模扩大, 公司将持续良好的内生增长。

成功收购亚美能源50.5%股份, 发展布局燃气全产业链

2018年9月, 新天然气以现金约25亿元完成对亚美能源50.5%股份的收购, 拓展燃气上游资产布局燃气全产业链。2018H1, 亚美能源实现煤层气产量3.8亿方, 同比增长30%;营业收入4.3亿元, 同比增长90.7%;净利润2.06亿元, 同比增长223%。马必区块于10月拿到国家发改委ODP审批, 预计会在未来4年内建设10亿方/年的产能。随着公司煤层气产量将快速增长, 公司煤层气开采单位成本将出现明显下降, 并且由于燃气供需形势紧张, 近2年煤层气平均售价明显提升, 亚美能源业绩将持续快速增长。

公司低估值兼具成长性, 继续强烈推荐

公司当前主要看点是: 1) 随着新疆地区不断发展以及煤改气工程的深入推进, 公司目前特许经营的8个区县市燃气业务将有持续增长。2) 公司成功并购港股煤层气开采标的亚美能源, 逐步布局全产业链。亚美能源煤层气产量即将进入快速增长期, 将为公司业绩带来很大弹性。3) 公司目标打造全产业链天然气服务商, 未来仍将通过招投标及并购等方式拓展公司业务。4) 公司收购亚美能源后或将继续拓展新的煤层气区块。预计2018-2020年, 公司将实现归母净利润2.5亿元/4.5亿元/5.9亿元, 对应PE为21倍/12倍/9倍, 继续强烈推荐。

风险提示: 公司燃气销售及业务拓展不及预期; 整合亚美能源进度不及预期; 公司购销价差减小风险; 产业政策风险

盈利预测:

单位/百万	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	1016.21	1429.04	2161.31	2581.83
(+/-) (%)	11.12	40.62	51.24	19.46
净利润	263.70	251.35	451.39	590.22
(+/-) (%)	29.67	-4.68	79.58	30.76
EPS(元)	1.65	1.57	2.82	3.69
P/E	22.83	21.55	12.00	9.18

数据来源: wind 方正证券研究所

目录

1	新疆最大民营综合燃气服务商，经营业绩平稳增长	3
2	成功收购上游煤层气开采企业亚美能源 50.5%股份	5
2.1	马必区块拿到发改委 ODP 审批，优质资源储量满足长期开发需求	5
2.2	亚美能源煤层气产量持续增长，业绩受益于量价齐升	6
2.3	煤层气开采补贴将延续，亚美能源业绩具有较强可持续性	9
3	公司低估值兼具成长性，继续强烈推荐	11
4	风险提示	12

图表目录

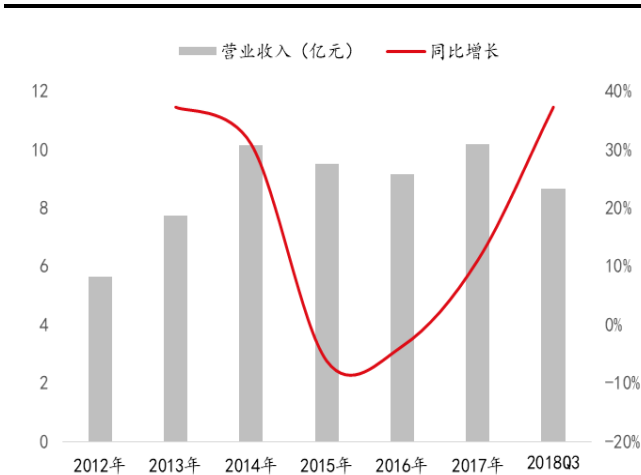
图表 1:	新天然气营收及增速	3
图表 2:	新天然气归母净利润及增速	3
图表 3:	新天然气 2017 年主营业务结构	3
图表 4:	新天然气天然气销售量	3
图表 5:	公司天然气分用户销售情况	4
图表 6:	公司分用户天然气销售均价（元/方）	4
图表 7:	公司气源情况	5
图表 8:	公司产品分成合同情况	5
图表 9:	公司区块储量情况	6
图表 10:	亚美能源产量与销量情况	7
图表 11:	亚美能源煤层气总产量	7
图表 12:	亚美能源平均售气单价	7
图表 13:	亚美能源煤层气钻井成本不断下降	8
图表 14:	潘庄区块单位经营成本	8
图表 15:	马必区块单位经营成本	9
图表 16:	煤层气补贴政策	9
图表 17:	亚美能源营收及增速	10
图表 18:	亚美能源净利润及增速	10
图表 19:	亚美能源获得政府补助与税前利润情况	10
图表 20:	部分燃气公司费用率情况	11
图表 21:	亚美能源开采量及净利润预测	11
图表 22:	本次 15 亿元贷款对财务费用影响情况	11

1 新疆最大民营综合燃气服务商，经营业绩平稳增长

新疆鑫泰天然气股份有限公司是新疆多地区的城市燃气特许经营商，经营区域包括乌鲁木齐市米东区、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）。截止 18 年中报，公司运营管道（包括长输管线和城市主干网管线）长度 1029 公里，调配站 22 座、加气站 21 座，目前供气户数接近 40 万户。

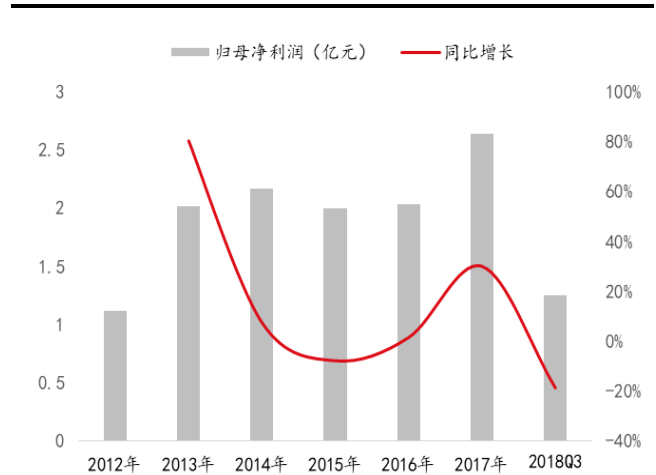
目前，公司的主要经营城市燃气业务包括天然气销售、天然气入户安装以及压缩天然气运输。2017 年全年，公司实现天然气销售 5.52 亿方，同比增长 13.77%；民用户安装完成 4.2 万户，同比增长 35.41%；实现营业收入 10.16 亿元，同比增长 11.12%；实现归母净利润 2.64 亿元，同比增长 29.67%。2018H1，公司实现天然气销售 3.35 亿方，同比增长 16%；实现营业收入 5.34 亿元，同比增长 16.6%；由于现金收购亚美能源产生的财务费用，公司上半年实现归母净利润 1.02 亿元，同比下降 7.27%。

图表1：新天然气营收及增速



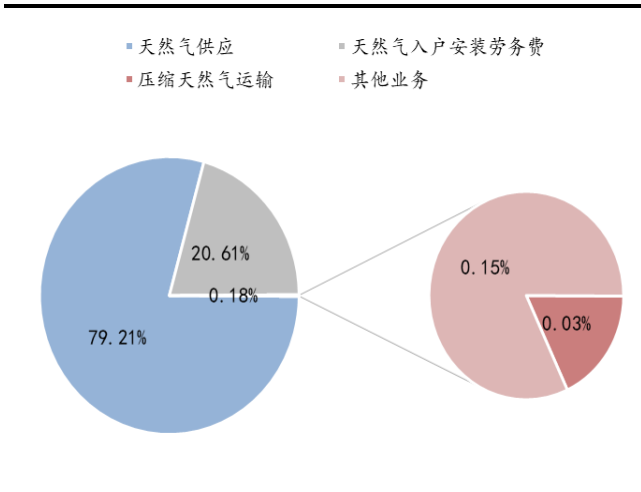
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表2：新天然气归母净利润及增速



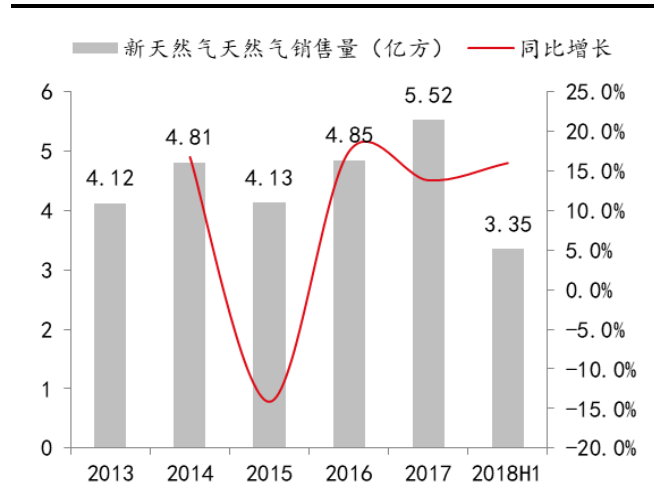
资料来源：WIND，方正证券研究所

图表3：新天然气 2017 年主营业务结构



资料来源：WIND，方正证券研究所

图表4：新天然气天然气销售量



资料来源：WIND，方正证券研究所

新疆地区从 2013 年起陆续启动煤改气工程，乌鲁木齐市是全国最早开始进行煤改气的区域。受益于近几年煤改气工程的推进，公司燃气销售量稳步增长。2018 年，乌鲁木齐计划彻底消灭农村地区燃煤锅炉，公司特许经营的五家渠、阜康也将开始煤改气工程，预计将带动公司燃气销售增长。此外，公司 2017 年新中标乌鲁木齐高新区特许经营权，乌鲁木齐高新区是全新疆 4 个国家级高新技术产业园之一，未来三年规划人口有 20 万人，预计高新区也将带动公司燃气销售增长。

图表5： 公司天然气分用户销售情况

	2013	2014	2015	2016	2017
CNG 加气 (万方)	14132	13573	10744	9092	-
民用气 (万方)	9127	16290	15889	20610	-
商业用气 (万方)	1469	1668	2179	2350	-
工业用气 (万方)	12395	13299	8685	12494	-
锅炉用气 (万方)	3935	3106	3655	3790	-
公福用气 (万方)	153	182	183	165	-
合计	41213	48120	41338	48504	55184

资料来源：公司公告，方正证券研究所

从公司天然气销售结构来看，居民用气占比约为 40%左右，工商业用气约占 60%左右。随着各地工商业煤改气工程的推进，公司非居民用气占比有望继续提高。

从天然气销售价格来看，公司工商业售气的最高限价是 2.27 元/方，一般价格区间会在 1.37 至 2.27 元/方之间。居民用气价格近年来维持基本稳定。CNG 加气的销售价格则随着市场供需出现波动。

图表6： 公司分用户天然气销售均价（元/方）

用户类型	2013	2014		2015		2016H1	
	单价	单价	增幅	单价	增幅	单价	增幅
CNG 加气	1.96	2.2	12.24%	2.43	10.45%	2.21	-9.05%
民用气	1.19	1.19	-	1.19	-	1.19	-
商业用气	1.81	2.07	14.36%	2.27	9.66%	2	-11.89%
工业用气	1.2	1.51	25.83%	1.89	25.17%	1.36	-28.04%
锅炉用气	0.77	1.08	40.26%	1.46	35.19%	1.35	-7.53%
公福用气	1.43	1.57	9.79%	1.62	3.18%	1.27	-21.60%

资料来源：公司招股说明书，方正证券研究所

公司的气源主要是中石油、中石化和煤制气。公司在北疆地区的主力气源是中石油，原来门站价格是居民 0.97 元/方，非居民 1.05 元/方。2018 年 5 月份国家发改委发布理顺居民用气门站价格方案后，北疆地区中石油门站价格变为 1.04 元/方，对应下游销售价格调整方案自治区政府仍未最终确定。

图表7: 公司气源情况

	2013	2014	2015	2016H1
采购量(万方)	40707	48995	41121	22723
其中: 中石油	27239	36615	29237	17495
中石化	12979	11942	11294	4818
其他	488	398	588	409
平均采购价格(元/方)	0.83	1.03	1.13	0.9
其中: 中石油	0.97	1.17	1.31	0.97
中石化	0.51	0.59	0.64	0.64
其他	1.65	1.71	1.44	1.24

资料来源: 公司招股说明书, 方正证券研究所

2 成功收购上游煤层气开采企业亚美能源 50.5%股份

2018年9月, 新天然气以现金约25亿元完成对港股上市公司亚美能源50.5%的股份收购, 其中15亿来自银行贷款, 7亿来自IPO募集资金, 剩余3亿来自公司自有资金。2018H1, 亚美能源实现煤层气产量3.8亿方, 同比增长30%; 营业收入4.3亿元, 同比增长90.7%; 净利润2.06亿元, 同比增长223%。净利润高速增长主要由于产量增加以及销售单价从17年同期的1.13元/方上涨至18H1的1.42元/方。

2.1 马必区块拿到发改委 ODP 审批, 优质资源储量满足长期开发需求

亚美能源是山西省沁水盆地的潘庄、马必两个区块的煤层气开采商。公司分别于2003年和2004年与潘庄、马必两个区块的拥有者中联煤层气和中石油签订产品分成合同, 亚美能源负责煤层气区块的勘探、开发与煤层气销售, 最终收益由双方分享。潘庄区块亚美能源的分成比例是80%, 马必区块公司的分成比例是70%。

图表8: 公司产品分成合同情况

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
期限	25年	30年
产品分成合同项下状态	生产阶段	勘探阶段
到期时间	2028年	2034年
合同约定可开发总面积	67.4平方公里	898.2平方公里
可分成权益	80%	70%
总体开发方案批准/备案日期	2011年11月28日	2018年10月8日

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

2011年11月, 公司和中联煤层气合作的潘庄区块成为首个获得国家发改委总体开发方案(ODP)批复的中外合作煤层气项目, 设计产能为5亿立方米/年, 由于资源量好于预期以及开采技术进步, 从2017年起潘庄区块产量已经超过原始设计产能, 2017年潘庄区块实际生产5.7亿方。

2018年10月, 公司与中石油合作的马必煤层气项目总体开发方案获得国家发改委批复, 一期商业开发设计规模为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。目前马必区块的产量是由试采井先导性生产贡献，2018H1马必区块产量4990万方，同比增长91%。马必区块的大规模打井预计将从2019年开始，2020年起马必区块产气量将进入快速增长期，2022-2023年达到设计产能10亿方。

截至2017年底，潘庄与马必区块合计的2P储量（证实储量+概算储量）总量为243.18亿立方米，净量为174.88亿立方米。其中，潘庄区块2P储量净量为54.06亿方，马必区块2P储量净量为120.86亿方。潘庄与马必两个区块的资源量可以轻松满足公司10年以上的开发需求，并且若合同分成协议到期后仍有资源未开采，公司还可以同中联煤层气与中石油协商继续延期开发。

图表9：公司区块储量情况

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. 6	431. 83
潘庄区块				
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
马必区块				
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，方正证券研究所

2.2 亚美能源煤层气产量持续增长，业绩受益于量价齐升

自从2011年潘庄区块总体开发方案获得批准后，公司煤层气开采量快速增长。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%。2017年潘庄区块实际生产5.7亿方，18H1潘庄区块煤层气产量3.3亿方，同比增长24%，预计全年产量将接近7亿方。潘庄区块的打井工作预计将持续到2020年，产量高点预计出现在2021-2022年，所以潘庄区块的产量在近几年仍有望持续提升。2018H1马必区块产量4990万方，同比增长91%，预计全年产量将达到1亿方左右。马必区块的大规模打井预计将从2019年开始，2020年起马必区块产气量将进入快速增长期，2022-2023年达到设计产能10亿方。

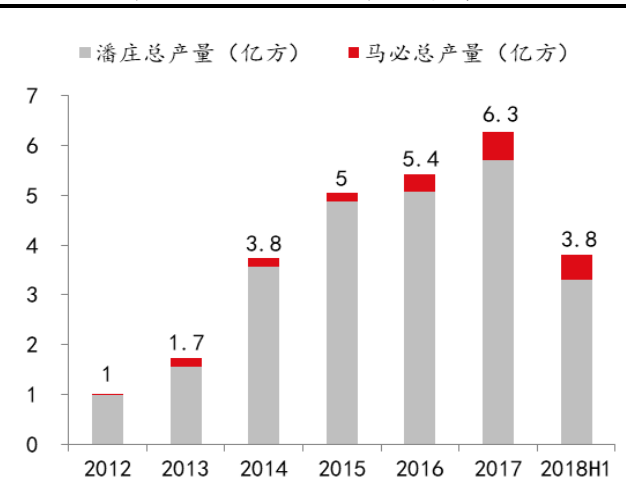
图表10: 亚美能源产量与销量情况

	2016	2017H1	2017	2018H1	2018H1 同比增长
总产量 (亿方)	5.41	2.93	6.30	3.81	30.0%
潘庄总产量 (亿方)	5.06	2.67	5.70	3.31	24.0%
马必总产量 (亿方)	0.35	0.26	0.58	0.50	92.3%
总销量 (亿方)	5.17	2.43	6.13	3.25	33.7%
潘庄总销量 (亿方)	4.96	2.25	5.60	2.87	27.6%
马必总销量 (亿方)	0.21	0.19	0.54	0.38	100.0%
净销量 (亿方)	3.6	1.97	4.34	2.65	34.5%
潘庄净销量 (亿方)	3.43	1.8	3.91	2.3	27.8%
马必净销量 (亿方)	0.17	0.17	0.43	0.35	105.9%
销气单价 (元/立方米)					
潘庄 (元/方)	1.2	1.26	1.31	1.53	21.4%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

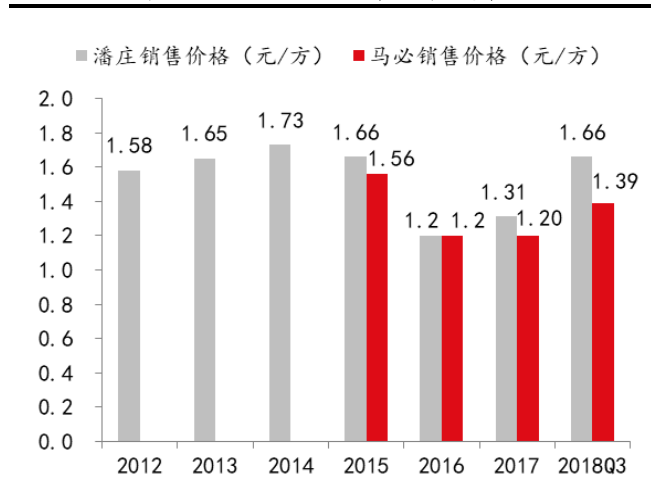
公司煤层气定价模式较为市场化, 潘庄区块销售主要分为三个方面, 第一是直接销售给下游城燃和工业用户, 第二是销售给通豫管网, 第三是销售给山西本地 LNG 液化厂。马必区块目前全部销售给中石油, 当前由于产量较小议价能力不强。公司煤层气的销售价格基本是直接与客户谈判确定, 不受门站及销售价格约束。公司 2017 年平均售气单价为 1.31 元/方。2018 年, 受到天然气供需形势持续紧张的带动, 公司煤层气销售价格呈现同比增长势头。潘庄区块 2018 年 Q3 的平均销售价格为 1.66 元/方, 较 2017 年的平均销售价格每立方米 1.31 元上涨 26.7%; 马必区块 2018 年 Q3 的平均销售价格为 1.39 元/方, 相比 2017 年的平均销售价格每立方米 1.20 元上涨了 21.9%。我们预期在我国天然气需求持续高速增长的情况下, 公司 19 年销售气价还有提高空间。公司目前下游客户共有 14 家, 以城市燃气、LNG 液化厂及工业客户为主, 客户用气需求持续增加, 天然气供不应求, 公司马必区块未来新增产能也将顺利消纳。

图表11: 亚美能源煤层气总产量



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

图表12: 亚美能源平均售气单价



资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

目前，潘庄与马必区块的开采主要采取三种井型：多分支水平井（MLD）、单支水平井（SLH）、丛式井（PDW）。其中，潘庄区块多为单支水平井及多分支水平井，马必区块则更多采取丛式井。根据 2017 年公司产量数据，潘庄区块多分支水平井平均日产量 1.9 万方/天，单支水平井平均 0.73 万方/天，丛式井平均 0.37 万方/天；马必区块丛式井日产量 0.08 万方/天，单支水平井平均 0.66 万方/天。

公司随着开采技术不断进步，打井成本也呈逐年下降趋势。2017 年公司潘庄区块单支水平井打井成本 290 万/口，同比下降 24%；马必区块丛式井钻井成本 83 万元/口，同比下降 30%。随着技术的不断进步与规模化效应，单井成本仍有望继续降低。

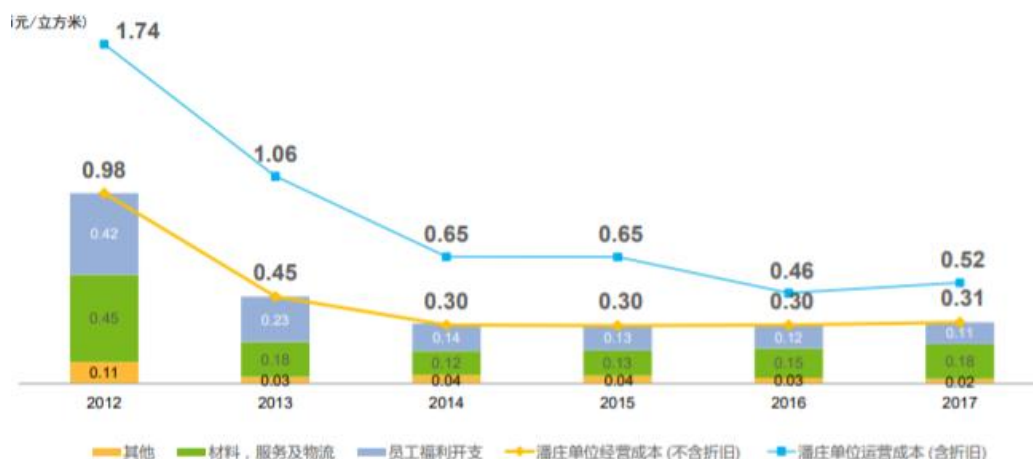
图表13： 亚美能源煤层气钻井成本不断下降



资料来源：公司官网，方正证券研究所

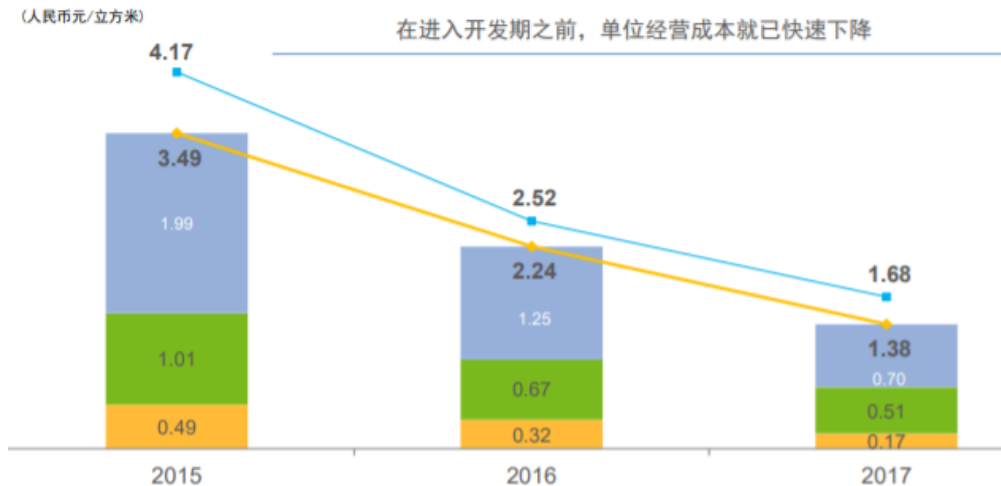
随着单井成本的不断降低以及开采规模的扩大，煤层气单位经营成本呈现明显下降趋势。以已经开发较为成熟的潘庄区块为例，2017 年每立方米煤层气的成本为 0.52 元，其中单位折旧 0.21 元/方、材料服务及物流 0.18 元/方、员工工资 0.11 元/方、其他费用 0.02 元/方。马必区块由于地面设施已经提前建好但尚未进入商业开采，目前单位成本 1.68 元/方，未来商采后平均成本也将快速下降。

图表14： 潘庄区块单位经营成本



资料来源：公司官网，方正证券研究所

图表15: 马必区块单位经营成本



资料来源: 公司官网, 方正证券研究所

其他 材料、服务及物流 员工福利支出 马必单位经营成本 (不含折旧) 马必单位经营成本 (含折旧)

2.3 煤层气开采补贴将延续, 亚美能源业绩具有较强可持续性

我国为了鼓励煤层气的开发和利用, 目前从增值税即征即退和煤层气开发利用补贴两方面给予开采企业补贴。其中, 财政部从 2007 年起发放煤层气开发利用补贴 0.2 元/方, 2016 年决定在“十三五”期间内提高到 0.3 元/方。另外, 2007 年起煤层气开采增值税执行先征后退政策, 先征后退税款由企业专项用于煤层气技术的研究和扩大再生产。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》, 文件再次强调要加大大国内勘探开发力度, 力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上, 文件表示会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, 并将致密气纳入补贴范围。

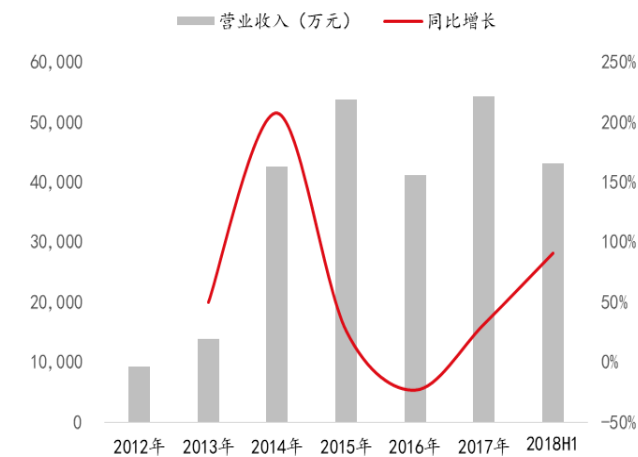
图表16: 煤层气补贴政策

	政策依据及主要内容	时限要求
煤层气开发利用补贴	《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)规定: 按 0.2 元/立方米煤层气(折纯)标准进行煤层气开发利用补贴	无时限
	《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)规定: “十三五”期间, 煤层气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	十三五期间 (2016-2020)
	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》, 文件表示“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, 将致密气纳入补贴范围”。	-
增值税退税	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)规定: 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。先征后退税款由企业专项用于煤层气技术的研究和扩大再生产, 不征收企业所得税。	无时限

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所整理

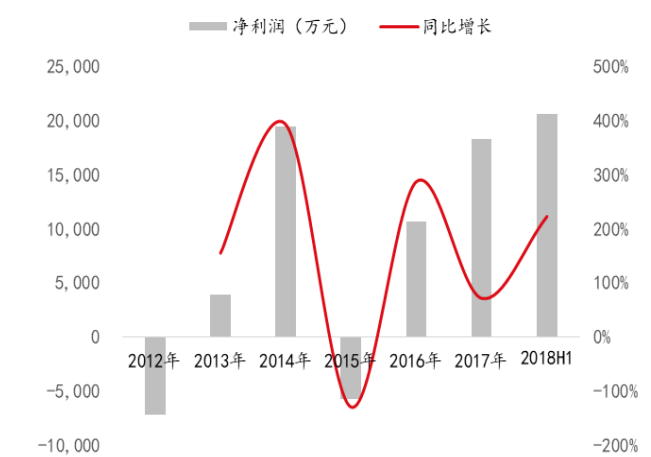
随着公司煤层气开采逐渐放量,公司营业收入与业绩都呈增长趋势,2017年公司实现营业收入5.4亿元,同比增长31.7%;实现净利润1.83亿,同比增长71.9%。2018H1公司实现营业收入4.3亿元,同比增长90.7%;实现净利润2.06亿元,同比增长223%。2016年公司营业收入出现下滑是由于2016年初我国非居民天然气门站价格下调7毛/方导致公司售气价格下降。2015年公司业绩出现亏损主要是由于汇兑损失约1.55亿。

图表17: 亚美能源营收及增速



资料来源: WIND, 方正证券研究所

图表18: 亚美能源净利润及增速



资料来源: WIND, 方正证券研究所

公司除了营业收入外还有煤层气开发利用补贴以及增值税退税两项其他收入。2016-2017年公司获得政府补助分别为1.2亿元、1.44亿元,获得增值税退税分别为2945万元、5006万元。2016、2017年公司政府补助与增值税退税合计占公司所得税前利润分别为83.4%、62.36%。扣除退税与补贴后,2016、2017年公司税前利润分别为2970万、1.17亿元。公司作为资源开采企业,前期勘探开发投入较大,对政府补贴有一定依赖。不过由于煤层气行业大多企业仍旧依靠政府补贴才能实现盈亏平衡,我们认为政府补贴将具备可持续性。

图表19: 亚美能源获得政府补助与税前利润情况

	2017年	2016年
政府补助 (万元)	14385	11982
增值税退税 (万元)	5006.3	2945.6
所得税前利润 (万元)	31094.1	17898
政府补助及增值税退税占所得税前利润比重	62.36%	83.40%

资料来源: 公司公告, 方正证券研究所

此外,由于亚美能源此前属于外资控股企业,公司高管薪酬相对较高导致公司费用率较同行业国内企业偏高较多。2017年,公司执行董事邹向东薪酬合计1312万元,CEO李京薪酬合计1002万元,主要管理人员薪酬合计5544万元,公司整体员工及福利开支为1.42亿元,占公司营业收入的26.24%。而新天然气2017年管理费用与销售费用合计6010万元,仅占公司营业收入的5.9%。新天然气收购亚美能源后正在根据公司未来发展需要优化管理团队,降低中高层管理人

员的固定薪资，提高绩效考核比重，以达到降本增效提高公司业绩的目的。

图表20： 部分燃气公司费用率情况

		营业收入 (万元)	销售费用 (万元)	管理费用 (万元)	销售费用+管理费用占比
603393.SH	新天然气	101621.1	1728.5	4282.4	5.9%
601139.SH	深圳燃气	1105877.8	93827.9	16503.2	10.0%
600681.SH	百川能源	297230.0	4117.4	14957.4	6.4%
600917.SH	重庆燃气	571405.5	19252.5	20415.3	6.9%
000969.SZ	蓝焰控股	465965.6	13201.7	45468.8	12.6%
2686.HK	亚美能源	54159.8	员工福利开支	14213 万元	员工福利开支占比 26.24%

资料来源：WIND，方正证券研究所

按照 18 年上半年公司净销量 2.65 亿方、净利润 2.06 亿元计算，公司售气平均净利润为 0.77 元/方(包含 0.3 元/方补贴及增值税返还)。2018 年上半年潘庄和马必区块平均售价分别上涨 0.22 元/方、0.26 元/方。我们合理预期全年公司售气平均净利润约在 0.8 元/方左右，并且随着未来马必区块商采后，公司平均成本还将继续下降。2019-2020 年，预计亚美能源并表将为上市公司带来 2.8 亿/3.4 亿净利润。

图表21： 亚美能源开采量及净利润预测

	2018E	2019E	2020E	2021E
开采量预测 (亿方)	7.23	9.23	12	15
净销量预测 (亿方)	6.16	7.00	8.40	10.50
净利润预测 (亿元)	4.62	5.60	6.72	8.40
新天然气 50.5%股份对应业绩 (亿元)	2.33	2.83	3.39	4.24

资料来源：方正证券研究所

3 公司低估值兼具成长性，继续强烈推荐

公司于 9 月完成对亚美能源的收购并且进行并表，预计 18 年为公司贡献约 5600 万元净利润。公司传统城市燃气项目平稳增长，财务费用会因为并购贷款的 15 亿元出现较大增长。

图表22： 本次 15 亿元贷款对财务费用影响情况

	金额 (万元)
2018 年度	8266.67
2019 年度	12024.44
2020 年度	10660.00
2021 年度	8595.56
2022 年度	5887.78
2023 年度	3048.89
2024 年度	462.78

资料来源：公司公告，方正证券研究所

公司当前主要看点是：1) 随着新疆地区不断发展以及煤改气工程的深入推进，公司目前特许经营的 8 个区县市燃气业务将有持续增长。2) 公司成功并购港股煤层气开采标的亚美能源，逐步布局全产业链。亚美能源煤层气产量即将进入快速增长期，将为公司业绩带来很大弹性。3) 公司目标打造全产业链天然气服务商，未来仍将通过招投标及并购等方式拓展公司业务。4) 公司收购亚美能源后或将继续拓展新的煤层气区块。

并购亚美能源为公司带来新的业绩增长点，也将使公司完成天然气产业链上游的布局。除此以外，公司跻身天然气上游产业链也将使公司在气源端具备更大的话语权。预计 2018-2020 年，公司将实现归母净利润 2.5 亿元/4.5 亿元/5.9 亿元，对应 PE 为 21 倍/12 倍/9 倍，当前具备很好的估值修复空间以及成长性，给予“强烈推荐”评级。

4 风险提示

公司燃气销售及业务拓展不及预期；整合亚美能源进度不及预期；公司购销价差减小风险；产业政策风险

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1556.40	925.60	760.28	1300.16	营业总收入	1016.21	1429.04	2161.31	2581.83
现金	974.19	333.10	77.86	573.14	营业成本	686.48	924.53	1305.28	1509.04
应收账款	75.08	74.02	115.25	136.36	营业税金及附加	7.46	10.00	15.13	18.07
其它应收款	23.42	27.41	42.68	50.50	营业费用	17.28	23.56	36.01	42.86
预付账款	18.55	26.70	36.89	42.96	管理费用	42.82	107.18	97.26	116.18
存货	23.73	21.75	31.88	36.40	财务费用	-6.35	80.00	134.00	104.00
其他	441.43	442.62	455.71	460.79	资产减值损失	2.84	20.00	20.00	20.00
非流动资产	739.62	4057.53	4204.10	4324.76	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.71	0.71	0.71	0.71	投资净收益	15.54	10.38	12.10	11.53
固定资产	656.74	3977.18	4127.35	4251.11	营业利润	311.18	274.16	565.73	783.21
无形资产	72.77	70.23	66.64	63.53	营业外收入	0.07	95.48	337.05	397.24
其他	9.41	9.41	9.41	9.41	营业外支出	1.10	0.00	0.00	0.00
资产总计	2296.02	4983.13	4964.38	5624.92	利润总额	310.14	369.64	902.78	1180.44
流动负债	288.29	668.60	927.62	1043.80	所得税	46.44	62.84	180.56	236.09
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	263.70	306.80	722.22	944.35
应付账款	120.32	430.60	572.18	620.15	少数股东损益	0.00	55.45	270.83	354.13
其他	167.97	238.00	355.45	423.65	归属母公司净利润	263.70	251.35	451.39	590.22
非流动负债	66.05	2066.05	1066.05	666.05	EBITDA	320.33	508.47	970.72	1185.66
长期借款	0.00	2000.00	1350.00	1250.00	EPS (元)	1.65	1.57	2.82	3.69
其他	66.05	66.05	-283.95	-583.95					
负债合计	354.33	2734.64	1993.67	1709.85	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	0.00	55.45	326.28	680.41	成长能力				
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	营业收入	0.11	0.41	0.51	0.19
资本公积	1170.74	1170.74	1170.74	1170.74	营业利润	0.41	-0.12	1.06	0.38
留存收益	565.22	816.57	1267.96	1858.19	归属母公司净利润	0.30	-0.05	0.80	0.31
归属母公司股东权益	1941.69	2193.04	2644.43	3234.66	获利能力				
负债和股东权益	2296.02	4983.13	4964.38	5624.92	毛利率	0.32	0.35	0.40	0.42
					净利率	0.26	0.18	0.21	0.23
现金流量表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	0.14	0.11	0.17	0.18
经营活动现金流	292.01	815.66	959.28	1021.16	ROIC	0.23	0.08	0.15	0.18
净利润	263.70	306.80	722.22	944.35	偿债能力				
折旧摊销	58.18	144.70	263.09	289.99	资产负债率	0.15	0.55	0.40	0.30
财务费用	0.39	80.00	134.00	104.00	净负债比率	0.00	0.91	0.38	0.19
投资损失	-15.54	-10.38	-12.10	-11.53	流动比率	5.40	1.38	0.82	1.25
营运资金变动	-16.45	370.02	169.11	71.58	速动比率	5.32	1.35	0.79	1.21
其他	1.74	-75.48	-317.05	-377.24	营运能力				
投资活动现金流	412.22	-3376.74	-80.51	-21.88	总资产周转率	0.46	0.39	0.43	0.49
资本支出	-89.25	-3387.13	-92.61	-33.41	应收账款周转率	17.74	19.17	22.84	20.52
长期投资	485.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	10.61	5.19	4.31	4.33
其他	16.47	10.38	12.10	11.53	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-129.50	1920.00	-1134.00	-504.00	每股收益	1.65	1.57	2.82	3.69
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股经营现金	1.83	5.10	6.00	6.38
长期借款	0.00	2000.00	-650.00	-100.00	每股净资产	12.14	13.71	16.53	20.22
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
资本公积增加	0.00	1.57	1.66	1.63	P/E	22.83	21.55	12.00	9.18
其他	-129.50	-81.57	-485.66	-405.63	P/B	3.10	2.47	2.05	1.67
现金净增加额	574.73	-641.09	-255.24	495.28	EV/EBITDA	15.75	13.93	6.53	4.59

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com