

投资评级 **增持** 维持

收入上升毛利率稳增，全产业链布局开拓增长点

股票数据

6个月内目标价(元)	14.72
04月15日收盘价(元)	13.13
52周股价波动(元)	10.31-28.65
总股本/流通A股(百万股)	1085/225
总市值/流通市值(百万元)	14242/4402

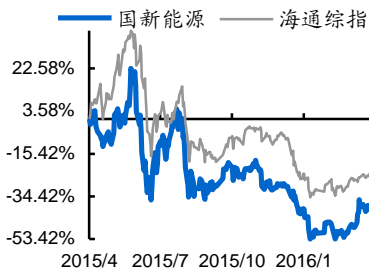
主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	26.8	20.9	18.3
市净率	4.1	3.4	2.9
市销率	2.15	2.02	1.76
EV/EBITDA	17.4	13.6	11.7
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《联华合纤(600617):资源禀赋佳、需求空间大,盈利高增长较确定的城市燃气服务商(增持,首次)》_20140424 2014.04.24

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	18.3	18.8	1.7
相对涨幅(%)	11.9	7.8	-3.2

资料来源:海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

联系人:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

投资要点:

- 4月12日公司年报披露。**2015年,公司实现营业收入67.64亿元,同比增长22.93%,归属于上市公司股东的净利润5.42亿元,同比增长24.62%。每股收益0.53元,分红预案为每10股派现金1.5元。
- 天然气销量增加带来收入快速增长。**15年,国新能源实现营业收入67.64亿元,同比增长22.93%。其中,天然气及煤层气营业收入65.84亿元,同比增长23.68%。天然气及煤层气营业收入占公司收入的99%。收入增长主要是因为天然气销量的增长。
- 优化气源结构提升毛利率。**2015年,公司综合毛利率23.22%,比上年增加2.83个百分点。毛利增加主要源于公司合理配置资源,优化气源结构,增加煤层气供气量,降低综合购气成本。
- 看点:天然气价改、业务拓展、财务结构优化。****天然气价改:**未来居民、非居民气若实现并轨,有望解决交叉补贴,利于非居民气价进一步下滑,提升天然气在非居民气领域的使用量,长期利于行业发展。**全产业链业务拓展:**公司打造长输管道、城市燃气、液化工厂、燃气电厂、LNG加气站建设运营等五个专业化版,拓展新的营业增长点。**2016年各板块拟投资共计36.81亿元。****财务结构优化:**2015年财务费用约为归属于上市公司股东净利润的54%。为有效解决公司发展资金需求,公司提出了2015年非公开发行A股股票计划,募集资金总额不超过10.1295亿元,资金全部到位后可以降低公司负债率约6个百分点。
- 盈利预测与估值。**预计公司2016-2017年EPS分别为0.64元/股、0.73元/股,考虑到天然气价改及国新能源优质资产,参考同行可比估值,给予16年23倍动态PE,对应目标价14.72元,增持评级。
- 风险提示。**经济下行,工业用户天然气需求存在下行风险,安全生产风险。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	5502.86	6764.41	7185.85	8263.72	9090.10
(+/-)YoY(%)	25.25%	22.93%	6.23%	15.00%	10.00%
净利润(百万元)	435.07	542.17	694.76	794.33	875.88
(+/-)YoY(%)	41.32%	24.62%	28.14%	14.33%	10.27%
全面摊薄EPS(元)	0.40	0.50	0.64	0.73	0.81
毛利率(%)	21.39%	24.10%	24.00%	24.00%	24.00%
净资产收益率(%)	20.86%	15.41%	16.49%	15.86%	14.89%

资料来源:公司年报(2014-2015),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

事件：

公司 2015 年年报披露。2015 年，公司实现营业收入 67.64 亿元，同比增长 22.93%，归属于上市公司股东的净利润 5.42 亿元，同比增长 24.62%。每股收益 0.53 元，分红预案为每 10 股派现金 1.5 元。

点评：

公司 2016 年营业收入同比增长 22.93%，主要源于销气量大幅增加。未来天然气消费量仍有增长预期，公司盈利有进一步增长空间。

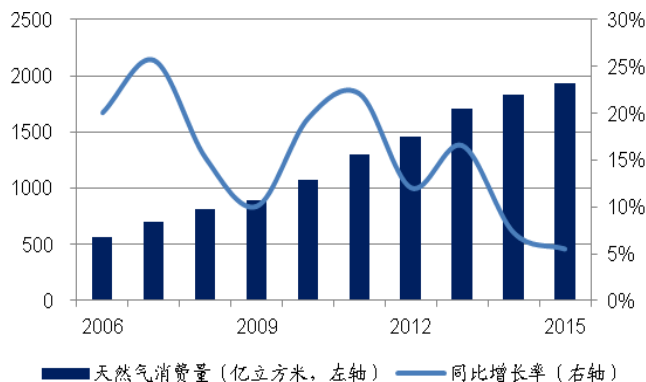
未来看点主要在于天然气价改落实带动消费量上升，公司拓展业务领域，优化财务结构。预计 2016-2017 年 EPS 分别为 0.64 元/股、0.73 元/股，考虑到天然气价改及国新能源优质资产，参考同行可比估值，给予 16 年 23 倍动态 PE，对应目标价 14.72 元。

风险提示。 经济下行，工业用户天然气需求存在下行风险，安全生产风险。

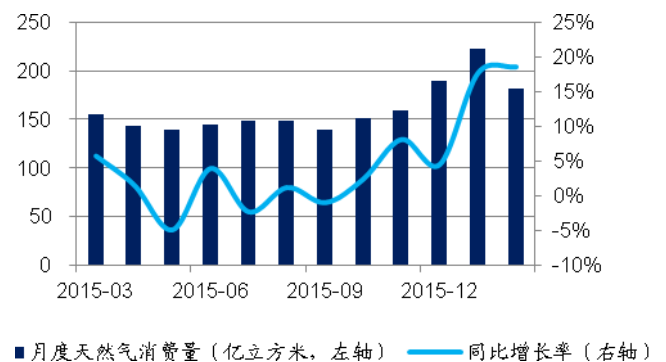
（详细分析见下文）

1. 财务分析
（1）收入情况

15 年，国新能源实现营业收入 67.64 亿元，同比增长 22.93%。其中，天然气及煤层气营业收入 65.84 亿元，同比增长 23.68%。天然气及煤层气营业收入占公司收入的 99%。收入增长主要源于销气量大幅增加。

图1 中国天然气年度消费量（亿立方米，2006—2015）


资料来源：Wind，海通证券研究所

图2 中国天然气月度消费量（亿立方米，2015.03—2016.02）


资料来源：Wind，海通证券研究所

表1 国新能源 15 年收入情况（亿元）

	营业收入					分业务收入		
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	天然气	煤气	其他
2014	15.64	9.82	10.87	18.69	55.03	52.23	0.026	0
2015	22.98	10.49	14.44	19.73	67.64	65.84	0.0008	0.033
同比变化	46.93%	6.82%	32.84%	5.56%	22.91%	26.06%	-96.92%	--

资料来源：wind，海通证券研究所



(2) 盈利情况

2015年,公司综合毛利率23.22%,比上年增加2.83个百分点。毛利增加主要源于公司合理配置资源,优化气源结构,增加煤层气供气量,降低综合购气成本。

表2 国新能源15年毛利率情况

	综合毛利率					分业务毛利率	
	Q1	Q2	Q3	Q4	全年	天然气	煤气
2014	19.75%	22.41%	23.57%	21.28%	20.39%	20.38%	38.78%
2015	26.87%	23.83%	27.34%	20.41%	23.22%	23.26%	100%
同比变化	7.12%	1.42%	3.77%	-0.87%	2.83%	2.88%	61.22%

资料来源: wind, 海通证券研究所

(3) 费用方面

2015年,公司销售费用与财务费用出现较大增长。销售费用同比增加46.80%至4.17亿,财务费用同比增加49.81%至2.94亿。销售费用增加的主要原因是工资、折旧费及安全费增加所致。财务费用增加的主要原因是利息支出增加所致。

表3 国新能源15年毛利与费用情况(亿元)

	毛利	毛利率	销售费用	销售费用率	管理费用	管理费用率	财务费用	财务费用率	资产减值损失	占营业收入比例
2014	10.86	20.39%	2.84	5.16%	1.27	2.31%	1.96	3.56%	-0.03	-0.05%
2015	15.30	23.22%	4.17	6.16%	1.46	2.16%	2.94	4.35%	0.11	0.16%
同比变化	40.88%	2.83%	46.80%	1.00%	17.57%	-0.15%	49.81%	0.78%	--	0.22%

资料来源: wind, 海通证券研究所

(4) 其他收益

2015年,公司投资净收益为39.34万元,比2014年大幅减少,主要是因为对联营企业和合营企业的投资收益为亏损10.88万元。2014年投资净收益2871.04万元,其中对联营企业和合营企业的投资收益为2851.40万元。

表4 国新能源利润拆分(亿元)

	投资收益	利润总额	占利润总额比例	营业外收支	占利润总额比例	所得税	所得税率
2014	0.2871	5.83	4.92%	0.027	0.46%	1.43	24.53%
2015	0.0039	7.41	0.05%	0.028	0.38%	2.04	27.53%
同比变化	-98.64%	27.10%	-98.93%	3.70%	-18.41%	42.32%	12.24%

资料来源: wind, 海通证券研究所

2. 公司看点

- (1) 天然气价改可期,利好中下游企业。2015年天然气价格下调0.7元/方,天然气消费量因此快速提升。近日,发改委关于《关于深化天然气价格市场化改革的意见》进行了讨论,天然气价格改革的最终目标是放开气源和销售价格,政府只监管自然垄断的管网输配气价格,居民气有望和非居民气执行统一的门站价格,改革有望在“十



三五”期间实现。燃气公司主要利润由非居民气贡献，居民气价远低于非居民气价，存在交叉补贴现象，未来居民、非居民气若实现并轨，有望解决交叉补贴，利于非居民气价进一步下滑，提升天然气在非居民气领域的使用量，长期利于行业发展。

- (2) **专业化分工，全力推进全产业链发展。**公司打造长输管道、城市燃气、液化工厂、燃气电厂、LNG 加气站建设运营等五个专业化版，拓展新的营业增长点。2016 年公司投资长输管线及联络线项目 8.34 亿元，液化、热电联产项目 15.35 亿元，加气站建设投资 10.93 亿元，城市居民用户项目 0.26 亿元，城市中压管道建设投资 0.25 亿元，公福用户与工业用户项目 0.45 亿元，信息化项目投入 1.23 亿元，共计 36.81 亿元。
- (3) **2015 年非公开发行股票计划优化财务结构。**因公司负债率较高，财务费用偏高，2015 年财务费用约为归属于上市公司股东净利润的 54%。为有效解决公司发展资金需求，公司提出了 2015 年非公开发行 A 股股票计划。计划发行募集资金总额不超过 10.1295 亿元，用于偿还银行贷款并补充流动资金。资金全部到位后可以降低公司负债率约 6 个百分点，促使公司财务成本更趋合理、减轻财务成本压力，进而提高公司抗风险能力和持续盈利能力。

3. 盈利预测与估值

预计公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.64 元/股、0.73 元/股，考虑到天然气价改及国新能源优质资产，参考同行可比估值，给予 16 年 23 倍动态 PE，对应目标价 14.72 元，增持评级。

表 5 可比公司估值情况

	000669	601139	600917	000407	600856	600635	
2016/4/18	金鸿能源	深圳燃气	重庆燃气	胜利股份	中天能源	大众公用	中值
PE(TTM)	30.03 倍	27.77 倍	46.86 倍	-	43.33 倍	38.10 倍	30.03 倍
PE(2016)	16.87 倍	22.47 倍	36.35 倍	22.24 倍	26.84 倍	34.87 倍	24.66 倍
PE(2017)	12.26 倍	18.85 倍	29.88 倍	15.76 倍	13.43 倍	-	15.76 倍

资料来源：wind，海通证券研究所



信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 湘潭电化,新潮实业,神雾环保,上海石化,雪浪环境,上海电力,胜利股份,洲际油气,中国石化,长江电力,卫星石化,康普顿,中天能源,国新能源,派思股份,中国石油,新奥股份,盾安环境,金正大,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达,恒逸石化,建投能源,华鲁恒升

投资评级说明

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。