

2020年06月04日

# 进一步增持亚美能源，煤层气业务量价齐升

## 新天然气(603393)

### 城市燃气业务有望恢复，收购亚美布局全产业链

公司为新疆本土的大型城市燃气运营商服务商，主要从事城市天然气的输配、销售、入户安装以及煤层气开采业务。受整体经济下行及疫情影响，2019-2020Q1公司原有燃气业务略有回落。随着国内疫情的恢复，2020年公司燃气销售、报装等业务有望走出低迷期。公司计划2020年供气5.98亿立方米，新发展用户2.8万户，较2019年实现平稳增长。公司2018年收购煤层气龙头亚美能源，打造燃气产业全产业链。

### 煤层气量价齐升，马必项目放量可期

2019年亚美能源实现营业收入11.62亿，同比增长18.69%，实现净利润7.07亿，同比大幅增长71.30%。其中，潘庄项目实现煤层气产量8.59亿立方米，同比大幅增长21.84%，平均售价较去年提升0.02元，随着19年底新气井产能完成爬坡，2020年潘庄煤层气产量有望进一步提升；马必板块开发方案于2018年10月获得发改委批准，一期设计产能为10亿立方米/年，建设期为4年，2019年主要处于试生产阶段，预计未来3年开发速度将明显加快。马必板块的持续放量是亚美能源未来业绩上涨的主要动力。

### 进一步增持亚美股权，打开煤层气利润空间

公司于2020年3月31日宣布以自筹资金增持亚美能源不超过2%的股份，此次实际增持为1.77%的股份，增持完毕后公司持有亚美能源股份上升至51.65%。本次增持大股东新天然气系稀释后再次增持至50%以上，未来不排除有进一步增持的可能。随着亚美能源盈利能力的持续提升，未来归母净利润提升空间被进一步打开。

### 投资建议

我们预计公司2020-2022年营业收入分别为27.26/33.54/37.93亿元，归母净利润分别为5.83/7.24/8.28亿元，对应EPS分别为1.86/2.31/2.64元，目前股价38.41元，对应PE分别为21/17/15倍。可比公司2020-2022年平均PE分别为20/15/12倍，公司立足新疆城市燃气，通过持有亚美能源50%以上股份进入煤层气业务，亚美能源未来煤层气业务有望持续放量，与同类公司相比具有较高的成长性，且规模效应与管理提升将带动成本进一步下降，我们看好公司未来成长，首次覆盖给予公司2021年22倍PE，对应目标价50.82元，给予“买入”评级。

### 风险提示

马必项目进展不及预期，天然气销售不及预期，天然气终端售价下降等风险。

### 评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	50.82
最新收盘价:	38.41
股票代码:	603393
52周最高价/最低价:	48.83/20.55
总市值(亿)	120.45
自由流通市值(亿)	120.45
自由流通股数(百万)	313.60



分析师: 杨伟

邮箱: yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话:

联系人: 陈凯茜

邮箱: chenqk1@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

分析师: 晏溶

邮箱: yanrong@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100004

联系电话: 0755-83026989

华西化工&环保联合覆盖

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,632	2,296	2,726	3,354	3,793
YoY (%)	60.6%	40.7%	18.7%	23.0%	13.1%
归母净利润(百万元)	335	422	583	724	828
YoY (%)	26.9%	26.3%	38.1%	24.2%	14.2%
毛利率 (%)	43.0%	47.5%	43.7%	44.6%	43.7%
每股收益 (元)	1.07	1.35	1.86	2.31	2.64
ROE	14.8%	16.7%	18.1%	18.3%	17.3%
市盈率	36.51	28.92	20.94	16.86	14.76

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 正文目录

1. 新疆大型城市燃气运营商，城市燃气业务平稳发展 .....	4
2. 煤层气业务持续发力，亚美能源业绩亮眼 .....	6
2.1. 大力发展煤层气业务，降低天然气进口依存度 .....	6
2.2. 潘庄板块持续放量，煤层气业务量价齐升 .....	9
2.3. 生产成本持续领先，补贴延续助长业绩 .....	13
2.4. 国家管网公司成立，公司竞争力进一步增强 .....	15
2.5. 增持亚美累计超过 50%，打开后续想象空间 .....	16
3. 盈利预测与投资建议 .....	17
4. 风险提示 .....	18

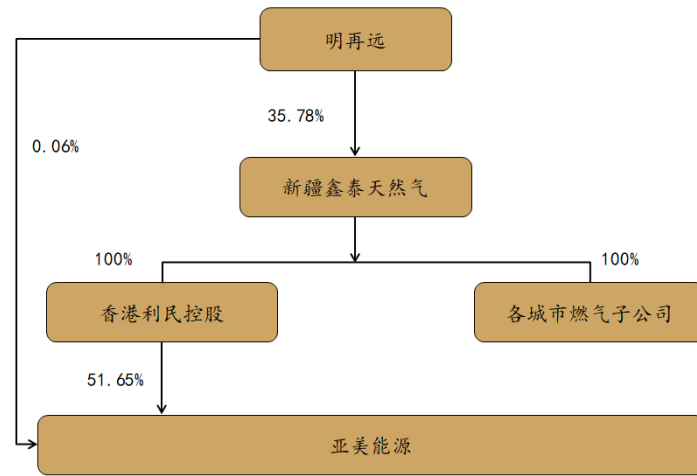
## 图表目录

图 1 公司股权结构 .....	4
图 2 城市燃气业务特许经营范围 .....	4
图 3 2019 年公司主营业务结构 .....	5
图 4 公司各板块业务毛利率 (%) .....	5
图 5 公司天然气销量 (亿方) .....	5
图 6 亚美能源煤层气产量 (亿方) .....	5
图 7 公司营业收入 (百万元; %) .....	6
图 8 公司归母净利润 (百万元; %) .....	6
图 9 我国煤层气发展历程 .....	6
图 10 我国天然气产量 (亿立方米) .....	8
图 11 我国煤层气产量 (亿立方米) .....	8
图 12 我国天然气进口数量 (万吨) .....	9
图 13 我国天然气出口数量 (万吨) .....	9
图 14 2019 年我国天然气对外依存度 .....	9
图 15 天然气进口分布 .....	9
图 16 亚美能源主要煤层气生产井类型 .....	10
图 17 截至 2019 年底亚美能源煤层气储量 (亿立方米) .....	11
图 18 亚美能源营业收入 (百万元; %) .....	11
图 19 亚美能源归母净利润 (百万元; %) .....	11
图 20 亚美能源毛利率与净利率 (%) .....	12
图 21 亚美能源扣非净利率 (%) .....	12
图 22 潘庄煤层气产量及增速 (亿方; %) .....	12
图 23 马必煤层气产量及增速 (亿方; %) .....	12
图 24 亚美能源合同分成图 .....	13
图 25 2019 年亚美能源煤层气单位成本 (元/立方米) .....	14
图 26 2019 年亚美能源煤层气售价与各省天然气门站价格比较 (元/立方米) .....	15
图 27 亚美能源天然气平均销售价格 (元/立方米) .....	15

## 1. 新疆大型城市燃气运营商，城市燃气业务平稳发展

新疆鑫泰天然气股份有限公司（股票代码 603393）是立足于新疆本土的大型城市燃气运营商服务商，从事城市天然气的输配、销售、入户安装以及煤层气开采业务。公司燃气特许经营范围主要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）。2018 年公司通过要约收购亚美能源（2686.HK）50.5%的股权（行权稀释至 50%以下，近期再次增至 51.65%）一跃成为国内煤层气开采龙头企业。董事长明再远持有公司 35.78%的股权，为公司的控股股东和实际控制人。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告，亚美能源公告，华西证券研究所

图 2 城市燃气业务特许经营范围

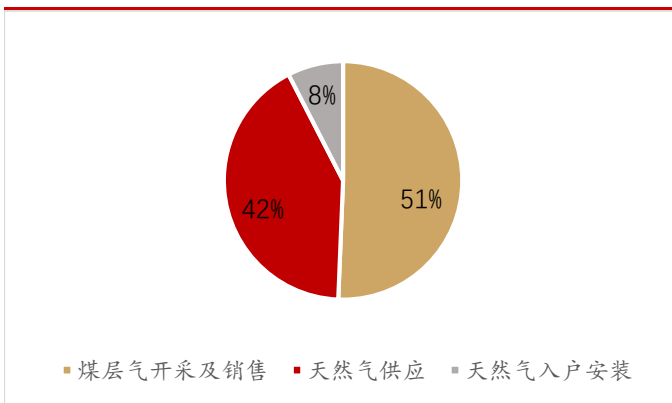


资料来源：招股说明书，华西证券研究所

截至 2019 年底，公司城市燃气管道长度达到 1036km，拥有调配站 22 座、加气站 20 座。2019 年公司实现天然气销售 5.78 亿方，同比下降 11.08%；用户安装完成 24701 户，同比下降 22.24%；实现煤层气销售 9.13 亿方，同比增长 16.87%。公司计划 2020 年供气 5.98 亿立方米，新发展用户 2.8 万户，较 2019 年实现平稳增长。

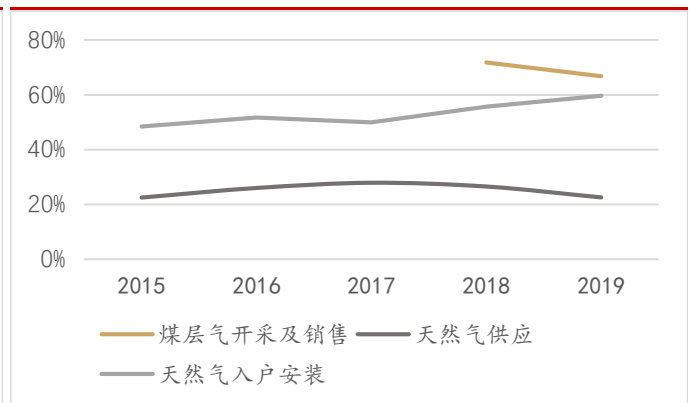
公司 2019 年实现营业收入 22.96 亿元，同比增长 40.72%；实现归母净利润 4.22 亿元，同比增长 26.26%。2020 年 Q1，受国内疫情影响，燃气终端需求减少，2020 年 Q1 公司实现营业收入 530.27 亿元，同比下降 23.68%；实现归母净利润 0.83 亿元，同比增长 8.06%。

图 3 2019 年公司主营业务结构



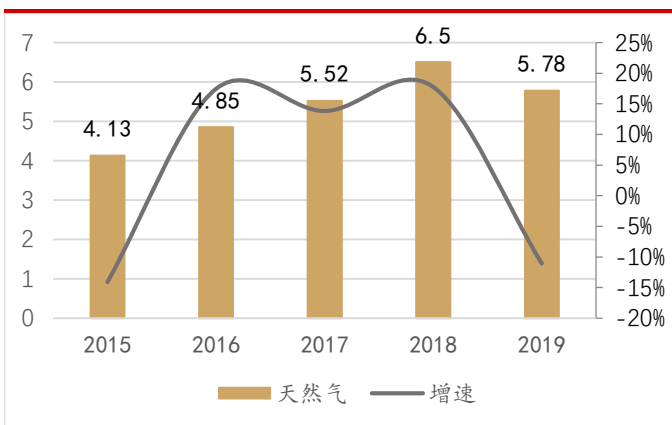
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 公司各板块业务毛利率 (%)



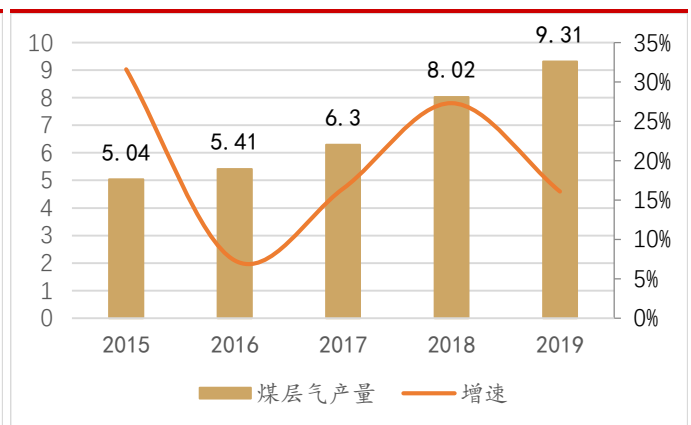
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司天然气销量 (亿方)



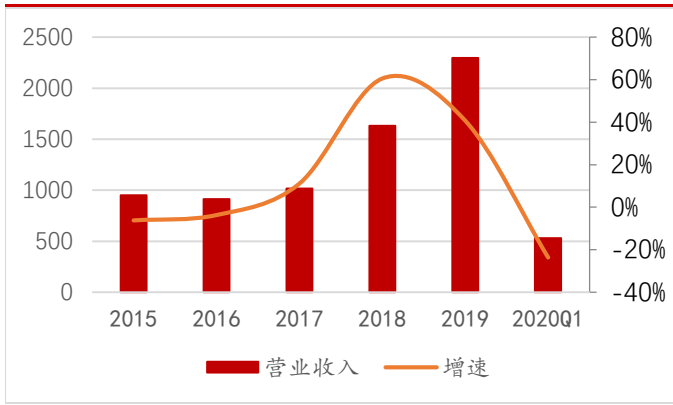
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 亚美能源煤层气产量 (亿方)



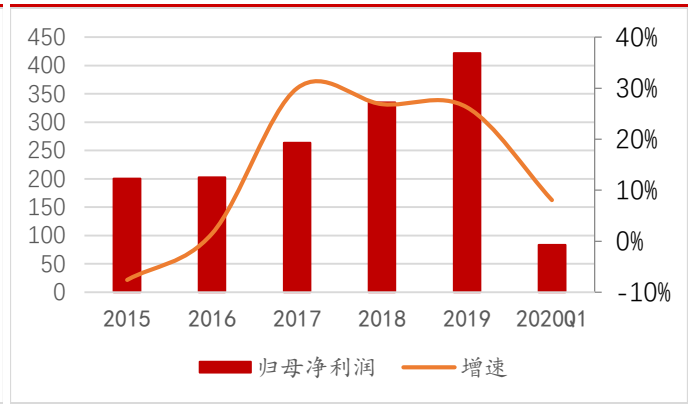
资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

图7 公司营业收入（百万元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图8 公司归母净利润（百万元；%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

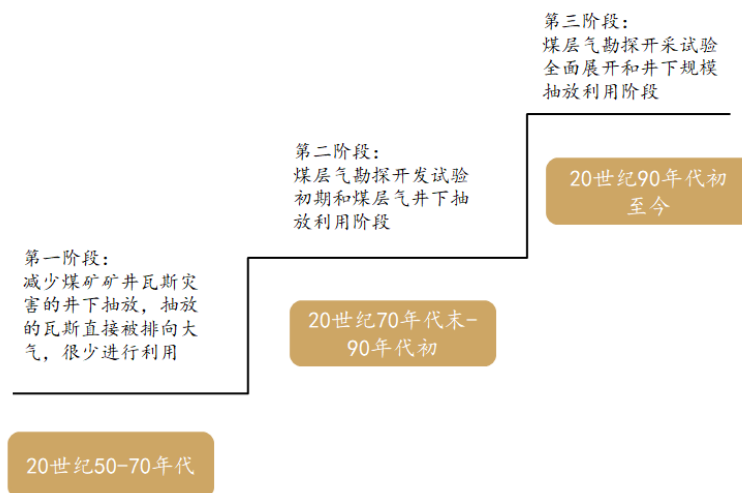
## 2.煤层气业务持续发力，亚美能源业绩亮眼

### 2.1.大力发展煤层气业务，降低天然气进口依存度

煤层气主要成分是高纯度甲烷（CH<sub>4</sub>），俗称“瓦斯”，在煤化过程中生成，以吸附在煤基质颗粒表面为主，部分游离于煤空隙中，是煤的伴生气体，属于非常规天然气，是近二十年来在国际上崛起的洁净、优质能源和化工原料。

我国拥有丰富的煤层气资源，目前处于行业发展的初级阶段。20世纪50-70年代，煤层气作为一种危险物质存在于煤矿开采环节中，主要是将之直接排向大气，从而减少煤矿安全事故的发生；20世纪70年代末期，随着煤矿瓦斯抽放工作的展开，煤层气变害为利成为生活、工业燃料以及化工原料；80年代，我国开始在抚顺、阳泉等地开展地面钻井开采利用技术试验。直到20世纪90年代，煤矿井下煤层气抽采利用工作已经在高瓦斯大型煤普遍开采。但总体来讲我国煤层气发展还处于初级阶段，未来还有非常大的提升空间。

图9 我国煤层气发展历程



资料来源：天然气资讯，华西证券研究所

与常规天然气不同，我国煤层气分布更靠近东部地区。根据国家统计局数据，我国 42 个主要含煤盆地埋深 2000 米以浅的煤层气地质资源量为 36.81 万亿立方米，可采资源量（埋深 1500 米以浅的煤层气）为 10.87 万亿立方米。我国煤层气资源主要分布在山西、鄂尔多斯盆地东部等地，此外，内蒙古的二连盆地也拥有较多的煤层气资源。煤层气整体资源分布较常规天然气更接近东部这一特点，使得煤层气能够直接得到充分的利用。

表 1 我国煤层气资源分布情况分析

盆地	面积（平方公里）	资源量（亿立方米）	可采资源（亿立方米）
沁水	27137	39500	11216
二连	34853	25816	21026
海拉尔	12986	15957	4503
豫西	5923	6744	1154
徐淮	3490	5784	1482
宁武	1718	3643	1129
鄂尔多斯 C-P	37515	45858	11706
鄂尔多斯-J	71330	52775	6164
四川	19486	6042	2110
天山	10550	16261	6671
塔里木	40637	19338	6866
三塘湖	2763	5942	1752
准噶尔	34607	38268	8077
吐哈	9393	21198	4100
川南黔西	19428	9693	3045
滇东黔西	16055	34723	12892
其他	26590	20568	4803

资料来源：天然气资讯，华西证券研究所

国家能源局于 2016 年 11 月印发的《关于煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划的通知》中指出：“十三五”期间，新增煤层气探明地质储量 4200 亿立方米，建成 2-3 个煤层气产业化基地。2020 年，煤层气（煤矿瓦斯）抽采量达到 240 亿立方米，其中地面煤层气产量 100 亿立方米，利用率 90% 以上；煤矿瓦斯抽采 140 亿立方米，利用率 50% 以上，煤矿瓦斯发电装机容量 280 万千瓦，民用超过 168 万户。煤矿瓦斯事故死亡人数比 2015 年下降 15% 以上。



表 2 我国煤层气“十三五”规划目标

发展指标	2015 年	2020 年
新增探明地质储量 (亿立方米)	3504	4200
煤层气产量 (亿立方米)	44	100
煤层气利用量	38	90
煤层气利用率 (%)	86.40%	90%
煤矿瓦斯抽采量 (亿立方米)	136	140
煤矿瓦斯利用量 (亿立方米)	48	70
煤矿瓦斯利用率 (%)	35.30%	50%

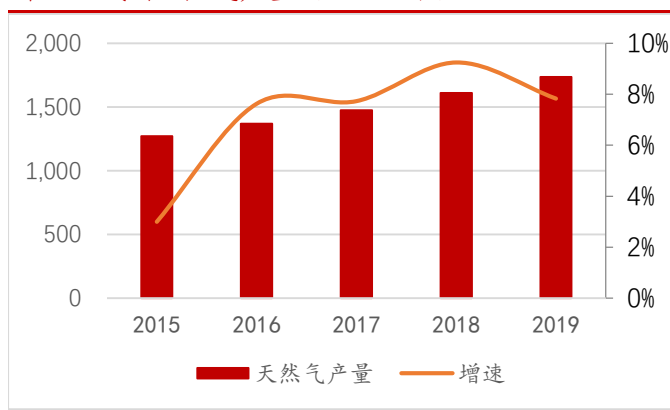
资料来源：天然气资讯，华西证券研究所

我国是天然气进口大国，根据国家统计局和海关总署数据显示，2019 年我国天然气产量约 1736 亿立方米。天然气进口 9688 万吨（折合约 1293 亿立方米），出口仅 260 万吨，其中 LNG 进口 6056 万吨（折合约 788 亿立方米），管道气进口 3631 万吨（折合约 505 亿立方米），进口依存度超过 40%。

根据国际能源机构 (IEA) 统计，全球煤层气资源储量约 260 万亿立方米，其中中国煤层气资源达 36.8 万亿立方米，位居世界第三。根据国家统计局数据显示，2019 年我国煤层气开采总量约 89 亿立方米，占国内天然气总产量的 5.13%，整体占比不高。其中山西省煤层气产量为 64 亿立方米，占全国煤层气总产量的 71.91%。

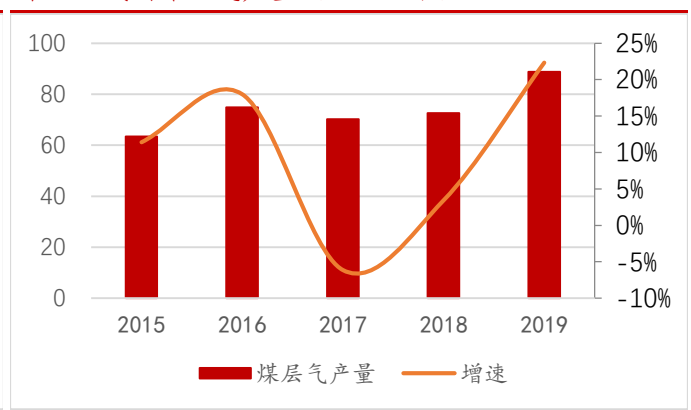
2020 年 2 月，山西省发布《山西省煤成气增储上产三年行动计划（2020-2022 年）》的报告指出，力争全省 2020 年煤成气产量达到 90 亿方，同时力争 2022 年非常规天然气的产量达到 200 亿方（注：煤成气包含煤层气、页岩气、致密气等，目前主要来源为煤层气），表明了山西省政府大力发展煤成气的决心，未来山西省煤成气有望进入高速发展阶段。

图 10 我国天然气产量 (亿立方米)



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

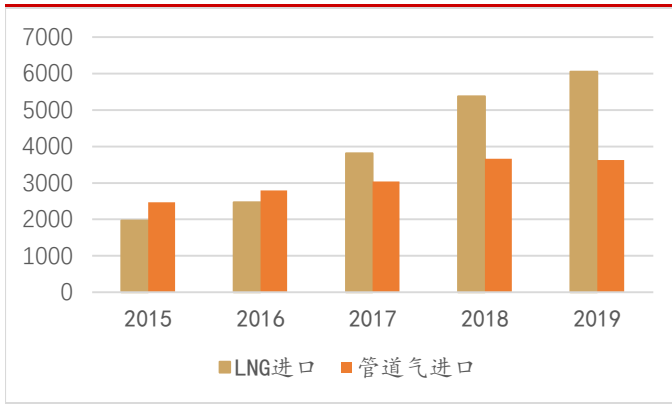
图 11 我国煤层气产量 (亿立方米)



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

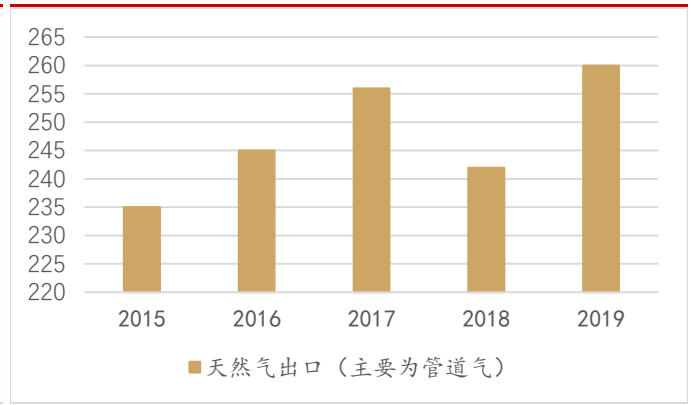


图 12 我国天然气进口数量（万吨）



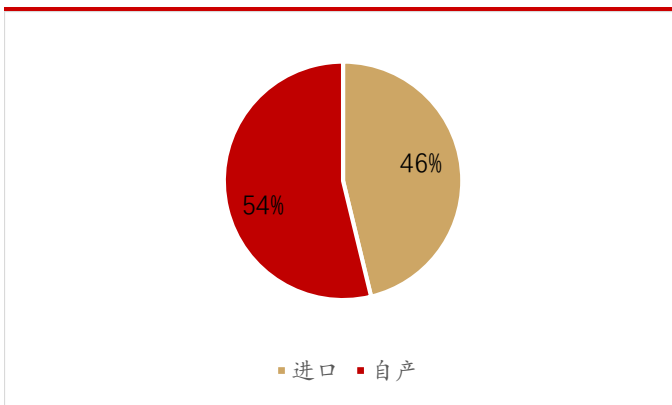
资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 13 我国天然气出口数量（万吨）



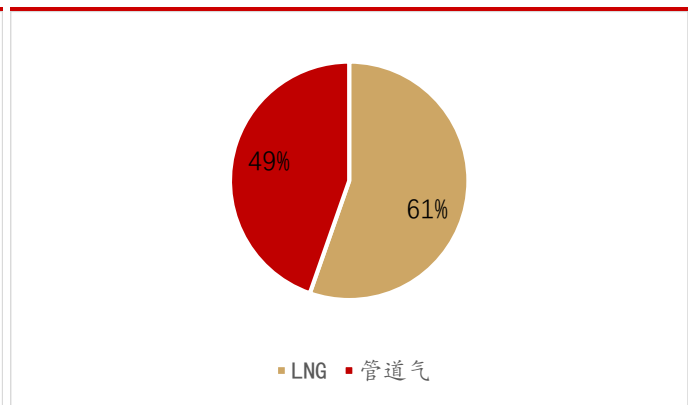
资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 14 2019 年我国天然气对外依存度



资料来源：上海石油天然气交易中心，华西证券研究所

图 15 天然气进口分布



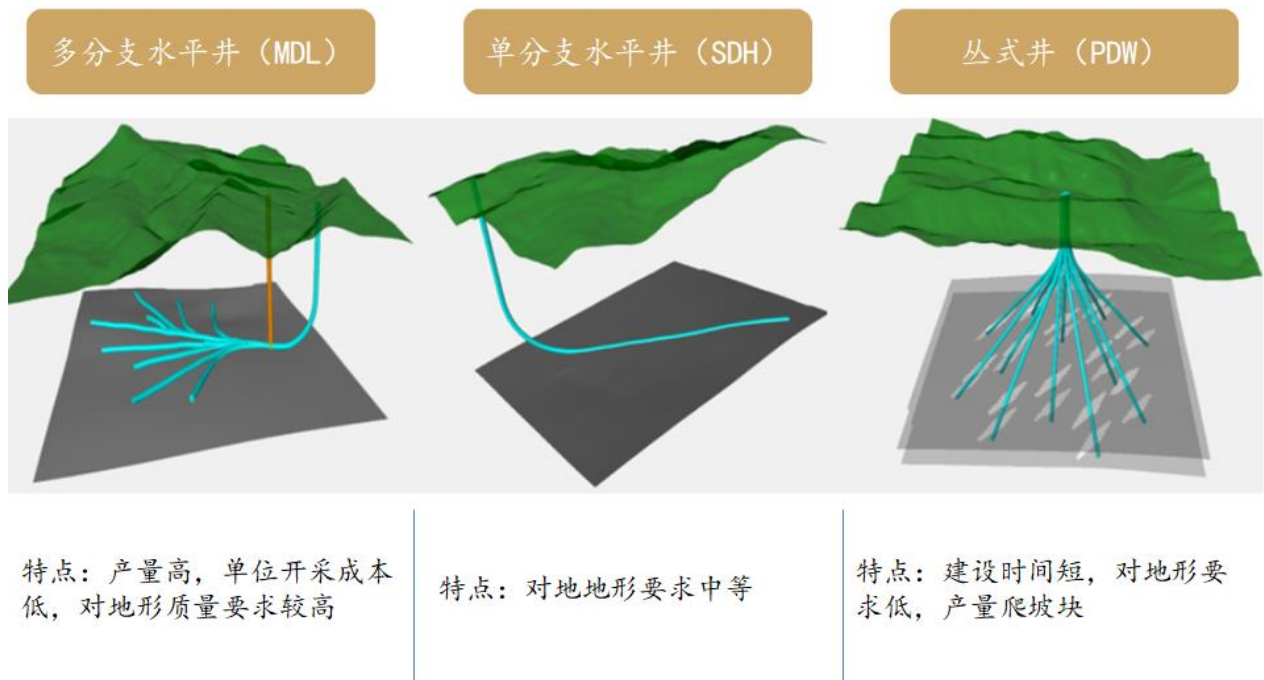
资料来源：海关总署，华西证券研究所

## 2.2. 潘庄板块持续放量，煤层气业务量价齐升

煤层气产量取决于当地储量、气井类型和数量，公司主要的生产井主要包括多分支水平井（MLD）、单分支水平井（SLH）和丛式井（PDW）三种类型。其中，多分支水平井（MLD）呈羽状，初始投资较大，对地形、煤层含气量和地质有特殊的要求，但产能爬坡快，满产后单位成本较低；丛式井（PDW）初始投资成本最低、产量也较低，但是可以适应复杂地形，建设周期短，有利于快速开发新区域；单分支水平井（SLH）介于上述两者之间。

潘庄地区由于有良好的地质资源，在开发之初主要以多分支水平井（MDL）为主，近年来新增主要以单分支水平井（SDH）为主，丛式井（PDW）为辅；马必地区主要以丛式井（PDW）为主。根据亚美能源年报数据显示，2019 年亚美能源合计完成新钻井 126 口，其中潘庄新增钻井 99 口，马必新增钻井 27 口。

图 16 亚美能源主要煤层气生产井类型



资料来源: 亚美能源官网, 华西证券研究所

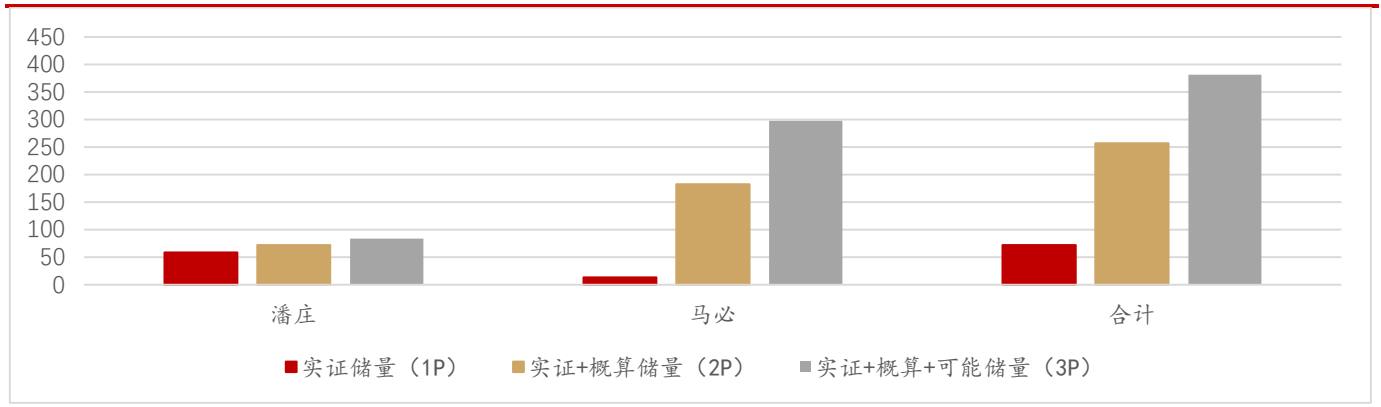
表 3 亚美能源煤层气各类井生产数量 (口)

板块	年份	在产井 (口)			当期钻井 (口)	当期增产井 (口)
		MLD	SLH	PDW		
潘庄	2019	49	175	81	99	16
	2018	49	127	67	63	14
	2017	49	79	19	55	6
	2016	49	34	14	30	6
	2015	49	7	7		13
马必	2019	1	10	172	27	13
	2018	1	10	164	0	31
	2017	1	10	116	67	56
	2016	2	12	107	8	31
	2015	4	7	69		35

资料来源: 亚美能源公告, 华西证券研究所

根据独立储量认证公司 Netherland Sewell & Associates Inc. (NSAI) 发布的报告，截至 2019 年底，亚美能源实证储量 (1P)、实证+概算储量 (2P) 和实证+概算+可能储量分别为 72、257、381 亿立方米。马必的实证+概算储量 (2P) 远高于潘庄的数量，未来随着马必板块钻井数量的增长以及开采进度的推进，马必板块将成为公司未来主要的盈利增长极。

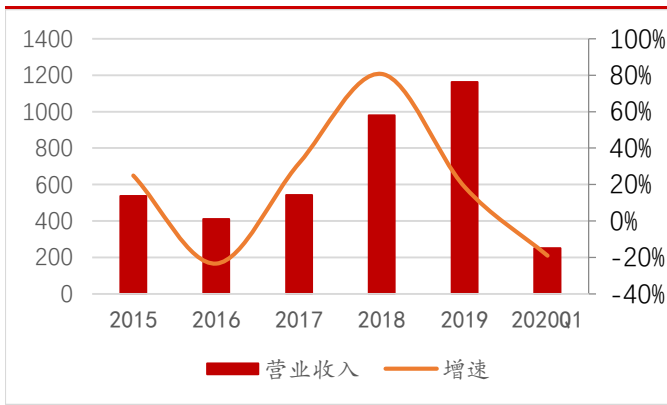
图 17 截至 2019 年底亚美能源煤层气储量 (亿立方米)



资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

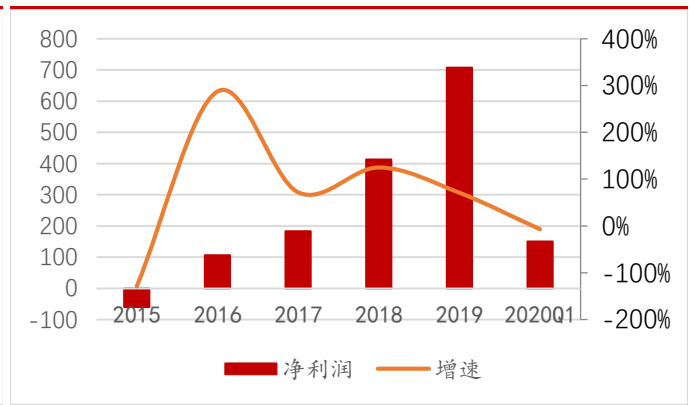
根据亚美能源 2019 年年报显示，2019 年亚美能源实现营业收入 11.62 亿，同比增长 18.69%，实现净利润 7.07 亿，同比大幅增长 71.30%。2019 年亚美能源煤层气产量约 9.31 亿立方米，平均售价 1.67 元/立方米，同比增长 0.03 元。其中潘庄产量为 8.59 亿立方米，同比大幅增长 21.84%，平均售价 1.67 元/立方米，较 2018 年提升 0.02 元，潘庄业务量价提升系亚美能源 19 年业绩大幅增长的主要原因。从钻井情况来看，2019 年潘庄板块完成的 99 口钻井中，其中下半年完成数量为 77 口，新增气井处于产能爬坡阶段，未来产量有望持续上涨。马必板块产量为 0.72 亿立方米，平均售价维持 1.39 元/立方米。马必板块开发方案于 2018 年 10 月获得发改委批准，一期设计产能为 10 亿立方米/年，建设期为 4 年，2019 年主要处于试生产阶段，预计未来 3 年开发速度将明显加快。未来马必产能的持续放量是公司业绩增长的主要动力。

图 18 亚美能源营业收入 (百万元；%)



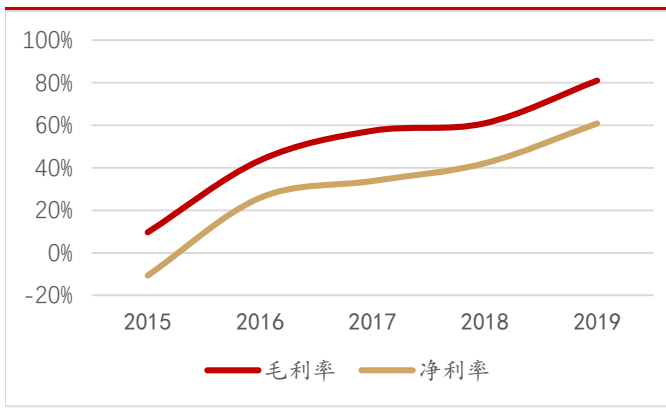
资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

图 19 亚美能源归母净利润 (百万元；%)



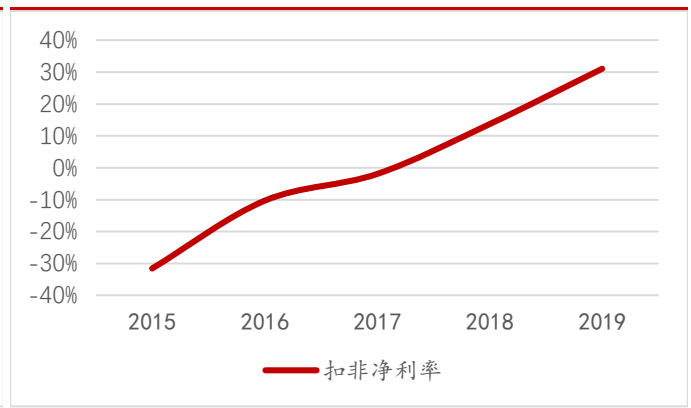
资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

图 20 亚美能源毛利率与净利率 (%)



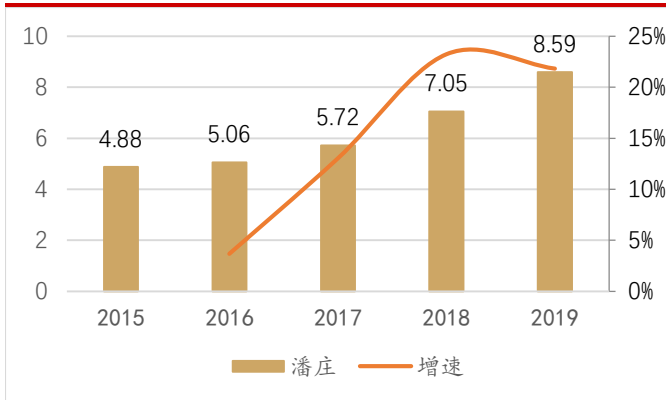
资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

图 21 亚美能源扣非净利率 (%)



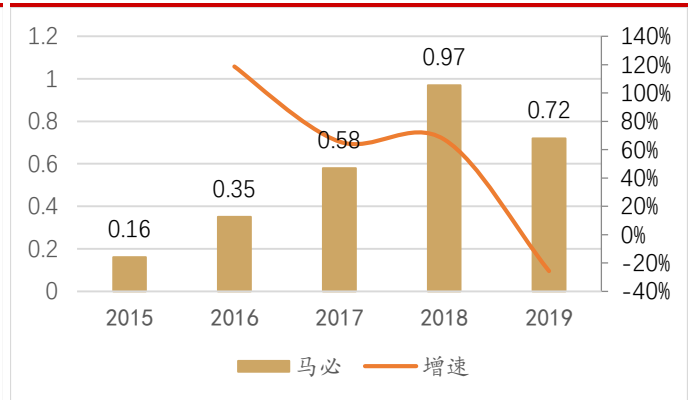
资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

图 22 潘庄煤层气产量及增速 (亿方; %)



资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

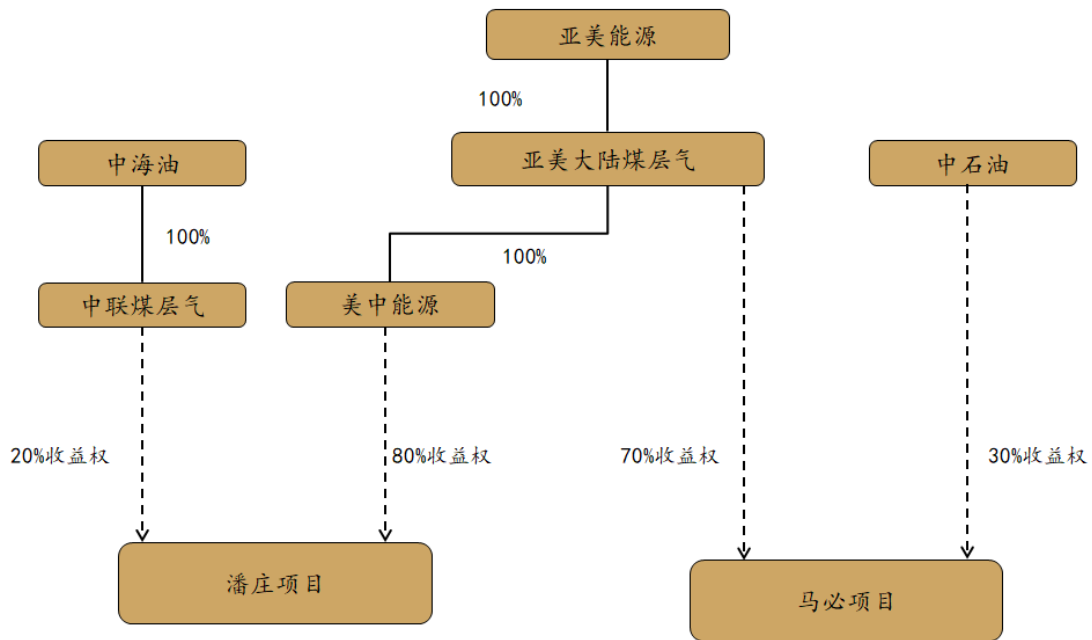
图 23 马必煤层气产量及增速 (亿方; %)



资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

根据《中华人民共和国对外合作开采陆上石油资源条例》及相关法律法规，亚美能源作为外国公司，在中国境内开展煤层气相关业务，必须与取得国务院授权的企业开展合作。目前，亚美能源通过与中海油旗下的中联煤层气（潘庄项目）及中石油（马必项目）订立产品分成合同的方式，参与山西省沁水盆地潘庄和马必煤层气区块的日常运营。其中，潘庄区块由美中能源完成勘探，2003 年美中能源与中海油旗下中联煤层气签订 25 年产品分成合同，最初各持 50%分成收益。亚美大陆煤层气 2006 年全资收购美中能源，进而获得潘庄区块分成权，2013 年与中联煤层气修订合同将分成比例提升至 80%。马必区块由亚美大陆煤炭公司 2002-2003 年间完成初步勘探，2004 年亚美大陆煤炭公司与中联煤层气签订 30 年产品分成合同，分别持有 70%和 30%分成收益，2012 年中联煤层气将持有的分成权转让给中石油。两项分成合同均可由订约双方相互协定延期。

图 24 亚美能源合同分成图



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 亚美能源煤层气项目合同情况

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
项目状态	生产阶段	生产阶段
到期时间	2028 年	2034 年
合同约定可开发面积	67.4 平方公里	898.2 平方公里
可分成权益	80%	70%
开发方案批准/备案日期	2011 年 11 月	2013 年 11 月/2018 年 10 月

资料来源：公司公告，华西证券研究所

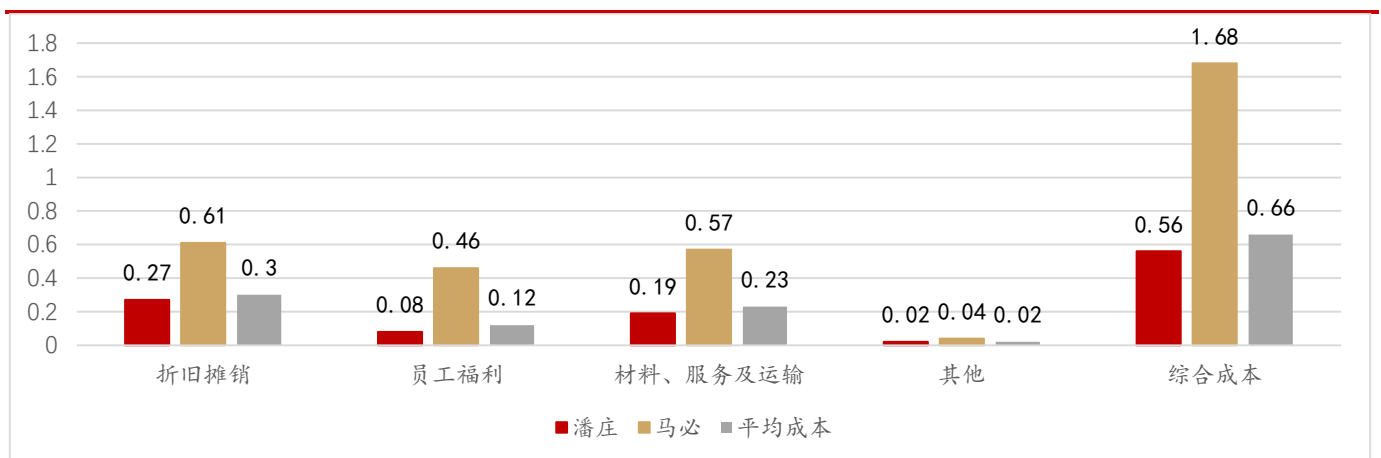
### 2.3. 生产成本持续领先，补贴延续助长业绩

煤层气生产企业收入分为售气收入、政府补贴和增值税退税三个主要部分，我国天然气对外依存度持续攀升，为鼓励发展煤层气，“十三五”期间，国家将煤层气开采利用中央补贴标准从“十二五”期间的 0.2 元/方提高到了 0.3 元/方，2019 年 6 月

国家财政部发布《关于<可再生能源发展专项资金管理暂行办法>的补充通知》，通知显示自 2019 年起，煤层气不再按 0.3 元/立方米的定额补贴标准进行补贴，而是按照“多增多补”的原则，对超过上年开采利用量的，按照超额程度给予梯级奖补，对未达上年开采利用量的，则相应扣减奖补资金。“多增多补”的政策将进一步刺激企业扩大产能。

根据中国石油商报信息，目前我国煤层气大部分企业成本在 1.6-2.0 元/立方米之间，即使补贴后国内大部分企业也较难实现盈利，2019 年河南煤层气开发利用公司向郑州中级人民法院申请破产，可见短期内补贴“退坡”的可能性较小。亚美能源为国内煤层气龙头企业，位居山西，拥有较好的煤层气资源，煤层气开采成本位于国内第一梯队，扣非净利润逐年提高，对补贴的依赖程度减弱。根据 2019 年年报数据，我们计算出亚美能源煤层气整体开采成本远低于 1 元/立方米，大幅领先国内同行，随着未来马必项目的持续上量，规模效应将使企业生产成本进一步优化。

图 25 2019 年亚美能源煤层气单位成本（元/立方米）



资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所

表 5 我国主要煤层气开发企业

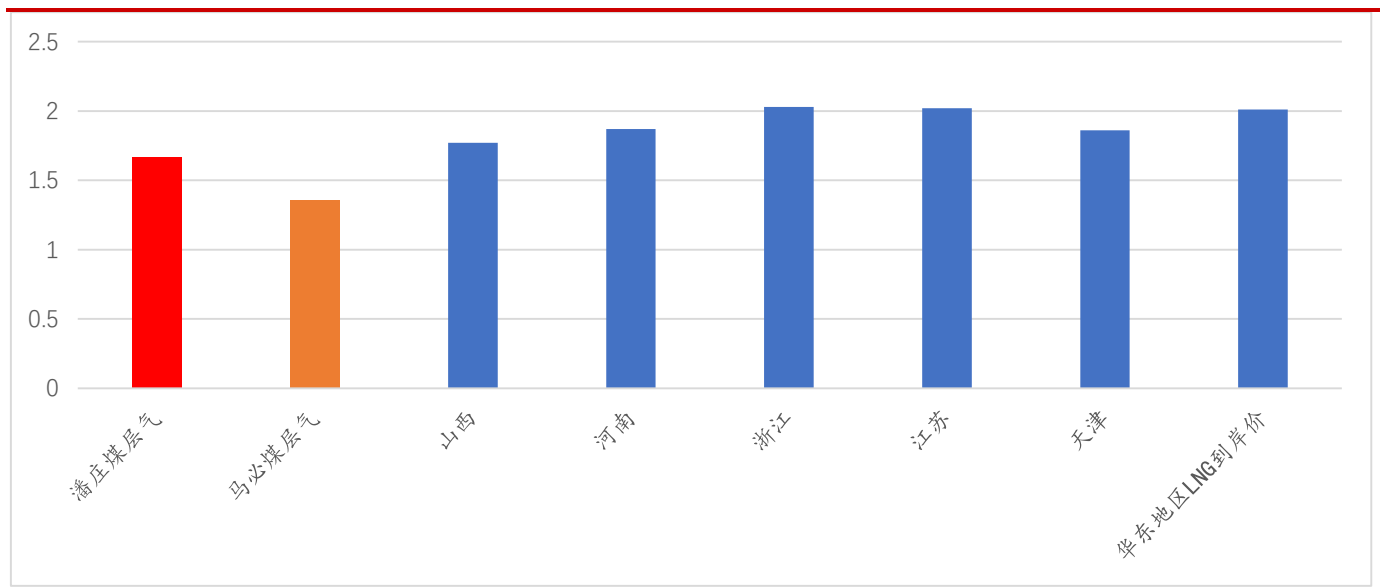
序号	企业名称
1	晋城煤业集团蓝焰控股
2	中联煤层气公司（中海油）
3	亚美大陆煤层气（与中联煤层气、中石油共同开发）
4	中石油煤层气公司
5	中石化华东石油分公司
6	中国煤层气集团有限责任公司（港）
7	山西煤层气有限公司
8	河南煤层气开发利用有限公司（已破产）

资料来源：天然气资讯，华西证券研究所

## 2.4. 国家管网公司成立，公司竞争力进一步增强

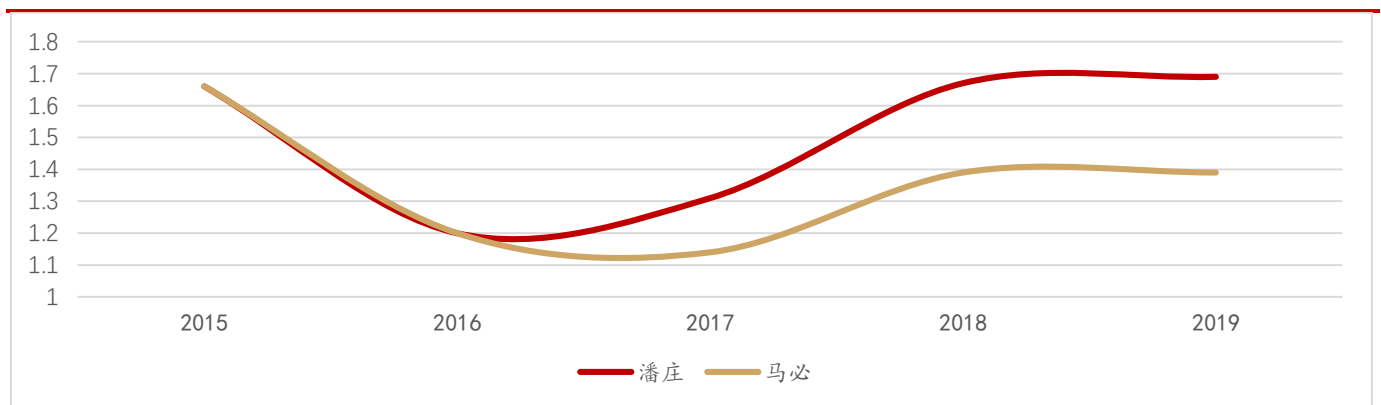
2019年12月9日，国家管网公司正式挂牌成立。未来公司将统一负责全国油气主干线路管网的建设运营，未来天然气的生产和销售将分开。参考我国电网改革、电信改革等制度来看，国家管网公司成立后天然气定价机制将更加市场化。公司2019年潘庄和马必的煤层气平均售价为1.69和1.39元/立方米，较周边省市门站价格有明显的优势，且大幅优于华东地区的LNG到岸价。未来随着马必板块煤层气的放量，马必矿井的天然气下游客户将更加优质，马必板块煤层气售价存在较大的上行空间。

图 26 2019 年亚美能源煤层气售价与各省天然气门站价格比较（元/立方米）



资料来源：上海石油天然气贸易中心，华西证券研究所

图 27 亚美能源天然气平均销售价格（元/立方米）



资料来源：亚美能源公告，华西证券研究所



## 2.5.增持亚美累计超过 50%，打开后续想象空间

公司于 2020 年 3 月 31 日宣布以自筹资金增持亚美能源不超过 2% 的股份，此次实际增持为 1.77% 的股份，增持完毕后公司持有亚美能源股份上升至 51.65%。根据香港证券监管机构规定，当大股东持股比例超过 50% 后，增持流程上大为化简，未来最高持有公司的股权比例为 75%。亚美能源为国内煤层气开采龙头企业，盈利能力较强，估值较同类上市公司显著偏低，不排除大股东未来有进一步增持亚美能源股份的可能。

### 3. 盈利预测与投资建议

表 6 公司收入拆分

板块		经营数据	2018	2019	2020	2021	2022
天然气供应	收入 (百万元)		962.57	959.07	979.4	996	996
	成本 (百万元)		707.15	743.04	708	720	720
	毛利率 (%)		26.54%	22.52%	27.71%	27.71%	27.71%
天然气入户安装	收入 (百万元)		208.4	173.53	20.01	207	207
	成本 (百万元)		92.42	69.83	8.12	84	84
	毛利率 (%)		55.65%	59.76%	59.42%	59.42%	59.42%
煤层气开采及销售	潘庄	收入 (百万元)		1,064.01	1,352.00	1,521.00	1,690.00
		经营开支 (百万元)		466.2	432	486	540
		补贴收入 (百万元)		204.18	270.19	303.97	337.74
		退税 (百万元)		118	135.2	152.1	169
		补贴后毛利率 (%)		86.46%	98.03%	98.03%	98.03%
	马必	收入 (百万元)		97.23	375	600	900
		经营开支 (百万元)		115.59	377.5	568	792
		补贴收入 (百万元)		15.25	66.89	107.02	160.53
		退税 (百万元)		9.37	36.14	57.82	86.73
		补贴后毛利率 (%)		6.44%	26.81%	32.81%	39.47%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 27.26/33.54/37.93 亿元，归母净利润分别为 5.83/7.24/8.28 亿元，对应 EPS 分别为 1.86/2.31/2.64 元，目前股价 38.41 元，对应 PE 分别为 21/17/15 倍。可比公司 2020-2022 年平均 PE 分别为 20/15/12 倍，公司立足新疆城市燃气，通过持有亚美能源 50%以上股份进入煤层气业务，亚美能源未来煤层气业务有望持续放量，与同类公司相比具有较高的成长性，且规模效应与管理提升将带动成本进一步下降，我们看好公司未来成长，首次覆盖给予公司 2021 年 22 倍 PE，对应目标价 50.82 元，给予“买入”评级。

表 7 可比公司估值表

公司名称	总市值 (亿元)	EPS				PE			
		2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
蓝焰控股	75.85	0.58	0.7	0.81	0.94	17.81	11.22	9.64	8.35
重庆燃气	113.75	0.26	0.25	0.29	0.34	28.09	28.83	25.39	21.75
深圳燃气	202.52	0.37	0.45	0.52	0.58	21.29	15.52	13.49	12.22
天壕环境	38.55	0.05	0.19	0.4	0.66	75.95	23.65	10.91	6.66
均值		0.32	0.40	0.51	0.63	35.79	19.81	14.86	12.25
新天然气	122.15	1.35	1.86	2.31	2.64	14.74	20.94	16.86	14.76

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 4.风险提示

马必项目进展不及预期：马必项目矿井数量逐年增长，但由于地质条件限制，未来生产进度有不及预期的风险。

天然气销售不及预期：受整体经济环境下行以及疫情影响，新疆城市燃气以及山西煤层气下游需求正处于逐步恢复之中，但全年仍有恢复不及预期的风险。

天然气终端售价下降等风险：受整体经济环境下行以及疫情影响，加上国外进口气源渠道增加，未来天然气市场定价更加市场化，终端销售价格面临下降的风险。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,296	2,726	3,354	3,793	净利润	781	941	1,220	1,374
YoY (%)	40.7%	18.7%	23.0%	13.1%	折旧和摊销	314	101	137	138
营业成本	1,205	1,535	1,858	2,136	营运资金变动	-110	-27	-5	-29
营业税金及附加	11	17	20	23	经营活动现金流	1,200	1,087	1,411	1,527
销售费用	88	89	117	128	资本开支	-333	-568	-263	-355
管理费用	184	136	184	201	投资	52	0	0	0
财务费用	92	103	102	110	投资活动现金流	-332	-565	-254	-354
资产减值损失	0	-20	-25	-23	股权募资	3	90	0	0
投资收益	1	2	1	2	债务募资	90	-430	-200	-100
营业利润	1,058	1,237	1,620	1,819	筹资活动现金流	-519	-380	-612	-124
营业外收支	0	1	2	1	现金净流量	368	141	545	1,049
利润总额	1,059	1,238	1,622	1,819	<b>主要财务指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
所得税	278	297	401	446	<b>成长能力</b>				
净利润	781	941	1,220	1,374	营业收入增长率	40.7%	18.7%	23.0%	13.1%
归属于母公司净利润	422	583	724	828	净利润增长率	26.3%	38.1%	24.2%	14.2%
YoY (%)	26.3%	38.1%	24.2%	14.2%	<b>盈利能力</b>				
每股收益	1.35	1.86	2.31	2.64	毛利率	47.5%	43.7%	44.6%	43.7%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	净利率	34.0%	34.5%	36.4%	36.2%
货币资金	2,452	2,593	3,137	4,186	总资产收益率 ROA	4.9%	6.2%	7.1%	7.1%
预付款项	27	42	47	56	净资产收益率 ROE	16.7%	18.1%	18.3%	17.3%
存货	24	31	38	44	<b>偿债能力</b>				
其他流动资产	827	1,051	1,241	1,426	流动比率	3.32	3.13	3.85	4.29
流动资产合计	3,329	3,717	4,464	5,711	速动比率	3.27	3.07	3.77	4.22
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	2.45	2.18	2.70	3.15
固定资产	640	713	686	677	资产负债率	33.4%	28.2%	22.1%	20.0%
无形资产	59	95	137	177	<b>经营效率</b>				
非流动资产合计	5,209	5,663	5,761	5,966	总资产周转率	0.27	0.29	0.33	0.32
资产合计	8,539	9,380	10,225	11,677	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	30	0	0	0	每股收益	1.35	1.86	2.31	2.64
应付账款及票据	476	591	725	828	每股净资产	8.07	10.25	12.59	15.26
其他流动负债	496	597	436	502	每股经营现金流	3.83	3.46	4.50	4.87
流动负债合计	1,002	1,188	1,161	1,330	每股股利	0.80	0.00	0.00	0.00
长期借款	1,133	733	533	433	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	713	725	569	569	PE	28.92	20.94	16.86	14.76
非流动负债合计	1,846	1,458	1,102	1,002	PB	3.44	3.80	3.09	2.55
负债合计	2,848	2,646	2,263	2,333					
股本	224	314	314	314					
少数股东权益	3,160	3,518	4,014	4,560					
股东权益合计	5,690	6,734	7,962	9,344					
负债和股东权益合计	8,539	9,380	10,225	11,677					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

陈凯茜：华西证券研究所化工行业研究助理，上海财经大学经济学硕士，化工行研经验4年。2016-2017年新财富团队核心成员。

晏溶：2019年加入华西证券，现任环保公用行业首席分析师。华南理工大学环境工程硕士，中级工程师，曾就职于广东省环保厅直属单位，6年行业工作经验+1年买方工作经验+3年卖方经验。

### 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但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。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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。在法律许可的前提下，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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。