

# 新奥股份 (600803)

## A 股天然气一体化标的即将诞生

证券研究报告

2020 年 05 月 18 日

### 投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	9.33 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,229.36
流通 A 股股本(百万股)	1,229.36
A 股总市值(百万元)	11,469.89
流通 A 股市值(百万元)	11,469.89
每股净资产(元)	7.68
资产负债率(%)	58.12
一年内最高/最低(元)	12.49/7.99

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**贾广博** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519010002  
jiaguangbo@tfzq.com

**刘子栋** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110519090001  
liuzidong@tfzq.com

**郑小兵** 联系人  
zhengxiaobing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

### 公司简介：重组后将成为天然气一体化稀缺标的

新奥股份重大资产重组事项获得中国证监会无条件通过。重组完成后，新奥股份将并表新奥能源，实现 A 股上市公司控股 H 股上市公司，天然气上下游协同发展，上游资源可以更好的对接下游客户，下游客户能够有更充足的上游保证，资源在整个板块内部实现更高效流动。

### 行业分析：增长前景良好，一体化大势所趋

上游三桶油对管网不再拥有控制力之后，向产业链下游延展成为必然选择。未来燃气企业或将呈现两极分化的趋势，有实力的公司正在或将要进行“垂直一体化”或“横向并购整合”。

### 收购标的分析：新奥能源是城燃全国龙头

新奥能源气量、盈利稳定增长。公司天然气销量稳定增长，2019 年公司总售气量达到 270 亿方，15-19 年 CAGR=24%，其中零售气量（居民+工商业+加气站）将近 200 亿方。

综合能源是新增业务亮点。综合能源业务的重大意义在于：绕过城市燃气红线，为新增的低价进口 LNG 打开市场空间。

新奥集团舟山 LNG 接收站投产，贸易规模有望扩大。按照 40 美金油价对应长协气价 5.4 美金/百万英热估算，相比浙江省门站价低 0.73 元/方，按照 144 万吨年进口量可节约成本 15 亿元。

### 新奥股份传统业务分析：布局天然气中上游与能源化工

工程板块将受益天然气管网建设提速。“十三五”期间天然气管网、储气调峰设施快速发展，能源工程潜在外部市场需求旺盛。

LNG 液化工厂盈利短期承压。LNG 盈利能力盈利水平与国内天然气市场供需紧张程度有关。2020 年受疫情及 LNG 价格低迷影响，预计公司 LNG 板块盈利承压。

煤炭和甲醇盈利承压。预计 2020 年，煤炭供需整体延续宽松的格局，煤炭价格年内仍将承压；当前低油价时期，MTO 相比石脑油烯烃成本优势不再，对甲醇需求存在负面影响，盈利承压。

预测新奥股份 20-22 年原有业务净利润水平为 6/9/13 亿元，对应 EPS 为 0.49/0.72/1.04 元/股。预测新奥能源 20-22 年核心利润 69/80/89 亿。重组后新公司净利润 24/31/36 亿，重组后新公司市值 268 亿。

**风险提示：**重组存在被暂停、中止或取消的风险；审批不确定性风险；配套募集资金未能实施或低于预期风险；能源价格波动风险。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,632.48	13,544.05	12,332.77	13,182.44	13,892.62
增长率(%)	35.84	(0.65)	(8.94)	6.89	5.39
EBITDA(百万元)	2,867.50	2,525.56	1,737.56	2,185.12	2,708.00
净利润(百万元)	1,321.23	1,204.65	606.52	891.11	1,278.26
增长率(%)	109.37	(8.82)	(49.65)	46.92	43.45
EPS(元/股)	1.07	0.98	0.49	0.72	1.04
市盈率(P/E)	8.68	9.52	18.91	12.87	8.97
市净率(P/B)	1.34	1.23	1.17	1.08	0.97
市销率(P/S)	0.84	0.85	0.93	0.87	0.83
EV/EBITDA	6.50	7.77	10.04	7.30	5.38

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 内容目录

1. 公司简介：重组后将成为天然气一体化稀缺标的	4
1.1. 重组方案获证监会通过，重组后将控股新奥能源（H）	4
1.2. 打造一体化天然气产业链	5
2. 行业分析：增长前景良好，一体化大势所趋	7
2.1. 天然气需求长期增长	7
2.2. 管网独立重塑天然气格局，鲑鱼效应推动纵横双向整合	8
2.3. 低气价时代，具有进口 LNG 资源的天然气公司有望受益	9
3. 收购标的分析：新奥能源是城燃全国龙头	10
3.1. 新奥能源气量、盈利稳定增长	10
3.2. 综合能源是新增业务亮点	11
3.3. 新奥集团舟山 LNG 接收站投产，贸易规模有望扩大	12
4. 新奥股份传统业务分析：布局天然气中上游与能源化工	12
4.1. 工程板块：将受益天然气管网建设提速	12
4.2. LNG：液化工厂盈利短期承压	14
4.3. 煤炭和甲醇：2020 年能源价格下跌，盈利承压	15
5. 盈利预测	17
5.1. 新奥股份盈利预测	17
5.2. 收购标的新奥能源盈利预测	18
5.3. 重组后盈利预测和估值	18
6. 风险提示	19

## 图表目录

图 1：公司逐步转型清洁能源领域	4
图 2：资产重组前公司股权结构	5
图 3：资产重组后公司股权结构	5
图 4：新奥股份与新奥能源产业链协同发展	6
图 5：2019 年公司主营业务收入结构（剔除农兽药业务）	6
图 6：2019 年公司毛利结构（剔除农兽药业务）	6
图 7：2019 年公司主营业务收入结构（考虑重组后的情况）	6
图 8：2019 年公司毛利结构（考虑重组后的情况）	6
图 9：新奥股份收入情况（亿元）	7
图 10：新奥股份净利润情况（亿元）	7
图 11：新奥能源收入情况（亿元）	7
图 12：新奥能源核心利润情况（亿元）	7
图 13：全球主要地区一次能源结构	8
图 14：天然气消费结构（亿方）	8

图 15: 主要国家人均天然气消费量 (桶油当量/人)	8
图 16: 全球 LNG 出口量及利用率 (十亿立方米)	9
图 17: 亚太 LNG 长协和现货价格 (美元/百万英热)	9
图 18: 上海门站-JKM 价差 (美元/百万英热)	9
图 19: 新奥能源售气规模逐步增长 (亿方)	10
图 20: 新用户日开口气量 (左, 万方) 与新增居民用户 (右, 万户)	10
图 21: 新奥能源收入结构	10
图 22: 新奥能源毛利结构	10
图 23: 新奥能源项目区域布局	11
图 24: 中国城镇化率	11
图 25: 新奥能源销气毛差 (元/方)	11
图 26: 综合能源项目 (左, 个) 与销售量 (右, 亿千瓦时)	12
图 27: 综合能源利润水平 (亿元) 及对应单方毛差 (元/方)	12
图 28: 新奥集团接收钻鸟瞰图	12
图 29: 新地工程资质优异	13
图 30: 新地工程收入与毛利率 (亿元)	14
图 31: 中国天然气管道发展规划 (万公里)	14
图 32: LNG 产销量 (万方)	14
图 33: LNG 收入与毛利率 (亿元)	14
图 34: 公司煤炭产销量 (万吨)	15
图 35: 煤炭收入与毛利率 (亿元)	15
图 36: 煤炭价格走势 (元/吨)	15
图 37: 公司历史煤炭板块盈利 (亿元)	15
图 38: 国内 MTO/MTP 总产能 (万吨)	16
图 39: 甲醇下游消费结构	16
图 40: 公司甲醇产销量 (万吨)	16
图 41: 公司甲醇收入与毛利率 (亿元)	16
表 1: 新奥股份资产重组基本情况	4
表 2: 18-19 年燃气企业垂直一体化与并购事例	9
表 3: 公司参与的长输管道项目	13
表 4: 天然气基础设施发展相关政策	13
表 5: 新奥股份 LNG 产能	14
表 6: 公司甲醇产能	16
表 7: 公司主营业务预测 (亿元)	17
表 8: 新奥能源主营业务预测 (亿元)	18

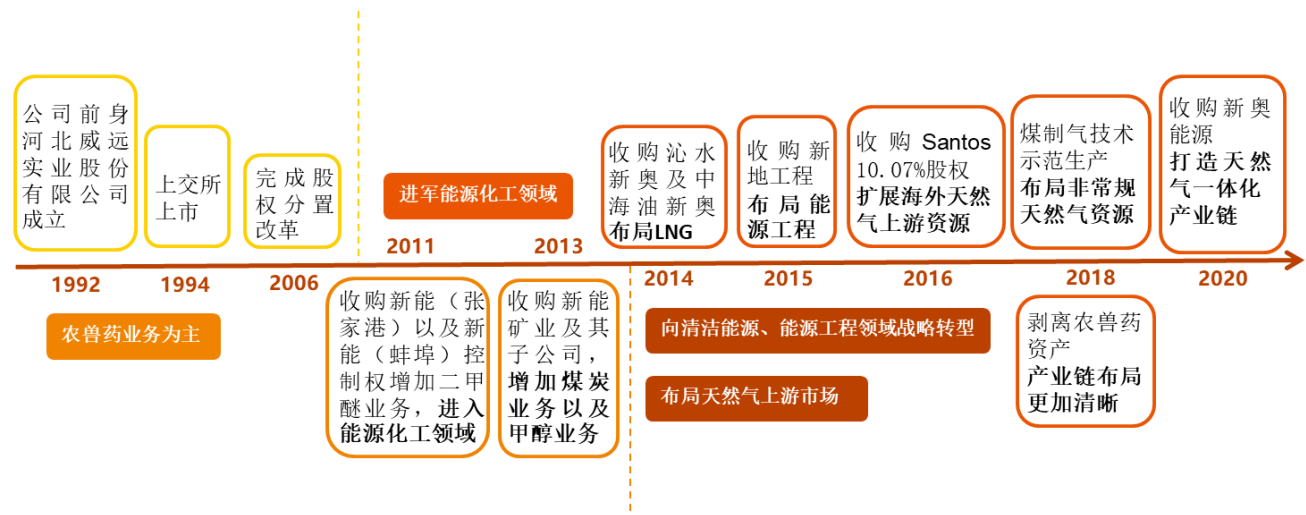
## 1. 公司简介：重组后将成为天然气一体化稀缺标的

### 1.1. 重组方案获证监会通过，重组后将控股新奥能源（H）

新奥股份前身为河北威远实业股份有限公司，1994 年成功上市之初主要从事农药、兽药的生产与销售。2011 年大股东变为新奥控股，公司开始进军能化领域，通过一系列并购举措逐步增加二甲醚、煤炭和甲醇业务。2014 年拓展 LNG 和能源工程领域，逐步打造天然气清洁能源及能源技术服务为主营的业务结构。2019 年，正式剥离农兽药资产。

新奥股份实际控制人王玉锁先生，同时控股香港上市公司新奥能源。新奥股份（A）和新奥能源（H）分别处于能源产业链上游和下游。新奥股份（A）拟对新奥能源（H）进行重组，已经获得证监会无条件通过。重组完成后，公司将实现天然气上下游协同发展，成为清洁能源一体化标的。

图 1：公司逐步转型清洁能源领域



资料来源：公司公告，天风证券研究所

**重组方案及配套募集资金简介：**4 月 15 日，新奥股份重大资产重组事项获得中国证监会无条件通过。新奥股份拟通过资产置换形式，置入新奥国际持有的新奥能源 3.29 亿股股权，置出通过联信创投 100% 股权（主要资产为持有的 2.08 亿 Santos 股权），差额部分采用发行股份及现金的方式进行支付；拟支付现金收购精选投资持有的 0.4 亿股新奥能源股权。

发行股份的方式为非公开发行，发行对象为新奥国际，最终确定发行股份购买资产的股份发行价格为 9.88 元/股，拟发行股份数量为 13.41 亿股。

同时，公司拟向包括新奥控股在内的不超过 35 名符合条件的特定投资者，非公开发行不超过 2.46 亿股的股份募集配套资金。募集配套资金总额不超过 35 亿元，发行价格采用询价的方式，价格不低于配套融资定价基准日前 20 个交易日新奥股份股票交易均价的 80%。配套资金将用于支付标的资产的现金对价。

表 1：新奥股份资产重组基本情况

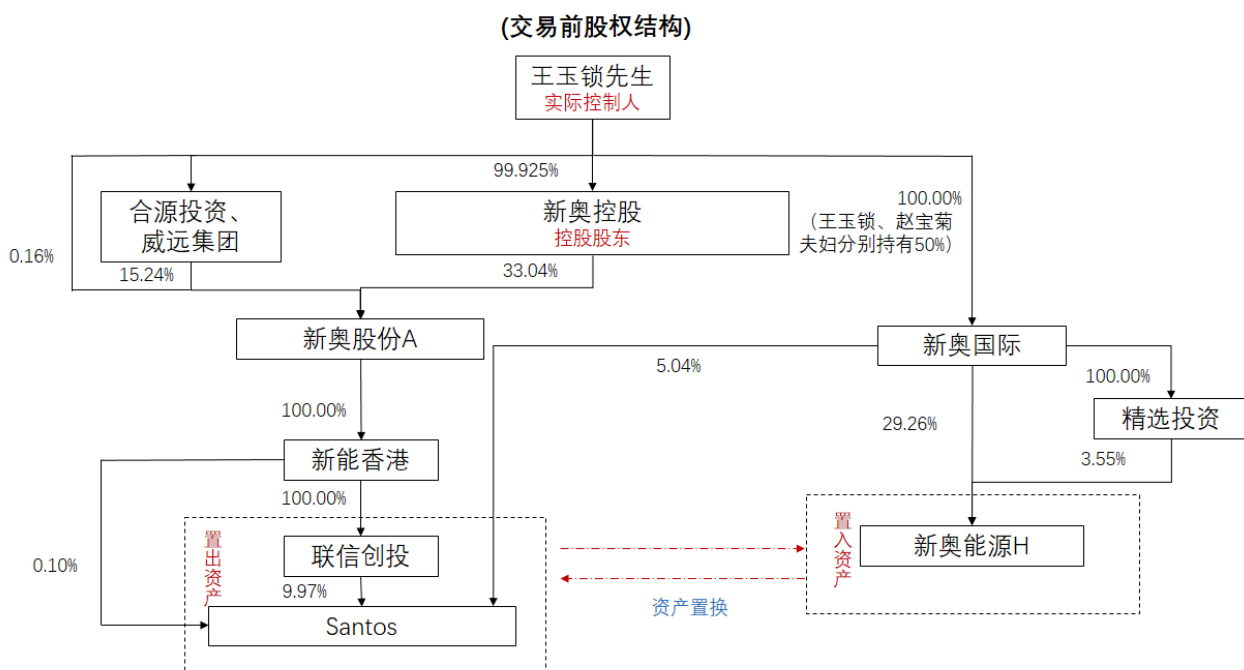
项目	资产置出	资产置入
相关标的	联信创投 100% 股权 (持有 2.08 亿股 Santos 股份)	新奥国际持有的新奥能源 3.29 亿股股份 精选投资持有的新奥能源 0.4 亿股股份
资产作价	70.86 亿	230.46 亿 27.95 亿
支付方式	资产置换	资产置换差额以 9.88 元发行 13.41 亿股+27.05 亿元现金支付 现金

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**重组前后股权结构变化：**本次重组前后，新奥股份与新奥能源的实际控制人不发生改变，

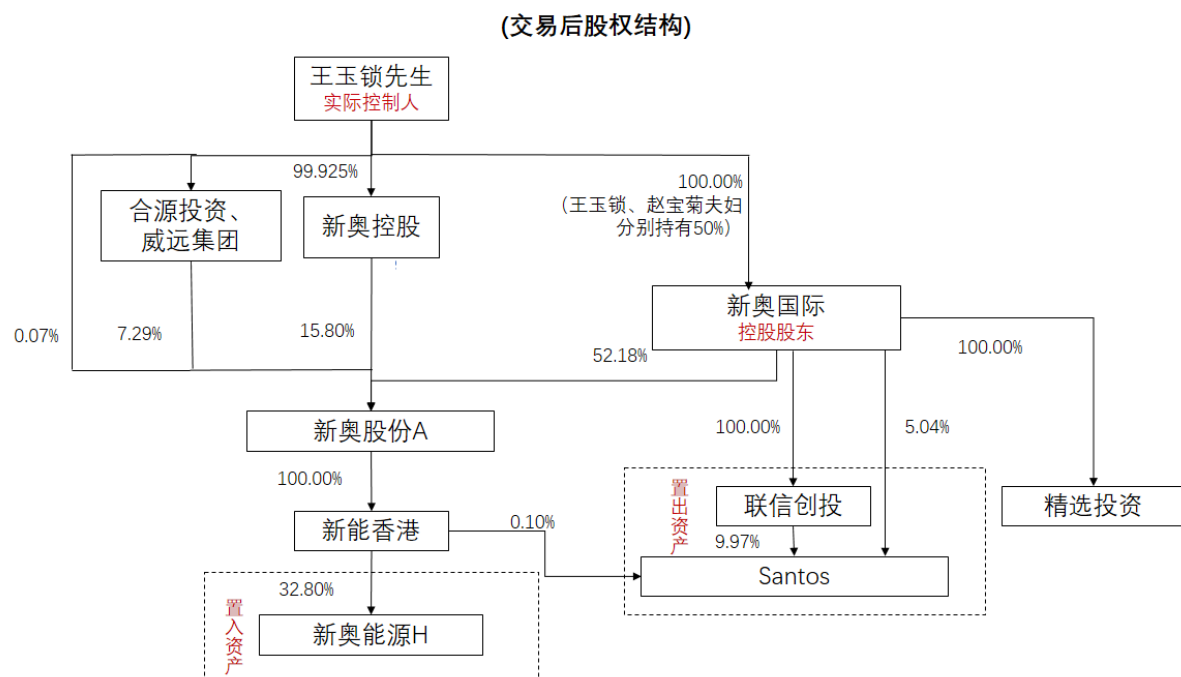
仍为王玉锁先生。本次重组前，新奥股份控股股东为新奥控股，持有 33.04% 股权。本次重组完成后配套融资前，新奥股份控股股东变更为新奥国际，持有 52.18% 股份，实际控制人王玉锁控股比例达到 75.32%；同时新奥股份将持有新奥能源（H）32.80% 股权。

图 2：资产重组前公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：资产重组后公司股权结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

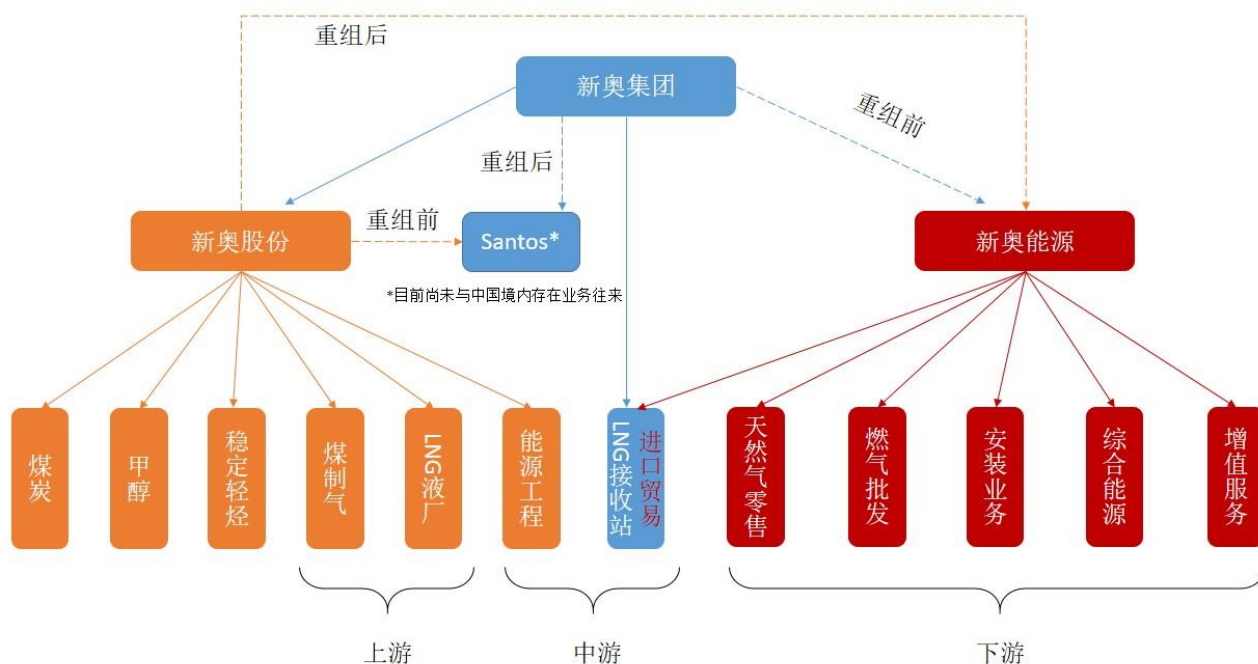
## 1.2. 打造一体化天然气产业链

新奥股份主要业务涵盖天然气生产与销售以及能源工程等天然气清洁能源上游业务，而新奥能源业务则涵盖天然气下游领域，拥有强大的天然气分销网络和相关基础设施，是国内



城市燃气行业领先企业。重组完成后，新奥股份将并表新奥能源，实现 A 股上市公司控股 H 股上市公司，天然气上下游协同发展，上游资源可以更好的对接下游客户，下游客户能够有更充足的上游保证，资源在整个板块内部实现更高效流动。

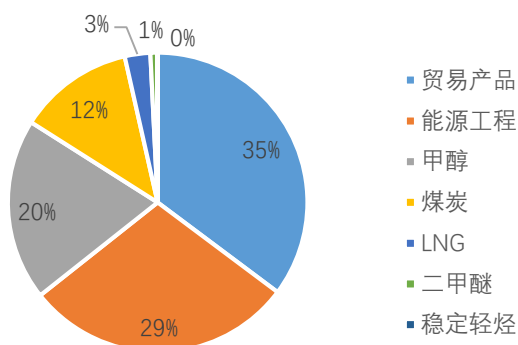
图 4：新奥股份与新奥能源产业链协同发展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

重组前，公司业务主要以煤炭、甲醇、能源工程和能化品贸易为主；重组后，天然气产业链相关业务将是公司最主要的盈利来源。

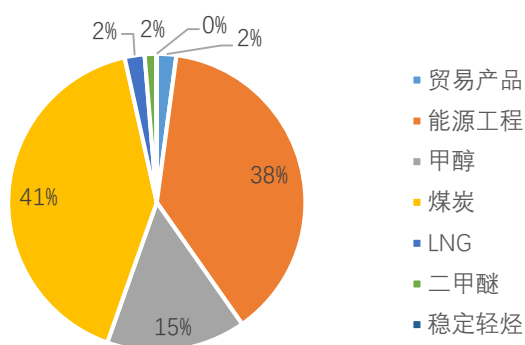
图 5：2019 年公司主营业务收入结构（剔除农兽药业务）



资料来源：wind，天风证券研究所

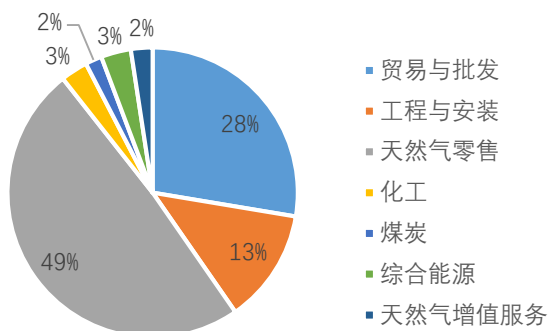
图 7：2019 年公司主营业务收入结构（考虑重组后的情况）

图 6：2019 年公司毛利结构（剔除农兽药业务）



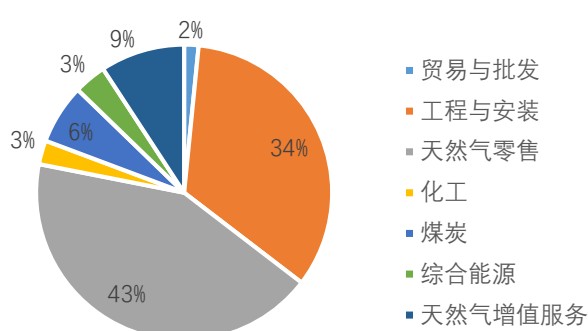
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2019 年公司毛利结构（考虑重组后的情况）



资料来源：wind，天风证券研究所

注：因尚未完成重组交易和并表，图中的合并营收和毛利为我们初步估算

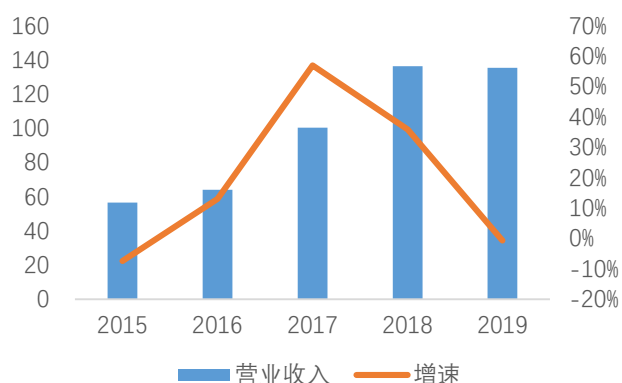


资料来源：wind，天风证券研究所

受益 16 年国际能源价格开始回暖以及公司产品销量的提升，公司经营业绩逐步提升。2020 年，由于大宗商品价格暴跌，公司业绩面临一定压力，一季度实现营业收入 15.9 亿，同比 -49%；实现归母净利润 0.7 亿，同比 -81%。

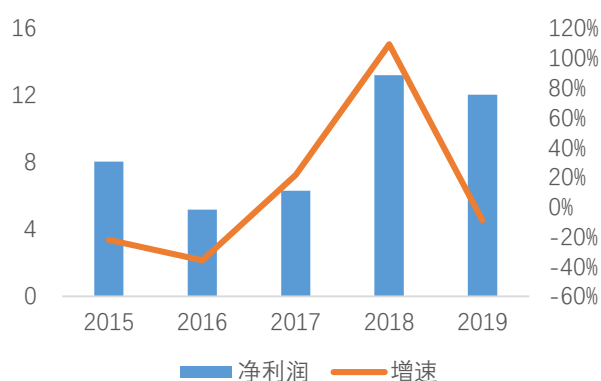
新奥能源(H)则由于天然气行业的高速发展，业绩不断增长。15-19 年，收入 CAGR=22%，核心利润 CAGR=18%。因此，本次资产重组完成后，新公司更具抗风险能力，业绩的周期性特征减弱，成长性更强。

图 9：新奥股份收入情况（亿元）



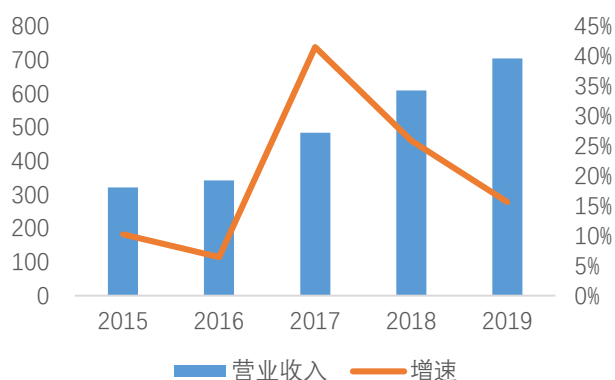
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 10：新奥股份净利润情况（亿元）



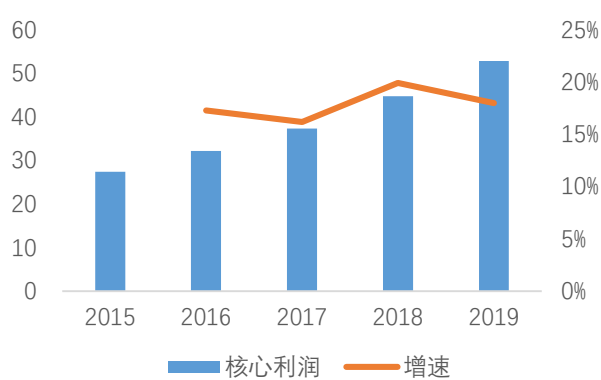
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：新奥能源收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：新奥能源核心利润情况（亿元）



资料来源：2019 年全年业绩发布会演示材料，天风证券研究所

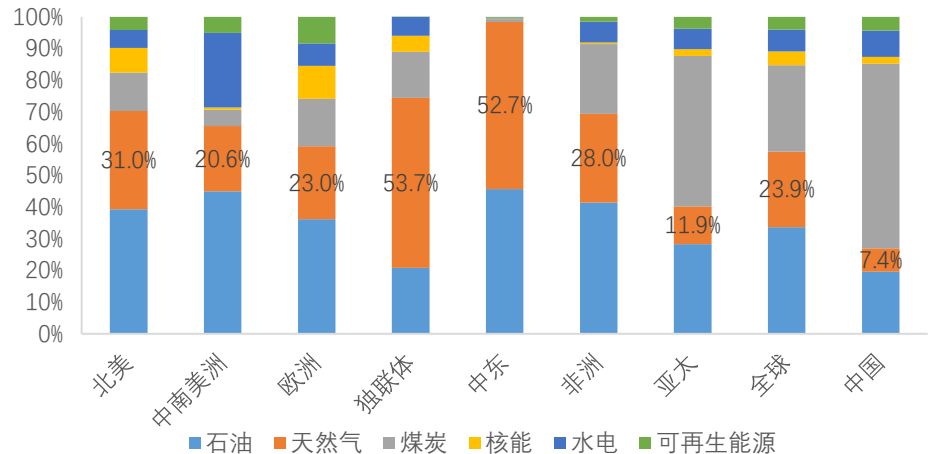
## 2. 行业分析：增长前景良好，一体化大势所趋

### 2.1. 天然气需求长期增长

目前全球一次能源消费中，石油排在首位，煤炭次之，天然气第三。在比较发达的国家中，天然气的消费均占有较高的比重，而我国一次能源消费结构中天然气占比仍然偏小，2018 年仅达到 7.4%，距离世界平均水平还有很大差距。从人均天然气消费情况看，我国人均天然气消费量与世界主要发达国家还有很大差距，是美国的 1/12、日韩的 1/5，甚至也只有世界平均水平的 1/3。

我国天然气需求的长期发展仍有较大空间，随着居民和工业用户对天然气使用习惯的增强，天然气在能源中的地位将逐步提升。根据发改委《加快推进天然气利用的意见》，天然气在一次能源消费结构中的占比，到 2020 年力争达到 10%左右，到 2030 年力争提高到 15%左右，天然气消费的长期增长性是三大化石能源中最好的。

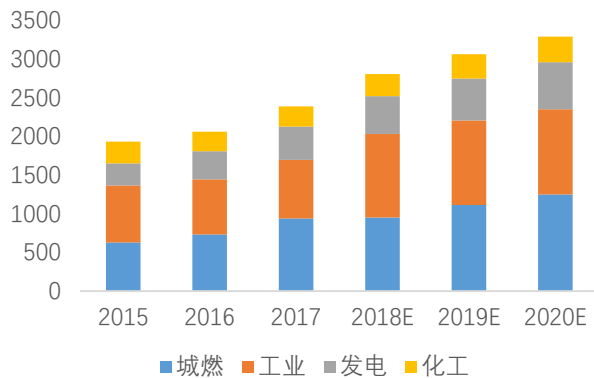
图 13：全球主要地区一次能源结构



资料来源：BP，天风证券研究所

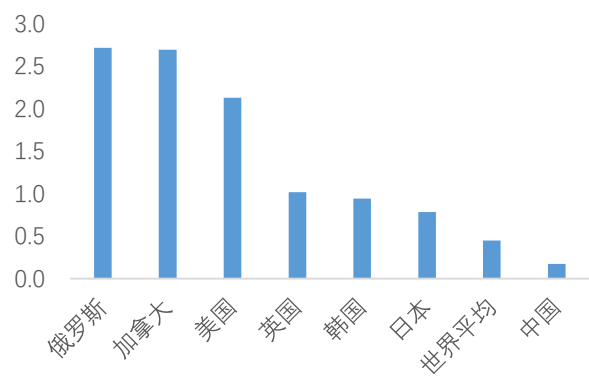
天然气四大消费领域中，城市燃气、工业燃料、天然气发电、化工原料 18 年占比分别为 34%、39%、17%、10%。城市燃气和工业燃料合计占据 70%以上的份额，是天然气需求增长的主要动力，天然气发电也将伴随新能源调峰需求增长而呈现较快增速。

图 14：天然气消费结构（亿方）



资料来源：《2017 国内外油气行业发展报告》，天风证券研究所预测

图 15：主要国家人均天然气消费量（桶油当量/人）



资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 管网独立重塑天然气格局，鲑鱼效应推动纵横双向整合

国家管网公司于 2019 年 12 月正式挂牌，给下游产业链带来一定的机遇与挑战。上游三桶油对管网不再拥有控制力之后，向产业链下游延展成为必然选择。这给格局原本稳定的城燃行业引入了“鲑鱼效应”。

未来燃气企业或将呈现两极分化的趋势，有实力的公司正在或将要进行“垂直一体化”或“横向并购整合”。由于我国资源禀赋特征，拥有上游资源的公司寥寥无几，因此多数“垂直一体化”主要集中在进口 LNG 相关资源上，在获取额外气源的同时，逐步减弱对“三桶油”的依赖；而“横向并购”的公司气源仍无法摆脱“三桶油”，只有自身做大做强才可



获得对上游的议价权。

表 2：18-19 年燃气企业垂直一体化与并购事例

	公司名称	事件
垂直一体化	新奥能源	新奥集团建设舟山 LNG 接收站，公司已与国外资源方签订 144 万吨长协，
	深圳燃气	自建 80 万吨 LNG 应急调峰站，可从海外进口 LNG
	新天然气	收购亚美能源，获得上游煤层气资源
	北京燃气	在天津南港建立 LNG 接收站
横向并购	昆仑能源	公司公告 16.55 亿收购金鸿控股旗下 17 家燃气资产
	中裕燃气	公司公告 1.5 亿收购濮阳天润燃气及沅源天然气，4.6 亿收购高远天然气
	百川燃气	公司公告 2.2 亿收购涿鹿大地及绥中大地，13.44 亿元收购国祯燃气
	新疆火炬	公司公告 2.73 亿收购光正燃气
纵向并购	天伦燃气	公司公告 1.52 亿收购西平凯达燃气，2.65 亿收购金明燃气，1.22 亿收购米脂长兴及吴堡长兴
	陕天然气	公司公告 1.47 亿收购吴起宝泽
	大众公用	公司公告 16 亿收购江阴天力
	胜利股份	公司公告 6.64 亿收购重庆胜邦燃气

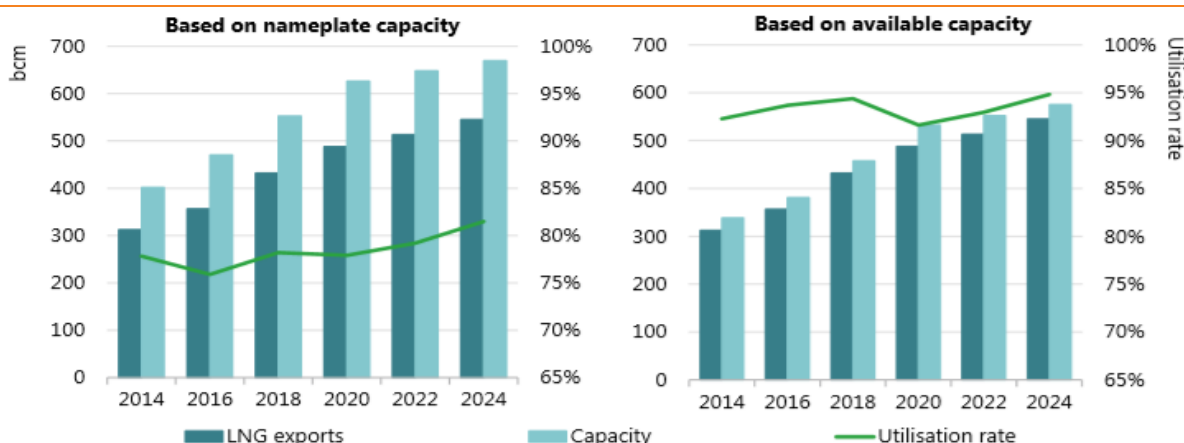
资料来源：公司公告，中国燃气网，天风证券研究所

### 2.3. 低气价时代，具有进口 LNG 资源的天然气公司有望受益

本轮全球 LNG 液化能力的增长主要源于 2014 年之前的投资。2011~2014 年是上一轮 LNG 项目获批的高峰期，这部分项目在 2019~2020 年进入投产期，导致这两年全球 LNG 供需将相对宽松。

当前低油价下，与油价挂钩的长协 LNG 价格大幅下降，亚太 LNG 长协价（JLNG）跌至 5.5 美元/百万英热。加之疫情影响需求，亚太 LNG 现货（JKM）价格已跌至 2 美元/百万英热的历史低位，显著低于门站价。对于具有进口资源的天然气公司而言，低价 LNG 将摊薄公司采购成本，增厚公司业绩。

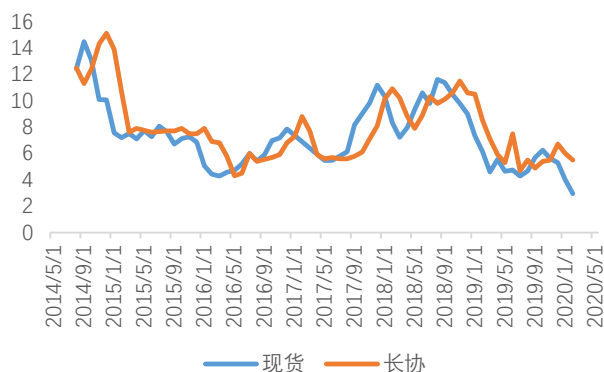
图 16：全球 LNG 出口量及利用率（十亿立方米）



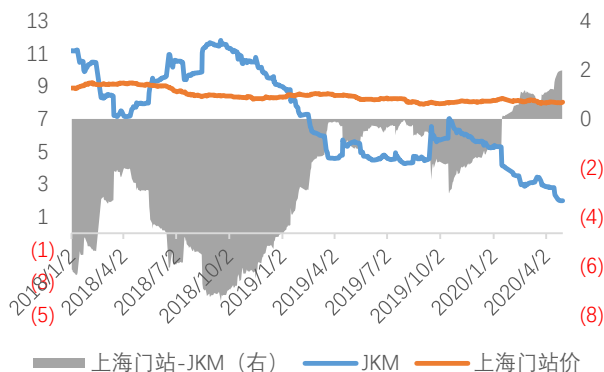
资料来源：IEA，天风证券研究所

图 17：亚太 LNG 长协和现货价格（美元/百万英热）

图 18：上海门站-JKM 价差（美元/百万英热）



资料来源: bloomberg, 天风证券研究所



资料来源: bloomberg, wind, 天风证券研究所

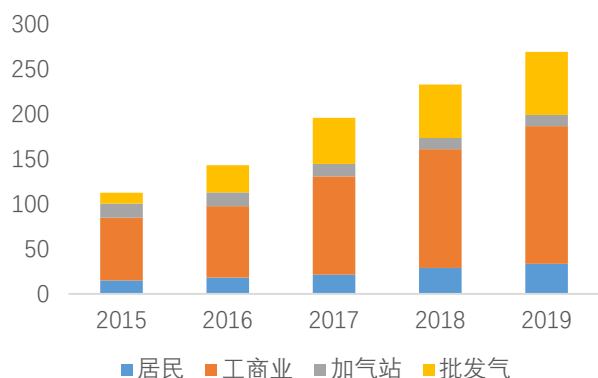
### 3. 收购标的分析：新奥能源是城燃全国龙头

#### 3.1. 新奥能源气量、盈利稳定增长

新奥能源主要业务包括管道燃气销售、燃气批发、综合能源服务、增值服务四大板块，其中管道燃气销售是最核心的业务。公司天然气销量稳定增长，2019 年公司总售气量达到 270 亿方，15-19 年 CAGR=24%，其中零售气量（居民+工商业+加气站）将近 200 亿方。

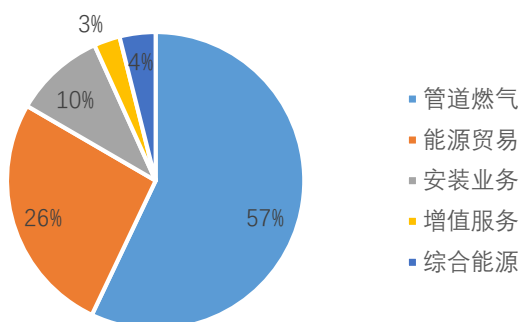
燃气接驳与安装业务是公司第二大盈利来源，15-19 年新增居民接驳用户 CAGR=9%，新增工商业用户日开口气量 CAGR=22%。

图 19：新奥能源售气规模逐步增长（亿方）



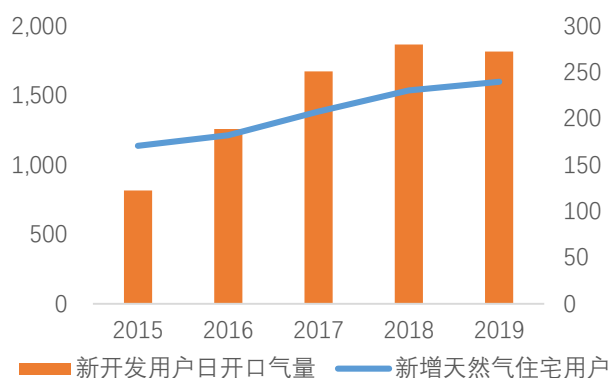
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 21：新奥能源收入结构



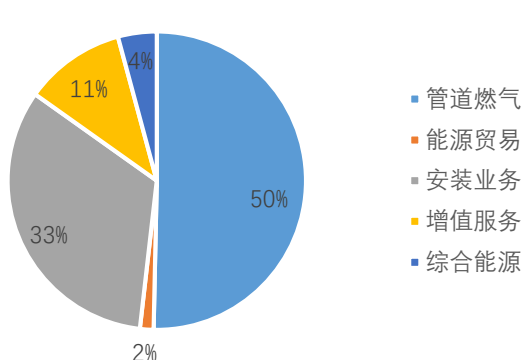
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 20：新用户日开口气量（左，万方）与新增居民用户（右，万户）



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 22：新奥能源毛利结构



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

目前，新奥能源在全国 22 个省、直辖市、自治区成功运营 217 个城市燃气项目，覆盖人口达 1.04 亿人。中国城镇化率不断提升，2019 年已超过 60%，未来随着城镇化率的持续

提升，公司燃气业务版图有望继续拓展。

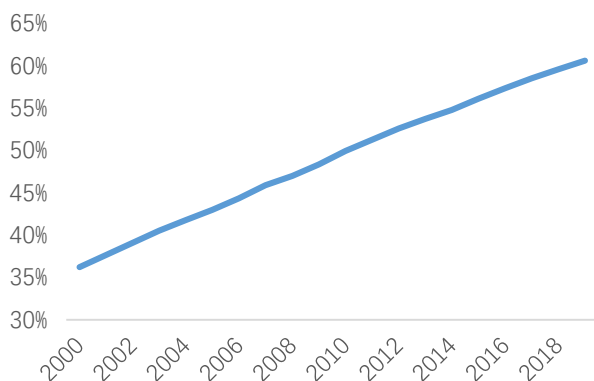
新奥能源销气量结构中，工商业占比较高。我国工商用气价格明显高于居民用气，新奥能源能够享受交叉补贴带来的工商用气高毛差。

图 23：新奥能源项目区域布局



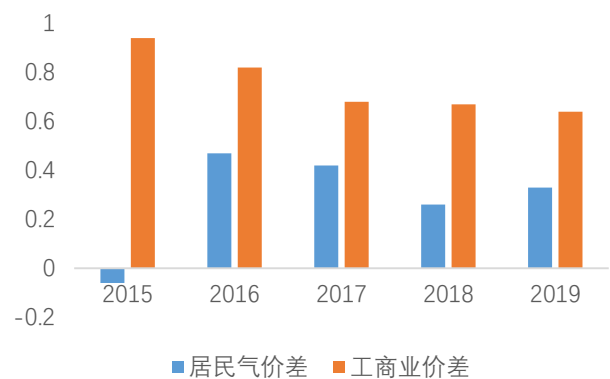
资料来源：2019 年全年业绩发布会演示材料，天风证券研究所

图 24：中国城镇化率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：新奥能源销气毛差（元/方）



资料来源：2019 年全年业绩发布会演示材料，天风证券研究所

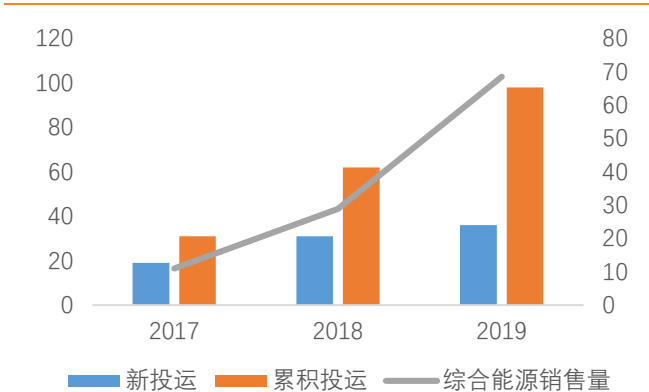
### 3.2. 综合能源是新增业务亮点

公司基于自主创新研发的泛能技术，从客户需求端出发，在深度了解客户的经营状况、负荷特性、工艺特点的基础上，根据当地资源禀赋，采用天然气、生物质、工业余热、光伏、地热等清洁能源（天然气为主），并比选不同的技术路线，因地制宜为客户选取最优的综合能源解决方案，提供冷、热、电综合能源供应。还为客户搭建泛能网络平台，运用数字技术实现能源的智慧管理。

2019 年，公司完成 36 个新增综合能源项目投运，累计投运项目达到 98 个，另有 22 个项目在建中，建成后可实现 200 亿千瓦时的综合能源销售量。2019 年，综合能源板块实现收

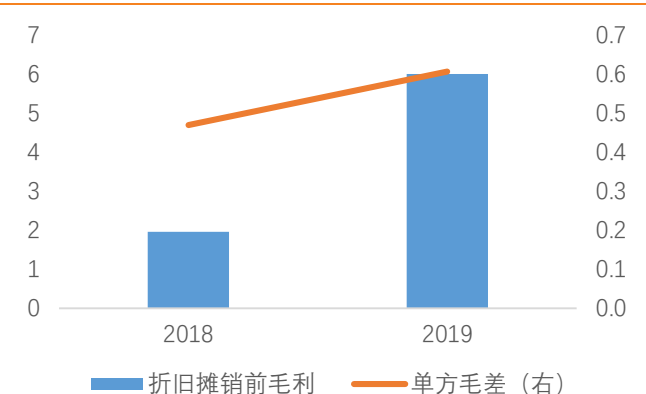
入 27 亿，毛利 5 亿元，在公司整体收入和毛利占比均达到 4%；我们预计到 2022 年，综合能源板块收入和毛利有望分别达到公司整体的 12%、11%。综合能源业务的重大意义在于：绕过城市燃气红线，为新增的低价进口 LNG 打开市场空间。

图 26：综合能源项目（左，个）与销售量（右，亿千瓦时）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 27：综合能源利润水平（亿元）及对应单方毛差（元/方）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3.3. 新奥集团舟山 LNG 接收站投产，贸易规模有望扩大

新奥集团位于浙江舟山的 LNG 接收站于 18 年 8 月开始正式接船运行。项目占地面积 982 亩，一期 LNG 处理规模 300 万吨/年，总投资 58.5 亿元，建设内容包括：2 座 16 万立方米 LNG 储罐、LNG 加注工艺系统及配套辅助设施，1 座可靠泊 26.6 万立方米 LNG 船舶的接卸码头、1 座可靠泊 3 万立方米 LNG 船舶的码头（含 2 个装船泊位）、2 个 LNG 槽车滚装船泊位。接收站二期规模将扩展至 500 万吨/年，预计 2021 年投产，远期总体规划 1000 万吨/年周转能力，

目前新奥能源虽然已经签订 144 万吨的长约，仍有超过 150 万吨/年的现货进口周转空间。在现货低价的形势下，有望受益海外低价现货 LNG。接收站二期投产后，公司进口低价 LNG 资源的能力将大大增强。按照 40 美金油价对应长协气价 5.4 美金/百万英热估算，相比浙江省门站价低 0.73 元/方，按照 144 万吨年进口量可节约成本 15 亿元。

图 28：新奥集团接收站鸟瞰图



资料来源：舟山广电，天风证券研究所

## 4. 新奥股份传统业务分析：布局天然气中上游与能源化工

新奥股份传统业务包括能源工程、LNG、煤炭和甲醇业务。

### 4.1. 工程板块：将受益天然气管网建设提速



公司能源工程业务主要由孙公司新地能源工程技术有限公司承接。新地工程 2015 年被新奥股份全资收购，主要从事市政工程、石油化工、煤化工等领域的技术研发、工程设计、设备制造与集成、工程施工与管理的一体化服务业务，在煤基催化、气化、甲烷化，天然气净化、液化及系统能效等方面获得多项国家专利。新地工程拥有市政公用、化工石化医药等行业的咨询、设计及工程施工总承包等多项资质和国家专业认证。旗舰工程主要包括浙江舟山液化天然气 LNG 接收及加注站项目、中石油海南 LNG 储备库及配套码头项目等。

图 29：新地工程资质优异

咨询资质	设计资质	施工资质	制造资质
<ul style="list-style-type: none"> <li>市政公用工程（燃气、热力）咨询甲级资质</li> <li>化工行业咨询乙级资质</li> <li>石油天然气、医药咨询丙级</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>市政行业（城镇燃气工程、热力工程）设计甲级资质</li> <li>化工石化医药行业设计甲级资质</li> <li>石油天然气（海洋石油）行业（管道输送）专业设计甲级资质</li> <li>电力行业（新能源发电）专业乙级</li> <li>压力管道（GA、GB、GC、GD）类设计资质</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>消防设施工程专业承包贰级</li> <li>机电工程施工总承包贰级</li> <li>压力管道（GA1、GB1、GB2、GC1）类安装资质</li> <li>锅炉安装、改造3 级资质</li> <li>建筑工程施工总承包叁级</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>ASME 认证</li> <li>压力管道元件制造（元件组合装置）</li> <li>压力容器（A1、A2）制造</li> </ul>

资料来源：公司官网，天风证券研究所

新地工程是国内一线天然气管网建设企业，依托新奥集团曾参与多项国内长输管道及 LNG 相关项目建设，拥有大量的工程经验，其焦炉气综合利用业务市占率达到 38%，未来有望依托现有优势和项目经验不断拓展市场规模。

表 3：公司参与的长输管道项目

项目名称	管径	长度
西气东输;宝应-大丰港;天然气支线	DN300	135 公里
东莞市高压管线	DN610	210 公里
葫芦岛市秦沈线天然气管道利用工程	DN600	14.7 公里
海宁南北大道/尖山新区次高压天然气管道	DN350	25 公里
霸州至保定天然气管道工程	D3009	94.9 公里
定远至凤阳高压天然气管道工程	D508	86 公里
安丘至诸城天然气长输管线 EPC 工程	D457	60 公里
环城高压管线一期项目及其附属支线工程承包	D600	16.9 公里

资料来源：公司官网，天风证券研究所

自 2014 年《天然气基础设施建设与运营管理办法》和《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》发布以来，国家在能源方面陆续出台了多项文件来推动天然气基础设施的发展。“十三五”期间天然气管网、储气调峰设施快速发展，能源工程潜在外部市场需求旺盛。

表 4：天然气基础设施发展相关政策

时间	文件名称	相关主要内容
2014.2.28	《天然气基础设施建设与运营管理办法》	国家鼓励、支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的天然气基础设施。
2014.6.7	《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》	加快天然气储气库建设，鼓励发展企业商业储备，支持天然气生产企业参与调峰，提高储气规模和应急调峰能力。
2016.12.26	《能源发展“十三五”规划》	推进重点城市“煤改气”工程，增加用气 450 亿立方米，替代燃煤锅炉 18.9 万蒸吨。加快建设天然气分布式能源项目和天然

2017.6.7

《天然气发展“十三五”规划》

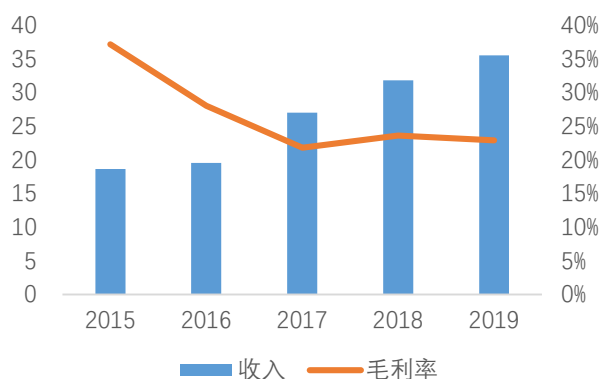
气调峰电站。

“十三五”期间，新建天然气主干及配套管道 4 万公里，2020 年总里程达到 10.4 万公里，干线输气能力超过 4000 亿立方米/年；地下储气库累计形成工作气量 148 亿立方米。

资料来源：发改委，国家能源局，天风证券研究所

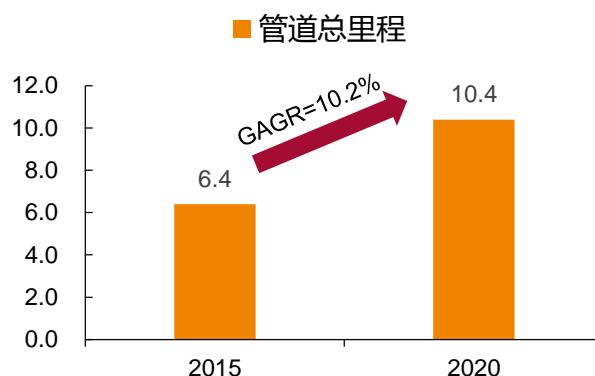
目前能源工程业务已经成为新奥股份的核心业务之一，规模不断增长，毛利率稳定在 20% 以上。随着新奥股份的战略布局和产能扩张，集团公司内部也对项目管理和自主创新有更高的需求，目前新地能源工程建立了“公司-分公司-项目部/设计部”三级市场开发体系，以工程咨询设计、工程总包项目、撬装设备业务模式为实施路径，外部市场应对能力显著提升。结合自身丰富的建设经验以及天然气行业发展的政策驱动，能源工程板块业务仍具有较大的增长空间和潜力。

图 30：新地工程收入与毛利率（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：中国天然气管道发展规划（万公里）



资料来源：《天然气发展“十三五”规划》，天风证券研究所

## 4.2. LNG：液化工厂盈利短期承压

公司目前旗下具有沁水新奥液化工厂，产能 45 万方/天，气源来自煤层气，另外参股中海油新奥，产能 25 万方/天，享受投资收益。

公司于 19 年 12 月与重庆涪陵能源实业集团有限公司签署协议，双方联合收购重庆龙冉 100 万方/天产能的 LNG 液厂，并且共同设立销售合资公司。龙冉项目处于我国最大的页岩气生产基地，气源储备充足，建成后将实现年产 22 万吨 LNG 产品。

表 5：新奥股份 LNG 产能

时间	项目名称	气源	产能（万方/天）
2009 年	沁水新奥一期	亚美能源煤层气	15
2012 年	沁水新奥二期	亚美能源煤层气	30
合计			45

资料来源：好气网，天风证券研究所

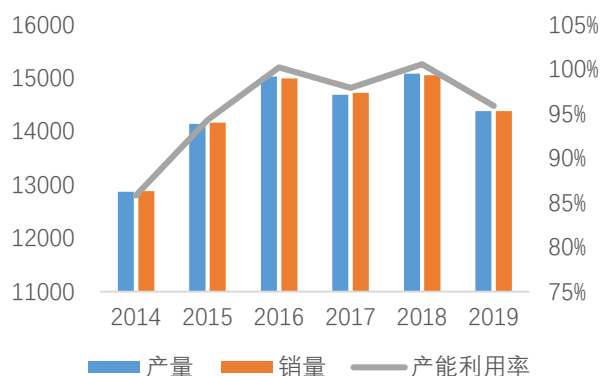
公司近几年 LNG 产销较为稳定，19 年由于原料气供应量减少，产销略有下滑，但产能利用率仍维持在 95% 以上。

LNG 盈利能力盈利水平与国内天然气市场供需紧张程度有关。2017~2018 年气荒阶段，LNG 液化工厂盈利较好；进入 2019 年国内天然气市场趋于宽松之后，公司 LNG 盈利下滑。2020 年受疫情及 LNG 价格低迷影响，预计公司 LNG 板块盈利承压。

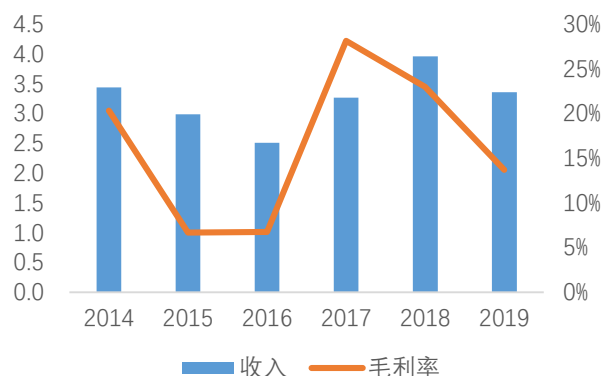
图 32：LNG 产销量（万方）

图 33：LNG 收入与毛利率（亿元）





资料来源：公司公告，天风证券研究所



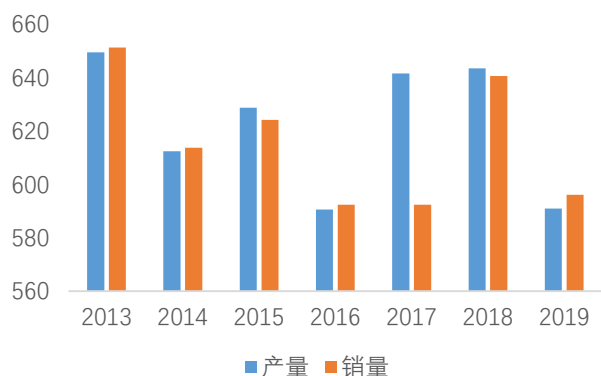
资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 4.3. 煤炭和甲醇：2020 年能源价格下跌，盈利承压

**煤炭板块：**2019 年，获国家发改委批准，公司王家塔煤矿生产能力由 680 万吨/年核增至 800 万吨/年。王家塔煤矿，位于内蒙古鄂尔多斯市伊金霍洛旗林境内。公司煤炭主要产品包括混煤和洗精煤，其中混煤因灰分较高通常用作动力煤，洗精煤灰分及其他杂质含量较低，适合作为一些专门用途的优质煤炭，也可以用作部分煤化工产品的原材料。

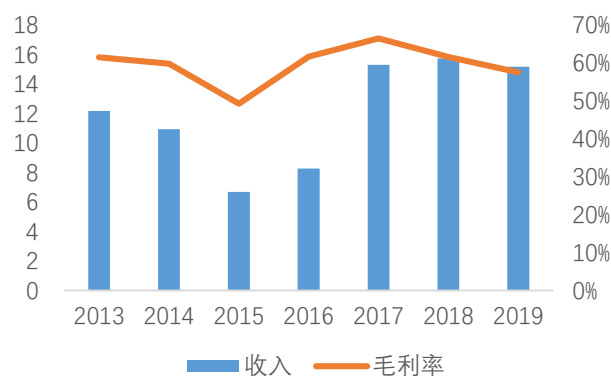
公司煤炭产销比较稳定，产销基本在 600 万吨左右，产能利用率达到 90%左右。19 年 11 月，由于事故原因，煤矿停产整顿，对当年生产情况造成一定影响，目前煤矿已于 20 年 2 月复产。

图 34：公司煤炭产销量 (万吨)



资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：只包括自产煤，不含贸易煤

图 35：煤炭收入与毛利率 (亿元)



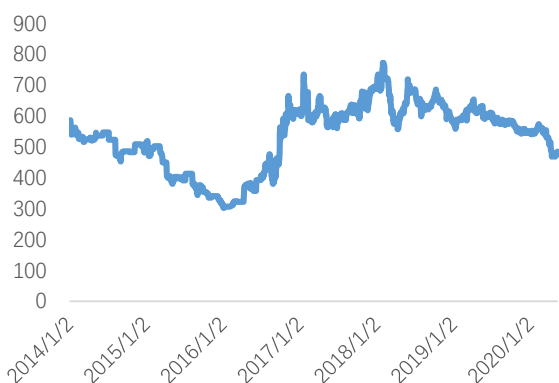
资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：只包括自产煤，不含贸易煤

煤炭价格，16~17 年上行，18 年初见顶后震荡下行，2020 年以来下降 11%。预计 2020 年，国内需求在火电及新型煤化工的带动下小幅上涨，供给端在新建矿井的陆续投产及去产能的作用下，产量温和增长，供需整体延续宽松的格局，煤炭价格年内仍将承压。

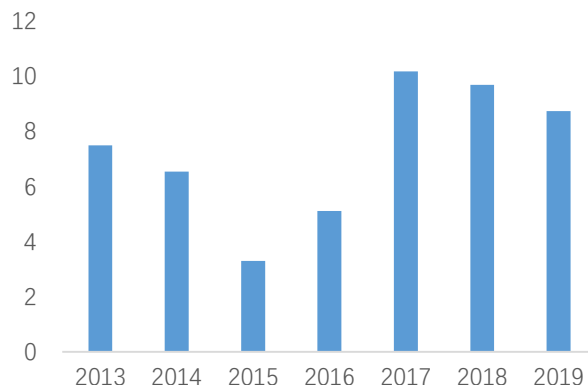
公司煤炭板块盈利跟随煤价走势，15 年业绩见底，16 年开始回升。根据历史毛利估算，公司煤炭成本 100 元/吨左右。2020 年盈利预计小幅下降。

图 36：煤炭价格走势 (元/吨)

图 37：公司历史煤炭板块盈利 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

**甲醇板块:** 公司甲醇权益产能 90 万吨。产能来自孙公司新新能源, 一期项目于 2009 年 7 月正式投产运营, 2011 年达产达效, 甲醇设计产能 60 万吨, 但实际可达到 75 万吨。新新能源二期 60 万吨于 2015 年启动, 2018 年 7 月建成, 主要作为 20 万吨稳定轻烃项目的中间产品。此外, 联营企业新能凤凰具有甲醇产能 92 万吨, 公司该部分享有投资收益。

表 6: 公司甲醇产能

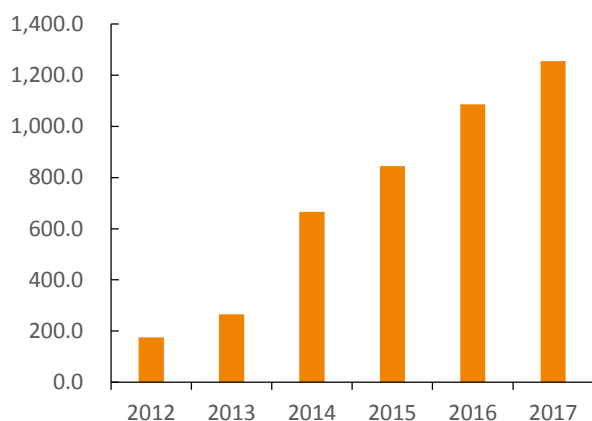
	控股比例	产能 (万吨)	权益产能 (万吨)
新新能源一期	75%	60	45
新新能源二期	75%	60	45
合计		120	90

资料来源: 内蒙古新闻网, 公司公告, 天风证券研究所

过去几年, 甲醇需求增长主要有 MTO 拉动。当前低油价时期, MTO 相比石脑油烯烃成本优势不再, 对甲醇需求存在负面影响。

公司当前甲醇生产成本在 1400 元/吨左右 (煤炭外购), 当前市场价基本可以实现盈亏平衡。油价若回升至长期合理水平 60 美金, 对应甲醇价格为 2000 元/吨, 公司甲醇长期合理毛利应在 600 元/吨。

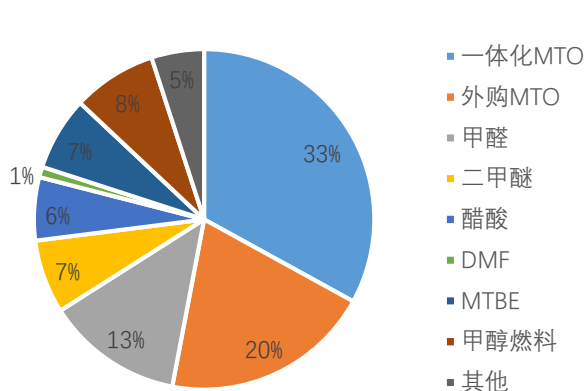
图 38: 国内 MTO/MTP 总产能 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 天风证券研究所

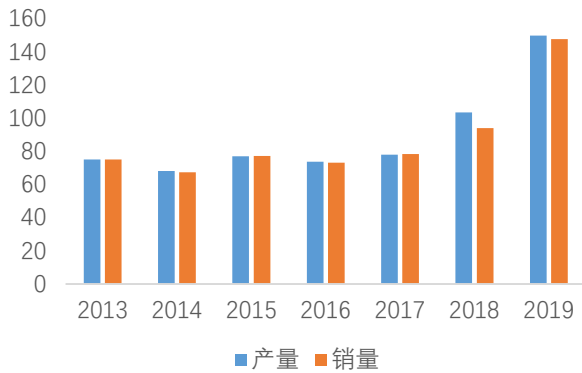
图 40: 公司甲醇产销量 (万吨)

图 39: 甲醇下游消费结构

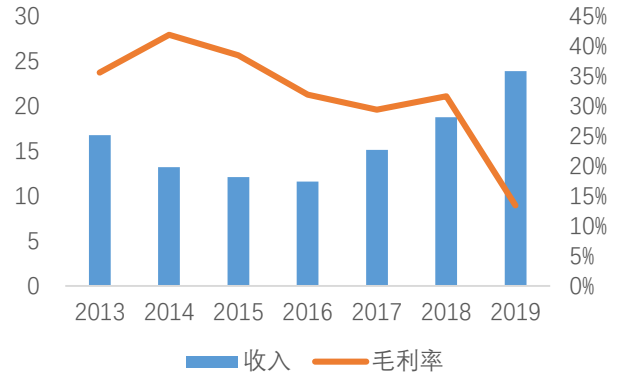


资料来源: 华经情报网, 天风证券研究所

图 41: 公司甲醇收入与毛利率 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所 注: 只包括自产甲醇, 不含贸易甲醇



资料来源: wind, 天风证券研究所 注: 只包括自产甲醇, 不含贸易甲醇

## 5. 盈利预测

### 5.1. 新奥股份盈利预测

#### 原业务核心假设:

- 1) 煤炭板块, 王家塔矿 2 月 15 日复产, 假设 20 年产销量与 19 年持平, 21/22 年恢复至 18 年正常水平。煤炭价格与毛利率 20 年小幅下降, 此后保持稳定。
- 2) 甲醇板块, 未来三年产销量与 19 年持平, 20 年单价有所下降, 此后随油价回暖而小幅上升。
- 3) LNG 板块, 疫情导致 20 年产量有所下降, 21/22 年回归正常水平, 20 年价格有所下降, 21/22 年价格略有上升。
- 4) 能源工程板块, 业务量稳定上升, 毛利率相对维持稳定。

表 7: 公司主营业务预测 (亿元)

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>煤炭</b>					
收入	31.74	29.61	27.84	28.80	28.80
成本	21.81	20.66	19.76	20.20	20.20
单价 (元/吨)	246	255	240	240	240
毛利率	30.23%	31.18%	29.02%	29.86%	29.86%
<b>甲醇</b>					
收入	42.74	52.41	48.50	50.00	51.50
成本	36.62	48.95	47.76	47.76	47.76
单价 (元/吨)	2000	1620	1400	1500	1600
毛利率	14.32%	6.60%	1.53%	4.48%	7.27%
<b>LNG</b>					
收入	3.96	3.36	2.80	3.30	3.30
成本	3.05	2.90	2.77	3.03	3.03
单价 (元/方)	2.6	2.3	2.0	2.2	2.2
毛利率	22.98%	13.69%	1.00%	8.18%	8.18%
<b>能源工程</b>					
收入	31.77	35.47	40.00	45.00	50.00
成本	24.27	27.36	31.00	35.00	39.00
毛利率	23.61%	22.86%	22.50%	22.22%	22.00%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所 注: 煤炭和甲醇业务包括自产和贸易情况

本次重组置出了受油价波动影响大的 Santos 上游天然气资产,置入了国内城燃龙头新奥能源,理应享受更高估值。

**重组前原有业务业绩预测:** 新奥股份 19 年业绩 12 亿; 预计 20/21/22 年净利润为 6/9/13 亿, 其中 santos 投资收益 5/2/3/5 亿 (20-22 年根据彭博一致预期计算)。

## 5.2. 收购标的新奥能源盈利预测

### 核心假设

1) 燃气零售业务: 假定 20-22 年, 居民用户增加 250/260/270 万户, 工商业新用户日开口气量 1800/1810/1820 万方, 平均毛差 0.61/0.63/0.61 元/方。

2) 燃气批发业务: 假定 LNG 进口成本逐步下降, 毛差维持 0.05 元/方, 贸易量随接收站二期投产而逐步提升。

3) 安装业务: 假定居民和工商业安装费保持不变, 毛利率稳定 50%。

4) 增值业务: 假定 20-22 年渗透率达到 8%/10%/12%, 单位收入维持稳定, 毛利率稳定 60%。

5) 综合能源业务: 假定 20-22 年每年新增 200 亿千瓦时, 毛利率稳定 17%。

**预计 20-22 年新奥能源实现归母净利润 61/72/81 亿元, 核心净利润 69/80/89 亿。**

表 8: 新奥能源主营业务预测 (亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>燃气零售</b>								
收入	226	211	271	343	400	426	502	555
成本	193	176	228	291	344	354	419	466
毛利率	14%	17%	16%	15%	14%	17%	16%	16%
零售气量 (亿方)	101	113	145	174	199	225	252	279
<b>燃气批发</b>								
收入	34	62	119	181	185	177	201	217
成本	34	61	117	179	183	173	197	212
毛利率	1%	2%	2%	1%	1%	2%	2%	2%
批发气量 (亿方)	12	30	51	60	70	76	92	99
<b>安装业务</b>								
收入	55	56	60	59	69	70	72	74
成本	20	20	22	24	32	35	36	37
毛利率	63%	64%	63%	59%	54%	50%	50%	50%
<b>增值服务</b>								
收入	4	11	31	14	20	30	41	55
成本	3	10	29	9	8	12	16	22
毛利率	21%	11%	5%	38%	62%	60%	60%	60%
<b>综合能源</b>								
收入			3	10	27	58	90	122
成本			3	9	23	48	75	101
毛利率			5%	14%	17%	17%	17%	17%
综合能源销售量 (亿千瓦时)			11	29	68	145	225	305

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 5.3. 重组后盈利预测和估值

**新奥股份重组后业绩=重组前业绩预测-置出资产 santos 投资收益+新奥能源业绩\*32.8%, 19/20/21/22 年分别为 27/24/31/36 亿。**

预计重组后新公司总股本达到 28.2 亿，19/20/21/22 年 EPS 为 0.95/0.85/1.10/1.28 元/股。

**重组后新奥股份的市值预测：**假定募集配套资金按照发行 2.46 亿股的上限进行，发行价格以当前价格 9 折计算，募集金额 21 亿，则重组后新奥股份市值=当前市值 115 亿+发行股份购买资产部分 13.4 亿\*9.88+配套募集资金部分 21 亿=268 亿。

## 6. 风险提示

重组存在被暂停、中止或取消的风险。标的公司出现无法预见的业绩大幅下滑、市场环境发生实质变化等情况均可能对重组交易产生影响，从而导致重组被暂停、中止或取消。

审批不确定性风险。重组交易后续仍要通过商务部、发改委等部门批准/备案，存在一定不确定性。

配套募集资金未能实施或低于预期风险。受市场环境、公司经营情况及监管政策导向等因素的影响，募集配套资金能否顺利实施存在不确定性，存在未能实施或低于预期的风险。

能源价格波动风险。公司业务主要与能源品有关，因此能源价格的剧烈波动会导致公司业绩的不稳定。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,957.28	2,495.13	3,476.85	5,003.04	6,425.94
应收账款	1,698.87	1,632.34	1,400.95	1,841.32	1,575.62
预付账款	351.35	330.89	307.55	361.57	334.21
存货	1,775.32	1,834.71	1,543.55	1,997.07	1,684.60
其他	501.93	700.94	476.43	735.25	505.11
<b>流动资产合计</b>	<b>6,284.75</b>	<b>6,994.02</b>	<b>7,205.33</b>	<b>9,938.27</b>	<b>10,525.48</b>
长期股权投资	5,831.32	6,121.08	6,121.08	6,121.08	6,121.08
固定资产	8,002.82	7,676.92	8,068.53	8,637.62	8,262.69
在建工程	1,736.52	1,988.47	1,229.08	261.82	187.09
无形资产	1,049.96	1,023.01	1,000.00	977.00	953.99
其他	609.09	549.14	499.46	446.97	409.64
<b>非流动资产合计</b>	<b>17,229.72</b>	<b>17,358.61</b>	<b>16,918.15</b>	<b>16,444.48</b>	<b>15,934.49</b>
<b>资产总计</b>	<b>23,514.46</b>	<b>24,352.63</b>	<b>24,123.48</b>	<b>26,382.75</b>	<b>26,459.97</b>
短期借款	1,990.60	2,712.26	3,000.00	3,000.00	3,000.00
应付账款	3,006.82	3,666.82	2,578.37	3,966.97	2,839.12
其他	4,325.11	1,807.19	1,840.56	1,924.46	1,939.04
<b>流动负债合计</b>	<b>9,322.54</b>	<b>8,186.27</b>	<b>7,418.92</b>	<b>8,891.43</b>	<b>7,778.16</b>
长期借款	3,267.80	1,895.24	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付债券	149.27	3,633.04	3,633.04	3,633.04	3,633.04
其他	1,438.20	510.55	510.55	510.55	510.55
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,855.26</b>	<b>6,038.83</b>	<b>6,143.59</b>	<b>6,143.59</b>	<b>6,143.59</b>
<b>负债合计</b>	<b>14,177.80</b>	<b>14,225.11</b>	<b>13,562.52</b>	<b>15,035.03</b>	<b>13,921.76</b>
少数股东权益	794.77	773.97	750.64	741.82	754.73
股本	1,229.36	1,229.36	1,229.36	1,229.36	1,229.36
资本公积	1,793.65	1,779.06	1,779.06	1,779.06	1,779.06
留存收益	7,117.00	8,052.74	8,580.96	9,376.55	10,554.12
其他	(1,598.11)	(1,707.61)	(1,779.06)	(1,779.06)	(1,779.06)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,336.67</b>	<b>10,127.52</b>	<b>10,560.96</b>	<b>11,347.72</b>	<b>12,538.21</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>23,514.46</b>	<b>24,352.63</b>	<b>24,123.48</b>	<b>26,382.75</b>	<b>26,459.97</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	570.62	692.48	1,629.11	1,737.97	1,797.50
折旧摊销	370.46	399.97	344.77	424.90	433.91
财务费用	378.87	441.67	514.09	685.12	707.62
投资损失	196.98	191.42	(392.45)	(471.05)	(490.09)
营运资金变动	830.48	(666.94)	252.12	251.60	(109.46)
其它	(1,368.81)	(68.37)	160.38	171.43	176.42
<b>经营活动现金流</b>	<b>978.60</b>	<b>990.23</b>	<b>2,508.02</b>	<b>2,799.96</b>	<b>2,515.90</b>
资本支出	5,154.54	1,912.85	60.00	80.00	50.00
长期投资	5,184.02	(310.56)	0.00	0.00	0.00
其他	(16,244.67)	(2,409.64)	272.45	311.05	390.09
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,906.11)</b>	<b>(807.34)</b>	<b>332.45</b>	<b>391.05</b>	<b>440.09</b>
债权融资	8,069.11	8,925.62	5,721.71	4,293.50	4,293.50
股权融资	(533.73)	(375.37)	(709.97)	(644.79)	(662.84)
其他	(2,204.71)	(8,360.10)	(9,258.06)	(6,079.62)	(4,662.50)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>5,330.67</b>	<b>190.16</b>	<b>(4,246.32)</b>	<b>(2,430.91)</b>	<b>(1,031.84)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>403.16</b>	<b>373.04</b>	<b>(1,405.85)</b>	<b>760.10</b>	<b>1,924.15</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	<b>13,632.48</b>	<b>13,544.05</b>	<b>12,332.77</b>	<b>13,182.44</b>	<b>13,892.62</b>
营业成本	10,696.87	11,161.59	10,445.00	10,947.00	11,383.11
营业税金及附加	247.22	295.54	246.66	263.65	277.85
营业费用	189.14	153.07	135.66	145.01	152.82
管理费用	520.50	521.71	468.65	500.93	527.92
财务费用	704.29	636.54	616.64	659.12	694.63
资产减值损失	96.70	(16.16)	0.00	0.00	0.00
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	235.93	341.25	632.73
其他	(1,031.88)	(1,058.77)	(471.87)	(682.50)	(1,265.46)
<b>营业利润</b>	<b>1,626.76</b>	<b>1,261.93</b>	<b>656.11</b>	<b>1,007.98</b>	<b>1,489.02</b>
营业外收入	30.95	148.07	40.00	40.00	40.00
营业外支出	36.52	13.13	10.00	10.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>1,621.19</b>	<b>1,396.87</b>	<b>686.11</b>	<b>1,037.98</b>	<b>1,519.02</b>
所得税	215.46	213.02	102.92	155.70	227.85
<b>净利润</b>	<b>1,405.73</b>	<b>1,183.84</b>	<b>583.19</b>	<b>882.28</b>	<b>1,291.17</b>
少数股东损益	84.50	(20.80)	(23.33)	(8.82)	12.91
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,321.23</b>	<b>1,204.65</b>	<b>606.52</b>	<b>891.11</b>	<b>1,278.26</b>
每股收益（元）	1.07	0.98	0.49	0.72	1.04

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	13.01%	56.91%	27.15%	19.60%	3.28%
营业利润	-62.91%	130.34%	167.98%	6.70%	3.38%
归属于母公司净利润	-35.62%	21.66%	158.16%	6.68%	3.43%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.70%	24.90%	26.75%	25.18%	25.18%
净利率	8.11%	6.29%	12.77%	11.39%	11.40%
ROE	11.41%	12.25%	25.97%	22.60%	19.62%
ROIC	10.36%	10.39%	18.67%	21.70%	23.62%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	71.37%	72.62%	64.23%	59.59%	53.18%
净负债率	14.58%	44.56%	59.88%	70.17%	65.85%
流动比率	0.64	0.59	0.54	0.75	0.97
速动比率	0.54	0.43	0.39	0.51	0.79
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.76	9.31	9.31	9.31	9.31
存货周转率	8.79	8.49	8.70	8.52	8.52
总资产周转率	0.43	0.50	0.61	0.73	0.72
<b>每股指标（元）</b>					
每股收益	0.42	0.51	1.65	1.76	1.82
每股经营现金流	0.80	0.81	2.04	2.28	2.05
每股净资产	3.70	4.19	6.36	7.80	9.29
<b>估值比率</b>					
市盈率	28.89	23.75	7.38	6.91	6.69
市净率	3.30	2.91	1.92	1.56	1.31
EV/EBITDA	16.92	12.09	5.21	4.08	3.50
EV/EBIT	24.13	15.27	5.83	4.62	3.96



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com