

研究所

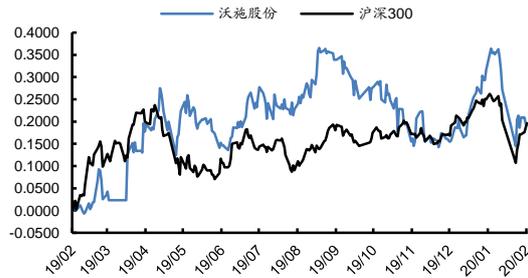
证券分析师：

范益民 S0350519100001  
fanyim01@ghzq.com.cn

## 致密气开发加速，业绩进入释放期

### ——沃施股份（300483）深度报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
沃施股份	-9.1	3.5	19.6
沪深300	-4.3	2.1	19.6

#### 市场数据

市场数据	2020-02-12
当前价格（元）	36.98
52周价格区间（元）	30.45 - 43.37
总市值（百万）	4556.67
流通市值（百万）	1865.40
总股本（万股）	12322.00
流通股（万股）	5044.35
日均成交额（百万）	21.56
近一月换手（%）	21.92

#### 相关报告

《沃施股份（300483）事件点评报告：进一步提升中海沃邦权益比例，利润释放加快》——  
2019-12-27

#### 合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

#### 投资要点：

- 原有业务增长乏力，收购标的提升公司业绩：**公司原主营业务为园艺用品的研发、生产和销售。由于国内外市场环境严峻，市场竞争加剧等不利影响，2015年以来公司业务收入和毛利率逐年降低。同时公司外销收入占营收约七成，随着中美贸易战的打响，公司2018年营收同比下跌13.57%，公司转型刻不容缓。公司自2018年初至2019年底，多次采用支付现金和发行股份的方式收购中海沃邦进军致密气开采业务。截至2019年12月，公司已成为中海沃邦最大股东，现实际持有比例高达48.32%。
- 中海沃邦——优质致密气开采商：**中海沃邦是一家主营天然气勘探、开采和销售的企业。2009年与中油煤签订分成开采合同，获得山西石楼西区1524平方公里为期30年的勘探、开发和生产经营权。截至2018年底，石楼西区块已取得自然资源部备案的探明地质储量1276亿方、技术可采储量610亿方、经济可采储量443亿方。2017年5月，永和18井区进入商业开采阶段，使公司2017年销气量较2016年猛增124.83%。2019年上半年销气量4.6亿方，预计全年较2018年增长30%以上。随着永和45-永和18井区天然气12亿方/年开采项目，以及永和30井区8亿方/年开发项目的推进，未来有望大幅提升石楼西区天然气产量，并提升公司业绩弹性。
- 能源安全战略下，非常规天然气中致密气成为重要补充：**长期以来，我国天然气产量一直不及国家预期目标。随着近几年煤改气政策落地，我国对天然气的需求增速超过产量增速，导致天然气对外依存度从2010年的不到10%激增到2019年的近43%。严重威胁着我国能源安全，故提升天然气产量刻不容缓。近几年常规天然气产量增速放缓，未来5-10年非常规油气将成为主要增量能源。目前非常规气中致密气由于开采难度较小，成本较低的优点贡献了最多的产量。随着致密气补贴减免政策落地，未来将进一步提携其开采热情。
- 维持“买入”评级。**考虑到上市公司财务费用的提升和母公司园艺业务受贸易摩擦影响盈利能力的下滑，下调2019年归母净利润预测至0.73亿元。预计公司2019-2021年营业收入分别为16.1亿元、22.8亿元、40.7亿元；归母净利润分别为0.73亿元、3.97亿元、8.08亿元；动态PE分别为63、11、6倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**天然气产量不达预期风险；新井采矿许可证获得时间不确定

定风险；天然气价格下跌风险；公司园艺用品相关业务对业绩的不确定性影响；公司对标公司间不具有完全可比性，有关数据仅供参考。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	339	1612	2281	4072
增长率(%)	16%	376%	42%	78%
归母净利润（百万元）	6	73	397	808
增长率(%)	16%	1198%	445%	104%
摊薄每股收益（元）	0.09	0.59	3.22	6.56
ROE(%)	0.17%	1.96%	9.05%	14.04%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 内容目录

1、 原有业务增长乏力，收购标的提升公司业绩 .....	5
1.1、 受外部市场影响，公司园艺用品业绩下滑 .....	5
1.2、 收购标的一波三折，现实际持有其 48.32%股权 .....	6
2、 中海沃邦——优质致密气开采商 .....	8
2.1、 与中油煤合作开采致密气 .....	8
2.2、 石楼西区气藏丰富，已探明经济可采储量达 443 亿方 .....	9
2.3、 三大井区总规划年产 20 亿方 .....	10
2.4、 18 井区已进入商业开采阶段，近年产气量猛增 .....	11
2.5、 盈利能力可对标亚美潘庄区块 .....	11
3、 能源安全战略下，非常规天然气成为重要补充 .....	12
3.1、 油气领域开放，有力激活我国能源供给侧 .....	12
3.2、 非常规天然气产量中致密气占比超六成 .....	14
3.3、 2018 年首次纳入补贴范围，多增多补政策提升增产热情 .....	15
4、 盈利预测 .....	16
5、 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1: 公司 2010-2018 年营业收入及同比增速 .....	5
图 2: 公司 2010-2018 年归母净利润及同比增速 .....	5
图 3: 公司 2010-2018 年毛利率和净利率 .....	5
图 4: 公司 2010-2018 年不同地区营收 .....	5
图 5: 第一部分方案完成后的股权结构 .....	6
图 6: 公司发行股份购买中海沃邦后股权分布情况 .....	7
图 7: 公司发行股份购买沃晋能源后股权分布情况 .....	8
图 8: 石楼西区块地理位置示意图 .....	9
图 9: 石楼西区块储量分布示意图 .....	11
图 10: 我国天然气规划目标和实际产量 (亿立方米) .....	13
图 11: 我国天然气年产量及对外依存度 .....	13
图 12: 我国天然气年消费量及占能源消费总量比重 .....	14
图 13: 我国 2019 年一次能源消费构成情况 .....	14
图 14: 我国天然气产量及预测 (亿立方米) .....	14
图 15: 2014-2019 年我国天然气产量构成变化情况 (亿立方米) .....	15
图 16: 多增多补政策示意图 .....	15
表 1: 山西汇景、山西瑞隆和博睿天晟转让中海沃邦前后持股比例 .....	6
表 2: 山西汇景、山西瑞隆和博睿天晟再次转让中海沃邦前后持股比例 .....	7
表 3: 西藏科坚和嘉泽创投转让沃晋能源前后持股比例 .....	8
表 4: 石楼西区块天然气储量情况 .....	10
表 5: 中海沃邦经营情况 .....	11
表 6: 潘庄、马必和石楼西区块 PSC 合同开发中分成比例 .....	12
表 7: 潘庄和中海沃邦盈利能力对比 (万元) .....	12
表 8: 致密气补贴税收优惠政策 .....	15
表 9: 公司盈利预测 .....	16

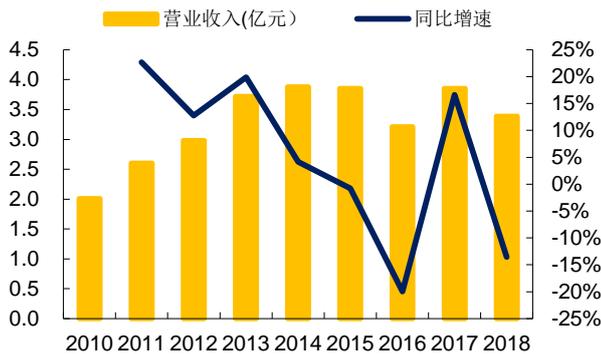
# 1、原有业务增长乏力，收购标的提升公司业绩

## 1.1、受外部市场影响，公司园艺用品业绩下滑

公司成立于 2003 年，前身为上海沃施园艺用品制造有限公司，2015 年在深交所挂牌上市。公司是一家以园艺用品的研发、生产和销售为主，兼顾园艺设计、工程施工和绿化养护等业务的服务提供商。主要业务包括手工具类园艺用品、灌溉类园艺用品、装饰类园艺用品、机械类园艺用品和绿化工程等。

由于国内外市场环境的严峻形势，市场竞争加剧等不利影响，2015 年以来公司主营业务收入及产品毛利率和净利率均有所下降。其中毛利率从 2015 年的 25.5% 下降到 2018 年的 20.78%（收购标的自 2019 年中报开始并表）。同时，公司产品以出口为主，外销收入占公司营收七成左右，故公司业绩受外部环境波动影响较大。随着中美贸易战的打响，公司 2018 年营业收入有所下滑，同比下滑 13.57%。

图 1：公司 2010-2018 年营业收入及同比增速



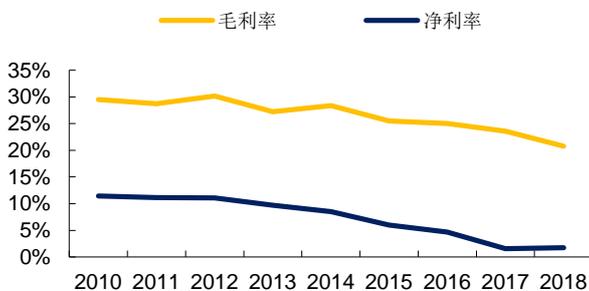
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 2：公司 2010-2018 年归母净利润及同比增速



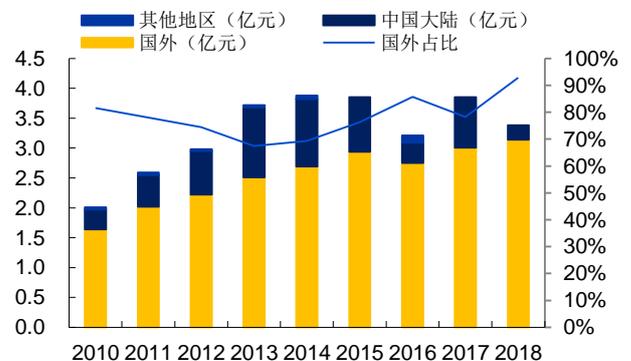
资料来源：Wind，国海证券研究所

图 3：公司 2010-2018 年毛利率和净利率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图 4：公司 2010-2018 年不同地区营收



资料来源：Wind，国海证券研究所

2020年初的肺炎疫情使公司原主营业务中用于喷洒消毒药品的喷水壶销量大涨，目前来自政府及其他单位的订单已经饱和。此事件会在一定程度上提振公司灌溉业务业绩。

## 1.2、收购标的一波三折，现实际持有其 48.32%股权

公司于2018年1月发布重大资产购买报告书，公司拟采用发行股份与支付现金相结合的方式购买中海沃邦48.88%的股权，进而控制中海沃邦50.36%的股权。本次重组包括两部分交易：（1）支付现金购买中海沃邦27.20%股权；（2）发行股份并募集配套资金购买中海沃邦21.68%的股权。

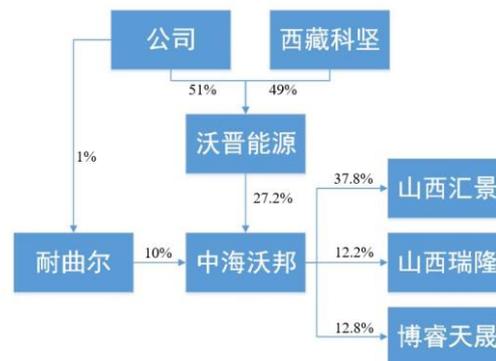
第一部分方案具体为沃施股份通过其持股51%的控股子公司沃晋能源，以支付12.24亿元现金的方式向山西汇景、山西瑞隆、博睿天晟购买中海沃邦27.20%的股权。12.24亿元现金来源包括沃晋能源自有资金5000万元，沃施股份59,874万元和西藏科坚57,526万元股东借款。该方案沃晋能源股东会已审议通过并于2018年2月完成交割过户。

表 1：山西汇景、山西瑞隆和博睿天晟转让中海沃邦前后持股比例

公司名称	转让前比例	转让比例	支付现金（万元）
山西汇景	63.00%	25.20%	113400
山西瑞隆	13.50%	1.30%	5850
博睿天晟	13.50%	0.70%	3150
合计	90.00%	27.20%	122400

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 5：第一部分方案完成后的股权结构



资料来源：公司公告，国海证券研究所

第二部分方案具体为发行股份并募集配套资金购买中海沃邦21.68%的股权包括：（1）公司向山西汇景、山西瑞隆、博睿天晟发行股份购买其所持有的中海沃邦6.58%股权。支付的交易对价为29,610万元，股票发行价格为30.03元/股。（2）公司向耐曲尔有限合伙人於彩君、桑康乔、许吉亭发行股份购买其所持有的耐曲

尔 85.20%的合伙企业份额，进而间接购买中海沃邦 8.52%股权。(3)公司向不超过 5 名特定投资者非公开发行股票募集配套资金，募集资金总额预计不超过 29,610 万元，用于购买山西汇景、山西瑞隆、博睿天晟直接持有的中海沃邦 6.58% 股权。2018 年 6 月，中国证监会没有批准公司第二部分方案。

公司于 2018 年 9 月再次发布重大资产购买报告书。该报告书中只以发行股份的方式购买标的股权，且调整了购买比例至 23.2%，具体方案为：

- (1) 公司向山西汇景、山西瑞隆、博睿天晟发行股份购买其所持有的中海沃邦 13.30%股权。支付交易对价为 59,850 万元，股票发行价格为 25.80 元/股。
- (2) 公司发行股份购买於彩君、桑康乔、许吉亭持有的耐曲尔 99.00% 合伙企业份额。由于耐曲尔持有中海沃邦 10%的股权，从而间接购买中海沃邦 9.90% 股权。支付交易对价为 44,550 万元，股票发行价格为 25.80 元/股。

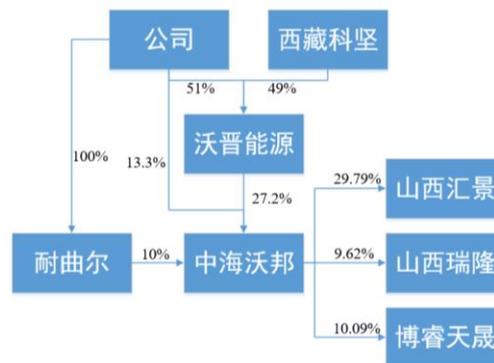
2018 年 12 月，中国证监会批准公司发行股份购买中海沃邦和耐曲尔股权的方案。从而公司间接控股比例达 50.5%，实际持股比例达 37.17%，成为中海沃邦 第一大股东。

表 2: 山西汇景、山西瑞隆和博睿天晟再次转让中海沃邦前后持股比例

交易对方	转让前比例	转让比例	交易对价 (万元)
山西汇景	37.80%	8.01%	36024.36
山西瑞隆	12.20%	2.58%	11626.91
博睿天晟	12.80%	2.71%	12198.73
合计	62.80%	13.30%	59850

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 6: 公司发行股份购买中海沃邦后股权分布情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司于 2019 年 3 月 28 日再次发行股份购买资产预案，欲购买沃晋能源 41%股

份。沃晋能源于 2019 年 3 月初发生股权转让，即西藏科坚向嘉泽创投转让沃晋能源 15% 股权及相应债权 1.4 亿元，同时嘉泽创投同意继承西藏科坚对沃晋能源 3,360 万元的借款义务。因此，本次交易股份发行对象为西藏科坚、嘉泽创投。本次发行股份购买资产的股份发行价格为 28.70 元/股，西藏科坚转让 26% 股权，嘉泽创投转让 15% 股权，交易对价总计 6.13 亿元。

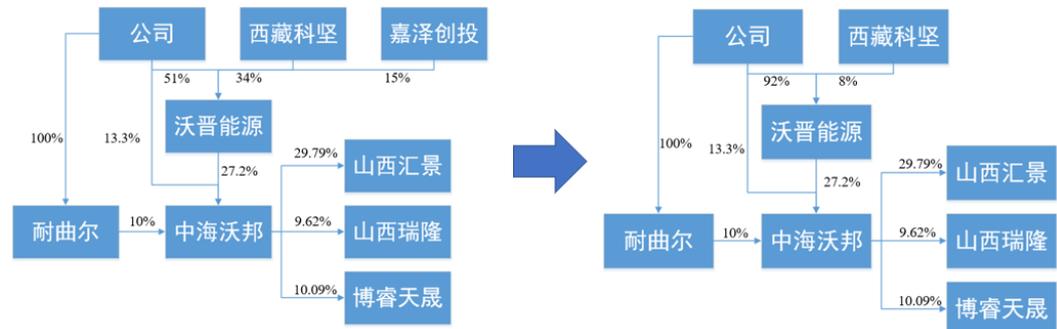
表 3: 西藏科坚和嘉泽创投转让沃晋能源前后持股比例

交易对方	转让前比例	转让比例	交易对价 (万元)
西藏科坚	34.00%	26.00%	38896
嘉泽创投	15.00%	15.00%	22440
合计	49.00%	41.00%	61336

资料来源：公司公告，国海证券研究所

2019 年 12 月 19 日，中国证监会批准公司发行股份购买股权的方案。12 月 23 日，西藏科坚及西藏嘉泽已就本次交易资产过户事宜办理完成工商变更登记手续。公司于 2020 年 1 月完成发行，注册资本由原先 1.02 亿增至 1.23 亿元。公司通过本次交易将持有沃晋能源 51% 股权提升至 92%，公司实际持有中海沃邦股权比例进一步由 37.17% 增加至 48.32%。

图 7: 公司发行股份购买沃晋能源后股权分布情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2、中海沃邦——优质致密气开采商

### 2.1、与中油煤合作开采致密气

中海沃邦成立于 2007 年 6 月，期间经过多次增资和转让，目前已成长为一家人从事非常规天然气勘探、开发、生产和销售的优质企业。

2009 年 8 月，中海沃邦与中石油煤层气（中油煤）签署了开采合作合同，获得石楼西区块 1,524 平方公里 30 年的天然气勘探、开发和生产经营权。合同约定

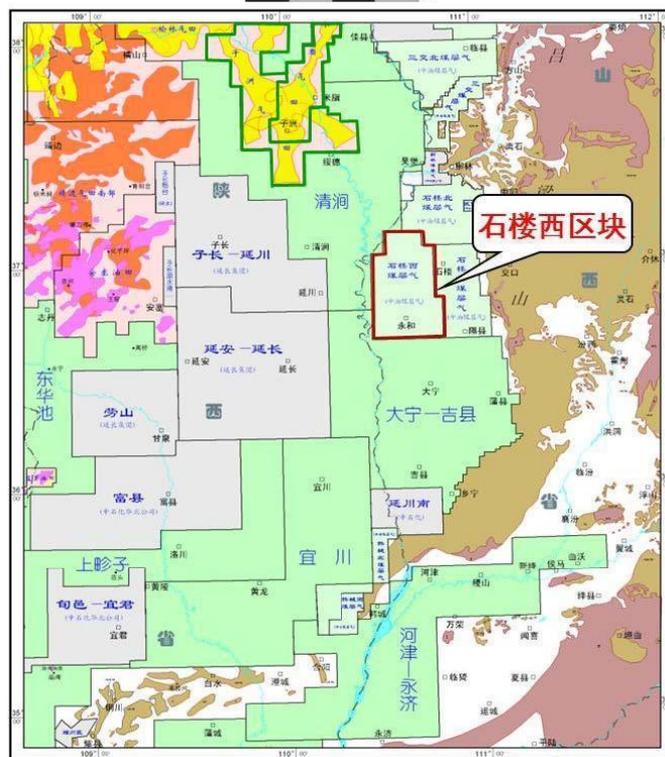
中海沃邦勘探开发成本收回前后分别享有产量的 88%及 78%。

2015 年 12 月，中海沃邦又与中石油煤层气签署了永和 18 井补充协议，协议中规定由沃邦承担所有生产成本。在沃邦勘探开发成本收回前，分成比例为 87%，勘探开发成本收回 100%后且 150%前，分成比例变更为 76%，勘探开发成本收回 150%后，分成比例变更为 74.9%。

## 2.2、石楼西区气藏丰富，已探明经济可采储量达 443 亿方

石楼西区块位于黄河以东，吕梁山西麓。行政区划主要位于山西省永和县、石楼县，区块勘探面积 1,524 平方公里。石楼西区块位于鄂尔多斯盆地，其西北部距子洲气田约 120 公里、距长北气田约 163 公里、距苏里格气田约 172 公里、距大牛地油田约 140 公里。

图 8：石楼西区块地理位置示意图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

石楼西区块气藏属于致密砂岩气。截至 2017 年 9 月 30 日，石楼西区块中的 928 平方公里储量已探明并在国土资源部备案。其总储量高达 1,276 亿方、技术可采储量 610 亿方、经济可采储量 443 亿方。而石楼西区块剩余未探明区域（共计 596 平方公里）的天然气储量勘探工作也正在有序进行中。目前已探明的井区包括永和 18 井区、永和 30 井区及永和 45 井区。

表 4: 石楼西区块天然气储量情况

项目	备案批复时间	含气面积 (平方公里)	地质储量 (亿立方米)	技术可采储量 (亿立方米)	经济可采储量 (亿立方米)
永和 18 井区	2014 年 6 月	114	157	77	46
永和 30 井区	2016 年 3 月	346	484	231	186
永和 45 井区	2017 年 6 月	468	635	302	211
合计	-	928	1276	610	443

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

## 2.3、三大井区总规划年产 20 亿方

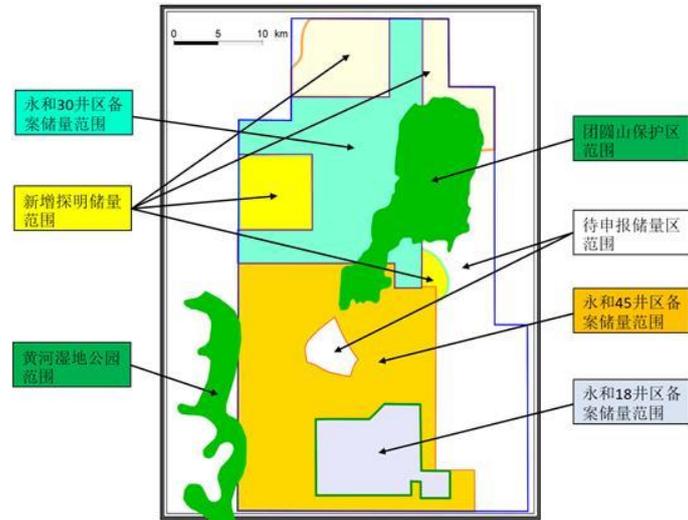
黎永高速公路横跨石楼西区块永和 45-永和 18 井区, 248、328 省道通过永和 45-永和 18 井区, 交通条件便捷。西气东输、临临等输气管线穿过本区块, 集输条件优质。2016 年, 中海沃邦与河北昆仑合作, 修建 8.5 km 联络线, 建设增压站, 通过 87# 阀室上载西气东输一线管道, 上载能力可满足 1,000 万方/天。解决了天然气开采后的集输问题, 为区内天然气在省内与出省销售奠定了基础。

永和 18 井区于 2017 年 5 月取得天然气开采许可证, 目前已进入商业开采阶段。该井区生产规模 5 亿立方米/年, 矿区面积 154.16 平方千米, 有效期 2017 年 5 月至 2037 年 5 月。

永和 45 井区是永和 18 井区的外扩区域, 二者的储层是一个完整的主力气藏, 其间没有地质分界线, 因此公司将永和 45 井区与永和 18 井区即永和 45-永和 18 井区作为一个整体井区进行了开发方案的申报, 即将对永和 18 井区的采矿许可证范围进行变更扩大, 2018 年 5 月, 《鄂东气田石楼西区块永和 45-永和 18 井区天然气  $12 \times 10^8 \text{m}^3$ /年开发方案》已经国家能源局备案。

截至 2018 年 12 月, 永和 30 井区已完钻 27 口井, 并在进行永和 30 井区的先导试验方案。2019 年 4 月, 中海沃邦收到中油煤的通知, 《鄂尔多斯盆地石楼西区块永和 30 井区致密气  $8 \times 10^8 \text{m}^3/\text{a}$  开发项目》在国家能源局备案已完成。后续永和 30 井区将进行矿山地质环境保护与土地复垦方案审批、项目环境影响评价报告书的审批。最终向自然资源部申永和 30 井区的采矿许可证。

图 9：石楼西区块储量分布示意图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2.4、18井区已进入商业开采阶段，近年产气量猛增

2017年5月，18井区进入商业开采阶段，使中海沃邦年销气量猛增。2016-2018年天然气销售量由2.8亿方提升至6.95亿方，年复合增速达103.7%。2019年上半年销气量4.6亿方，预计全年较2018年增长30%以上。预计全年销气量达9.1亿方，同比增速达30.75%。

在转让沃邦股本的对赌协议中山西汇景、山西瑞隆、博睿天晟承诺：中海沃邦2018年、2019年、2020年实现经审计合并报表扣除非经常性损益后的净利润分别不低于36,220万元、45,450万元、55,560万元。其中，中海沃邦2018年合并报表扣除非经常性损益后的净利润为4.1亿元，超过业绩承诺的13.2%，盈利水平出色。

表 5：中海沃邦经营情况

	2016	2017	2018	2019H1
销售单价 (元/m <sup>3</sup> )	1.49	1.41	1.41	1.49
年销量 (10 <sup>4</sup> m <sup>3</sup> )	28013	62982	69521	46430
毛利率	69%	75%	73%	75%
天然气销售收入 (万元)	41766	88686	97779	69181
分成比例 R	87%	87%	87%	87%
分成气收入 (万元)	36336	77157	85068	60188

资料来源：公司公告，国海证券研究所

## 2.5、盈利能力可对标亚美潘庄区块

中海沃邦的经营模式为与资源公司进行开采分成，目前在众多上市的油气开采公

司中，亚美能源与其经营模式相同，故这里采用亚美能源来进行对标。

亚美能源共有马必和潘庄两个区块。这两个区块的开发费用和产气收入都采用分成模式，其中潘庄区块是二八分成，马必区块是三七分成。而石楼西区块的开发费用完全由中海沃邦自行承担，目前分成比例为 13%和 87%，略高于前两者。

表 6: 潘庄、马必和石楼西区块 PSC 合同开发中分成比例

合作区块名称	PSC 合同资源方 (矿权所有人)	PSC 合同作业方	开发费用承担比例	分成比例
潘庄项目	中联煤	美中能源有限公司	资源方: 20% 作业方: 80%	资源方: 20% 作业方: 80%
马必项目	中国石油	亚美大陆煤层气有限公司	资源方: 30% 作业方: 70%	资源方: 30% 作业方: 70%
石楼西项目	中国石油	中海沃邦	作业方: 100%	资源方: 13% 作业方: 87%

资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

马必区块和潘庄区块主要开采的是非常规天然气中的煤层气。亚美能源潘庄区块于 2016 年 11 月进入生产开发阶段, 设计产能 6.5 亿立方米/年, 永和 18 井区 2017 年取得开采许可, 设计生产规模 5 亿立方米/年, 二者具有开采时间和数量的可比性。

马必区块截至 2017 年底仍在勘探阶段, 2018 年逐步进入开发阶段, 因此 2017 和 2018 年处于亏损中, 2019 年上半年 EBIT 仅为 315.6 万元, 与中海沃邦不具有可比性。

亚美能源潘庄区块所产煤层气享有补贴和增值税退税政策, 这为其 2017、2018 和 2019 年上半年收入分别额外增加 18,017 万元、24,172.8 万元和 15,074.8 万元。若剔除补贴及增值税退税影响, 潘庄区块与中海沃邦相比, 二者盈利能力 (EBIT 占销售收入比例) 相近。

表 7: 潘庄和中海沃邦盈利能力对比 (万元)

项目	2019 年 1-6 月		2018 年度		2017 年度	
	潘庄项目	中海沃邦	潘庄项目	中海沃邦	潘庄项目	中海沃邦
EBIT	30247.50	33524.20	49827.00	48763.9	28168.10	42356.3
销售收入	54762.8	60187.57	85372.8	85068.06	51288.6	77156.56
EBIT/销售收入	0.55	0.56	0.58	0.5732	0.55	0.549

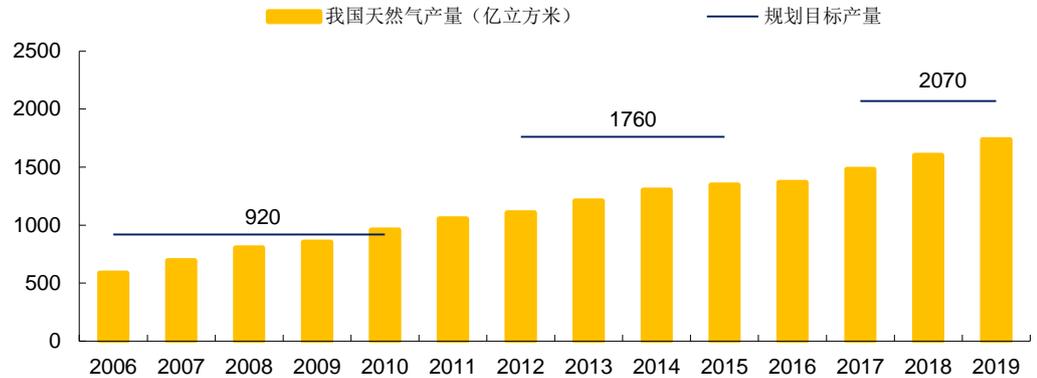
资料来源: 公司公告, 国海证券研究所

### 3、能源安全战略下，非常规天然气成为重要补充

#### 3.1、油气领域开放，有力激活我国能源供给侧

长期以来，我国天然气产量一直不及国家预期目标。2019 年国内天然气产量为 1736.20 亿立方米，与“十三五”规划的 2020 年国内天然气目标产量 2070 亿立方米存在缺口。此外，与国务院 2018 年 9 月发布的《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》中提到的 2020 年目标产量达到 2000 亿立方米也存在一定差距。

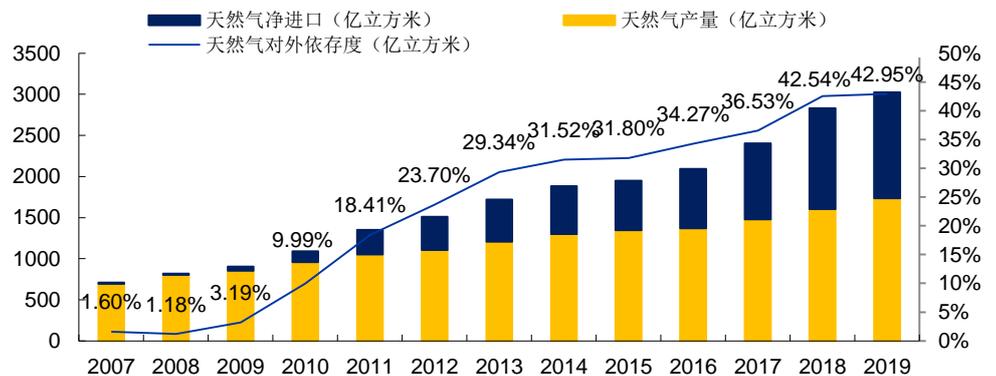
图 10: 我国天然气规划目标和实际产量 (亿立方米)



资料来源: Wind, 国海证券研究所

天然气产量增速自 2010 年后跌至个位数，而随着国家煤改气政策的落地，天然气消费占比不断提高，天然气供给难以满足不断攀升的消费需求，导致我国天然气对外依存度逐年提升。我国天然气对外依存度已从 2010 年的不到 10% 激增到 2019 年的近 43%，这严重威胁着我国的能源安全，故提升天然气产量刻不容缓。

图 11: 我国天然气年产量及对外依存度



资料来源: Wind, 国海证券研究所

国家自然资源部于 2019 年 12 月 31 日印发了《关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见 (试行)》，意见中提出将全面开放油气勘查开采市场，允许民企、外企等社会各界资本进入油气勘探开发领域。在中华人民共和国境内注册，净资产不低于 3 亿元人民币的内外资公司，均有资格按规定取得油气矿业权。这一举措有利于增强市场活力和加强市场竞争。

同时意见中还提出实行油气探采合一制度。即油气探矿权人发现可供开采的油气

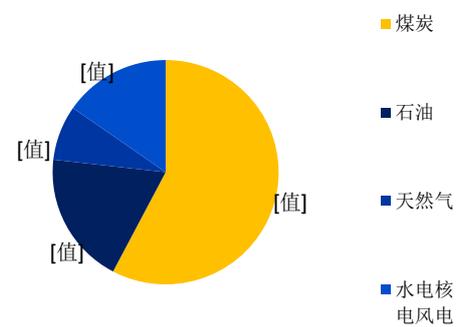
资源的，在报告有登记权限的自然资源主管部门后即可进行开采。这避免了探矿权转到采矿权的各级层层审批，提高了油气从勘探开发到运营生产的速度和效率，吸引更多投资者进入油气开发领域，有力激活能源供给侧。

### 3.2、非常规天然气产量中致密气占比超六成

2019年我国能源消费结构中天然气占比7.92%，与世界一次能源消费天然气占比24%相比，仍有较大提升空间。按照《能源发展“十三五”规划》，2020年我国天然气消费占比要超过10%，2030年提高到15%。

图 12: 我国天然气年消费量及占能源消费总量比重

图 13: 我国 2019 年一次能源消费构成情况

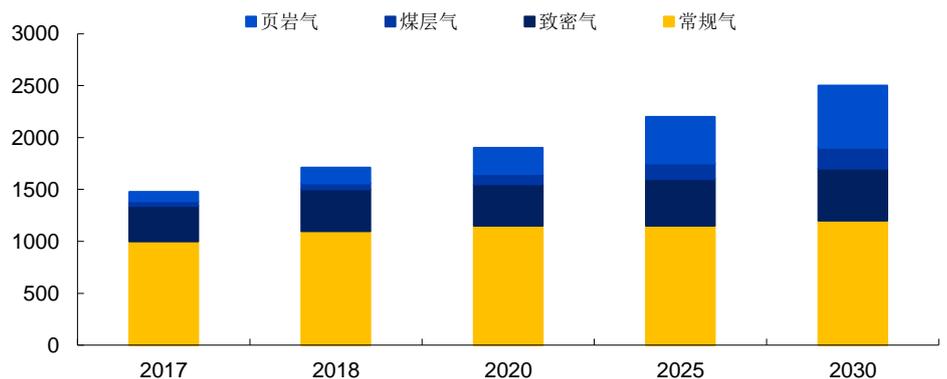


资料来源: Wind, 国海证券研究所

资料来源: 国家统计局, 国海证券研究所

未来巨大的天然气需求促使我国要抓紧提升天然气产量，2019年5月能源局要求各级单位将提升油气勘探开发的各项工作落到实处，不折不扣完成2019-2025七年行动方案工作要求，三桶油积极响应，加大油气开发力度。

图 14: 我国天然气产量及预测 (亿立方米)

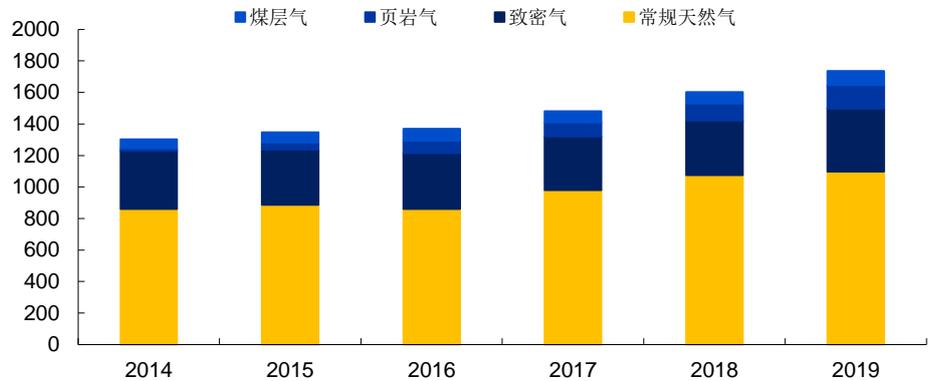


资料来源: 《论能源革命与科技使命》，国海证券研究所

目前我国天然气产量结构中常规天然气产量最多，但近五年平均增速仅为4.56%，未来常规天然气难以支持较高的天然气需求。并且未来我国天然气结构也将发生变化。邹才能院士在2019年《论能源革命与科技使命》中预测：未来5-10年，常规油气产量保持稳定或略有下降，非常规油气将成为主要增量能源。我国在非

常规天然气中由于致密气具有开采难度较小, 开采成本低等优点贡献了最多产量, 占据非常规天然气中六成以上。

图 15: 2014-2019 年我国天然气产量构成变化情况 (亿立方米)



资料来源: 国家统计局、自然资源部, 国海证券研究所

### 3.3、2018 年首次纳入补贴范围, 多增多补政策提升增产热情

致密气也称致密砂岩气, 是指渗透率低于 0.1 毫达西的砂岩地层天然气, 与页岩气、煤层气为世界公认的三大非常规天然气。我国于 1971 年在四川率先发现致密气资源, 四川盆地和鄂尔多斯盆地的致密气储量约占全国的 90%。

我国开采致密气的历史较为悠久, 但此前由于其开采成本高于常规天然气而影响开采积极性。2018 年 8 月发布的《国务院关于促进天然气协调发展的若干意见》中首次提出将致密气纳入非常规天然气补贴范围。在这之前国家认定的非常规气只有页岩气和煤层气, 并制定了 0.2-0.4 元/立方米的补贴政策。

表 8: 致密气补贴税收优惠政策

时间	部门	主要内容
2014 年	质检总局	建立了致密砂岩气地质评价规范
2018 年	国务院	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
2019 年	财政部	自 2019 年起, 非常规天然气开采不再按定额标准进行补贴, 实行“多增多补”政策

资料来源: 质检总局、国务院及财政部官网, 国海证券研究所

2019 年 6 月, 财政部印发了关于《可再生能源发展专项资金管理暂行办法》的补充通知。通知中指出自发布之日起, 非常规气不再按定额标准进行补贴, 而是按照“多增多补”的原则。即对超过上年产量的, 按照超额程度给予梯级奖补; 相应的, 对未达到上年产量的, 按程度扣减。其次对于取暖季(每年 1-2 月, 11-12 月)的非常规气增量给予特殊补贴, 从而提高了企业取暖季非常规气供应量, 有力保证北方供暖。在原来每立方米固定补贴的政策下企业增产热情普遍不高, 而新实施的多增多补政策充分调动了企业增产的积极性。

图 16: 多增多补政策示意图

1. 计入奖补范围的非常规天然气开采利用量

非常规天然气开采应用量=页岩气开采利用量+煤层气开采利用量\*1.2+致密气开采利用量与2017年相比的增量部分

2. 奖补资金分配系数

超过部分	对超过上年产量0-5% (含) 的, 分配系数为1.25	未超过部分	对未达标部分为上年产量0-5% (含) 的, 分配系数为1.25	采暖季增量	每年采暖季 (每年1月至2月, 11月至12月) 生产的非常规天然气增量部分, 分配系数为1.5
	对超过上年产量5%-10% (含) 的, 分配系数为1.5		对未达标部分为上年产量5%-10% (含) 的, 分配系数为1.5		
	对超过上年产量10%-20% (含) 的, 分配系数为1.75		对未达标部分为上年产量10%-20% (含) 的, 分配系数为1.75		
	对超过上年产量20%以上的, 分配系数为2		对未达标部分为上年产量20%以上的, 分配系数为2		

3. 计算公式

某地 (中央企业) 当年奖补气量=上年开采利用量+ (当年采暖季开采利用量-上年采暖季开采利用量) \*1.5+ (当年开采利用量-上年开采利用量) \*对应的分配系数

某地 (中央企业) 当年补助资金=当年非常规天然气奖补资金总额 / 全国当年奖补气量\*某地 (中央企业) 当年奖补气量

资料来源: 财政部, 国海证券研究所

## 4、盈利预测

考虑到上市公司财务费用的提升和母公司园艺业务受贸易摩擦影响盈利能力的下滑, 下调 2019 年归母净利润预测至 0.73 亿元。预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 16.1 亿元、22.8 亿元、40.7 亿元; 归母净利润分别为 0.73 亿元、3.97 亿元、8.08 亿元; 动态 PE 分别为 63、11、6 倍, 维持“买入”评级。

表 9: 公司盈利预测

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入 (百万元)	339	1612	2281	4072
增长率 (%)	16%	376%	42%	78%
归母净利润 (百万元)	6	73	397	808
增长率 (%)	16%	1198%	445%	104%
摊薄每股收益 (元)	0.09	0.59	3.22	6.56
ROE (%)	0.17%	1.96%	9.05%	14.04%

资料来源: Wind、国海证券研究所

## 5、风险提示

天然气产量不达预期风险;

新井采矿许可证获得时间不确定风险;

天然气价格下跌风险;

公司园艺用品相关业务对业绩的不确定性影响;

公司对标公司间不具有完全可比性, 有关数据仅供参考。

附表：沃施股份盈利预测表

证券代码:	300483.SZ				股价:	36.98	投资评级:	买入	日期:	2020-02-12
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值		2018	2019E	2020E	2021E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	0%	2%	9%	14%	EPS		0.09	0.59	3.22	6.56
毛利率	21%	53%	59%	64%	BVPS		23.37	12.08	14.33	18.92
期间费率	26%	26%	20%	18%	<b>估值</b>					
销售净利率	2%	5%	17%	20%	P/E		405.19	62.56	11.49	5.64
<b>成长能力</b>					P/B		1.58	3.06	2.58	1.95
收入增长率	16%	376%	42%	78%	P/S		6.72	2.83	2.00	1.12
利润增长率	16%	1198%	445%	104%	<b>利润表 (百万元)</b>					
<b>营运能力</b>					<b>营业收入</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	
总资产周转率	0.05	0.19	0.24	0.35	营业收入	339	1612	2281	4072	
应收账款周转率	0.86	0.86	0.86	0.86	营业成本	268	764	941	1474	
存货周转率	5.94	5.94	5.94	5.94	营业税金及附加	2	68	96	171	
<b>偿债能力</b>					销售费用	42	177	171	281	
资产负债率	48%	57%	54%	51%	管理费用	29	129	155	261	
流动比	0.37	0.96	1.15	1.42	财务费用	16	42	30	18	
速动比	0.35	0.91	1.10	1.36	其他费用/(-收入)	63	54	44	34	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>营业利润</b>	<b>40</b>	<b>486</b>	<b>933</b>	<b>1901</b>	
现金及现金等价物	271	713	851	919	营业外净收支	1	(80)	0	0	
应收款项	392	1865	2639	4711	<b>利润总额</b>	<b>41</b>	<b>406</b>	<b>933</b>	<b>1901</b>	
存货净额	45	140	175	277	所得税费用	2	61	140	285	
其他流动资产	50	238	337	602	<b>净利润</b>	<b>40</b>	<b>345</b>	<b>793</b>	<b>1616</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>758</b>	<b>2956</b>	<b>4002</b>	<b>6509</b>	少数股东损益	34	272	397	808	
固定资产	419	830	1038	1179	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6</b>	<b>73</b>	<b>397</b>	<b>808</b>	
在建工程	1097	658	395	184	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
无形资产及其他	2746	2741	2604	2467	<b>经营活动现金流</b>	<b>6</b>	<b>68</b>	<b>854</b>	<b>1311</b>	
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	40	345	793	1616	
<b>资产总计</b>	<b>6455</b>	<b>8620</b>	<b>9473</b>	<b>11774</b>	少数股东权益	34	272	397	808	
短期借款	160	160	160	160	折旧摊销	8	165	192	199	
应付款项	493	1529	1905	3024	公允价值变动	(3)	0	0	0	
预收帐款	1	7	10	18	营运资金变动	(72)	(2797)	(1288)	(3566)	
其他流动负债	1393	1393	1393	1393	<b>投资活动现金流</b>	<b>(504)</b>	<b>28</b>	<b>55</b>	<b>69</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>2048</b>	<b>3089</b>	<b>3468</b>	<b>4595</b>	资本支出	(1419)	28	55	69	
长期借款及应付债券	129	929	729	529	长期投资	0	0	0	0	
其他长期负债	895	895	895	895	其他	914	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>1024</b>	<b>1824</b>	<b>1624</b>	<b>1424</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>939</b>	<b>778</b>	<b>(319)</b>	<b>(442)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>3072</b>	<b>4913</b>	<b>5092</b>	<b>6019</b>	债务融资	229	800	(200)	(200)	
股本	62	123	123	123	权益融资	25	0	0	0	
股东权益	3384	3707	4381	5755	其它	686	(22)	(119)	(242)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6455</b>	<b>8620</b>	<b>9473</b>	<b>11774</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>441</b>	<b>874</b>	<b>590</b>	<b>938</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【机械组介绍】

范益民，上海交通大学工学硕士，5年工控自动化产业经历，4年机械行业研究经验，目前主要负责机械行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

范益民，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

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唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。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。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。