

天然气业务和潜在股权收购因素提升估值空间

投资要点:

- 大股东股权占比不足 10%，具备股权收购的潜在机会
- 公司积极投资天然气产业链中工业用气市场和加气站，未来现金流充沛，盈利可观。
- 传统业务稳步发展，地产业务提供安全边际

报告摘要:

- **公司大股东控股比例只有 9.23%，具备控股权争夺的可能。**公司主营业务以生物、农化为主体，地产和投资为两翼，实际控制人持股比例偏低，二级市场收购控股的成本较低。
- **布局清洁能源，抢占天然气终端市场。**公司从 2011 年开始将天然气业务作为未来发展的主要方向，积极布局天然气终端市场。公司投资方向主要包括工业用气和汽车加气站。投资项目处于将天然气转换为现金的最后一个环节，未来前景看好。大股东投资项目即将见效，对上市公司投资的输气管线将产生盈利示范效应。
- **传统业务稳步发展。**公司兽药及饲料业务竞争优势明显，产品继续保持行业前列，销量稳中有增。农化产业积极开拓市场，通过差异化价格策略、强化品牌形象等手段使产品销量和毛利都有所提高，11 年销售收入较上年增长 46.99%；塑胶产业在行业中地位日趋稳固。
- **公司地产提供足够的安全边际。**公司旗下参股公司在青岛四方区拥有 1830 亩土地可转作商业用地，其中公司占 29.5% 比例；在济南东部全资拥有 93 亩土地可转作商业用地，公司地产部分估值 2.6-3.0 元。
- **盈利预测和估值分析。**暂时不考虑天然气业务，只考虑地产+传统业务，其中地产部分估价 2.6-3.0 元，传统业务预计 12-14 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.29 元和 0.36 元，按 2012 年 35 倍市盈率，传统业务给予估值 8.1 元，合计 10.7-11.1 元，维持“买入”评级。

主要经营指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	2152.5	2288.7	2,712.83	3,006.75	3,352.45
增长率(%)	47.4	6.3	18.5	10.8	11.5
净利润(百万元)	335.5	6.2	162.0	202.5	251.79
增长率(%)	21.5	98.2	2512.3	25.0	24.3
每股收益(元)	0.5	0.01	0.23	0.29	0.36
市盈率	9.9	495	27.8	22.1	17.8

买入调高

目标价格：10.7-11.1 元

申中小市值上市公司研究组

资深分析师：

王风华 (S1180511010001)

电话：010-88085761

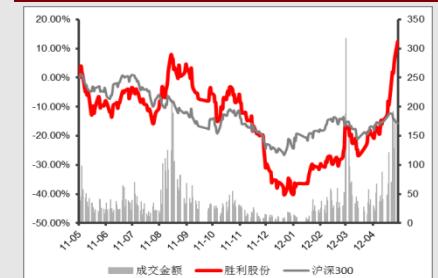
Email: wangfenghua@hysec.com

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085965

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20120331	8684	较高
20111231	8808	较高
20110930	8585	较高

数据来源：港澳资讯

目录

一、公司基本情况	4
(一) 公司简介	4
(二) 公司股东	4
(三) 公司控股、参股子公司	5
二、公司主营业务情况	5
(一) 明星业务：生物制品制造业务	6
1、下游畜牧业总量的蓬勃发展推动兽药与饲料需求的快速增长	6
2、我国当前畜牧业正处于由农户散养向标准化、集约化、规模化养殖方式转变的重要时期。	7
(二) 农药市场低迷状态得到改善	9
(三) 塑胶产业经过多年品牌积淀，在行业中的地位日趋稳固。	9
(四) 石油批发业务为向天然气领域的战略转型创造了有利条件	9
三、布局天然气产业，寻求新的增长点.....	9
(一) 投资天然气产业终端	9
(二) 大股东的运作经验以及与中石油的合作为公司保驾护航	11
(三) 天然气商业化运营的最后转换平台——工业用气和加气站	11
1、天然气消费需求	12
2、天然气供给状况	13
3、输送环节决定消费需求释放速度	13
4、行业改革，约束进一步放开	14
四、公司地产业务提供了股价安全边际.....	14
五、盈利预测与估值	15

插图

图 1: 本公司与第一大股东之间产权方框图	4
图 2: 主营收入结构	6
图 3: 主营利润结构	6
图 4: 我国畜牧业总产值稳步增长	7
图 5: 我国兽药销售规模迅速扩大 (亿元)	8
图 6: 我国饲料销售规模迅速扩大 (亿元)	8
图 7: 我国泰妙菌素产品出口快速增长	8
图 8: 公司参与天然气业务的子公司及参股公司	10
图 9: 2010 年世界能源消费结构	12
图 10: 2010 年中国能源结构图	12
图 11: 各国能源消费量占比	12
图 12: 中国天然气消费总量	12
图 13: 中国天然气工业消费与生活消费增速	13
图 14: 中国天然气消费量与国内天然气产量的缺口	13

表格

表 1: 公司前十名股东的持股情况	4
表 2: 公司旗下参控股公司	5
表 3: 占主营收入 10% 以上的产业或产品情况	6

一、公司基本情况

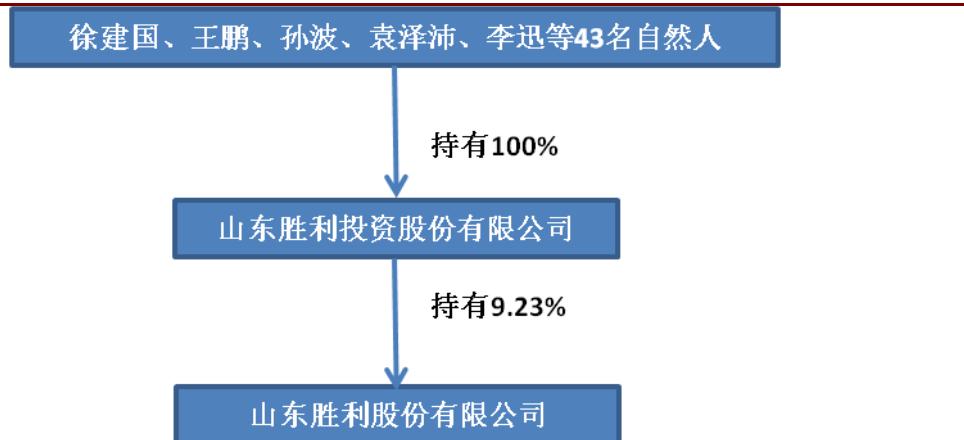
(一) 公司简介

山东胜利股份有限公司总部设在山东省济南市，是由山东省胜利集团公司为发起人，以集团核心企业“山东省胜利物资总公司”的经营性资产折为国家股并以定向募集方式向法人及内部职工募集股份设立的，于1994年5月正式创立。公司于1996年6月19日于深交所上市。

(二) 公司股东

公司目前第一大股东山东胜利投资股份有限公司注册资本11,000万元，成立于2002年7月23日，经营范围为对外投资。王鹏、徐建国、孙波、袁泽沛、李迅等各持股3.18%，为并列第一大股东，王鹏目前同时担任胜利股份的董事长与法定代表人。

图1：本公司与第一大股东之间产权方框图



资料来源：2011年报，宏源证券研究所

表1：公司前十名股东的持股情况

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
山东胜利投资股份有限公司	59,915,447	9.23
中国工商银行-广发大盘成长混合型证券投资基金	12,529,444	1.93
杭州高翔运输有限公司	6,811,932	1.05
甘肃省信托有限责任公司-金石理财(一期)集合资金信托计划	5,045,300	0.78
招商证券股份有限公司客户信用交易担保证券账户	4,816,310	0.74
美克投资集团有限公司	4,063,200	0.63
中国建设银行-广发内需增长灵活配置混合型证券投资基金	3,699,918	0.57
江苏汇鸿国际集团中嘉发展有限公司	3,600,310	0.55
中国工商银行-金鹰主题优势股票型证券投资基金	3,150,497	0.49
江西国际信托股份有限公司资金信托合同(金狮190号)	3,045,638	0.47

资料来源：2012年第一季度报告，宏源证券研究所

(三) 公司控股、参股子公司

由于本公司多元化经营，涉及业务范围较广，因而公司旗下有大量的控股与参股子公司，列示如下：

表 2：公司旗下参控股公司

被参控公司	参股比例(%)	被参控公司注册资本(万元)	被参控公司主营业务
胜邦塑胶管道系统集团有限公司	40		聚乙烯燃气、给水管道和管件
深圳市胜义环保有限公司	16		
陕西华山胜邦塑胶有限公司	51	5800	塑胶管材管件,塑料制品及相关产品研制,生产销等
山东胜宇药业有限公司	100	800	饲料原料,饲料添加剂及许可证范围内兽药等
山东胜利物业管理有限责任公司	100	100	物业管理;餐饮及酒水零售等
山东胜利生物工程有限公司	100	20000	预混剂(黄霉素发酵,盐霉素发酵)及原料药(阿维菌素)等
济南胜利生物工程有限公司	100	6000	主营饲料、饲料添加剂的生产销售及进出口业务。
山东胜利进出口有限公司	100	600	批发兼零售:预包装食品等
山东胜利大酒窖有限公司	100	699	预包装食品销售
山东胜邦塑胶有限公司	100	10000	塑胶产品的生产,研制及销售,塑胶设备生产,研制,销售,租赁及技术服务等
山东胜邦绿野化学有限公司	96.25	24000	农药加工,生产,销售等
山东瑞立博作物保护技术有限公司	100	500	乙草胺,莠去津,草甘膦等
山东陆宇商贸有限公司	100	1000	建材,钢材,机械设备,五金交电及电子产品批发.
青岛胜信滨海置业发展有限公司	62.5	5000	城建开发,项目投资,实业投资等
青岛胜通海岸置业发展有限公司	29.5		参与建设青岛市四方区“欢乐滨海城”项目
青岛胜利石化产品销售有限公司	94	500	批发:汽油,煤油,柴油
青岛胜利美酒汇有限公司	100	100	中型餐馆
济南胜邦绿野国际贸易有限公司	100	100	货物进出口,技术进出口等
东营胜利绿野农药化工有限公司	51	3000	农药,双甘膦及其他精细化工产品的研制,生产,销售.

资料来源：wind 资讯，公司 2011 年报，宏源证券研究所

注：此处尚未考虑公司新成立的天然气业务子公司。

二、公司主营业务情况

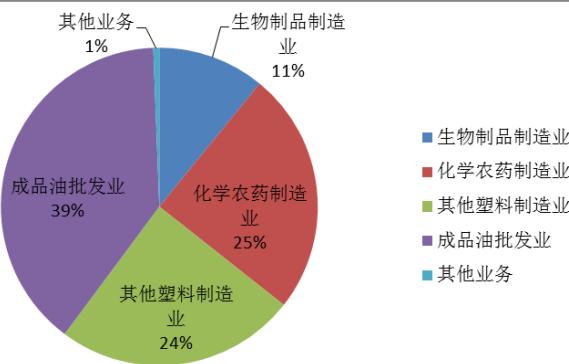
公司从事多元化经营，业务范围比较庞杂，主要涵盖塑胶、农化、贸易和生物制品四大业务。

表3：占主营收入10%以上的产业或产品情况

分类	营业收入 (万元)	营业成本 (万元)	毛利率 (%)	营业收入同比增长 (%)	营业成本同比增长 (%)	毛利率比上年同期增减
生物制品	24,966.86	20,638.77	17.34	8.21	15.26	下降 5.06%
农化	56,543.54	48,827.33	13.65	46.99	39.37	上升 4.72%
塑料	56,262.58	49,242.09	12.48	31.24	32.03	下降 0.53%
成品油批发	89,709.52	88,959.34	0.84	-18.44	-18.66	上升 0.26%

资料来源：wind 资讯，2011 年年度报告，宏源证券研究所

图2：主营收入结构



资料来源：宏源证券，2011 年年度报告

从以上财务数据可以看出，公司盈利能力最强的生物业务在11年盈利能力明显下降，主要原因在于公司人工成本等的上升，而业务收入却没有能够获得同等水平的提高。几块业务中，农药业务的规模有较大幅度的增加，差异化价格策略、强化品牌形象等营销手段初见成效。

(一) 明星业务：生物制品制造业务

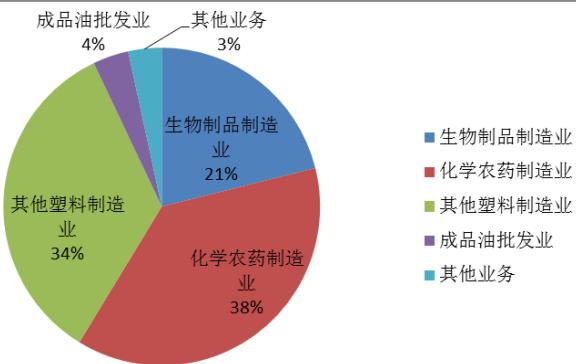
公司生物科技业务相对于其他业务具有更强的盈利能力，毛利率在20%左右，净利润每年可达1-2千万元，但11年由于市场环境变化原因及原材料与人工成本上升的影响，该业务毛利率下滑到17.34%，从而带动整个公司营业利润与净利润下降。即便如此，生物制品业务依然是公司目前最为赚钱的主营业务。

公司生物产业由济宁生物项目和济南生物项目两个生产基地组成，均具备大规模生产能力，其中济宁生物项目运营主体为山东胜利生物工程有限公司，拥有独立法人地位，济南生物项目目前则归属于山东胜利股份有限公司母公司。公司于2012年5月3日发布公告，公司拟以现金方式出资成立全资子公司济南胜利生物工程有限公司，主营饲料、饲料添加剂的生产销售及进出口业务，注册资本为6000万元，一方面可实现对济南生物项目及其资产的规范化、模块化、专业化管理，另一方面有利于公司生物产业战略合作和运营。通过整合，公司“一体两翼”的思路也更为清晰。

1、下游畜牧业总量的蓬勃发展推动兽药与饲料需求的快速增长

我国畜牧业正处于蓬勃发展的阶段。从绝对值上看，其产值从2000年约7393亿元增长到2010年约2万亿元，年复合增长率达10%以上。从相对水平来讲，我国畜牧业产值占农业总产值的比重目前为35%左右，相比发达国家50%以上的比重仍有很大差距，未

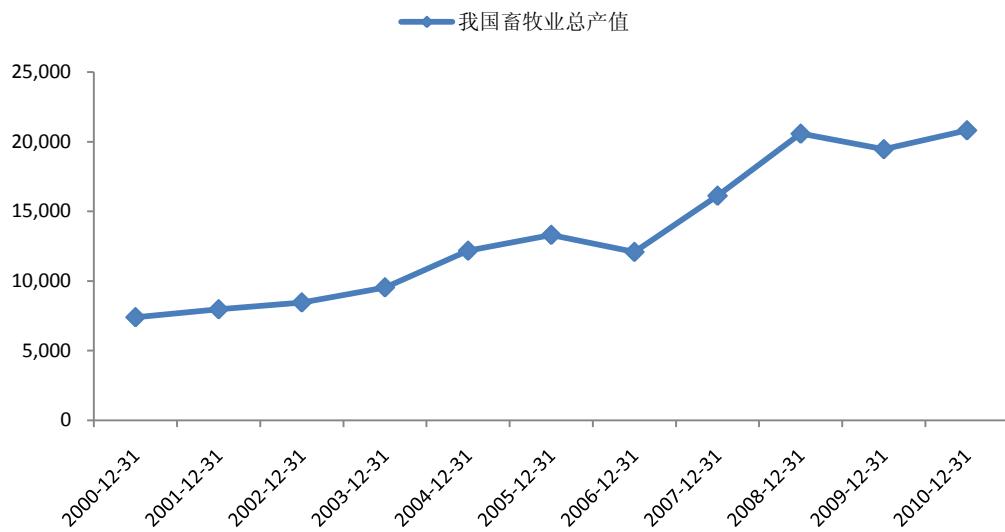
图3：主营利润结构



资料来源：宏源证券，2011 年年度报告

来畜牧业发展仍有很大增长空间。

图 4：我国畜牧业总产值稳步增长

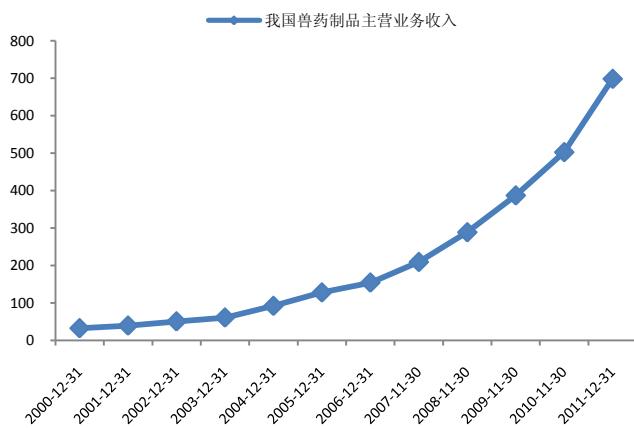


资料来源：维赛特资讯，宏源证券

2、我国当前畜牧业正处于由农户散养向标准化、集约化、规模化养殖方式转变的重要时期。

随着畜牧业产业化经营步伐加快，畜牧业规模化养殖比例将不断提高，整个养殖方式由散养主导向规模化养殖转变。“十二五”期间，我国制定了建设畜牧业强国的国家战略，全国畜禽规模养殖比重提高 10%-15%，存栏 100 头以上奶牛和年出栏 500 头以上生猪规模化养殖占比分别超过 38% 和 50%。规模化养殖比例的逐步提升将极大地促进畜牧业对兽药与饲料的需求。一方面，规模化、集约化养殖，大幅度提高了养殖密度，增加了疫病传染几率，并使疫病的传播速度更快、危害更大，规模化养殖必须通过更加严格的疫苗接种预防和兽药治疗来降低疫病发病率。另一方面，规模化养殖企业更加注重科学饲养方式，更加重视饲料产品的质量、品牌及信誉、服务等综合实力。因此国内兽药与饲料行业的成长性值得期待，国内兽药市场近几年的复合增速达到 30% 左右，2011 年我国一跃超过美国，成为世界第一大饲料生产国，占全球饲料产量比重约 19%。

图 5：我国兽药销售规模迅速扩大（亿元）

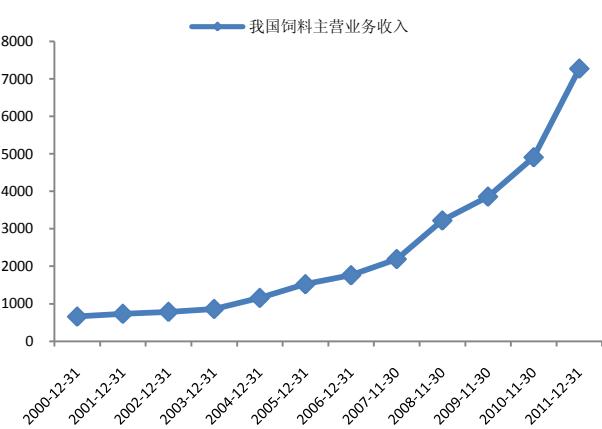


资料来源：维赛特资讯，宏源证券

公司现有泰妙菌素、恩拉霉素、黄霉素、海南霉素、阿维菌素、盐霉素、莫能菌素等产品，出口市场占有率多年稳居全国第一。目前，公司是全球最大的泰妙菌素、黄霉素生产企业。

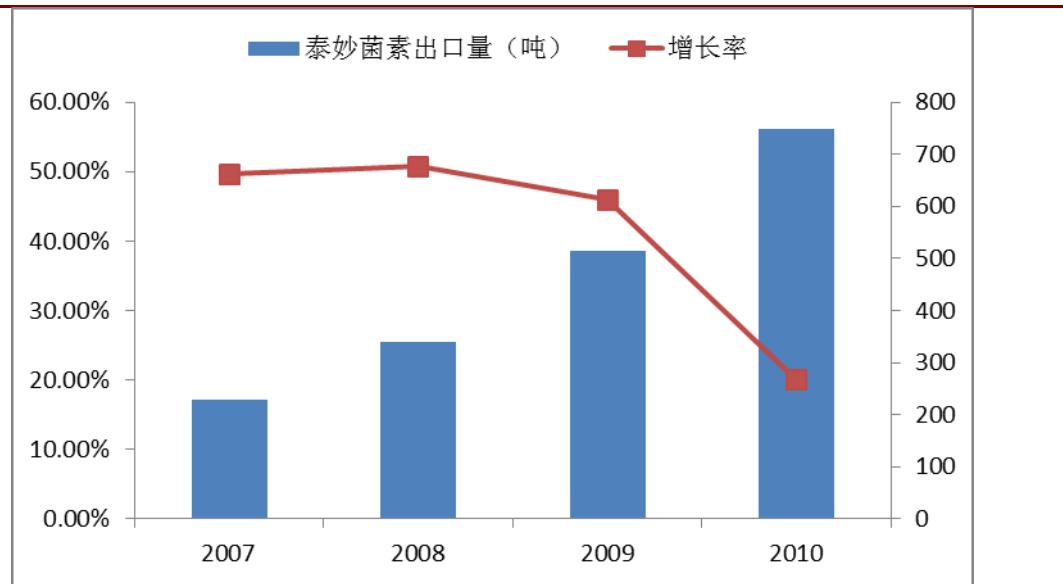
泰妙菌素产品出口占主要份额，最近几年增速很快，目前主要是山东胜利、浙大阳光、升华拜克三大厂家的竞争。经历过前期的激烈竞争使得泰妙菌素价格经历了一段下跌后，已经有部分企业退出了该行业，从而泰妙菌素产品价格已经有所回升，从 11 年上半年大约 35 美元左右上涨到年底的 45 美元/kg 左右，盈利能力有明显提升。在这项产品上公司具有明显的竞争优势。

图 6：我国饲料销售规模迅速扩大（亿元）



资料来源：维赛特资讯，宏源证券

图 7：我国泰妙菌素产品出口快速增长



资料来源：维赛特资讯，宏源证券

黄霉素品种 2011 年底普遍缺货，该品种为磷酸化多糖类抗生素，通过干扰细菌细胞壁肽聚糖的合成从而抑制其繁殖，作为饲料添加剂使用发挥防病和促生长等作用。由于利润太低，像重庆大新等企业现在已经很少生产或者不做该品种了，从而生产者正在减少，而国内外刚性需求始终存在，因此公司议价能力会有所提升。

公司另一款主打产品恩拉霉素目前国内只有浙江海正药业也在生产。2007 年开始该

业务便以年均 40% 的增长率给海正药业带来高额回报。随着规模做大和工艺的改进，恩拉霉素产品的毛利率也在逐年提高。尽管礼来公司的恩拉霉素专利已过期，价格会下降，竞争加剧，但是其生产成本不足 40 元/kg，而市场售价高达 155 元/kg，利润空间比较大，加之恩拉霉素独特的优点，市场需求量快速增加，目前是生产该品种的最佳时机，胜利股份正逢其时，早日占领市场便可获得更大的利润。

(二) 农药市场低迷状态得到改善

随着国家继续出台积极政策促进三农发展，农药市场低迷状态得到改善。公司氯化钾产能完成大幅扩张，从 1 万吨产能扩张到 2 万吨。公司在此块业务上的主要优势在于销售渠道，有 100 多人的成熟销售队伍。公司积极开拓市场，提升营销能力，通过差异化价格策略、强化品牌形象等手段使产品销量和毛利均有所提高，2011 年实现营业收入 56,543.54 万元，较上年同期增长 46.99%，营业成本 48,827.33 万元，毛利率 13.65%，较上年上升 4.72 个百分点。由于农民客户都重视自身信用，因而农药业务回款率高达 98-99%，基本不存在违约风险。

(三) 塑胶产业经过多年品牌积淀，在行业中的地位日趋稳固。

公司塑胶业务拥有东营、西安两大生产基地，全面引进了德国和奥地利先进的生产设备，可生产 φ20mm - φ800mm 的各种规格的管材及管件，具备 4 万吨/年的生产能力。目前公司塑胶产业在燃气领域继续积极进行着市场开拓，产品销售已覆盖全国。公司拥有优质的客户群，与国内知名的各大燃气集团及燃气投资商有着长期稳定的合作关系。同时，公司积极开发水管市场与出口业务，实现了业务上的突破。中央一号文件把水利建设上升为国家战略高度，为公司塑胶产业带来新的机遇。

(四) 石油批发业务为向天然气领域的战略转型创造了有利条件

公司同时经营石化产品和燃料油的进出口业务，是中石油和中石化在青岛地区的重要合作伙伴，在成品油批发市场具有较强的区域影响力。尽管这块业务能够提供的利润只有区区数百万，但是通过这块业务的长期运作，公司巩固了与两大石油巨头中石油和中石化的合作关系，为后来和中石油等公司合资进入天然气领域奠定了合作的基础；与此同时，公司也积累了能源行业相关的资质和运营能力。

三、布局天然气产业，寻求新的增长点

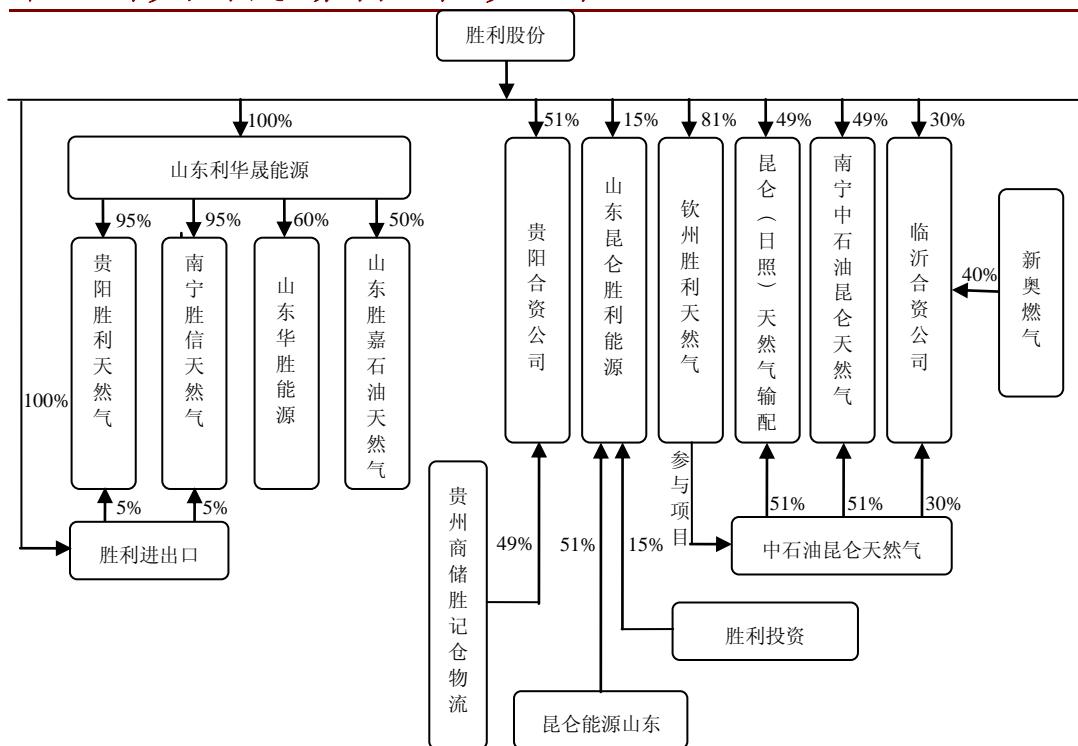
(一) 投资天然气产业终端

按照国家“十二五”规划导向，一方面国家节能减排要求将使天然气等清洁能源的市场需求大幅增加，同时低碳环保导向逐步提高社会对清洁能源的认知，各级政府相继提供配套政策支持，清洁能源领域存在着较好的投资机会和良好的发展前景。公司开始探索和致力于在低碳环保、清洁能源领域有所作为。公司新增多个天然气产业终端投资项目，主

要涉及工业用气和汽车加气站，未来前景值得看好。

按所运营的天然气业务的不同，将其子公司与分公司分为以下几类：1、天然气管道输送与批发业务（日照）；2、LNG 生产调峰储存工厂（济宁兗州）；3、天然气汽车的加气业务（南宁、临沂、济宁、济南）；4、以工业用气、汽车燃气为主的天然气终端综合利用项目（钦州、贵阳）。公司主要投资情况如下

图 8：公司参与天然气业务的子公司及参股公司



资料来源：公司公告，宏源证券

1) 山东利华晟能源有限公司，享有该公司 100%权益，为本公司对外投资天然气业务的投资主体，致力于在全国范围内开展天然气综合业务。

2) 山东利华晟汽车销售有限公司，享有该公司 100%权益，主要经营范围为投资，汽车销售及服务等。

3) 贵州利华晟能源有限公司，占该公司 51%股权，由胜利股份和贵州商储胜记仓储物流有限公司发起设立，主营 LNG、CNG 项目，目前正在贵阳开展调研和项目推进工作。

4) 山东昆仑胜利能源有限公司，享有该合资公司 15%股权，由胜利股份、昆仑能源（山东）有限公司、山东中广投资有限公司及青岛润昊天然气有限公司发起设立。该公司主要以山东为中心，推广、开发、经营液化天然气（LNG）加气站和其他天然气项目。目前该公司已和山东省交通运输厅公路局签订项目合作协议，从事山东省高速公路沿线服务区内的 LNG 加气站建设和运营，以及其他领域的 LNG 运营。

5) 中石油昆仑（日照）天然气输配有限公司，享有该公司 49%股权，该公司主要经营范围为天然气输配项目的建设，目前在建项目为团林-东港天然气输气管道工程，长 60.4 公里，设计能力 4.0 亿立方米/年，未来主要为山东东部及南部沿海地区双向供应天然气。目前，该工程约完成工程总量的 80%。

6) 临沂中孚天然气开发利用有限公司，享有该公司 30%股权，主要经营范围为燃气

供应、压缩天然气、汽车加气、压力容器改装业务及天然气其它应用运营业务。该项目收益稳定，市场增量广阔，有利于实现公司在山东鲁南市场的战略布局，并与日照输配项目形成上下游市场的协同优势。

7) 南宁胜信天然气利用有限公司，享有该公司 100%权益，主营业务为压缩天然气项目建设、开发、利用等。目前已完成南宁及周边地区的市场调研，计划 2012 年上半年开工建设 CNG 母站，建设周期一年。

8) 钦州胜利天然气利用有限公司，享有该公司 81%股权。该公司拟在钦州开展以工业用气、汽车用气为主的天然气综合利用业务，先期规划在钦州建设天然气门站、输气管道及天然气综合利用等业务。

9) 山东华胜能源有限公司，胜利股份全资子公司山东利华晟能源有限公司占该公司 60%股权，该公司拟在山东省兗州市建设液化天然气 (LNG) 生产调峰储存工厂一座，预计 2013 年建设完成。

10) 山东胜嘉石油天然气有限公司，由全资子公司山东利华晟能源有限公司出资 500 万元，占该公司 50%股权，主要业务为经营加油加气站业务，目前该公司正在筹建中。

11) 贵阳胜利天然气利用有限公司，由公司全资子公司山东利华晟能源有限公司与山东胜利进出口有限公司共同出资，胜利股份享有该公司 100%权益，该公司拟在贵阳市开展压缩天然气、液化天然气、天然气管网的开发及投资；能源相关设备安装、技术服务与咨询；天然气设备的采购及销售；从事货物、技术进出口业务，目前该公司正在筹建中。

随着公司投资天然气领域的业务开展步伐加快，投资力度加大将对公司未来业绩产生一定影响，此外公司在未来对资金需求将有所增加，除利用自有资金外，还将通过多种融资渠道获取公司发展所需资金。预计未来公司财务费用也将进一步增加。

(二) 大股东的运作经验以及与中石油的合作为公司保驾护航

大股东胜利投资股份有限公司在加气站业务和天然气管道运输与批发业务方面做过一些尝试，这些都为胜利股份在天然气领域的顺利经营提供了一些经验与借鉴。胜利投资与昆仑能源在青岛合作建了 8 个加气子站、两个天然气母站以及储备气库，这项工程成为中石油系统内的标杆，打下了很好的合作基础。大股东与中石油合资建设从德州到聊城地区茌平县 45 公里的天然气管线计划在今年 6 月底建成投产。这条线是从中石油北京到德州主管线引出的分支管线，是次高压管道输送线，天然气的销售对象是茌平的大工业企业。据了解山东信德铝业生产基地在茌平，年产氧化铝、电解铝居全国前列。

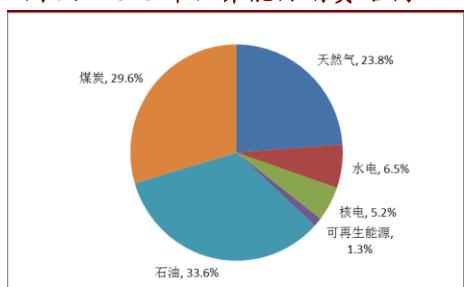
公司长期以来与中石油的成功合作亦有利于公司未来在天然气领域的发展。此次与中石油的合作，主要源于中石油在天然气管道建设以及气源方面的优势。在胜利股份关于昆仑胜利的公告中，明确提到昆仑能源在合资公司中的职责包括向合资公司提供先进技术、管理经验和市场信息；免费向合资公司提供商标使用权，联系并优先确保合资公司稳定供气所需气源指标，并保证气源的供应等等。公司公告的从日照到临沂的天然气运输管线长 60.4 公里，公司与中石油下属公司合资建设。我们认为，公司大股东与中石油合资成功运作茌平管线后将获得新的盈利模式，将对公司未来的盈利方向提供新的经验。

(三) 天然气商业化运营的最后转换平台——工业用气和加气站

1、天然气消费需求

天然气是全球重要的基础能源之一，具有热值高、便利、清洁和安全的突出特点。2010年，天然气消费量占全球能源消费量比重为29.6%，略低于煤炭消费比重。如果各国加大节能减排力度，预计未来天然气占能源消费的比重将会进一步提升，将成为第二大能源消费品种。而中国当下能源消费结构以煤炭为主，由于低效率和高污染，明显不符合科学发展的要求，在环境和资源的双重约束下亟须改善。中国政府计划到2015年天然气占一次能源消费的比例将提高到7-8%，2015年消费量将有望达到2,300亿立方米以上，保持年均约18%复合增速。

图 9：2010 年世界能源消费结构



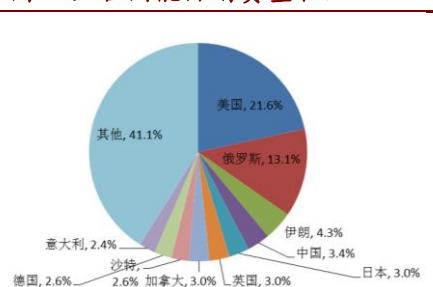
资料来源：BP，宏源证券

图 10：2010 年中国能源结构图



资料来源：BP，宏源证券

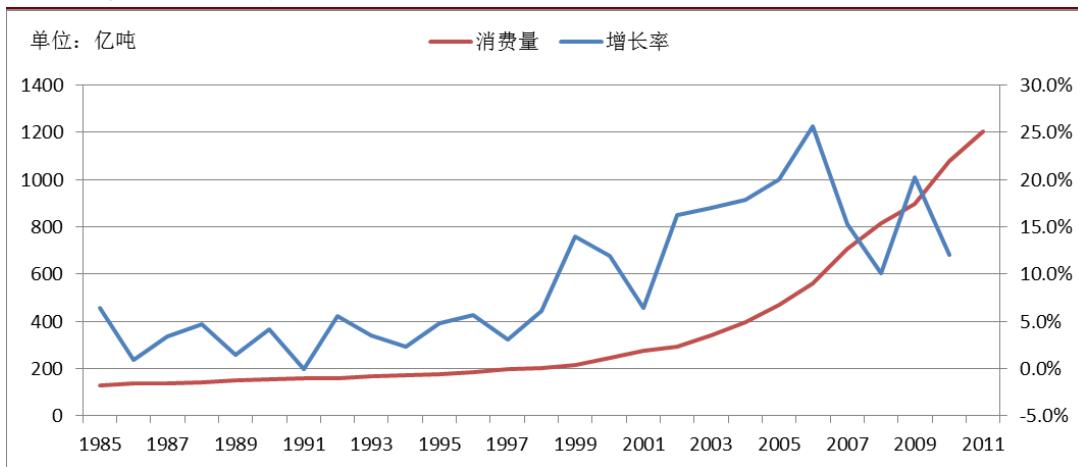
图 11：各国能源消费量占比



资料来源：BP，宏源证券

从图11中可以看到，中国天然气行业的绝对量消费在全球已经排到第四位，2011年中国天然气消费量超过1200亿立方米，同比增幅12%。

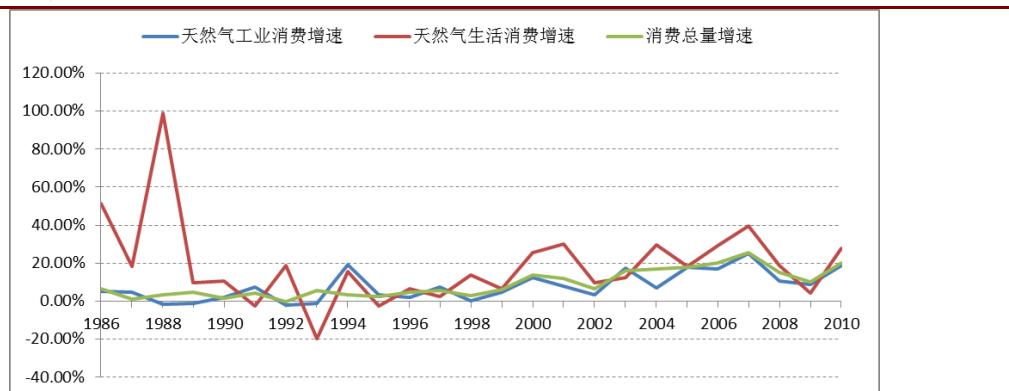
图 12：中国天然气消费总量



资料来源：CEIC，宏源证券

其中，工业消费的相对稳定的增长提供了主要动力。工业用天然气的发展是中国经济结构调整的表现，潜力巨大，同时也是改革的攻坚重点之一。随着天然气管网的延伸，以及供气量的不断增加，天然气在工业领域的应用将不断扩大。与此同时，生活用天然气消费快速增加。中国城镇化的加速发展以及全国气化高潮的出现为天然气消费提供了最主要的增长点。中国目前城镇化率在50%左右，每年以近1%的速度增长，预计2015年中国城镇化率可达到55%，这将带动居民和商业用户的天然气消费。

公司介入天然气下游时间较短，在工业管输用气、家庭生活用气和加气站三个领域不可能全部进入，多数城市已经有专业公司从事家庭生活用气的管道输送。公司只能参与特定需求公司的工业管输用气和部分城市的加气站建设，通过和中石油的合作，赚取管道建设和输送利益以及批零差价。

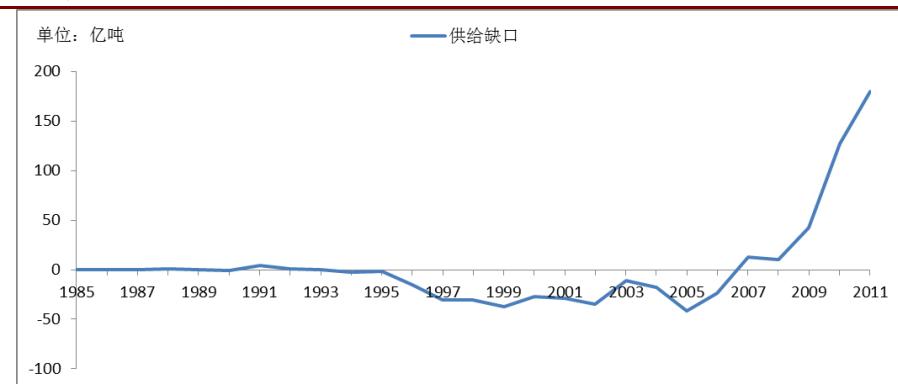
图 13: 中国天然气工业消费与生活消费增速


资料来源: CEIC、宏源证券

天然气汽车的快速发展将成为天然气消费增长的主要动力之一。汽车尾气已成为城市空气污染的主要来源，而天然气汽车的排放比普通汽柴油车的综合排放污染低约 85%，其中碳氧减少约 97%，碳氢减少 70-80%，氮氧化物减少 30-40%，颗粒悬浮物减少 40%，噪音减少约 40%，并且天然气汽车不会产生硫、铅、苯等有害有毒物质。天然气汽车主要使用 CNG 和 LNG 作为燃料，在同等里程下，CNG 和 LNG 价格至少比汽柴油价格低 30% 以上。尤其是 LNG 作为燃料，采用绝热常压储，安全性较好，储存量较大，公交车储气规模一般为 100-200 立方米，续驶里程可达 400-800 千米。因此 LNG 十分适合长途汽车和重型车的需要。2006 年，国家启动了“节能与新能源汽车”高科技计划，中国天然气汽车进入了快速发展期，我国天然气汽车保有量目前已超过 100 万辆。2009 年以来，我国 LNG 燃料客车和重卡得到了快速的发展。新疆、山西和内蒙古等地的 LNG 重卡以及四川、重庆、乌鲁木齐、江苏、浙江等地的 LNG 客车得到了大力的推广和应用，技术已经成熟，许多车企和发动机生产企业都相继进入了 LNG 整车和相关设备的生产领域。LNG、CNG 汽车的快速发展也为上游加气站提供了广阔的市场空间，同时也对加气站的数目和加气站的加气能力提出了更高的要求。

2、天然气供给状况

自 07 年以来，我国对进口天然气的需求急剧增加，对我国能源安全提出了严峻的挑战。

图 14: 中国天然气消费量与国内天然气产量的缺口


资料来源: CEIC、宏源证券

3、输送环节决定消费需求释放速度

事实上，当前中国的天然气潜在消费需求发展速度远大于目前天然气的供给增长情况。制约天然气潜在消费转化为真实消费的“气源不足”，是在我国之前管网建设和 LNG 终端

建设等基础设施建设不足制约下的有效供应不足。截至 2011 年 12 月底，中石油在役油气长输管道达到 5.4 万公里，比 2010 年翻了一番，天然气长输管道为 3.28 万公里，占全国的 80%。2011 年 6 月 30 日，西气东输二线东段投产，中亚-西气东输二线干线全线贯通。2011 年 11 月 21 日，广东省天然气主干管网首次接收西气东输二线的天然气，广东天然气管网成为国内首张由三大石油公司共同参股的省级天然气主干管网。2011 年 12 月，国内首条建成的煤层气输送管道“通豫管道”投产，该管道北起山西沁水县端氏镇，南至河南省博爱县，全长 98.2 公里。2011 年，中石油如东和大连 LNG 接收站投运，打破了中海油在海上 LNG 资源一家独大的局面。输送问题的解决倒逼我国的气源格局多元化，有效促进了潜在消费需求的释放。

4、行业改革，约束进一步放开

针对天然气定价和省级管网投资运营的双重改革，无疑是给整个天然气行业的一针强心剂。本次定价机制改革，引入了竞争性能源热值比价，基本上确立了国内天然气价格向油品销售价格靠拢的趋势，全国平均门站价格可望长期上升，长期利好天然气上游生产商和进口商。煤层气、页岩气和煤制气等非常规天然气出厂价格实行市场化机制，有利于加快勘探开发和生产力度，民营勘探开发公司、煤制气企业、以及天然气相关的油田技术服务和设备公司将受益。从长期看，市场化的价格才能让市场的手段推动整个行业的健康高速发展。

而省级管网改革在打破垄断的同时，引入管网集中运营、开放使用及多元投资等新机制，可能加快地方各级分支管网建设；在激发地方需求的同时，为城市燃气公司和管道焊接生产企业带来新一轮快速发展机会。中国天然气管网，不论是长输管线、省级管网还是城市管道，都有巨大的缺口和增长潜力，总输气长度存在倍增的可能。

四、公司地产业务提供了股价安全边际

公司在山东地区有两块地产，一块在青岛四方区，另一块土地在济南东部，这两块地产也是公司目前最值钱的两块资产，未来转作商业用地出售后所得利润将为公司股价提供支撑。公司参股 29.5% 的青岛四方欢乐滨海城目前在青岛四方区拥有 1830 亩土地，该土地均为临海的狭长景观带。公司获得土地时其性质为工业用地，购入价格为 20-30 万每亩，转作商业用地后将达到 300 万每亩以上。根据公司与政府的协议，土地拍卖时评估价的 50%-90% 返还给公司。另一块公司全资所有的土地位于济南东部，占地 93 亩。公司以 100 万每亩的价格获得这片土地，转作商业用地后将达到 500 万每亩以上。根据公司与政府的协议，土地拍卖时评估价的 60% 返还给公司。

一旦两块土地被收储，青岛胜通海岸置业发展有限公司可以获得的净利润为 10.87-19.56 亿元，胜利股份可以获得的权益净利润为 3.21-5.77 亿元；济南东部地产可以获得的净利润为 1.09 亿元。两部分地产合计可贡献净利润 4.29-6.86 亿元，按股本 6.49 亿股计算，可以贡献约 0.7-1.1 元每股，加上公司本身每股净资产 1.9 元（根据 11 年年报），整体而言公司地产业务部分估值为 2.6-3.0 元。

五、盈利预测与估值

天然气业务短期内不会给公司利润带来明显的影响，所以暂时不考虑天然气业务，只考虑地产+传统业务，其中地产部分估价 2.6-3.0 元，传统业务预计 12-14 年的 EPS 分别为 0.23 元、0.29 元和 0.36 元，按 2012 年 35 倍市盈率（考虑到公司股权分散，有一定的股权之争潜在因素），传统业务给予估价 8.1 元，合计 10.7-11.1 元，我们维持“买入”投资评级，调高目标价到 10.7—11.1 元。

利润表

项目 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E	项目 (百万元)	2011E	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	2,289	2,713	3,007	3,352	货币资金	472	488	541	603
减：营业成本	2,084	2,446	2,697	2,993	应收票据	55	41	46	51
营业税金及附加	3	3	3	4	应收账款	265	314	348	388
销售费用	63	74	82	92	预付账款	149	177	196	218
管理费用	74	88	97	109	其他应收款	26	34	38	43
财务费用	94	15	12	7	存货	436	512	565	626
资产减值损失	0	36	36	36	其他流动资产	10	0	0	0
加：投资收益	16	50	50	50	流动资产合计	1,413	1,566	1,733	1,929
二、营业利润	(27)	100	128	163	长期股权投资	588	588	588	588
加：营业外收支净额	4	12	12	12	固定资产	754	691	626	559
三、利润总额	3	113	141	175	在建工程	27	37	47	57
减：所得税费用	(4)	(49)	(62)	(77)	无形资产	158	127	95	63
四、净利润	6	162	203	252	其他非流动资产	193	235	277	319
归属于母公司的利润	7	150	187	233	非流动资产合计	1,721	1,678	1,633	1,587
五、基本每股收益 (元	0.01	0.23	0.29	0.36	资产总计	3,134	3,244	3,366	3,516

主要财务指标

项目 (百万元)	2011E	2012E	2013E	2014E					
EV/EBITDA	30.6	25.7	21.4		短期借款	731	754	603	365
成长能力:					应付票据	558	655	722	801
营业收入同比	6.3%	18.5%	10.8%	11.5%	应付账款	127	149	164	182
营业利润同比	-108.7%	-475.6%	28.1%	26.7%	预收账款	23	26	26	26
净利润同比	-98.1%	2501.3%	25.0%	24.3%	流动负债合计	1,713	1,572	1,504	1,363
营运能力:					其他应付款	0	0	0	0
应收账款周转率	8.92	9.38	9.09	9.12	应交税费	(11)	(11)	(11)	(11)
存货周转率	4.43	5.16	5.01	5.03	其他流动负债	287	0	0	0
总资产周转率	0.73	0.85	0.91	0.97	流动负债合计	1,731	1,644	1,527	1,390
盈利能力与收益质量:					长期借款	4	54	3	3
毛利率	9.0%	9.8%	10.3%	10.7%	其他非流动负债	13	17	20	24
净利率	0.3%	5.5%	6.2%	7.0%	非流动负债合计	1,731	1,644	1,527	1,390
总资产净利率ROA	0.2%	4.6%	5.6%	6.6%	负债合计	1,731	1,644	1,527	1,390
净资产收益率ROE	0.5%	9.6%	10.6%	11.6%	股本	649	649	649	649
资本结构与偿债能力:					资本公积	11	11	11	11
流动比率	0.82	1.00	1.15	1.42	留存收益	570	720	907	1,140
资产负债率	55.2%	50.7%	45.4%	39.5%	所有者权益合计	1,402	1,564	1,766	2,018
长期借款/总负债	0.3%	3.3%	0.2%	0.2%	负债和股东权益合计	3,134	3,207	3,293	3,408

资料来源：公司公告、宏源证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2011E	2012E	2013E	2014E					
经营活动现金流量	121	(30)	278	319	现金流量表				
投资活动现金流量	84	(15)	(15)	(15)	投资活动现金流量				
筹资活动现金流量	(65)	61	(210)	(241)	筹资活动现金流量				
现金及等价物净增加	0	16	53	62	现金及等价物净增加				

分析师简介:

王凤华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、资深研究员，中国人民大学硕士研究生，14年从业经历，曾在多家券商任职，曾任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职，2010年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖：宏观策略研究、区域经济主题、能源新能源行业、煤炭电力行业、战略性新兴产业、投资组合、主题投资专题研究、中小市值上市公司研究、纺织服装行业研究、轻工行业研究等。

主要研究覆盖公司：围海股份、金陵药业、积成电子、三元达、银河磁体、中福实业、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、德力股份、富安娜、航民股份、报喜鸟、九牧王、七匹狼、首商股份等。

吴洋: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究员，中国人民银行研究生部金融学硕士，3年行业研究经验。主要研究覆盖医药行业、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

华北 区域	郭振举	牟晓凤	李倩	王燕妮
	010-88085798	010-88085111	010-88083561	010-88085993
	guozhenju@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	liqian@hysec.com	wangyanni@hysec.com
华东 区域	张珺	赵佳	奚曦	孙利群
	010-88085978	010-88085291	021-51782067	010-88085756
	zhangjun3@hysec.com	zhaojia@hysec.com	xixi@hysec.com	sunliqun@hysec.com
华南 区域	贾浩森	孙婉莹	罗云	李岚
	010-88085279	0755-82934785	010-88085760	021-51782236
	jiahaosen@hysec.com	sunwanying@hysec.com	luoyun@hysec.com	lilan@hysec.com
QFII	方芳	胡玉峰		
	010-88085842	010-88085843		
	fangfang@hysec.com	huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。