

2013 年 10 月 30 日



升达林业 (002259.SZ) 燃气水务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

林涿
联系人
(8621)60893125
linlu@gjzq.com.cn

赵乾明
分析师 SAC 执业编号: S1130511030017
(8621)61038263
zhaoqm@gjzq.com.cn

股票分析组 (中小市值研究&海外研究)

全面转型迈出坚实一步

事件

升达林业于 10 月 29 日发布了一系列与其转型相关公告: 1、公司与贵州镇远县政府、中弘能源等共同签订《镇远县年产 40 万吨清洁能源项目投资合同书》。2、公司收购小金中海燃气 100% 股权。3、公司拟设立两个子公司, 推进在丹巴县和黑水县的天然气气化活动。

我们的点评与分析

贵州 LNG 项目是公司全面转型坚实一步, 市场前景乐观

- 此前市场一直对升达林业的转型计划心存疑虑, 此次公告的贵州 LNG 项目正是公司打消疑虑, 迈出全面转型的坚实一步。
 - 此次《镇远县年产 40 万吨清洁能源项目投资合同书》有三方共同签订, 其中镇远县政府负责土地、税收优惠等, 公司的全资子公司中弘达负责全面的建设运营, 而中弘能源则负责解决 200 万方/日天然气用气指标和供气量并承担违约责任。
 - 我们认为这次公告是公司打消资本市场对其气源、投资等疑虑, 在向天然气产业全面转型的道路上走出的坚实一步。
- 贵州是我国最为缺气的省份, 此前天然气产业完全受到压制。
 - 贵州是我国最为缺气的省份, 在中缅线之前, 当地并无管道天然气, 只有少量的管道煤气以及 LPG 等。而且其周边省份除了四川产气外, 基本都不生产天然气。但是川气大部分通过川气东送管道外输, 剩余天然气仅能够勉强满足其川内的用气需求。
 - 当地的 LNG 产业也极其落后, 并没有真正可查的 LNG 液化工厂。而周边重庆、广西、云南等地区除了重庆民生 (8 万方/日)、曲靖麒麟 (8 万方/日)、曲靖华鑫 (10 万方/日) 三个 LNG 液化工厂外, 再无相对大型的 LNG 液化工厂。
 - 因此, 贵州的天然气产业完全受到压制, 无论是民用、工商业还是车用。
- 中缅气的贯通给当地天然气产业的发展带来历史机遇, 而公司将是最早一批进行布局抢占市场份额的企业。
 - 中缅管线从缅甸皎漂港发出, 从云南瑞丽进入中国, 在贵州安顺实现天然气分离, 然后天然气管道将南下到达广西。

图表1: 中缅天然气管道

来源: 国金证券研究所

- 中缅管线设计输气量 120 亿方, 今年 10 月份正式通气, 我们估计将通过 15 个月左右的爬坡阶段, 逐渐达到设计的供气量。
- 这将给当地的天然气产业发展带来历史性机遇。而公司敏略的战略眼光, 提前的布局准备, 将使得在未来“气化贵州”的浪潮中获得先机。
- 虽然不清楚公司签订的具体气价, 但根据我们简单估算, 该项目面临的竞争对手较少, 盈利前景较为可观。
- 考虑到目前贵州并没有 LNG 液化工厂的现实, 我们认为未来 LNG 车用在贵州发展潜力巨大。而公司 200 万方/日的产能仅需要 14000 辆左右的车就可以消化, 因此我们对该项目的盈利前景保持乐观。
- 虽然不清楚公司与中缅线签订的相关进气价格, 但参照中亚线的平均到岸价 2.2 元/方, 再加上液化成本约在 0.5 元/方, 加上加气站运营成本 0.26 元/方, 那么整体成本不超过 3 元/方。若按照 LNG 价格与当地柴油价格保持 35% 的折价, 那么 LNG 售价约在 4.5 元/方。其中 1.5 元的价差将由液化工厂和加气站环节共同分享。

公司转型战略正在有条不紊推进中

- 公司通过控股四川中海切入新能源液化天然气行业后, 其全面转型的战略正在有条不紊的推进中。
- 根据“建设上游 (LNG 工厂)-中游 (LNG 物流)-下游 (居民、工业、商业使用 LNG 的分销) 产业链”的发展战略, 公司正在积极推进中海燃气的终端建设工作。
- 除了上文所述的投资 LNG 工厂外, 公司还一并公告了 a) 拟在四川省甘孜州丹巴县及阿坝州黑水县投资设立全资子公司, 分别推进当地的管道燃气输配工程的建设, 实现丹巴及黑水的气化。b) 收购小金中海燃气推进小金县的城镇燃气项目。
- 我们认为公司的全面转型战略正在有条不紊的推进中。

看好升达林业目前价位的投资价值

- 我们根据公司未来的成长空间和市值角度判断, 给予公司目标价 10-12 元。
- 公司规划到 2015 年投产年处理能力 6-9 亿方的 LNG 工厂, 即使考虑上游涨价, 我们认为 2-4 亿利润可期, 给予 30 亿市值, 对应升达 20 亿市值。
- 公司下游燃气分销业务预计 15 年的净利润为 2.7 亿元, 按照 15 年 20 倍 PE 计算, 市值约为 54 亿, 对应升达 30 亿市值。

- 现有业务按照最新每股净资产 1.27 元算，股价目标 9.98 元，如果考虑未来新增燃气分销和 LNG 项目的可能性，给予 20%左右的溢价，目标价 10-12 元。

投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%;
中性: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-83831378
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-83830558
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7BD