

联华合纤(600617.SH) 燃气水务行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

邬煜

分析师 SAC 执业编号: S1130513100002
(8621)60230219
wuyu@gjzq.com.cn

晋天然气价值被错杀, 维持买入

事件: 公司摘帽复牌后股价大幅下跌, 被错杀概率大

- 今日, 公司摘帽复牌, A股和B股最终都跌停, 我们在审视了之前的推荐逻辑以及公司基本面的情况后, 认为并没有基本面的因素导致公司股价大幅下跌, 判断市场错杀概率大, 目前价位仍维持之前的买入建议。
- 以下点评我们将分别从行业、公司和估值角度来阐述公司目前股价被低估。

我们的点评与分析

行业层面: 雾霾倒逼能源结构调整, 气化山西空间大

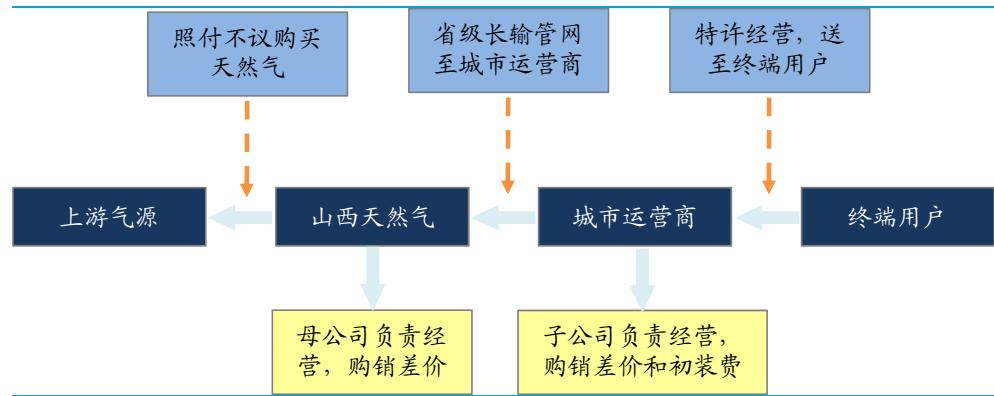
- “十二五”以及“十三五”期间, 在气化山西能源战略的强劲推动下, 以及环华北地区雾霾围城倒逼能源结构调整背景下, 我们认为山西省天然气发展空间大, 而考虑到目前山西省天然气占一次能源消费比例仍然非常低, 我们认为未来提升的空间大、弹性足。
- 结合山西省“十二五”产业振兴与调整规划, 重点支持汽车、装备制造、冶金深加工、食品、新兴材料等行业的能源需求, 规划目标如下, 虽然该规划目标在2015年实现偏乐观, 但是我们认为至少说明了一点, 气化山西的天花板高。
 - 全省“四气”供气总量达到150亿立方米; 其中, 天然气60亿立方米、煤层气46亿立方米、煤制天然气40亿立方米、焦炉煤气制甲烷气4亿立方米。
 - 总利用量达到90亿立方米; 其中, 天然气60亿立方米、煤层气16亿立方米、煤制天然气10亿立方米、焦炉煤气制甲烷气4亿立方米。
 - 按照该规划目标, 并且参考目前山西省天然气销售量情况, 我们认为“十二五”期间山西省天然气发展空间大: **目前山西省天然气销售量约为20多亿方, 总利用量若达到规划的90亿方, 则供气量将提升3倍多, 天花板高、弹性足。**
- 从公司气源供给来看, 未来将建成以中石油陕京线系统、西气东输管道为主供气源, 煤层气、中石化榆济线为补充气源, 煤制天然气、焦炉气提纯甲烷为备用气源的多点供应格局, 能够满足当地快速增长的消费需求。
 - 目前山西天然气的气源主要有天然气、煤层气、焦炉煤气制天然气和煤制天然气等。
 - 1) **天然气气源:** 已经取得了在陕京一、二、三线和西气东输的10多个分输开口(灵丘、神池、应县、静乐、岚县、阳曲、盂县、蒲县、临汾、沁水), 覆盖山西全境。
 - 2) **煤层气气源:** 山西天然气与省内主要煤层气生产企业, 如晋煤集团、中石油煤层气有限责任公司、中石油华北油田分公司、中联煤等都已达成了气源供应协议, 已引入沁水、长治、寿阳、昔阳、保德、临县、永和、大宁、古交等省内主要煤层气区块气源。
 - 3) **焦炉煤气制天然气:** 扣除炼焦加热自用煤气量外, 山西省焦炉煤气年产量达180亿方, 可制天然气超过70亿方; 目前山西省内已有多项焦炉煤气制天然气项目开工建设, 其中古县国新正泰焦炉煤气合成甲烷项目设计年产天然气1亿方, 该项目正在加紧建设。

- 4) **煤制天然气**: 山西、内蒙等地的煤制天然气项目正在加快推进, 其中中国海洋石油集团将在山西大同、内蒙鄂尔多斯等地开工建设年产 100 亿方煤制天然气项目, 该项目外输管道途径山西, 可为山西天然气未来的市场发展提供充足的气源保障。
- **定量**: 目前截至 2015 年, 我们测算可供给山西省的天然气气量 45-55 亿方、煤层气落实可利用 7 亿方以上、焦炉煤气制备天然气 2 亿方, 气源保障能够满足需求的释放。
 - 1) **天然气**: 目前, 山西天然气与中石油签署二十年照付不议供气合同, 共为山西天然气开设 9 个分输口, 落实陕京管道系统气源 35 亿立方米/年, 落实西气东输一线气源 15 亿立方米/年, 落实应张线气源 5 亿立方米/年; 另外, 中石化榆济线共为山西天然气预留了 3 个分输口, 能充分满足山西省未来用气需求; **可供山西天然气的天然气气量 2015 年为 45 亿立方米-55 亿立方米, 2017 年 55 亿立方米-65 亿立方米**。
 - 2) **煤层气**: 公司正积极与中联煤、晋煤、阳煤、中石油煤层气等煤层气生产企业加大合作力度, 预计至 2015 年, 寿阳、沁水、宁武、临县、昔阳、古交等地已落实可供利用的煤层气在 7 亿方以上, 可获取的资源量为 8 亿方左右, 合计 15 亿方。
 - 3) **焦炉煤气制甲烷气**: 根据公司整体部署, “十二五”期间, 拟建设临汾、晋中地区焦炉煤气合成甲烷 (SNG) 项目, 到 2015 年形成 2 亿方/年的产能。

公司层面: 成长确定性高

- 山西天然气是以国家级天然气资源为依托, 从事山西省内天然气资源项目的勘探、开发利用, 负责全省长输管网的规划建设和经营管理, 承担着全省各市和省级天然气干线沿途县(市、区)的天然气供给任务, 占据省内长输管网 90%左右的份额, 最能够享受气化山西带来的产业红利。
- **盈利模式**: 公司盈利和运营模式主要是天然气利用领域的中游长输管网和下游燃气分销环节。
- **产业布局**: 公司在山西省内的产业布局主要以覆盖全省的长输管网以及部分市县的特许经营为主。

图表1: 山西天然气盈利模式



- 公司在资产整合过程中承诺的备考盈利预测为: 2014-2015 年扣除非经常性损益的净利润预测数分别为人民币 41157.68 万元及 57272.5 万元, 按照最新股本测算分别为 0.694 元和 0.966 元, 复合增速达到 40%左右, 成长性确定高。

图表2：晋天然气历年利润表及备考盈利预测

利润表及预测(单位:亿元)	2011	2012	2013	2013E	2014E
一、营业收入	27.94	36.68	43.93	49.65	64.34
YOY(%)	--	31.28%	19.76%	35.35%	29.57%
二、营业总成本	26.77	34.16	39.86	46.06	59.18
其中:营业成本	23.52	30.30	34.38	39.99	50.55
毛利	4.43	6.38	9.56	9.66	13.79
毛利率(%)	15.84%	17.40%	21.75%	19.45%	21.44%
营业税金及附加	0.10	0.12	0.09	0.11	0.25
销售费用	1.65	1.79	2.37	2.80	4.22
管理费用	0.67	1.00	1.27	1.14	1.13
财务费用	0.82	0.95	1.72	2.00	3.04
资产减值损失	0.00	0.01	0.03	--	--
投资收益	0.24	0.28	0.23	0.34	0.41
其中:对联营企业和合资企业的投资收益	0.24	0.28	0.23	0.34	0.41
三、营业利润	1.42	2.80	4.31	3.94	5.56
加:营业外收入	0.06	0.23	0.22	0.09	--
减:营业外支出	0.01	0.05	0.35	0.02	--
其中:非流动资产处置损失	0.01	0.03	0.01	0.01	--
四、利润总额	1.47	2.99	4.19	4.01	5.56
减:所得税费用	0.30	0.69	1.09	0.95	1.30
五、净利润	1.16	2.29	3.09	3.06	4.26
YOY(%)	--	96.88%	34.94%	33.57%	39.15%
净利率(%)	4.17%	6.25%	7.04%	6.17%	6.63%
归属于母公司所有者的净利润	1.15	2.14	3.08	3.01	4.12
少数股东权益	0.01	0.15	0.02	0.05	0.15

来源:国金证券研究所

图表3: 晋天然气未来2-3年发展战略

年度	发展计划	“十二五”规划
2013年	<p>1、2013年山西天然气重点建设怀仁-左云-右玉、灵丘-广灵、孝义-临县、蒲县-河津等长输管线项目，同时山西天然气下属的各参控股公司在CNG/LNG加气站建设上也将进一步加大力度，全年预计建设加气站30余座。</p> <p>2、另外，随着各地政府对环境改善的迫切要求，各地城市燃煤锅炉置换、商业用户燃气改造也将进入快速发展阶段；在此基础上，山西天然气还将不断巩固发展原有城市燃气用户，继续引导农村居民用气，尤其重点扶持工业用气，服务于新的产业集群发展。</p> <p>3、根据山西省燃气市场发展自然规律，居民用气呈现的是自然增长态势；平铝业三期工程、芮城铝工业园区等大型工业用户即将进行投产或技改扩产；同时，山西天然气将加大对大型工业直供用户的市场开发力度，现已与孝义、长治两地部分工业用户达成初步用气意向；山西省目前约有40万辆重型载重卡车在运营，每年约有6万辆左右重卡进行更新；山西天然气下属的各参控股公司在2013年将重点推进CNG/LNG加气站建设，对车用气市场进行深度挖掘与开拓。</p>	
2014年	<p>1、2014年在进一步完善燃气基础设施的基础上，2013年新建项目将陆续覆盖怀仁、左云、右玉、吉县、乡宁、广灵、柳林、中阳等多个未气化县区，将新增大量居民、公福、工业用户。</p> <p>2、山西天然气将继续深化推进新农村气化工程，同时继续提升现有已气化地区的气化率服务广大民众，另外积极发展大型工业用户、工业园区以及新兴产业集群，此外孟县西小坪耐火材料厂、中铝山西分公司等直供用户的技改、扩产项目预计也将投产。</p> <p>3、另外，经过几年的市场培育与开发，重型载重卡车及城市公共交通车辆燃气化改造也必将进入市场快速释放期。</p>	<p>根据山西省规划，到“十二五”末，预计完成投资230亿元，建成管网5000km，管网实现覆盖2000个新农村，惠及1600万人口，100个旅游景点，可实现混合气年销气量80亿m³，拉动投资1000亿元。加快建设通达大中城市、重点工业企业、重点矿区、重点城镇、新农村和旅游景点的支线管线。</p>
2015年	<p>1、2015年为十二五规划的收官之年，根据规划安排预计到2015年末公司将实现山西省的全面气化，同时天然气热电联产、分布式能源等产业高端项目亦将投产，车用气市场经过三到四年的培育与拓展也将走向成熟。</p> <p>2、另外，在完善燃气基础设施的基础上，公司仍将继续深化推进新农村气化工程，同时继续提升现有已气化地区的气化率服务广大民众，积极发展大型工业用户、工业园区以及新兴产业集群以及LNG产销服务。</p>	

来源:公司公告，国金证券研究所

■ **我们的预测:** 基于我们前期对于山西省天然气成长空间的判断，我们预测公司2014-2015年EPS分别为0.738元和1.037元，同比增速分别为41.74%和40.48%，目前公司股价对应估值分别为29×14PE和20×15PE。

估值层面：14年30倍贵吗？为什么能给予15年30倍？确定性成长能够消化估值

- 目前公司股价对应14和15年的估值分别为29倍和20倍，我们认为15年20倍的估值本身对于2-3年确定性复合增长35%-40%的企业来讲就不贵，此外如果看的更长，我们从行业趋势判断15年以后公司仍然能够保持快速增长的趋势，理由基于空间仍不小以及煤层气这一变量的释放将会降低公司的采购成本。
- 我们对于公司2015年的盈利预测是基于公司气量达到40-45亿方的假设，而之前已经提到，整个山西的气量天花板至少在90亿方以上（看长期的话可能会更大），并且实现期限也不会太长，我们判断可能在2017年附近，因此2015年往后看气量空间仍不小，而公司的盈利模式决定了其具备规模效应，因此伴随气量的提升，利润也将更快的提升。
- 对于煤层气这一个变量，我们看好未来2-3年的煤层气的机会，因此判断未来山西天然气的供气结构中，煤层气占比会逐渐提升，届时整体的采购成本会下来，也将直接带动公司利润的提升。
- 因此从需求端的气量空间仍很大、以及成本端的煤层气占比提升导致购气成本的下降这两个角度看，公司在2015年之后的成长性仍能够维持，这也是我们给公司15年30倍的主要原因。

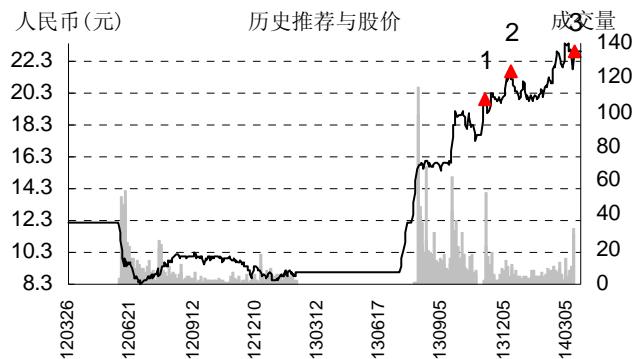
维持推荐观点

- 今天的跌停我们认为更多是情绪面而非基本面的原因，而公司目前股价仅对应15年20倍左右，从公司成长确定性看，我们认为被低估，建议积极买入，目标价格给予15年30倍，30元。

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2013-11-12	买入	19.90	30.00 ~ 30.00
2	2013-12-15	买入	21.66	30.00 ~ 30.00
3	2014-03-17	买入	22.87	30.00 ~ 30.00

来源：国金证券研究所


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形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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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