



“气化山西” 提升公司盈利能力

——联华合纤（600617）调研报告

2014 年 07 月 14 日

推荐/首次

联华合纤

调研报告

报告摘要:

- **气化山西处于起步阶段,未来山西天然气消纳能力有保障。**根据山西省“气化山西”的目标,到 2015 年 4 气总利用量达 90 亿方,到 2020 年达 280 亿方,是 2012 年天然气消费量 30 亿方的 3 倍和 9 倍。
- **天然气销售量快速增长,提升管输天然气盈利能力。**公司目前已经基本完成山西天然气管网建设,在山西 11 市 119 县中,已覆盖全省 11 市 95 县,尚有 24 个的县天然气市场陆续开发,管输能力达 200 亿方,山西天然气消费量的增加将直接拉动公司天然气销售量的增加。2013 年公司管输天然气销售量约为 25 亿方,预计到 15 年可达 30 亿方、2020 年可达 50 亿方,随着售气量的大幅增长,将持续摊薄单位折旧费用及财务费用,提升管输天然气盈利能力。
- **增量气价高。**增量工业气价格为 3.8 元/方、其他用气价格为 3.4-3.8 元/方,供销差价为 0.4 元/方和 1.73 元/方,价差远高于居民用气(0.1 元/方)。随着“气化山西”进程的推进,未来公司居民用气销售占比将持续下降,单位盈利能力将得到提升。
- **加气站、液化气站大幅提升公司盈利能力。**2013 年公司实现净利润 3.1 亿元,预测管输天然气量 25 亿方,单位盈利能力为 0.12 元/方。而山西 CNG 加气、LNG 液化价格为 4.5 元/方、4.32 元/方,谨慎测算单位盈利能力为 0.5 元/方和 0.2 元/方,并且未来将开建的车用 LNG 加气站盈利能力更高,随着公司 8 个加气站、5 个液化气站的建成,公司天然气销售量和盈利能力将大幅增长。
- 我们预计公司 2014 年-2016 年营业收入分别为 59.9 亿元、80 亿元和 124 亿元,净利润 3.86 亿元、5.8 亿元和 11 亿元,EPS0.68 元、1.02 元、1.96 元,PE28、19、11 倍,公司未来成长稳定,且受益于天然气价格持续上涨,我们看好公司未来发展空间,首次给予“推荐”的评级。

财务指标预测

指标	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	0.0	4,393.4	5,988.8	8,009.4	12,358.2
增长率(%)			36%	34%	54%
净利润(百万元)	(9.2)	309.4	386.1	580.0	1,108.4
增长率(%)			24.8%	50.2%	91.1%
净资产收益率(%)	14.3%	38.6%	20.7%	24.7%	34.7%
每股收益(元)	(0.02)	0.55	0.68	1.02	1.96
PE	(1,073)	32	26	17	9
PB	(42.6)	5.9	4.8	3.8	2.6

刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480513050002

张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

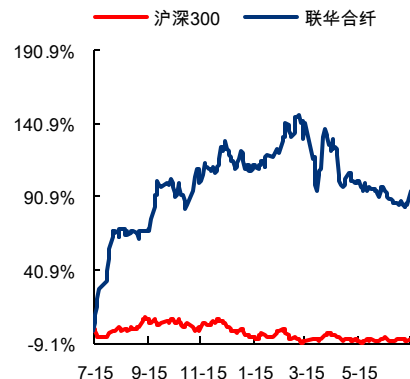
执业证书编号:

S1480512060003

交易数据

52 周股价区间(元)	18.5-9.48
总市值(亿元)	109.71
流通市值(亿元)	18.99
总股本/流通 A 股(万股)	59304/10264
流通 B 股/H 股(万股)	6456/
52 周日均换手率	0.95

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所

相关研究报告

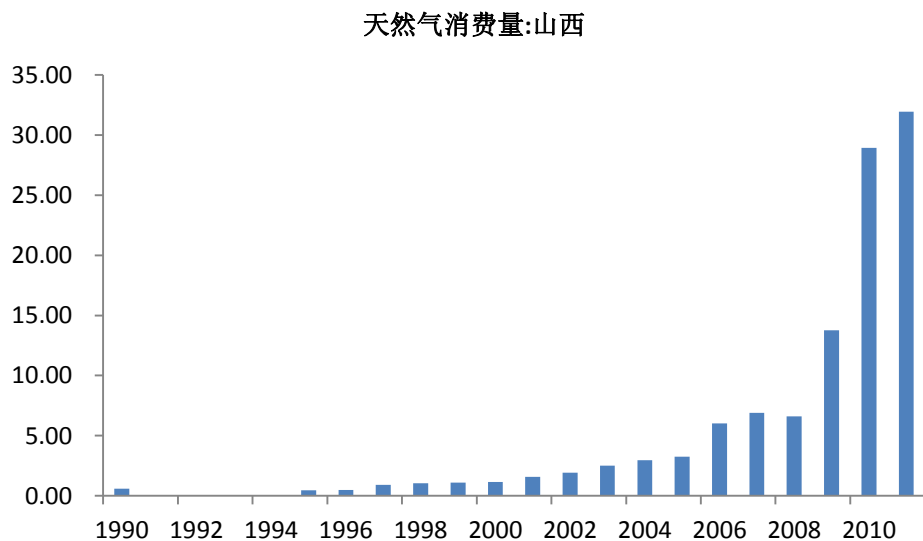
目 录

1. “气化山西”推动山西燃气消费量增加	2
2. 气源：天然气源有保障，煤层气增量迅速	4
3. 加气站、液化气站大幅推动公司盈利能力	5
3.1 天然气管输供销差价保持稳定	5
3.2 天然气销售量增加推动盈利增长	5
3.3 在建 8 个 CNG 加气站，提升盈利能力	6
3.4 在建 5 个液化气站，液化能力超 100 万方/日	7
4. 盈利预测及估值	7

1. “气化山西”推动山西燃气消费量增加

山西是煤炭大省，煤炭在山西能源消费总量中的占比高达 90%，非化石能源仅占能源消费总量约 3%。虽然近年来天然气消费量大幅增加，2012 年全省天然气消费量达 37.39 亿方，但能源占比仅有 1.8%。

图 1：山西省天然气消费量持续大幅增长



资料来源：wind、东兴证券研究所

为改变山西省能源消费结构，山西省政府制定“气化山西”战略，鼓励天然气、煤层气消费，规划到 2020 年通过建设六大煤层气开发利用基地（开发区）、4568 公里省级天然气煤层气干支线管网、五大煤矿瓦斯抽采利用区、十大焦炉气综合利用园区，实现“12341 的主要任务”，即：打造一个新兴产业（“四气”一体化产业）；突出“两条主线”（煤层气、天然气）；实现年供气量 300 亿；实现四个全覆盖（119 个县、市、区天然气、煤层气全覆盖，交通干线全覆盖，重点工业用户全覆盖，重点旅游区全覆盖）；实现新增产值 1000 亿元（即：到 2020 年力争实现新增年度最大工业总产值 1103

亿元)。

- 到 2015 年，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 4 亿立方米。另外还有井下瓦斯气 39 亿立方米、乏风 40 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。另外还有井下瓦斯气利用 25.5 亿立方米、乏风利用 8 亿立方米。
- 到 2020 年，全省“四气”年供气量达到 360 亿立方米，其中，天然气 120 亿立方米、煤层气 110 亿立方米、煤制天然气 120 亿立方米、焦炉煤气制甲烷 10 亿立方米。另外还有井下瓦斯气 44 亿立方米、乏风 35 亿立方米。总利用量达到 280 亿立方米，其中，天然气 120 亿立方米、煤层气 70 亿立方米、煤制天然气 80 亿立方米、焦炉煤气制甲烷气 10 亿立方米。另外还有井下瓦斯气利用 25.5 亿立方米、乏风利用 16 亿立方米。到 2020 年，我省“四气”实现“四个全覆盖”，到 2020 年力争完成新增年度最大工业总产值达到 1103 亿元。

表 1：气化山西目标任务目标

	2013 年	“十二五”末		“十三五”末	
单位：亿立方米	消费量	供气总量	总利用量	供气总量	总利用量
天然气	25.7	60.0	60.0	120.0	120.0
煤层气	30.0	46.0	16.0	110.0	70.0
煤制天然气	-	40.0	10.0	120.0	80.0
焦炉煤气制甲烷	1.0	4.0	4.0	10.0	10.0
“四气”总计	56.7	150.0	90.0	360.0	280.0
井下瓦斯气	-	39.0	25.5	44.0	25.5
乏风	-	40.0	8.0	35.0	16.0
总计	56.7	229.0	123.5	439.0	321.5

资料来源：东兴证券研究所

山西省 2011 年发布《山西省应对气候变化办法》，规划到 2015 年，山西省天然气占一次能源消费比重力争达到 8%左右，到 2020 年实现燃气在民用领域全面替代燃煤，重点工业领域部分替代燃煤，设区城市公交车和出租车基本实现燃气化，天然气占一次能源消费的比重力争达到 12%左右。

表 2：山西天然气供气覆盖范围及规划目标

类别	2011	2012	2013	2015E
长输管网总长（公里）	2,190	3,004	3,600	3,600
城市管网总长（公里）	1,727	2,612		3,300
气化居民户数（万户）	161	241	360	602
气化居民人数（万人）	600	821	1,200	2,047
天然气在一次能源占比	1.23%	1.8%		8%
气化人口覆盖率（%）	17%	27.70%	32.90%	58.40%

供气村镇(个)	479		1,500	5,815
重点工业用户(个)	302	371	400	800
商业公福用户(户)	4,800	7,000	8,000	10,000
供热面积(万平方米)	1,020	2,000	3,280	16,000
CNG/LNG 汽车(万辆)	2	5	10	20

资料来源：东兴证券研究所

2. 气源：天然气源有保障，煤层气增量迅速

目前山西天然气气源 95%以上来自于中石油、石化长输天然气，少部分为当地采购煤层气。

- **天然气：可随时上调供气指标。**公司与中石油签订 20 年照付不议天然气供应，每年供应量 20 多亿方，取得陕京一、二、三线和西气东输的 10 个分输开口（灵丘、神池、应县、静乐、岚县、阳曲、孟县、蒲县、临汾、沁水），覆盖山西全境。另外，根据山西省天然气量变化，公司每年年末可与中石油、中石化商定下年供气量，可完全保证省内天然气需求。

表 3:途径山西“5 横”天然气管道

名称	管输能力	压力	管径	途径县市	预留分输站	分输能力
中石油管线						
陕京一线	30 亿方	6.3MPa	660mm	神池、应县、浑源，广灵 入河北	神池清管站、应县分 输站、灵丘分输站	8 亿方、1.5 亿方、 3 亿方
陕京二线	170 亿方	10MPa	1016m m	静乐、岚县、阳曲(大盂)、 孟县	岚县、阳曲(大盂)、 孟县	4 亿方、30 亿方、 8 亿方
陕京三线	170 亿方	10MPa	1016m m	在山西静乐以后伴行，分输口与二线一致		
西气东输 一线	170 亿方	10MPa	1016m m	永和、蒲县、浮山、沁水， 由阳城入河南	蒲县、临汾	5 亿方，已同意提 高至 15 亿方
中石化管线						
榆林-濮阳- 济南管线	30 亿方	10MPa	711mm	临县、方山、离石、汾阳、 平遥、武乡、沁县、襄垣、 黎城和平顺	汾阳、平遥和黎城	0.9 亿方
合计						75.4 亿方

资料来源：东兴证券研究所

- **煤层气：等待大规模的开发。**目前晋煤、中联煤层气主要通过自己的网络销售，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，规划引入沁水、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，目前公司管网已经进入该地区，随着合作的进一步深入，未来公司煤层气销售占比将大幅提升。

3. 加气站、液化气站大幅提升公司盈利能力

3.1 天然气管输供销差价保持稳定

接收气价：2013年7月，山西省物价局批复公司接收陕京线、西气东输最高门站价格为居民1.68元/方、非居民存量气2.47元/方、非居民增量气3.4元/方。

销售气价：2013年7月，在国家上调天然气门站价格之后，山西省物价局对原先居民、工业、大工业、其他的四类分法调整为居民、工业、其他三类，其中工业增量气价格上调至3.8元/方，其他用气1-3类地区气价为3.4元/方、3.6元/方、3.8元/方。

公司管输天然气盈利模式为供销差价，每年年末中石油对公司主要销售地进行调研，核定各品种气的销售结构，接收端气源结构与公司销售气源结构基本一致，因此公司盈利主要为各气种之间的价差。根据2013年7月新调整气价，其他类价差最大，为1.73元/方；工业用气价差为0.4-0.62元/方；居民用气基本保持微利的状态。

表 4:预测公司供销两端价差

分类	接收端价格				销售气价	价差
	陕京一线	陕京二线	西气东输	平均		
居民	1.68	1.67	1.72	1.69	1.79*	0.10
工业用气：存量	2.28	2.27	2.29	2.28	2.9*	0.62
增量	3.40	3.40	3.40	3.40	3.8	0.40
其他	1.87	1.86	1.88	1.87	3.6	1.73
直供大工业：存量	2.37	2.37	2.37	2.37	2.62	0.25
增量					3.5	

资料来源：山西省物价局、东兴证券研究所

注：*为预测价格

3.2 天然气销售量增加推动盈利增长

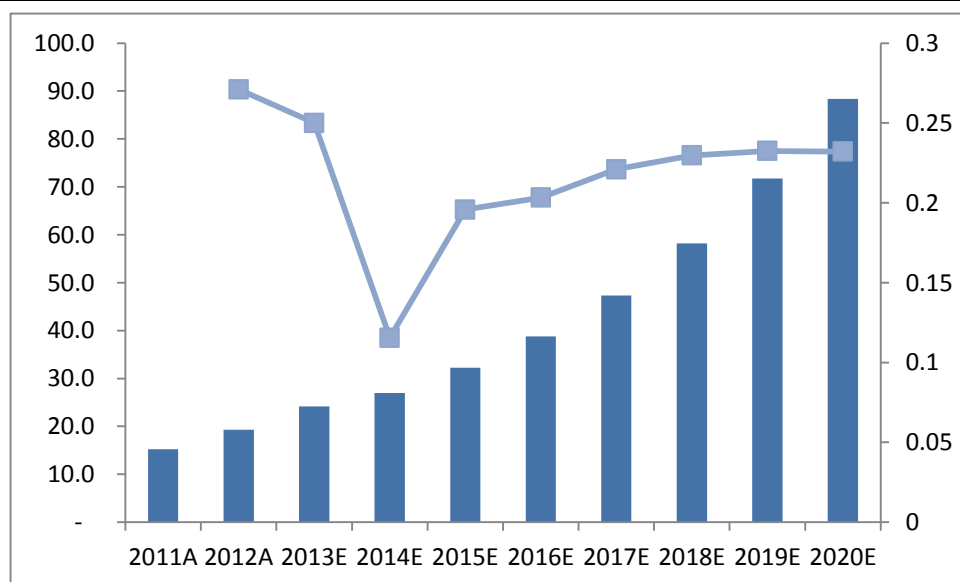
山西省共有11市119县（市、区），截至目前，山西省内天然气管网覆盖全省11市95县（市、区），尚有24个县（市、区）天然气市场未全面开发。公司目前有4个城网项目、11个子公司、14个参股公司参与城网项目。根据集团网站披露，未来集团城市燃气管网项目将达27座，年度计划投资1.8亿元，按照工程计划，至2013年底新增城市燃气管道总里程305公里。

公司对山西省管网覆盖面积的加大以及城网项目的增加，将大幅增加公司天然气销售量，预计到15年公司管输天然气销售量将达30亿方、到2020年将达到50亿方。

公司天然气销售量持续增加，将在3方面提升公司盈利能力：

- **增量气价格高。**公司盈利主要来自于工业和其他供气，随着天然气消费量的增加，增量部分工业气价为 3.8 元/方，其他用气价格为 3.4 元-3.8 元/方，价格高于居民用气 1.79 元/方，将推动管输天然气盈利的提升。
- 待 17 条长输管网和城网项目建成后，公司折旧费用将稳定，随着天然气销量的增长，单位折旧成本将持续下降。
- 燃气销售增加，现金流好转，随着贷款的偿还，未来财务成本也降持续下降，单位盈利能力将持续增长。

图 2：预测公司管输天然气销售量增长图



资料来源：东兴证券研究所

3.3 在建 8 个 CNG 加气站，提升盈利能力

国新集团规划未来将建成 CNG/LNG 加注站项目 89 座，新报 357 个加气站，总数到 500 个，规模 2000 万方/日。

公司目前拥有一个祁县 LNG/CNG 加气站，日加气能力 15 万方，在建灵石、平遥、岢岚等 8 个 CNG 加气站，预计将在 16、17 年建成，合计加气能力预计可达 150 万方/日。预计 14、15 年公司 CNG 加气量可达 0.5 亿方、2 亿方。在调研中了解到山西省目前对加气站项目审批较为严格，2012 年全省仅审批通过 20 个项目，短期公司加气站增量主要来自 8 个在建项目，随着未来政府审批的放开，预计公司加气站数量将大幅增长。

山西太原 CNG 零售价格为 4.5 元/方，以 3.4 元/方的其他用气价格计算，每方天然气净利可达 0.5 元，盈利能力远高于管输天然气。预计 14、15 年可为公司贡献净利 2500 万元和 1 亿元。另外，公司未来将上马 LNG 加气站项目，山西车用 LNG 加气价格在 5-6 元/方，单位盈利能力高于 CNG 加气站，随着未来 LNG 加气站的建成投产，公司盈利能力将进一步提升。

3.4 在建 5 个液化气站，液化能力超 100 万方/日

公司目前在建寿阳、曲沃、平遥、霍州、众能等 5 个调峰用 LNG 液化厂，预计液化能力将超 100 万方/日。预计今明两年液化量将达 0.5 亿方、1 亿方，单位净利可达 0.2 元/方，为公司贡献净利 1000 万、2000 万元。

4. 盈利预测及估值

- 1、**气化山西处于起步阶段，未来山西天然气消纳能力有保障。**根据山西省“气化山西”的目标，到 2015 年 4 气总利用量达 90 亿方，到 2020 年达 280 亿方，是 2012 年天然气消费量 30 亿方的 3 倍和 9 倍。公司目前已经基本完成山西天然气管网建设，在山西 11 市 119 县中，已覆盖全省 11 市 95 县，剩余 24 个的县天然气市场陆续开发，管输能力达 200 亿方。山西天然气消费量的增加将直接拉动公司天然气销售量的增加，另一方面也将持续摊薄单位折旧费用及财务费用，提升管输天然气盈利能力。
- 2、**增量气价高。**增量工业气价格为 3.8 元/方、其他用气价格为 3.4-3.8 元/方，供销差价 0.4 元/方和 1.73 元/方，价差远高于居民用气（0.1 元/方）。随着“气化山西”进程的推进，未来公司居民用气销售占比将持续下降，单位盈利能力将得到提升。
- 3、**加气站、液化气站大幅提升公司盈利能力。**2013 年公司实现净利润 3.1 亿元，预测管输天然气量 25 亿方，单位盈利能力为 0.12 元/方。而山西 CNG 加气、LNG 液化价格为 4.5 元/方、4.32 元/方，谨慎测算单位盈利能力为 0.5 元/方和 0.2 元/方，并且未来将开建的车用 LNG 加气站盈利能力更高，随着公司 8 个加气站、5 个液化气站的建成，公司天然气销售量和盈利能力将大幅增长。

我们预计公司 2014 年-2016 年营业收入分别为 59.9 亿元、80 亿元和 124 亿元，净利润 3.86 亿元、5.8 亿元和 11 亿元，EPS0.68 元、1.02 元、1.96 元，PE28、19、11 倍，公司未来成长稳定，且受益于天然气价格持续上涨，我们看好公司未来发展空间，首次给予“推荐”的评级。

表 5：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E		2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
流动资产合计	19	1,908	1,538	2,463	4,734	营业收入	-	4,393	5,989	8,009	12,358
货币资金	0	1,253	647	1,270	2,894	营业成本	-	3,438	4,868	6,514	9,969
应收账款	0	280	381	510	786	营业税金及附加					
其他应收款						营业费用	-	237	253	290	327
预付款项						管理费用	17	9	127	173	232
存货						财务费用	4	172	189	208	228
其他流动资产	19	375	511	683	1,054	资产减值损失					
非流动资产合计	1	8,881	9,628	10,384	10,988	公允价值变动收益					
长期股权投资						投资净收益	94	23	26	28	31
固定资产	1	2,715	3,311	3,886	4,438	营业利润					
无形资产	-	110	107	103	99	营业外收入	1	-12	-	-	-
其他非流动资产	-	772	926	1,111	1,167	营业外支出					
资产总计	20	10,789	11,166	12,847	15,722	利润总额	83	421	515	773	1,478
流动负债合计	89	3,682	3,673	4,773	6,540	所得税	-4	109	129	193	369
短期借款	-	1,190	1,190	1,190	1,190	净利润	-9	309	386	580	1,108
应付账款	1	614	438	586	897	少数股东损益	-	2	2	4	5
预收款项						归属母公司净利润	-9	308	384	576	1,103
一年内到期的非						EBITDA	-9	582	681	956	1,679
非流动负债合计	-	5,436	5,436	5,436	5,436	EPS (元)	-0.02	0.55	0.68	1.02	1.96
长期借款	-	4,970	4,970	4,970	4,970	主要财务比率					
应付债券	-	-	-	-	-		2012A	2013E	2014E	2015E	2016E
负债合计	89	9,117	9,109	10,209	11,976	成长能力					
少数股东权益						营业收入增长	-100%		36%	34%	54%
实收资本（或股	271	567	567	567	567	营业利润增长	-46%	-6805%	17%	40%	76%
资本公积						归属于母公司净利润	-156%	-3455%	25%	50%	91%
未分配利润	-340	1,105	1,491	2,071	3,179	获利能力					
归属母公司股东	-69	1,672	2,058	2,638	3,746	毛利率(%)	#DIV/0!	22%	19%	19%	19%
负债和所有者权	20	10,789	11,166	12,847	15,722	净利率(%)	#DIV/0!	7%	6%	7%	9%
现金流量表				单位:百万元		总资产净利润(%)					
	2012A	2013E	2014E	2015E	2016E	ROE(%)					
经营活动现金流	-93	-2,395	537	1,826	2,726	偿债能力					
净利润	-9	309	386	580	1,108	资产负债率(%)	440%	85%	82%	79%	76%
折旧摊销	0	195	230	264	297	流动比率	22%	52%	42%	52%	72%
财务费用	4	172	189	208	228	速动比率	0%	42%	28%	37%	56%
应付帐款的变化						营运能力					
预收帐款的变化						总资产周转率					
投资活动现金流	94	-1,333	-955	-995	-874	应收账款周转率	0%	0%	0%	0%	0%
公允价值变动收	-	-	-	-	-	应付账款周转率					
长期股权投资减						每股指标(元)					
投资收益	94	23	26	28	31	每股收益(最新摊薄)	-0.02	0.55	0.68	1.02	1.96
筹资活动现金流						每股净现金流(最新					
应付债券增加	-	-	-	-	-	每股净资产(最新摊	-0.4	-0.1	3.0	3.7	4.7
长期借款增加	-	4,970	-	-	-	估值比率					
普通股增加	-	296	-	-	-	P/E	#####	32.2	25.8	17.2	9.0
资本公积增加						P/B	-49.2	-143.5	5.9	4.8	3.8
现金净增加额	-4	2,556	-607	624	1,624	EV/EBITDA					

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

张鹏

金融学硕士，具有房地产行业从业经验，2010 年起从事房地产、建筑工程行业研究工作至今。获得 2013 年度房地产行业研究金牛奖第五名。

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。