

谨慎增持

——维持

日期: 2014 年 11 月 7 日

行业: 公用事业



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

从业证书编号: S0870510120017

基本数据 (2014Q3)

报告日股价 (元)	24.11
12mth A 股价格区间 (元)	25.30/17.00
总股本 (百万股)	593.04
无限售 A 股/总股本	17.31%
流通市值 (亿元)	24.74
每股净资产 (元)	3.27
PBR (X)	7.37

主要股东 (2014Q3)

山西省国新能源发展集团有限公司	34.04%
太原市宏展房地产开发有限公司	16.35%
山西田森集团物流配送有限公司	16.35%

收入结构 (2014H1)

天然气及煤层气	99%
---------	-----

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: JLJ14-CR03

首次报告日期: 2014 年 3 月 17 日

相关报告:

国新能源 (600617)

证券研究报告/公司研究/公司深度

区域天然气龙头,“气化山西”促业务增长

■ 主要观点

山西省天然气龙头企业

2013 年,公司重大资产重组后,公司主营业务转向天然气长输管道及城市燃气管网的建设和运营,主营业务收入主要来自山西。目前,公司已经建成并投入运营的天然气长输管道共 16 条,成为山西省境内规模最大、最具竞争优势的天然气管道运输产业运营商。

“气化山西”利于天然气应用

山西省“十二五”规划纲要提出建设“气化山西”,将加快“四气”开发和利用的产业化进程。按照规划,到 2015 年山西的煤层气、天然气、焦炉煤气、煤制天然气供气总量将达到 218 亿立方米,总利用量达到 111 亿立方米;2020 年,山西省“四气”年供气量达到 379 亿立方米。公司主营业务是天然气运输和销售,将受益于“气化山西”政策,受益于山西省天然气消费增长,未来发展空间较大。

■ 投资建议

未来六个月内,给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2014-2015 年每股收益为 0.72 元和 1.03 元,对应的动态市盈率为 33.3 倍和 23.5 倍,公司估值低于行业平均估值。我们认为,随着“气化山西”的实施,公司天然气和煤层气销售量有望快速增长,同时煤层气占比的增加,有利于公司成本降低,盈利空间增大,维持公司“谨慎增持”评级。

■ 风险因素

业务模式单一风险、天然气定价模式风险。

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E
营业收入	4,393.41	5,844.13	8,201.90
年增长率	--	33.02%	40.34%
归属于母公司的净利润	307.85	429.14	608.50
年增长率	-3438.09%	39.40%	41.79%
每股收益 (元)	0.52	0.724	1.026
PER (X)	46.44	33.32	23.50

注: 有关指标按最新股本摊薄

目 录

一、公司基本情况	4
1、基本情况	4
2、主营业务为天然气管道输送	4
3、业绩承诺	5
二、“气化山西”推进天然气业务	5
1、环保推进增加清洁能源消费	5
2、“气化山西”利于天然气应用	8
三、公司竞争优势和风险因素	11
1、竞争优势	11
2、风险因素	12
四、盈利预测与投资建议	13
1、收入与利润主要源于天然气业务	13
2、盈利预测	13
3、投资建议	14
4、同业比较	14

图

图 1: 公司股权情况.....	4
图 2: 山西省城市用气人口情况 单位: 万人.....	7
图 3: 山西省城市全年供气总量 单位: 人工煤气/天然气: 万立方米; 液化石油气: 吨.....	7
图 4: 山西省城市管道长度 单位: 公里.....	8
图 5: 山西省煤气生产和供应业投资情况.....	8
图 6: 气化山西示意图.....	9
图 7: 2014 年 9 月部分城市管道天然气(民用)价格 单位: 元/立方米.....	10
图 8: 山西省燃气生产和供应业主营业务收入情况.....	10
图 9: 山西省燃气生产和供应业利润总额情况.....	11

表

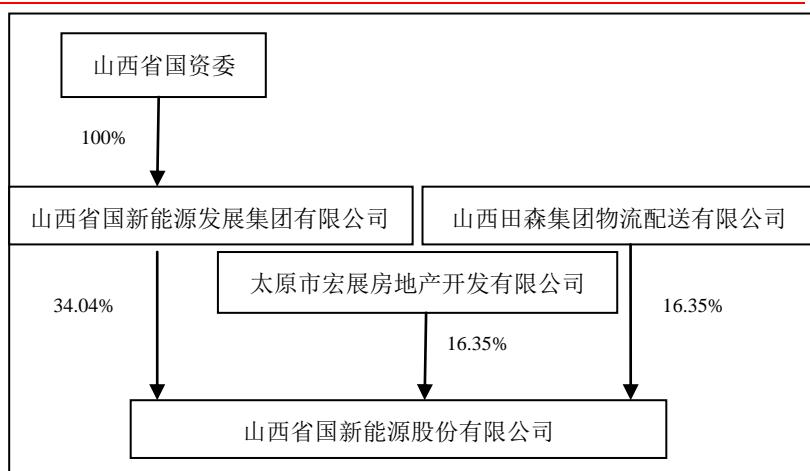
表 1: 山西省能源消费情况.....	6
表 2: 公司盈利预测 单位: 百万元.....	13
表 3: 盈利情况对比.....	14
表 4: 同行业上市公司估值比较.....	14

一、公司基本概况

1、基本情况

2013年12月23日，公司发行股份购买资产新增股份完成股权登记。山西省国新能源发展集团有限公司持有公司201,879,760股股票，占目前总股本的34.04%，成为控股股东。因山西省国资委为国新能源唯一股东，因此，山西省国资委成为公司实际控制人。

图 1：公司股权情况



数据来源：万得资讯 上海证券研究所

2、主营业务为天然气管道输送

2013年，公司重大资产重组后，成功注入天然气长输管道和城镇燃气经营优质资产，从根本上改善了公司资产质量，增强了公司的持续盈利能力及长期发展潜力。公司主营业务转向天然气长输管道及城市燃气管网的建设和运营，主营业务收入将主要来自天然气销售，主营业务收入主要来自山西。

资产重组购入的资产“山西天然气”，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、开发和利用，负责全省长输管网的规划建设及经营管理，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。

目前，公司已经建成并投入运营的天然气长输管道共16条，分别为大盂-太原线、大盂-原平线、金沙滩-大同线、盂县-阳泉、太原-平遥线、临汾-河津线、新绛-侯马-运城线、临汾-洪洞-霍州线、孝义-临石-霍州线、临汾-侯马复线、晋城-侯马线、岚县-普明线、神池-五寨-岢岚线、忻州-定襄线、祁县-交城线、盂县-寿阳线，成为山西省境内规模最大、最具竞争优势的天然气管道运输产业运营商。

3、业绩承诺

根据重组方案，山西省国新能源发展集团有限公司、太原市宏展房地产开发有限公司、山西田森集团物流配送有限公司承诺，山西天然气股份有限公司截至 2013 年年底、2014 年年底和 2015 年累积净利润分别不低于 30,083.77 万元、71,241.45 万元及 128,513.97 万元；否则，将以股份补偿上市公司。

对应 2013~2015 年，公司净利润分别为 3.01 亿元、4.12 亿元、5.73 亿元，未来两年利润增长有保障。

二、“气化山西”推进天然气业务

1、环保推进增加清洁能源消费

近年来随着大气污染的不断加重，政府和公众对于环境污染问题也愈发关注和重视，相关政策不断加强。以天然气为主的清洁能源对传统煤炭燃料进行替代，是解决目前空气污染问题的最有效的方式。

2013 年 9 月发布的《大气污染防治行动计划》，力争再用五年或更长时间，逐步消除重污染天气，全国空气质量明显改善。到 2017 年，全国地级及以上城市可吸入颗粒物浓度比 2012 年下降 10% 以上，优良天数逐年提高；京津冀、长三角、珠三角等区域细颗粒物浓度分别下降 25%、20%、15% 左右，其中北京市细颗粒物年均浓度控制在 60 微克/立方米左右。

提出了：加快调整能源结构，增加清洁能源供应。控制煤炭消费总量，到 2017 年，煤炭占能源消费总量比重降低到 65% 以下。加大天然气、煤制天然气、煤层气供应，到 2015 年，新增天然气干线管输能力 1500 亿立方米以上，覆盖京津冀、长三角、珠三角等区域。

山西省在《2013-2020 年大气污染治理措施》中提到：到 2015 年，11 个设区的城市空气中细颗粒物（PM2.5）和可吸入颗粒物（PM10）的年均浓度平均比 2010 年分别下降 4% 和 10% 以上，SO₂ 和 NO₂ 保持稳定达到二级标准；到 2020 年，11 个设区的城市空气中细颗粒物（PM2.5）和可吸入颗粒物（PM10）的年均浓度平均比 2010 年分别下降 12% 和 20% 以上，SO₂ 和 NO₂ 继续保持稳定达到二级标准。

山西省《2013-2020 年大气污染治理措施》中提出了要快速提高清洁能源使用比例。在山西省天然气、煤层气、焦炉煤气、煤制

气等“四气”产业一体化发展推动下，优化能源结构与布局，11个设区市城区范围努力构建气、电为主的能源体系。加大对天然气、电力、地热、太阳能等清洁能源的利用和供应能力，推进工业、民用及交通用气工程建设，加快燃气管网及输变电线路等基础设施建设，继续加大各类燃煤设施清洁能源改造力度。

到2015年，城市燃气普及率达到94%以上，县城燃气普及率达到80%以上，发展农村清洁能源。力争到2015年，燃气资源供应条件较好的工业开发区、产业园区完成燃煤锅炉清洁能源改造；燃气资源供应条件较差的，要完成集中供热、集中供蒸汽等分散燃煤锅炉改造。完成11个设区市城区范围内的集中供热全覆盖，鼓励燃气管线基础较好、供气量充裕的市实施燃煤锅炉清洁能源改造。

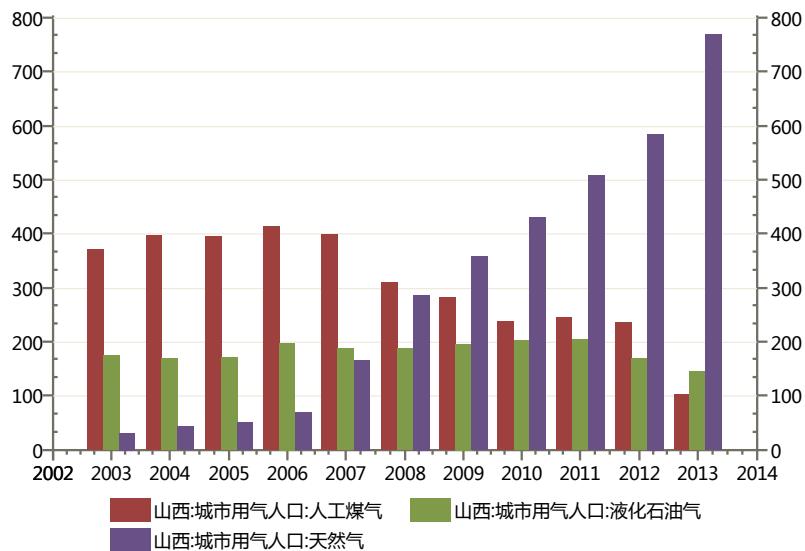
到2020年，燃气和电在能源消费总量中的比重不低于15%；太原市城区燃气和电在能源消费总量中的比重不低于30%，其他10个设区市城区燃气和电在能源消费总量中的比重不低于15%。在11个设区市和11个县级市市区及各县县城实施燃煤设施清洁能源改造，继续推进农村地区清洁能源采暖工程。有效控制城区低矮面源污染。11个设区城市制订城中村集中供热改造或整村拆迁安置方案并推动实施，用三年时间完成，严格控制城区低矮面源燃煤污染，各市城区取消原煤散烧。到2015年，城市集中供热普及率达到85%以上，县城集中供热普及率达到70%以上；在有条件的地区，改用燃气、电、太阳能等清洁能源；同时加强管理，防止反弹。太原市建成区除集中供暖设施覆盖区域以外全面禁煤，持续扩大“限煤区”范围。

表1：山西省能源消费情况

指标名称	2012	2011	2010	2009
煤炭消费量(万吨)	34,551.00	33,479.00	29,865.10	27,761.93
焦炭消费量(万吨)	2,938.55	2,558.55	2,589.22	2,438.39
原油消费量(万吨)				
汽油消费量(万吨)	224.61	216.88	228.35	262.41
煤油消费量(万吨)	18	15.18	14.64	16.28
柴油消费量(万吨)	498.08	488.64	474.38	506.67
燃料油消费量(万吨)	1.2	12.6	12.25	12.06
天然气消费量(亿立方米)	37.39	31.93	28.93	13.76
电力消费量(亿千瓦小时)	1,765.79	1,650.41	1,460.00	1,267.54

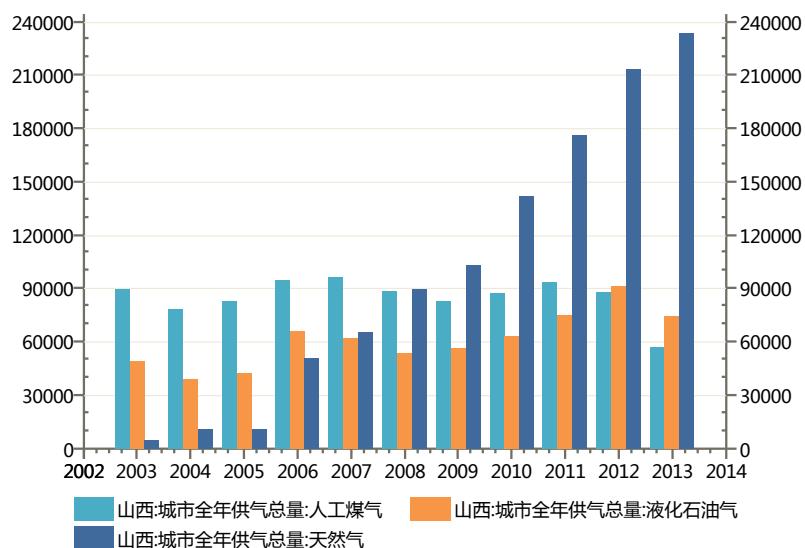
资料来源：统计局网站 上海证券研究所

图 2: 山西省城市用气人口情况 单位: 万人



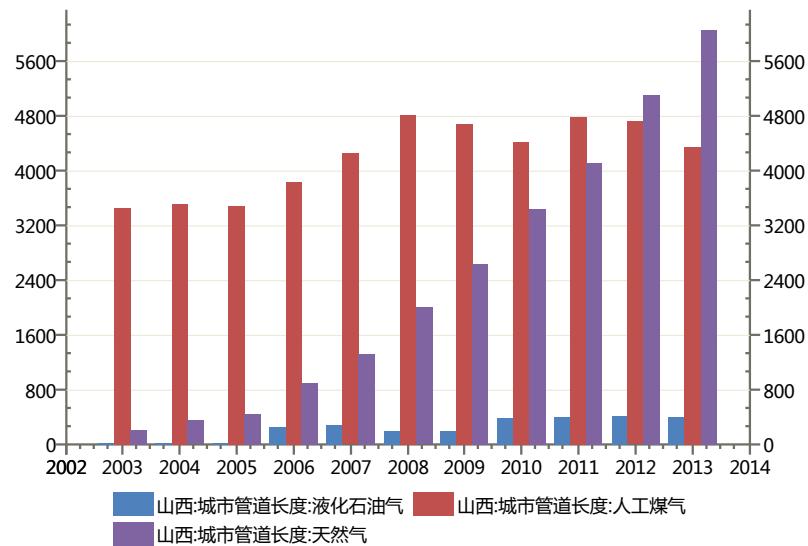
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 3: 山西省城市全年供气总量 单位: 人工煤气/天然气: 万立方米; 液化石油气: 吨



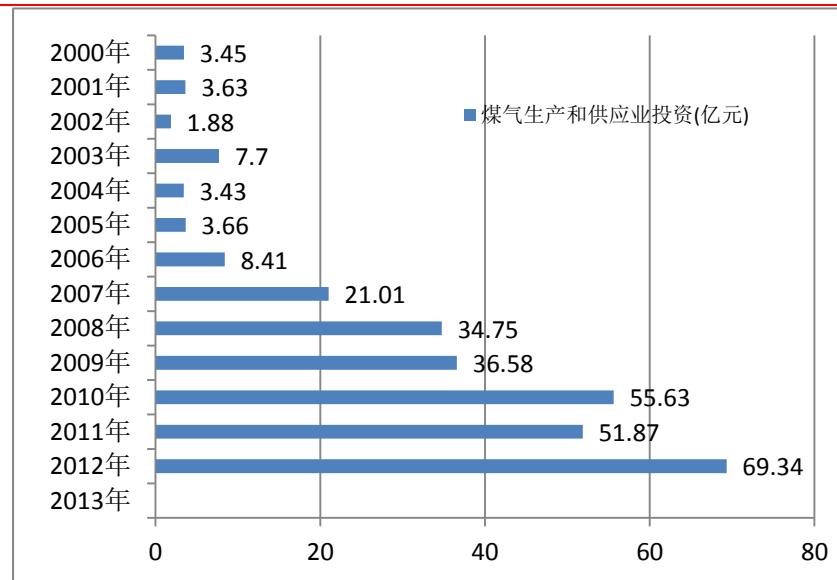
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 4: 山西省城市管道长度 单位: 公里



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 5: 山西省煤气生产和供应业投资情况



数据来源: 统计局网站 上海证券研究所

2、“气化山西”利于天然气应用

山西省“十二五”规划纲要提出建设“气化山西”，将加快“四气”开发和利用的产业化进程。按照规划，到2015年山西的煤层气、天然气、焦炉煤气、煤制天然气供气总量将达到218亿立方米，总利用量达到111亿立方米；2020年，山西省“四气”年供气量达到379亿立方米。

到2015年，山西省的天然气消费量将达到100亿立方米，在

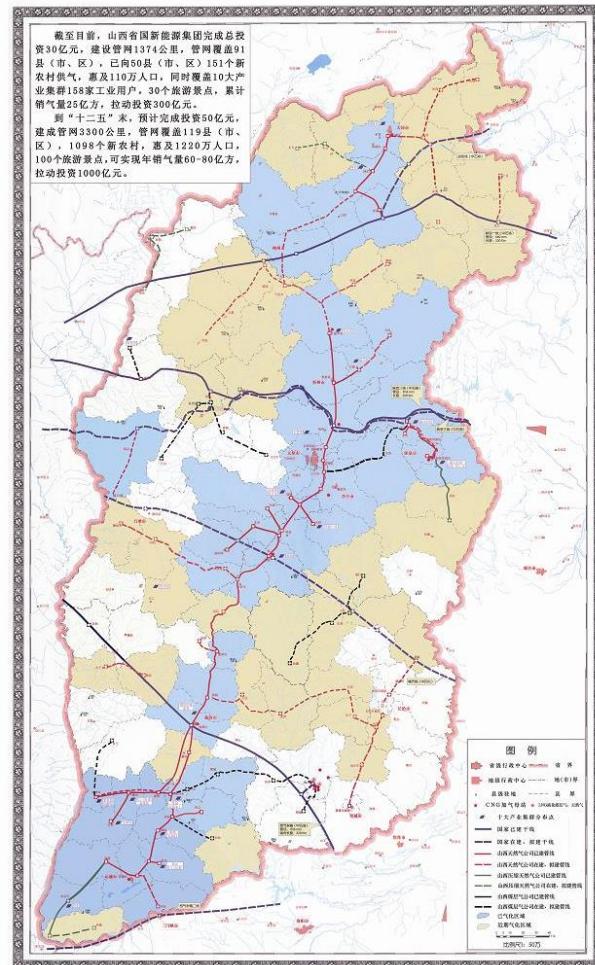
我省一次能源消费中所占比重将由目前的 0.9% 上升到 5%。在南北贯通的基础上，打通国家基干管网，接入煤层气资源管网，实现煤层气和省内管网相互衔接和太行山大贯通。同时，加快建设通达大中城市、重点工业企业和园区、重点矿区、重点城镇、新农村和旅游景点的支线管线，全面增强“四气”输气能力。

到“十二五”末，全山西加气站数量将达到 393 座，建设规划投资为 141 亿元。届时，全山西 11 个地市和经济相对发达的县市都将拥有加气站，全山西天然气加气站网络将基本形成。

我们认为，公司主营业务是天然气运输和销售，将受益于“气化山西”政策，受益于山西省天然气消费增长，未来发展空间较大。

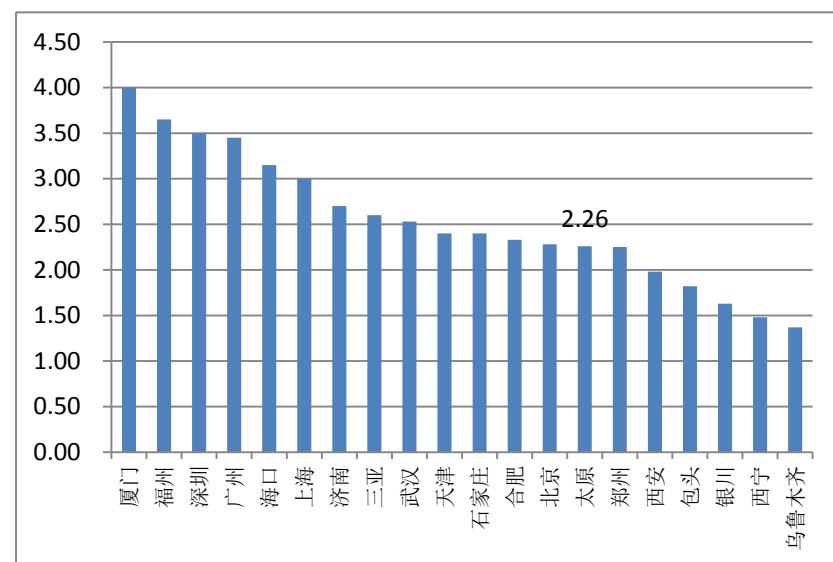
图 6：气化山西示意图

山西省国新能源集团气化山西示意图



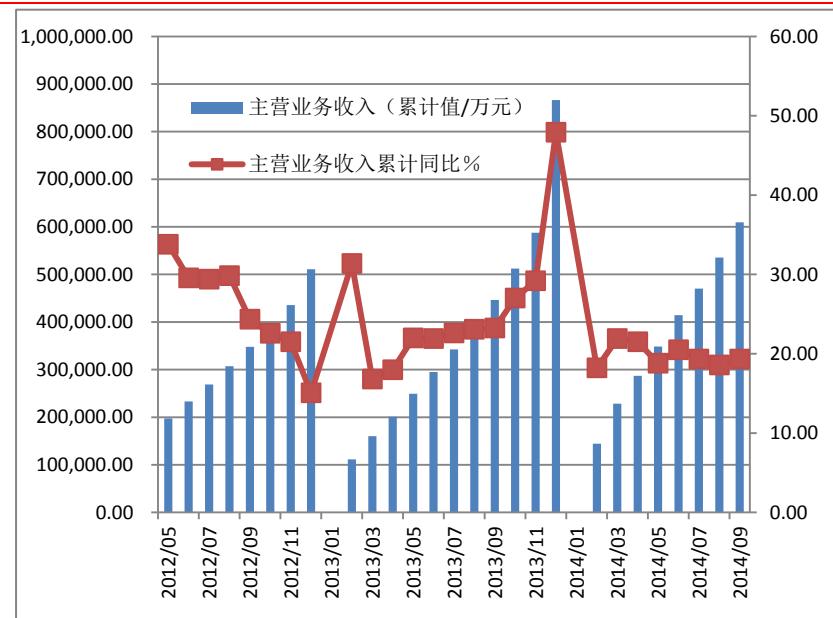
数据来源：wind 上海证券研究所

图 7: 2014 年 9 月部分城市管道天然气(民用)价格 单位: 元/立方米



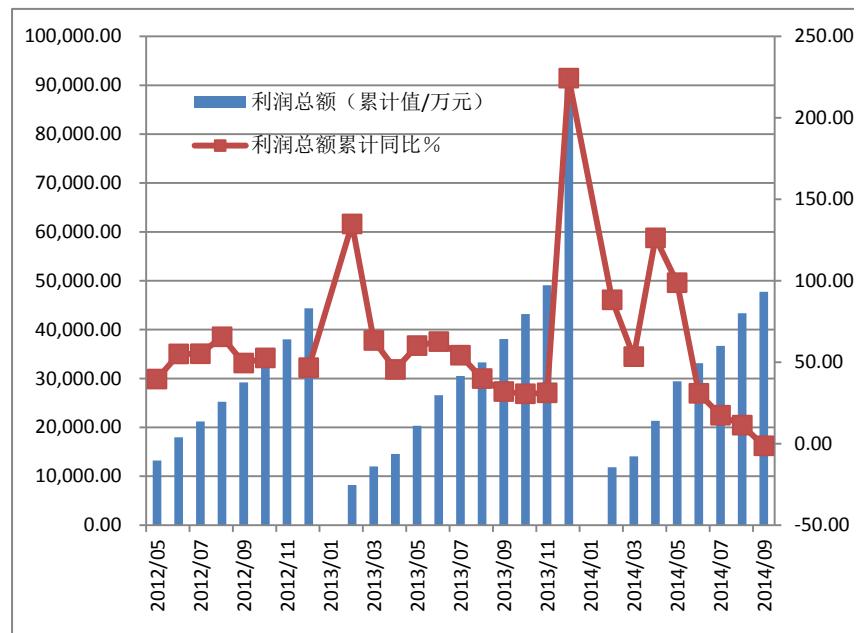
数据来源: WIND 上海证券研究所

图 8: 山西省燃气生产和供应业主营业务收入情况



数据来源: WIND 上海证券研究所

图 9：山西省燃气生产和供应业利润总额情况



数据来源：WIND 上海证券研究所

三、公司竞争优势和风险因素

1、竞争优势

——山西省天然气龙头企业，区域优势明显。公司是省级区域性长输管道和城镇燃气管网运营商，在天然气长输管道领域，公司在山西省内主要业务区域已经取得绝对优势地位，建成超过三千公里长输管道，占全省长输管道绝大部分。

——气源来源多元，气量供应充足。山西拥有五大国家基干管道国境，且省内煤层气资源丰富。目前山西天然气的气源主要以天然气为主、煤层气补充。

天然气：公司已经取得了在陕京一、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、盂县、蒲县、临汾、沁水），覆盖山西省全境。与中石油下属的华北天然气销售分公司、西气东输管道公司均签署了长期照付不议合同和年度供气协议。随着我国与俄罗斯、土库曼斯坦等国能源合作的深入开展及未来陕京四线、五线，西气东输三线等国家天然气干线的陆续建设，公司可获取充足的天然气气源保障。

煤层气：山西省是我国煤层气储量和产量最大的省份，至2012年，山西省已探明煤层气储量10.39万亿方，年地面抽采量达25.2

亿方，同时煤层气相对低廉的气价对于拉低购气成本，提升利润水平具有重要意义。公司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。

近日，公司发布《国新能源关于与山西新天能源股份有限公司签署<煤层气购销合同>的公告》。公司与新天能源签订为期5年的煤层气购销合同，供气量约为40万立方米/日。煤层气采购价为2.4元/方(含税)，气源来自于鄂尔多斯盆地东喙的石楼西区块。公司气源结构优化。且购气价格低于发改委公布的非居民用气采购成本，盈利空间增大。

2、风险因素

——业内竞争加剧。从整个天然气管道运输、配送行业来看，中石油、中石化已经基本垄断全国范围内的上游主干线管道的建设和运营。而中游和下游的长输管道和城镇燃气管网的建设和运营目前仍处于地方市场分割的格局。近年来，由于中小投资者纷纷进入中小县城、社区等市场，造成下游市场竞争和分割加剧；同时，一些跨区域的天然气管网运营商也在积极跨区域渗透、整合。这些竞争现状给山西天然气未来的跨区域发展战略带来了一定挑战。

——价格风险。在其他因素不变的情况下，天然气供应价格越高，终端需求量越小，价格的不确定性将对市场开发工作造成不利影响。单纯从用户角度来看，可承受价格水平受经济发展水平、可替代能源价格水平影响。2013年，国家开始天然气价格改革。此次气价改革，采取渐进式、逐步并轨方式进行。预计今后改革将进一步深化，天然气价格将逐步提高，可能会影响下游需求。

——业务模式风险。目前，我公司除管道资产外，缺乏具有竞争力的核心技术和人力资本，业务模式较为单一，盈利能力存在瓶颈，因此发展模式较为粗放，存在一定业务风险。

——天然气定价模式风险。目前，我国天然气定价执行政府定价机制。山西省门站接气价格由国家制定，省内长输管道及城市燃气销售价格由省物价局制定。这种定价机制能够保障天然气输配企业的利润水平。目前，公司销售收入的增长主要来自销售气量的增长，随着我国天然气价格形成机制的进一步完善以及天然气定价机制的市场化，企业自主定价权将进一步提升，将进一步增加公司的

盈利水平。天然气目前的定价方式决定了公司并无自主定价权，这增加了公司面临的价格风险。

四、盈利预测与投资建议

1、收入与利润主要源于天然气业务

目前公司的收入和利润来源主要是天然气业务，天然气和煤层气业务的收入和利润占比均超过 99%；煤气业务和其他业务的占比较小。随着天然气置换工作的推进，煤气将被天然气置换。

2013 年前三季度，公司实现营业收入为 36.34 亿元，较上年同期增长 21.64%；归属于母公司所有者的净利润为 3.13 亿元，较上年同期增长 85.37%；基本每股收益为 0.53 元。利润大幅增长主要是由于销气量增长、燃气产业链的延伸以及气源结构趋于多元化。

2、盈利预测

我们预测，在新建管道投产，天然气销量大幅增长；煤层气采购占比逐步提升；所得税率为 25% 的情况下，公司 2014-2015 年营业收入增长分别为 33.02% 和 40.34%，归于母公司的净利润将实现年递增 39.40% 和 41.79%，相应的稀释后每股收益为 0.72 元和 1.03 元。

表 2：公司盈利预测 单位：百万元

指标名称	2013A	2014E	2015E
一、营业收入	4,393.41	5,844.13	8,201.90
二、营业总成本	3,985.94	5,336.71	7,418.91
营业成本	3,437.82	4,580.48	6,355.12
营业税金及附加	9.23	15.78	22.15
销售费用	236.90	313.83	442.90
管理费用	127.19	169.48	237.86
财务费用	171.67	257.14	360.88
资产减值损失			
三、其他经营收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	23.42	25.77	28.34
四、营业利润	430.89	533.19	811.33
加：营业外收入	22.36	40.00	0.00
减：营业外支出	34.70	1.00	0.00
五、利润总额	418.55	572.19	811.33
减：所得税	109.10	143.05	202.83

六、净利润	309.45	429.14	608.50
减: 少数股东损益	1.60	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	307.85	429.14	608.50
最新总股本 (百万股)	593.04	593.04	593.04
七、摊薄每股收益 (元)	0.52	0.72	1.03

资料来源: Wind 上海证券研究所

3、投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2014-2015 年每股收益为 0.72 元和 1.03 元，对应的动态市盈率为 33.3 倍和 23.5 倍，公司估值略低于行业平均估值。我们认为，随着“气化山西”的实施，公司天然气和煤气层销售量有望快速增长，同时煤气层占比的增加，有利于公司成本降低，盈利空间增大，维持公司“谨慎增持”评级。

4、同业比较

同行业公司比较来看，2014 年中期，公司的毛利率（22.16%）和净利率（8.89%）水平略低于行业平均水平（分别为 25.53% 和 12.41%）。

表 3: 盈利情况对比

证券代码	简称	毛利率				净利率			
		11Y	12Y	13Y	14H1	11Y	12Y	13Y	14H1
002267.SZ	陕天然气	19.09	18.64	17.70	20.36	12.29	8.75	8.24	11.49
002700.SZ	新疆浩源	48.18	51.80	48.54	46.24	26.62	27.19	29.91	32.32
000669.SZ	金鸿能源	2.86	43.10	39.27	34.01	-6.57	22.27	19.40	16.83
600333.SH	长春燃气	14.50	12.99	18.71	21.14	3.98	0.21	2.06	0.97
601139.SH	深圳燃气	15.84	16.77	20.06	19.96	5.20	6.07	8.47	9.84
600917.SH	重庆燃气	15.93	13.13	11.94	14.85	6.48	5.01	5.18	6.50
600617.SH	国新能源	4.36	0.00	21.75	22.16	64.52	0.00	7.04	8.89
	平均	17.25	22.35	25.43	25.53	16.07	9.93	11.47	12.41

数据来源: WIND 资讯，上海证券研究所

表 4: 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
002267.SZ	陕天然气	11.74	0.30	0.30	0.41	0.54	38.91	38.66	28.88	21.77
002700.SZ	新疆浩源	23.65	0.28	0.35	0.46	0.58	85.67	67.47	51.46	40.87
000669.SZ	金鸿能源	21.70	0.67	0.74	0.79	1.03	32.15	29.20	27.64	21.00

600333.SH	长春燃气	8.21	0.02	0.07	0.07	0.08	419.53	113.83	117.29	102.63
601139.SH	深圳燃气	7.82	0.27	0.36	0.38	0.43	29.31	21.91	20.63	18.04
600917.SH	重庆燃气	9.90	0.16	0.19	0.22	0.24	60.76	51.27	46.05	40.54
600617.SH	国新能源	24.11	-0.02	0.52	0.74	1.03	(1550.37)	46.44	32.45	23.31
平均							(126.29)	52.68	46.34	38.31

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。