

2015年03月25日

长百集团 (600856.SH)

把握先机 赢在布局

■ **中天能源借壳长百集团上市**：长百集团拟以全部资产和负债作为置出资产，与中泰博天等 16 家机构所持有的中天能源 100% 股份中的等值股份进行置换，重大资产置换及发行股份购买资产完成后，长百集团将持有中天能源 100% 股份，目前已经过会，拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集金额为 7.41 亿元。

■ **打造全产业链布局**：已建成以武汉为核心的 CNG 生产和销售网络，以青岛为核心的天然气及新能源设备制造产业基地，以浙江、湖北、江苏、山东、安徽等地为基地的天然气分销业务网络，未来将继续由天然气中下游利用业务向上游资源产业延伸，打造全产业链布局。

■ **公司的第一核心竞争优势在于寻求天然气资源自主化**：把握进口 LNG 价格窗口期，增大 LNG 进口量。在寻找海外气源的时候，上游客户很关注资信、分销和接收能力，公司的 LNG 接收站项目将成为强大壁垒！除去大力开拓海外 LNG 进口渠道和发展 LNG 进口分销业务，公司正在江苏、浙江等省申请建设沿江沿海 LNG 接收项目，包括 LNG 调峰储备站和 LNG 集散中心，其中计划在江苏省江阴市建设年周转能力为 200 万吨的液化天然气集散中心。

■ **内陆地区储备液化化工厂**：液化化工厂的建设与投运是公司另外一个重要的战略转移点，通过液化化工厂可以使得公司获得一部分稳定的上游气源，也是公司长治久安的落脚点之一。在沿海地区，公司积极布局 LNG 进口业务，在内部地区，通过储备液化加工来增强盈利能力。

■ **投资建议**：中泰博天与中能控股承诺中天能源在 2014 年度、2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的净利润不低于 14,500 万元、21,000 万元、35,000 万元和 39,500 万元，考虑到公司布局的完善和国际 LNG 价格的下跌，我们认为业绩完成困难不大，并存在超预期的可能性，假设发行后总股本为 5.7 亿股，我们预计公司 2015 年-2017 年 EPS 为 0.44 元、0.88 元和 1.39 元，对应 PE 为 45.6 倍、22.8 倍和 14.4 倍，考虑到未来发展空间和公司经营模式的稀缺性，维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 30 元。

■ **风险提示**：天然气价差收窄超预期、销量增速不达预期、项目进展低于预期等；

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	406.1	368.5	3,495.4	7,155.8	11,041.6
净利润	17.4	0.3	251.3	503.0	796.0
每股收益(元)	0.07	-	0.44	0.88	1.39
每股净资产(元)	0.56	0.56	5.25	6.13	7.52
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	270.6	16,340.7	45.6	22.8	14.4
市净率(倍)	36.0	35.9	3.8	3.3	2.7
净利润率	4.3%	0.1%	7.2%	7.0%	7.2%
净资产收益率	13.3%	0.2%	8.4%	14.3%	18.5%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	10.8%	5.8%	121.5%	-7,086.7%	250.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

百货

投资评级

买入-A

维持评级

6 个月目标价

30.00 元

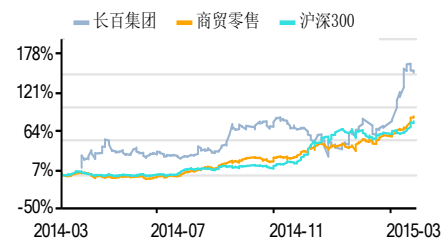
股价 (2015-03-24)

19.70 元

交易数据

总市值 (百万元)	4,626.18
流通市值 (百万元)	4,626.18
总股本 (百万股)	234.83
流通股本 (百万股)	234.83
12 个月价格区间	6.48/19.70 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	50.17	85.96	120.02
绝对收益	62.94	105.42	204.01

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoll@essence.com.cn
021-68763673

相关报告

正在崛起的天然气优质企业 2015-03-06

1. 中天能源借壳

1.1. 借壳上市

中天能源借壳长百集团上市：长百集团以全部资产和负债作为置出资产，与中泰博天等 16 家机构所持有的中天能源 100% 股份中的等值股份进行置换，中泰博天等 16 家机构将置出资产以 1 元人民币对价转让给合涌源发展（**交易前持有长百集团 11.07% 的股份，为长百集团的控股股东**）。其中，置出资产作价 2.59 亿元，置入资产作价 22.53 亿元，重大资产置换差额为 19.94 亿元，差额部分由长百集团向中泰博天等 16 家机构非公开发行股份购买。重大资产置换及发行股份购买资产完成后，**长百集团将持有中天能源 100% 股份。目前该方案已经过会。**

拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金，募集金额为 7.41 亿元，募集资金用于中天能源全资子公司湖北合能投建的“安山镇 50 万立方米/日液化天然气工厂”等项目。

表 1：公司募集资金具体投向

募集资金计划投资项目	项目投建主体	总概算(万元)	募集资金投资额(万元)
安山镇 50 万立方米/日液化天然气工厂项目	湖北合能	39,615.77	36,749.41
江阴液化天然气集散中心调压计量站及配套管网项目	江苏泓海	13,009.51	5,000.00
十里铺安全教育检测和综合培训管理服务中心	武汉中能	5,879.00	5,028.43
海外天然气进口分销项目	亚太能源	33,527.00	27,360.00
合计		92,031.28	74,137.84

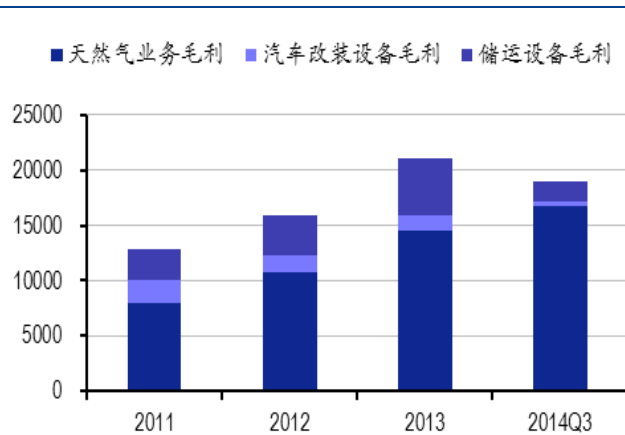
数据来源：公司资料 安信证券研究中心

1.1.1. 主营业务

公司主营业务为天然气（包括 CNG 和 LNG）的生产和销售（**天然气业务板块**）、天然气储运设备和天然气汽车改装设备开发、制造和销售（**制造业务板块**）。目前，中天能源已建成以武汉为核心的 CNG 生产和销售网络，以青岛为核心的天然气及新能源设备制造产业基地，以浙江、湖北、江苏、山东、安徽等地为基地的天然气分销业务网络。

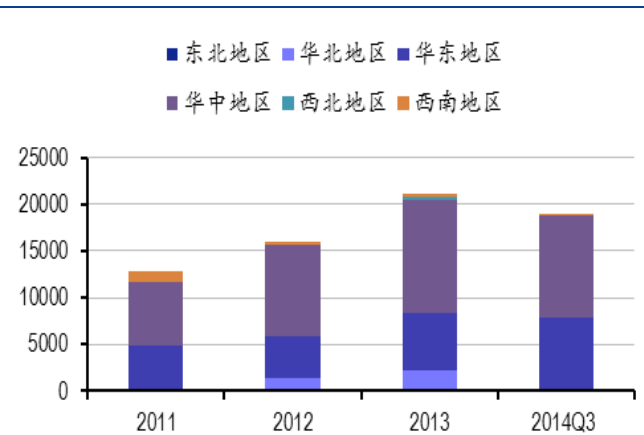
2014 年前三季度，天然气业务占到公司总收入的 91%，主要为 CNG 的生产和销售（加气站板块），LNG 分销板块和 LNG 液化工厂板块（尚在建设）。从长期来看，公司计划将核心业务由天然气中下游利用端向上游资源端延伸，在国内重点地区布局建设 LNG 液化工厂项目并大力拓展 LNG 进口分销业务，并拟在沿江沿海地区建设大型 LNG 集散设施，为公司未来持续快速发展提供稳定的气源保障。

图 1：中天能源历年毛利构成 单位：万元



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

图 2：中天能源分地区毛利情况 单位：万元

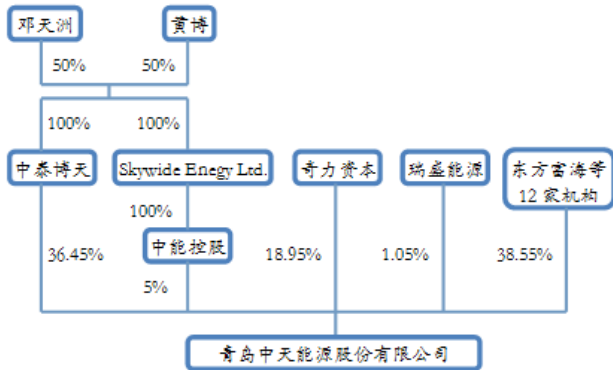


数据来源：公司资料 安信证券研究中心

1.2. 股权结构

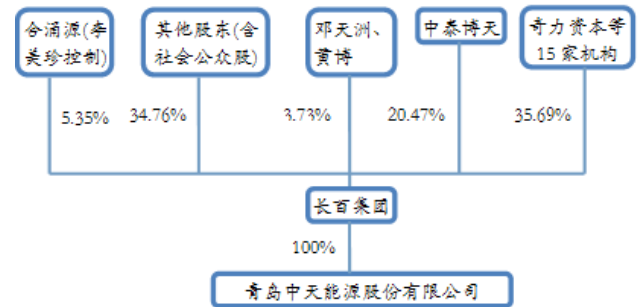
本次借壳交易中泰博天等 13 家内资机构及奇力资本等 3 家外资机构持有的中天能源 100% 股份注入上市公司，交易完成后，中泰博天将成为上市公司控股股东，上市公司的实际控制人将由李美珍变更为邓天洲先生、黄博先生。借壳上市前，邓天洲、黄博合计持有中天能源 41.45% 的股份，暂不考虑配套融资（交易价格和数量尚难确定），交易后两人合计持有长百集团 27% 的股份。

图 3：中天能源股权结构图



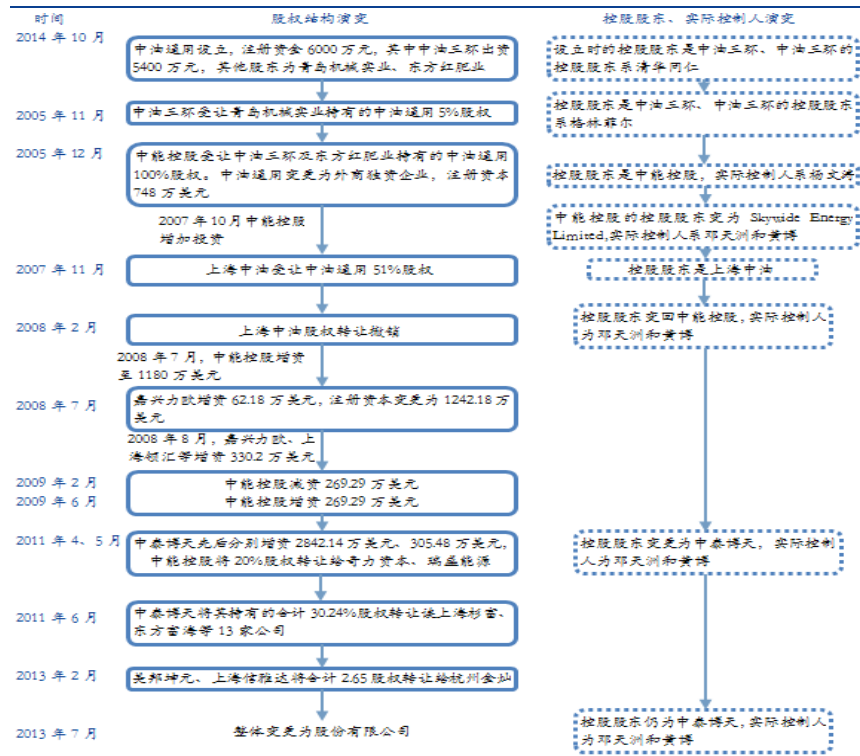
数据来源：公司资料 安信证券研究中心

图 4：借壳交易后的股权结构图



数据来源：公司资料 安信证券研究中心 注：不考虑配套融资

图 5：公司历次股权变更演变图



数据来源：公司资料 安信证券研究中心

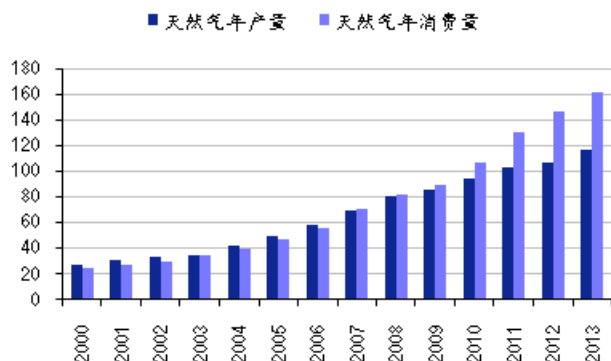
2. 天然气—行业景气度持续提升

2.1. 产销量持续提升

由于历史上我国长期受以煤为主的能源结构、经济发展水平、能源政策以及国内天然气产销两地严重错位等因素的影响，天然气在我国一直没有得到大规模地开发利用。直到

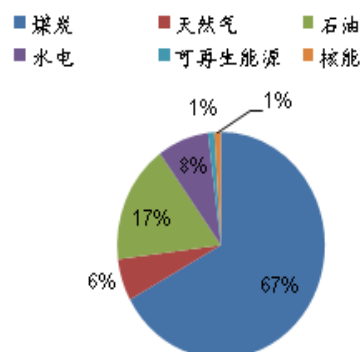
2000年后，随着我国天然气资源勘探开发不断取得突破，探明储量和产量不断增加，尤其是2004年“西气东输”管道项目正式商业运作，我国天然气工业由启动期进入快速发展期，天然气消费市场迅速扩大，天然气占一次能源消费结构中的比例也逐步提高。

图 6：我国天然气历年产销量单位：十亿立方米



数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 7：2013 年我国一次能源消费结构

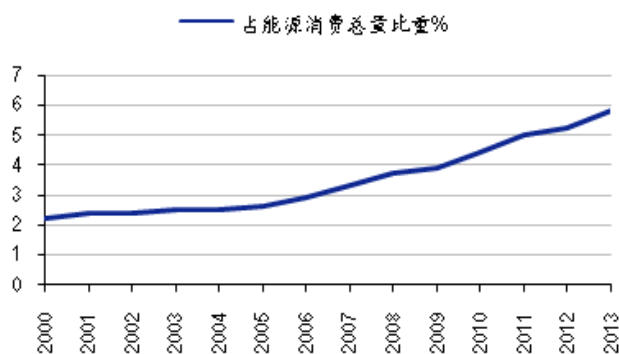


数据来源：WIND 安信证券研究中心

我国天然气使用占比仍存在很大的提升空间：全国天然气消费量已从2000年的245亿立方米增加到2013年的1616.1亿立方米，年均复合增速达15.6%，天然气消费占能源消费总量的比例由2000年的2%增长到2013年的5.8%。虽然近些年我国天然气产业发展迅速，但与25%的世界平均水平相比，尚存较大提升空间。

另一方面，随着我国天然气消费量的快速增长与国内天然气产能与储量的制约，我国天然气消费量与生产量的缺口在逐渐扩大，天然气进口依赖度也在逐渐提高。自2007年，我国天然气消费与国内天然气供应能力形成缺口，近年，缺口逐渐扩大，我国天然气的对外依存度也不断攀升，从2008年初3.82%的对外依存度增加到2014年末的33.06%。

图 8：我国天然气消费占能源消费总量比重 (%)



数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 9：我国天然气进口量与进口依赖度变化单位：亿立方米

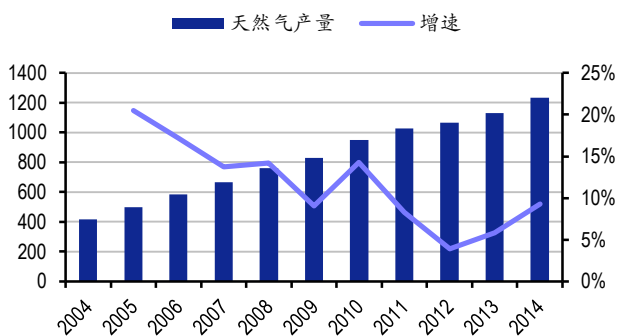


数据来源：WIND 安信证券研究中心

1.2. 天然气供给呈现多元化趋势

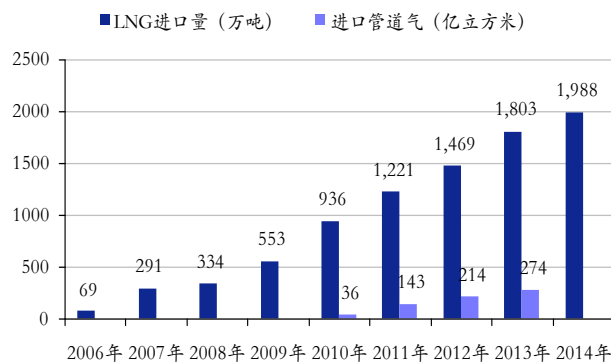
我国市场上天然气的供给主要由国内天然气、进口管道天然气与进口液化天然气构成。2006年之前，我国LNG的进口几乎为零，2006年之后增长迅猛，2014年进口量达1988万吨，同比增长10.3%，管道天然气则从2010年开始大量进口，2013年进口量达273.6亿立方米，同比增长27.6%。预计未来数年，天然气三大来源仍将维持较高的供给增速。

图 10: 我国天然气产量与增速用



数据来源: Wind 安信证券研究中心

图 11: 我国 LNG 与管道天然气进口量



数据来源: Wind 安信证券研究中心

2.1.1. 较快的天然气开发速度

较快的天然气开发速度。我国天然气资源丰富，发展潜力较大，2014 年我国天然气产量为 1234 亿立方米，储采比（以 2010 年的剩余技术可采储量计算）约为 31，处于勘查开发的快速发展阶段。鄂尔多斯盆地、四川盆地、塔里木盆地和南海海域是我国四大天然气产区，合计探明剩余技术可采储量和产量分别约占全国的 78%、73%，是我国今后增加储量、提高产能的重要地区。

据我国《天然气发展“十二五”规划》，“十二五”末期，即 2015 年，国产天然气供应能力达到 1760 亿立方米左右，其中，常规天然气约 1385 亿立方米；煤制天然气约 150—180 亿立方米；煤层气地面开发生产约 160 亿立方米。根据《能源发展战略行动计划（2014-2020）》，努力建设 8 个年产量百亿立方米级以上的大型天然气生产基地。到 2020 年，累计新增常规天然气探明地质储量 5.5 万亿立方米，年产常规天然气 1850 亿立方米。

目前，我国已在四川、重庆、云南、湖北、贵州、陕西等地开展了页岩气试验井钻探，从中长期看，我国页岩气将具有较好的开发前景。“十二五”规划中，到 2015 年，目标探明页岩气地质储量将达 6000 亿立方米，可采储量 2000 亿立方米，页岩气产量 65 亿立方米，《能源发展战略行动计划（2014-2020）》中，到 2020 年，页岩气产量力争超过 300 亿立方米。以沁水盆地、鄂尔多斯盆地东缘为重点，加大支持力度，加快煤层气勘探开采步伐。到 2020 年，煤层气产量力争达到 300 亿立方米。多气源补充将增大供应能力。

表 2: 我国“十二五”常规天然气开发重点项目表

气区	新建产能 (亿立方米/年)	2015 年产量 (亿立方米/年)
鄂尔多斯盆地	261	390
四川盆地	195	410
塔里木盆地	147	320
南海海域	100	150

数据来源:《我国天然气发展“十二五”规划》 安信证券研究中心

“十二五”期间，我国规划 4-5 条天然气干线管道铺成投产，合计输气能力达 488~518 亿立方米/年，此外 8 条联络线、干线配套支线也有望在十二五期间投产。天然气管道建设的全面铺开为国内外起源向内地的供应提高了保障。

表 3: 我国“十二五”天然气管网重点项目表 (干线管道)

管道名称	输气能力 (亿立方米/年)	投产时 间	气源
陕京四线	230	2013	长庆、中亚气
中卫-贵阳天然气管道	150	2013	中亚气、塔里木气
东北天然气干线管网	90~120	2011	俄气、中亚气、大连 LNG
青藏天然气管道	18	2014	青海
鄂尔多斯-安平			鄂尔多斯气、煤制气、晋陕煤层气

数据来源: 我国天然气发展“十二五”规划》安信证券研究中心

2.1.2. 海外进口将持续增长

我国天然气进口主要来自于管道天然气和液化天然气 LNG 海上进口, 相较而言, 管道天然气进口方式由于投资成本与管理费用较高, 供给稳定, 更多适用于中短途运输; LNG 海运方式则运输量较大、通过能力强、运费较低, 更多适用于长途运输。随着我国天然气消费的增长, 进口天然气已成为对我国天然气供应缺口替代的一大主要来源, 据 BP 数据, 2013 年我国进口管道天然气 273.6 亿立方米, 进口液化天然气 244.9 亿立方米, 两者合计 518.5 亿立方米, 比上年增长 (414.3 亿立方米) 增长 25.2%, 2013 年进口天然气占当年天然气总消费量的 32.1%。

天然气管网的规划与建设将为进口的快速增长提供保障。“十二五”期间, 我国计划建成三条战略进口通道, 分别为西气东输二线东段、中亚天然气管道 C 线和西气东输三线, 三线合计输气能力达 850 亿立方米/年, 另外, 2014 年 5 月, 中国石油天然气集团有限公司与俄罗斯天然气工业公司 (Gazprom) 签署中俄天然气供应协议, 按照协议, 俄方从 2017 年开始的 30 年内通过中俄东线天然气东线管道每年向中国输送 380 亿立方米天然气; 2014 年 11 月, 中国石油天然气集团公司和俄罗斯天然气工业公司签署了中俄“西线”天然气供应框架协议, 根据该协议, 俄将从西西伯利亚气田通过“阿尔泰”输气管道对华供气, 年供气量 300 亿立方米。对俄罗斯天然气的进口将极大地提高我国天然气的进口量, 有利于我国能源消费结构的改善。

作为天然气进口的两种主要方式之一, 近年来 LNG 海上进口业务发展迅猛, 各港口大型 LNG 接收站陆续投入运营, 天然气供给量逐年上升。相较管道天然气进口方式, LNG 海上进口能够减少大量管道铺设成本及维护成本, 并能为不同地区不同客户提供更为灵活的用气解决方案。我国 LNG 接收站主要由中海油、中石油所建设。截至 2013 年底, 已有广东大鹏、福建莆田、上海洋山、上海五号沟、江苏如东、辽宁大连、浙江宁波、珠海金湾、河北曹妃甸、广东东莞等 10 座 LNG 接收站正式投产, 一期年接收能力达 3,050 万吨, 约合 430 亿立方米。按照规划, 2014 年我国还将有山东青岛、海南等多座 LNG 接收站投入运营。

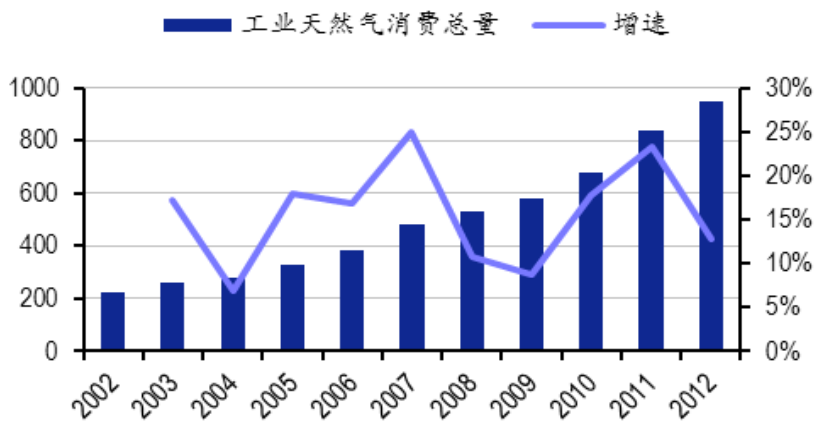
2.1.3. 下游需求扩张迅速

政策推动能源消费结构变动与天然气消费需求的扩张。我国《能源发展战略行动计划 2014-2020》提出“坚持发展非化石能源与化石能源高效清洁利用并举, 逐步降低煤炭消费比重, 提高天然气消费比重, 到 2020 年, 天然气在一次能源消费中的比重提高到 10% 以上。实施气化城市民生工程……组织实施城镇居民用能清洁化计划, 到 2020 年, 城镇居民基本用上天然气”。

天然气由于其清洁性, 国家大力推广工业用气和汽车用气, 并实施严格环保要求, 大幅促进需求增长。环保部、发改委、财政部联合编发的《重点区域大气污染防治“十二五”规划》中明确“按照‘优先发展城市燃气, 积极调整工业燃料结构, 适度发展天然气发电’的原则, 优化配置使用天然气, 积极发展天然气分布式能源”、工业锅炉烟尘控制上

“积极采用天然气等清洁能源替代燃煤”。天然气能源对燃煤与原有的替代对于减少工业粉尘的排放、空气质量的改善起着非常重要的作用。作为天然气消费中占比较高的部分，工业用天然气消费量由2002年的222.5亿立方米增加到2012年的946.8亿立方米，年均复合增速15.58%，随着人们对空气质量的关注与对优质空气的期待，一系列严格环保将陆续政策出台与实施，工业天然气的消费需求必将持续增长。

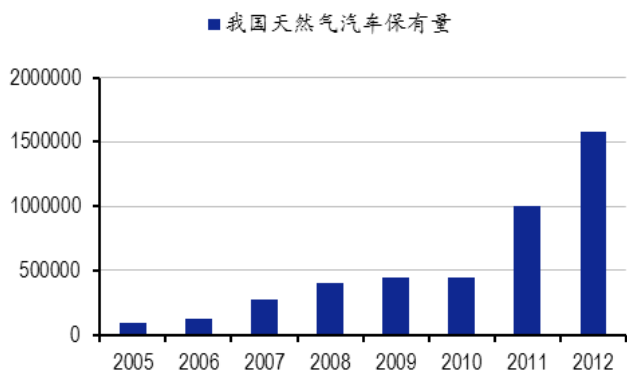
图 10：我国工业天然气消费总量及增速 单位：亿立方米



数据来源：WIND 安信证券研究中心

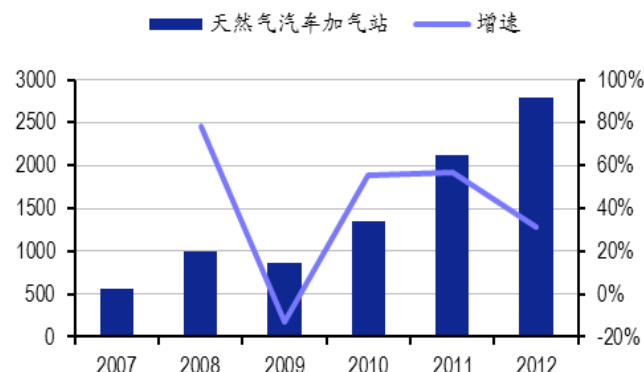
我国《能源发展战略行动计划 2014-2020》提出“积极发展交通燃油替代。加快发展纯电动汽车、混合动力汽车和船舶、天然气汽车和船舶，扩大交通燃油替代规模。”、“稳步发展天然气交通运输。……加快天然气加气站设施建设，以城市出租车、公交车为重点，积极有序发展液化天然气汽车和压缩天然气汽车，稳妥发展天然气家庭轿车、城际客车、重型卡车和轮船。”交通运输行业“十二五规划”提出“促进混合动力、纯电动、天然气等新能源和清洁燃料车辆在公共汽车和出租车领域的示范推广应用，在城际客货运输和城市物流配送车辆中试点推广新能源和天然气车辆。”、“鼓励使用天然气动力和电动车等节能环保型城市公交车，开展混合动力、电能出租汽车试点工作。”目前，我国环保压力空前，作为城市空气治理的一大重要手段则是加快传统燃油汽车的替代，即推广新能源汽车。2012年我国天然气汽车保有量达到157.7万辆，比上年增长57.7%。随着我国城市空气治理力度的加大，大环保政策与细分行业政策的出台，天然气汽车市场也将有望快速发展。

图 11：我国天然气汽车保有量 单位：辆



数据来源：WIND 安信证券研究中心

图 12：天然气汽车加气站数量 单位：万

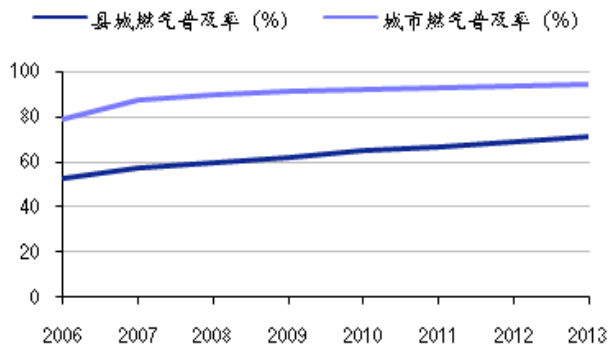


数据来源：WIND 安信证券研究中心

近几年，我国城市燃气普及率提升也较快，部分省市（北京、天津等）已经达到100%，

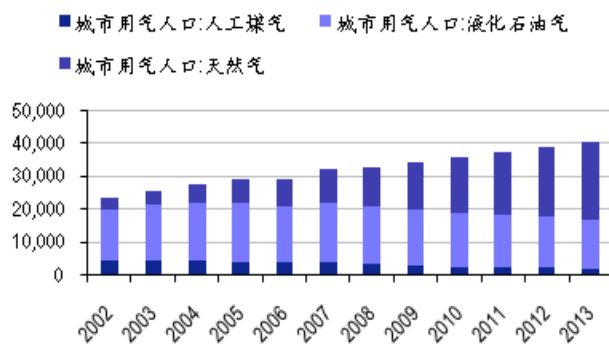
全国城市燃气普及率达 94.25%，但是县城燃气普及率只有 70.91% (2013)，相比于全国城市燃气普及率，尚存较大空间，随着我国城镇化的推进以及城市天然气管网的快速铺建，未来县城区域的燃普及率也有望加速提升。

图 13: 我国燃气普及率趋势 (%)



数据来源: Wind 安信证券研究中心

图 14: 我国城市用气人口分类单位: 万人



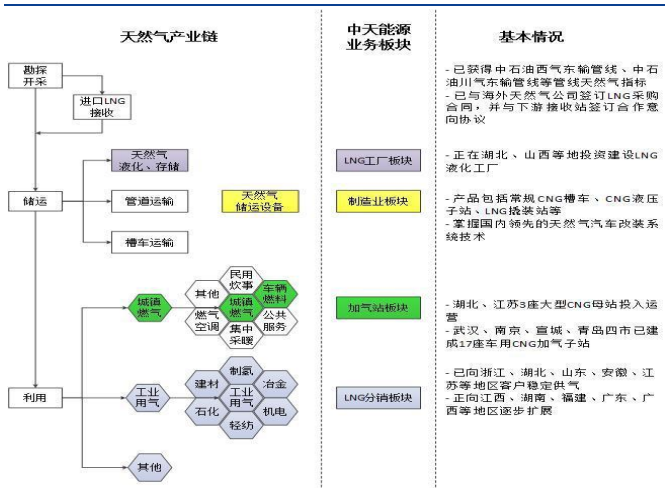
数据来源: Wind 安信证券研究中心

2. 把握先机-赢在布局

2.1. 寻求天然气资源自主化

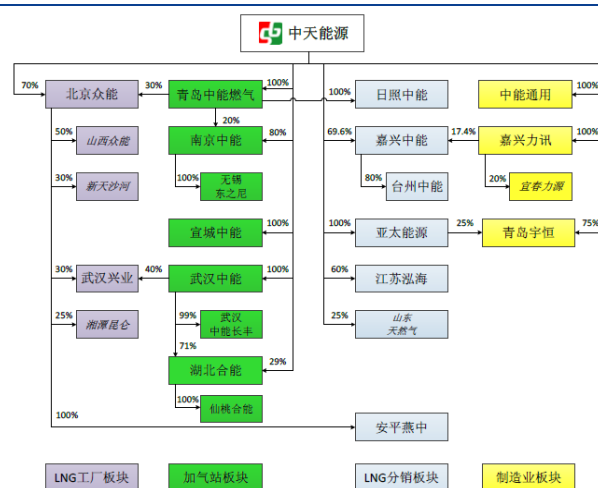
公司的第一核心竞争优势在于寻求天然气资源自主化：目前已经建成以武汉为核心的 CNG 生产和销售网络，以青岛为核心的天然气及新能源设备制造产业基地，以浙江、湖北、江苏、山东、安徽等地为基地的天然气分销业务网络，未来将继续由天然气中下游利用业务向上游资源产业延伸，打造全产业链布局。

图 15: 公司产业布局图



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

图 16: 公司主要子公司情况



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

表 4: 公司业务布局地

	主要业务	主要销售及服务区
CNG	母站生产和销售业务	武汉、无锡
	子站销售业务	武汉、南京、青岛、宣城
LNG	销售业务	浙江、山东、湖北、江苏、安徽

数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

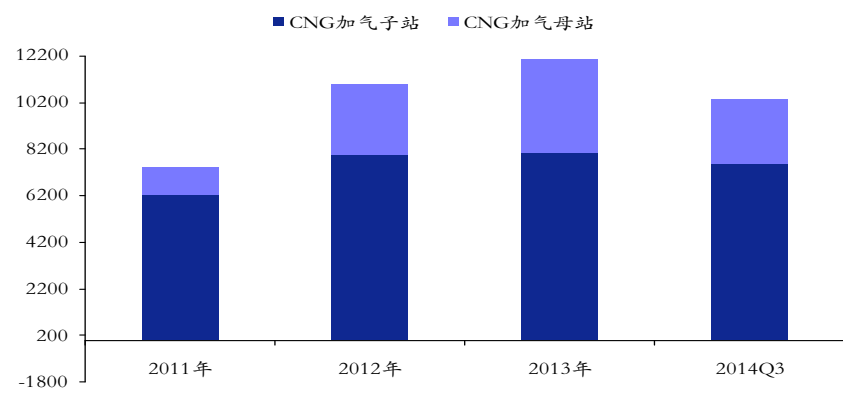
✓ 多重天然气销售模式:

- 已在武汉、南京、青岛、宣城、嘉兴、无锡等城市获得燃气经营许可从事天然气生产与销售业务，主要用作车用燃料向天然气企业提供零售加气服务，并可用作工业燃料、城镇燃气向下游工业客户、天然气分销商进行分销。
- 已建成 20 座 CNG 加气站（3 座母站和 17 座子站，母站日处理能力约 70 万立方米，子站日加气能力约 40 万立方米），母站为武汉中能军山 CNG 母站、湖北合能安山 CNG 母站和无锡东之尼顾山 CNG 母站，17 座 CNG 加气子站中 13 座位于武汉市，2 座位于宣城市，1 座位于青岛市，1 座位于南京市。
- 在浙江、山东、湖北、江苏、安徽等地区向当地冶金、机电等行业终端工业客户进行 LNG 供气，另有部分向当地城市燃气公司等中小型天然气分销商进行分销。

CNG 加气站业务快速增长：考虑到供气的稳定性及运输的经济性，公司按照就近原则在天然气管道附近建设 CNG 母站，以便于采购管道天然气。目前公司已经建成 20 座 CNG 加气站，3 座母站和 17 座子站，随着加气站数量的增加和单个加气站负荷提升，公司 CNG 加气站销量逐步增长，从 2011 年 7,437 万立方米增长至 2013 年的 12,083 万立方米。公司与部分主要供应商签订了长期供气协议，从而来确保供气稳定。

图 17: CNG 加气站销量

单位：万立方米



数据来源：安信证券研究中心

表 5：CNG 气源协议合同

供应商	需求方	最大供气量(万立方米/年)	合同期限
武汉市天然气有限公司	武汉中能	3,000	2010.10.1-2020.9.30
武汉中石油昆仑管道燃气有限公司	武汉中能	5,000	2008.1.1-2028.12.31
中石油化工有限公司天然气分公司	湖北合能	初期供应量 5,000 最终供应量 20,000	2009.1.1 签署，无固定期限
江苏省天然气有限公司	无锡东之尼	2,500	2013.8.15-2030.12.31
中国石油天然气股份有限公司	无锡东之尼	5,000	2011.1.1-2023.12.31

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

在保持 CNG 业务稳步增长的情况下，公司也将大力发展 LNG 分销业务，公司的 LNG 分销模式主要是从上游资源段采购 LNG 资源（包括进口、从国内接收站购买、从西部液化天然气工厂购买以及从自建 LNG 工厂购买），并向下游端 LNG 汽车用户、工业用户销售。

在 LNG 上游资源端：(1) 在国内重点地区布局建设 LNG 液化工厂，为天然气下游利用产业的发展就近提供资源支撑；(2) 大力开拓海外 LNG 进口渠道，发展 LNG 进口分销业务；(3) 计划在江苏省江阴市建设年周转能力为 200 万吨的液化天然气集散中心，拟在远期建设 LNG 接收站，为进口 LNG 业务发展提供保障；

在 LNG 下游消费端,将大力发展下游工业客户终端渠道,在全国重点省份布局终端网络,为上游 LNG 资源的销售提供支撑。

2.2. 把握先机 储备气源

2.2.1. 把握进口 LNG 市场窗口机会

牢牢把握进口 LNG 市场窗口机会: 2014 年下半年,国际油价暴跌带来国际 LNG 价格持续拉低。从我国的气源结构来看,目前较多依赖于中亚、缅甸(未来还有俄罗斯)等地的进口管道天然气,但是考虑到开采成本、出口的盈利水平、几千公里长输管道的输气成本等,进口管道气到达我国口岸的成本价已经不低,再加上国内西气东输等的管道长输,到达华东、华中和华南等地的管道天然气价格和进口 LNG 价格已经出现明显倒挂,即使考虑到目前发生的天然气门站价格的下降,进口 LNG 价格也具有明显优势,提供了 LNG 市场窗口机会,公司积极抓住了本次机会,大力拓展国内 LNG 分销业务。

预计进口 LNG 价格优势几年内将持续存在: 未来几年,国际市场 LNG 供应能力将不断增长,北美、亚太及非洲等天然气资源丰富的国家将加大天然气的开采和生产,尤其是 LNG 项目的建设,从而拉开全球 LNG 项目大批量投产的序幕,我们预计进口 LNG 价格优势几年内将持续存在。

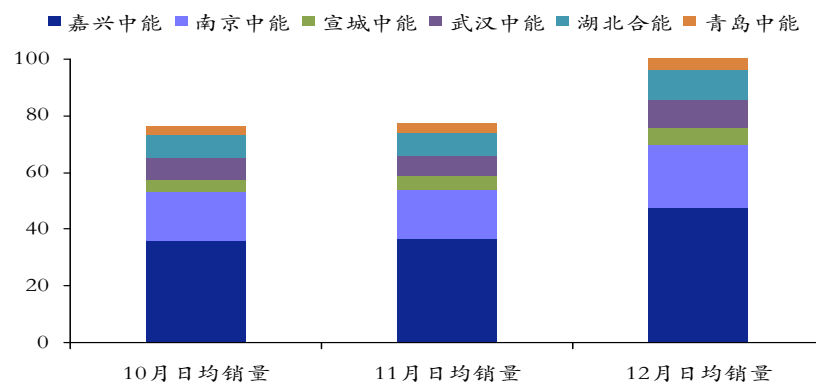
2014 年下半年开始,公司加大了 LNG 分销业务板块的投入力度,采用 LNG “点对点”方式大力拓展市场,公司 LNG 分销的主要对象为各子公司附近地区的工业客户及其他天然气分销商,工业供气业务客户主要集中在尚未铺设管道天然气或液化天然气具有价格优势的区域,尤其是江浙及东南沿海地区经济发达、能源紧缺且重视环保的中小城市。目前公司已经向浙江、湖北、山东、安徽、江苏等地区客户稳定供气,正向江西、湖南、福建、广东、广西等地区逐步扩展。

工业客户多采用长期供气合约: 公司需要先期在工业客户厂区内建设气化站,考虑到气源稳定,且多为客户唯一的生产燃料来源,所以一般会和客户签订 5-10 年的长期供气合约,经营情况具有一定的稳定性。

2014 年以来,公司分销业务增长迅速,从 2014 年年初日均销量 13 万立方米左右增长到年底的日均 100 万立方米,我们预计该量未来将进一步增大。

图 18: 公司天然气分销量

单位: 万立方米



数据来源: 公司资料 安信证券研究中心

2.2.1.1. 签订长协保障气源供应

进口 LNG 长协合同:

- **合同 1:** 下属子公司亚太能源 2014 年 3 月与澳门 LNG 控股股份有限公司签署 LNG 进口合同, 约定: 亚太能源 2014 年-2017 年向澳门 LNG 控股股份有限公司进口 LNG, 其中 2014 年进口数量为 50-80 万吨, 2015-2017 年进口数量为 100-120 万吨; 价格为不高于 14.5 美元/百万英热单位 (MMBtu);
- **合同 2:** 下属子公司亚太能源 2014 年 8 月与天宝石油贸易有限公司签署 LNG 进口合同, 2014-2028 年可向天宝石油贸易有限公司进口 LNG, 其中: 2014 年供应 15 万吨 (MT) LNG, 之后 2015 年-2028 年每年供应 60 万吨 (MT) LNG, 在合同期内 LNG 价格不高于 540 美元/吨 (MT) (相当于 10.5 美元/百万英热单位)。

公司 LNG 进口未来将通过长协等方式实现, 从历史经验来看, 公司已经签订了 2 个长协协议, 但受到资金等影响, 上述两个合同并没有及时开展, 同时, 由于国际 LNG 市场形势变化, LNG 进口到岸价格持续下滑 (截止到 2014 年 11 月, 中国 LNG 进口到岸价格已降至 10.5 美元/百万英热单位以下, 并持续下降), 基于收益最大化考虑, 亚太能源与澳门 LNG 控股股份有限公司及天宝石油贸易有限公司签署的 LNG 购销协议尚未开始履行, 主要为未来的气源保障。我们预计二季度公司第一艘船有望到岸, 随着到船数增加和合作的持续开展, 未来有望再度通过长协等方式实现稳定供货。

进口 LNG 目前具有非常明显的价格优势, 假如按照目前的市场价格去计算, 考虑到热值、汇率、开证手续费、增值税、气损以及本次气价下调等因素后, 我们预计每吨 LNG 直销可以获得约 1000 元利润, 批销利润在 600 元左右。

2.2.1.2. LNG 接收站将成为强大壁垒

在寻找海外气源的时候, 上游客户很关注资信、分销和接收能力, 公司的 LNG 接收站项目将成为强大壁垒! 除去大力开拓海外 LNG 进口渠道和发展 LNG 进口分销业务, 公司正在江苏、浙江等省申请建设沿江沿海 LNG 接收项目, 包括 LNG 调峰储备站和 LNG 集散中心, 其中计划在江苏省江阴市建设年周转能力为 200 万吨的液化天然气集散中心。本次募投的调压计量站及配套管网项目是其一期工程 (资源分销), 项目建成后, 将成为公司华东地区天然气分销业务的重要资源支点, 同时也将为“天然气集散中心项目”后续投建的 LNG 储配站 (资源储存模块) 及 5 万吨级液体化工码头 (资源接收模块) 及远期规划的 LNG 接收站奠定基础。

目前公司进口 LNG 主要向中石油和中海油等进行租借, 我们预计公司的 LNG 调峰储备项目 2017 年有望投产运行, 届时在窗口期等选择上将具有充分的可控能力, 公司 LNG 接收站将成为其强大壁垒。除此之外, 从收费模式上考虑, 目前吨收费在 440 元左右, 考虑到增值税、折旧、财务费用等因素后, 预计吨利润在 200 元左右, 也有望贡献稳定收益。

2.2.2. 内部地区加大液化工厂建设

液化工厂的建设与投运是公司另外一个重要的战略转移点, 通过液化工厂可以使得公司获得一部分稳定的上游气源, 也是公司长治久安的落脚点之一。在沿海地区, 公司积极布局 LNG 进口业务, 在内部地区, 通过储备液化加工厂来增强盈利能力。

本次配套融资拟投资的湖北合能“安山镇 50 万立方米/日液化天然气工厂”项目 2014 年进入施工阶段, 预计 2015 年正式投产, 该项目既可以用于天然气调峰, 有可以摆脱天然气管网限制得以进行经济、灵活的天然气运输, 在必要的时候还可以向 LNG 分销板块供气, 将显著提升公司供气稳定性和盈利能力。

表 6：液化厂效益指标估算

项目	指标
年均销售收入 (含税)	66,171 万元/年
年均利润总额	8,330.46 万元/年
年均净利润	4,779.59 万元/年
项目投资内部收益率 (税前)	22.21%
项目投资内部收益率 (税后)	17.57%
投资回收期 (税前)	5.42 年

数据来源：公司资料 安信证券研究中心

3. 投资建议

中泰博天与中能控股承诺中天能源在 2014 年度、2015 年度、2016 年度和 2017 年度实现的净利润不低于 14,500 万元、21,000 万元、35,000 万元和 39,500 万元，考虑到公司布局的完善和国际 LNG 价格的下跌，我们认为业绩完成困难不大，并存在超预期的可能性，假设发行后总股本为 5.7 亿股，我们预计公司 2015 年-2017 年 EPS 分别为 0.44 元、0.88 元和 1.39 元，对应 PE 为 45.6 倍、22.8 倍和 14.4 倍，考虑到未来发展空间和公司经营模式的稀缺性，维持“买入-A”投资评级，6 个月目标价 30 元。

4. 风险提示

- (1) 天然气价差收窄超预期；
- (2) 销量增速不达预期；
- (3) 项目进展低于预期等；

财务报表预测和估值数据汇总(2015年03月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	406.1	368.5	3,495.4	7,155.8	11,041.6	成长性					
减:营业成本	305.3	277.9	2,975.4	6,133.4	9,438.4	营业收入增长率	3.6%	-9.3%	848.5%	104.7%	54.3%
营业税费	6.0	5.0	9.0	18.4	28.4	营业利润增长率	116.3%	-93.8%	35,161.6	100.2%	58.3%
销售费用	7.8	9.4	13.3	27.2	42.0	净利润增长率	89.6%	-98.3%	87,331.9	100.2%	58.3%
管理费用	59.2	68.3	58.0	118.8	183.3	EBITDA 增长率	16.2%	-32.7%	1,378.4	99.5%	57.1%
财务费用	14.4	14.1	85.3	174.6	269.4	EBIT 增长率	22.6%	-49.4%	2,705.1	101.1%	57.4%
资产减值损失	0.6	-	15.8	5.7	8.0	NOPLAT 增长率	22.7%	-49.4%	2,003.8	101.1%	57.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-5.8%	0.5%	-103.4%	-4,556.1	-102.1%
投资和汇兑收益	2.6	7.1	-0.1	-0.2	-0.1	净资产增长率	15.3%	0.2%	2,192.6	17.0%	22.8%
营业利润	15.4	1.0	338.4	677.4	1,072.1	利润率					
加:营业外净收支	1.9	-0.7	-	-	-	毛利率	24.8%	24.6%	14.9%	14.3%	14.5%
利润总额	17.3	0.3	338.4	677.4	1,072.1	营业利润率	3.8%	0.3%	9.7%	9.5%	9.7%
减:所得税	-	-	84.6	169.4	268.0	净利润率	4.3%	0.1%	7.2%	7.0%	7.2%
净利润	17.4	0.3	251.3	503.0	796.0	EBITDA/营业收入	11.4%	8.4%	13.2%	12.8%	13.1%
						EBIT/营业收入	7.4%	4.1%	12.1%	11.9%	12.1%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	259	277	45	42	43
货币资金	101.5	97.6	3,036.6	3,143.0	4,369.2	流动营业资本周转天数	-53	-59	-54	-56	-56
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	107	120	187	180	147
应收帐款	16.9	15.7	305.4	323.2	663.7	应收帐款周转天数	15	16	17	16	16
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	4	3	4	4	4
预付帐款	4.4	3.0	98.2	94.0	195.3	总资产周转天数	409	452	256	247	211
存货	4.4	2.6	80.3	87.7	164.8	投资资本周转天数	238	255	13	10	6
其他流动资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	12.8	12.8	8.5	11.4	10.9	ROE	13.3%	0.2%	8.4%	14.3%	18.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	3.7%	0.1%	5.6%	9.6%	10.5%
长期股权投资	26.7	33.8	33.8	33.8	33.8	ROIC	10.8%	5.8%	121.5%	-7,086.7	250.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	291.0	276.8	596.1	1,058.6	1,573.0	销售费用率	1.9%	2.5%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	2.0	10.5	355.3	527.6	613.8	管理费用率	14.6%	18.5%	1.7%	1.7%	1.7%
无形资产	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9	财务费用率	3.6%	3.8%	2.4%	2.4%	2.4%
其他非流动资产	5.5	4.4	5.5	5.1	5.0	三费/营业收入	20.1%	24.9%	4.5%	4.5%	4.5%
资产总额	466.9	458.7	4,521.0	5,285.5	7,630.4	偿债能力					
短期债务	161.0	161.0	-	-	-	资产负债率	71.9%	71.4%	33.4%	33.4%	43.3%
应付帐款	76.1	69.9	1,432.9	1,675.5	3,159.8	负债权益比	256.3%	249.2%	50.2%	50.1%	76.4%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	0.51	0.36	2.33	2.07	1.63
其他流动负债	14.8	95.9	77.0	88.0	145.1	速动比率	0.49	0.36	2.28	2.02	1.58
长期借款	84.0	-	-	-	-	利息保障倍数	2.07	1.07	4.97	4.88	4.98
其他非流动负债	-	0.6	0.2	0.3	0.4	分红指标					
负债总额	335.8	327.3	1,510.1	1,763.7	3,305.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	0.4	0.4	2.8	7.8	15.7	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	234.8	234.8	573.4	573.4	573.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	-104.2	-103.9	2,434.7	2,940.5	3,736.1						
股东权益	131.0	131.3	3,010.9	3,521.8	4,325.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	17.3	0.3	251.3	503.0	796.0	EPS(元)	0.07	-	0.44	0.88	1.39
加:折旧和摊销	16.4	16.0	36.1	65.4	99.5	BVPS(元)	0.56	0.56	5.25	6.13	7.52
资产减值准备	0.6	-	-	-	-	PE(X)	270.6	16,340.7	45.6	22.8	14.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	36.0	35.9	3.8	3.3	2.7
财务费用	15.7	15.8	85.3	174.6	269.4	P/FCF	171.9	-938.4	37.3	113.5	9.4
投资损失	-2.6	-7.1	0.1	0.2	0.1	P/S	11.6	12.7	3.3	1.6	1.0
少数股东损益	-	-	2.5	5.1	8.0	EV/EBITDA	35.7	79.6	18.4	9.1	5.0
营运资金的变动	2.0	0.2	933.1	224.3	1,010.9	CAGR(%)	208.2%	1,312.3	202.8%	208.2%	1,312.3
经营活动产生现金流量	49.8	24.3	1,308.5	972.5	2,183.9	PEG	1.3	12.5	0.2	0.1	-
投资活动产生现金流量	-12.5	-8.4	-695.9	-703.0	-699.6	ROIC/WACC	1.0	0.6	11.6	-676.9	23.9
融资活动产生现金流量	-21.7	-19.8	2,326.4	-163.1	-258.2	REP	6.1	17.1	-80.8	-	-35.1

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邵琳琳声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

