

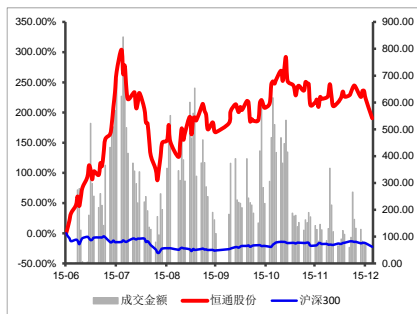
投资评级：买入（首次）

收盘价	28.33
目标价	47.83
上次目标价	

研究员

谢建斌 执业证书编号：
分析师 S1100514100001
xiejianbin@cczq.com

股价走势图



恒通股份：天然气降价刺激需求 有望形成双重利好

核心观点

- ◆ 公司是 LNG 贸易及物流综合分销商。公司是 LNG 乃至危险化学品物流中的稀缺标的，近年来公司 LNG 业务占比逐渐提高。我们认为公司所处的行业未来整合力度及成长空间良好，主要有：1、具有危险化学品的运输及管理经验，未来行业门槛有望提高。2、公司的模式有望复制，实现异地扩张。3、LNG 未来中长期仍将过剩，价格下降刺激需求以及公司自身的成本下降，有望形成双重利好。
- ◆ 与中石化天然气合资公司，有望实行异地扩张。公司与中石化天然气公司合资成立华恒物流有限公司，公司占 73% 股权。LNG 业务受制于货源以及运输半径的影响，公司业务范围主要是在山东省境内。中石化青岛 LNG 接收站是中石化在国内第一座海外 LNG 接收站，达产后具备 1000 万吨 / 年的 LNG 接收能力，未来中石化同时在天津、北海各有一座接收站，公司具备异地扩张的能力。
- ◆ 天然气降价，海外终端投产，LNG 贸易大有可为。LNG 的价格相对于油价存在一定滞后。未来海外 LNG 的供给量将会大增，至 2017 年，澳大利亚仍将有 5800 万吨的 LNG 名义产能投产。我们认为 LNG 大幅降价后有望刺激工业需求，且 LNG 汽车相对于柴油的经济性将会体现，LNG 贸易大有可为。
- ◆ 估值与投资建议：我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.304、0.455、0.747，我们以 DCF 估值，公司每股价值 47.83 元，首次给予公司买入评级。

川财证券研究所

成都：
交子大道 177 号中海国际 B 座 17 楼，610041
总机：(028) 86583000
传真：(028) 86583002

财务和估值数据摘要

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	1256.36	1214.68	2031.70	3224.95	4672.00
增速	27.95%	-3.32%	67.26%	58.73%	44.87%
归属母公司股东净利润（百万元）	54.18	48.92	36.42	54.57	89.69
增速	-2.02%	-9.71%	-25.55%	49.82%	64.36%
总股本（百万）	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00
EPS	0.451	0.408	0.304	0.455	0.747
PE	62.75	69.49	93.34	62.30	37.91

目 录

恒通股份 LNG 贸易及物流综合分销商	3
看点一：危险品物流行业整合 公司是 LNG 的综合分销商	4
看点二：与中石化天然气合资公司 有望实行异地扩张	6
看点三：天然气降价 形成双重利好	6
主要产品假设	9
投资建议	10
风险	10

图表目录

图 1： 2015 H1 公司产品销售	3
图 2： 2015 H1 公司分产品销售毛利率	3
图 3： 公司股权及主要下属公司	4
图 4： LNG 进料及运输流程图	4
图 5： 我国 LNG 车及加气站保有量	5
图 6： 天然气的交通用途需求（10 亿立方）	5
图 7： 2013 年我国 LNG 下游消费	6
图 8： 2014 年我国 LNG 下游消费	6
图 9： 未来仍将有中石化 LNG 终端接收投产	6
图 10： 进口天然气与柴油的经济性对比	7
图 11： 天然气车的排放量少	8
图 12： LNG 的供给设施	9
图 13： 公司主要业务假设	9

恒通股份 LNG 贸易及物流综合分销商

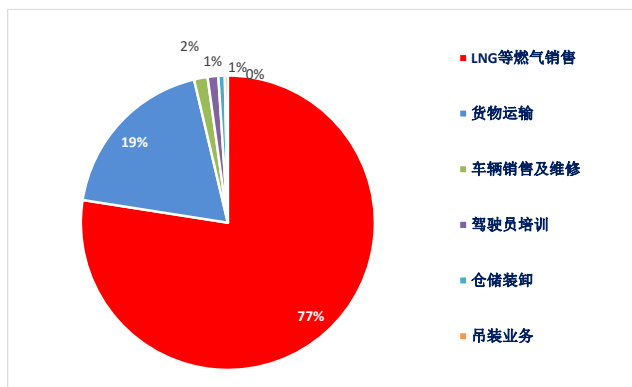
公司以道路货物运输和 LNG 清洁能源业务为核心，同时配套重卡销售和车辆维修、车辆运输、起重吊装、港口仓储以及驾驶员培训业务。

公司以物流起家，但近年来 LNG 业务占比逐渐提高。公司于 2014 年 12 月与中石化天然气公司成立合资公司华恒物流有限公司，公司占 73% 股权。至 2014 年末，公司货运运输车辆有 465 辆，其中 LNG 运输车辆 99 辆；公司的车辆中有 318 辆使用 LNG 作为燃料。

我们认为公司是 LNG 乃至危险化学品物流行业中的稀缺标的，行业未来整合力度及成长空间良好，公司的主要看点有：

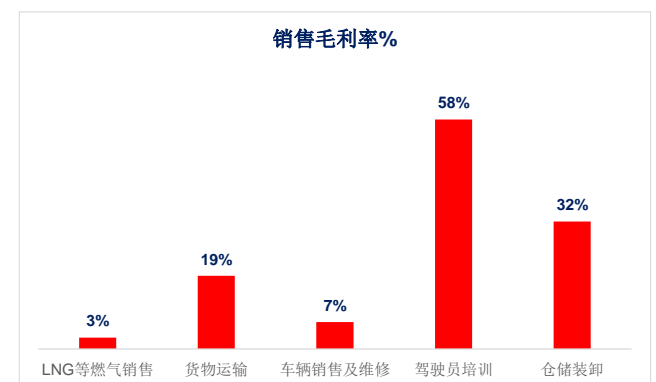
- 1、具有危险化学品的运输及管理经验。随着近年来国内安全事故不断，未来危险化学品的行业有望形成整合及提高行业门槛。
- 2、目前与中石化 LNG 的业务合作仅限于山东，但是未来随着中石化新的 LNG 终端设施的投产，公司的模式有望复制，实现异地扩张。
- 3、LNG 未来中长期仍将过剩，需求刺激以及公司自身的成本下降，有望形成双重利好。

图 1： 2015 H1 公司产品销售



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 2： 2015 H1 公司分产品销售毛利率

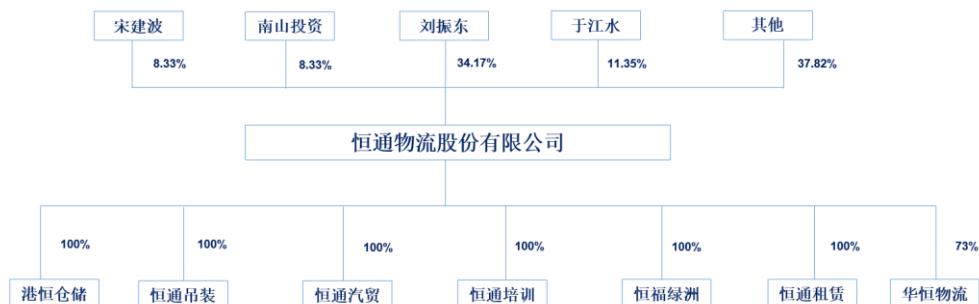


资料来源：Wind，川财证券研究所

公司的实际控制人是刘振东，下属主要子公司情况为：

- **山东恒福绿洲新能源有限公司**：公司成立华恒物流之前，母公司恒通股份提供物流运输环节的服务，恒通绿洲完成客户销售。
- **华恒物流有限公司**：2014 年 12 月成立，与中石化天然气公司合资，公司占 73% 股权，已成为中石化业务的重要物流服务提供商和合作伙伴。公司的 LNG 运输以华恒物流为主体，华恒物流至 2014 年底总资产 10695.09 万元，净资产 10603.77 万元。

图 3： 公司股权及主要下属公司



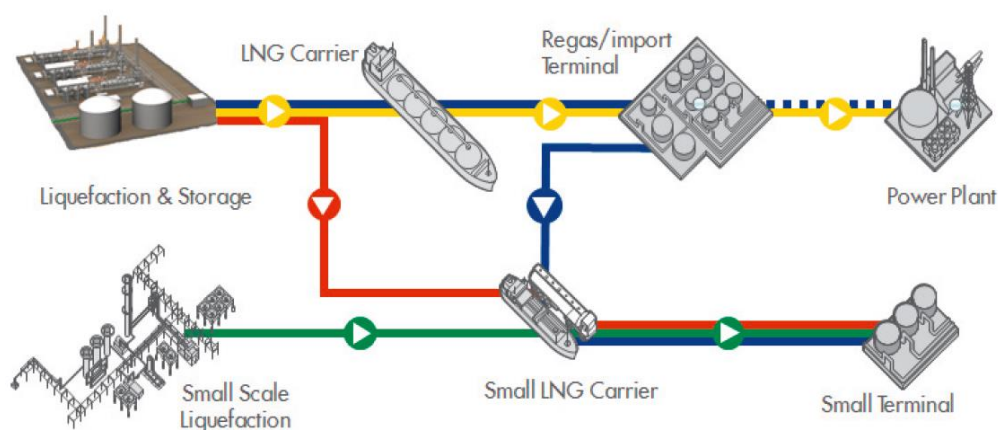
资料来源：公司公告，川财证券研究所

国家发展和改革委员会统计数据显示，2015 年 10 月份我国天然气消费量 145 亿立方米，增长 4.0%；1-10 月消费量 1465 亿立方米，增长 2.7%。与去年同期增速相比，单月消费增速下降 4.5 个百分点，累计消费增速下降 4.4 个百分点。

在我国，由于天然气的来源不同，有通过管道，也有通过进口 LNG 的方式。根据 IGU 统计，2014 年全球 LNG 贸易量为 2.411 亿吨。

我国小型的 LNG 液化能力在 2005 年为 600 万吨，至 2013 年底达到 890 万吨，预计到 2020 年中国的小型液化能力达 2100 万吨/年。

图 4： LNG 进料及运输流程图



资料来源：IGU，川财证券研究所

看点一：危险品物流行业整合 公司是 LNG 的综合分销商

目前我国已经成为仅次于美国的第二大石化产品生产国，每年通过道路运输的化学品超过 3 亿吨，其中危化品超过 1 亿多吨，并且在不断上升。这些危化品中 90%以上是需异地运输的，其中 80%是道路运输。

公司具备货物专用运输资质：（集装箱危险 2 类 1 项、2 类 2 项、3 类、4 类 1 项、5

类 1 项、6 类 1 项、8 类等。

我们认为公司未来在 LNG 运输、包括危险化学品物流领域的发展空间较大：

- 1、国内的危险化学品运输良莠不齐，安全事故频发，未来亟需行业整顿以提高门槛。
- 2、大多数运输商仅具备极少技术能力，甚至不具备技术能力；许多运输商并未拥有电子数据交换 (EDI) 技术，无法自动通知 TMS 收货与交货时间及运输动态。
- 3、LNG 汽车未来仍有很大的增长空间。我们认为短期由于油价的下跌、新能源汽车的补贴推广等因素，LNG 汽车短期性价比没有得到体现，但是随着环保的重视、海外 LNG 的价格下降，未来仍有较大的增长空间。
- 4、未来向第三方物流 3PL 等方向的延伸等。

据中国汽车工程学会数据，我国天然气汽车的发展已走过了 26 个年头，截止 2014 年底我国天然气汽车保有量已达 459.5 万辆（其中 LNG 汽车保有量为 18.4 万辆），加气站近 7000 座（其中 LNG 加注站 2500 座左右）。

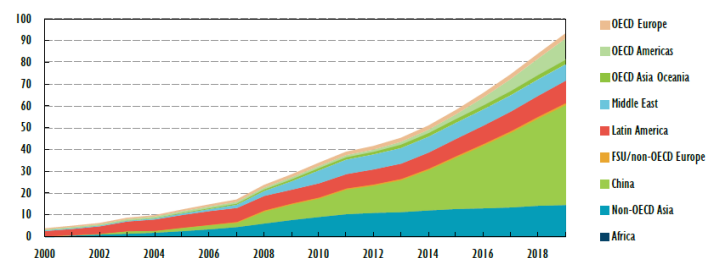
根据 IEA 《Gas Medium-Term Market Report 2014》预测，2019 年全球天然气车用的需求将达到 930 亿立方，相对于 2013 年的需求翻倍。

图 5： 我国 LNG 车及加气站保有量

	2010	2011	2012	2013	2014
LNG 车保有量（台）	1	3.8	7.5	12	18.4
LNG 车增速%		280%	97%	60%	53%
加气站保有量（个）	100	200	600	1844	2500
加气站增速%		100%	200%	207%	36%

资料来源：中国能源网，川财证券研究所

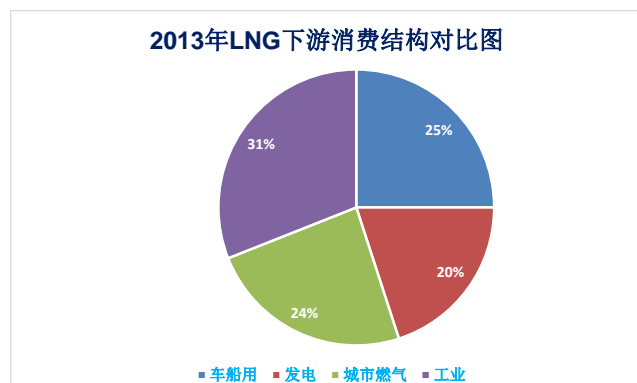
图 6： 天然气的交通用途需求（单位：10 亿立方）



资料来源：IEA Gas Medium-Term Market Report 2014，川财证券研究所

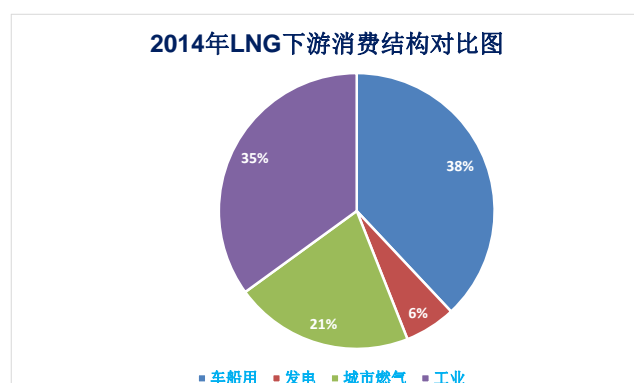
未来我国 LNG 消费潜力较大的行业主要是工业用途。

图 7： 2013 年我国 LNG 下游消费



资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

图 8： 2014 年我国 LNG 下游消费



资料来源：公司招股说明书，川财证券研究所

看点二：与中石化天然气合资公司 有望实行异地扩张

2014 年 12 月，公司与中石化天然气公司合资成立华恒物流有限公司，公司占 73% 股权。公司目前的 LNG 业务受制于货源以及运输半径的影响，业务范围主要是在山东省境内。

公司与中石化天然气公司合作，中石化青岛 LNG 接收站是中石化在国内第一座海外 LNG 接收站，达产后具备 1,000 万吨 / 年的 LNG 接收能力，未来中石化同时在天津、北海各有一座建接收站，公司具备异地扩张的潜力。

自 2006 年中海油在深圳大鹏投产国内第一座 LNG 接收站，一期接收能力在 370 万吨/年。随着中石化山东 LNG 项目一期工程年接转能力为 300 万吨，至 2014 年底国内 LNG 接收能力正式达到 3420 万吨。

图 9： 未来仍将有中石化 LNG 终端接收投产

LNG接收项目	接收能力（10亿立方/年）	接收能力（万吨/年）	主要股东	投产时间
海南LNG	4	300万吨/年	中海油	2014
山东LNG	4.1	300万吨/年	中石化	2015
粤东LNG	2.7	200万吨/年	中海油	2015
深圳LNG	5.4	400万吨/年	中海油	2015
广西北海	4.1	300万吨/年	中石化	2016
天津	4	一期300万吨/年；二期扩至1000万吨/年	中石化	2016

资料来源：IGU，川财证券研究所

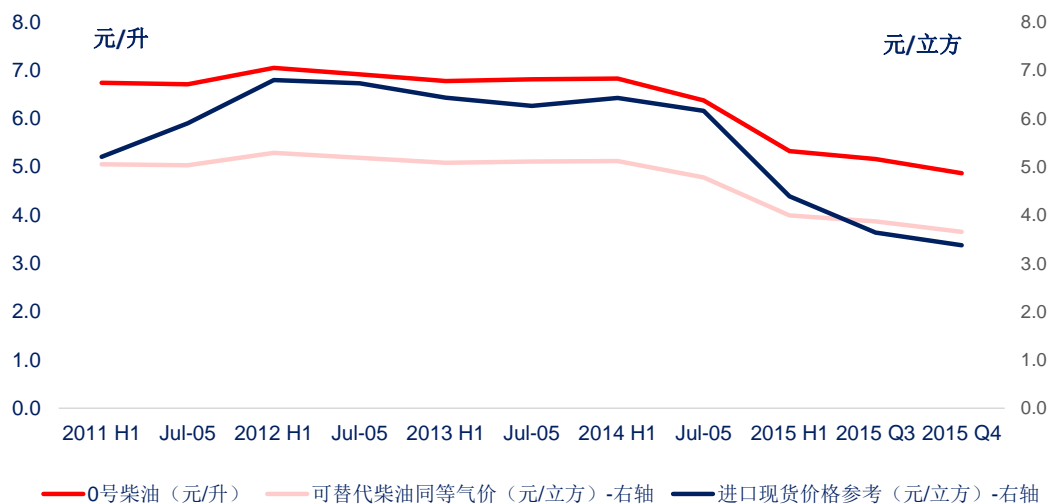
看点三：天然气降价 形成双重利好

我们以天然气客车与柴油客车相比较，假设每百公里的能耗为：对应天然气为 40 立方，柴油 33 升；以进口 LNG 的现货价格转换为参考。2015 年四季度起，随着进口 LNG 的价格下

降，天然气汽车已经具备经济效益。

假设：柴油价格 4.9 元/升，则 LNG 价格低于 3.7 元/立方时具备经济效益，当前进口 LNG 价格以 9 美金/百万英热单位为计算，折算为 3.4 元/立方，已经具备经济效益。

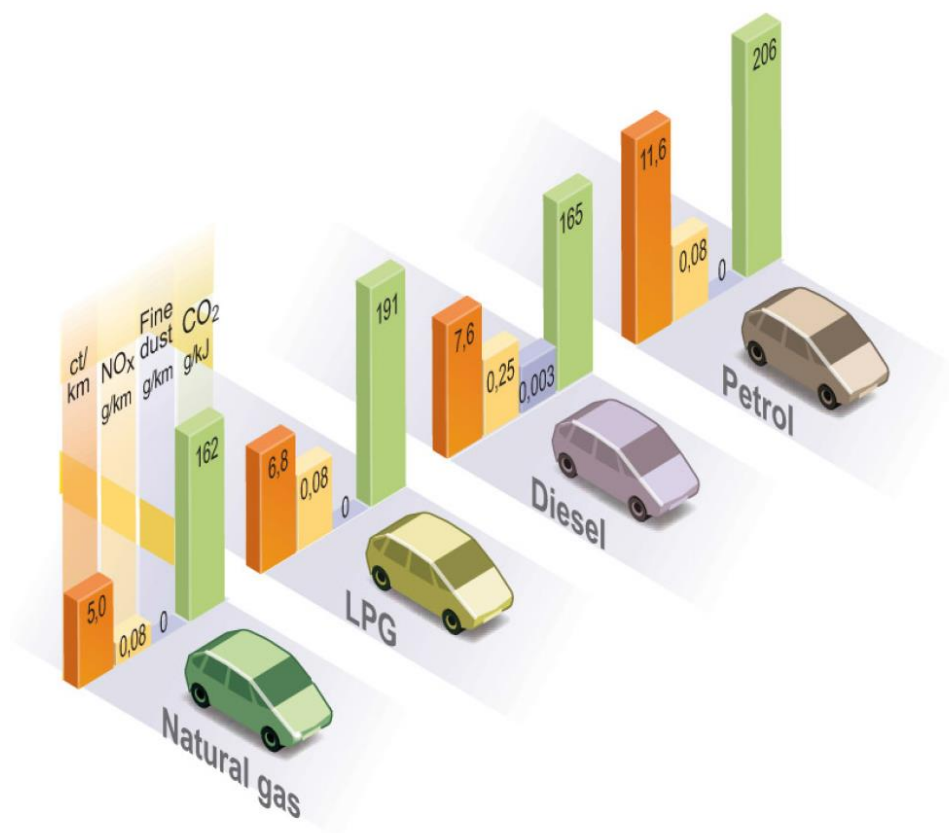
图 10：进口天然气与柴油的经济性对比



资料来源：Wind、川财证券研究所

相对于汽柴油车，天然气汽车无疑是碳排放量最少的。

图 11：天然气车的排放量少



资料来源：IGU、川财证券研究所

由于近期油价下跌较多，LNG 的价格存在一定的滞后，短期 LNG 的价格相对于原油价格的性价比不高，但是从长期而言，LNG 未来的供给仍将充裕，加上环保因素，未来需求有望得到提升。

- 1、海外供给充裕，LNG 进口价格仍将下降。巴布亚新几内亚的 PNG LNG T1 350 万吨 + PNG LNG T2 350 万吨，共计 700 万吨的 LNG 的终端于 2014 年投产；阿尔及利亚 470 万吨终端、澳大利亚 QCLNG T1 430 万吨终端均于 2014 年投产。至 2017 年，澳大利亚仍将有 5800 万吨的 LNG 名义产能投产。
- 2、巴黎气候变化大会通过全球气候新协定，碳减排刻不容缓。巴黎气候变化大会 12 月 12 日通过全球气候变化新协定，各方将加强对气候变化威胁的全球应对，把全球平均气温较工业化前水平升高控制在 2 摄氏度之内，并为把升温控制在 1.5 摄氏度之内而努力。

图 12: LNG 的供给设施

区域	2008年	2014年	2020年预计	2008-2014年增长 %	2014-2020年增长 %-预测
非洲	58.7	69.9	69.9	19%	0
亚太地区	81.2	95.3	158.1	17%	66%
欧洲	3.4	4.2	4.2	24%	0%
前苏联	0	9.6	26.1	0%	172%
拉美	15.5	20	20.5	29%	2%
北美	1.5	1.5	44.1	0%	2840%
中东	46.8	100.8	100.8	115%	0%
总LNG输送能力(百万吨)	207.1	301.3	423.7	45%	41%

资料来源: IGU, 川财证券研究所

主要产品假设

根据公司现有产能, 我们对主要产品的假设如下:

- LNG 等燃气销售: 由于中石化青岛的 LNG 终端于 2014 年底投入使用, 预计未来对公司的货源保障力度加强。同时, 我们认为未来 LNG 的降价势在必行, 有望刺激新增需求。预计 2015-2017 年增速分别为 132%、70%、50%。
- 货物运输: 我们认为随着公司物流信息化的建设, 加上物流行业整合, 公司仍有望进行新的业务扩展。预计 2015-2017 年增速分别为-17%、20%、20%。

(2015 年货物运输负增长主要是 LNG 的业务转至华恒物流)

图 13: 公司主要业务假设

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
销售额(万元)	98032	125262	120960	203170	322495	467200
LNG等燃气销售	20967	51037	68382	158882	270099	405149
货物运输	60717	57927	44520	36794	44153	52984
车辆销售及维修	13849	13194	3904	3047	3351	3686
驾驶员培训	1248	1142	2125	2290	2519	2771
仓储装卸	922	1465	1452	1450	1595	1754
吊装业务	329	497	576	707	777	855
毛利率%						
LNG等燃气销售	10%	6%	2.6%	3.0%	3.2%	3.5%
货物运输	23%	20%	23.2%	19.0%	22%	22%
车辆销售及维修	7%	8%	24.2%	8.0%	8%	8%
驾驶员培训	51%	33%	56.1%	55.0%	50%	50%
仓储装卸	43%	38%	33.2%	33.0%	30%	30%
吊装业务	-57%	-9%	-11.4%	-10.0%	-10.0%	-10.0%

资料来源: 川财证券研究所

投资建议

我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.304、0.455、0.747，我们以 DCF 为估值，假设：永续增长率：3%，无风险利率：3.3%，市场组合报酬率 8%，税率：25%，Beta：1.1，Kd：4%，Wd：40%，则 Ke 为 8.47%，WACC 为 6.28%；公司每股价值 47.83 元，首次给予公司买入评级。

风险

LNG 的性价比低，需求难以打开。目前 LNG 价格虽然下降，但是由于可比能源如石油、LPG 等价格同时下降，LNG 需求尤其是工业的需求难以打开。

公司的货源保障。公司的 LNG 货源主要来自于中石化，虽然有合资公司为主体，有一定的保障力度；但是整体渠道仍然单一。

报表预测(百万元)						现金流量表					
利润表						2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
营业收入	1256.36	1214.68	2031.70	3224.95	4672.00	经营性现金净流量	77.08	105.59	197.12	-19.65	207.73
减: 营业成本	1092.12	1065.53	1895.33	3022.10	4392.42	投资性现金净流量	-93.69	-79.18	-70.00	-30.00	-30.00
营业税金及附加	12.86	4.74	7.93	12.59	18.24	筹资性现金净流量	15.98	-16.89	-126.83	61.58	-163.26
营业费用	5.75	5.19	8.69	13.79	19.98	现金流量净额	-0.62	9.53	0.29	11.93	14.47
管理费用	66.66	64.35	62.98	96.75	116.80						
财务费用	11.23	16.69	7.69	6.44	4.44	财务分析和估值指标					
资产减值损失	1.02	-1.76	0.50	0.50	0.50	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	盈利能力					
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	13.07%	12.28%	6.71%	6.29%	5.98%
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	4.31%	4.03%	1.79%	1.69%	1.92%
营业利润	66.72	59.94	48.58	72.78	119.63	ROE	17.74%	14.88%	10.16%	13.54%	18.83%
加: 其他非经营损益	6.93	7.35	0.00	0.00	0.00	ROA	13.22%	12.51%	7.28%	9.14%	12.37%
利润总额	73.65	67.29	48.58	72.78	119.63	ROIC	13.47%	10.89%	7.60%	12.36%	15.43%
减: 所得税	19.48	18.35	12.15	18.20	29.91	成长能力					
净利润	54.17	48.94	36.44	54.59	89.72	销售收入增长率	27.95%	-3.32%	67.26%	58.73%	44.87%
减: 少数股东损益	-0.01	0.02	0.01	0.02	0.03	净利润增长率	-2.03%	-9.66%	-25.55%	49.82%	64.36%
归属母公司股东净利润	54.18	48.92	36.42	54.57	89.69	资本结构					
资产负债表						资产负债率	52.30%	46.09%	49.91%	50.22%	49.67%
货币资金	14.41	20.03	20.32	32.25	46.72	流动比率	0.63	0.82	0.78	1.03	1.29
应收和预付款项	146.83	144.01	227.90	363.05	493.71	速动比率	0.59	0.75	0.64	0.91	1.08
存货	13.47	13.84	50.91	52.33	97.72	经营效率					
其他流动资产	0.00	3.00	3.00	3.00	3.00	总资产周转率	1.96	1.83	2.63	3.72	4.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货周转率	81.11	77.00	37.23	57.75	44.95
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	业绩和估值					
固定资产和在建工程	365.09	347.73	349.98	309.24	265.49	EPS	0.451	0.408	0.304	0.455	0.747
无形资产和开发支出	94.30	99.33	88.46	77.58	66.71	BPS	2.546	2.740	2.987	3.358	3.968
其他非流动资产	7.30	34.92	32.35	29.78	29.78	PE	62.75	69.49	93.34	62.30	37.91
资产总计	641.39	662.86	772.91	867.23	1003.12	PB	11.13	10.34	9.48	8.44	7.14
短期借款	142.00	120.20	93.47	171.54	29.22	EV/EBITDA	19.14	19.21	28.62	24.54	18.52
应付和预收款项	109.89	80.30	273.06	244.76	449.76						
长期借款	60.00	85.71	0.00	0.00	0.00						
其他负债	23.55	19.27	19.27	19.27	19.27						
负债合计	335.44	305.48	385.80	435.56	498.24						
股本	90.00	90.00	120.00	120.00	120.00						
资本公积	99.78	99.78	69.78	69.78	69.78						
留存收益	115.69	138.97	168.69	213.22	286.40						
归属母公司股东权益	305.47	328.75	358.47	403.00	476.18						
少数股东权益	0.48	28.63	28.64	28.67	28.70						
股东权益合计	305.95	357.38	387.11	431.66	504.88						
负债和股东权益合计	641.39	662.86	772.91	867.23	1003.12						



分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。