安信证券 ESSENCE SECURITIES

2016 年 07 月 26 日

公司深度分析

证券研究报告

百货

中天能源（600856.SH）

近观海外油气项目发力，远望天然气全产业链启航

■**天然气全产业链布局：**公司具有清晰的天然气全产业链蓝图。上市以来，公司业务范围从下游的天然气分销向上游的油气资源和中游的 LNG 加工方面延伸。未来核心战略是建立起基于加拿大低价天然气资源的中加 LNG 产业链。

■**短期看点：海外油气资源并购贡献业绩：**作为中加 LNG 产业链的重要一环，公司抓住国际油价大跌的机遇，积极开展海外油气资源并购。据公司公告，公司分别于 2015 年和 2016 年完成对加拿大 New Star 公司 Long Run 石油勘探公司的并购。在短期内，若国际油价企稳，海外油气项目有望显著提升公司业绩。

■**长期看点：中加 LNG 产业链助力公司腾飞：**依靠加拿大的低价天然气资源和稀缺的 LNG 接受站，公司打造的中加 LNG 产业链可实现与国内管道气相比较大的价格优势。公司不仅可以享受价差带来的高额利润，还有望凭借价格优势大幅增加天然气的销量，公司业绩有望迈上新的台阶。

■**投资建议：**公司积极打造基于加拿大低价天然气资源的天然气全产业链，预计从今年开始公司进入业绩快速增长期。假设公司本次增发计划年内完成，我们预计公司 2016~2018 年 EPS 分别为 0.86 元、1.64 元和 1.80 元，对应 PE 为 23.0 倍、12.1 倍和 11.0 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：**项目进展不及预期，国内天然气市场低迷。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	368.5	1,979.0	4,017.1	7,746.3	8,832.5
净利润	0.3	284.1	590.3	1,128.1	1,234.6
每股收益(元)	0.00	0.50	0.86	1.64	1.80
每股净资产(元)	0.23	3.29	3.74	5.38	7.18

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	39,051.8	39.5	23.0	12.1	11.0
市净率(倍)	85.7	6.0	5.3	3.7	2.8
净利润率	0.1%	14.4%	14.7%	14.6%	14.0%
净资产收益率	0.2%	15.2%	23.0%	30.5%	25.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	5.8%	108.8%	34.9%	72.1%	60.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**

维持评级

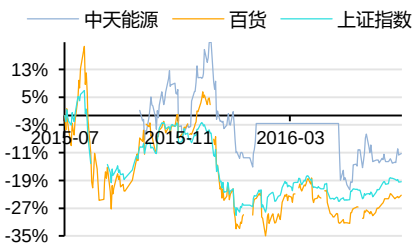
6 个月目标价： **30.00 元**

股价（2016-07-25） **19.79 元**

交易数据

总市值（百万元）	11,224.21
流通市值(百万元)	7,629.35
总股本（百万股）	567.17
流通股本(百万股)	385.52
12 个月价格区间	17.47/26.90 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.91	-11.19	1.93
绝对收益	2.75	-8.84	-23.71

邵琳琳 分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002

shaoll@essence.com.cn

021-35082107

相关报告

中天能源：募集 19.5 亿，剑指天然气全产业链	2015-10-16

本报告版权属于安信证券股份有限公司。

各项声明请参见报告尾页。

内容目录

1. 公司发展历程及短期、长期业绩增长点 4
1.1. 借壳上市，加速布局天然气行业 4
1.2. 借资本之力打造天然气全产业链 4
1.2.1. 天然气全产业链布局蓝图 4
1.2.2. 海外油气资源并购 5
1.2.3. LNG 液化工厂 5
1.2.4. LNG 接受站 5
1.3. 公司短期与长期业绩增长点 5
2. 短期：海外优质油气项目发力 5
2.1. 低价并购加拿大油气资源 5
2.2. 并购期为国际油价阶段性低谷 6
2.3. 海外油气项目将在短期内提升公司业绩 7
3. 长期：打造中加 LNG 全产业链 7
3.1. 拥有低价天然气资源 7
3.2. 稀缺的 LNG 接收站资源 9
3.3. 中加 LNG 产业链的价格优势 10
3.3.1. 高价进口气拉高天然气价格 10
3.3.2. 全产业链模式优于纯 LNG 贸易模式 12
4. 投资建议 12
5. 风险提示 13

图表目录

图 1：中天能源全产业链布局蓝图 4
图 2：国际油价变化曲线 6
图 3：不同机构对于未来油价的预测 6
图 4：国际油价与 Long Run 项目盈利能力的关系 7
图 5：2015 年北美天然气贸易流向 8
图 6：页岩气革命后美国页岩气产量 8
图 7：国际 LNG 价格对比 9
图 8：非居民天然气门站价 11
图 9：日本 LNG 现货价格的变化 12

表 1：国内 LNG 液化项目 5
表 2：第三方评估机构对于 Long Run 项目盈利能力预估 7
表 3：加拿大天然气出口量和美国天然气对外依存度 8
表 4：我国已经投运的 LNG 接收站 9
表 5：我国的进口管道气线路汇总 10
表 6：我国主要 LNG 接收站进口 LNG 价格及数量 11

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 公司发展历程及短期、长期业绩增长点

1.1. 借壳上市，加速布局天然气行业

2015 年，中天能源借壳长百集团实现上市。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（长百集团的控股股东）。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。2015 年 12 月，经上海证券交易所同意，公司证券简称由“长百集团”变更为“中天能源”。

公司主营业务分为天然气业务和制造业务。天然气业务为天然气（包括 CNG 和 LNG）的生产和销售。CNG 方面，公司已建成以武汉为核心的 CNG 生产和销售网络，投资并运营 3 座大型的 CNG 加工母站，同时拥有 20 个 CNG 子站。LNG 方面，公司在浙江、湖北、江苏、山东、安徽已建成完善的 LNG 分销网络，目前正在向上海、广东、福建、广西、江西、湖南等地进一步扩张。据 2015 年报数据，公司 2015 年天然气总销气量为 6.28 亿 m3，同比增长 101.48%，公司在华南地区大力拓展 LNG 分销业务，销售量同比增长 24 倍，是新增销气量的主要来源。

制造业务板块包括天然气储运设备和天然气汽车改装设备开发、制造与销售。该板块在公司业务收入中所占的比例不断下降，2015 年占比仅为 5%，预计未来将进一步下降。

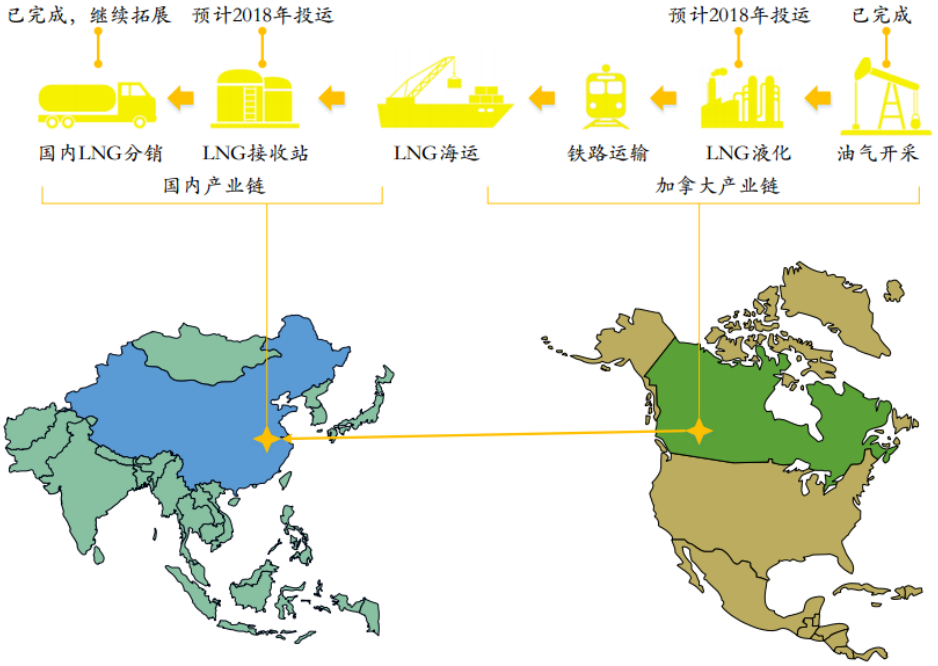
目前，公司拟非公开发行不超过 12227.50 万股，募集不超过 23 亿元，加速天然气全产业链布局，资金主要用于江阴液化天然气集散中心 LNG 储配站项目和收购青岛中天石油投资有限公司 49.74%股权等。

1.2. 借资本之力打造天然气全产业链

1.2.1. 天然气全产业链布局蓝图

上市之后，公司积极进行天然气全产业链布局，从下游的天然气分销向上游的油气资源和中游的 LNG 加工方面延伸。公司具有清晰的天然气全产业链布局蓝图，未来核心战略是建立起基于加拿大低价天然气资源的中加 LNG 产业链，如图 1 所示。

图 1：中天能源全产业链布局蓝图



资料来源：安信证券研究中心

公司未来将加拿大的天然气通过当地的 LNG 液化工厂加工为 LNG，以海运的方式运送到国内的 LNG 接受站，再利用公司的 LNG 分销网络进行天然气分销。目前，在整个产业链中，上游的海外油气田并购和下游的国内 LNG 分销网络已基本建成，中游的 LNG 液化厂和 LNG 接受站正在积极推进之中，预计可在 2018~2019 年投运。

1.2.2. 海外油气资源并购

公司抓住国际油价大幅下跌的历史机遇，在油价底部积极开展海外油气资源的并购，完成上游资源端的布局。据公司 2015 年 11 月 12 日公告，公司完成对青岛中天石油的并购，其子公司加拿大 New Star 公司拥有地质储量超过 4 亿桶油当量，已证实可采储量 1944 万桶油当量，目前日产量为 4200 多桶油当量。据公司 2016 年 7 月 6 日公告，公司又成功并购加拿大 Long Run 石油勘探公司，其拥有地质储量超过 20 亿桶油当量，目前日产量 35000 多桶油当量。

1.2.3. LNG 液化工厂

为了将加拿大低价天然气引入国内，公司在加拿大阿尔伯塔省拟投资建设 LNG 液化工厂。与此同时，公司还在国内投资建设 LNG 液化工厂。公司拥有压差式天然气节能液化专有技术。该技术利用长输管道和城市管网的压力差，采用膨胀机制冷，可使 LNG 液化过程的综合电耗大幅下降。公司在国内有 4 个 LNG 液化厂，总计加工能力 4.5 亿立方米，如表 1 所示。其中，山西项目已经投运，湖北安山和河北沙河项目近期将会建成，武汉西项目正在建设中。

表 1：国内 LNG 液化项目

序号	LNG 液化工厂地点	设计年液化量	项目进展
1	山西	1.5 亿立方米	试运行
2	武汉西	1 亿立方米	建设中
3	湖北安山	1.5 亿立方米	近期投产
4	河北沙河	0.5 亿立方米	近期投产
总计		4.5 亿立方米	

资料来源：公司资料，安信证券研究中心

1.2.4. LNG 接受站

公司在江苏省江阴市投资建设年接收能力为每年 200 万吨（28.4 亿立方米）的 LNG 中转接收站项目，总投资 20 亿元，公司控股比例为 60%。目前，江阴 LNG 接收站的设计已经完成，由中石化寰球工程公司施工建设，预计在 2018 年投运。

1.3. 公司短期与长期业绩增长点

经过多年的精心布局，公司天然气全产业链已见雏形，预计从今年开始公司将进入一个业绩快速增长期，而这个快速增长期又可分为两个阶段。

第一个阶段是 2016~2018 年。随着油价的企稳和回升，公司并购的 New Star 和 Long Run 公司有望实现盈利，显著提升公司的盈利能力。同时，公司在此阶段还将积极推进加拿大 LNG 液化厂和江阴 LNG 接受站的建设，并扩大国内 LNG 分销网络的覆盖范围。

第二个阶段是 2019 年以后。在中加 LNG 产业链搭建完成后，公司可以将加拿大低价的天然气引入国内，大幅降低公司的天然气采购成本，并利用价格优势进一步拓宽下游市场。在此阶段，公司的销气量和毛利率有望实现同时提升，预计公司业绩将产生一个新的阶跃。

2. 短期：海外优质油气项目发力

2.1. 低价并购加拿大油气资源

据公司 2015 年 11 月 12 日公告，公司完成对青岛中天石油天然气有限公司 38.5%的股权收购，合计持有其 51%股权，成为青岛中天石油的控股股东。青岛中天石油在加拿大拥有 New Star 公司。其油气资源包括轻质/中质油及天然气，其资产主要集中于阿尔伯塔省中部。油气田占地面积大约 81156 英亩（约 328 平方公里），有超过 4 亿桶油当量的地质储量（OOIP），

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

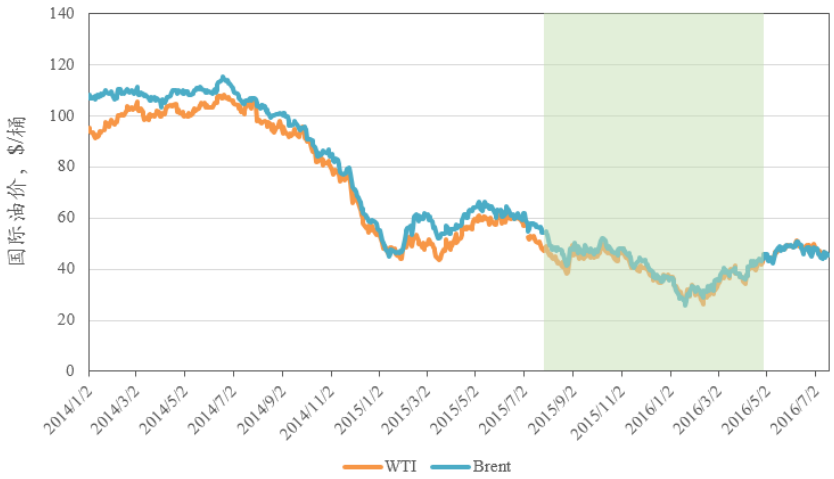
已证实可采储量1944万桶油当量,产品以天然气为主,天然气占比达到55%,石油占比35%,另有10%左右为液化石油气。目前,New Star公司日产量为4200多桶油当量,已经开始为公司贡献利润,2015年合并期11~12月,合计为公司贡献净利润492万元。

据公司2016年7月6日公告,公司收购青岛中天石油投资有限公司49.74%股权并进行增资,连同已持有的0.52%股权,合计持有青岛中天石油投资有限公司50.26%股权。公司通过中天石油投资公司的海外全资孙公司收购加拿大石油勘探公司Long Run,并购已于2016年6月底完成。Long Run石油勘探公司是一家位于卡尔加里并在多伦多证券交易所上市的石油和天然气公司,主要在加拿大西部从事油气开发和勘探。Long Run油气田占地面积2443902英亩(约合9890.12平方公里),地质储量(OOIP)超过20亿桶油当量,产品以天然气为主,天然气占60%,石油占30%。目前,Long Run公司日产量35000多桶油当量(约200万吨/年),以产油为主。待公司的中加LNG全产业链打造完成后,将增加天然气的产量。

2.2. 并购期为国际油价阶段性低谷

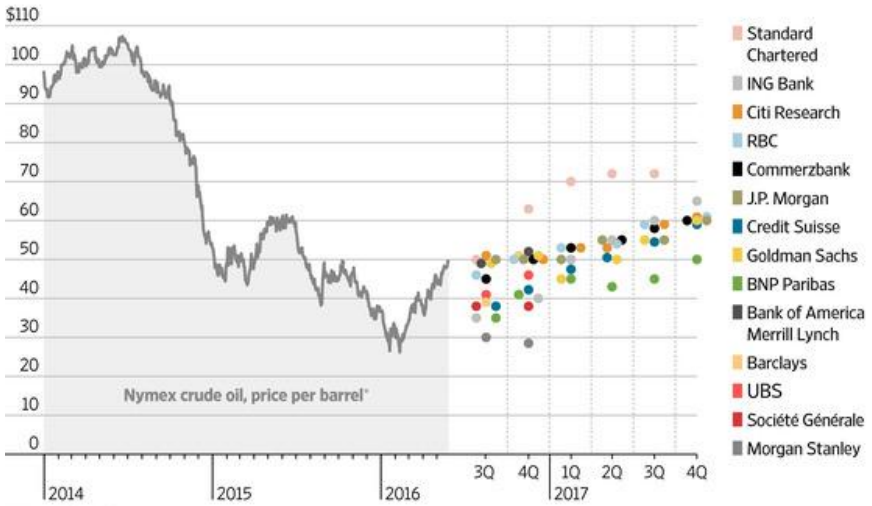
国际市场原油价格自2014年6月以来大幅走低,直至2016年1~2月份跌破30美元/桶。从国际油价的变化来看,如图2所示,公司对加拿大New Star和Long Run公司的收购处于国际油价的阶段性低谷。目前,国际油价已出现小幅反弹,在45美元/桶左右波动。

图2:国际油价变化曲线



资料来源:EIA,安信证券研究中心

图3:不同机构对于未来油价的预测



资料来源:Wall Street Journal,安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

国际油价存在着极大的不确定性，难以准确预测其未来的走势，因此，不能排除国际油价继续走低的可能性。但是，从长期来看，油价跌破 30 美元/桶应属于历史的低位。而根据各大投行对于未来油价的最新判断来看，如图 3 所示，大部分投行对于油价的预估偏中性，都认为 2017 年油价将有可能维持在 55 美元/桶左右。

2.3. 海外油气项目将在短期内提升公司业绩

基于对于未来油价偏中性的预期，海外油气资源并购项目有望成为短期业绩提升的重要动力。根据公司并购方案中第三方评估机构对于 Long Run 项目的评估，基于 5 年未来油价在 40~55 美元/桶的预判，2016-2020 年，预计 Long Run 公司的净利润分别为 2.06、6.36、10.62、11.88、14.31 亿元，如表 2 所示。

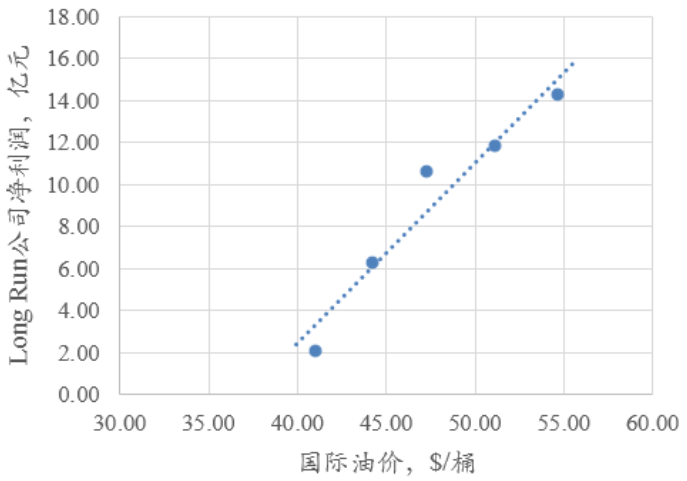
根据第三方评估机构在不同油价水平下对于未来盈利能力的预估，预计 Long Run 项目的盈亏平衡点在国际油价为 35~40 美元/桶之间，如图 4 所示。因此，Long Run 项目有较强的安全边际。

表 2：第三方评估机构对于 Long Run 项目盈利能力预估

	2016	2017	2018	2019	2020
原油价格（加元/桶）	53.70	58.00	62.10	67.10	71.80
原油价格（美元/桶）	40.92	44.20	47.33	51.14	54.72
天然气价格（加元/mcf）	2.90	3.27	3.45	3.63	3.81
天然气价格（美元/mcf）	2.21	2.49	2.63	2.77	2.90
销售收入（万加元）	44247.77	63412.58	79686.60	88543.17	98912.89
销售收入（亿元）	22.51	32.26	40.54	45.05	50.33
净利润（万加元）	4050.71	12505.59	20863.05	23343.18	28132.70
净利润（亿元）	2.06	6.36	10.62	11.88	14.31

资料来源：公司资料，安信证券研究中心

图 4：国际油价与 Long Run 项目盈利能力的关系



资料来源：公司资料，安信证券研究中心

3. 长期：打造中加 LNG 全产业链

3.1. 拥有低价天然气资源

加拿大拥有丰富的天然气资源，同时也是全球天然气生产和出口大国。从天然气资源来看，根据德国联邦地球科学与自然资源研究所的统计数据，加拿大常规气和非常规气（致密气、煤层气和页岩气）的总剩余技术可采资源量为 37.49 万亿 m3，位居全球第四。从天然气产量和出口量来看，根据 BP 能源统计年鉴，加拿大在 2015 年的天然气产量为 1634 亿 m3，位居全球第五；管道天然气出口总量为 743 亿 m3，位居全球第三。截至 2015 年，加

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

拿大并没有 LNG 出口，而管道天然气全部出口至美国。

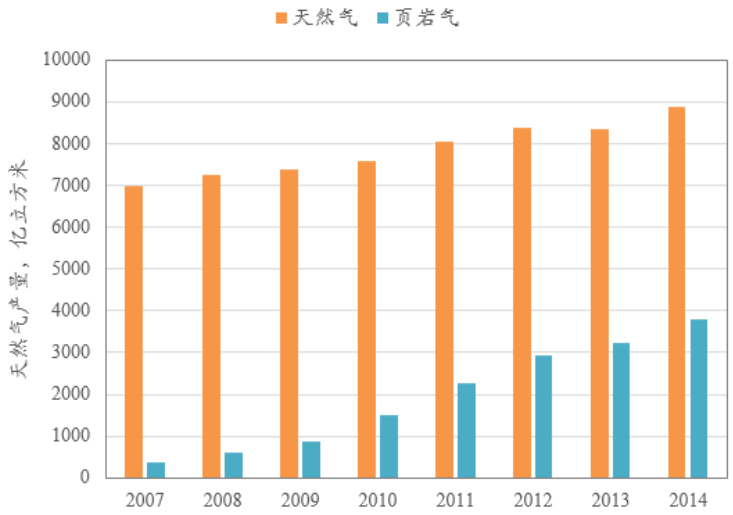
加拿大的天然气产业受到美国页岩气革命的巨大冲击。随着美国页岩气开采技术的突破，页岩气产量已从 2000 年的 122 亿 m3 增加到 2014 年的 3805 亿 m3，美国由此跃升为世界第一大产气国。

美国油气产量尤其是页岩气等非常规油气产量的大幅增长，改写了美国能源供给格局，也严重影响了加拿大的天然气工业。从 2005 年到 2015 年，加拿大天然气出口量不断走低，这与美国天然气对外依存度的降低密切相关。2005 年，美国进口天然气占天然气消费的比重高达 18%，而十年之后，天然气对外依存度仅为 1.4%。为弥补美国进口量下降，加拿大政府正将眼光放到全球更大的能源市场，中国是其重点出口目标之一。

图 5：2015 年北美天然气贸易流向

资料来源：BP 能源统计年鉴 2016，安信证券研究中心

图 6：页岩气革命后美国页岩气产量



资料来源：EIA，安信证券研究中心

表 3：加拿大天然气出口量和美国天然气对外依存度

	2005 年	2007 年	2009 年	2011 年	2013 年	2015 年
加拿大管道气出口量（十亿立方米）	104.2	107.3	92.24	88.0	78.9	74.3
美国天然气对外依存度（%）	18	16.6	10.0	6.4	6.7	1.4

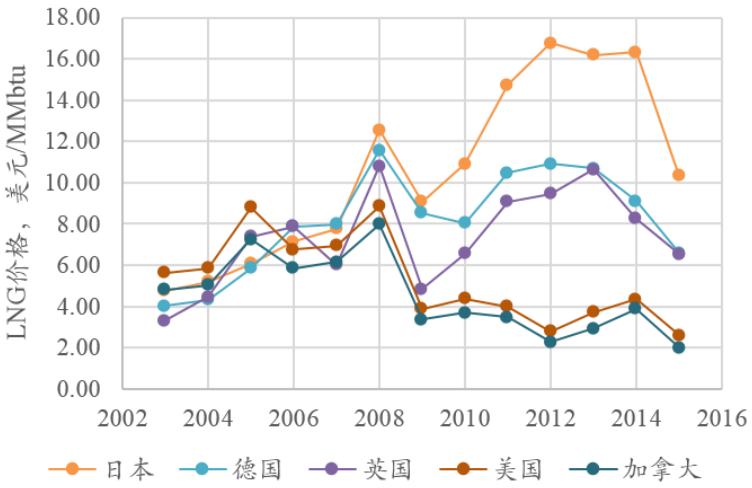
资料来源：BP 能源统计年鉴 2016，安信证券研究中心

美国页岩气革命还同时大幅拉低了北美地区的天然气价格。2005 年以前，各国间 LNG

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

价格差异较小，而 2005 年不同地区的 LNG 价格开始出现分化。加拿大天然气价格从 2005 年的 8.79 美元/ MMBtu 降至 2015 年的 2.60 美元/MMBtu，使得加拿大与亚太、欧洲地区的价格差异明显扩大。

图 7：国际 LNG 价格对比



资料来源：BP 能源统计年鉴 2016，安信证券研究中心

3.2. 稀缺的 LNG 接收站资源

除国产天然气和进口管道气之外，进口 LNG 已成为我国天然气资源的重要来源。截至 2015 年底，我国已建成投运的大型 LNG 接收站共 11 座，总接收能力为 4080 万吨/年（约 560 亿立方米/年）。

表 4：我国已经投运的 LNG 接收站

项目	单位	一期设计能力	总设计能力	投产时间
广东大鹏	中海油	3.7	7	2006
福建莆田	中海油	2.6	6	2008
上海洋山	中海油	3	6	2009
江苏如东	中石油	3.5	6.5	2011
辽宁大连	中石油	3	6	2011
浙江宁波	中石油	3	6	2012
广东东莞	九丰能源	1	1	2014
广东珠海	中海油	3	3	2013
唐山曹妃甸	中石油	3.5	10	2013
广东揭阳	中海油	2	2	2014
海南	中海油	3	3	2014
广西北海	中石化	3	5	2014
辽宁大连	中石化	3	3	2015
广东深圳	中海油	4	4	2015
澳门	中石化	5	5	2015
总计		49.3	82.5	

资料来源：发改委能源所，安信证券研究中心

我国大部分 LNG 接收站都由中石油、中海油、中石化三大石油公司所投资运营。2014 年 4 月，国家发改委颁布的《天然气基础设施建设与运营管理办法》和《油气管网设施公平开放监管办法》，提出“国家鼓励、支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的天然气基础设施。”其他企业可以租用三大石油公司 LNG 接收站从海外进口 LNG。但是，在参与 LNG

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

进口时，企业需要和 LNG 接收站沟通协调窗口期。因此，租用的方式并不能保证 LNG 的安全稳定供应，自身控制运营 LNG 接收站是更受青睐的方式。

目前，多家企业正积极推进LNG接受站的建设。九丰集团的东莞九丰LNG接收站于2012年6月开车运行，目前年周转量为30万吨左右，设计年周转能力100万吨。新奥集团的舟山 LNG 接收站项目正在建设当中，其中一期 LNG 处理规模 300 万吨/年，计划 2018 年 6 月投产，二期规模扩展到 600 万吨/年，计划 2020 建成投产。深圳燃气投资建设的调峰储备站项目也正在建设中，预计在 2017 年下半年投运。

公司是 LNG 接收站投资领域内行动比较早的企业。公司在江苏省江阴市投资建设年接收能力为每年 200 万吨（28.4 亿立方米）的 LNG 接收站是中加 LNG 产业链中的重要一环。公司拥有 LNG 接受站后，可保证 LNG 进口的可靠性，并扩大 LNG 进口规模。目前，除三大石油公司外的 LNG 接受站数目较少，是稀缺的资源。

3.3. 中加 LNG 产业链的价格优势

公司打造的中加 LNG 产业链依托加拿大的低价天然气资源和稀缺的 LNG 接受站资源，两者的结合可以较国内管道天然气实现明显的价格优势。

3.3.1. 高价进口气拉高天然气价格

我国的天然气进口量逐年提升，2015 年，我国天然气进口量为 624 亿立方米，管道气和 LNG 进口量分别占 56.7%和 43.3%，对外依存度 30%左右。因此，进口天然气价格会对国内的天然气价格产生重要影响。

我国的进口管道气主要来源于土库曼斯坦、缅甸、乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦。2015 年中国进口中亚管道气 305 亿立方米。我国已建、在建和规划新建中亚天然气管道 A 线、中亚天然气管道 B 线、中亚天然气管道 C 线、中缅天然气管道、中俄天然气管道、中俄西线天然气管道等 7 条陆路进口天然气管道，进口能力达 1650 亿立方米/年。进口管道气价格较高，以从中东进口的管道气为例，购气成本在1.2~1.5元/m3，运输到国内门站价约为2~3元/m3。

表 5：我国的进口管道气线路汇总

管道名称	气源	输气量	达产时间
中哈天然气管道一期	哈萨克斯坦	100	2009
中哈天然气管道二期	哈萨克斯坦	300	2012
中亚天然气管道 A/B 线	土库曼斯坦	300	2012
中亚天然气管道 C 线	乌兹别克斯坦	250	2013
中缅天然气管道	缅甸	120	2013
中俄天然气管道东线	俄罗斯	380	2020

资料来源：发改委能源所，安信证券研究中心

我国的进口 LNG 主要来自于澳大利亚、卡塔尔和马来西亚，占中国 LNG 进口总量的 69%。由于我国大多数进口 LNG 的长期贸易合同是在高油价时签订的，合同价格在 15～17 美元/MMBtu（3.75～4.25 元/立方米）。2011-2015 年中国石油进口的 LNG 平均价格高达 17 美元/MMbtu（折合 4.25 元/立方米）。

国际 LNG 贸易以长期合同为主，其原则是“照付不议”。买方不得随意终止或变更合同，只要卖方执行了“照供不误”，买方就要按照合同的不低于照付不议量接收 LNG，少接收的气量仍要照付气费，但可在次年补提气。为了消纳高价的 LNG 进口长约，三大石油公司只能采取“限现货、保长约”的策略，在国际 LNG 价格持续走低的背景下，仍坚持不进口海外低价天然气。由于进口 LNG 与国内天然气销售价格存在倒挂等原因，既有的 LNG 接收站能力利用率持续降低，从 2010 年的 76%降至 2014 年 48.7%，2015 年进一步下降至 47.7%。

因此，由于占我国天然气消费总量 30%的进口管道气和 LNG 都存在价格偏高的现象，总体上拉高了国内天然气价格。即使在 2015 年 11 月，发改委将将非居民用气最高门站价格降低 0.7 元/m3 以后，我国东南沿海地区的天然气门站价仍高于 2 元/m3，如图 8 所示。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

工商业用户的终端气价的计算方式为：终端气价=管道地区门站价+省级管网输气费+城市管网配气成本。用户的终端气价远高于各地的门站价。据统计，目前东部沿海地区终端非居民用气价格普遍在 3-3.5 元/m3。

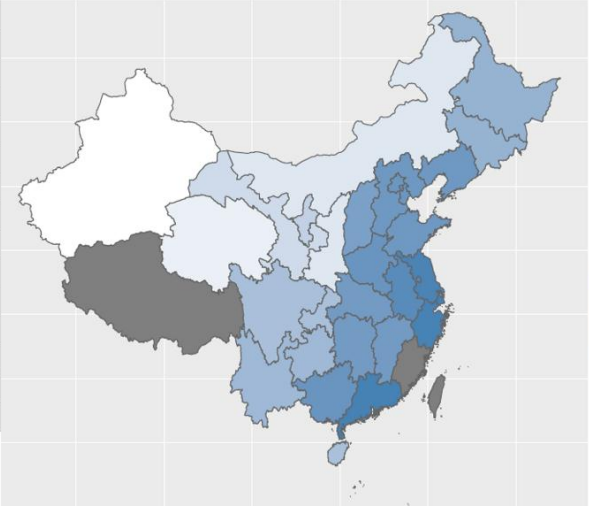
表 6：我国主要 LNG 接收站进口 LNG 价格及数量

			2011	2012	2013	2014	2015Q1-Q3	2015Q4
中国石油	江苏如东	进口数量（亿立方米）	18.8	32.6	40.55	29.45	13.96	3.18
		进口单价（美元/MMBtu)	16.76	18.66	18.03	18.27	12.37	10.77
		到岸完税价（元/立方米）	4.55	4.76	4.44	4.46	3.05	2.76
	辽宁大连	进口数量（亿立方米）	1.7	20.9	26	19.97	10.69	5.65
		进口单价（美元/MMBtu)	17.5	18.79	18.57	18.89	11.56	10.82
		到岸完税价（元/立方米）	4.8	4.79	4.57	4.62	2.85	2.77
	河北曹妃甸	进口数量（亿立方米）	-	-	5.64	22.4	16.36	1.59
		进口单价（美元/MMBtu)	-	-	18.21	17.01	13	10.37
		到岸完税价（元/立方米）	-	-	4.49	4.16	3.21	2.66
中海油	上海洋山	进口数量（亿立方米）	35.3	28.1	35.99	40.85	28.71	4.62
		进口单价（美元/MMBtu)	8.28	8.49	8.29	8.23	9.09	6.34
		到岸完税价（元/立方米）	2.1	2.17	2.04	2.05	2.25	1.63
	广东大鹏、珠海	进口数量（亿立方米）	92.1	80.4	82.38	83.32	62.55	14.74
		进口单价（美元/MMBtu)	9.26	9.6	9	8.99	6.91	5.99
		到岸完税价（元/立方米）	2.36	2.45	2.21	2.19	1.71	1.54
	福建莆田	进口数量（亿立方米）	23.2	39.4	44.89	48.51	30.14	6.1
		进口单价（美元/MMBtu)	6.6	6.17	7.61	9.89	8.77	7.83
		到岸完税价（元/立方米）	1.68	1.57	1.88	2.4	2.17	2.01
	浙江宁波	进口数量（亿立方米）	-	-	14.27	22.78	12.14	4.37
		进口单价（美元/MMBtu)	-	-	18.34	18.5	11.36	10.77
		到岸完税价（元/立方米）	-	-	4.51	4.52	2.81	2.76
	海南洋浦	进口数量（亿立方米）	-	-	-	2.51	2.05	0.89
		进口单价（美元/MMBtu)	-	-	-	19.01	9.31	10.28
		到岸完税价（元/立方米）	-	-	-	4.64	2.31	2.64
中石化	山东青岛	进口数量（亿立方米）	-	-	-	2.88	14.37	5.41
		进口单价（美元/MMBtu)	-	-	-	16.52	11.89	10.16
		到岸完税价（元/立方米）	-	-	-	4.03	2.94	2.61

资料来源：《全球 LNG 贸易新趋势与中国 LNG 行业发展》，安信证券研究中心

图 8：非居民天然气门站价

北京	2	湖北	1.96
天津	2	湖南	1.96
河北	1.98	广东	2.18
山西	1.91	广西	2.01
内蒙	1.34	海南	1.64
辽宁	1.98	重庆	1.64
吉林	1.76	四川	1.65
黑龙江	1.76	贵州	1.71
上海	2.18	云南	1.71
江苏	2.16	陕西	1.34
浙江	2.17	甘肃	1.43
安徽	2.09	青海	1.27
江西	1.96	宁夏	1.51
山东	1.98	新疆	1.15
河南	2.01		



资料来源：发改委，安信证券研究中心

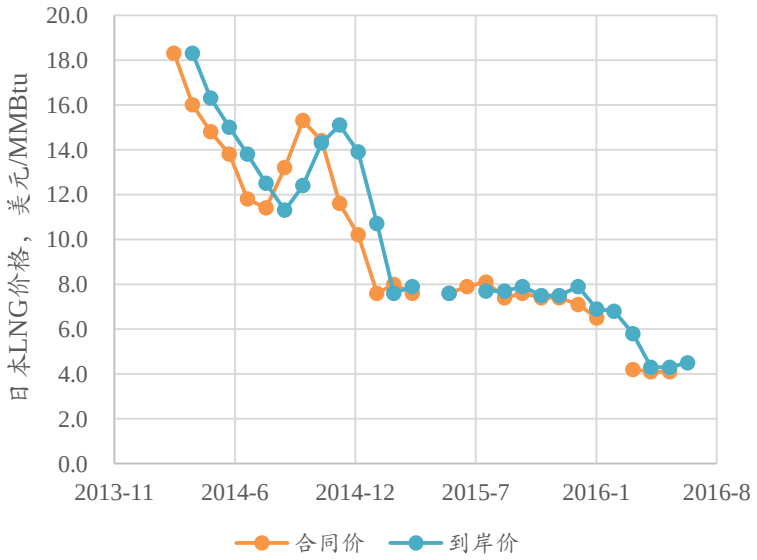
本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

按照公司搭建的中加 LNG 全产业链来计算天然气用户的终端气价：终端气价=加拿大天然气开采成本+液化费用+铁路和海运成本+国内接收站储运费+国内运输费+气化费用。由于公司在资源端拥有加拿大低价天然气的优势。2015 年,加拿大阿尔伯塔省天然气价格仅为 0.61 元/m3（1US$/MMBtu=0.235 元/立方米）。因此，即使考虑了其余各项费用，最终也可实现较低的成本，远低于国内 3~3.5 元/m3 的管道气价格。因此，中加 LNG 产业链的打造，使公司不仅可以享受价差带来的高额利润，还有望凭借价格优势大幅增加天然气的销气量，公司业绩有望在中加 LNG 产业链打造完成后迈上新的台阶。。

3.3.2. 全产业链模式优于纯 LNG 贸易模式

受国际油价下跌的影响、中日等国经济增速放缓、日本重启核电等多方面因素的影响，东亚 LNG 现货价格急剧下降。2016 年 3 月，我国现货 LNG 到岸价约 4.25~4.5 美元/MMBtu（1.01~1.07 元/立方米，不含税），在完税并考虑接卸环节后，成本在 1.6~2.0 元/立方米，与国内 LNG 槽车送到价 2.5~3.0 元/立方米价格和管道气 3.0~3.5 元/立方米的价格相比，存在较大的套利空间。

图 9：日本 LNG 现货价格的变化



资料来源：日本经济产业省，安信证券研究中心

尽管当期 LNG 现货价格与国内管道气之间存在着很大的套利空间，但是，从更长的时间周期来看，LNG 现货价格未必会持续走低。在 2015 年以前，我国的进口 LNG 价格一直高于管道气价格，而 LNG 长贸合同价格普遍低于现货价格。2014 年我国进口 LNG 均价高达 13.7 美元/MMBtu。如果未来 LNG 价格出现大幅上涨，则单纯的 LNG 贸易将失去竞争力。

公司打造的中加 LNG 全产业链的好处是由于公司直接收购了上游的油气田，相当于永久性的锁定了低价天然气，无论未来国际 LNG 价格是否会大幅上涨，公司都能一直享有低价天然气所带来的市场竞争力，规避气价波动带来的风险。这是公司打造的全产业链模式相比于与单纯的 LNG 贸易所具有的另一优势。

4. 投资建议

市场稀缺的天然气全产业链的标的。经过这几年的布局，全产业链持续搭建，公司在油价底部并购加拿大 New Star 和 Long Run 两个油气资源项目，积极推进加拿大 LNG 液化厂和江阴 LNG 接受站的建设，未来有望通过公司的 LNG 分销网络销售海外低价天然气。

在发展的第一阶段(2016-2018)，公司的主要业绩增长点来自于加拿大 New Star 和 Long

Run 两个油气项目的并表。油气项目对于净利润的贡献取决于未来油价的变化情况，根据我们的估算,若未来油价在45~55美元/桶的范围波动,油气项目对公司净利润的贡献为3.7~8.2亿元（考虑持股比例约50%）。

在发展的第二阶段（2019年以后），公司的中加LNG全产业链打造完成，远期可实现年进口LNG约200万吨，若毛利达到1元/m3，海外低价天然气供应对公司毛利的贡献可达到每年28亿元。

公司积极打造基于海外低价天然气资源的天然气全产业链，预计从今年开始公司进入业绩快速增长期。假设公司本次增发计划年内完成，我们预计公司2016~2018年EPS分别为0.86元、1.64元和1.80元，对应PE为23.0倍、12.1倍和11.0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。

5. 风险提示

1) 公司打造的中加LNG产业链包含多个环节，若部分环节的进展不及预期，有可能影响中加LNG产业链的整体进度。
2) 随着我国经济结构的转型，终端能源需求增长速度放缓，有可能影响公司下游市场的开拓。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	368.5	1,979.0	4,017.1	7,746.3	8,832.5
减:营业成本	277.9	1,558.7	2,804.9	5,067.5	5,910.0
营业税费	5.0	11.8	20.0	36.2	42.2
销售费用	9.4	8.3	13.4	24.1	28.1
管理费用	68.3	55.7	93.5	168.9	197.0
财务费用	14.1	37.4	143.3	255.7	374.2
资产减值损失	0.0	8.3	-	-	-
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	7.1	29.6	31.0	31.0	31.0
营业利润	1.0	328.3	973.0	2,224.9	2,312.0
加:营业外净收支	-0.7	45.9	46.0	46.0	46.0
利润总额	0.3	374.1	1,019.0	2,270.9	2,358.0
减:所得税	-	83.0	226.1	504.0	523.3
净利润	0.3	284.1	590.3	1,128.1	1,234.6

资产负债表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	97.6	800.8	803.4	1,549.3	2,419.2
交易性金融资产	-	0.6	0.2	0.3	0.3
应收帐款	15.7	269.6	153.3	719.2	346.9
应收票据	-	44.6	15.1	62.5	55.5
预付帐款	3.0	489.5	175.8	614.6	561.9
存货	2.6	120.3	4.2	246.3	93.9
其他流动资产	-0.0	24.4	8.1	10.8	14.4
可供出售金融资产	12.8	15.0	13.5	13.8	14.1
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	33.8	66.7	66.7	66.7	66.7
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	276.8	1,994.5	2,428.7	2,963.9	3,538.0
在建工程	10.5	213.1	456.6	578.3	639.1
无形资产	1.5	160.4	154.5	148.7	142.8
其他非流动资产	4.4	500.0	205.8	242.9	304.0
资产总额	458.7	4,699.5	4,485.9	7,217.2	8,196.9
短期债务	161.0	1,145.8	297.8	97.1	-
应付帐款	69.9	682.5	718.0	1,827.7	1,096.6
应付票据	-	-	-	-	-
其他流动负债	95.9	122.4	94.0	148.9	120.7
长期借款	-	201.5	-	-	-
其他非流动负债	0.6	100.0	33.5	44.7	59.4
负债总额	327.3	2,252.3	1,143.4	2,118.4	1,276.7
少数股东权益	0.4	579.7	772.2	1,400.4	1,987.1
股本	234.8	587.7	687.1	687.1	687.1
留存收益	-103.9	1,272.4	1,883.2	3,011.3	4,245.9
股东权益	131.3	2,447.2	3,342.5	5,098.8	6,920.2

财务指标

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长性					
营业收入增长率	-9.3%	437.0%	103.0%	92.8%	14.0%
营业利润增长率	-93.8%	34103.0	196.4%	128.7%	3.9%
净利润增长率	-98.3%	98762.3	107.7%	91.1%	9.4%
EBITDA 增长率	-32.7%	1207.9%	181.9%	120.7%	9.0%
EBIT 增长率	-49.4%	2320.9%	205.3%	122.2%	8.3%
NOPLAT 增长率	-49.4%	1783.7%	216.4%	117.6%	8.0%
投资资本增长率	0.5%	887.7%	5.2%	28.9%	22.4%
净资产增长率	0.2%	1763.3%	36.6%	52.5%	35.7%
利润率					
毛利率	24.6%	21.2%	30.2%	34.6%	33.1%
营业利润率	0.3%	16.6%	24.2%	28.7%	26.2%
净利润率	0.1%	14.4%	14.7%	14.6%	14.0%
EBITDA/营业收入	8.4%	20.6%	28.6%	32.7%	31.2%
EBIT/营业收入	4.1%	18.5%	27.8%	32.0%	30.4%
运营效率					
固定资产周转天数	277	207	198	125	133
流动营业资本周转天数	-59	12	-10	-16	-7
流动资产周转天数	120	170	130	101	136
应收帐款周转天数	16	26	19	20	22
存货周转天数	3	11	6	6	7
总资产周转天数	452	469	412	272	314
投资资本周转天数	255	259	238	145	159
投资回报率					
ROE	0.2%	15.2%	23.0%	30.5%	25.0%
ROA	0.1%	6.2%	17.7%	24.5%	22.4%
ROIC	5.8%	108.8%	34.9%	72.1%	60.4%
费用率					
销售费用率	2.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	18.5%	2.8%	2.3%	2.2%	2.2%
财务费用率	3.8%	1.9%	3.6%	3.3%	4.2%
三费/营业收入	24.9%	5.1%	6.2%	5.8%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	71.4%	47.9%	25.5%	29.4%	15.6%
负债权益比	249.2%	92.0%	34.2%	41.5%	18.4%
流动比率	0.36	0.90	1.05	1.54	2.87
速动比率	0.36	0.84	1.04	1.43	2.79
利息保障倍数	1.07	9.77	7.79	9.70	7.18
分红指标					
DPS(元)	-	-	-	-	-
分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	0.3	291.1	590.3	1,128.1	1,234.6
加:折旧和摊销	16.0	48.7	30.6	50.0	71.5
资产减值准备	0.0	8.3	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	15.8	40.4	143.3	255.7	374.2
投资损失	-7.1	-29.6	-30.0	-30.0	-30.0
少数股东损益	-0.0	7.0	202.6	638.8	600.1
营运资金的变动	0.2	-567.5	822.5	-172.5	-216.2
经营活动产生现金流量	24.3	71.9	1,759.2	1,870.2	2,034.3
投资活动产生现金流量	-8.4	-625.0	-668.1	-670.3	-670.4
融资活动产生现金流量	-19.8	632.4	-1,088.4	-454.0	-493.9

业绩和估值指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
EPS(元)	0.00	0.50	0.86	1.64	1.80
BVPS(元)	0.23	3.29	3.74	5.38	7.18
PE(X)	39,051.8	39.5	23.0	12.1	11.0
PB(X)	85.7	6.0	5.3	3.7	2.8
P/FCF	-2,242.7	-12.6	-22.8	87.0	39.4
P/S	30.5	5.7	3.4	1.8	1.5
EV/EBITDA	79.6	40.6	12.0	5.3	4.7
CAGR(%)	1736.2%	84.7%	257.5%	1736.2%	84.7%
PEG	22.5	0.5	0.1	0.0	0.1
ROIC/WACC	0.6	10.6	3.4	7.0	5.9
REP	16.8	0.6	1.5	0.5	0.5

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。