

2016年09月22日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

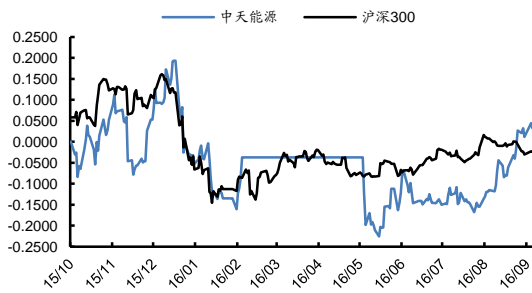
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 傅鸿浩 S0350115080013
0755-23936019 fuhh@ghzq.com.cn

完善 LNG 物流集散网络、加速全产业链布局

——中天能源（600856）事件点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
中天能源	-41.0	-40.6	-47.0
沪深 300	-2.9	5.2	-1.3

市场数据

2016/09/22

当前价格（元）	11.78
52 周价格区间（元）	8.61 - 13.95
总市值（百万）	13362.42
流通市值（百万）	9082.74
总股本（万股）	113433.12
流通股（万股）	77103.04
日均成交额（百万）	112.81
近一月换手（%）	45.64

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

公司公告与潮州华丰签订《投资合作协议》，以成立项目公司的形式将华丰现有 5 万吨级 LPG 码头改造为 8 万吨级 LNG/LPG 接收储配站。工程总投资 20 亿元，项目启动以合作方在 2016 年 12 月 20 日之前完成项目公司设立及码头、项目用地等实物资产出资为前提。公司将受让项目公司 50% 股权，预计不超过 4 亿元。

投资要点：

■ **构建天然气物流集散网络、投资分布式产业集群，提高每方售气毛利。** 公告拟投建的粤东 LNG 储配站与公司在建的 200 万吨江阴天然气物流集散中心，实则都是海外 LNG 接收站。两项目是中天能源构建自有 LNG 储运、物流体系，实现海外自有气源进口的主要环节，预计两工程都会在 2017 年底竣工。初步估算若 LNG 接收站投产，届时公司进口海外自有气的成本将少于 0.5 元每方（目前进口气为非自有气源），且远低于现有部分国内气源接近 2 元每方的采购成本。

项目选址在粤东：一是潮州为国内主要的陶瓷、不锈钢产地，下游企业用气需求旺盛。且当地节能减排力度大，政府推行工业燃煤锅炉置换的“煤改气”，力求压缩现有约 3000 万吨（2015 年）的煤炭消耗量至 1000 万吨，以 300 万吨的 LNG 置换 1000 万吨煤炭计算，消费增长潜力巨大。二是依托公司在当地较为成熟的 LNG、CNG 下游分销体系。既可为这些加气、储气站提供廉价气源消纳部分产品，又可以粤东项目为据点，业务向周边省份辐射，临近的福建、江西等省境地区均是其拓展区。另外公司还计划在服务覆盖范围内，建设分布式产业集群实现冷、热、电、气联供，丰富下游分销产品，进一步提升每方售气综合销售毛利。

■ **采取 LNG、CNG “点供”形式，快速深入经济核心区域搭建分销网络，打开成长空间。** 燃气行业公司主要有两种典型的经营模式：一是从上游购气、每方加价销售给下游的中游管输公司；二是以获取区域内特许经营权为目的的地方燃气公司。两者的扩张都受输气管网铺设和特许经营权的区域限制。中天能源的天然气分销采取不受地域扩张限制的“点供”形式，快速在经济核心地区建设 CNG、LNG 供气或储配站，搭建起分销网络直供终端工业用气大户。公司供气点选址一般都就近当地工商企业众多的产业园区，通常该地区整体的工业“煤改气”进程推进都较快。独具一格的经营发展模式，决定了中天能源的高成长性。仅从 2014 年借壳上市至今，公司经营地域已从山东、江苏、浙江、湖北、

安徽五省，迅速覆盖到华东、华中、华南十四省区。公司日均销量从 14 年初的 13 万立方米提升至 15 年 9 月的 215 万立方米，营收与归母净利 15 年同比增 65.43%、91.45%，16 年上半年两项数据仍实现 51.9%、211.45% 的增长（剔除 new stare 上半年 2034 万净利并表影响，公司国内天然气业务归母净利仍实现 127% 的增长）。随着下半年用气高峰的到来，公司新收购的 Long Run 可能年末并表，带动 16 年全年业绩高增长。公司有成为燃气行业稀缺的内生、外延高成长标的潜质。

- **收购海外气源，建设 LNG 工厂、集散中心，协同分销网络全产业链布局。**公司业务迅速扩张的一关键因素是，气源采购成本低，终端售价有价格优势。公司一方面抓住国际 LNG 价格处于历史低位的有利时机，积极进口海气；另一方面与中石油、中石化等签署长期供气协议，直接以门站价从上游购气。在保障份额稳定供应的同时，省去了通过省管网、地方管网的两级加价。公司战略长期“寻求天然气资源自主化”，欲打造从上游油气田（海外气源）、海外 LNG 液化工厂、LNG 进口接收站、至下游分销网络的天然气全产业链。

中天能源目前布局加速，现已初步完成上游气田的收购和下游分销网络的建立：15 年 11 月收购加拿大 New Star，16 年 6 月完成并购加拿大另一油气田 Long Run；LNG 业务方面，公司利用浙江、山东、湖北、江苏、安徽等地区的分销网络向当地终端工业客户进行供气。CNG 业务方面，已投入运营的有 4 座日独自处理能力约 70 万立方米的 CNG 母站、17 座日独自加气能力约 40 万立方米的 CNG 加气子站及 1 座燃气调压站，主要为车辆提供加气和向部分工厂供气。其他地区的 LNG 与 CNG 储气、加气站、LNG 工厂项目也正紧锣密鼓的建设中，两个海外 LNG 接收站预计都会在明年年末投产。公司试图打造的天然气全产业链，具有明显的协同效应。在全球天然气供给宽松，国内油气价改、逐步放开管制的大环境下，天然气消费增长是长期大趋势。公司的核心业务天然气分销与海外油气田等均具备较强的增长潜力，市场份额有望进一步提升。

- **低价收购油气田，油价反弹业绩提升弹性大。**公司收购的加拿大油气田 New Star、Long Run 既产气同时也产油。New Star 地质储量 (OOIP) 为 4 亿桶油当量，目前拥有产油井 37 口、日产量 4200 多桶油当量。公司正在钻设 31 口新井，预计 2017 年 3 月投产运营，日产油量将从 4200 桶油当量提高到 8000 桶。以 16 年上半年 42 美元均价来测算，17 年 New Star 增加营收约 4000 万，净利约 1000 万。即使不计算增产产量，油价每涨 1 美元，营收提高 1.7%、净利增加超过 5%。Long Run 地质储量 20 亿桶油当量，按照现行日产 35000 多桶油当量，约 LNG 200 万吨/年。根据公司并购方案中第三方评估机构的评估，如 2016~2018 年油价在 40-50 美元，Long Run 将分别实现净利润 2.06、6.36 和 10.62 亿元（对应年油价分别为 40.92、44.20、47.33 美元/桶）。
- **盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予买入评级。**预计公司 2016-2018 年 EPS 0.37 元，0.70 元，1.11 元。以 9 月 21 日收盘价计算，对应 2016 年-2018 年 PE 分别是 31.75、16.77、10.59 倍，首次覆盖，给

予“买入”评级。看好公司以“点供”形式迅速切入天然气下游、构建分销网络的经营模式带来销气业务的高成长性,全产业链布局进一步提升每吨售气毛利。

- **风险提示:** 合作方华丰集团未能完成项目公司设立及出资; 公司其他项目投产不达预期; 国际石油和天然气未来价格不确定性风险; 天然气价改进展缓慢, 下游需求不振。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	1979	3608	6529	9708
增长率(%)	437%	82%	81%	49%
净利润(百万元)	284	421	796	1262
增长率(%)	98762%	48%	89%	58%
摊薄每股收益(元)	0.48	0.37	0.70	1.11
ROE(%)	11.61%	14.11%	19.64%	21.67%

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

表 1: 中天能源盈利预测表

证券代码:	600856.SH				股价:	11.78	投资评级:	买入	日期:	2016/09/22
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标					
ROE	12%	14%	20%	22%	EPS	0.48	0.37	0.70	1.11	
毛利率	21%	24%	28%	30%	BVPS	3.18	2.02	2.72	3.83	
期间费率	6%	5%	6%	6%	估值					
销售净利率	14%	12%	12%	13%	P/E	24.36	31.75	16.77	10.59	
成长能力					P/B	3.71	5.84	4.33	3.07	
收入增长率	437%	82%	81%	49%	P/S	3.50	3.70	2.05	1.38	
利润增长率	98762%	48%	89%	58%						
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
总资产周转率	0.42	0.67	0.99	1.13	营业收入	1979	3608	6529	9708	
应收账款周转率	6.30	8.50	8.50	8.50	营业成本	1559	2758	4687	6779	
存货周转率	12.95	114.85	114.85	114.85	营业税金及附加	12	18	32	52	
偿债能力					销售费用	8	35	63	94	
资产负债率	48%	44%	39%	32%	管理费用	56	137	253	381	
流动比	0.90	1.00	1.36	1.93	财务费用	37	50	52	45	
速动比	0.84	0.99	1.34	1.91	其他费用 / (-收入)	21	(30)	(23)	(20)	
资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业利润	328	580	1418	2336	
现金及现金等价物	801	693	560	1048	营业外净收支	46	118	0	0	
应收款项	314	425	768	1143	利润总额	374	698	1418	2336	
存货净额	120	24	41	59	所得税费用	83	165	345	568	
其他流动资产	514	937	1696	2521	净利润	291	533	1073	1768	
流动资产合计	1750	2078	3065	4770	少数股东损益	7	113	277	506	
固定资产	811	1090	1235	1424	归属于母公司净利润	284	421	796	1262	
在建工程	213	243	393	493	现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	
无形资产及其他	160	160	144	128	经营活动现金流	0	147	109	923	
长期股权投资	67	82	82	82	净利润	291	533	1073	1768	
资产总计	4700	5352	6619	8596	少数股东权益	7	113	277	506	
短期借款	1146	1146	1146	1146	折旧摊销	0	57	71	76	
应付款项	133	237	404	584	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	18	32	58	86	营运资金变动	(298)	(556)	(1311)	(1427)	
其他流动负债	654	654	654	654	投资活动现金流	0	(324)	(296)	(288)	
流动负债合计	1951	2069	2261	2470	资本支出	(736)	(309)	(296)	(288)	
长期借款及应付债券	202	203	204	205	长期投资	(33)	(15)	0	0	
其他长期负债	100	100	100	100	其他	769	0	0	0	
长期负债合计	302	303	304	305	筹资活动现金流	(108)	1	1	1	
负债合计	2252	2372	2565	2775	债务融资	1186	1	1	1	
股本	588	1134	1134	1134	权益融资	0	0	0	0	
股东权益	2447	2981	4054	5821	其它	(1294)	0	0	0	
负债和股东权益总计	4700	5352	6619	8596	现金净增加额	(108)	(176)	(185)	636	

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【公用事业组介绍】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具报告。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

感谢邓聿轲对本报告的研究支持工作。

【分析师承诺】

谭倩，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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对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。本公司或关联机构可能会持有报告中所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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。