



升达林业(002259.SZ)

清洁能源成新引擎，LNG 收入占比大幅提升

2016 年 11 月 03 日

买入(首次评级)

当前价： 9.78 元

目标价： 14.57 - 元

电力设备与新能源行业研究组

分析师：王凤华

执业编号：S0300516060001

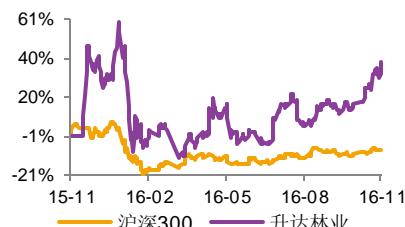
邮箱：wangfenghua@lxsec.com

研究助理：夏春秋

电话：15000812117

邮箱：xiachunqiu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源：联讯证券研究院

盈利预测

百万元	2015	2016E	2017E	2018
主营收	657	1445	2601	3642
(+/-)	-12%	120%	60%	40%
净利润	19	30	83	124
(+/-)	-19%	58%	177%	49%
EPS(元)	0.018	0.029	0.080	0.120
P/E	5232	323	120	80

资料来源：联讯证券研究院

投资要点

◇ “智能家居+清洁能源” 双主业战略坚定推行

在主业家居业务下滑背景下，公司积极探索新的发展方向，结合我国低碳发展政策，鼓励发展清洁能源企业，公司提出“智能家居、清洁能源为主营业务”双主业并重发展战略：通过前期收购兼并，后期自建方式精准切入清洁能源 LNG 领域；剥离纤维板业务，聚焦智能大家居业务，实现家居业务产业升级。

◇ 家居板块：“智能家居” 产业升级空间巨大

在当前科技飞速发展的趋势下，伴随产业链前端的互联网、智能硬件、大数据、物联网等“软硬环境”发展成熟，人们生活水平提高，生活品质改善，加之我国城镇化水平还有较大提升空间，消费升级逻辑清晰背景下，智能家居行业将是未来几年内强劲的消费增长点。

◇ 完成天然气行业全产业链布局， 盈利增长潜力巨大

公司于 2013 年切入天然气行业，2015 年 11 月实施重大资产重组，以自有资金向陕西绿源天然气有限公司下属子公司榆林公司、米脂公司及榆林物流三家公司进行增资扩股，并无偿受让陕西绿源持有的部分榆林物流股权。通过资产重组，公司实现天然气生产、运输和销售的全产业链布局，LNG 业务收入占比不断提升。

◇ 员工持股发布与股东两度增持， 持续注入增长“强心剂”

公司 2015 年 8 月 7 日发布公告，推出员工持股计划，参与对象为公司员工，参与人数不超过 200 人，其中包括 10 名高管，持股计划设立资金总额上限 6000 万元。控股股东短期内二度增持，前后总计从二级市场增持近 6000 万元股份，表明大股东对公司当前公司股价位置处于较低位置判断，彰显对公司未来经营状况乐观态度。

◇ 关键假设

公司未来 LNG 收入持续高增长，2016~2018 年该项业务营收增速分别达到 900%、150% 和 50%。

◇ 股价催化剂

公司近期发布的三季报显示，前三季度共实现营业收入 10.74 亿元，同比增加



196.2%; 实现归母净利润 956.7 万元, 同比下降 2.4%。同时公司预计 2016 年全年实现归母净利润 2055 万~2466 万元, 同比增加 50%~80%, 实现高增长。

✧ 投资评级

预计 2016~2018 年 EPS 分别为 0.03 元、0.08 元和 0.12 元, 对应动态 PE 分别为 323 倍、119 倍和 79 倍。利用绝对估值法, 我们给予目标价 14.57 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

✧ 风险提示

智能家居行业不成熟风险, LNG 价格持续下降风险, 市场竞争加剧风险。



目 录

◆ 家居板块：“智能家居”产业升级空间巨大.....	1
◆ 完成天然气行业全产业链布局，盈利增长潜力巨大	1
◆ 员工持股发布与股东两度增持，持续注入增长“强心剂”	1
公司 2015 年 8 月 7 日发布公告，推出员工持股计划，参与对象为公司员工，参与人数不超过 200 人，其中包括 10 名高管，持股计划设立资金总额上限 6000 万元。控股股东短期内二度增持，前后总计从二级市场增持近 6000 万元股份，表明大股东对公司当前公司股价位置处于较低位置判断，彰显对公司未来经营状况乐观态度。	1
◆ 关键假设	1
公司未来 LNG 收入持续高增长，2016~2018 年该项业务营收增速分别达到 900%、150% 和 50%。	1
◆ 股价催化剂	1
一、 “智能家居+清洁能源”双主业战略坚定推行	5
(一) 外延开拓“清洁能源”业务，新主业逐渐成形.....	6
(二) 剥离纤维板业务，聚焦智能家居业务	7
二、 家居板块：“智能家居”产业升级空间巨大.....	8
(一) 家居智能化是未来发展的必然趋势	8
(二) 智能家居离我们有多远？	9
(三) 公司家居板块产业升级，打造“集成化+互联网+智能家居”大家居平台	12
三、 LNG 板块：行业结构性机会明显	15
(一) 改善能源结构趋势下蕴藏机遇	15
(二) 我国天然气消费量高速增长，国内市场整体呈现供不应求局面	17
(三) 升达完成天然气行业全产业链布局，盈利增长潜力巨大.....	18
四、 员工持股发布与股东两度增持，持续注入增长“强心剂”	18
五、 盈利预测与估值.....	19
六、 风险提示	19

图表目录

图表 1： 截止目前，公司实际控制人直接或间接持有公司共 17.21% 的股份	5
图表 2： 2016 年上半年公司股东明细.....	5
图表 3： 清洁能源 LNG 业务外延发展路径	7
图表 4： 公司业务营收结构占比	7
图表 5： 中纤板业务毛利率下降明显	7
图表 6： 智能家居示意图.....	8
图表 7： 智能家居发展历程	9
图表 8： 全球主要地区智能家居市场规模对比	9
图表 9： 智能家居行业发展阶段	10
图表 10： 我国智能家居行业投资案例	10
图表 11： 智能家居主要产品	11



图表 12: 以 Google Home 为核心的 Google 智能家居产品	11
图表 13: 地板、木门、柜体集中销售	12
图表 14: 升达家居“五心服务”体系	13
图表 15: 升达地板天猫旗舰店	13
图表 16: 升达家居在线设计模块登录界面	13
图表 17: 升达智能家居 LOGO	14
图表 18: 升达智能家居三大特色	14
图表 19: 升达产业并购基金增资物联通科技	15
图表 20: 常见能源单位热值对比	16
图表 21: 与煤炭相比, 天然气燃烧尾气污染物含量少	16
图表 22: 世界一次能源消费结构 (百万吨油当量)	16
图表 23: 我国一次能源消费结构 (百万吨油当量)	16
图表 24: 我国 LNG 市场价 (元/吨) 变化趋势	17
图表 25: 我国天然气市场高增长期	17
图表 26: 我国天然气缺口扩大趋势明显	17
图表 27: 我国进口 LNG 规模	17
图表 28: 员工持股计划与股东增持计划简况	18

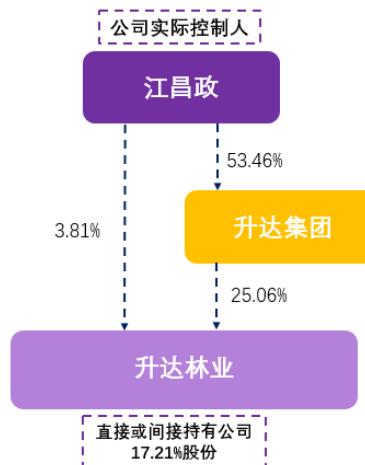


一、 “智能家居+清洁能源” 双主业战略坚定推行

四川升达林业成立于 1995 年，是一家从事林业产业及下游木质家居产品生产的老牌企业。作为我国强化木地板行业标准制定者公司，早于 1996 年从德国贝高引进了我国第一条强化木地板生产线与成型加工线，发展至今，公司产品业务涵盖了上游的林木种植到强化地板、实木地板、竹地板、中（高）密度纤维板、木门、柜体等产品中游加工与下游销售的全套产业链，其中“升达”牌木地板获得 2015 年度“中国地板十大影响力品牌”称号，在消费者和业内拥有很高的品牌知名度。

2008 年，公司于深圳交易所挂牌上市，叩开资本市场大门，截止目前，公司总股本 7.52 亿股，总市值 66.1 亿元。升达集团为公司控股股东，公司实际控制人为江昌政，直接和间接共持有公司约 17% 股份。

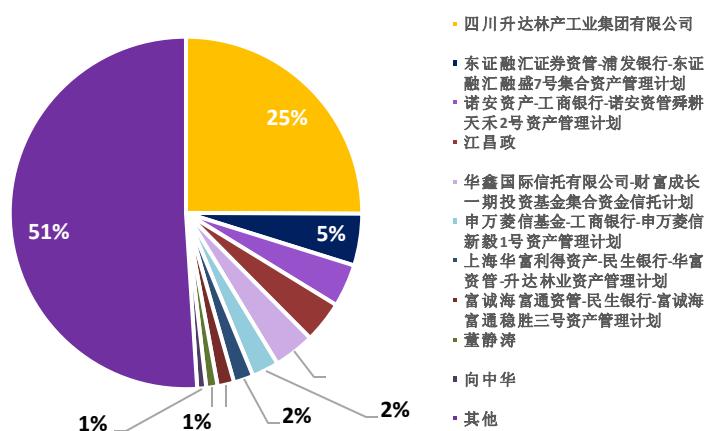
图表1： 截止目前，公司实际控制人直接或间接持有公司共 17.21% 的股份



资料来源：公司公告，联讯证券

2016 年上半年，公司完成总额为 7.6 亿元非公开发行计划，增发股份于 2016 年 6 月 7 日上市，东证融汇、上海富诚、上海华富、诺安资管、申万菱信参与本次发行认购，增发使得公司 2016 年上半年股权结构发生较大变化，本次认购的五家机构投资者全部进入公司前十大股东。

图表2： 2016 年上半年公司股东明细



资料来源：公司半年报，联讯证券



(一) 外延开拓“清洁能源”业务，新主业逐渐成形

2012年地产政策调控趋严，导致木质家居下游需求疲软，企业库存积压，产能过剩，加上产品本身的进入门槛较低，市场竞争激烈，利润率降低，木板业务发展举步维艰。在此背景下，公司探索新的发展方向，结合我国低碳发展政策，鼓励发展清洁能源企业，公司提出“以木质家居为产品、清洁能源为主营业务”双主业并重发展战略。

切入清洁能源 LNG 领域路径：

前期公司主要依靠控股子公司拓展 LNG 业务，积累新行业的运营经验。公司于 2013 年 7 月发布公告，收购四川中海天然气（主营燃气具、城市燃气工程施工，全资控股阿坝中海、蓝山中海、汶川中海）67%股权，正式切入 LNG（液化天然气）行业，并且制定了公司 LNG 业务“建设上游（LNG 工厂）—中游（LNG 物流）—下游（民商用 LNG 分销）”发展战略，此后公司通过中海燃气及其他子公司相继收购或投资设立了多家孙公司，深度布局 LNG 全产业链。

2013 年 8 月，公司通过控股子公司四川中海收购贵州聚力能源有限公司 92% 股权，贵州聚力主营天然气加工、生产、销售、储存以及 LNG 加气站、物流等业务，取得“镇远县年产 40 万吨车用清洁能源及城市调峰储存项目”项目备案，该项目天然气气源规模 6 亿立方米/年。

2013 年 8 月，公司通过控股子公司四川中海对外投资设立内蒙古天然气公司，在内蒙古天然气产区布局液化天然气业务。

2013 年 10 月，公司控股子公司四川中海收购小金中海并投资设立巴丹中海、黑水中海，推进四川中海在四川“三州一市”少数民族地区 LNG 终端建设，满足当地民、商、工业燃气及城市交通用气需求。

后期公司投资收购动作幅度加大，彰显公司业务转型决心。2013 年 10 月，公司出资设立全资子公司贵州中弘达能源，结合贵州天然气需求，整合当地资源，推进公司液化天然气业务布局计划。

2014 年 1 月，公司出资设立彭山中海能源公司，运营彭山年产 40 万吨清洁能源项目。

2014 年 8 月，公司收购内蒙古博通天然气 77% 股权，取得了内蒙扎鲁特旗区域的天然气特许经营权。

2015 年 11 月，公司通过增资扩股方式取得陕西绿源旗下榆林金源、榆林物流、米脂绿源 51% 股权，交易完成后，公司 LNG 产业链上将新增两个 LNG 工厂和四个 LNG 加气站，预期公司 LNG 业务收入大幅提高，真正形成双主业业务结构。



图表3: 清洁能源 LNG 业务外延发展路径



资料来源：公司公告，联讯证券

(二) 剥离纤维板业务，聚焦智能大家居业务

受制于下游行业需求疲软，同时由于纤维板门槛较低，市场竞争激烈，产能快速扩张，导致行业库存积压，中密度纤维板平均价格出现较明显下滑。而林木资源越发紧缺，中纤板原料价格上升，此外开采劳动力成本、管理成本上升进一步压缩了例如中纤板之类的人造板利润空间。

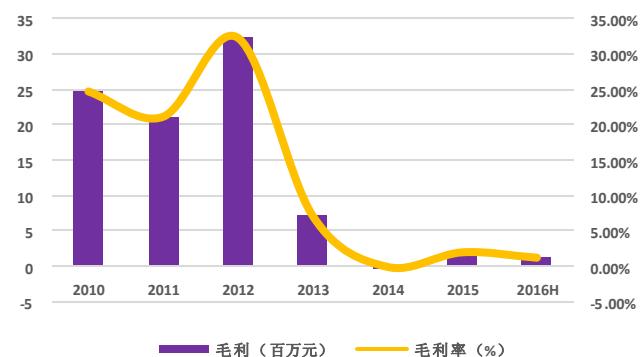
面对中纤板板块毛利率持续下降趋势，公司于 2014 年 6 月公告向母集团公司出售主营中纤板业务的升达达州与升达广元 100% 股权，剥离公司大部分中纤板业务。中纤板相关资产剥离后，其营业收入占比由 2014 年的 32.81% 下降至 2015 年 8.73%，受此影响公司 2015 年营业收入 6.56 亿元，较 2014 年下滑 12.16%。放弃毛利率较低板块，公司将专注于毛利率较高的地板家居业务及家居产业升级业务，从长期看利于公司持续发展，保持较高盈利能力。

精简业务的同时，公司于 2014 年开启“升达大家居”产业升级战略，公司合并地板、门柜等业务部门，成立家居事业部，升达实现家居业务从上游资源到产品研发，从经营管理到销售渠道的资源整合，运用“互联网+”，结合线上线下渠道优势，发展智能家居业务，探索智能化用户体验商业模式。

图表4：公司业务营收结构占比



图表5：中纤板业务毛利率下降明显





资料来源: Wind, 联讯证券

资料来源: Wind, 联讯证券

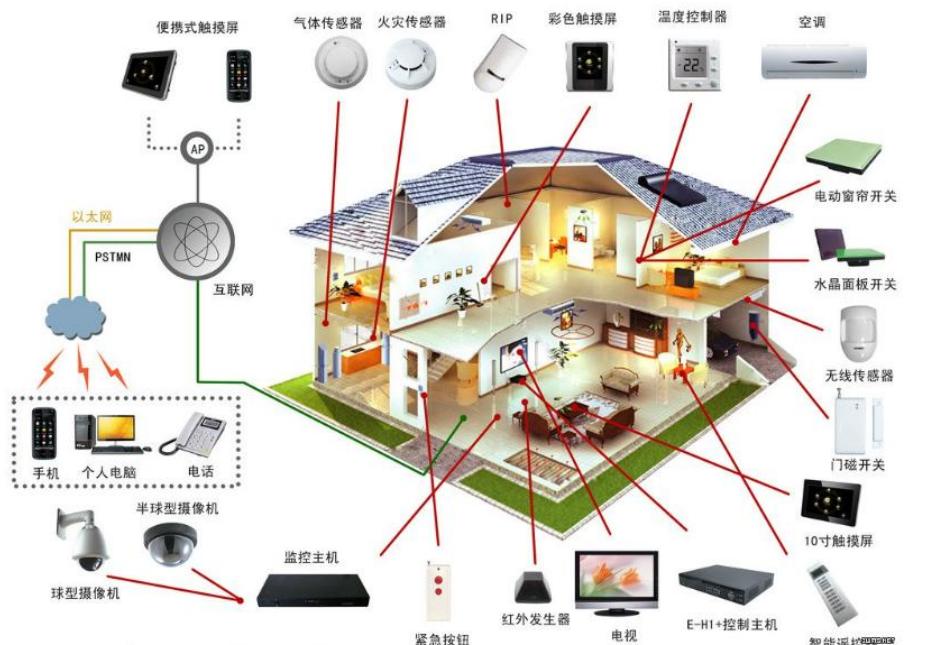
二、家居板块：“智能家居”产业升级空间巨大

(一) 家居智能化是未来发展的必然趋势

智能家居是通过物联网技术将家居连接起来，实现智能化的家电控制、照明控制、电话远程控制、室内外遥控、安防报警、环境监测等，是一种互联智能的新型家居模式。

智能家居模式下，住宅建筑本身只是起到一个平台作用，在这个开发式的平台下，利用网络通信技术、物联互连技术、安全安防技术、自动控制技术将与日常生活的一切集中管理，提高生活便捷性、舒适性的同时，提升家居安全性、排除生活隐患，并实现节能环保，绿色生活。

图表6: 智能家居示意图

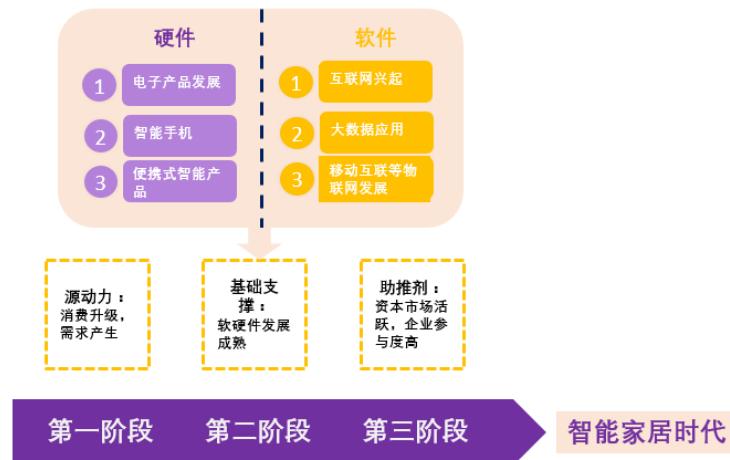


资料来源: 网络公开资料, 联讯证券

智能家居发展的前提: 从产业链角度分析，智能家居是一个多个行业下游产业集中衍生的更下游产业，这就意味满足多项技术发展成熟的条件，智能家居才会从“概念吹风”转化成为真正可投资的行业，带来“看得见的”增量发展。我们总结认为，智能家居发展前提总体包括：电子产品发展，互联网技术爆发，智能手机引领的移动互联浪潮，便携式智能硬件（智能手环等）兴起，大数据广泛应用，物联网成熟。这六个方面的内容也各自对应了智能家居硬件与软件的技术要求，而当这些前提条件满足时，智能家居时代也将到来。



图表7：智能家居发展历程



资料来源：联讯证券

在当前科技飞速发展的趋势下，伴随产业链前端的互联网、智能硬件、大数据、物联网等“软硬环境”发展成熟，人们生活水平提高，生活品质改善，加之我国城镇化水平还有较大提升空间，消费升级逻辑清晰背景下，智能家居行业将是未来几年内强劲的消费增长点。

智能家居的发展空间：根据 Statista 数据显示，2015 年全球智能家居市场规模在 13 亿美元左右，新兴国家市场占比 13%。分地区来看，美国占据全球智能家居市场份额第一位，2015 年收入约 6 亿美元，2020 年预计将达约 18 亿美元，CAGR 为 24.5%左右；欧洲 2015 年智能家居市场收入约 3 亿美元，2020 年将达到约 16 亿美元，CAGR 约为 37.5%；而中国作为新兴发展中国家的主力，2015 年智能家居收入仅 7000 万美元，相对比欧美发达国家存在较大差距，考虑到中国庞大的人口基数，潜在市场规模不容小觑，**2020 年中国智能家居市场规模预计将达 3.45 亿美元，CAGR 约为 38.2%。**

图表8：全球主要地区智能家居市场规模对比



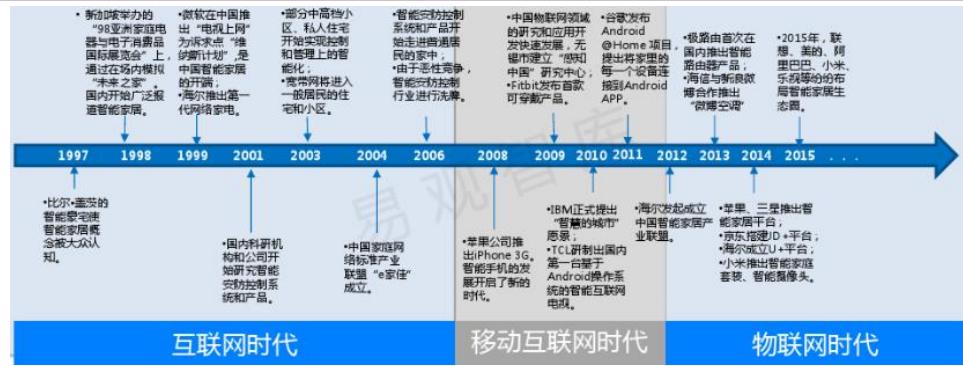
资料来源：Statista, 联讯证券

(二) 智能家居离我们有多远？

从国内看，受技术因素影响，我国甚至是全球智能家居真正起步时间在 2010 年前后，伴随着近几年全球创投风口，智能家居迎来一波投资热潮，我国智能家居行业进入快速发展通道。



图表9：智能家居行业发展阶段



资料来源：易观国际，联讯证券

自 2014 年起，国内企业尤其是互联网与家电企业海尔、美的、阿里巴巴、小米、乐视等多家企业布局智能家居系统平台，地产企业（正荣地产）、家装企业（索菲亚等）积极调整业务抢占市场，跨行业合作与并购成为趋势。

图表10：我国智能家居行业投资案例

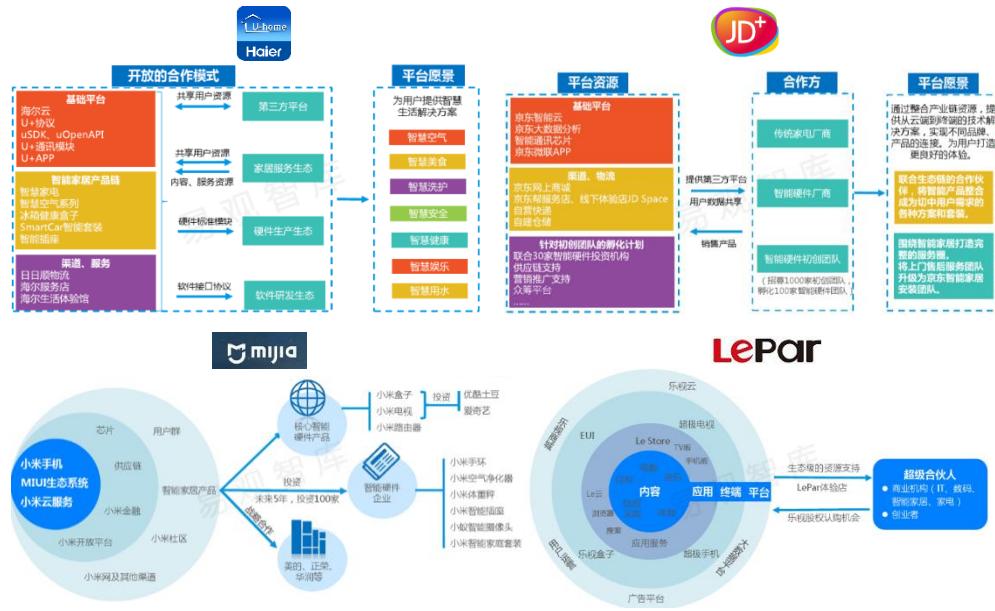
合作时间	合作方	合作内容
2014 年 3 月	美的、华为、阿里	华为、阿里帮助美的迅速建立了从云端到家电的试验系统、美的的从云端的建设实现。
2014 年 12 月	小米、美的	小米战略投资美的 12.66 亿元，双方将在智能家居及其生态链、移动互联网业务领域深度合作。
2014 年 12 月	360、酷派	360 战略投资 4 亿美元与酷派成立合资公司，主要生产智能设备，向市场推出智能手机并以互联网销售为渠道，建立移动生态系统。
2014 年 12 月	美的、京东	双方将扩大业务合作范围和合作深度，强化在智能家居和渠道扩展等领域合作。
2015 年 1 月	海尔、魅族、阿里	海尔生产智能设备，阿里提供云服务能力、智能算法、三方共同开放互联协议。
2015 年 3 月	海尔苏宁	双方全面升级战略合作，在智能家居领域展开深度合作，共同推进 C2B 反向定制产品，U+平台创客产品。
2015 年 4 月	联想、百度	合作推出云路由，后续将合作更多智能硬件。
2015 年 4 月	TCL、腾讯	TCL 将与腾讯、未来电视达成平台、内容、牌照三方资源整合。
2015 年 5 月	小米、正荣地产	双方将融合小米路由器、小米电视、小蚁智能摄像机等系列智能硬件，为正荣集团旗下地产项目打造全新智能家居体验。

资料来源：易观国际，联讯证券

通过跨行业合作，补短取长、分工合作的发展模式，我国智能家居实现从无到有，从概念到量产的质变，多家企业相继推出了自家智能家居上市产品，海尔的 U+ 智能家庭、京东 JD+ 计划、小米智能硬件生态链、乐视 LePar 合伙人计划代表了我国目前主流智能家居产品的商业模式。我们认为，硬件与服务是智能家居最主要的利润点，在服务端趋同，较难建立内在差异化优势的情形下，抢占硬件端优势（也就是智能家居的平台，例如家电、家具等），探索硬件平台新模式（云端数据共享，线上线下互联互通）或将是布局智能家居的合适途径。



图表11：智能家居主要产品



资料来源：易观国际，联讯证券

从国外看，欧美等先进国家的智能家居发展于 2000 年前后，但由于成本等因素也是大多停留在整体方案阶段，并没有实质产品或服务推出市场销售，伴随着时代进步与技术更新换代，国外众多创新科技企业涉足智能家居领域，为一些大型企业提供了优质的收购标的，谷歌正是通过大手笔收购，成为了世界智能家居行业典范企业。

2011年，谷歌发布Android@Home项目，提出将家居设备连接到Android App的概念，正式开展智能家居业务；2014年，谷歌以32亿美元收购Nest Labs，该公司已经研发并推出销售可以连入互联网的恒温器与火警报警器智能单品；同年6月，Nest公司以5.55亿美元收购美国家庭智能监控摄像头企业Dropcam；10月，Nest收购智能路由器创业公司Revolv，进一步打造智能家居平台；2016年10月5日，谷歌正式推出了Google Home智能语音系统，未来将是谷歌智能家居的中枢，不同于苹果siri与微软Cortana，Google Home实现了多个设备互联，并实现语音控制（与之匹配的是谷歌同期发布的Google Wifi、Chromecast电视棒、Chromecast Ultra，后期谷歌将推出更多智能硬件，打造真正的智能家居场景）。

图表12: 以 Google Home 为核心的 Google 智能家居产品





资料来源: 联讯证券

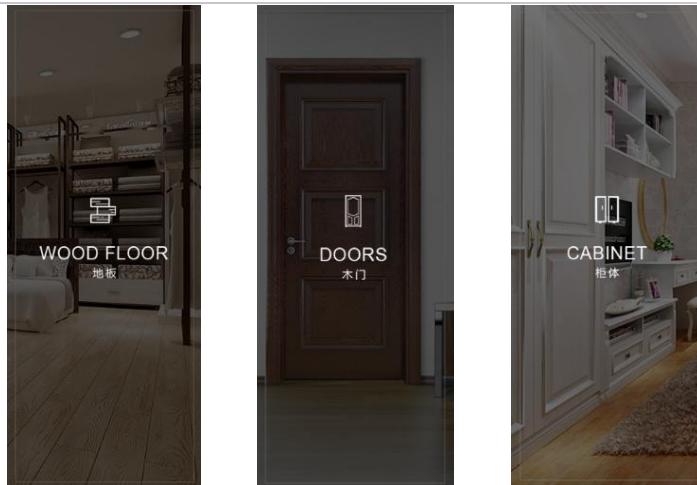
根据布局速度,谷歌完成打造全系列的智能家居硬件系统将不会太久远,新的行业兴起离不开龙头企业的推动,我们认为,配合谷歌强大的大数据存储、云端数据处理等先进信息科学技术,谷歌的智能家居有望真正发展成熟,率先成为消费级产品,千亿级的“蓝海”市场正在打开。

(三) 公司家居板块产业升级,打造“集成化+互联网+智能家居”大家居平台

集成化: 2014年,公司剥离中纤板业务,同时合并地板、门柜等业务部门,成立家居事业部,实现公司家居业务从上游资源到产品研发,从经营管理到销售渠道的资源整合。

产品销售端集成化。整合公司家居业务,集中地板、门、柜体三大业务,提供一站式选购服务,在提高用户体验的同时,也确保了用户流量的最大利益率,增加了公司运营效率。

图表13: 地板、木门、柜体集中销售



资料来源: 公司官网, 联讯证券

服务管理端集成化。公司针对家居销售过程中,用户家居样式挑选、家居环保指标担忧、大件物品运输、安装可能、售后保洁等痛点,推出“五心服务”标准,分别对应:

- (1) 售前服务的选购与咨询;
- (2) 售中服务的上门测量与设计;
- (3) 安装服务的施工与铺装;
- (4) 售后服务的CRM系统管理与保修;
- (5) 跟踪服务的保洁护理与投诉处理。

完备的服务体系制度,高效的产品销售流程运作,集中化的服务管理将大幅提高了公司产品的市场竞争力。



图表14: 升达家居“五心服务”体系



资料来源: 公司官网, 联讯证券

互联网+: 公司拥有“升达地板”品牌天猫店铺, 提供 55 款包括强化地板、纯实木等多种类型地板产品销售, 此外, 公司提供 400 个城区免费配送, 180 天免费仓储、1000 多名特种安装工人上门安装服务。运用互联网销售, 很大程度上降低了销售成本, 线上咨询销售与线下安装服务融合的模式也提高了公司运营效率。

公司“互联网+”思维, 进一步探索家居线上发展的商业模式, 开发了升达家居线上设计模块, 客户根据产品风格, 通过线上设计模块直接与设计师沟通, 确定方案, 下单生产。线上的产品设计较大限度的满足客户的个性化需求, 实现了产品的精准营销。

图表15: 升达地板天猫旗舰店



资料来源: 网络公开资料, 联讯证券

图表16: 升达家居在线设计模块登录界面



资料来源: 网络公开资料, 联讯证券

智能家居: 公司于 2015 年 8 月 6 日, 发布公告拟与山南大利通、自然人韦波先生、深圳市盛世嘉晖合资发起智能家居产业并购基金, 基金规模 20 亿元人民币, 主要进行智能家居产业投资、互联网产业投资、数字智能家庭产业投资、数字智慧社区产业投资、数字智慧城市产业投资业务。智能家居并购基金的成立标志着公司正式开启智能家居战略。



图表17：升达智能家居 LOGO



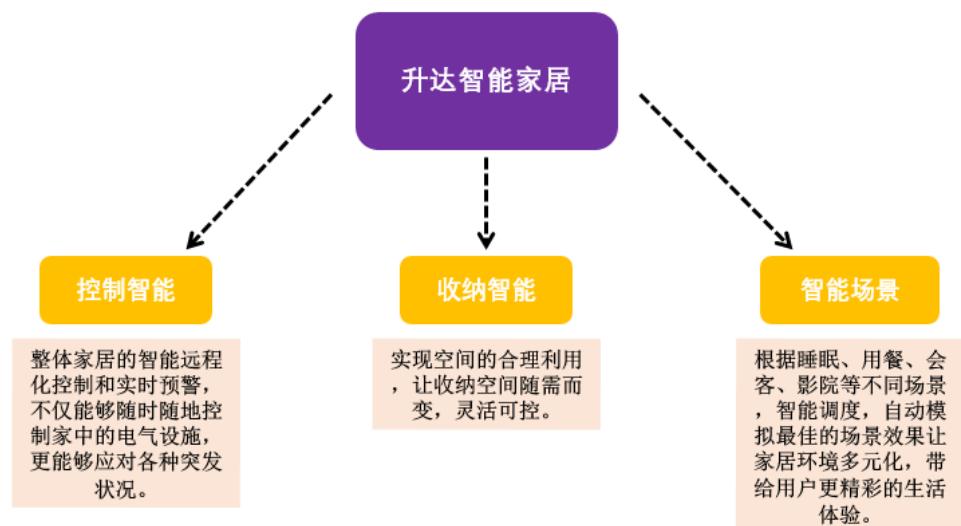
资料来源：网络公开资料，联讯证券

升达智能家居战略主要针对城市家庭的痛点，在有限空间内实现最大的住房面积利用率与最大限度的舒适度，为城市住宅提供多样体验。以此为出发点，升达智能家居战略重点突出了三大特色：

- （1）**控制智能**，整体家居的智能远程化控制和实时预警，不仅能够随时随地控制家中的电气设施，更能够应对各种突发状况。
- （2）**收纳智能**，实现空间的合理利用，让收纳空间随需而变，灵活可控。
- （3）**智能场景**，根据睡眠、用餐、会客、影院等不同场景，智能调度，自动模拟最佳的场景效果让家居环境多元化，带给用户更精彩的生活体验。

之外，升达智能安防系统将提供全天的安防保障，对外部环境的监控预警，预付盗窃，对内部消防安全的监控与主动应急措施进一步提升了家庭安全防范性。

图表18：升达智能家居三大特色



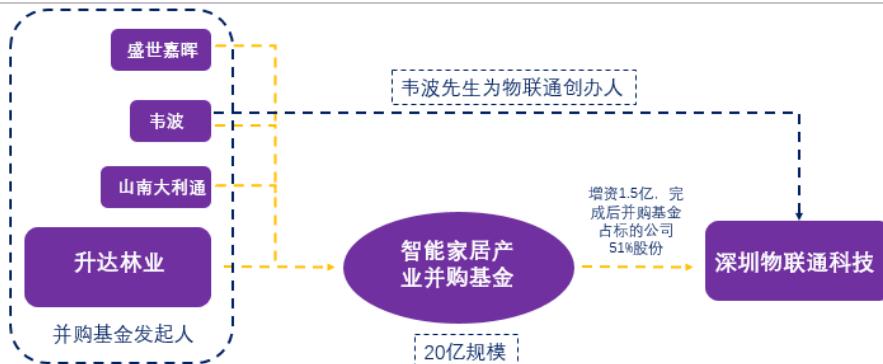
资料来源：联讯证券

并购基金首次对外投资，增资物联通科技。2016年1月28日，公司宣布并购基金



进行首次对外投资，拟对深圳物联通公司进行增资扩股，增资金额约为 1.5 亿人民币，而投资标的深圳物联通是由并购基金发起人之一韦波先生创立，致力于成为中国最大的智能家居与数字家庭产品的提供商和服务商，公司核心团队人员均具有十年以上行业经验，是国内智能家居领域的龙头企业。2013~2015 年，物联通被评为“中国建筑智能化十大风云企业”及“中国智能家居十大品牌”。物联通具备多个项目实践经验，与首地集团、中信地产、中粮地产等央企签订战略合作意向，并于 2016 年一季度中标西安、包头、重庆多个项目以及引发市场关注的深圳半山帝景豪宅别墅项目。多个项目中标落地，尤其是其中的高端精品项目，利于物联通在智能家居行业经验积累，项目推广以及行业口碑的快速塑造。

图表19：升达产业并购基金增资物联通科技



资料来源：联讯证券

对于升达林业，物联通丰富的智能家居行业经验以及项目优势可以形成良好互补，帮助实现升达智能家居战略的快速落地。升达完备的线下销售门店未来可以发展成为智能家居体验店，以“智能体验”方式吸引装修采购人群增量消费，一站式服务正是升达下游渠道的优势。总结分析，我们判断下一步升达与物联通在智能家居领域将会有更进一步的合作，成立研发中心或者是智能家居体验嵌入升达销售门店都是不错的合作方向，看好升达与物联通的强强联合，期待公司智能家居板块的业绩爆发。

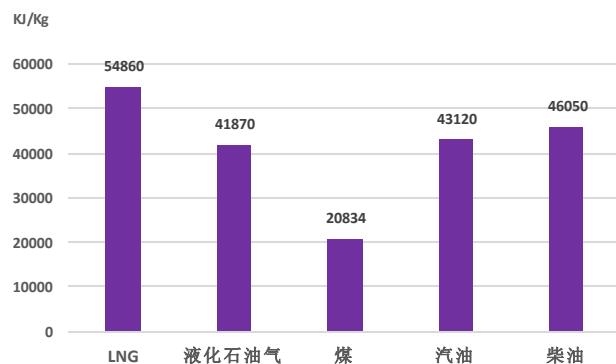
三、LNG 板块：行业结构性机会明显

(一) 改善能源结构趋势下蕴藏机遇

LNG 是液化天然气的英文简称，天然气作为我国能源消费结构重要组成部分，在使用时一般采用加压液化处理，节约储运空间。LNG 体积约为同量气态天然气体积的 1/600，LNG 的重量仅为同体积水的 45%左右，热值为 52MMBtu/t (1MMBtu=1.055GJ, 换算后为 54860KJ/Kg)。与其他能源相比，LNG 具有热值高，燃料排放废气污染物少等优点。在当下环境污染问题日益严重，LNG 作为一类清洁能源，具备巨大的发展潜力。

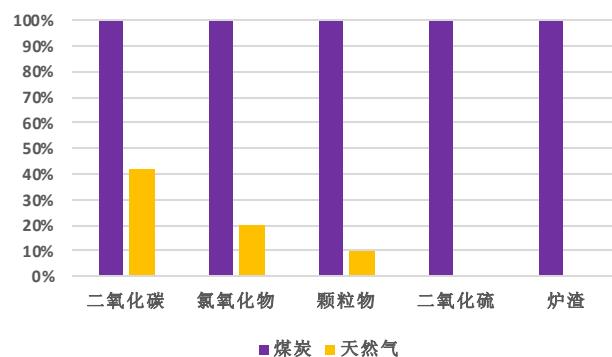


图表20：常见能源单位热值对比



资料来源：联讯证券整理

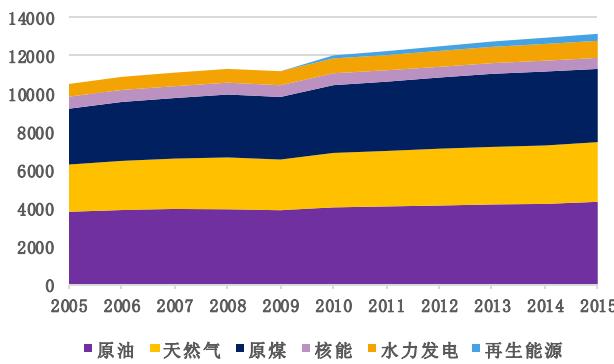
图表21：与煤炭相比，天然气燃烧尾气污染物含量少



资料来源：联讯证券整理

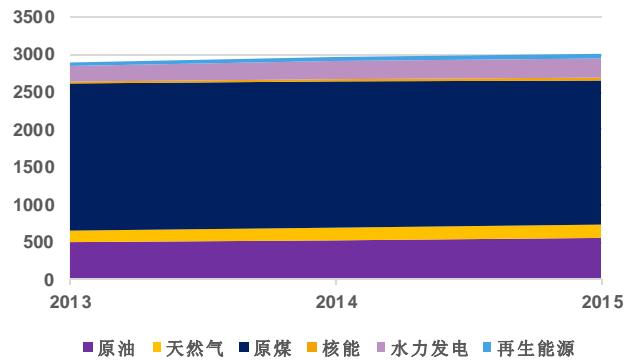
随着近年环境污染问题日益严重，“雾霾天”对人们日常生活及身体健康都造成了严重危害，问题的根源与我国长期以来偏煤炭为重的能源结构密切相关。根据 BP 最新发布的《BP 世界能源统计》数据显示，我国 2015 年一次能源总消费量为 3014 百万吨油当量，其中，天然气消费量为 177.6 百万吨油当量，占比 5.89%，从全球能源结构角度分析，2015 年全球能源消费量为 13147.3 百万吨油当量，天然气消费量为 3135.2 百万吨油当量，占比 23.85%。中国能源消费量占全球总消费量的 22.92%，而天然气消费量占全球天然气总消费量仅 5.66%，提升改善空间巨大。

图表22：世界一次能源消费结构（百万吨油当量）



资料来源：BP, 联讯证券

图表23：我国一次能源消费结构（百万吨油当量）



资料来源：BP, 联讯证券

以遏制空气污染、减少碳排放为出发点，我国政府多次在重大政府工作计划中要求提高天然气在我国能源结构中的占比，改变我国重煤能源格局：

2012 年 6 月 20 日，能源局发布《鼓励和引导民间资本进一步扩大能源领域投资的实施意见》，支持民间资本进入油气勘探开发领域，多种形式建设石油和天然气支线管道、煤层气、煤制气和页岩气管道、区域性输配管网、液化天然气 (LNG) 生产装置、天然气储存转运设施等。

2014 年 4 月 30 日，发改委发布《关于建立保障天然气稳定供应长效机制的若干意见》，到 2020 年我国天然气供应能力达到 4000 亿立方米，力争达到 4200 亿立方米。

2014 年 11 月 19 日，国务院颁发《能源发展战略行动计划（2014-2012 年）》，计划提出以“节约、清洁、安全”为能源发展战略方针，要求到 2020 年，非化石能源占一次能源消费比重达 15%，天然气比重达 10% 以上，煤炭消费比重控制在 62% 以内。

2015 年 5 月 19 日，国务院印发《中国制造 2025》，将发展大型 LNG 运输船提升至载入航天、探月工程、新支线飞机同等战略高度。



(二) 我国天然气消费量高速增长, 国内市场整体呈现供不应求局面

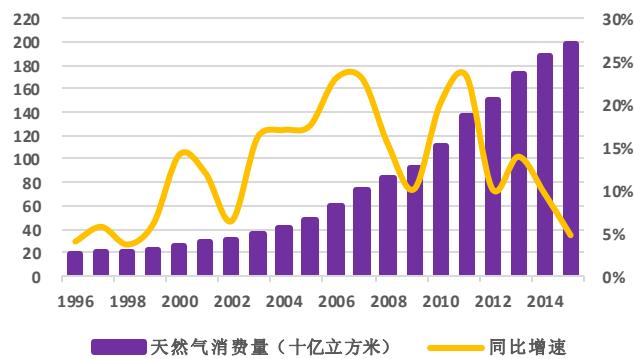
我国天然气市场增速强劲, 预计未来市场消费量仍将保持高位。受全球原油价格下降影响, 天然气价格也呈现较大幅度降低, 截止 2016 年 10 月 20 日, 我国 LNG 市场价格为 2873.2 元/吨, 较去年同期下滑 21.1%。得益于价格较长期处于低位, 我国天然气消费迎来了近十五年的高增长期, 2015 年我国整体经济增速放缓, 能源需求疲软, 天然气消费量增速出现较大回落, 同比去年增长 5%。

图表24: 我国 LNG 市场价(元/吨)变化趋势



资料来源: Wind, 联讯证券

图表25: 我国天然气市场高增长期

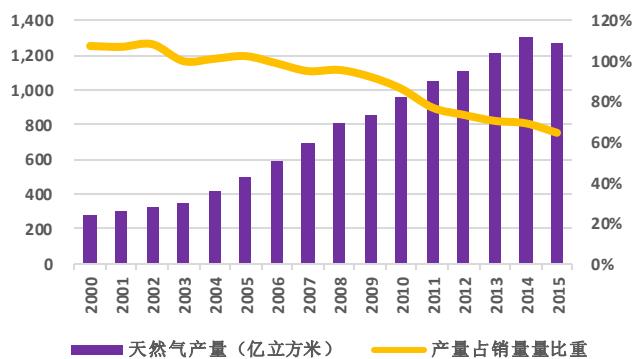


资料来源: Wind, 联讯证券

我们认为, 目前全球局势依旧动荡, 欧佩克国家原油限产态度不一, 措施落地不易, 预计短中期全球油价依旧会保持低位振荡。而从全球碳排放控制角度分析, 各国碳排放政策相继实施, 发展低碳能源成为国家与企业的共识, 全球天然气需求量有望进一步提升。

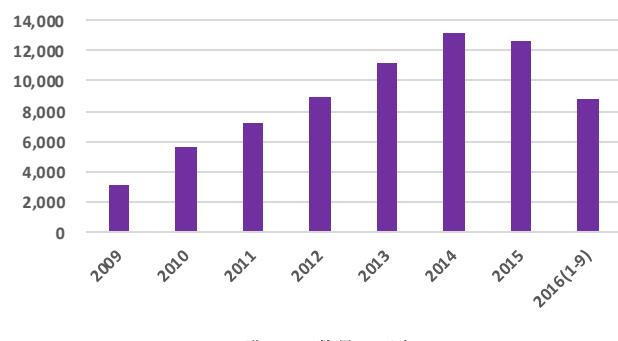
目前我国天然气产量与消费呈现供不应求局面。随着我国天然气消费高速增长, 我国天然气产量增速相对较慢, 导致我国从 2006 年开始, 出现产量与消费量倒挂现象, 天然气行业供不应求, 并呈现缺口进一步扩大趋势。2015 年我国产销量比例为 64.41%, 缺口为 35.59%, 相对于 2006 年的 1.27%, 缺口规模扩大数十倍。我们从 LNG 进口数量分析, 2015 年我国 LNG 进口数量为 12631.12 万吨, 较 2009 年的 3101.44 万吨增长 407.27%。

图表26: 我国天然气缺口扩大趋势明显



资料来源: Wind, 联讯证券

图表27: 我国进口 LNG 规模



资料来源: Wind, 联讯证券

结合以上分析, 我们认为, 在国家鼓励大力发展清洁能源的背景之下, 结合目前我国天然气占一次能源比率远落后于世界水平的现状以及当前国内天然气供不应求, 相当一部分 LNG 依赖进口的局面, 天然气将是未来能源发展的一个重要方向。近年来, 随着政策导向与国内天然气市场化改革逐步推进, 众多民间资本进入天然气行业, 在上游管制较严的油气资源开采领域, 依然存在进一步宽松空间, 看好行业内全产业链布局



企业。

(三) 升达完成天然气行业全产业链布局，盈利增长潜力巨大

升达通过收购兼并方式快速实现了天然气行业的全产业链局部，形成了液化生产销售、管道建设、LNG 运输、管道输配、终端加气站、调峰设施的完整运营体系。LNG 板块多个盈利爆发点值得期待：

彭山县年产 40 万吨清洁能源项目：公司完成非公开发行，募集 7.6 资金投放于彭山县年产 40 万吨清洁能源项目，项目将城市应急调峰、LNG 汽车及供应边远地区小城镇居民用天然气为主要目标市场，预计项目达产后将实现营收 22.4 亿元，利润 2.49 亿元，预期成本收回 5.27 年，收益率 28.59%。

收购陕西绿源旗下榆林金源、榆林物流、米脂绿源 51% 股权：三家公司在陕西区域内均有一定运营基础，目前，榆林金源已投产运营，2014 年产量达 15.56 万吨，米脂绿源已投入试运营，基本具备投产运营的条件，根据榆林金源和米脂绿源设计产能，预计未来两家企业能稳定提供 18 万吨产能。当前，LNG 价格触底，未来价格回暖预期充分，新增产能可带来较高毛利率收入，我们看好榆林金源、米脂绿源和榆林物流 2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年实现的净利润分别为不低于 5000 万元、8000 万元、1.04 亿元和 1.352 亿元的业绩承诺。

四、 员工持股发布与股东两度增持，持续注入增长“强心剂”

公司 2015 年 8 月 7 日发布公告，推出员工持股计划，参与对象为公司员工，参与人数不超过 200 人，其中包括 10 名高管，持股计划设立资金总额上限 6000 万元，股票来源为二级市场买入，截止 2015 年 12 月 31 日，持股计划还未找到合适位置买入。值得注意的是，本次员工持股计划是公司自 2008 年上市以来，首次实施员工持股，公司管理理念实现突破。我们认为，员工持股彰显管理层对公司未来前景信心的同时更从一定程度上展现了公司上下一心，克服业务转型困难的决心与斗志。

公司控股股东四川升达集团于 2015 年 12 月 28 日通过二级市场完成对公司股票增持，增持总金额 2013.67 万元。2016 年 1 月 15 日，公司发布公告控股股东升达集团再次计划增持公司股份，增持计划于 2016 年 9 月 12 日完成，期间通过二级市场买入累计增持公司股份 390 万股，总金额 2940 万元。本次增持后，控股股东升达集团总计持有公司 25.34% 股份。控股股东短期内二度增持，前后总计从二级市场增持近 6000 万元股份，表明大股东对公司当前公司股价位置处于较低位置判断，彰显对公司未来经营状况乐观态度。

图表28：员工持股计划与股东增持计划简况

项目	对象	公告日期	计划金额	股票来源	进展
员工持股	公司员工(不超过 200 名、包括 10 名高管)	2015/8/7	不超过 6000 万元	二级市场买入	截止 2015/12/31 还未买入
股东增持	公司控股股东升达集团	2015/7/10	2000 万元	二级市场买入	截止 2015/12/28 完成增持
	公司控股股东升达集团	2016/1/15	3000 万元	二级市场买入	截止 2016/9/12 完成增持

资料来源：公司公告，联讯证券



五、 盈利预测与估值

我们利用现金流贴现模型对公司进行估值，基本假设如下：

- 1、公司 LNG 业务占比不断提升，未来有望实现高增长，给予其长期增长率 3%
- 2、受益于 LNG 业务的爆发式增长，公司未来几年业绩将逐渐释放。我们假设过渡期为 6 年，过渡期年化增长率为 25%。

结合 FCFF 估值方法，我们给出假设和估值结果如下：

假设	数值
过渡期年数	6
过渡期增长率	25%
长期增长率	3%
无风险利率	2.80%
市场报酬率	8.81%
Ke	11.80%
WACC	10.47%
β	1.50
税率	18.90%
项目	数值
FCFF 现值（百万元）	2482.47
永续价值（残值）现值（百万元）	9660.38
企业价值（百万元）	12142.86
非核心资产（百万元）	10.13
带息债务（账面价值）（百万元）	827.70
少数股东权益（百万元）	365.44
股权价值（百万元）	10959.85
总股本（万股）	75232.83
每股价值（元）	14.57

我们预计 2016~2018 年，公司 EPS 分别为 0.03 元、0.08 元和 0.121 元，对应动态 PE 分别为 323 倍、119 倍和 79 倍。利用绝对估值法，我们给予目标价 14.57 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

六、 风险提示

智能家居行业不成熟风险，LNG 价格持续下降风险，市场竞争加剧风险。



附录：公司财务预测表

资产负债表	2015	2016E	2017E	2018E	现金流量表	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	1,483.31	2,369.89	3,068.77	4,517.95	经营活动现金流	201.26	-981.16	741.64	-806.36
现金	808.56	14.45	31.69	36.42	净利润	18.81	30.44	82.64	123.93
应收账款	130.72	307.53	481.32	623.07	折旧摊销	52.18	209.23	209.23	203.43
其它应收款	19.43	542.76	469.18	947.54	财务费用	68.85	42.60	39.56	44.40
预付账款	54.06	80.30	161.54	177.04	投资损失	-1.26	0.00	0.00	0.00
存货	431.91	1386.20	1886.41	2695.25	营运资金变动	52.82	-1263.44	410.21	-1178.12
其他	38.63	38.63	38.63	38.63	其它	-2.69	0.00	0.00	0.00
非流动资产	1,665.59	1,456.36	1,247.12	1,043.69	投资活动现金流	97.06	0.00	0.00	0.00
长期投资	1.47	1.47	1.47	1.47	资本支出	-24.43	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,341.93	1,236.09	1,048.59	861.09	长期投资	-91.42	0.00	0.00	0.00
无形资产	129.01	113.92	98.82	83.73	其他	212.90	0.00	0.00	0.00
其他	27.47	27.47	27.47	27.47	筹资活动现金流	-64.53	187.05	-724.40	811.08
资产总计	3,148.90	3,826.24	4,315.89	5,561.64	短期借款	443.70	-45.69	-47.96	-56.99
流动负债	1,544.73	2,194.72	2,610.14	3,744.55	长期借款	384.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	443.70	676.44	0.00	868.08	其他	-892.39	0.00	0.00	0.00
应付账款	697.85	1,129.99	2,160.12	2,446.03	现金净增加额	233.79	-794.11	17.24	4.72
其他	273.40	273.40	273.40	273.40					
非流动负债	385.59	385.59	385.59	385.59	主要财务比率	2015	2016E	2017E	2018E
长期借款	384.00	384.00	384.00	384.00	成长能力				
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	营业收入	656.89	1445.15	2601.27	3641.77
负债合计	1,930.32	2,580.32	2,995.73	4,130.15	营业利润	14.53	40.59	110.18	165.24
少数股东权益	365.44	373.71	396.16	429.83	归属母公司净利润	13.70	22.17	60.18	90.25
归属母公司股东权益	853.14	872.22	924.00	1,001.66	获利能力				
负债和股东权益	3,148.90	3,826.24	4,315.89	5,561.64	毛利率	24.41%	21.36%	21.36%	21.36%
					净利率	2.86%	2.11%	3.18%	3.40%
利润表	2015	2016E	2017E	2018E	ROE	1.61%	2.54%	6.51%	9.01%
营业收入	656.89	1445.15	2601.27	3641.77	ROIC	3.01%	5.06%	4.89%	9.31%
营业成本	496.51	1136.52	2045.73	2864.02	偿债能力				
营业税金及附加	5.13	14.45	26.01	36.42	资产负债率	61.30%	67.44%	69.41%	74.26%
营业费用	59.48	130.06	234.11	327.76	净负债比率	42.88%	41.10%	12.82%	30.32%
管理费用	36.96	80.93	145.67	203.94	流动比率	0.96	1.08	1.18	1.21
财务费用	45.49	42.60	39.56	44.40	速动比率	0.66	0.43	0.44	0.48
资产减值损失	-1.26	0.00	0.00	0.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.21	0.38	0.60	0.65
投资净收益	-0.03	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	5.03	4.70	5.40	5.84
营业利润	14.53	40.59	110.18	165.24	存货周转率	1.15	0.82	1.08	1.06
营业外收入	10.78	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.42	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.018	0.029	0.080	0.120
利润总额	24.89	40.59	110.18	165.24	每股经营现金	0.268	-1.304	0.986	-1.072
所得税	6.08	10.15	27.55	41.31	每股净资产	1.134	1.159	1.228	1.331
净利润	18.81	30.44	82.64	123.93	估值比率				
少数股东损益	5.11	8.27	22.45	33.67	P/E	523.32	323.39	119.13	79.44
归属母公司净利润	13.70	22.17	60.18	90.25	P/B	8.40	8.22	7.76	7.16
EBITDA	110.41	292.42	358.97	413.07	EV/EBITDA	58.98	25.84	19.21	18.89
EPS (元)	0.018	0.029	0.080	0.120					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王凤华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 19 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10% 之间；

持有：相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间；

减持：相对大盘涨幅小于 -5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5% 以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数 -5% 与 5% 之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5% 以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com