

2016年11月09日

公司研究

评级：买入（维持）

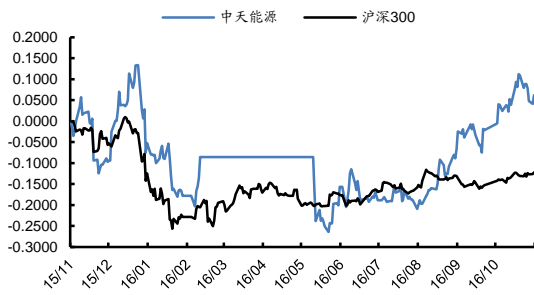
研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
010-88576686-807 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 邓聿轲 S0350116090024
0755-83702060 dengyk@ghzq.com.cn

油气改革深化、产业链投资机会到来

——中天能源（600856）动态点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中天能源	8.5	34.3	10.1
沪深300	3.6	3.5	-12.2

市场数据

2016/11/09

当前价格（元）	12.60
52周价格区间（元）	8.61 - 13.95
总市值（百万）	14292.57
流通市值（百万）	9714.98
总股本（万股）	113433.12
流通股（万股）	77103.04
日均成交额（百万）	113.65
近一月换手（%）	41.51

相关报告

《中天能源（600856）事件点评：完善LNG物流集散网络、加速全产业链布局》——
2016-09-22

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%。

投资要点：

- **发布三季报，合并新控股油气田 Longrun，营收、净利继续高增长。**
公司发布三季报，新并表6月收购的加拿大油气田 Longrun，总资产规模由并表前的47亿提升至121亿，同比增157.66%。其中油气资产比2015年同期18.4亿元增加59.9亿元至72.1亿元，同比提升509.2%。公司的应收账款、预付款、工程物资、预计负债及管理、销售、财务费用等三费、应交税费皆因新合并油气田而大幅增长。因收购标的公司 Longrun 时全部采用现金支付，公司短期借款增加26.77亿。公司的非经常性损益项目中确认的1.15亿收入与中报一致，是收购 Longrun 的净资产公允价值高于投资成本而确认的投资收益。中天石油与其全资子公司 Sinoenergy Oil（注册地：英属维京岛）、全资孙公司卡尔加里中天（注册地：加拿大）皆是为收购标的公司 Longrun 所设立的平台公司。

公司2016一至三季度共实现营收21.4亿、归母净利3.3亿，同比增长66.82%、151.85%。扣非后归母净利2.1亿，同比提升62.38%，主要来自天然气下游分销收入。2014-2015年 Longrun 因国际油价大幅下跌且在低位徘徊，而计提巨额资产减值准备及转回了大额的递延所得税资产致亏损。今年1月WTI油价触及27美元低点后，持续上升（10月均价47美元），Henry Hub 气价由年初1.61us/mmbtu 回升至3.0us/mmbtu。Longrun 停止计提资产减值扭亏，随着油价上涨逐步开始贡献净利。预期明年油价继续上涨，新并表的油气田将为公司贡献更多净利。

- **油气改革深化，中天能源顺势把握产业链投资机会。** 油气产业可分为上中下三游，上游包括油气勘探开采、进口，中游包括油气炼化、储运，下游包括油气分销。十三五能源规划力争实现油气领域的市场化定价，深化油气改革志在打破我国油气资源垄断，提升供给效率，满足巨大市场需求。2015年我国石油消费5.56亿吨，对外依存度首次上升到60%以上，预计2020年还会进一步接近70%。天然气作为清洁的化石能源2020年能源规划拟将其消费量提升至4000亿立方米，2015年消费1938亿立方米，未来5年的消费复合增速达到约14%，消费增长潜力巨大。

改革的总体思路是“管住中间、放开两头。”上游实现油气源多元化竞

争，推动矿权和进口权开放、增加油气供给；中游加大中游管网、储气库、LNG接收站等基础设施建设，尽快落实第三方准入，并形成有效的监管体制机制；下游油气分销引入充分竞争。

这正是中天能源布局全油气全产业链的政策、行业大背景。公司乘国际油价处于近年来历史最低位，加拿大因传统市场美国由油气净进口国变为净出口国，急于为本国油气打开新市场的有利契机，收购油气田 New Star 和 Longrun，拥有了自有海外气源。现投资天然气上中下游，在加拿大直接建设 LNG 液化工厂（预计 2017 年底投产）、东部沿海筹建年周转 200 万吨、共 400 万吨的江阴（预计 2017 年底投产）和粤东 LNG 接收站与 LNG 物流集散基地，与现有的下游成熟分销网络一道，打造上游油气田（海外气源）--海外 LNG 液化工厂—沿海 LNG 进口接收站—LNG 物流集散基地--下游分销网络的天然气全产业链。预计 2018 年打通全产业链，将实现自有气到终端约 1.5 元每方的采购成本，大幅提高每方售气毛利。

新收购的油气田 Longrun 产的 55%是天然气，另外 45%主要是轻质原油和 LPG。一般石油从寻找到下游利用分为四个环节，即“石油勘探”、“油田开发”、“油气集输”和“石油炼制”。Long Run 主要生产业务环节属于“石油勘探”、“油田开发”、“油气集输”环节，未来公司有望启动原油贸易，完善石油业务板块产业链布局，实现油气业务从生产到销售的全覆盖，优化资源配置、发挥协同效应，进一步降低公司的生产销售成本，提高销售收入和中天能源在国内外的竞争实力。

- **冬季用气高峰到来，地方工业“煤改气”推进，促进天然气分销收入提升。**公司的天然气分销采取 CNG 加气站与 LNG“点供”形式，可快速深入经济核心区域搭建分销网络，不受燃气管道铺设和特许经营权的地域限制。7-9 月公司加大下游新客户开发力度，管理、销售费用都有所增加，造成三季度销售净利率下降至 9.27%，低于 1-9 月平均 16.34% 的水平，但这属业务拓展的正常现象。公司燃气分销过去两年都实现了 50% 以上的增长，日均销气量从 2014 年初的 13 万立方米提升至 2015 年的 215 万立方米，预计 2016 年将达到每日 300 万方的水平。看好公司天然气分销的长期增长，及冬季采暖用气高峰对四季度分销收入的贡献。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级。**预计公司 2016-2018 年 EPS 0.37 元，0.70 元，1.11 元。以 11 月 8 日收盘价计算，对应 2016 年-2018 年 PE 分别是 33.96、17.94、11.32 倍，维持“买入”评级。看好公司油气全产业链布局，综合竞争力的提升及天然气下游分销的高成长性。
- **风险提示：**公司项目投产不达预期；国际石油和天然气地位徘徊持续下降风险；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	420	794	1257
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%	14.43%	20.64%	23.28%

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:	12.47	投资评级:	买入	日期:	2016/11/09	
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%	21%	23%	EPS	0.48	0.37	0.70	1.11
毛利率	21%	24%	28%	30%	BVPS	3.18	1.96	2.54	3.46
期间费率	6%	5%	6%	6%	估值				
销售净利率	14%	12%	12%	13%	P/E	25.79	33.67	17.80	11.24
成长能力					P/B	3.92	6.38	4.91	3.60
收入增长率	437%	82%	81%	49%	P/S	3.70	3.92	2.17	1.46
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	0.68	1.02	1.19	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%	45%	40%	34%	管理费用	56	137	253	381
流动比	0.90	0.97	1.26	1.76	财务费用	37	51	55	51
速动比	0.84	0.96	1.25	1.74	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	579	1415	2329
现金及现金等价物	801	623	355	627	营业外净收支	46	118	0	0
应收款项	314	425	768	1143	利润总额	374	697	1415	2329
存货净额	120	24	41	59	所得税费用	83	165	344	567
其他流动资产	514	937	1696	2521	净利润	291	533	1071	1763
流动资产合计	1750	2008	2859	4350	少数股东损益	7	113	277	505
固定资产	811	1090	1235	1424	归属于母公司净利润	284	420	794	1257
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	72	146	107	917
长期股权投资	67	82	82	82	净利润	291	533	1071	1763
资产总计	4700	5282	6413	8176	少数股东权益	7	113	277	505
短期借款	1146	1146	1146	1146	折旧摊销	41	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	(267)	(556)	(1311)	(1427)
其他流动负债	654	654	654	654	投资活动现金流	(625)	(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	144	0	0	0
长期负债合计	302	303	304	305	筹资活动现金流	375	(69)	(131)	(209)
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	893	0	0	0
股东权益	2447	2910	3848	5401	其它	(1704)	(70)	(132)	(210)
负债和股东权益总计	4700	5282	6413	8176	现金净增加额	(178)	(247)	(320)	421

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。

任春阳，华东师范大学经济学硕士，1年证券行业经验，2016年进入国海证券，从事环保行业上市公司研究。

邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士，经济学学士，2年证券及其相关行业从业经历，2016年进入国海证券从事公用事业行业上市公司研究与创新发展服务工作。

赵越，工程硕士，厦门大学经济学学士，三年多元化央企战略研究与分析经验，2016年进入国海证券，从事环保行业及上市公司研究。

【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。