

2016年12月05日

公司研究•证券研究报告

中天能源 (600856.SH)

油气产业一体化运营，有效推升业绩增长

投资要点

- ◆ **公司油气产业一体化运营战略初见成效**：近年来中天能源公司稳步推进天然气全产业链布局，一方面并购海外优质油气资源、另一方面加大中游天然气储备集散中心建设力度、同时持续开拓天然气下游销售网络，从而形成油气开发—输配流通—终端销售全产业链齐头并进的态势，我们认为中天能源综合性油气运营商架构已成，公司扣非净利润从2014年的区区55万元大幅增长到2015年的21241万元，2016年前3个季度的净利润分别为4596、7109、9384万元，呈现持续递增态势，我们认为公司油气产业链一体化运营战略初见成效。
- ◆ **新星公司 (New Star) 日产油量有望年内翻番**：中天能源通过本次募集资金收购中天石油38.5%的股权以使持股比例提升到51%，并借此取得了加拿大约72,892.602英亩的油气区块、及石油天然气的勘探开发权。旗下新星公司目前拥有3.95亿桶的地质储量，2015年1月产量4,200桶油当量/天，预计到2016年3月底将日产油量从4200桶油当量提高到8000桶油当量。2015年11月新星公司开始并表，2016年上半年海外油气业务收入8463万元，毛利率32%，三季度对公司的业绩贡献继续增加，未来也将是公司海外油气业务的重要支撑。
- ◆ **LongRun 公司未来4年预计盈利丰厚**：2016年6月中天能源收购的加拿大Long Run公司是一家中型收入规模的独立油气勘探开发公司。截止至2015年底，Long Run油气田区域总面积约合10,364.20平方公里，有超过20亿桶油当量的地质储量(3P)，拥有2P储量约1.47亿桶油当量，其中已开发正生产2P储量0.57亿桶油当量，未生产开发2P储量0.89亿桶油当量。2016年中期日产量3.5万桶油当量(约200万吨/年)。预计该公司2016-2020年未来五年累计实现净利润8.89亿加元(折合人民币44.93亿元)。2016年三季度LongRun并表，当期扣非净利润环比增长31%，我们预计2016年四季度新增控股合并油气田Long Run公司，导致增加油气田收入及利润的因素仍然显现，未来3年也将成为中天能源海外油气开采业务的主要支撑。
- ◆ **江阴天然气集输站项目有望成为“现金牛”**：江阴液化天然气集散中心LNG储配站项目为本次募投项目，项目设计产能为年LNG周转量200万吨/年，项目运营过程中主要收入来源于LNG仓储收费，预算投资总额为15.47亿元，建设期1.5年，运营期为20年，运营期年平均收入4.76亿元，年平均净利润2.3亿元，项目拥有较好的效益。我们认为国内中游LNG接收站及储配系统为天然气产业链的关键中枢，华东地区天然气资源需求巨大，公司把握了为数不多的建站地点，时机的选择也较为得当，该项目计划2017年四季度竣工投产，正式运营后可望带来良好的现金流。
- ◆ **下游天然气分销网络“点”与“面”结合**：天然气分销业务包括CNG子站、LNG储配站/供气站项目，公司已建成以武汉为核心的CNG生产和销售网络，以浙江、湖北、江苏、山东、安徽等地为基地的天然气分销业务网络。LNG“点对点”分销站点建设是扩大、稳定LNG销量的重要途径，是全产业链发展战略的下游基础支

公司快报

商贸零售 | 百货 III

投资评级

买入-A(首次)

6个月目标价

15元

股价(2016-12-05)

12.75元

交易数据

总市值 (百万元)	14,462.72
流通市值 (百万元)	9,830.64
总股本 (百万股)	1,134.33
流通股本 (百万股)	771.03
12个月价格区间	9.40/27.89元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.92	-5.75	8.29
绝对收益	1.63		

分析师

张仲杰
 SAC 执业证书编号 : S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsc.cn
 021-20655610

相关报告

撑，2015 年中天能源加大点对点建设进程，向广东、福建、广西等地延伸，在各地均成立相应子公司进行运营扩展。目前公司主要业务集中在山东、湖北、江苏、浙江、安徽、上海、广东、福建、广西、江西、湖南等十四个省（市）。点面结合将有力支撑公司天然气的终端销售，保障全产业链的最后贯通。公司正在持续开拓天然气分销网络建设，全力布局大型天然气用气项目建设。公司 2016 年中期天然气销售增长 42%，三季度国内 LNG 分销快速增长，贡献利润也颇为显著。随着国内天然气体制的变革推进，我们预计该项业务在未来 3 年将继续保持增长态势。

- ◆ **保障分销供给加快 LNG 液化工厂建设**：中天能源通过自主建设及和别人合资等形式筹建 LNG 液化工厂，目前项目主要在湖北、山西及河北等地的中石油陕京线、川气东送、西气东输线等长输管道分输站建设四家 LNG 液化工厂。其中湖北合能武汉东 LNG 液化工厂、山西众能 LNG 液化工厂及河北沙河 LNG 工厂已于 2014 年相继取得相关项目审批资质并开始进入施工阶段；另有武汉西中能 LNG 液化工厂也已进入项目前期报批阶段，计划于 2016 年开始全面施工建设，2017 年底前投产。同时公司在加拿大建设约 50 亿方的大型 LNG 液化工厂，预计 2017 年四季度投产。2016 年上半年公司加大自 2012 年开始采用自主专利-管道压差式天然气节能液化技术，在中石油陕京线、川气东送、西气东输等长输管道分输站建设的压差式 LNG 节能液化工厂建设进程，其中湖北安山液化工厂项目力争今年投产运营。我们认为建设 LNG 液化工厂是公司一体化运营战略的必要环节，对各地分销渠道的支持尤为便利。
- ◆ **定向增发与资产收购**：因公司 6 月 28 日实施 10 送 10 的分配方案，公司此次定增的发行股份数由 12227.5 万股相应调整为 24455 万股，募集资金应不低于 230000 万元。主要投向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天然气有限公司 38.5% 股权。此次定增发行股数占发行前总股本的 20.78%。考虑到未来 3 年公司业绩的大幅增长，我们认为此次定增对公司业绩的摊薄效应较小。
- ◆ **投资建议** 我们预测公司 2016 年-2018 年主营业务收入分别为 33.64、60.55、81.75 亿元，相应每股收益分别为 0.41、0.7、0.99 元（未计此次增发），我们认为全球油价呈温和复苏趋势，公司油气一体化运营战略将收获成果，从而推动业绩快速增长，我们给予“买入-A”投资评级，6 个月目标价为 15 元，相当于 2017 年 21 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：国际油价下滑幅度超出预期，主要油气区块所在地域政治经济形势出现意外变化，公司一体化运营油气项目管理复杂程度提高等。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	368.5	1,979.0	3,364.2	6,055.6	8,175.1
同比增长(%)	-9.3%	437.0%	70.0%	80.0%	35.0%
营业利润(百万元)	1.0	328.3	490.0	938.2	1,363.5
同比增长(%)	-93.8%	34103.0%	49.3%	91.5%	45.3%
净利润(百万元)	0.3	284.1	462.0	799.1	1,118.9
同比增长(%)	-98.3%	98762.3%	62.6%	72.9%	40.0%
每股收益(元)	0.00	0.25	0.41	0.70	0.99
PE	48,780.2	49.3	30.3	17.5	12.5
PB	107.1	7.5	6.0	4.5	3.3

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	368.5	1,979.0	3,364.2	6,055.6	8,175.1	年增长率	-9.3%	437.0%	70.0%	80.0%	35.0%
减: 营业成本	277.9	1,558.7	2,657.7	4,723.4	6,294.8	营业收入增长率	-93.8%	34103.	49.3%	91.5%	45.3%
营业税费	5.0	11.8	38.4	62.3	75.4	营业利润增长率	-98.3%	98762.	62.6%	72.9%	40.0%
销售费用	9.4	8.3	53.8	96.9	130.8	净利润增长率	-32.7%	1207.9	42.6%	76.6%	41.3%
管理费用	68.3	55.7	134.6	242.2	327.0	EBITDA 增长率	-49.4%	2320.9	49.8%	79.8%	42.3%
财务费用	14.1	37.4	57.6	46.6	37.5	EBIT 增长率	-49.4%	1783.7	54.0%	79.8%	42.3%
资产减值损失	0.0	8.3	6.0	6.0	6.0	NOPLAT 增长率	-4.2%	435.0%	27.1%	32.9%	8.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	13.9	-	-	投资资本增长率	0.2%	1763.3	20.2%	28.9%	31.4%
投资和汇兑收益	7.1	29.6	60.0	60.0	60.0	净资产增长率					
营业利润	1.0	328.3	490.0	938.2	1,363.5						
加: 营业外净收支	-0.7	45.9	124.4	124.4	124.4						
利润总额	0.3	374.1	614.4	1,062.6	1,487.9						
减: 所得税	-	83.0	122.9	212.5	297.6						
净利润	0.3	284.1	462.0	799.1	1,118.9						
资产负债表					盈利能力						
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	毛利率	24.6%	21.2%	21.0%	22.0%	23.0%
货币资金	97.6	800.8	1,951.9	2,422.2	3,270.0	营业利润率	0.3%	16.6%	14.6%	15.5%	16.7%
交易性金融资产	-	0.6	14.5	14.5	14.5	净利润率	0.1%	14.4%	13.7%	13.2%	13.7%
应收帐款	15.7	269.6	365.8	778.0	766.2	EBITDA/营业收入	8.4%	20.6%	17.2%	16.9%	17.7%
应收票据	-	44.6	48.8	119.4	107.7	EBIT/营业收入	4.1%	18.5%	16.3%	16.3%	17.1%
预付帐款	3.0	489.5	147.7	377.2	322.3	偿债能力					
存货	2.6	120.3	167.6	344.1	337.8	资产负债率	71.4%	47.9%	37.8%	40.3%	32.5%
其他流动资产	-0.0	24.4	13.0	13.0	13.0	负债权益比	249.2%	92.0%	60.7%	67.6%	48.2%
可供出售金融资产	12.8	15.0	15.0	15.0	15.0	流动比率	0.36	0.90	1.71	1.76	2.19
持有至到期投资	-	-	-	-	-	速动比率	0.36	0.84	1.60	1.61	2.04
长期股权投资	33.8	66.7	71.7	81.7	96.7	利息保障倍数	1.07	9.77	9.51	21.13	37.35
投资性房地产	-	-	-	-	-	营运能力					
固定资产	276.8	810.5	884.1	950.6	1,010.1	固定资产周转天数	277	99	91	55	43
在建工程	10.5	213.1	413.1	613.1	813.1	流动营业资本周转天数	-59	12	20	20	20
无形资产	1.5	160.4	164.2	167.6	170.6	流动资产周转天数	120	170	239	201	196
其他非流动资产	4.4	1,684.0	470.5	457.8	447.8	应收帐款周转天数	16	26	34	34	34
资产总额	458.7	4,699.5	4,727.8	6,354.2	7,384.8	存货周转天数	3	11	15	15	15
短期债务	161.0	1,145.8	1,000.0	1,152.0	1,053.0	总资产周转天数	452	469	504	329	303
应付帐款	69.9	682.5	356.9	947.2	790.8	投资资本周转天数	261	151	170	123	108
应付票据	-	-	147.7	114.8	235.0	费用率					
其他流动负债	95.9	122.4	81.7	103.4	124.1	销售费用率	2.5%	0.4%	1.6%	1.6%	1.6%
长期借款	-	201.5	200.0	245.2	200.0	管理费用率	18.5%	2.8%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动负债	0.6	100.0	-	-	-	财务费用率	3.8%	1.9%	1.7%	0.8%	0.5%
负债总额	327.3	2,252.3	1,786.3	2,562.6	2,402.9	三费/营业收入	24.9%	5.1%	7.3%	6.4%	6.1%
少数股东权益	0.4	579.7	609.2	660.2	731.6	投资回报率					
股本	234.8	587.7	1,134.3	1,134.3	1,134.3	ROE	0.2%	15.2%	19.8%	25.5%	26.3%
留存收益	-103.9	1,272.4	1,198.0	1,997.1	3,116.0	ROA	0.1%	6.2%	10.4%	13.4%	16.1%
股东权益	131.3	2,447.2	2,941.5	3,791.6	4,981.9	ROIC	5.5%	108.8%	31.3%	44.3%	47.4%
现金流量表					分红指标						
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	DPS(元)	-	-	-	-	-
净利润	0.3	291.1	462.0	799.1	1,118.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
加: 折旧和摊销	16.0	48.7	32.7	40.1	47.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值准备	0.0	8.3	-	-	-						
公允价值变动损失	-	-	13.9	-	-						
财务费用	15.8	40.4	57.6	46.6	37.5						
投资损失	-7.1	-29.6	-60.0	-60.0	-60.0						
少数股东损益	-0.0	7.0	29.5	51.0	71.4						
营运资金的变动	0.2	-1,751.5	1,116.3	-302.0	69.2						
经营活动产生现金流量	24.3	71.9	1,652.0	574.7	1,284.5						
投资活动产生现金流量	-8.4	-625.0	-282.8	-255.0	-255.0						
融资活动产生现金流量	-19.8	632.4	-218.1	150.6	-181.7						
业绩和估值指标					2014 2015 2016E 2017E 2018E						
					EPS(元)	0.00	0.25	0.41	0.70	0.99	
					BVPS(元)	0.12	1.65	2.06	2.76	3.75	
					PE(X)	48,780.	49.3	30.3	17.5	12.5	
					PB(X)	107.1	7.5	6.0	4.5	3.3	
					P/FCF	1,804.9	47.3	-173.6	34.1	18.1	
					P/S	38.0	7.1	4.2	2.3	1.7	
					EV/EBITDA	97.5	16.7	23.2	12.9	8.5	
					CAGR(%)	1338.8	59.9%	204.9%	1338.8	59.9%	
					PEG	36.4	0.8	0.1	0.0	0.2	
					ROIC/WACC	0.6	11.0	3.2	4.5	4.8	

资料来源：贝格数据华金证券研究所

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

张仲杰声明，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

华金证券有限责任公司（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：

本报告仅供华金证券有限责任公司（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，亦不应用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、篡改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“华金证券有限责任公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券有限责任公司对本声明条款具有唯一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn