



# 气量增长有望提速，煤层气战略加快推进

中信证券研究部

2014年11月10日

吴非

电话：021-20262101

邮件：wf@citics.com

执业证书编号：S1010510120066

崔霖

电话：021-20262124

邮件：cuil@citics.com

执业证书编号：S1010513080002

## 投资评级

**买入（上调）**

当前价：24.87元

目标价：30.40元

## 事项：

公司公告与下属公司山西天然气、山西煤层气、清徐凯通分别与国新能源集团签订了世界银行贷款山西煤层气综合利用项目《实施协议》。对此我们点评如下：

## 评论：

## 世行转贷款加快煤层气综合利用

根据协议，国新能源集团将财政部转贷给山西省总额1亿美元的贷款转贷给公司下属公司；转贷期为25年（含5年宽限期）。目前，世行贷款利率为浮动利率，不超过2%。根据公司此前公告，该笔贷款将主要用于保德、昔阳煤层气热电联产项目以及长治县、屯留县、襄垣县、清徐县天然气城市管网利用项目，上述项目气源以煤层气为主要或补充气源。转贷款的实施将加快公司煤层气综合利用项目的进度，从而为2015~2016年业绩增长提供一部分动力。此外，该笔贷款为世行贷款，利率较低（目前不超过2%），有利于降低项目融资成本，提升项目经济效益；以国内5年期以上贷款基准利率测算，项目投产后每年可节省财务费用近3,000万元。

表1：世行转贷款投资项目情况

热电联产项目	投资额 (万元)	世行贷款额 (万美元)	贷款期限	年发电量 (亿 kWh)	供暖建筑面积 (万平方米)
保德燃气（煤层气） 热电联产	75,000	3,950	20年，宽限期5年	6	120
昔阳煤层气热电联产	76,800	3,950	20年，宽限期5年	6	110
管网项目	投资额 (万元)	世行贷款额 (万美元)	相关气源		
长治县天然气城市 管网利用项目	5,671.75	500	晋城—长治煤层气输气管道（沁水煤田煤层气）		
屯留县天然气城市 管网利用项目	5,572.67	600	洪洞-安泽-长子输气管线以及沁水煤田煤层气		
襄垣县天然气城市 管网利用项目	6,070.12	550	屯留-襄垣输气管道		
清徐县天然气城市 管网利用项目	1,481.73	150	太原至平遥输气管道以及孔村—古交煤层气		

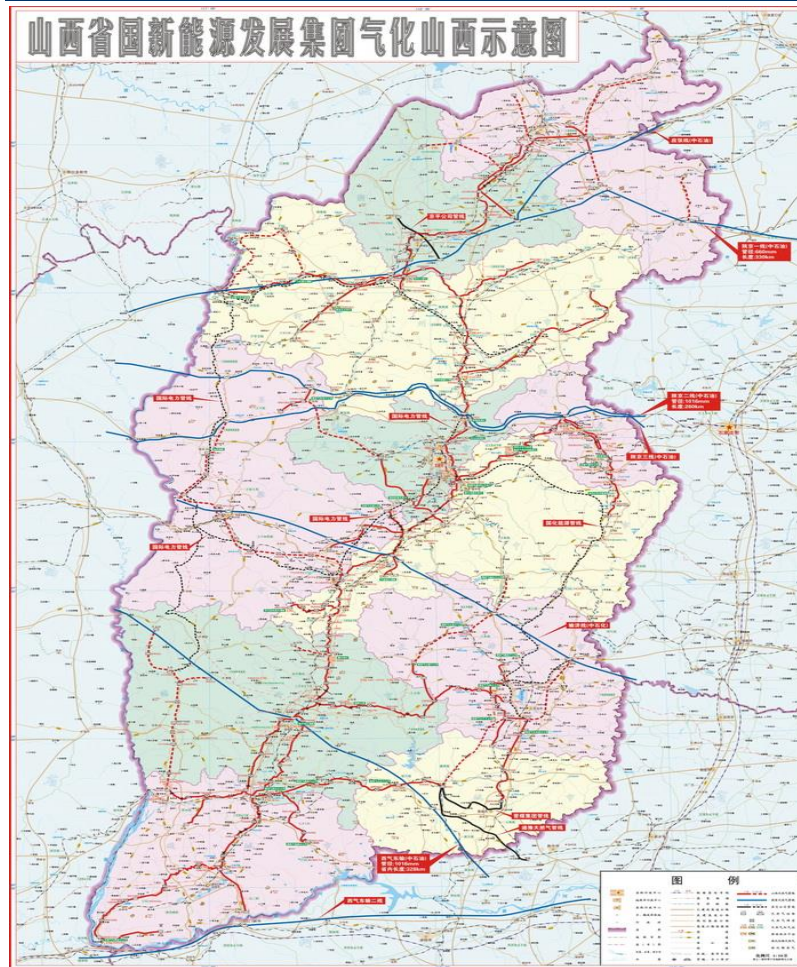
资料来源：公司公告，中信证券研究部

## 占据气化山西主导地位，全产业链布局助力发展

### 先发优势确立领先地位

公司于 2003 年成立开始进行省内天然气管网建设，目前已建成北起大同、南至运城、贯通全省南北、沟通国家级气源的省级天然气管网 3,000 余公里，占全省长输管道绝大部分。市场覆盖全省 11 市 97 县（市、区）1,200 万人口、1,500 个供气村镇，为 400 家工业用户、近 8,000 家商业公福供气。

图 1：公司气化山西示意图



资料来源：国新能源集团网站，中信证券研究部

### 全产业链布局助力发展

近年来，公司依托中游管网的优势地位，积极进行产业链上下游延伸，拉动天然气（煤层气）消费，加快推进气化山西。

就上游供给而言，公司成立煤层气集输公司，确保煤层气并网；此外，集团所属的国新正泰公司进行焦炉煤气合成天然气项目，积极拓展补充气源。

下游产业链延伸方面，公司在建项目包括燃气热电、城市管网、液化调峰设施、LNG/CNG 加气站项目等，2014 年中报显示，上述项目在建工程金额约 19 亿元，占在建工程的 33%；此外，公司明确未来将通过提高管网覆盖率或与当地城市燃气企业合作的方式进入省内分销市场，目前省内尚有逾 20 个县（市、区）天然气市场未全面开发。

表 2：公司产业链延伸

公司名称	产业链	权属	股比	主要任务
煤层气集输公司	上游	公司	直接 35%/间接 30%	确保上游煤层气资源进入公司长输管网，投资项目包括煤层气管网建设、煤层气液化、与上游煤层气资源企业合作开发等
国新正泰新能源	上游	集团(承诺投产后 6 个月内注入公司)	50%	焦炉煤气合成天然气项目公司
压缩天然气公司	下游	公司	50%	以压缩天然气加气站建设为重点，以覆盖全省运煤通道为目标，完成全省加气站的战略布局
太原燃气集团	下游	集团(已转让给公司，正在办理工商变更登记)	40%	为太原市供气，同时承担气化小店、尖草坪区任务

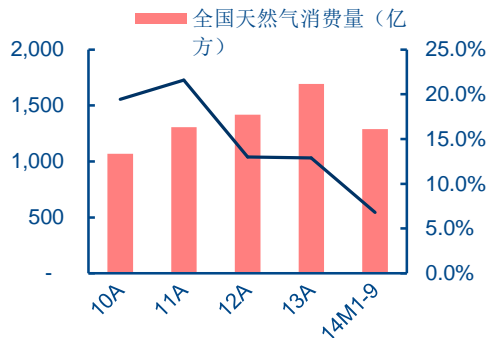
资料来源：国新能源集团网站，中信证券研究

## 涨价预期缓解及需求集中释放有望推动气量快速增长

### 涨价预期缓解利好气量增速提升

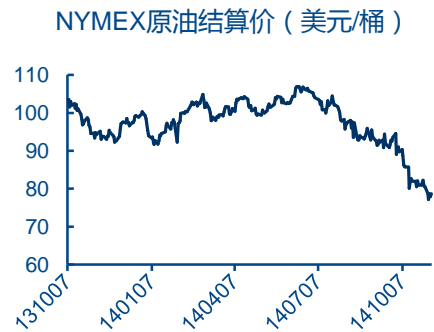
近两年，受制上游气源价格上涨经济疲弱影响，全国天然气需求增速持续下行，2014 年 1-9 月累计增速仅增长 6.8%。油价方面，近期油价出现暴跌，NYMEX 原油已跌破 80 美元/桶，由于国际天然气价格通常与原油价格挂钩，如果后续油价维持在 80 美元/桶附近或者更低水平，明年天然气气源价格上涨的预期将有所缓解，对需求增长形成正面作用。

图 2：我国天然气消费量增速



资料来源：国家发改委，中信证券研究部

图 3：NYMEX 原油价格走势



资料来源：Wind 资讯，中信证券研究部

### 项目集中投产推动需求进入释放期

大气治理需求推动煤改气、油改气陆续开展，负责太原供气的燃气电厂以及公司在建的热电联产、加气站项目进入集中投产期，将推动公司售气量快速增长。

**晋能嘉节、华能东山燃机带来逾 10 亿方气量。** 晋能嘉节以及华能东山燃气是太原市改善环境质量、集中供热的重点工程，目前嘉节电厂已调试完毕，近日已获准并网运行；东山燃机预计于 2015 年底供热期投产，保守估算，2014~2015 年公司对其供气量分别为 6、12 亿方；结合行业其他公司可比水平，我们预计单位售气价差约 0.3 元/方左右，单位售气净利约 0.15 元/方，对应利润约 0.9、1.8 亿元。

表 3：太原市燃气电厂项目情况

电厂名称	业主方	装机类型	装机规模 (MW)	燃料类型	供热区域	预计投产时间	预计用气量 (亿方)
嘉节电厂	晋能集团	热电联产	860	煤层气	太原城南地区约 1000 万平方米建筑	2014 年底	6-9
东山燃机	华能国际	热电联产	859	煤层气	替代太原东部现有小机组、小锅炉，为 860 万平方米区域集中供热	2015 年底	6-9

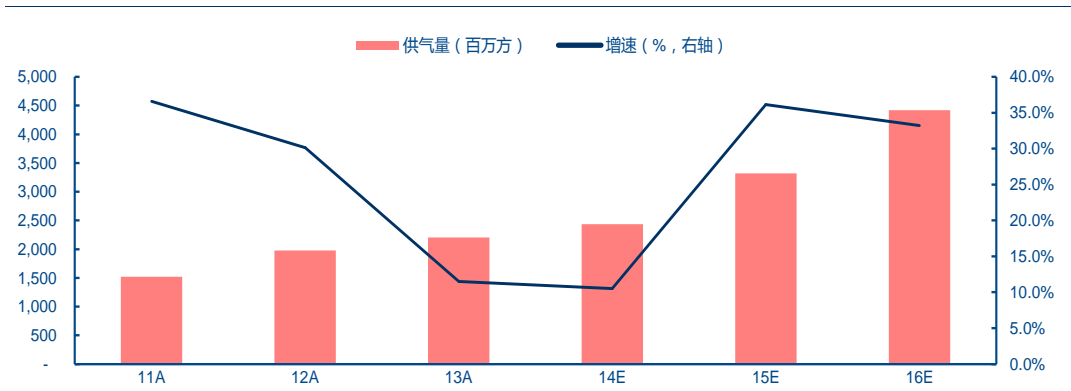
资料来源：中新网、华能国际公告等，中信证券研究部

公司自建煤层气发电 360MW，用气量约 5 亿方。公司在建煤层气发电项目包括寿阳、保德、昔阳项目，单个项目装机规模 120MW，保守按全年运行 4,000~4,500 小时测算（同时考虑供热耗气），三个项目合计用气需求约 5 亿方。目前寿阳煤层气发电项目已通过试运行，后续电价落实后将正式投产，保德、昔阳项目为世行贷款支持项目，目前世行转贷款协议已签，后续项目进度有望加快，预计于 2015~2016 年投产。

LNG 加气站未来两年有望投产 30 座，对应用气量逾 4 亿方。公司目前已投产 LNG 加气站逾 10 座，目前公司寿阳等液化项目已陆续投产，气源支持将推动未来 LNG 加气站建设步伐加快，预计 2016 年底公司 LNG 加气站投产数量将达 30 个，按单站日供气量 4 万方测算，对应用气量逾 4 亿方。

综上所述，考虑存量需求每年 8%左右的增速，加上燃气电厂、煤层气发电以及 LNG 加气站需求贡献，预计 2014~2016 年供气量复合增速约 32.7%（根据目前情况预计 2014 年约 10%）。

图 4：公司供气量及增速预计



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

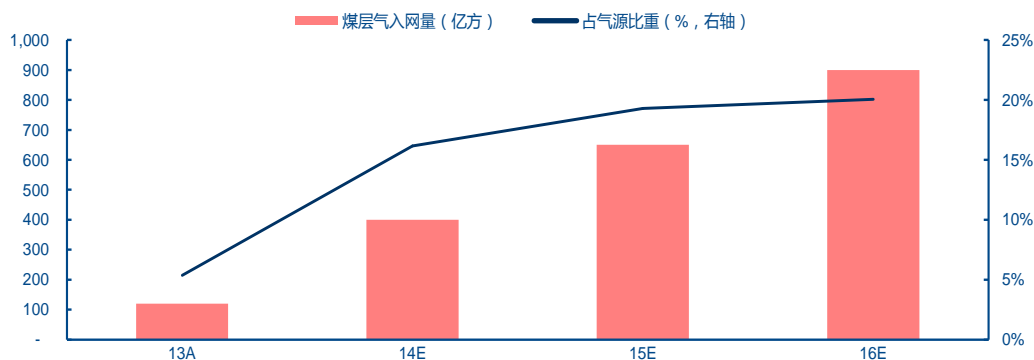
## 煤层气入网快速放量，资源整合有望推进

山西煤层气的出厂价大概为 1.8-1.9 元/立方米（原料气），公司此前公告与山西新天能源签订购气协议，净化加压后价格 2.4 元/立方米。2014 年 9 月 1 日天然气常规气调价后，非居民门站存量、增量气价分别为 2.57、3.05 元/方。考虑热值差异等因素，煤层气较常规气仍便宜约 0.4 元/方，煤层气入网快速放量有助公司采购成本降低。

供给方面看，2011~2012 年为我国煤层气打井高峰时期（2012 年施工井约 1.25 万口，50%以上为 2011~2012 年打井）；考虑开采周期，产量有望从 2014 年开始陆续释放。公司层面，煤层气入网量也有望快速增长，预计 2014~2016 年入网量约 4.0/6.5/9.0 亿方（新天能源合同已锁定 2015 年增量近 1.5 亿方）。



图 5：公司煤层气入网量及占气源供给比重预测



资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

表 1：公司 2015 年业绩对煤层气入网量的弹性测算

入网量 (百万方)	450	550	650	750	850
2015 年 EPS (元)	0.92	0.97	1.01	1.06	1.10

资料来源：中信证券研究部预测

此外，煤层气作为非常规气，其上游开采市场化程度高，随着天然气需求的快速增长，公司或进一步延伸产业链，采取整合上游资源进一步加大煤层气供给放量。

## 集团承诺明确，资本运作启动可期

大股东国新能源集团此前承诺将其持有的太原燃气 40% 股权经山西省国资委批准后再转让给本公司；承诺国新正泰、平遥远东的项目建成投产后 6 个月内，将其持有国新正泰和平遥远东股权经山西省国资委批准后转让给本公司。公司已于 2013 年 11 月支付集团 2.0 亿元转让款，目前正在办理股权工商变更登记。根据山西经信委网站信息，国新正泰焦炉煤气制合成天然气项目总投资 2.5 亿元，年产天然气 1 亿方，已于 2014 年 7 月投产运行；就平遥远东燃气，此前公司公告预计 2014 年 10 月建成。结合以上信息，兼顾公司资产负债率较高（2014Q3 为 81.5%，高于同行业公司水平），公司资本运作启动值得期待。

### 风险因素：

电厂项目投产进度低于预期；上游气价过快上涨影响需求；在建工程转固带来折旧、财务费用超出预期。

**上调至“买入”评级。** 电厂、加气站等需求集中释放推动气量重回快速增长，预计 2014~2017 年供气量复合增速约 32.7%，此外煤层气入网放量有助采购成本降低。根据最新情况，我们维持 2014~2015 年 0.73/1.01 元的盈利预测不变，上调 2016 年盈利预测至 1.35 元（原为 1.30 元），目前股价对应 2014~2016 年 PE 分别为 34/25/18 倍。公司煤层气战略明确，资源整合有望推进；集团承诺资产注入明确，资本运作启动可期；兼顾流通盘较小（流通 A 股仅 1.0 亿股），给予 2015 年 30 倍 PE，对应目标价 30.40 元，上调至“买入”评级。

表 4：公司盈利预测及估值

项目/年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,668	4,393	5,431	7,750	10,241
增长率 YoY%	6.9	19.8	23.6	42.7	32.1
净利润(百万元)	214	308	435	601	802
增长率 YoY%	6.0	43.6	41.2	38.2	33.5
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.36	0.52	0.73	1.01	1.35
PE	69	48	34	25	18
PB	10.3	12.3	7.5	6.0	4.8
EV/EBITDA	30	25	21	17	13

资料来源：中信证券研究部测算

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	3,668	4,393	5,431	7,750	10,241
营业成本	3,030	3,438	4,255	6,137	8,074
毛利率	17.40%	21.75%	21.65%	20.81%	21.16%
营业税金及附加	12	9	11	15	20
营业费用	179	237	271	334	468
营业费用率	4.87%	5.39%	4.99%	4.31%	4.57%
管理费用	100	127	157	209	256
管理费用率	2.72%	2.90%	2.90%	2.70%	2.50%
财务费用	95	172	239	317	424
财务费用率	2.58%	3.91%	4.40%	4.09%	4.14%
投资收益	28	23	26	29	34
营业利润	280	431	524	765	1,033
营业利润率	7.64%	9.81%	9.65%	9.88%	10.09%
营业外收入	23	22	50	30	30
营业外支出	5	35	0	0	0
利润总额	299	419	574	795	1,063
所得税	69	109	137	192	257
所得税率	25.60%	27.61%	25.00%	25.00%	25.00%
少数股东损益	15	2	2	3	4
归属于母公司股东的净利润	214	308	435	601	802
净利率	6.25%	7.04%	8.05%	7.79%	7.87%
每股收益(元)(摊薄)	0.36	0.52	0.73	1.01	1.35

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	214	308	435	601	802
少数股东损益	15	2	2	3	4
折旧和摊销	102	126	168	303	390
营运资金变动	75	127	-96	131	134
其他	-83	152	213	288	390
经营现金流	323	714	721	1,326	1,720
资本支出	-1,557	-2,496	-1,889	-1,498	-1,239
投资收益	12	27	26	29	34
资产变卖	1	48	0	0	0
其他	-88	-310	0	0	0
投资现金流	-1,631	-2,732	-1,863	-1,470	-1,205
发行股票	0	0	480	0	0
负债变化	1,197	2,077	820	657	185
股息支出	-206	-279	-87	-120	-160
其他	732	563	-239	-317	-424
融资现金流	1,723	2,362	975	220	-400
现金净增加额	415	343	-167	76	116

资料来源：中信量化投资分析系统

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	918	1,253	1,086	1,162	1,278
存货	28	27	43	61	81
应收账款	150	173	217	310	410
其他流动资产	395	454	505	705	918
流动资产	1,491	1,908	1,851	2,239	2,687
固定资产	2,656	2,715	3,389	5,529	7,657
长期股权投资	528	772	772	772	772
无形资产	83	110	108	106	104
其他长期资产	2,758	5,284	6,334	5,392	4,115
非流动资产	6,025	8,881	10,603	11,798	12,647
资产总计	7,516	10,789	12,454	14,037	15,333
短期借款	1,330	1,190	1,939	1,416	500
应付账款	301	225	425	614	807
其他流动负债	1,516	2,267	2,081	2,334	2,607
流动负债	3,147	3,682	4,445	4,364	3,914
长期负债	2,455	4,970	5,041	6,222	7,322
其他长期负债	636	466	466	466	466
非流动性负债	3,091	5,436	5,507	6,688	7,789
负债合计	6,238	9,117	9,952	11,052	11,703
股本	396	563	593	593	593
资本公积	195	4	454	454	454
股东权益合计	952	1,143	1,971	2,451	3,093
少数股东权益	326	529	531	534	538
负债股东权益总计	7,516	10,789	12,454	14,037	15,333

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入		19.8	23.6	42.7	32.1
营业利润		53.6	21.6	46.1	35.0
净利润		43.6	41.2	38.2	33.5
利润率 (%)					
毛利率	17.4	21.8	21.7	20.8	21.2
EBITMargin	9.5	13.3	13.6	13.6	13.9
EBITDAMargin	12.3	16.1	16.7	17.5	17.7
净利率	6.3	7.0	8.0	7.8	7.9
回报率 (%)					
净资产收益率	34.3	50.1	30.2	31.3	31.4
总资产收益率	3.1	2.9	3.5	4.3	5.3
其他 (%)					
资产负债率	83.0	84.5	79.9	78.7	76.3
所得税率	25.6	27.6	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	0.6	0.8	1.1

## 分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 评级说明

投资建议的评级标准	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上；
	增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
	持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上；
行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上；
	中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

## 其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

## 法律主体声明

**中国：**本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。

**新加坡：**本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Limited（下称“CLSA Singapore”）分发，并仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”提供。上述任何投资者如希望交流本报告或就本报告所评论的任何证券进行交易应与 CLSA Singapore 的新加坡金融管理局持牌代表进行交流或通过后者进行交易。如您属于“认可投资者或专业投资者”，请注意，CLSA Singapore 与您的交易将豁免于新加坡《财务顾问法》的某些特定要求：（1）适用《财务顾问规例》第 33 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 25 条关于向客户披露产品信息的规定；（2）适用《财务顾问规例》第 34 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 27 条关于推荐建议的规定；以及（3）适用《财务顾问规例》第 35 条中的豁免，即豁免遵守《财务顾问法》第 36 条关于披露特定证券利益的规定。

## 针对不同司法管辖区的声明

**中国：**根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

**新加坡：**监管法规或交易规则要求对研究报告涉及的实际、潜在或预期的利益冲突进行必要的披露。须予披露的利益冲突可依照相关法律法规要求在特定报告中获得，详细内容请查看 <https://www.clsa.com/disclosures/>。该等披露内容仅涵盖 CLSA group, CLSA Americas 及 CA Taiwan 的情况，不反映中信证券、Credit Agricole Corporate & Investment Bank 及/或其各自附属机构的情况。如投资者浏览上述网址时遇到任何困难或需要过往日期的披露信息，请联系 [compliance\\_hk@clsa.com](mailto:compliance_hk@clsa.com)。

**美国：**本研究报告由中信证券编制。本研究报告在美国由中信证券（CITIC Securities International USA, LLC（下称“CSI-USA”）除外）和 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》15a-6 规则定义且分别与 CSI-USA 和 CLSA Americas 进行交易的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当分别联系 CSI-USA 和 CLSA Americas。

**英国：**本段“英国”声明受英国法律监管并依据英国法律解释。本研究报告在英国须被归为营销文件，它不按《英国金融行为管理手册》所界定、旨在提升投资研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟由 CLSA（UK）发布，该公司由金融行为管理局授权并接受其管理。本研究报告针对《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19 条所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告的内容。

## 一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2014 版权所有。保留一切权利。