

基础化工/原材料

胜利股份 (000407)

悲观预期拐点、外延扩张提速

	肖洁 (分析师)	陆建巍 (分析师)	傅锴铭 (研究助理)
	0755-23976115	010-59312737	0755-23976516
	xiaojie@gtjas.com	lujianwei@gtjas.com	fukaiming@gtjas.com
证书编号	S0880513080002	S0880513070001	S0880114080039

本报告导读:

2015 年公司转型速度有望加快; 油价触底, 天然气悲观预期释放, 天然气气价改革等政策可能在 2015 年实现实质性进展。

投资要点:

我们维持“增持”评级、维持 11.6 元的目标价, 距离目前的股价仍有 74% 的空间。我们维持 2014-2016 年 EPS 为 0.16、0.30、0.60 元, 增速为 400%, 93%, 100%, 目前的股价对应 2016 年 PE 仅为 11.1 倍。未来的刺激因素主要包括公司自身的外延式收购进程加快和天然气价改超出市场的预期。

油价触底, 天然气悲观预期释放, 未来看多政策刺激带来的清洁能源天然气需求的高速增长 (十三五目标复合增速 15%)。国际油价跌破 50 美金/桶, 国内天然气价格管制, 性价比导致天然气下游需求抑制, 气价下调窗口临近和油价触底有望修复行业悲观预期。未来, 作为环保和清洁能源的天然气, 将迎来下一个高速发展期, 刺激因素可能是天然气价格改革和市场化的相关政策的出台。

2015 年, 公司转型速度有望加快。1 月 13 日, 公司公告成立并购基金为自身外延式扩张提供项目和资金支持; 1 月 27 日, 公司公告传统产业的退出, 明确转型方向; 同时, 聘任李广峰先生 (原新奥集团销售总经理) 为公司副总, 未来人才的大举引进将为公司转型提供有力支撑。根据公司规划, 将于 2015 年底实现双百加气站和 10 个县级燃气的特许经营权。我们测算双百加气站、10 个县级特许经营权、外加 5 个加气母站分别可以贡献利润 1-1.5 亿元、2 亿元、0.5 亿元, 超过市场对于公司 2016 年合计实现 2.5-3 亿元的预期。

风险提示: 公司外延式收购低于预期。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2,187	2,233	2,688	2,264	4,703
(+/-)%	-4%	2%	20%	-16%	108%
经营利润 (EBIT)	-15	-9	62	199	459
(+/-)%	-123%	41%	804%	224%	130%
净利润	-140	21	102	197	392
(+/-)%	-2026%	115%	397%	93%	99%
每股净收益 (元)	-0.22	0.03	0.16	0.30	0.60
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	-0.7%	-0.4%	2.3%	8.8%	9.8%
净资产收益率 (%)	-12.8%	1.8%	9.4%	17.1%	27.7%
投入资本回报率 (%)	-1.3%	-0.9%	4.1%	12.4%	27.0%
EV/EBITDA	101.4	99.6	43.4	18.9	9.1
市盈率	-33.4	227.5	45.8	23.8	11.9
股息率 (%)	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 11.60

上次预测: 11.60

当前价格: 6.68

2015.01.27

交易数据

52 周内股价区间 (元)	5.30-7.28
总市值 (百万元)	4,946
总股本/流通 A 股 (百万股)	774/645
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	83%
日均成交量 (百万股)	13.69
日均成交值 (百万元)	89.55

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,153
每股净资产	1.49
市净率	4.3
净负债率	20.21%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.01	0.02
Q2	-0.00	-
Q3	0.15	0.04
Q4	-0.12	0.10
全年	0.03	0.16

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-3%	17%
相对指数	-6%	-50%	-33%

相关报告

《转型天然气、外延式收购正当时》2014.10.18

模型更新时间: 2015.01.27

股票研究

原材料
基础化工

胜利股份 (000407)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.60**

上次预测: 11.60

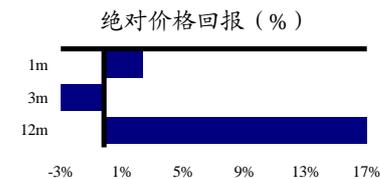
当前价格: 6.39

公司网址

www.vicome.com

公司简介

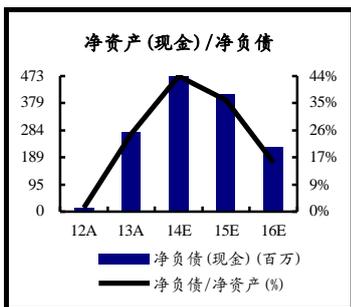
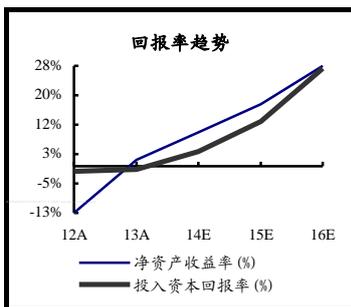
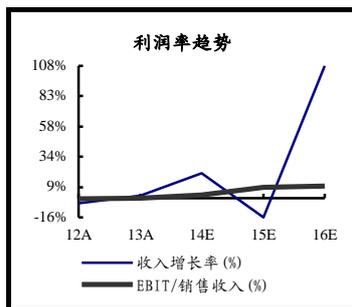
公司是一家拥有塑胶、农化、贸易和生物科技四大业务的上市公司。公司拥有一个生物化工研究院、一个国家级实验室、两个省级实验室和世界一流的生产、检验设备与技术, 全面通过国家 GMP 以及质量、环境、职业健康安全管理体系认证, 形成胜利燃气、胜利生物、胜邦绿野、胜邦管道四个产业品牌。



52 周价格范围 5.30-7.28
市值 (百万) 4,946

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	2,187	2,233	2,688	2,264	4,703
营业成本	1,994	2,024	2,425	1,714	3,515
税金及附加	3	3	13	11	24
销售费用	82	96	94	226	470
管理费用	121	119	94	113	235
EBIT	-15	-9	62	199	459
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	3	168	100	100	100
财务费用	98	94	41	44	43
营业利润	-164	39	121	256	516
所得税	-24	-5	26	66	131
少数股东损益	1	30	0	0	0
净利润	-140	21	102	197	392
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	678	568	274	338	528
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期投资	372	589	589	589	589
固定资产合计	832	950	1,093	1,224	1,341
无形及其他资产	205	238	217	218	219
资产合计	3,175	3,491	3,306	3,481	3,675
流动负债	1,843	1,859	1,839	1,945	1,874
非流动负债	17	291	154	156	159
股东权益	1,094	1,114	1,086	1,153	1,415
投入资本(IC)	970	1,044	1,197	1,202	1,278
现金流量表					
NOPLAT	-13	-10	49	150	344
折旧与摊销	61	59	57	70	83
流动资金增量	165	-78	-105	126	43
资本支出	-107	-182	-172	-194	-194
自由现金流	106	-211	-171	151	276
经营现金流	46	17	91	336	461
投资现金流	-87	-211	-72	-94	-94
融资现金流	109	93	-313	-178	-177
现金流净增加额	67	-101	-294	64	190
财务指标					
成长性					
收入增长率	-4.5%	2.1%	20.4%	-15.8%	107.7%
EBIT 增长率	-122.8%	40.7%	803.8%	223.7%	130.3%
净利润增长率	-2026.3%	114.7%	396.7%	92.5%	99.2%
利润率					
毛利率	8.8%	9.4%	9.8%	24.3%	25.3%
EBIT 率	-0.7%	-0.4%	2.3%	8.8%	9.8%
净利润率	-6.4%	0.9%	3.8%	8.7%	8.3%
收益率					
净资产收益率(ROE)	-12.8%	1.8%	9.4%	17.1%	27.7%
总资产收益率(ROA)	-4.4%	0.6%	3.1%	5.7%	10.7%
投入资本回报率(ROIC)	-1.3%	-0.9%	4.1%	12.4%	27.0%
运营能力					
存货周转天数	79	83	70	90	40
应收账款周转天数	49	52	50	70	30
总资产周转天数	527	545	462	547	278
净利润现金含量	-0.33	0.83	0.89	1.71	1.18
资本支出/收入	5%	8%	6%	9%	4%
偿债能力					
资产负债率	58.6%	61.6%	60.3%	60.3%	55.3%
净负债率	1.2%	24.9%	43.6%	35.7%	15.8%
估值比率					
PE	-33.4	227.5	45.8	23.8	11.9
PB	4.3	4.2	4.3	4.1	3.3
EV/EBITDA	101.4	99.6	43.4	18.9	9.1
P/S	2.1	2.1	1.7	2.1	1.0
股息率	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%



目 录

1. 气价下调在即、气价改革势在必行.....	4
1.1. 油价见底、天然气行业的悲观预期逐步释放.....	4
1.2. 天然气十三五复合增速 15%.....	5
1.3. 气价下调在即、天然气需求有望复苏.....	5
1.4. 刺激清洁能源需求、气价改革势在必行.....	6
2. 公司外延式扩张正当时.....	7
2.1. 整合天然气资产、理顺股权关系.....	7
2.2. 注入、收购燃气资产三年对赌，可复制性强.....	10
3. 盈利预测和估值.....	12
4. 风险因素.....	13
图 1、2014Q4 油价超跌.....	4
图 2 十二五天然气消费每年增加 200 亿立方米以上.....	5
图 3 替代能源燃料油和液化气价格跟随油价暴跌（单位：元/吨）.....	6
图 4 定增、现金收购前股权结构.....	8
图 5 定增、现金收购后股权结构.....	9
图 6 大股东胜利投资天然气相关资产有待注入.....	9
图 7 收购资产三年业绩承诺净利润（万元）.....	11
图 8 收购资产评估价值较高.....	11
表 1: 天然气价格下调在即（模拟天然气价格测算）.....	6
表 2: 各种能源税负差异增大.....	7
表 3: 公司天然气分销领域的规划.....	7
表 4: 公司以增发和现金收购等方式天然气资产的整合.....	8
表 5: 胜利股份天然气相关资产.....	10
表 6: 以 2015 年 10 倍 PE 购买资产.....	11
表 7: A 股天然气资产收购价格偏高.....	12
表 9: A 股燃气公司估值.....	12

公司于 2015 年 1 月 27 日公告:

- 1、 对公司存量传统产业推进对外战略合作和退出，意味着公司确立清洁能源（燃气）作为公司未来的战略发展方向的转型。
- 2、 聘任李广峰先生为公司副总经理，李广峰先生有多年的燃气行业任职经验，曾任新奥集团市场和销售中心总经理。我们认为，未来行业人才的大举引进将为公司战略转型提供有力支撑。

公司于 2015 年 1 月 13 日公告:

公司与东证融成、璟森科技共同成立并购基金，持股比例分别为 35%、51%、 14%，为公司清洁能源产业整合提供服务，具体投资标的为胜利股份未来拟通过现金或发行股份购买资产的并购标的。

并购基金的成立，一方面为公司的外延式扩张提供了标的的选择，另一方面解决了部分并购资金的来源。我们认为，公司很可能以其他各种融资、合作的模式，来加速自身外延式扩张的速度。

我们重申上篇深度报告中提到的看多十三五天然气需求重回高速增长判断。公司作为 a 股市场转型天然气领域（包括管道运营和加气站）的稀缺标的，刺激因素一方面在于公司的“外延式扩张”进程加快（业绩的提升）；另一方面来自增量气价的下调和天然气价格改革的逐步推进和市场化，“天然气的下一个高速发展周期”被市场逐渐认可（估值的提升）。

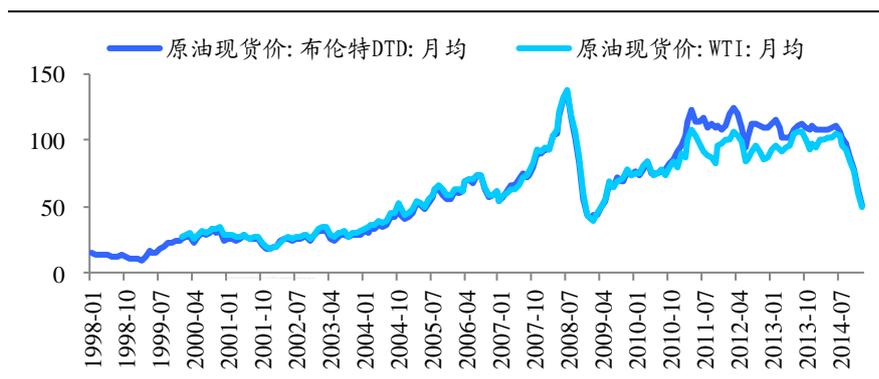
1. 气价下调在即、气价改革势在必行

1.1. 油价见底、天然气行业的悲观预期逐步释放

2009Q1 的布伦特、WTI 原油期货价格的月度均价分别为 41.5 美金/桶和 39 美金/桶。2015 年 1 月，原油期货价格已经跌至 50 美金/桶以下。我们认为，国际油价在全球相对宽松的货币环境下，下跌的空间不大。

国内天然气价格由国家管制，并未随油价下跌而下调，价格劣势导致下游需求受到抑制，我们认为油价见底，天然气行业的悲观预期逐步释放。

图 1、2014Q4 油价超跌



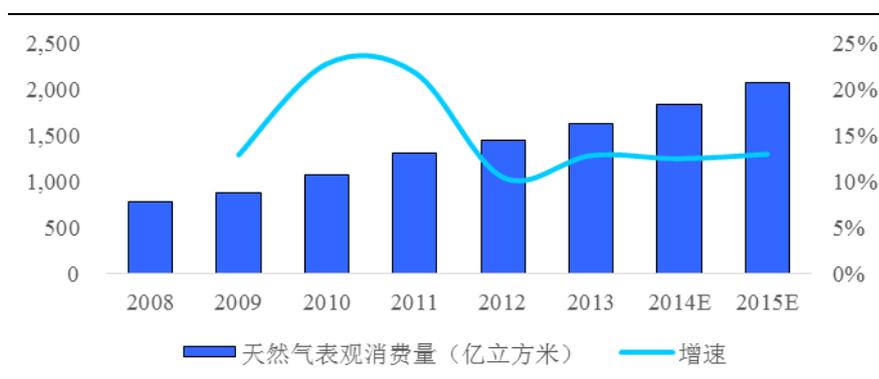
数据来源: wind、国泰君安证券研究

1.2. 天然气十三五复合增速 15%

天然气作为清洁能源,在一次能源中占比非常低(2012 年仅为 4.73%),根据《天然气十二五规划》,到 2015 年达到 2300 亿立方米的消费量,我们认为很难完成。中短期,由于国内天然气价格体系仍未理顺,在非市场化的作用下天然气价格的上调和油价的大幅下跌带来了天然气下游分销行业的需求受到抑制,也正是这样的机遇才给“兼并收购”和“行业整合”提供了最好的时间窗口(小企业对未来预期变差才愿意卖资产)。

放眼长期,在环保和能源清洁化的发展方向上,我们认为天然气将会有下一轮的高速发展周期。2014 年 11 月,国务院办公厅印发的《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》提出,2020 年天然气“消费双倍增”的目标,其一,2020 年天然气消费量要比 2015 年翻一番,2015 年天然气消费量在 2000 亿立方米左右,到 2020 年大概 4100 亿立方米(年化增速 15%,超过十二五的平均水平);其二,2020 年天然气在一次能源消费中的比重比 2015 年翻一番,2015 年天然气在一次能源消费中的比重大概在 6%,到 2020 年能够达到 12%左右。

图 2 十二五天然气消费每年增加 200 亿立方米以上



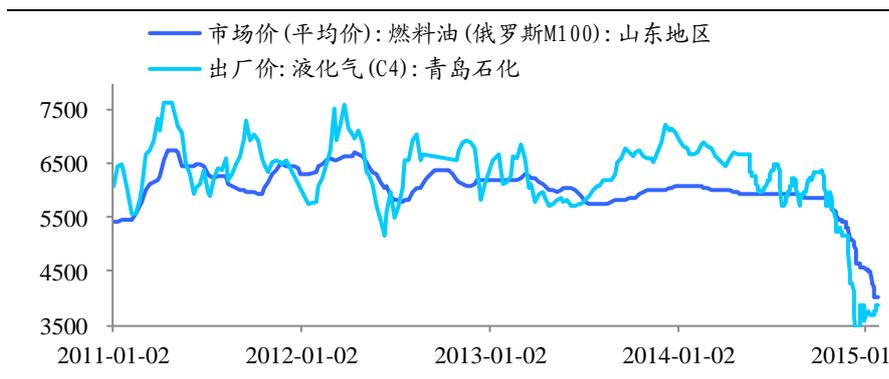
数据来源: Wind, 天然气发展十二五规划, 国泰君安证券研究

1.3. 气价下调在即、天然气需求有望复苏

2014 年 Q4 以来,作为天然气增量气的替代能源定价体系的 LPG(液化石油气)和燃料油价格都跟随油价大幅下跌,我们按照替代能源燃料油(权重 60%)、液化石油气(权重 40%)的价格 85%核算。

我们在表 1 中模拟测算了 2012 年以来天然气价格的变化,其中 2012H2-2013H1 的测算,是国家发改委在 2013 年 7 月提出天然气气价改革方案是的替代能源参考周期。我们按照 2014 年全年均价、2014H2 均价、2015 年 1 月均价三种方式去测算增量天然气的价格,分别为 2.9 元/平方米、2.66 元/平方米、1.56 元/平方米,相比于 2012H2-2013H1 的 3.31 元/立方米的增量气定价,我们认为天然气降价的幅度可能在 0.4-0.7 元/立方米。

图 3 替代能源燃料油和液化气价格跟随油价暴跌 (单位: 元/吨)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 1: 天然气价格下调在即 (模拟天然气价格测算)

	燃料油 (元/千克)	液化石油气 (元/千克)	增量天然气门站价格 (元/立方米)
2012 全年均价	4.24	6.06	3.51
2013 全年均价	3.83	5.66	3.22
2014 全年均价	3.45	5.13	2.90
2012H2-2013H1	3.99	5.75	3.31
2014H2	3.17	4.69	2.66
2015 年 1 月均价	1.71	3.01	1.56

数据来源: wind、国泰君安证券研究

1.4. 刺激清洁能源需求、气价改革势在必行

目前来看, 天然气十二五规划很难完成, 在雾霾恶化和环保的压力下, 天然气十三五翻翻的目标需要更强有力的政策来推动, 气价改革势在必行。

2011 年, 为了探索反映供求关系和资源稀缺程度的价格形成机制, 国家开始在广东和广西两地启动由“净回值”法: (增量气根据替代能源价格联动的方式, 目前的折价系数为 85%) 形成价格的试点。

我们认为, 刺激天然气需求的政策导向, 一方面, 以“净回值”的推广为突破口来逐步实现增量气和存量气的接轨, 国内天然气和国际能源 (原油、燃料油、LGP) 的接轨; 另一方面, 以税收调节, 汽油消费税从 2014 年的 1 元/升提高到目前的 1.52 元/升, 占汽油价格比超过 30%, 同时, 天然气增值税 13% 长期低于油品 17% 的水平; 最后, “净回值”法中, 天然气定价公式的折价系数的调整 (比如由目前的 85% 降低到 70-75%) 也可以提高天然气消费的性价比, 实现对其他能源的替代。

表 2: 各种能源税负差异增大

	消费税 (元/升)	增值税	城市维护建设税和教育附加
汽油	1.52	17%	1.70%
柴油	1.2	17%	1.70%
燃料油	1.2	17%	1.70%
lpg (液化石油气)	0.8	13%	1.30%
天然气		13%	1.30%

数据来源: 财政部、国泰君安证券研究

2. 公司外延式扩张正当时

2015 年开始, 公司在传统行业的退出、天然气人才的引进、以及资金、项目方面的合作均有所加快。按照目前公司在天然气领域的规划, 我们测算, 双百加气站、10 个县级燃气运营的特许经营、外加 5 个加气母站分别可以贡献利润 1-1.5 个亿、2 个亿、0.5 个亿, 合计 3.5-4 亿元, 超过市场 2.5-3 亿的净利润的预期。

表 3: 公司天然气分销领域的规划

	获取方式	2014 年规划	2015 年规划	第一阶段规划贡献利润
加气站	自建和收购	50 个控股、 50 个参股	100 个控股、 100 个参股	1-1.5 个亿
特许经营权	现金收购		10 个	2 个亿
加气母站	自建		5-6 个	5000 万

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.1. 整合天然气资产、理顺股权关系

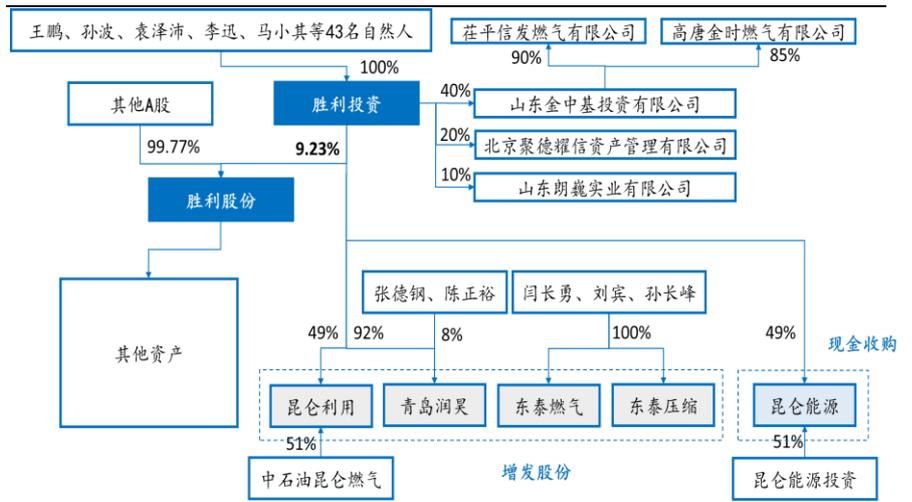
公司的大股东胜利投资的股东以高管团队为主, 实际控制人士董事长王鹏先生, 民营体制灵活。以往由于大股东胜利投资持有上市公司股权比例太低, 仅为 9.23%, 增发、外延式扩张等资本运作很难进行。2014 年 4 月, 公司通过定增把大股东胜利投资旗下的昆仑利用、青岛润昊等燃气相关资产注入上市公司, 同时现金认购 1 亿人民币, 把持股比例从 9.23% 提高到 15.14%, 切实增强了对上市公司的控制权。未来, 我们认为, 公司仍然有通过注入资产 (荏平信发燃气有限公司、高唐金时燃气有限公司目前还处于建设期, 无法估值) 或是现金增持的方式提高持股比例, 我们认为大股东持股比例提高到 25-30% 是比较合理的水平。

表 4: 公司以增发和现金收购等方式天然气资产的整合

发行对象	收购资产	股权比例	发行股数 (万)	对价人民币 (万元)
增发股份收购				
胜利投资、张德钢、陈正裕	青岛润昊	100%	1965	11043
胜利投资	昆仑利用	49%	2143	12041
闫长勇、刘宾、孙长峰	东泰燃气	100%	4208	23647
	东泰压缩	100%	1053	5916
合计			9368	52647
增发股份募资				
胜利投资			1779	10000
广发乾和			667	3750
广集5号			667	3750
合计			3114	17500
现金收购				
	昆仑能源	49%		1751

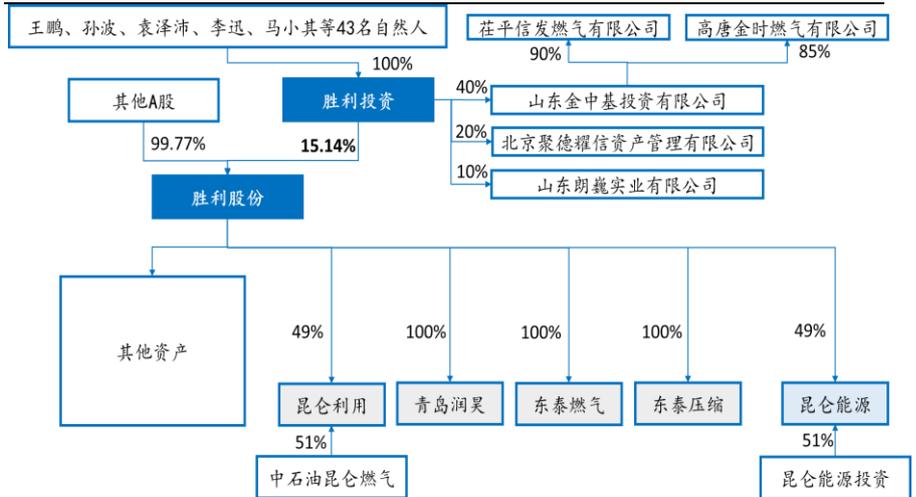
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

图 4 定增、现金收购前股权结构



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

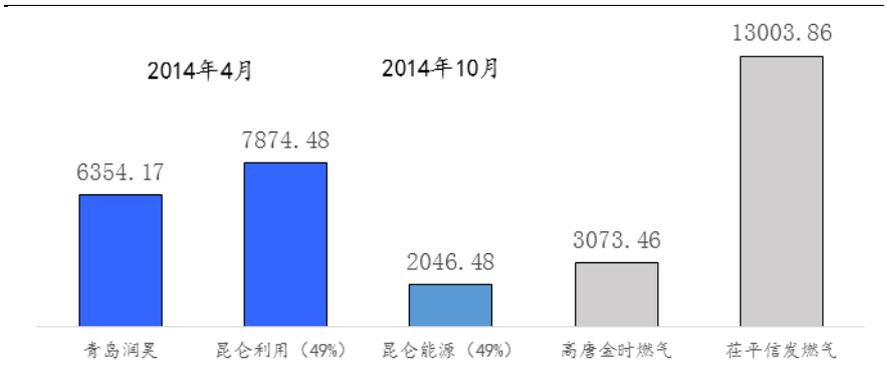
图 5 定增、现金收购后股权结构



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

胜利股份分别于 2014 年 4 月和 2014 年 10 月通过增发股份和现金收购的方式购买胜利投资天然气相关资产，占其胜利股份天然气相关资产的 44%和 6%，尚有 49%的天然气相关资产仍在培育期，存在和上市公司同业竞争的问题，我们认为，未来这块资产实现稳定盈利后，有望注入上市公司。

图 6 大股东胜利投资天然气相关资产有待注入



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 5: 胜利股份天然气相关资产

被参控公司	主营业务	持股比例
山东昆仑胜利能源有限公司	液化天然气销售、LNG 加气站等。	30%
山东华胜能源有限公司	液化天然气的项目投资、开发 利用和相关设备工程安装(凭资质证书经营); 液化天然气技术服务与咨询。	60%
山东利华晟能源有限公司	能源信息咨询及新能源技术开发, 天然气设备采购、销售, 对外投资。	100%
钦州胜利天然气利用有限公司	压缩天然气、液化天然气的开发; 能源相关设备的安装服务; 天然气技术服务与咨询; 天然气设备的采购及销售; 货物、技术进出口业务。	96%
广西胜利三燃能源有限公司	对压缩天然气、液化天然气、管道天然气的开发、利用、建设的投资; 天然气信息咨询与服务; 能源相关设备的销售。	51%
临沂中孚天然气开发利用有限公司	燃气供应、压缩天然气、汽车加气、压力容器改装。	30%
德州胜利天然气有限公司	德州市及周边区县天然气加气站业务。	100%
德州胜利鲁班能源有限公司	德州市及周边区县天然气加气站业务。	80%
山东胜利能源有限公司	能源技术开发; 能源信息咨询; 天然气设备的销售; 以及自由资产投资。	51%
菏泽胜利天然气有限公司	菏泽市及周边区县天然气加气站业务。	51%
淄博利华晟天然气利用有限公司	淄博市及周边区县天然气加气站业务。	51%
聊城胜利能源有限公司	聊城市及周边区县天然气加气站业务。	100%
潍坊胜利天然气有限公司	潍坊市及周边区县天然气加气站业务。	100%
南宁胜信天然气利用有限公司	对压缩天然气、液化天然气的开发、利用、建设的投资; 天然气信息咨询与技术服务; 能源相关设备的采购、销售。	100%
临沂胜利能源有限公司	临沂市及周边区县天然气加气站业务。	51%
济南胜利能源有限公司	济南市及周边区县天然气加气站业务。	100%
东营胜信天然气有限公司	东营市、滨州是及周边区县天然气加气站业务。	100%
泰安胜利能源有限公司	泰安市及周边区县天然气加气站业务。	51%
日照胜利天然气有限公司	日照市及周边区县天然气加气站业务。	100%
中石油昆仑(日照)天然气输配有限公司	天然气输配项目的建设。	49%
日照市通和胜利油气有限公司	日照莒县及周边区县天然气加气站业务。	49%
临沂中孚天然气投资有限公司	燃气供应、压缩天然气、汽车加气、压力容器改装。	30%
滨州胜利天然气有限公司	天然气设备销售; 天然气技术开发; 天然气信息咨询。	100%
山东胜信能源有限公司	能源设备的销售, 能源技术开发及信息咨询。	70%
济南天辰能源投资	压缩天然气 (CNG) 加气子站的投 资、建设和经营。	100%
烟台润通能源有限公司	液化天然气、管道天然气管网项目的投资、开发、建设、管理, 技术咨询及技术服务	51%
威海润利能源有限公司	液化天然气、管道天然气管网项目的投资、开发、建设、管理、技术咨询及技术服务	100%
山东龙禹胜利能源有限公司	压缩天然气 (CNG) 加气站的建设 和经营	50%

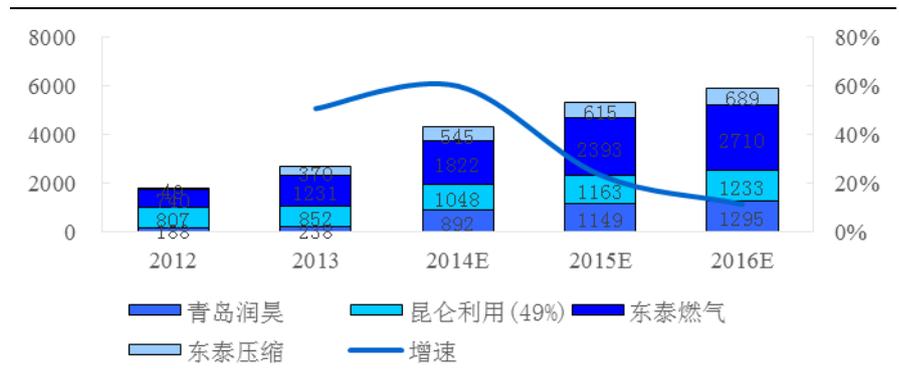
数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

2.2. 注入、收购燃气资产三年对赌, 可复制性强

公司收购青岛润昊 2014-2016 年承诺净利润不低于 891.58 万元、1148.50 万元和 1294.98 万元; 昆仑利用 49% 股权不低于 1048.34 万元、1162.65 万元和 1232.69 万元; 东泰燃气不低于 1822.31 万元、2392.90 万元和 2710.14 万元, 东泰压缩不低于 544.66 万元、614.69 万元和 688.66 万元。

即收购的资产 2014-2016 年总承诺业绩增速不低于 60%、23%和 11%。

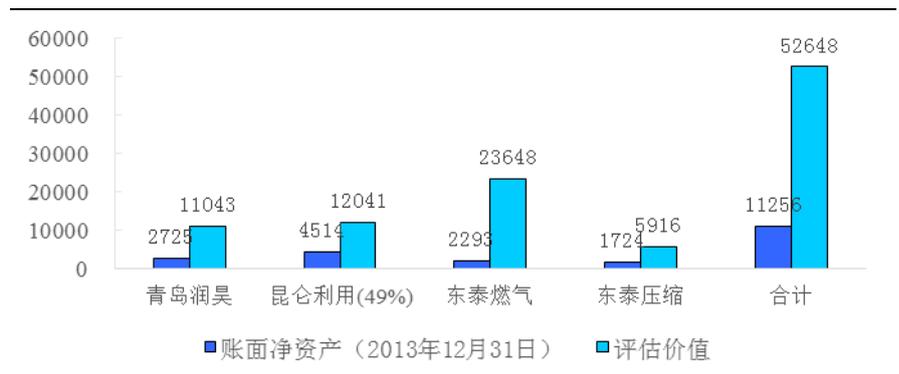
图 7 收购资产三年业绩承诺净利润 (万元)



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

青岛润昊下有 8 个加气站, 包括 7 个 CNG 气站和 1 个 LNG 加气站, 其中 2 个 CNG 加气站和 1 个 LNG 加气站 6 月后开始运营; 昆仑利用下有 2 个加气母站和 10 个加气子站; 东泰压缩下游 3 个加气站; 东泰燃气以东阿县燃气的特许经营权为主要资产。

图 8 收购资产评估价值较高



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 6: 以 2015 年 10 倍 PE 购买资产

	2013 PE	2014 PE	2015 PE	PB
青岛润昊	46.49	12.39	9.62	4.05
昆仑利用	19.57	12.22	10.36	4.68
东泰燃气	19.21	12.98	9.88	10.31
东泰压缩	16.00	10.86	9.62	3.43

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

表 7: A 股天然气资产收购价格偏高

上市公司	收购标的	收购时间	收购价 (亿元)	净资产增 值率	市盈率
惠博普	华油科思 100%股权	2012 年	1.89	228%	74.5
泰山石油	兖州绿源 49%股权	2012 年	0.08	647%	5.4
金卡股份	华辰投资 60%股权	2013 年	0.78	155%	6.3
*ST 联华	山西天然气 100%股权	2013 年	35.19	277%	16.4
光正集团	庆源管道 33.3%股权	2013 年	0.55	5%	27.9
上海佳豪	沃金天然气 100%股权	2013 年	2.58	734%	35.1
	捷能运输 80%股权				
胜利股份	青岛润昊 100%股权	2014 年	5.26	368%	19.6
	昆仑利用 49%股权				
	东泰燃气 100%股权				
	东泰压缩 100%股权				
	昆仑能源 100%股权				
			0.18	94%	-

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

3. 盈利预测和估值

我们维持公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.16 元、0.30 元、0.60 元。按照目前收购的特许经营权和加气站资产的盈利水平测算, 一个控股+一个参股的加气站贡献利润 100-150 万, 一个县级特许经营权贡献利润 2000 万左右, 一个加气母站贡献利润 1000 万左右。

我们按照 A 股可比公司的 PE 估值, 维持目标价 11.6 元, 对应公司 2016 年 PE19 倍, 未来的刺激因素主要包括公司自身的外延式收购进程加快和天然气价改超出市场的预期。

表 8: A 股燃气公司估值

	股价	PE (2014)	PE (2015)	PE(2016)	PB	ROE (2014)
新疆浩源	21.47	45	36	29	6.8	14.4%
金鸿能源	29.05	39	28	21	3.6	13.8%
重庆燃气	10.60	48	43	38	5.1	10.4%
深圳燃气	8.59	24	20	17	3.2	-
陕天然气	11.98	30	22	16	3.1	10.5%
国新能源	26.28	36	25	18	8.0	28.0%
平均值		36	28	23	4.9	15.4%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究, 股价为 2015.1.27 收盘价, PE 为 Wind 一致预期

4. 风险因素

天然气资产收购进程低于预期。我们认为 2014-2015 年是收购天然气分销资产的最佳时间窗口，所以 2015 年对于公司是关键的一年，收购的进程决定了公司 2015 年双百计划和 10 家特许经营权是否能完成。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

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。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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		