



# 煤层气入网加速释放，资源整合有望推进

中信证券研究部

2014年11月4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

**增持**  
(维持)

当前价：22.67 元

目标价：25.20 元

## 事项：

公司公告，全资子公司山西天然气与山西新天能源签订《煤层气购销合同》，项目合同价格 2.4 元/立方米（含税价），暂定合作有效期 5 年，合同期内供气量约为 40 万立方米/日，协议气源来自鄂尔多斯盆地东缘的石楼西区块。

## 评论：

### 煤层气入网有助气源多元化及成本降低

与其他省份相比，山西省及周边煤层气等资源丰富，具有多气源互补优势。作为公司重要气源之一的煤层气，相比天然气具有显著的价格优势（本次合同价 2.4 元/方，而山西省天然气门站存、增量分别为 2.57、3.05 元/方），本次合同气源主要来自于石楼西区块（石楼县隶属于山西吕梁市），预计年底投产供气；合同的签订有助于保障公司气源供给，更为重要的是可有效降低公司综合购气成本。

随着山西煤层气产业的发展，公司煤层气入网量有望快速增长，我们预计公司 2014~2016 年煤层气采购量分别为 4.0/6.5/9.0 亿方（2013 年约 2 亿方），本次合同签订量尚在我们的预测增量范围内。

### 大气治理推进，需求提速有望推动业绩持续高增

2014 年，受制于天然气价格上涨预期压制以及经济疲弱影响，全国天然气消费增速同比大幅回落，1-9 月仅增长 6.8%（2012Q1-3、2013Q1-3 增速分别为 13.6%、13.5%）；与全国趋势一致，公司售气量增速也有所下滑，预计全年增速约 10%左右（前三季度收入增速 21.6%，剔除价格上涨因素，售气量增速约 10%左右）。去年下半年调价时公司上游气源价格调整幅度小于终端售价调整幅度，今年售气价差扩大，是全年业绩增长的重要因素。

展望未来，随着大气治理的推进，煤改气、油改气陆续推进，太原市的嘉节电厂、东山燃机等大用户有望分别于 2014 年底、2015 年底投产，保守估算，2014~2015 年两电厂消耗气量分别为 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。加气站方面，公司稳步推进建设步伐，未来两年有望新增加气站 30 座，将成为增量业绩贡献的另一重要来源。此外，公司在建项目寿阳煤层气热电项目正在建设中，装机规模 2\*60MW，年用气量约 1.5~2 亿方，预计后续上网电价落实后将正式投产。

表 1：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

综合煤层气入网将有效降低综合采购成本、大气治理推进有望提升需求增速两方面因素，公司业绩有望保持持续快速增长，我们预计 2014~2016 年净利分别为 4.3/6.0/7.7 亿元（对应增速 40.4%/38.2%/28.7%）。此前，公司资产重组时，国新能源集团等股东承诺在 2013 年底、2014 年底、2015 年底注入资产累计净利润不低于 3.0/7.1/12.9 亿元（其中 2013 年已实现 3.2 亿元）。

### 公司占据气化山西主导地位，煤层气资源整合有望推进

公司在山西省内建成长输管道超 3,000 公里，覆盖 11 市 95 县（市、区），占全省长输管道的绝大部分，长输管道业务在山西省内已取得绝对优势地位。

图 1：山西省内三大天然气长输管线



资料来源：中信证券研究部整理

一直以来，公司依托中游管输优势地位，积极拓展上下游产业链，2013 年底 47 亿元的在建工程中，除长输管网外，有燃气热电、城市管网、液化调峰设施、加气站等项目。就上游产业链延伸方面，公司与上游煤层气开发企业合作，形成天然气资源与管网的优势互补，煤层气入网量快速增长。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。

### 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。

**维持“增持”评级。**公司煤层气入网量快速增长带来成本降低，电厂、加气站等推动需求提速明确，未来两年业绩高增确定性较高。我们维持公司 2014~2016 年 0.73/1.01/1.30 元的盈利预测，现价对应 PE 分别为 31/23/17 倍；公司煤层气战略推进，未来业绩有进一步上调可能，给予 2015 年 25 倍 PE，对应目标价 25.20 元，维持“增持”评级。

表 2：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	5,291	7,204	8,605
增长率 YoY%	6.9	19.8	20.4	36.2	19.4
净利润(百万元)	214	308	432	597	769
增长率 YoY%	6.0	43.6	40.4	38.2	28.7
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.36	0.52	0.73	1.01	1.30
PE	63	44	31	23	17
PB	9.4	11.2	6.8	5.5	4.4
EV/EBITDA	28	24	20	15	13

资料来源：Wind，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	5,291	7,204	8,605
营业成本	3,030	3,438	4,121	5,589	6,530
毛利率	17.40%	21.75%	22.11%	22.42%	24.12%
营业税金及附加	12	9	11	14	17
营业费用	179	237	271	334	492
营业费用率	4.87%	5.39%	5.12%	4.64%	5.72%
管理费用	100	127	153	195	215
管理费用率	2.72%	2.90%	2.90%	2.70%	2.50%
财务费用	95	172	236	339	395
财务费用率	2.58%	3.91%	4.47%	4.70%	4.60%
投资收益	28	23	23	28	34
营业利润	280	431	522	761	989
营业利润率	7.64%	9.81%	9.86%	10.56%	11.49%
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	572	791	1,019
所得税	69	109	137	191	246
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	432	597	769
净利率	6.25%	7.04%	8.21%	8.33%	8.98%
每股收益(元)(摊薄)	0.36	0.52	0.73	1.01	1.30

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	214	308	432	597	769
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	-104	103	69
其他	-83	152	213	311	362
经营现金流	323	714	711	1,317	1,594
资本支出	-1,557	-2,496	-1,889	-898	-639
投资收益	12	27	23	28	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	-1,866	-870	-605
发行股票	0	0	480	0	0
负债变化	1,197	2,077	274	289	1,101
股息支出	-206	-279	-86	-119	-154
其他	732	563	-236	-339	-395
融资现金流	1,723	2,362	431	-170	551
现金净增加额	415	343	-724	277	1,540

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	918	1,253	529	807	2,346
存货	28	27	41	56	65
应收账款	150	173	212	288	344
其他流动资产	395	454	493	656	773
流动资产	1,491	1,908	1,275	1,806	3,528
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	4,792	2,915
非流动资产	6,025	8,881	10,603	11,198	11,447
资产总计	7,516	10,789	11,877	13,004	14,975
短期借款	1,330	1,190	1,392	500	500
应付账款	301	225	412	559	653
其他流动负债	1,516	2,267	2,066	2,277	2,434
流动负债	3,147	3,682	3,870	3,336	3,587
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	9,378	10,024	11,376
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	1,969	2,447	3,062
少数股东权益	326	529	531	534	538
负债股东权益总计	7,516	10,789	11,877	13,004	14,975

指标名称	2012	2013	2014E	2015E	2016E
增长率 (%)					
营业收入		19.8	20.4	36.2	19.4
营业利润		53.6	21.0	45.9	29.9
净利润		43.6	40.4	38.2	28.7
利润率 (%)					
毛利率	17.4	21.8	22.1	22.4	24.1
EBITMargin	9.5	13.3	13.9	14.9	15.7
EBITDAMargin	12.3	16.1	17.1	19.1	20.2
净利率	6.3	7.0	8.2	8.3	9.0
回报率 (%)					
净资产收益率	34.3	50.1	30.1	31.2	30.5
总资产收益率	3.1	2.9	3.7	4.6	5.2
其他 (%)					
资产负债率	83.0	84.5	79.0	77.1	76.0
所得税率	25.6	27.6	25.0	25.0	25.0
股息率	0.0	0.0	0.6	0.9	1.2

## 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。

**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。