

强烈推荐-A (维持)

中天能源 600856.SH

目标估值: 16-18 元
当前股价: 10.7 元
2017 年 10 月 30 日

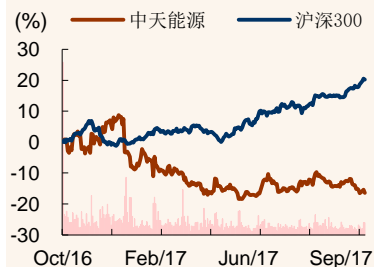
Q3业绩平稳, LNG一体化布局加速推进

基础数据

上证综指	3390
总股本(万股)	136665
已上市流通股(万股)	77103
总市值(亿元)	146
流通市值(亿元)	83
每股净资产(MRQ)	1.9
ROE(TTM)	19.5
资产负债率	70.0%
主要股东	青岛中天资产管理有
主要股东持股比例	16.04%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	1	-16
相对表现	-8	-16	-36



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《中天能源(600856)一油气业务促业绩高速增长, 静待 LNG 一体化布局完成》2017-08-29
- 2、《中天能源(600856)一增发完成, 油气全产业链布局加速推进》2017-08-10
- 3、《中天能源(600856)一增发获批, LNG 一体化产业链将加速推进》2017-06-23

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮

shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

王亮

S1090517080005

研究助理

李舜

lishun2@cmschina.com.cn

事件:

公司发布 2017 年三季报, 报告期内公司实现营业收入 47.71 亿元, 同比增长 122.89%, 实现归属于上市公司股东的净利润为 4.14 亿元, 同比增长 38.48%, 实现归属于上市公司股东扣非后的净利润为 3.96 亿元, 同比增长 87.60%, 实现每股 EPS 0.35 元; 其中 Q3 实现营业收入 13.43 亿元, 同比增长 18.75%, 环比下降 24.87%, Q3 实现归属于上市公司股东的净利润为 1.41 亿元, 同比增长 46.99%, 环比增长 5.15%, 实现 EPS 0.10 元, 业绩略低于预期。

评论:

1、油价回升, Long Run 并表和油品贸易业务驱动公司业绩增长

2017 前三季度公司实现营业收入 47.71 亿元, 同比增长 122.89%, 主要来自三方面, 一是公司收购的 Long Run 油气田 2016 年下半年才开始并表, 二是 LNG 市场需求增速快, 公司天然气分销业务不断增长; 三是公司油品贸易的业务的增长。Q3 实现营业收入 13.43 亿元, 环比下滑 24.87%, 主要是原油贸易三季度结算较少。

报告期内公司实现归属于上市公司股东的净利润 4.14 亿元, 同比增长 38.48%, 主要是报告期内公司并表 Long Run、天然气分销业务盈利增长和油品贸易盈利增长。

2、Q3 毛利率改善明显, 定增完成后财务费用大幅下降, 预计 Q4 会继续下降

2017 年前三季度公司整体毛利率 22.67%, 同比提升 1.39pct, 其中 Q3 毛利率达到 26.86%, 同比提升 8.48pct, 环比提升 6.30pct, 我们认为公司 Q3 毛利率改善主要有三方面原因, 一是 Q3 油价上涨, 公司海外油气业务毛利率改善; 二是三季度 LNG 价格上升, 公司 LNG 分销业务预计毛利率有所改善; 三是公司毛利率较低的油品贸易业务三季度营收较少。

2017 年前三季度公司三费增加明显, 管理费用、财务费用和销售费用同比分别增加 9634 万元、9791 万元和 4048 万元, 公司三费增长较多, 一方面是 Long Run 的并表, 一方面是油品贸易业务规模扩大; 其中财务费用增加较多主要是公司 LNG 接收站建设、海外油田打井投入较多, 负债率提升导致。

但我们可以看到, Q3 公司财务费用和管理费用均环比下降明显, 其中财务费用为 4656 万元, 环比下降 4555 万元, 主要是公司完成了定增, 资产负债率从二季度末的 69.96% 下降为 58.99%; 管理费用为 4865 万元, 环比下降 3240 万元。

3、公司非公开发行完成, 公司 LNG 一体化产业链布局将加速推进

公司 8 月初完成了非公开发行, 共发行 2.32 亿股, 发行价格为 9.9 元/股, 共募集资金 23 亿元, 扣除发行费用后, 实际募集资金 22.69 亿元; 其中公司实际控

制人邓天洲和黄博分别认购 5%，其余 8 名投资者包括英大基金、财通资管、杭州东方嘉富资产管理、融通基金、常州翔嘉中舟投资中心、安徽中安资本管理、东海基金和张炳城。

公司此次非公开发行募集资金中 11.94 亿元用于江阴液化天然气集散中心 LNG 储备站建设，4.896 亿元用于收购青岛中天石油投资有限公司 49.74% 的股权并出资，6.1636 亿元用于偿还贷款及补充流动资金。

目前公司处于快速发展期，国内 LNG 接收站建设、海外油田开发均需要大规模资金投入，截止 2017 年二季度末，公司资产负债率达到 69.96%，财务压力较大，此次非公开发行完成将有利于缓解公司财务压力，同时降低财务费用，2017 前三季度公司财务费用达到 1.58 亿元，同比增加 9791 万元，预计 Q4 公司财务费用将大幅下降。

4、公司精准抄底海外油气资产，掌握上游天然气资源

目前我国天然气对外依存度已经蹿升到 1/3 左右，面对国内天然气资源紧张局面短期内难以缓解和国内气源受中石油中石化制约的行业形势，公司针对性地确定“寻求天然气资源自主化”的发展思路拓展上游，积极布局海外优质油气田并购。2015 年 11 月公司并购了加拿大 New Star 公司，其拥有 4 亿桶油当量的地质储量(OOIP)，日产量为 4200 多桶油当量；2016 年 6 月公司又收购了加拿大 Long Run 石油勘探公司 50.26% 的股权，Long Run 是一家曾经在加拿大多伦多证券交易所上市的石油天然气公司，成立于 1999 年，位于卡尔加里，公司位于加拿大油气富藏带，目前为加拿大第 4 大油气田，Long Run 拥有勘探开发总土地面积 291.92 万英亩（约 11677 平方公里），核心区块主要包括 Peace river、Redwater、Deep basin、Boyer 和 Kaybob。截止 2015 年底，Long Run 拥有超过 20 亿桶油当量的地质储量(OOIP)，原油、液化天然气和天然气 2P 储量分别为 3490.5 万桶、2300.6 万桶和 5350.38 万桶，合计约 1.47 亿桶，2015 年日均产量 3.24 万桶油当量。2015 年底，Long Run 在产油井 813 口，不在产油井 370 口，在产天然气井 1519 口，不在产天然气井 663 口，2015 年 Long Run 主要产品中天然气占比达到 58.55%、原油占比 27.46%、液化石油气占比 13.99%。根据公司的规划，未来还将通过不断投入，在 Long Run 的 Peace river、Redwater 两大核心区块不断增加新井，提高产量。

2017 年，公司将通过钻探新井扩大产能、减员增效以及借力衍生金融工具，扩大盈利能力；通过出售零散低值区块、收购周边优质区块，整合上游油气田资产；加大勘探开发，提升储量规模。2016 年并表期间公司合计油气产量 671 万桶油气当量，实际贡献业绩不到 1 亿；我们预计 2017 年随着产量的上升以及全年并表，公司海外油气田将贡献 3 亿元左右的业绩。

5、打造 LNG 全产业链，未来加拿大自有气销售到国内获取超额盈利的逻辑不变

公司在 2015 年借壳上市后，具有清晰的天然气全产业链布局蓝图，稳步推进天然气全产业链布局；通过并购海外优质油气资源、加大中游天然气储备集散中心建设力度、持续开拓夯实天然气下游销售网络，逐步实施石油天然气从开采—贸易—物流—加工—分销的全产业链布局，打造具有竞争力的中国民营综合性独立油气运营商。

公司抓住国际油价最低位的历史机遇，成功完成对油气田 New Star 和 Long Run 两个加拿大油气田的收购，实现了自有上游资源端的布局，同时在加拿大建设约 50 亿方的大型 LNG 液化工厂，预计 2018~2019 年投产；作为公司衔接油气上下游的关键一环，公司在东部沿海筹建江阴和潮州 LNG 接收站，规模均为 200 万吨/年，其中江阴接收站

预计 2018 年上半年投产，潮州 LNG 接收站预计 2018 年下半年投产；届时公司将实现上游油气田（海外气源）—沿海 LNG 接收站—LNG 物流集散基地—下游分销网络的天然气全产业链，盈利能力有望大幅提升。

从全球各地天然气价格来看，加拿大是天然气价格最便宜的地区之一，2016 年以来加拿大天然气价格只有 2.0 美元/百万英热单位左右，相当于不到 4 毛/方，这主要是因为加拿大的天然气产业受到美国页岩气革命的严重冲击，因此公司天然气在加拿大本地销售盈利空间有限。如果运输到我国销售其盈利将大幅提升，经过我们测算，公司将加拿大自有天然气就地液化并海运至中国东部沿海的完全成本大约 1.5 元/方（含税），而目前我国东南沿海省份的天然气门站价基本在 2.2-2.3 元/方，销售批发价普遍在 2.6-2.7 元/方，中小型工业用气和车用气用户价格则在 3 元/方以上，因此公司未来加拿大自有天然气销售到国内的有望获得 0.7~0.8 元/方左右的毛利，如果产能利用率打满，公司未来具有几十亿的盈利潜力，我们认为这个逻辑未来 3-5 年很难出现颠覆性的改变。

6、开拓原油进口新业务，培育新的业绩增长点，打通石油全产业链

公司依托海外油气资源，开拓原油进口分销业务，公司采用轻质石油与加拿大当地油气公司置换石油，进口原油向国内地炼供应原油。公司生产的原油如果在加拿大销售，销售价格是加拿大当地的价格，比 WTI 价格要低 5~8 美元/桶，如果运输至国内销售可以实现以 WTI 价格结算，通过原油贸易，公司可以提高原油实现价格，增强盈利能力。

2016 年 11 月 16 日公司作为有限合伙人出资 1 亿元认购嘉兴合保投资产业基金的份额，2016 年 11 月 30 日，嘉兴合保投资基金增资 3.5 亿元，获得山东金石 20.154% 的股权，同时增资完成后，同意受让金石财富持有的山东金石 20.154% 的股权，受让完成后共持有山东金石 40.3088% 的股权。山东金石位于山东日照，目前拥有 300 万吨高品质沥青生产能力。公司通过产业基金参股山东金石后，将有利于公司利用上游丰富原油资源，进军石油行业，并借助海外油气公司的管理经验和技術，以及公司在国内的销售渠道资源，通过山东金石的原油加工利用，打通石油从勘探、开采、生产到出口销售的全产业链。

2016 年公司实现油品贸易 5.79 亿元，实现毛利 8234 万元。公司从 2015 年开始尝试油品贸易，当年轻实现营业收入 6794 万元，可以说是一个摸索阶段，2016 年才是公司油品贸易发展的真正开始，公司 2017 年油品贸易的规模预计会再上一个台阶。

7、投资建议

公司经过多年的精心布局，稳步推进天然气全产业链战略；从并购海外上游优质油气资源、建设中游 LNG 接收站和储备集散中心、开拓天然气下游销售网络至利用端、布局分布式能源项目及燃气电厂项目，产业链已见雏形。随着公司打通上下游全产业链，公司可以进口廉价的加拿大 LNG，大幅降低公司的天然气采购成本，并且利用价格优势进一步拓宽下游天然气分销市场，公司未来 5 年在国内 LNG 分销量将迎来爆发性增长。

公司通过逆周期并购、拓展上游资产规模，跻身国内大型能源公司行列，开拓原油进口，收购下游山东金石，整合炼化能力，打通石油从勘探、开采、出口到生产销售的全产业链。公司已形成天然气、石油双产业链协同发展的经营模式。

公司未来几年有望业绩持续高速增长；2016-2017 年 2 年的业绩增长主要依靠国内 LNG 分销的增长、原油进口贸易增长、加拿大油气区块当地销售并表和逐季度增产，2018 年开始随着江苏江阴和广东潮州 LNG 接收站的投产、LNG 大规模进口贡献业绩，2019 年之后公司有望打通 LNG 的全产业链，实现 LNG 的跨区域资源禀赋套利，业绩有望大

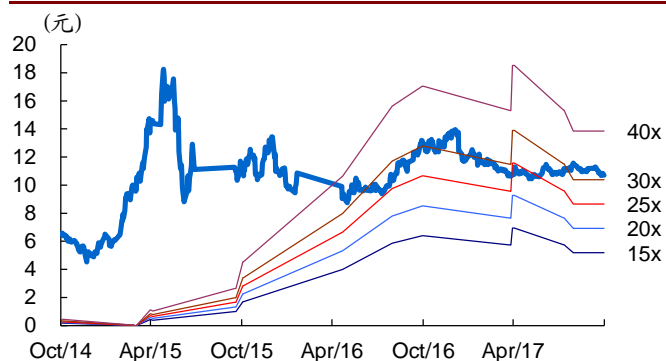
幅增长。

我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 5.89、11.00 和 21.98 亿元, EPS 分别为 0.43 元、0.80 元、1.61 元, 对应目前的股价 10.70 元, 对应 PE 分别为 24.8 倍、13.3 倍和 6.7 倍, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示

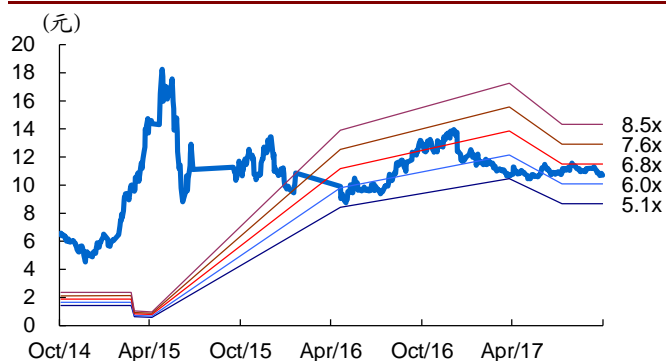
国际油价大幅下跌、LNG 接收站进度低于预期

图 1: 中天能源历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 中天能源历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1750	2614	4705	5567	9032
现金	801	1049	1741	922	1464
交易性投资	1	0	0	0	0
应收票据	45	28	51	81	134
应收款项	174	558	979	1552	2555
其它应收款	96	67	124	196	323
存货	120	106	202	315	509
其他	514	806	1607	2501	4046
非流动资产	2950	10049	11424	12626	13189
长期股权投资	67	86	86	86	86
固定资产	811	800	2197	3418	3998
无形资产	160	168	151	136	123
其他	1912	8994	8989	8985	8982
资产总计	4700	12663	16128	18192	22221
流动负债	1951	6244	6303	7109	8787
短期借款	1146	4778	4500	4500	4788
应付账款	133	606	687	1070	1729
预收账款	18	18	53	82	133
其他	654	841	1063	1457	2137
长期负债	302	2401	2186	2186	2186
长期借款	202	160	160	160	160
其他	100	2241	2026	2026	2026
负债合计	2252	8645	8489	9295	10972
股本	588	588	1367	1367	1367
资本公积金	702	712	2749	2749	2749
留存收益	578	1013	1602	2525	4393
少数股东权益	580	1704	1922	2257	2739
归属于母公司所有者权益	1867	2313	5717	6641	8509
负债及权益合计	4700	12663	16128	18192	22221

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	72	348	81	1034	1770
净利润	284	435	589	1100	2198
折旧摊销	49	293	120	285	431
财务费用	40	146	183	177	184
投资收益	(30)	(8)	(8)	0	0
营运资金变动	(273)	(584)	(1042)	(901)	(1576)
其它	1	66	239	372	532
投资活动现金流	(625)	(278)	(1492)	(1500)	(1000)
资本支出	(598)	(208)	(1500)	(1500)	(1000)
其他投资	(27)	(70)	8	0	0
筹资活动现金流	632	164	2104	(354)	(227)
借款变动	(351)	(1871)	(313)	0	288
普通股增加	353	0	779	0	0
资本公积增加	613	11	2036	0	0
股利分配	0	0	0	(177)	(330)
其他	17	2024	(399)	(177)	(184)
现金净增加额	79	233	692	(819)	543

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1979	3635	6762	10713	17643
营业成本	1559	2649	5288	8227	13302
营业税金及附加	12	56	101	161	265
营业费用	8	56	105	167	275
管理费用	56	207	243	386	617
财务费用	37	136	183	177	184
资产减值损失	8	38	5	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	30	8	8	0	0
营业利润	328	501	843	1595	2999
营业外收入	46	100	54	0	0
营业外支出	0	1	2	0	0
利润总额	374	601	895	1595	2999
所得税	83	94	89	159	318
净利润	291	507	806	1435	2681
少数股东损益	7	72	218	335	483
归属于母公司净利润	284	435	589	1100	2198
EPS (元)	0.48	0.74	0.43	0.80	1.61

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	437%	84%	86%	58%	65%
营业利润	34103%	53%	68%	89%	88%
净利润	98762%	53%	35%	87%	100%
获利能力					
毛利率	21.2%	27.1%	21.8%	23.2%	24.6%
净利率	14.4%	12.0%	8.7%	10.3%	12.5%
ROE	15.2%	18.8%	10.3%	16.6%	25.8%
ROIC	7.2%	6.0%	7.5%	11.8%	17.6%
偿债能力					
资产负债率	47.9%	68.3%	52.6%	51.1%	49.4%
净负债比率	29.7%	39.3%	28.9%	25.6%	22.3%
流动比率	0.9	0.4	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.8	0.4	0.7	0.7	1.0
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.6	0.8
存货周转率	25.4	23.5	34.4	31.8	32.3
应收帐款周转率	22.4	9.9	8.8	8.5	8.6
应付帐款周转率	17.6	7.2	8.2	9.4	9.5
每股资料 (元)					
每股收益	0.48	0.74	0.43	0.80	1.61
每股经营现金	0.12	0.59	0.06	0.76	1.29
每股净资产	3.18	3.94	4.18	4.86	6.23
每股股利	0.00	0.00	0.13	0.24	0.48
估值比率					
PE	22.1	14.5	24.8	13.3	6.7
PB	3.4	2.7	2.6	2.2	1.7
EV/EBITDA	112.8	49.7	39.7	22.1	12.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

石亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

王亮，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院6年能源化工实业经验，2年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017年8月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。