

杰瑞股份 002353.SZ

新盈利增长点系列报告 I——非常规气体开采的受益者

研究结论

- 非常规能源气主要是指：致密气藏天然气、页岩气、煤层气、天然气水合物。由于可观的商业开发价值和先进的开采技术，美国和加拿大等发达国家很早就开始了对非常规气体的开采。其中 09 年，美国煤层气产量已达到 500 亿立方米，占全部天然气总产量的 8-10%，而页岩气产量更是达到了 900 亿立方米，占到总产量的接近 20%。而我国的非常规气体的开采才刚刚起步，随着国家陆续相关优惠政策的出台和天然气价格的调整，未来我国在非常规气体开发领域有望迎来高速的增长。
- 煤层气与天然气接近，主要由甲烷气体构成。我国的煤层气资源量达到 36.8 万亿立方米，居世界第三位。多年来我国煤层气开发受制于管网不足、矿权不清、价格与补贴不高而发展很慢。近些年来，为了解决上述问题，政府相继出台了打破专营权、税收优惠、财政补贴等多项扶持政策，鼓励煤层气的开发利用。政策和行业格局变化驱动煤层气行业进入高速发展阶段。据我国国土资源部油气资源战略研究中心预测，2010 年我国煤层气产量约为 100 亿立方米；2020 年可达 300 亿立方米；2030 年将达到 500 亿立方米，发展前景极其广阔。
- 页岩气资源是一种从岩石中搜集的非常规天然气，由于开发技术难度大，目前我国还没有成规模利用的先例。去年 11 月奥巴马政府同意通过投资中国的页岩天然气开发，来跟我国共享这一领域的技术；今年 5 月 25 日，中美战略对话又发布了《中美能源安全合作联合声明》，这都标准着两国在页岩气上的合作已经上升到了国家层面。未来伴随着先进的勘探开发技术的引进，我国页岩气的开发也有望迎来高速的发展。目前国家规划将川渝黔鄂页岩气资源战略调查先导试验区作为近期重要的建产阵地，力争到 2015 年，页岩气可采储量达 1,000 亿立方米，产能达到 30 亿-50 亿立方米。
- 非常规气体能源开发对技术的要求很高，相对常规天然气来说，直接开采难度较大，普遍在开采过程中需要压裂作业。杰瑞作为我国压裂设备的龙头企业，目前正在大力开拓非常规气体气压裂设备市场，在手煤层气压裂设备订单已有多台，发展势头良好。而在页岩气压裂领域，由于其压力的要求更高，压裂设备往往占到 60% 以上的成本。杰瑞现有的大马力压裂设备基本可以直接用于页岩气的开采，未来如果该领域的需求出现大幅度提升的话，公司也将显著受益。介于杰瑞股份在未来几年的高成长性，在目前价格下，我们认为其是具有估值优势的中小板优秀标的，维持增持评级。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

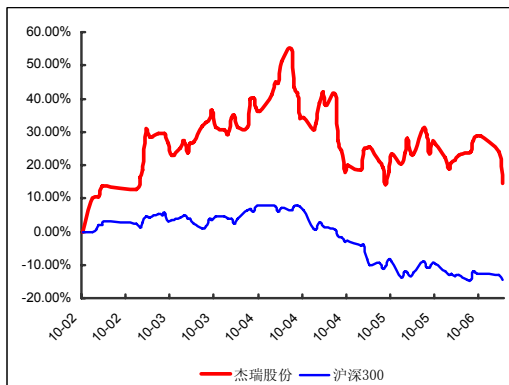
王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

赵辰 石油与化工行业助理分析师
8621-63325888×5101
Zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860110040042

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2010年6月25日) 80.5元
目标价格 96元
总股本/A股(百万股) 114.8
A股市值(百万元) 92.49
国家/地区 中国
行业 油田服务
报告日期 2010年6月25日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	27.84%	-0.28%	N.A
相对表现(%)	12.37%	2.38%	N.A

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	680	993	1385	1801
同比(%)	55%	46%	39%	30%
归属母公司净利润	180	249	377	486
同比(%)	104%	39%	51%	29%
毛利率(%)	37.8%	37.3%	39.5%	38.6%
ROE(%)	73.8%	53.0%	44.5%	36.4%
每股收益(元)	1.56	2.17	3.28	4.23
P/E	10.75	7.75	5.13	3.98
P/B	7.93	4.11	2.28	1.45

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目 录

1.煤层气市场概述及应用前景.....	3
1.1 我国煤层气的发展现状	3
1.2 煤层气在我国的发展前景.....	4
2.煤层气开发中的挑战及机遇.....	5
2.1 管网不足.....	5
2.2 矿权不清.....	6
2.3 价格与补贴不高	6
3.页岩气未来开发潜力很大	7
3.1 国际上页岩气的发展状况.....	7
3.2 我国页岩气储量丰富，但发展滞后	7
3.3 我国产业政策鼓励页岩气的开发	8
3.4 国际合作的推进有助于页岩气的开发.....	9
4.非常规能源开采中压裂设备蕴藏着巨大的机会	9
5.杰瑞股份有望成为非常规气体开采的受益者	9

图表目录

图表 1 全球煤层气资源储量排名前四名	3
图表 2 2000—2007 年我国煤层气排放量（亿立方米）	4
图表 3 1990—2007 年我国煤层气矿井数.....	5
图表 4 我国煤层气分布图.....	6
图表 5 我国页岩气资源分布图.....	8
图表 6 2006—2009 年压裂设备销售额及毛利率变化（万元）	10
表格 1 2005-2010 我国煤层气开发的状况及展望	4

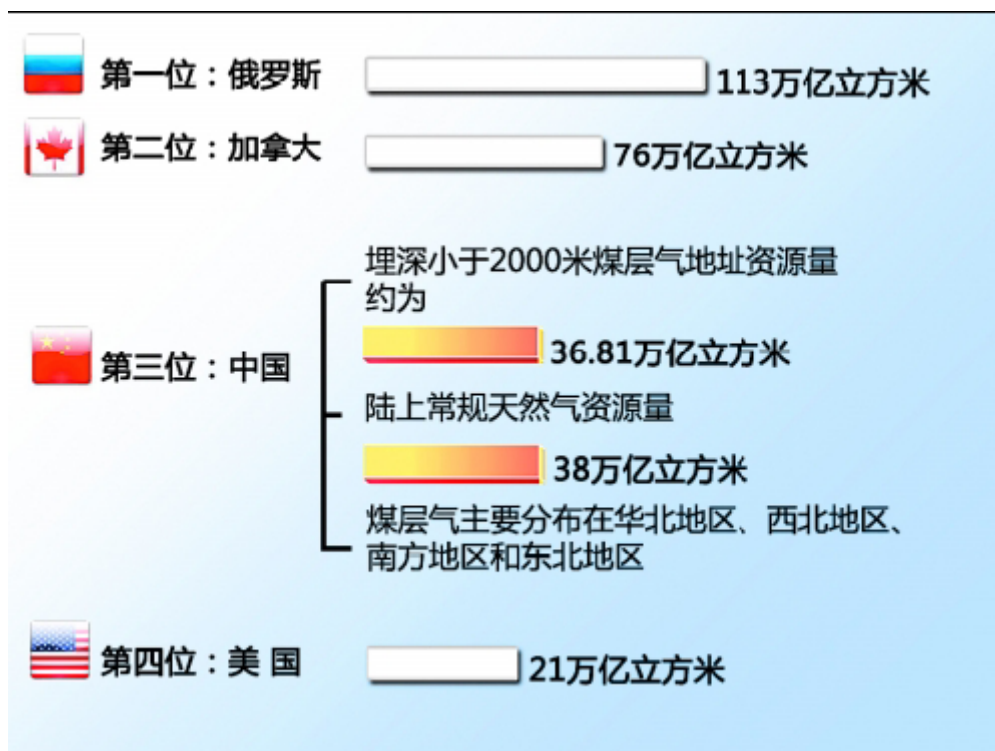
1.煤层气市场概述及应用前景

煤层气即煤矿瓦斯，主要由甲烷气体构成，在化学组成上与天然气没有本质区别，每立方米燃烧热值是 53—66 百万焦，为天然气的 3/4，可以与天然气混输混用。煤层气燃烧后很清洁，几乎不产生废气，且同等热值的煤层气 CO₂ 的排放量仅为石油的 50%和煤炭的 25%。

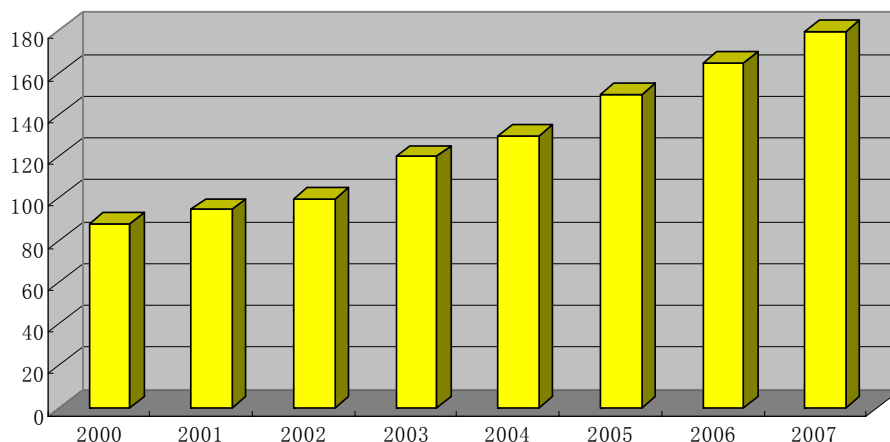
1.1 我国煤层气的发展现状

我国的煤层气资源量达到 36.8 万亿立方米，占世界总量的 13%，仅次于俄罗斯和加拿大，居世界第三位。相比于我国丰富的煤层气储量，我国的利用效率却一直偏低。以全球最大的煤层气生产国美国为例，虽然其储量低于我国，但每年的煤层气产量已经可以达到 500 亿立方米左右，占全部天然气产量（包含煤层气）的 8%-10%，而我国煤层气产量却仅为美国的十分之一。每年我国因采煤向大气中排放的煤层气就达到了 200 亿立方米，相当于世界的 51%，是全球煤层气第一排放国。以能量计算相当于 2500 万吨标准煤，折合 1500 万千瓦的装机容量，接近三峡水电站的发电水平（2000 万千瓦）。考虑到煤层气产生的温室效应是二氧化碳的 21 倍，据测算每利用 1 亿立方米的煤层气，就可以减排 150 万吨二氧化碳。因此单纯的排空不但是对资源的巨大浪费，而且也会加大碳排放的压力。如对其善加利用一来可以减少安全隐患，二来将降低我国温室气体的排放，再则还能充分利用能源，可谓一举三得。

图表 1 全球煤层气资源储量排名前四名



资料来源：东方证券研究所整理

图表 2 2000—2007 年我国煤层气排放量（亿立方米）


资料来源：东方证券研究所整理

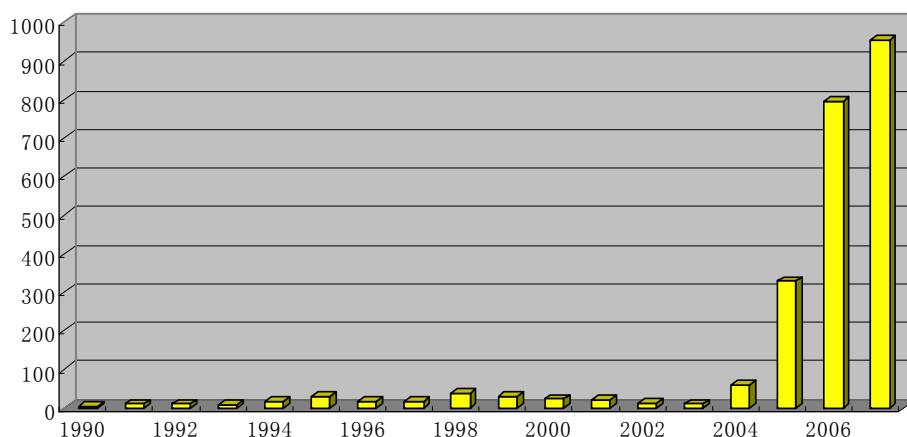
1.2 煤层气在我国的发展前景

中国地面煤层气开发从无到有，2005 年实现了零的突破，2007 年达到 3.2 亿立方米，2008 年突破 5 亿立方米。2000-2008 年中国煤层气产量 CAGR 为 27%，发展迅速。截至 2009 年底，全国共施工各类煤层气井近 4000 口，建成煤层气地面开发产能 25 亿立方米/年，外输能力达 40 亿立方米/年。但距离我国 2006 年颁布的《煤层气开发利用“十一五”规划》中计划的，到 2010 年煤层气抽采量达到了 100 亿方差距还很大。为了推广其应用，政府相继出台了打破专营权、税收优惠、财政补贴等多项扶持政策，鼓励煤层气的开发利用，并且在新出台的《新能源产业振兴发展规划》中，煤层气作为新能源的一种也位列其中，并确定两个新建的煤层气产业化基地——山西沁水盆地南部和鄂尔多斯盆地。应该说政策和行业格局变化驱动煤层气行业进入高速发展阶段。而中石油撤资中煤联也打破垄断，有利于煤层气产业的快速发展。目前中石油计划在未来几年内投资超过 100 亿元于煤层气产能的扩张，希望 2013 年建成 45 亿方生产能力，2015 年产量达到 45 亿方，商品量 40 亿方，占全国比例超过 40%，成为国内煤层气第一生产企业。据我国国土资源部油气资源战略研究中心预测，到 2020 年我国煤层气产量可达 300 亿立方米；2030 年将达 500 亿立方米，届时将与美国现阶段(560 亿立方米/年)的产量相当，发展前景极其广阔。

表格 1 2005-2010 我国煤层气开发的状况及展望

	抽采量	利用量	抽采量 1 亿立方米以上的煤矿
2005	24	10	7
2006	30	12.5	7
2007	47	14.5	9
2008	58	18	9
2009	65	25	18
2010E	100	80	36

资料来源：东方证券研究所整理

图表 3 1990—2007 年我国煤层气矿井数


资料来源：东方证券研究所整理

2. 煤层气开发中的挑战及机遇

尽管过去几年我国煤层气应用发展迅速，但截止 2008 年，煤层气利用量仍远低于煤层气十一五发展规划。究其原因，主要是因为以下几点原因：1. 管网不足、2. 矿权不清、3. 价格与补贴不高。近些年来，随着我国对煤层气开采的不断重视，国家出台了一系列政策解决上述问题，并取得了显著的效果。

2.1 管网不足

在我国煤层气开发早期，由于没有与之相配套的长输管线，致使开发与市场脱节，大量瓦斯只能输送到邻近的煤气液化站存储，不能处理的就只能排空。而现在西气东输管线和陕京管线的贯通则为开发利用煤层气富集区资源提供了良好的输送条件。西气东输管线经过新疆塔北煤田、淮南煤田、鄂尔多斯盆地、沁水盆地、豫西煤田和两淮矿区等 6 个主要煤层气富集区，在山西八角、河南郑州、安徽两淮留有分输口。陕京管线则从北部经过了山西河东煤田、沁水盆地北侧，在柳林留有分输口。依照《煤层气开发利用“十一五”规划》，我国到 2010 年，建设的煤层气线路总长度将达到 1440 公里，输气能力将达到 65 亿立方米。由于到目前为止，我国已建成的煤层气输气管道总长度还不到 100 公里，距离规划中的要求差距很大，因此未来数年我国煤层气的管道建设都有望维持高速发展的态势，目前拟建和在建的管道长度已达到 1000 公里。而且根据《新能源产业振兴发展规划》，我国已经圈出了 15 个抽采利用煤层气的矿区、5 条煤层气长输管道路线；分别为山西柿庄南到山西端氏、山西端氏经晋城到河南博爱、山西郑庄到山西阳城、山西保德到陕京一线、陕西韩城到陕西西安。其中柿庄南到端氏的管道已接入“西气东输”管道正式投产，而端氏到博爱线路已有望在 2010 上半年建成。依照我国的煤层气“十二五”规划，上述的近千公里的输送管道都将于“十二五”末建成投产，届时我国的煤层气资源将经由天然气网络覆盖全国的用户。

图表 4 我国煤层气分布图


资料来源：东方证券研究所整理

2.2 矿权不清

煤层气和煤炭是同一储层的共生矿产资源。目前，由于部门之间、企业之间不协调，造成煤层气开采权和煤炭开采权设置重叠，一些地方煤层气抽采与煤炭开采不协调，既不利于调动各方面参与煤层气开发利用的积极性，也影响了煤炭产业的发展。该问题因引起国家的高度重视，并出台了多项措施展开治理。据了解，为推动煤层气企业在探矿方面取得成果，仅今年 1-11 月，国土资源部就新颁布发煤层气采矿许可证 4 个，面积共计 140 平方千米，新增煤层气探明储量 360 亿立方米，新建产能 6 亿立方米/年。并且国家加大对煤层气最低勘查投入等的监督检查力度，督促矿业权人加快勘查，形成生产能力，退出影响煤炭生产的煤层气探矿权面积。另外，还全力解决难度最大的煤炭、煤层气重叠项目，并已取得突破性进展。在国土资源部协调下，与资源地政府及煤炭企业沟通，很多煤层气开采企业按照“先采气、后采煤”原则，形成共同开发，油气公司先采气，煤炭企业后采煤的“三交模式”和矿权重叠区协议划分、分别开发，有效解决矿权重叠问题。

2.3 价格与补贴不高

由于煤层气的前期开采成本较高，特别是资源评价阶段投入巨大，一般 1 亿立方米建设投入要在 2.7 亿元以上，因此很长一段时间内煤层气生产企业都没有足够的激励去投资煤层气的生产。2007 年后，国家出台一系列鼓励政策支持，包括中央财政按 0.2 元/方煤层气（折纯）标准进行补贴，并且山西地方政府还额外补贴 0.05 元/立方米；从事煤层气勘查开采的企业，2020 年前可按国家有关规定申请减免探矿权使用费和采矿权使用费，对地面抽采煤层气暂不征收资源税；对煤层气勘探开发作业的设备等免征进口关税和进口环节增值税，增值税先征后退。并且我国目前还计划对煤层气矿权使用费和价款进行适当减免，并把煤层气的开发补贴标准由现行的 0.2 元/立方米提高到

0.3 元/立方米。为了加快落实“先采气、后采煤”的资源政策，我国国土资源部还计划根据吨煤含气量标准(以吨煤含气量 6 立方米为界)划定煤层气勘探开发区、煤炭开采区和采煤采气过渡区，在 30—50 年内对煤层气探矿权、采矿权使用费、补偿费和资源税年度征收实行 60%—80% 的减免。由于煤层气完全是市场定价，国家不限价，其价格不低于天然气的定价。因此 6 月 1 日国家发改委上调天然气价格也给煤层气产业的发展带来利好。我们初步估算对我国绝大多数煤层气生产商而言，此次天然气价格上调 0.23 元，将基本保障其项目能获得合理的回报。未来天然气价格继续上调或者国家补贴能调高到 0.3—0.4 元，煤层气开采就有望在经济层面具有可观的吸引力。由于对煤层气盈利的良好预期，09 年国内煤层气开采的两大巨头分别加大了开发投入。中石油计划投入 30 亿元开发煤层气，中联煤层气则已经投入了 20 亿元，而在之前的 12 年里中联煤层气仅投入了不足 3 亿元，巨大的市场吸引力可见一斑。

3. 页岩气未来开发潜力很大

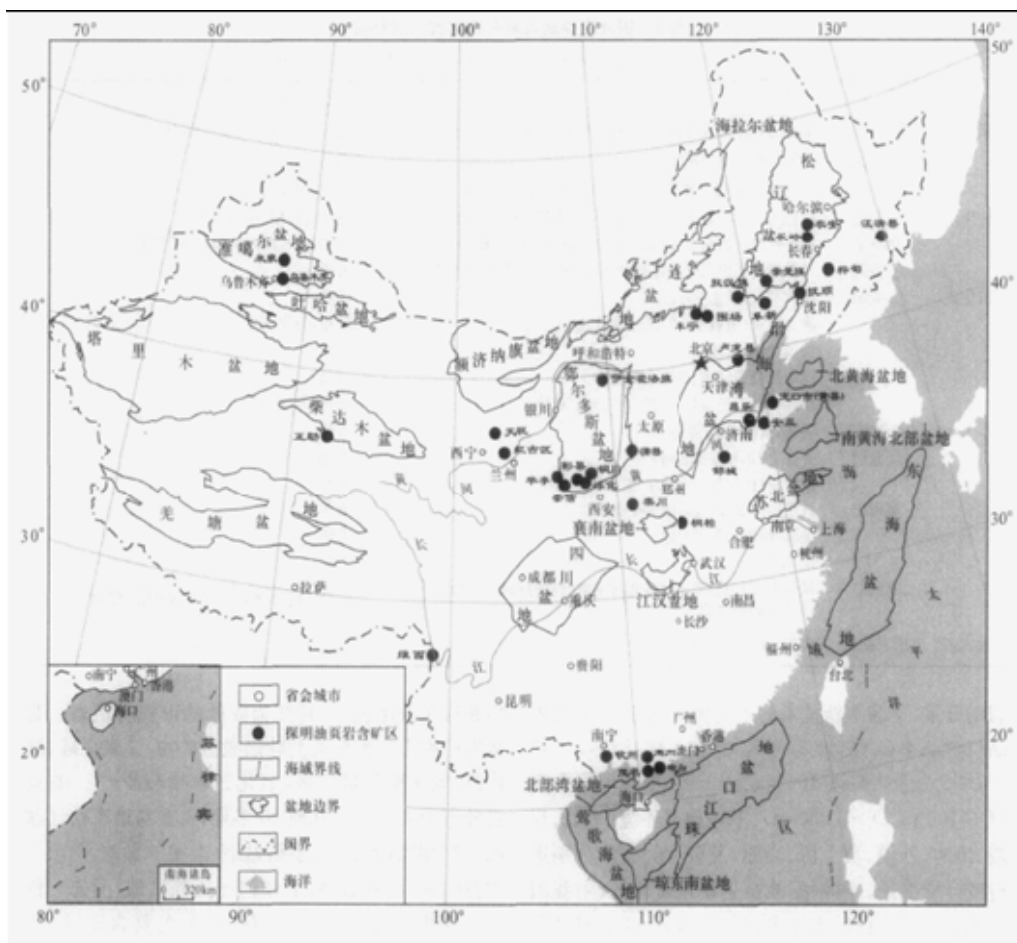
3.1 国际上页岩气的发展状况

页岩气资源是一种从岩石中搜集的非常规天然气，具有广分布、低丰度、易发现、难开采的特点。作为一种潜力巨大的现实能源，页岩气能显著减少碳排放，缓解能源短缺，因此勘探开发页岩气将对我国油气资源格局产生重要影响。据《纽约时报》报道，美国一些能源专家甚至将页岩气称为“新大陆”。美国是目前世界上规模开发最主要的国家，近两三年来，美国对页岩气的开采取得了惊人的成果。美国页岩气年产量从 2007 年的 340 亿立方米跃升至 2009 年的 898 亿方，已经超过我国 830 亿方的天然气产量。目前，美国全国天然气供应量的 20% 来自页岩气，而十年前其比例还不到 1%。预计到 2015 年，美国页岩气的年产量将达到 1800 亿立方米。页岩气未来广阔的发展空间，吸引了诸多石油巨头的关注。2009 年 12 月，石油巨头埃克森美孚石油公司以 310 亿美元巨资收购非传统天然气公司 XTO 能源公司，此外，还承诺另外出资 100 亿美元来处理 XTO 能源公司的债务。法国道达尔石油公司也有同样野心，2010 年 1 月高调宣布，将通过与美国切萨皮克石油公司合并进军美国天然气市场。道达尔以 8 亿美元的价格获得切萨皮克石油公司位于得克萨斯州的巴涅特页岩气项目的 25% 股权；两家公司还达成协议将共同寻找北美的其他页岩气开采机会——其中包括在南得克萨斯合资开采鹰福特页岩气以及评估加拿大境内的页岩气开采潜能。近期围绕页岩气的巨额收购合同的纷纷签署也表明了页岩气市场未来发展的广阔前景。

3.2 我国页岩气储量丰富，但发展滞后

目前，美国对我国页岩气地质储量的评估是 100 万亿立方米，与美国的储量大体相当，但目前产量还几乎为零，严重落后国际水平。从目前勘探准备和可能提交储量情况分析，四川盆地及其周缘将是近期页岩气开发的主阵地。2006 年年初，中国石油勘探开发研究院油气资源规划所组织专家在四川盆地西南地区进行了页岩气资源调查研究。经过一年的调研发现，我国页岩气资源是常规天然气的数倍之多，开发潜力不可估量。专家预测在四川盆地寒武系筇竹寺组、志留系龙马溪组页岩地层中存在丰富的页岩气资源。初步估算，仅这两个组页岩气资源就相当于整个四川盆地的常规天然气资源总量。

图表 5 我国页岩气资源分布图



资料来源：东方证券研究所整理

3.3 我国产业政策鼓励页岩气的开发

党中央、国务院高度重视页岩气资源战略调查和勘探开发工作,已将页岩气纳入我国能源战略视野,正在制定的《科学发展的 2030 年国家能源战略》将页岩气摆到了重要位置。国家发改委和国家能源局于 2009 年 9 月开始,研究制定了关于鼓励页岩气勘探开发利用的政策,正在征求意见和修改完善中。新的政策中有望在多方面鼓励页岩气的开发,如:国家财政加大对页岩气资源战略调查的投入,鼓励社会资金投入;减免页岩气探矿权和采矿权使用费;对页岩气开采企业增值税实行先征后退政策,企业所得税实行优惠;页岩气开发关键设备免征进口环节增值税和关税;对页岩气开采给予定额补贴;对关键技术研发和推广应用给予优惠等,引导和推动页岩气产业化发展。2009 年国土资源部油气中心在全国油气资源战略选区专项中,设立并承担了“中国重点地区页岩气资源潜力及有利区带优选”项目,并于同年 11 月在重庆市彭水县连湖乡实施了第一口页岩气战略调查井,见到了良好的页岩气显示。2010 年年初,经过 5 年多的调查分析后,国土资源部启动页岩气资源战略调查先导试验区建设,确定了川南、贵州北、渝东南、渝东北等 7 个国家页岩气先导试验区。目前国家规划将川渝黔鄂页岩气资源战略调查先导试验区作为近期重要的建产阵地,力争 1~2 年获得页岩气工业气流,2~5 年提交一批页岩气富集有利目标区和勘探开发区,提交页岩气可

采储量千亿立方米左右，形成我国首个页岩气大气区。鄂尔多斯、渤海湾、松辽等现有含油气盆地和盆地外广泛分布的页岩区作为第二梯次的开发阵地，作为接替资源进行开发。依照国家的规划，到 2015 年，页岩气可采储量达 1,000 亿立方米，产能达到 30 亿-50 亿立方米。目前，整个西南地区天然气的产能在 170 亿立方米左右，将开采的 30 亿-50 亿立方米页岩气的产能，大约相当于西南地区增加 40% 天然气产能，这将有效缓解西南及重庆地区的天然气紧缺。尽管页岩气资源的开发需要大量技术、资金和人力投入，但政策的引导与扶植、企业的努力实践、技术的成熟将进一步推动页岩气在世界范围内的发展。

3.4 国际合作的推进有助于页岩气的开发

埃克森美孚、道达尔、英国石油公司等行业巨头，都希望向海外转移开采技术，并与中国展开了广泛的合作。页岩气的合作开发，给我们带来了先进的技术、充足的资金、丰富的经验，对我国非常规油气资源的开发有着深远的影响。中石油 2007 年与美国新田石油公司签署了《威远地区页岩气联合研究》，2009 年又与壳牌公司在重庆富顺—永川区块启动合作勘探开发项目。中石化、中海油和相关科研机构、高等院校等也已开始对页岩气进行研究和部署。2009 年 11 月，美国总统巴拉克·奥巴马同意通过投资中国的页岩天然气开发，来跟中国共享这一领域的技术，将两国在页岩气方面的合作上升到了国家层面。今年 5 月 25 日，中美战略对话发布《中美能源安全合作联合声明》，其中合作开发页岩气成为重点关注的对象。两国签署行动计划，将就页岩气资源评价、勘探开发技术及相关政策等方面展开合作，以促进中国页岩气资源开发。

4. 非常规能源开采中压裂设备蕴藏着巨大的机会

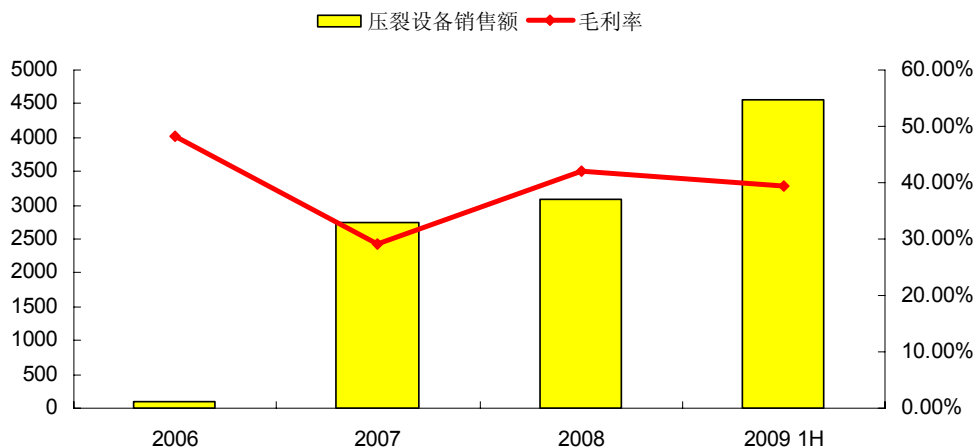
非常规气体能源开发对技术的要求很高，相对常规天然气来说，开采起来比较难，这主要是由非常规气藏的特点决定的。煤层气资源赋存条件复杂，煤层大多具有低渗透、低饱和、低储层压力的“三低”特点，并且一般都附在煤炭颗粒上，直接抽采难度较大，普遍在开采过程中需要压裂作业。例如：在美国黑勇士盆地煤层气产区，压裂设备已经得到了广泛的应用，通过反复压裂，一般矿井可以增产 10% 的煤层气。与之相类似，页岩气藏的储层一般呈低孔、低渗透率的物性特征。这种天然气潜藏于岩石缝隙细小的空间。有人形象地比喻，说这种潜藏天然气的岩石缝隙空间比头发的直径还小 100 倍，渗透性比常规天然气差得多。气流的阻力比常规天然气大，所有的井都需要实施储层压裂改造才能正常开采。依照美国的经验，压裂设备已经占到页岩气开采 60% 以上的成本。

5. 杰瑞股份有望成为非常规气体开采的受益者

杰瑞作为我国压裂设备的后起之秀，从 2006 年进入压裂市场后发展很快，2008 年即具备了 2500 马力的完整机组的生产能力，2010 年有望在 3000 马力机组上也实现技术突破，具备对压裂设备高端产品系列的完全覆盖。其销售额也逐年提高，目前市场占比在 40% 以上。并且在 2010 年成功上市后，公司又投资 1.12 个亿扩大压裂设备的产能。杰瑞股份目前已经开拓煤层气压裂设备市场，单台设备造价约 800-100 万人民币，在手订单已有多台，未来还将快速延伸压裂设备产品线，填补国内空白。与油用设备相比，煤层气压裂设备排量大、压力小，更适合低压低渗透的水敏层。考虑到未来几年是煤层气开采的高峰期，杰瑞股份的压裂设备在该领域的应用的前景将会非常光明。

而页岩气压裂则对压力的要求更高，相比之下进入门槛也就更高，杰瑞现有的大马力压裂设备基本可以直接用于页岩气的开采，未来如果该领域的需求出现大幅度提升的话，杰瑞也将显著受益。鉴于杰瑞股份在未来几年的高成长性，在目前价格下，我们认为其是具有估值优势的中小板优秀标的，维持增持评级。

图表 6 2006—2009 年压裂设备销售额及毛利率变化（万元）



资料来源：东方证券研究所整理

附录：我国煤层气开发的相关产业政策一览

- 1、煤层气勘探开发管理暂行规定
- 2、煤层气(煤矿瓦斯)开发利用“十一五”规划
- 3、国务院办公厅《关于加快煤层气（煤矿瓦斯）抽采利用的若干意见》
- 4、国家发展改革委负责人就《国务院办公厅关于加快煤层气（煤矿瓦斯）抽采利用的若干意见》有关问题答中国政府网记者问
- 5、国土资源部《关于加强煤炭和煤层气资源综合勘查开采管理的通知》
- 6、国土资源部就综合勘查开采煤炭煤层气资源答问
- 7、国土资源部《关于免缴煤层气探矿权采矿权使用费和价款问题的复函》
- 8、财政部、国家税务总局《关于加快煤层气抽采有关税收政策问题的通知》
- 9、商务部 国家发展和改革委员会 国土资源部《关于进一步扩大煤层气开采对外合作有关事项的通知》
- 10、关于外国石油公司参与煤层气开采所适用税收政策问题的通知
- 11、财政部、海关总署、国家税务总局关于印发《关于煤层气勘探开发项目进口物资免征进口税收的规定》的通知
- 12、国务院安委会办公室《关于进一步加强煤矿瓦斯治理工作的指导意见》
- 13、国家发展改革委印发《关于利用煤层气（煤矿瓦斯）发电工作实施意见的通知》 附：关于利用煤层气（煤矿瓦斯）发电工作的实施意见
- 14、财政部《关于煤层气（瓦斯）开发利用补贴的实施意见》
- 15、关于组织申报煤层气（瓦斯）开发利用财政补贴资金的通知
- 16、关于发布《煤层气（煤矿瓦斯）排放标准（暂行）》国家污染物排放标准的公告 附：《煤层气（煤矿瓦斯）排放标准（暂行）》
- 17、海关总署关于执行“十一五”期间勘探开发煤层气项目进口物资税收优惠政策的通知
- 18、国家发展改革委《关于煤层气价格管理的通知》
- 19、山西省人民政府办公厅《关于加快煤矿瓦斯综合治理和利用的实施意见》
- 20、山西省煤层气（天然气）产业“十一五”规划

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	327	664	1116	1690	营业收入	680	993	1385	1801
现金	57	44	362	737	营业成本	423	623	838	1106
应收账款	117	206	287	377	营业税金及附加	7	8	11	15
其它应收款	4	17	23	25	营业费用	24	44	61	75
预付账款	24	70	94	103	管理费用	17	28	39	49
存货	114	198	266	341	财务费用	4	0	-4	-12
其他	10	130	83	107	资产减值损失	2	1	1	2
非流动资产	91	95	107	117	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	2	3	3	投资净收益	2	1	1	1
固定资产	63	76	89	100	营业利润	206	290	440	567
无形资产	11	11	11	12	营业外收入	10	4	5	5
其他	13	6	4	3	营业外支出	1	0	1	1
资产总计	418	760	1222	1807	利润总额	215	294	444	572
流动负债	170	284	370	469	所得税	32	44	67	86
短期借款	39	13	0	0	净利润	183	250	377	486
应付账款	42	111	149	163	少数股东损益	3	0	0	1
其他	90	160	221	306	归属于母公司净利润	180	249	377	486
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	219	300	448	570
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.56	2.17	3.28	4.23
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	170	284	370	469	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	4	4	5	5	成长能力				
股本	86	115	115	115	营业收入	54.9%	46.0%	39.5%	30.0%
资本公积	1	1	1	1	营业利润	91.8%	41.2%	51.5%	29.0%
留存收益	156	354	731	1217	归属于母公司净利润	104.4%	38.8%	51.1%	28.9%
归属母公司股东权益合计	243	470	847	1333	获利能力				
负债和股东权益	418	759	1222	1807	毛利率	37.8%	37.3%	39.5%	38.6%
现金流量表					净利率	26.4%	25.1%	27.2%	
单位:百万元					ROE	73.8%	53.0%	44.5%	36.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	94.3%	65.6%	89.2%	92.8%
经营活动现金流	145	50	350	388	偿债能力				
净利润	183	250	377	486	资产负债率	40.8%	37.5%	30.3%	25.9%
折旧摊销	9	9	12	15	净负债比率				
财务费用	4	0	-4	-12	流动比率	1.92	2.34	3.02	3.61
投资损失	-2	-1	-1	-1	速动比率	1.25	1.64	2.30	2.88
营运资金变动	-49	-211	-34	-100	营运能力				
其它	-0	3	0	-0	总资产周转率	1.59	1.69	1.40	1.19
投资活动现金流	-32	-16	-23	-25	应收账款周转率	7	6	6	5
资本支出	33	19	22	25	应付账款周转率	10.68	8.16	6.46	7.09
长期投资	0	-2	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	1	-0	-0	每股收益	1.56	2.17	3.28	4.23
筹资活动现金流	-90	-48	-9	12	每股经营现金流	1.27	0.44	3.05	3.38
短期借款	-28	-25	-13	0	每股净资产	2.12	4.10	7.38	11.61
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	29	0	0	P/E	10.75	7.75	5.13	3.98
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.93	4.11	2.28	1.45
其他	-62	-52	4	12	EV/EBITDA	345	252	169	133
现金净增加额	23	-14	318	375					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn