



基础化工/原材料

胜利股份 (000407)

小公司在大时代的转型之路

-----胜利股份天然气业务概况

王刚
010-59312817
wanggang010960@gtjas.com
编号 S0880511080007

本报告导读：

报告介绍了胜利股份天然气业务的框架和发展情况,我们认为胜利股份与中石油合作开展天然气业务是一次重要的战略转型,维持公司推荐评级。

投资要点：

- 胜利股份 2011 年把天然气业务作为未来发展的主要方向。在 2011 年陆续成立了 11 个子公司和孙公司开展天然气业务。
- 这些公司中有参股公司也有控股公司,主要是和中石油系统两家从事天然气业务的公司合资成立的。
- 目前公司布局的地点包括贵州贵阳、广西南宁、钦州、山东济南、济宁、日照、临沂等,公司还在继续其他的地区探讨开展业务的可能性。
- 目前天然气业务涉及到的领域包括:天然气管道与批发,城市燃气和汽车燃气,包括工业、燃气、汽车在内的城市综合燃气业务等。都是国家天然气利用政策中鼓励和允许的发展方向。
- 可以认为和中石油等公司合资进入天然气领域是一种独特的经营模式。该模式保障了公司的原料供应,有利于公司学习积累经验,化解经营风险,并保障公司的在天然气领域能够顺利的发展下去。
- 天然气业务正处于发展初期,需要大量投资,业绩贡献仍存较大不确定性。未来 2-3 年,地产业务仍然是主要的业绩来源,业绩预测中未考虑天然气业务的贡献。但受制于地方政策等原因,波动会比较大,请特别注意其中的风险。关于地产业务的分析请详见之前国泰君安地产小组的相关报告。
- 天然气业务符合国家的发展政策,正处于快速发展的阶段,公司借助中石油和地方政府的支持进军天然气领域,是一次关键的战略转型,我们看好公司在天然气领域的发展,维持增持评级。

评级： 增持

上次评级： 增持

目标价格： 5.50

上次预测： 9.23

当前价格： 3.90

2012.02.06

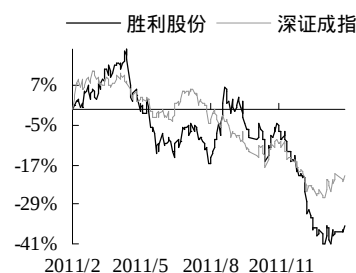
交易数据

52 周内股价区间 (元)	3.30-9.40
总市值 (百万元)	2,532
总股本/流通 A 股 (百万股)	649/645
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	4
日	17

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,233
每股净资产	1.90
市净率	2.1
资产负债率	59%

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,459.95	2,152.52	2,634.84	2,678.32	2,726.16
(+/-)%	-19%	47%	22%	2%	2%
经营利润 (EBIT)	-1.76	63.40	105.95	141.90	141.90
(+/-)%	-103%	-3702%	67%	34%	0%
净利润	239.38	335.47	10.84	297.31	350.06
(+/-)%	7%	22%	-97%	2642%	18%
每股净收益 (元)	0.41	0.50	0.01	0.34	0.40
每股股利 (元)		0.06			

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	18.7%	14.3%	0.3%	14.8%	17.1%
市盈率	9	8	305	11	9
股息率 (%)		11.5%			

相关报告

《胜利股份电话交流会会议纪要》	2010.12.23
《2010 年业绩锁定,以地养药战略持续实...	2010.12.23
《青岛海景地王+生物兽药》	2010.12.03
《腾飞在即》	2010.12.02
《地产开发启动,增长有空间》	2009.05.22

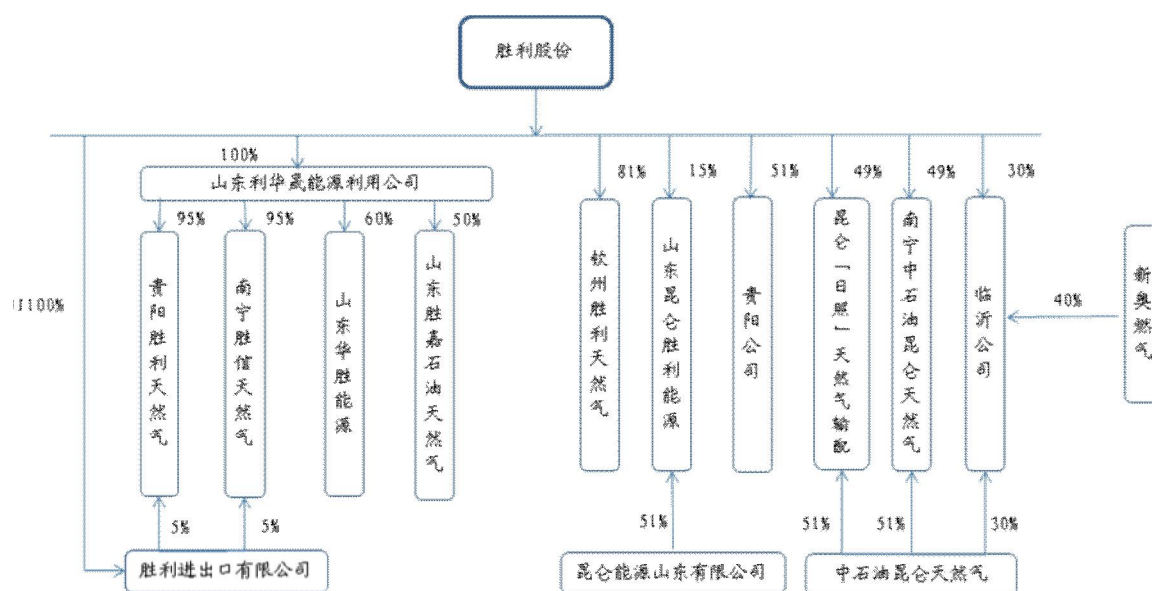
请务必阅读正文之后的免责条款部分

1. 积极布局天然气

2011 年，胜利股份正式地把天然气业务作为公司未来发展的主要方向，并大力开展了相关的工作。

公司在 2011 年陆续成立了 11 个子公司和孙公司来开展天然气业务。其中的山东利华晟能源利用公司是公司开展天然气业务的平台。剩下的 10 个公司中，有控股公司也有参股公司。参股公司都是和中石油从事天然气业务的两家下属公司等天然气领域开展了工作的公司合资成立的。

图 1 胜利股份天然气业务公司配置



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

目前胜利股份布局的地点包括，贵州贵阳、广西南宁、钦州、山东济南、济宁、日照、临沂等地区。

公司在济南的参股公司，山东昆仑胜利能源有限公司，主要从事山东省内高速公路沿线服务区内的 LNG 加气站的建设和运营，该公司已经和山东省交通运输厅公路局签订了该项目的独家合作协议，将建设几十座 LNG 加气站。

公司在济宁有两个公司，胜嘉石油天然气公司主要是在济宁市高新区建设两座 CNG 加气站。华胜能源公司则是在兖州市建立一座 LNG 工厂，一期能力 30 万吨，我们预计 2013 年 4、5 月份能够建设完成并开始试车。

公司在日照的参股公司昆仑（日照）天然气输配有限公司系受让其他公司的股权形成，主要经营一段 60.4 公里的天然气管道，该管道连接临沂和日照，是向日照供气的主要来源。设计能力 10 亿立方米，预计 2012 年中期投产，是胜利股份天然气各子公司中，有可能最先产生业绩的公司。

公司在南宁的参股公司，南宁中石油昆仑天然气利用公司主要从事以汽车燃气为主的天然气综合利用项目，包括天然气母站和加气子站等业务。由南宁胜信天然气公司先期开展业务。

公司在钦州的控股公司为钦州胜利天然气利用有限公司。中石油昆仑天然气利用有限公司广西分公司拿到了钦州市特许经营范围内的 30 年管道天然气业务和车用 CNG、LNG 业务的特许经营权。钦州公司将来会以适当的方式参与到这个项目中。（注意特许经营权并不在胜利股份的子公司）

胜利股份的贵阳公司主要经营工业用气、汽车燃气为主的天然气综合利用项目，由贵阳胜利天然气先期开展业务。

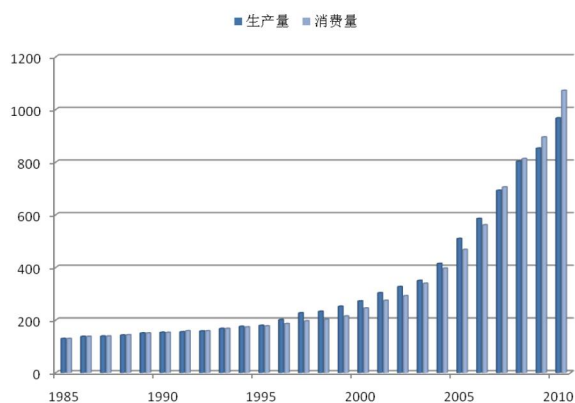
广西、贵州的子公司要等中石油西气东输三线竣工后，才能得到气源，正式开展业务。

2. 天然气大时代开启序幕

天然气行业在我国正面临着巨大的发展机遇。我们在前期的天然气行业系列报告中对行业有过比较全面的介绍。

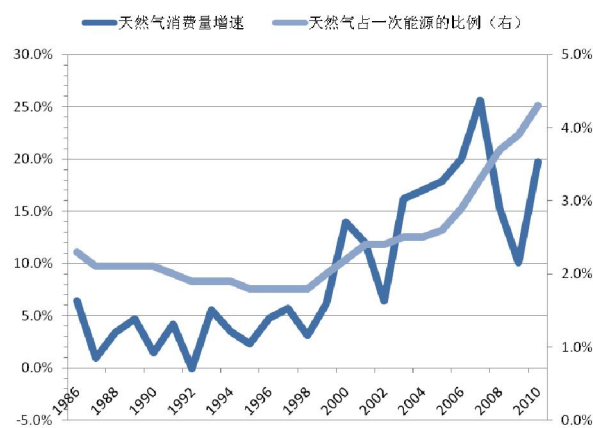
2000 年开始，特别是西气东输一线在 2004 年投产后，我国天然气生产量和消费量开始迅速增加，消费量从 2000 年的 245 亿立方米提高到 2010 年的 1072 亿立方米。增长了 3.4 倍。并且从 2007 年开始，我国变成了天然气净进口国，进口量 2010 年达到 104 亿立方米，对外依存度达到了 9.7%。

图 2：1985-2010 年中国天然气产量、消费量
(单位：亿立方米)



数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

图 3：中国天然气消费量增速及天然气占一次能源的比例

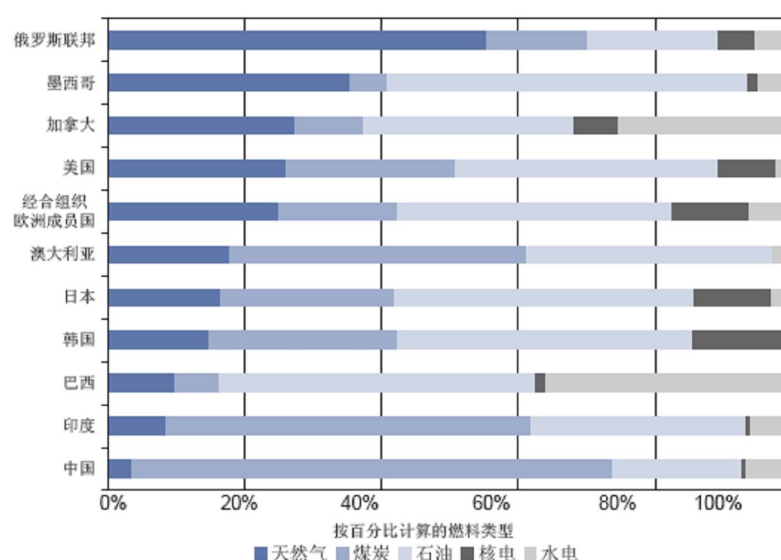


数据来源：CEIC，国泰君安证券研究

我国天然气在一次能源的消费中约占 4%，远低于世界 23.8% 的比重。在发达国家和新兴经济体中，我国的天然气所占比重也是最低的。以现在

我国约 1000 亿的消费量，如果十二五期间我国一次能源消费中天然气的比重提高到 8%，那么我国的天然气消费量将超过 2000 亿立方米。

图 4 中国与部分发达国家及新兴工业经济体一次能源消费结构的比较



数据来源：BP 能源统计报告 2009，国泰君安证券研究

在我国，天然气的应用领域主要包括四大部分：城市燃气、工业燃料、天然气发电、以及天然气化工。2007 年 8 月份，在国家的天然气利用政策中，把天然气的利用方式分成了四类：优先类、允许类、限制类、和禁止类。

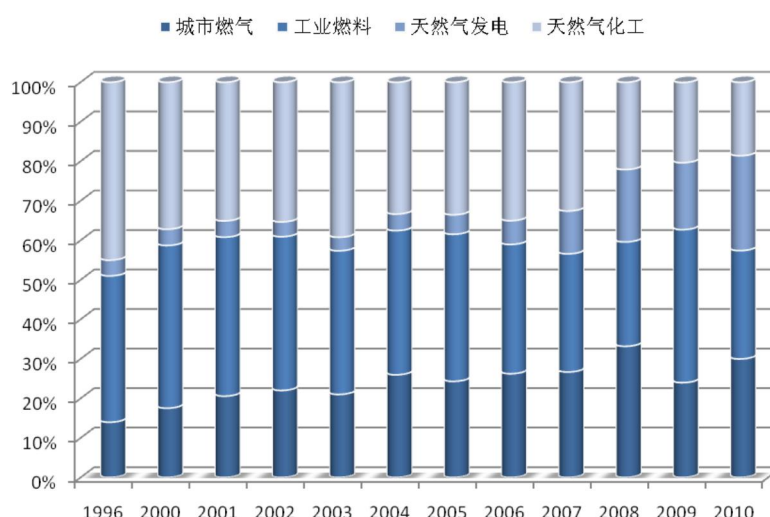
表 1: 2007 年 8 月公布的《天然气利用政策》

	优先类	允许类	限制类	禁止类
城市燃气	城镇（尤其是大中城市）			
	居民炊事、生活热水等用气			
	公共服务设施（机场、政府机关、职工食堂、幼儿园、学校、宾馆、酒店、餐饮业、商场、写字楼等）	集中式采暖用气（指中心城区的中心地带）		
	用气	分户式采暖用气		
工业燃料	天然气汽车（尤其是双燃料汽车）	中央空调		
	分布式热电联产、热电冷联产用户			
		部分工业领域中以天然气代油、液化石油气项目(a)		
		部分工业领域中以天然气代煤项目(a)		
天然气发电		部分工业领域中可中断的项目(a)		
		重要用电负荷中心且天然气供应充足的地区，建设	非重要用电负荷中心建设	十三个大型煤炭基地所在
		利用天然气发电项目	利用天然气发电项目	地区建设基荷燃气发电项

	利用天然气调峰发电项目	目(b)
天然气化工	对用气量不大、经济效益较好的天然气制氢项目	已建成的合成氨厂以天然气为原料的扩建项目、合成氨厂煤改气项目
	以不宜外输或优先类、允许类用户无法消纳的天然气生产氮肥项目	新建或扩建天然气制甲醇项目
		以甲烷为原料的碳一化工项目
		以天然气代煤制甲醇项目
		新建以天然气为原料的合成氨项目

数据来源：国家发改委，国泰君安证券研究。注：(a)建材、机电、轻纺、石化、冶金等工业领域；(b)神东、晋北、晋中、陕北、黄陇（华亭）、鲁西、两淮、河南、云贵、蒙东（东北）、宁东。

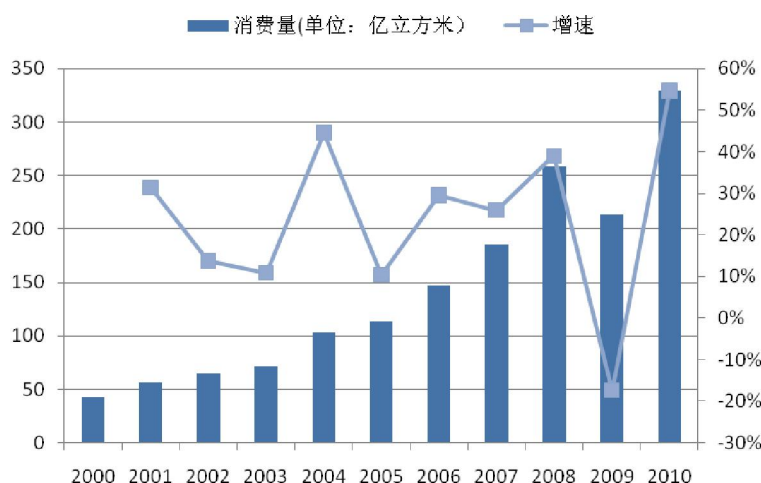
图 5 中国天然气消费结构的变化



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

城市燃气目前我国天然气总体消费中占比约 30%，随着我国城市化率的提高、使用天然气做居民燃气的城市越来越多，城市燃气消费量保持着 20%以上的复合增长率。城市燃气和天然气汽车是国家政策中优先类的利用方式，是国家重点鼓励的方向。

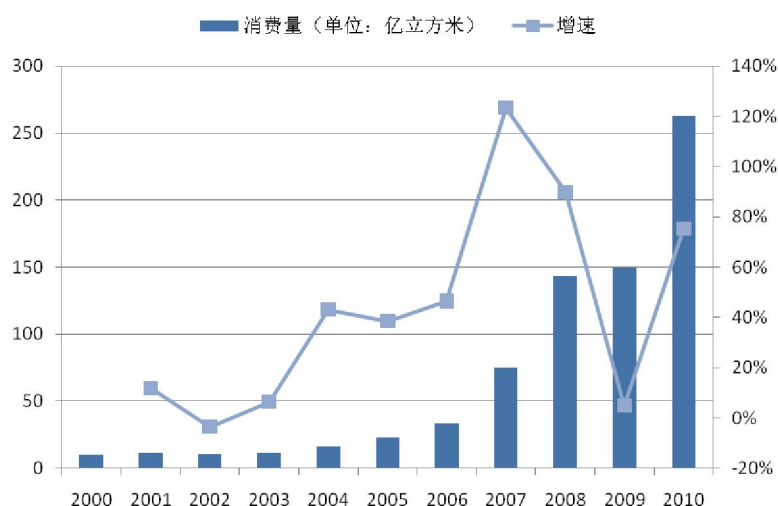
图 6 城市燃气用天然气消费量及增速



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

天然气发电保持着高速增长的态势，2000 年-2010 年天然气发电的复合增长率年均达到 38.5%，占天然气消费总量的比例也从 1996 年的 4% 提高到 2010 年的 24%。

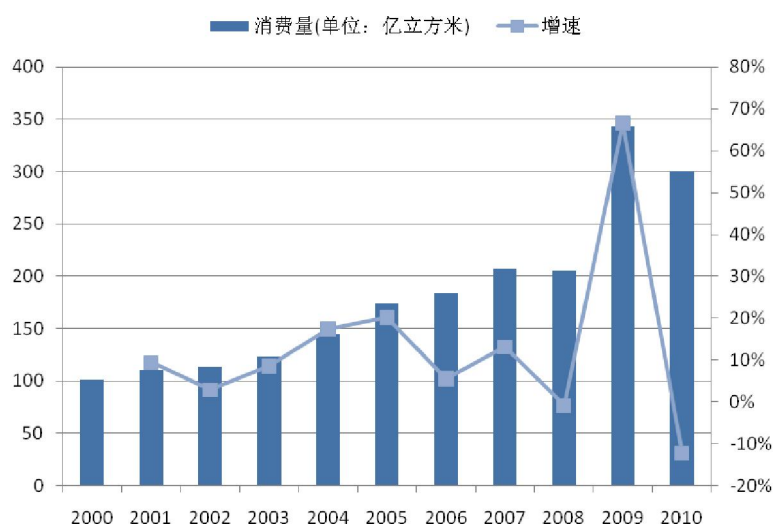
图 7 发电用天然气消费量及增速



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

天然气做工业燃料总体来讲，在天然气利用的各种方式中比例是逐渐下降的。从 1996 年的 37%，降到 2010 年的 27%。2009 年曾经出现过一次天然气做工业燃料暴涨的情况，当年占到了消费总量的 38.7%，严重压缩了城市燃气和其他利用方式的用量，当年也引起了严重“气荒”现象。在国家政策引导下，2010 年回到了 27.4% 的比例上。

图 8 工业燃料用天然气消费量及增速

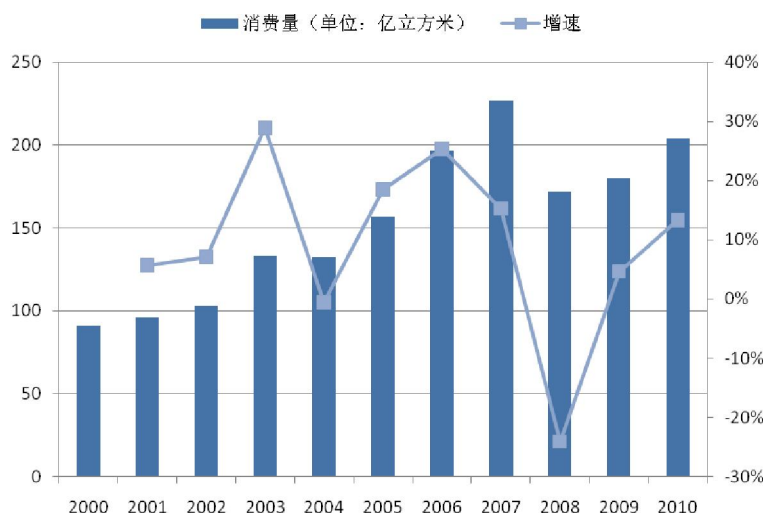


数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

天然气化工则是在逐年萎缩，总量上增加不大，比例上不断降低，从 1996 年的 45% 降到 2010 年的 18.6%。由于价格、生产成本、产能过剩等方面

的问题，天然气化工目前处于比较尴尬的位置，开工率不高、盈利状况不好。短期内，天然气化工不是天然气行业发展的主要方向。

图 9 化工用天然气消费量及增速



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

胜利股份涉及到的天然气业务，可以分成以下几类：1，天然气管道与批发业务（日照公司）；2，天然气汽车的加气业务（南宁公司、临沂公司、济宁公司、济南公司）。3，包含管道、工业、燃气、汽车的综合业务（钦州公司、贵阳公司）。

业务 1 靠近产业链上游，业务 2 是产业链的下游，业务 3 同时包含了上游和下游。上游业务受益于资源的稀缺性，且具备一定的垄断性，下游业务则都是国家政策中的优先类和允许类的项目，在未来天然气的发展中是机遇最大的方向。

胜利股份参股的几个公司，都是和在天然气领域经营多年的昆仑能源等公司合资建立，实际上这也可以认为是一种独特的经营模式。这样做有几个好处：

第一，保障了公司的气源供应。在目前，天然气仍然是一种紧缺的资源，国内气荒经常发生，和中石油的合作关系可以有效确保气源供应。

第二，学习经营经验。中石油在天然气管道、CNG、LNG、城市燃气等业务方面均经营多年，积累了丰富的经验。胜利股份作为新进入者是冒险的，但和两家公司合资则可最大程度的化解风险。

第三，坚定公司做天然气业务的决心。在几家合资公司中，胜利股份都是参股方，合资公司的业务开展将在中石油业务大框架内进行，避免因公司自身原因而半途而废。

3. 近几年内地产业业务仍是主要利润来源

胜利股份的天然气业务短期内能否产生业绩贡献仍存较大不确定性。未来 2-3 年的**主要业绩来源仍然是地产业务**。2012 年日照管道投产后,当年天然气业务可能会微有贡献,预计 2013 年山东省内几个天然气汽车加气业务能够开始开展业务,2014 年以后贵阳、南宁、钦州的公司有望开始开展业务。在之前的这些时间内,公司布点天然气业务会需要大量投资,可能会在一定程度上影响公司利润数值。

对于胜利股份地产等其他业务的分析,请详细参见国泰君安地产研究小组前期的研究报告,这里不再赘述。由于 2011 年青岛市未对公司持有的土地进行收储,因此 2011 年公司业绩与我们前期报告预测有较大出入。投资者应注意这里的风险。我们不掌握青岛市的收储进程,只能在谨慎的基础上进行假设。**我们对胜利股份未来的业绩预测也是基于这样的假设基础上的,并没有考虑天然气的业绩贡献。**(详细内容请参考报告《青岛海景地王+生物兽药》)

总体上,我们的观点是,天然气业务符合国家的产业政策,正处于快速发展的时期,公司借助中石油以及地方政府的支持进军天然气行业,是一次关键的战略转型,过程中,地产业务将为转型提供资金支持。

我们看好公司在天然气业务的发展,维持**增持**评级。

投资风险:目前天然气业务仍处于开展前期工作阶段,变数较多,短期内业绩贡献存较大不确定性。公司资金需求比较大,但受限于地产业务无法在资本市场融资。地产业务收入受制于青岛市土地收储进程,具有非常强的不确定性。

作者简介：

王刚：

执业资格证书编号：S0880511080007

电话：010-59312817

邮箱：wanggang010960@gtjas.com

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，需在允许的范围内使用，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		