

公用事业

2017年01月11日

皖天然气 (603689)

——立足安徽，辐射华东

发行上市资料：

发行价格（元）	7.9
发行股数（万股）	8400
发行日期	2016-12-28
发行方式	网下询价，上网定价
主承销商	国元证券股份有限公司
上市日期	2017-01-10

*首日上市股数 8400 万股

基础数据（发行前）：2016年09月30日

每股净资产（元）	4.34
总股本/流通 A 股(百万)	336/84
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

证券分析师

刘晓宁 A0230511120002
liuxn@swsresearch.com
韩启明 A0230516080005
hanqm@swsresearch.com

联系人

王璐
(8621)23297818×7618
wanglu@swsresearch.com

投资要点：

- **立足安徽辐射华东，区位优势明显。**公司实际控制人为安徽省能源集团。公司以长输管线业务为基础，公司积极拓展 CNG/LNG 销售业务和城市燃气业务。11-15 年安徽省天然气供应量从 14 亿立方米增加到 23 亿立方米。公司立足安徽辐射华东，区位优势明显，未来有望受益安徽天然气需求的持续增长。
- **省内唯一长输管线运营商，上游气源稳定，下游需求持续增加。**公司是安徽省唯一的天然气长输管线运营商，建成并投入运营的省内天然气长输支线共 18 条，总长约 1039 公里，覆盖安徽省 14 个地市。公司同时连接“西气东输”“川气东送”双气源，建立了长期稳定的气源合作关系。下游需求受益安徽省城镇化、工业化带动，持续增加。16 年以来受政府下调气价、管输费用影响，公司长输管线业务业绩有所波动。本次募投的四个长输管线项目将继续完善公司管网网络，推动管输业务持续增长。
- **城市燃气业务逐步进入收获期，CNG/LNG 业务竞争加剧业绩承压。**公司拥有省内 13 个特定区域的燃气业务特许经营权，“城市燃气+长输管线”业务发挥协同效应，增强公司整体竞争优势。城燃业务处于起步阶段，下游用户数少，固定成本高，但通过公司的积极开拓，城燃业务亏损幅度有望逐步收窄，未来成为公司业绩增长新动力。公司目前经营省内 5 个 CNG 加气母站，15 年以来省内 CNG 母站建设速度加快，行业竞争不断加剧，受此影响 16 年上半年公司 CNG 业务收入、毛利双双大幅下降。
- **盈利预测与估值：**我们预计 16-18 年公司将实现营业收入 21.55、26.83 和 35.46 亿元，归母净利润 0.91、1.08 和 1.47 亿元。公司总股本 3.36 亿股，此次发行流通股 8400 万股，则 16-18 年对应的全面摊薄每股收益为 0.27、0.32 和 0.44 元/股。参考行业平均及可比上市公司估值情况，我们给予公司 17 年 20-25 倍 PE，公司合理股价区间为 6.4-8.0 元/股。
- **特别提示：**本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,626	1,522	2,155	2,683	3,546
同比增长率（%）	12.59	-	-17.92	24.50	32.17
净利润（百万元）	116	70	91	108	147
同比增长率（%）	7.28	-	-21.48	18.68	36.11
每股收益（元/股）	0.46	-	0.27	0.32	0.44
毛利率（%）	10.0	100.0	9.6	9.4	8.8
ROE（%）	11.4	6.4	8.2	5.8	7.3
市盈率	25		42	35	26

财务指标

	2013	2014	2015
流动比率	0.4	0.5	0.8
资产负债率	44.2	49.8	50.3
应收账款周转率	195.7	73.1	50.6
存货周转率	174.4	144.4	134.2



申万宏源研究微信服务号

目录

1. 安徽省国资天然气综合运营商	4
2. 能源结构不断优化，天然气发展空间广阔	6
2.1 国内能源结构调整，天然气消费占比稳步提升	6
2.2 安徽经济增速较快，天然气发展空间广阔	8
3. 地方龙头区位优势明显，上市助力做大做强.....	9
3.1 安徽省唯一长输管线运营商，区位优势明显	9
3.2 城市燃气逐步进入收获周期，贡献增长新动能	12
3.3 CNG/LNG 行业竞争加剧，相关业务业绩承压	13
4. 风险提示	15
5. 盈利预测与估值	15

图表目录

图 1：公司近年营收、净利润及同比增速（单位：亿元）	5
图 2：公司历年分业务营收情况（单位：亿元）	5
图 3：公司历年各业务毛利率水平	5
图 4：公司实际控制人是安徽省国资委	6
图 5：国内天然气销量稳步增加	7
图 6：天然气消费占能源消费比例逐步增加	7
图 7：安徽省 GDP 增速高于全国水平	8
图 8：安徽省天然气供应量持续增加	8
图 9：公司长输管线业务收入、毛利变动情况	10
图 10：城市燃气业务营收近年来高速增长	13
图 11：城市燃气业务营收占比逐年增加	13
图 12：公司 CNG/LNG 业务收入、毛利变动情况	14
 表 1：公司三大主业基本情况	4
表 2：公司首次公开发行前后主要股东持股比例变动情况	5
表 3：天然气产业相关政策	7
表 4：公司长输管线产能与销量情况	9
表 5：公司上游气源采购情况	10
表 6：公司近期长输管线业务燃气销售量	11
表 7：本次募投项目情况	11
表 8：公司取得的城市燃气经营权情况	12
表 9：公司 CNG 加气站产能和销量情况	14
表 10：可比公司估值表	15
表 11：分行业营业收入预测（单位：百万元）	16
表 12：分行业营业成本预测（单位：百万元）	16
表 13：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）	16

1. 安徽省国资天然气综合运营商

安徽国资天然气平台型公司，省内天然气综合运营商。公司为安徽省天然气资源调控平台及安徽省能源集团下属天然气业务发展平台，前身为成立于 2003 年的安徽省天然气开发有限责任公司。公司主要负责安徽全省天然气支干线管网的投资经营，是省内唯一的天然气长输管线运营商，同时布局下游分销业务，主要业务分为长输管线、CNG/LNG 业务、城市燃气三块。公司代表安徽省向上游购买天然气资源，参与投资城市天然气管网开发建设和经营管理，向城市管网和大用户销售天然气，投资其它开发天然气相关项目，包括液化气(LNG)、压缩天然气(CNG)、天然气汽车加气站等。

截至 2016 年 9 月 30 日，公司已建成并运营 18 条长输管线，总长度约 1039.26 公里，向合肥、安庆、铜陵、池州、宣城、蚌埠、淮南、阜阳、淮北、宿州、亳州、六安、芜湖、滁州等地市供应管输天然气；先后在合肥、池州、宣城、利辛、霍山等地建成 5 座 CNG 加气站；并取得了亳州市、宿州市、广德县、和县、舒城县、庐江县、霍山县、颍上县、宁国市、江南产业集中区、江北产业集中区等 13 个特定区域的燃气特许经营权。

表 1：公司三大主业基本情况

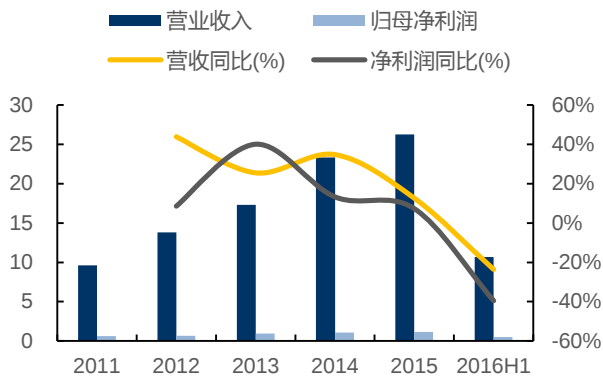
三大主要业务	业务具体情况
长输管线业务	通过自建长输管线将天然气销售给城市燃气公司及直供工业用户等下游客户，包括为中石油直供城市（淮南、蚌埠）提供管输服务
CNG/LNG 业务	将天然气加工为 CNG/LNG，销售给城市燃气公司、工商业用户等下游客户
城市燃气业务	在特定区域内，从事城市燃气管网的建设与运营业务

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

公司利润主体长输管线业绩有所波动，主要受到宏观经济、能源价格影响。公司是安徽省唯一的天然气长输管线，长输管线业务为公司利润主体，近年来长输管线业务营收占比均超过 80%。受益于安徽省经济快速发展，天然气消费不断增加，公司近年来收入、归母净利润增长较快，2011-2015 年公司营业收入 CAGR 达到 22.29%，归母净利润 CAGR 达到 13.04%。16 年上半年，公司实现营业收入 10.68 亿元，净利润 0.44 亿元，同比分别下降 23.59%、39.50%。公司业绩下滑主要是由于宏观经济形势下行、可替代能源价格处于低位、以及政府调价的影响，导致长输管线业务收入减少，CNG/LNG 业务收入减少，毛利率大幅度下降。

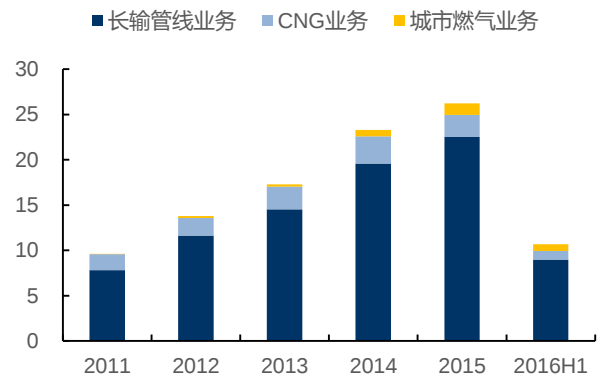
城市燃气业务收入增长、毛利率上升，逐渐步入收获期成为增长亮点。公司目前拥有省内 13 个区域的燃气特许经营权，随着城燃业务持续拓展，城市燃气业务近年来收入实现了高速增长，同时固定成本占比持续下降，城燃业务毛利率从 2011 年的 10.59% 增加到 16 年上半年的 18.3%。目前公司城市燃气业务依然处于导入期，用户较少，随着公司配套管网的建设及对下游市场的积极拓展，城燃业务有望迎来高速增长，未来毛利率有望进一步上行，逐渐成为公司业绩增长亮点。

图 1: 公司近年营收、净利润及同比增速 (单位: 亿元)



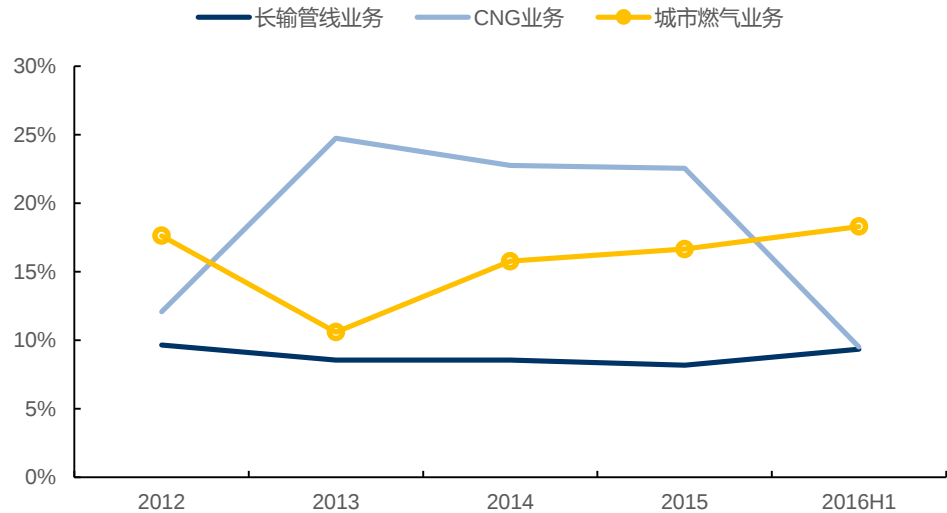
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 公司历年分业务营收情况 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 公司历年各业务毛利率水平



资料来源: 招股说明书, 申万宏源研究

公司实际控制人为皖能集团, 本次拟发行不超过 8400 万股。公司实际控制人皖能集团, 皖能集团直接和间接持有公司 66.92% 的股份。其中, 皖能集团直接持有 15120 万股, 占总股本的 60%, 皖能集团通过皖能电力间接持有 1542 万股, 占总股本的 6.12%; 通过皖能运检间接持有 202 万股, 占总股本的 0.8%。公司其他股东还包括港华安徽公司(持股 27.48%), 国投新集(持股 5.60%)。公司本次公开发行拟发行不超过 8400 万股, 发行完成后, 皖能集团持股比例将被降低到 50.19%, 但仍为公司控制人。

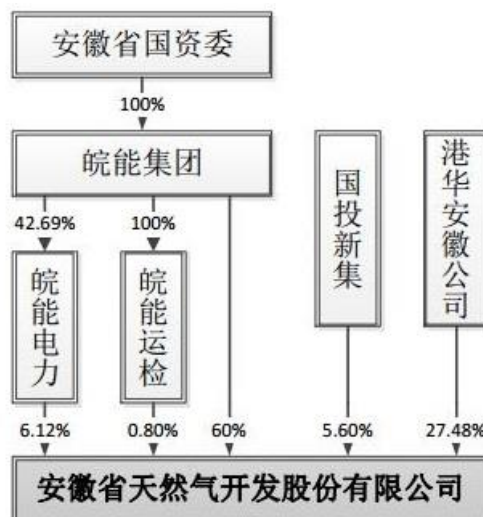
表 2: 公司首次公开发行前后主要股东持股比例变动情况

股东名称	持股数量(万股)	持股比例(发行前)	持股比例(发行后)	股本性质
安徽省能源集团有限公司	15120	60.00%	45.00%	国家股

香港中华煤气(安徽)有限公司	6925	27.48%	20.61%	外资股
安徽省皖能股份有限公司	1542	6.12%	4.59%	境内法人股
国投新集能源股份有限公司	1411	5.60%	4.20%	国家股
安徽皖能电力运营检修有限公司	202	0.80%	0.60%	国家股
合 计	25200	100.00%	75.00%	

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 4：公司实际控制人是安徽省国资委



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

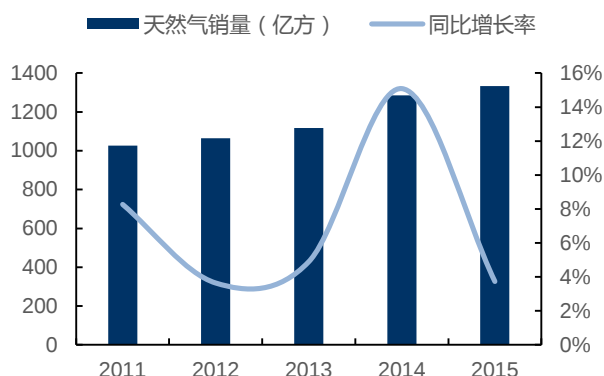
2. 能源结构不断优化，天然气发展空间广阔

2.1 国内能源结构调整，天然气消费占比稳步提升

天然气具有含碳低、污染小、热值高、经济性高等优点，国内天然气消费量稳步增加。天然气具有含碳低、污染小、热值高、经济性高等优点。目前我国能源结构仍以煤炭为主，但由于环保压力逐渐增大、居民生活质量的提高以及政府对城市燃煤限制的加强，天然气作为清洁能源的竞争优势稳步增强。根据《BP 世界能源统计（2016）》，我国天然气消费量从 2013 年的 1719 亿立方米增至 2015 年的 1973 亿立方米。

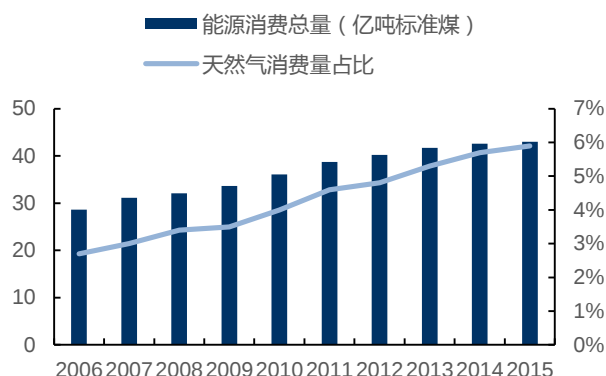
我国能源结构中天然气占比仍然较低，具备较大提升空间。尽管国内天然气生产量、消费量以及天然气占一次能源消费比例增长较快，但天然气占一次能源消费比例仍较低。2015 年我国能源消费结构中天然气的占比为 5.90%，而同期世界能源消费结构中，天然气占比为 23.80%。根据《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，到 2020 年，我国累计新增常规天然气探明地质储量 5.5 万亿立方米，年产常规天然气 1850 亿立方米，页岩气产量力争超过 300 亿立方米，煤层气产量力争达到 300 亿立方米，天然气在一次能源消费中的比重提高到 10% 以上。

图 5：国内天然气销量稳步增加



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：天然气消费占能源消费比例逐步增加



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 3：天然气产业相关政策

时间	颁发单位及政策名	内容
2011 年	国家发改委《天然气利用政策》	明确“优化能源结构、发展低碳经济、促进节能减排、提高生活质量，统筹国内外两种资源、两个市场，提高天然气在一次能源消费结构中的比重，优化天然气消费结构”的政策目标。
2011 年	国家发改委《产业结构调整指导目录》	“城市燃气工程”、“天然气的储运和管道输送设施及网络建设”、“城市燃气塑料管道应用工程”被列为鼓励类产业。
2012 年	住建部《全国城镇燃气发展“十二五”规划》	城镇燃气规划、建设、运营以及管理、技术和服务水平全面提升；城镇燃气普及率明显提高，应用领域范围明显拓宽；城镇燃气管网设施建设与改造工作取得较大进展；城镇燃气的优化能源结构、改善环境质量、促进城镇发展、提高人民生活水平的作用充分发挥。
2012 年	国家发改委《天然气发展“十二五”规划》	加快天然气产业发展，发挥市场配置资源的基础性作用，提高天然气在一次能源消费中的比重，构建供应稳定、运行高效、上下游协调发展的现代天然气产业体系。
2014 年	国务院《能源发展战略行动计划（2014—2020 年）》	提出“消费双倍增”的目标规划：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 2,000 亿立方米左右，到 2020 年大概 4,100 亿立方米；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%—6.5%，到 2020 年能够达到 12% 左右。
2014 年	国家发改委《天然气基础设施建设与运营管理办法》	鼓励、支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的天然气基础设施
2014 年	国家发改委《关于建立保障天然气稳定供应长效机制的若干意见》	增加天然气供应，到 2020 年，天然气供应能力达到 4,000 亿立方米，力争达到 4,200 亿立方米；保障民生用气，基本满足新型城镇化发展过程中居民用气、集中供热用气，以及公交车、出租车用气等民生用气需求，特别是要确保居民用气安全稳定供应。
2014 年	国家能源局《2014 年能源工作指导意见》	提高天然气供气保障能力。结合各省市天然气需求情况，制订天然气中长期供应计划。增加常规天然气生产供应，加快开发煤层气、页岩气等非常规天然气，推进煤制气产业科学有序发展。加快推进输气管道、储气设施和 LNG 接收站项目建设。完善天然气利用政策，加强需求侧管理，制订有序用气方案和应急预案。
2015 年	国家发改委《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格	降低非居民用气门站价格，非居民用气最高门站价格每千立方米降低 700 元；提高天然气价格市场化程度，将非居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格

市场化改革的通知》

管理；对天然气发电价格管理实行省级负责制

2015 年 国家发改委《关于理顺非居民用天然气价格的通知》

实现存量气和增量气价格并轨；试点放开直供用户用气门站价格；

2016 年 国家发改委《天然气管道运输价格管理办法（试行）》、天然气管道运输定价成本监审办法（试行）》

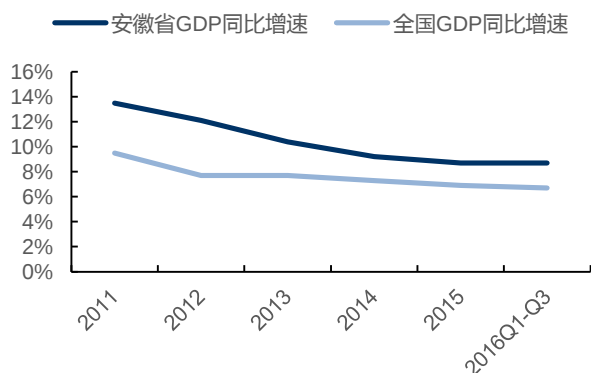
管道运输价格按照“准许成本加合理收益”原则制定；管道运输价格实行政府定价，由国务院价格主管部门制定和调整。

资料来源：公开资料，申万宏源研究

2.2 安徽经济增速较快，天然气发展空间广阔

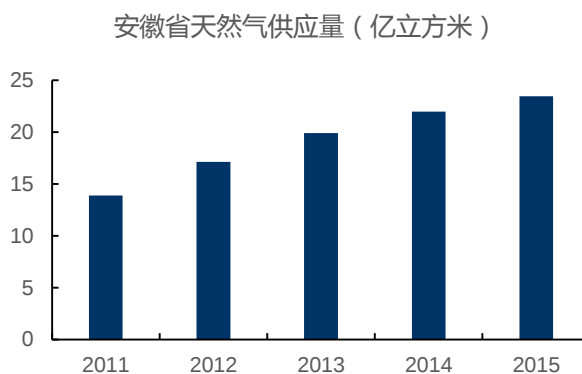
安徽省经济增长情况较好，城镇化、工业化带动天然气需求持续增长。安徽地处中部地区，目前正处于工业化和城镇化快速发展阶段，基础设施建设、产业结构升级、生态建设和环境保护、社会事业发展需求旺盛。安徽省当前正面临着消费升级换代的重大机遇，市场前景十分广阔。随着 2010 年皖江城市带承接产业转移示范区建设上升为国家战略，在多项政策扶持和产业转移的积极影响下，安徽省经济增长迅速。2013-2015 年，安徽省 GDP 增速分别为 10.4%、9.2%、8.7%，比全国平均水平高出约 2 个百分点。区域经济的发展显著增加市场对清洁能源的需求，安徽省天然气市场需求进一步扩大。2011-2015 年，安徽省天然气供应量从 14 亿立方米增加到 23 亿立方米，CAGR 为 11.07%。未来随着安徽区域经济持续发展，天然气需求将会持续增长。

图 7：安徽省 GDP 增速高于全国水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：安徽省天然气供应量持续增加



资料来源：Wind，申万宏源研究

3. 地方龙头区位优势明显，上市助力做大做强

3.1 安徽省唯一长输管线运营商，区位优势明显

公司是安徽唯一长输管线运营商，管网健全、上游气源稳定。安徽省天然气管线建设起步晚但发展迅速。目前国家两条输气主干管线西气东输一线、川气东送途经安徽省。在西气东输一线工程施工建设阶段，中石油配套建设了定远-合肥、南京-马鞍山-芜湖支线，共 167 公里，目前省内其他主要支线均由公司建设运营。截至目前，公司建成并投入运营的省内天然气长输支线共 18 条，总长约 1039.26 公里。安徽省 16 个地市，除黄山市外，目前均实现管输气的供应。公司向合肥、安庆、铜陵、池州、宣城、蚌埠、淮南、阜阳、淮北、宿州、亳州、六安、芜湖、滁州等 14 个地市供气。

表 4：公司长输管线产能与销量情况

长输管线	产能（百万方）	销量（百万方）			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
蚌埠支线	615	232	261	221	100
淮南支线	615	79	88	93	54
铜陵支线	350	200	203	193	87
阜阳支线	177	89	98	112	56
淮北支线	227	101	133	144	74
巢湖支线	204	0.64	61	61	29
亳州支线	147	27	42	48	25
江北联络线	1023	64	0.95	67	28
池州支线	525	0.26	31	23	12
宣城支线	469	0.15	21	22	12
安庆支线	1417	51	59	65	37
六安支线	304	54	68	70	33
江南产业集中区支线	1320	-	29	167	89
广德支线	600	-	-	-	0
霍山支线	868	-	-	-	0
颍上支线颍东段	870	-	-	-	0.01
凤阳支线	960	-	-	-	0.01
长输管线合计	10691	1002	1189	1286	638

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

双气源供应格局初步形成，气源稳定且采购量不断增加。随着 2010 年“川气东送”工程建成投产，安徽省初步形成了“西气川气同供、南北管网联通”的双气源供应格局。公司与中石油、中石化建立了长期稳定的合作关系，近年来上游天然气供给量稳步增长。公司稳步推进长输管线的互联互通，实现天然气的合理调度，以促进资源的充分利用。同时，公司还将积极争取中海油天然气（LNG）管道入皖，密切关注省内非常规天然气开发

项目的进展，多渠道增加公司气源。目前公司气源主要来自于中石油、中石化，由于下游需求不断释放，公司采购量逐年增加。

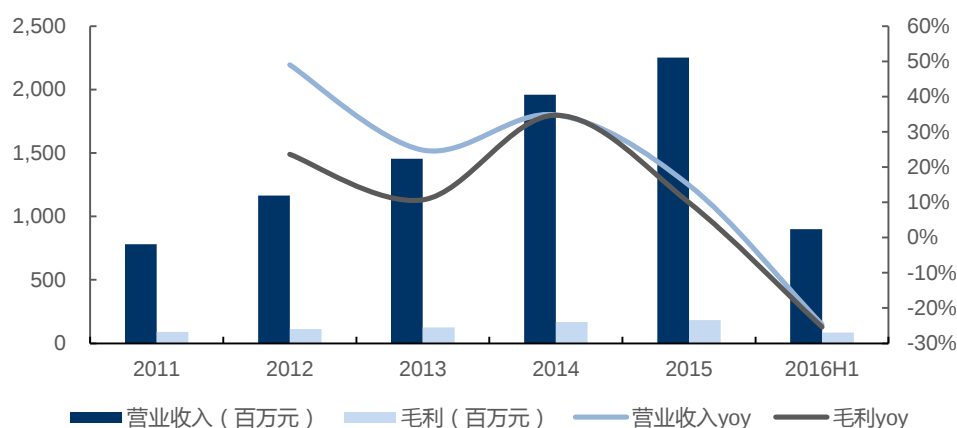
表 5：公司上游气源采购情况

单位名称	项目	2013	2014	2015	2016H1
中石油	采购量（百万立方米）	554	616	622	280
	不含税单价（元/立方米）	1.69	1.96	2.03	1.68
	采购额（百万元）	935	1208	1265	471
中石化	采购量（百万立方米）	242	313	407	214
	不含税单价（元）	2.00	2.28	2.21	1.8
	采购额（百万元）	485	714	899	386
合计	采购量（百万立方米）	796	929	1028	494
	不含税单价（元/立方米）	1.78	2.07	2.1	1.74
	采购额（百万元）	1420	1922	2164	857

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

受益省内城镇化推进，15 年安徽天然气需求强劲。受益于安徽省区域城镇化、工业化持续推进，安徽市场天然气需求强劲带动公司输气量持续增加，2013-2015 年，公司长输管线输售总量从 2013 年的 10.02 亿立方米增至 2015 年的 12.86 亿立方米，年均增长 14.17%，输售气量的增加推动公司长输管线业务收入和毛利持续高速增长，2015 年公司长输管线业务实现收入 22.51 亿元，毛利 18.4 亿元。

图 9：公司长输管线业务收入、毛利变动情况



资料来源：公开资料、申万宏源研究

16 年量、价双跌，业绩有所波动。16 年上半年公司长输管线业务收入和毛利双双大幅度下滑，分别同比下降 24.66%和 25.36%。业绩大幅下滑主要如下几个原因导致的：1) 宏观经济下行，导致下游用气需求减少；2) 政府 2015 年两次下调非居用气价格，同时安

徽省内下调天然气管输费，导致长输管线业务收入、毛利双双减少；3）由于可替代能源价格处于低位，为保持合作关系，公司降低了对大工业用户的销售单价。由于上述原因，公司长输管线业务的销售量、销售单价均处于一定程度的波动，对业绩造成了一定影响。

表 6：公司近期长输管线业务燃气销售量

所属期间	燃气销售量(百万 立方米)	燃气销售单价 (元/m ³ , 不含税)		代输气量 (百万 立方米)	管输单价 (元 /m ³ , 不含税)
		单价	其中：管输单价		
2016 年 1-6 月	438	1.9828	0.2465	200	0.1546
2015 年度	924	2.3791	0.2458	361	0.1441
2014 年度	812	2.3488	0.2417	375	0.1371
2013 年度	690	2.0453	0.2398	312	0.1357

资料来源：公开资料、申万宏源研究

募投项目继续完善长输管线网络，推动管输业务持续增长。本次募集资金投资项目供气区域涉及铜陵市、芜湖市、马鞍山市、江南产业集中区、颍上县、霍山县等地。根据安徽省统计年鉴，铜陵、芜湖、马鞍山等 3 市 2014 年经济总量合计为 4,258.98 亿元，占全省总量的 20.43%。2014 年，上述 3 市的天然气供气量合计为 6.78 亿立方米，约占全省总量的 30.84%。目前，铜陵市、芜湖市、马鞍山市等地主要使用西气东输一线气源。本次募集资金投资项目实施后，上述区域将实现双气源供给。江南产业集中区 2014 年全区固定资产投资完成 71.71 亿元，同比增长 18.50%，未来随着江南产业集中区继续发展，天然气消费需求有望持续增长。颍上县、霍山县等地主要依靠槽车运输 LNG、CNG 供应天然气，成本高于管输天然气。本次募集资金投资项目实施后，上述区域将实现管输天然气供给。本次募投项目全部落地后，公司长输管线网络得到进一步完善，推动管输业务持续增长。

表 7：本次募投项目情况

项目名称	项目实施主体	项目投资额 (万元)	拟使用募集资金额 (万元)
天然气江南联络线输气管道工程项目	本公司	34537	34500
天然气江南产业集中区支线项目	本公司	16561	13500
天然气利辛-颍上支线项目	本公司	23200	12400
天然气六安-霍山支线项目	霍山天然气	15557	3008
补充流动资金、偿还银行借款	本公司	-	-
合计	-	-	63408

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

3.2 城市燃气逐步进入收获周期，贡献增长新动能

抢占优质城市燃气经营权，“城燃+管输”协同效应明显。公司除了从事天然气中游管输业务之外，通过获取省内 13 个区域的城市燃气特许经营权，积极切入天然气下游分销业务。目前安徽省地级市和县（县级市）的燃气特许经营权已基本授完，公司抢占省内 13 个区域的城市燃气特许经营权，为后续下游的分销业务奠定了良好的基础。公司“城燃+管输”协同效应明显，中游管输业务为下游分销业务提供稳定的气源保障，有利于下游市场的培育和拓展；下游分销业务进一步促进和扩大天然气市场的开发应用，为中游管输业务提供不断增加的市场需求，进一步增强和巩固公司在省内的行业地位和整体竞争优势。

表 8：公司取得的城市燃气经营权情况

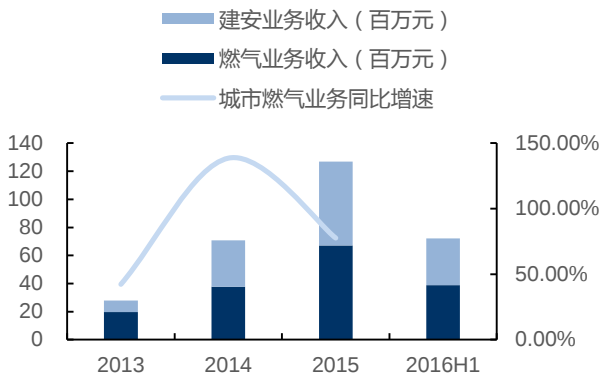
序号	授权单位	取得时间	授权地域范围	授权合同中关于后续授权安排
1	广德县人民政府	2009 年 7 月 6 日	广德县城市规划区范围（含经济开发区）	优先续约
2	广德县邱村镇政府	2012 年 11 月 2 日	广德县经济开发区（北区）及集镇	优先续约
3	安徽省江南产业集中区管委会	2012 年 5 月 21 日	安徽省江南产业集中区行政管辖区域	优先续约
4	安徽省江北产业集中区管委会	2012 年 2 月 8 日	安徽省江北产业集中区行政管辖区域	优先续约
5	和县人民政府	2010 年 12 月 3 日	和县行政管辖区域	优先续约
6	庐江县住房和城乡建设局	2012 年 5 月 30 日	庐江县经济开发区、汤池度假区、龙桥工业园所辖区域	优先续约
7	亳州芜湖现代产业园区管委会	2012 年 10 月 30 日	亳州市亳芜现代产业园区	优先续约
8	舒城县人民政府	2013 年 4 月 18 日	六安市舒城县县城规划区以外的行政区域	优先续约
9	宿州市城市管理局	2013 年 11 月 30 日	宿州市经济技术开发区规划区以内的行政区域	优先续约
10	霍山县人民政府	2014 年 1 月 17 日	霍山经济开发区（不含启动区的商住区）、衡山工业园、高桥湾现代产业园以及除霍山县主城区（具体界限为：东至霍山大道、西至潜台路、南至迎宾大道、北至外环路）和县经济开发区启动区的商住区之外的其他乡镇等行政管辖区域	优先续约
11	颍上县人民政府	2014 年 7 月 8 日	安徽省颍上经济技术开发区规划范围（含未来规划发展区域）	优先续约
12	宁国市人民政府	2014 年 12 月 11 日	宁国市行政区域范围（不含港口镇、天湖街道办事处）及未来不时拓展的宁国市行政区域范围	优先续约
13	泾县人民政府	2016 年 3 月 31 日	泾县行政区域范围及未来不时拓展的泾县行政区域范围（不含泾川天然气有限公司经营范围）	无

资料来源：公开资料、申万宏源研究

城市燃气业务近年来持续高速增长，贡献增长新动能。公司城市燃气业务主要包括为上述 13 个特许经营区域内的工业和居民用户提供供气和燃气安装服务。随着公司在上述区域内不断开拓城市燃气业务，下游用户数量不断增加，公司燃气业务收入和安装收入均保持了快速增长。城市燃气业务快速增长，13-15 年公司城市燃气业务收入复合增长率高达

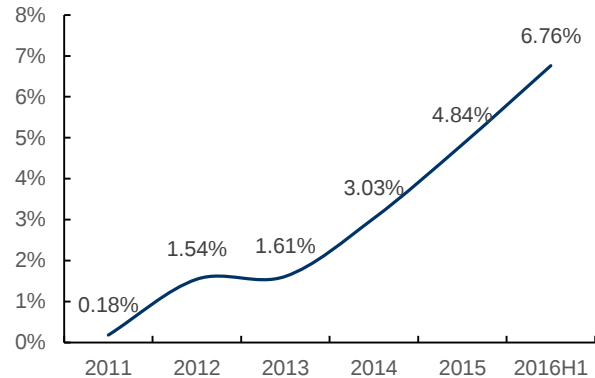
65.66%，与此同时城市燃气业务营收占比不断增加，截至 2016 年上半年收入占比已经达到 6.76%，城市燃气业务有望成为公司未来业绩增长亮点，为公司增长贡献新动能。

图 10：城市燃气业务营收近年来高速增长



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

图 11：城市燃气业务营收占比逐年增加



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

城燃业务亏损幅度大幅收窄，正逐步进入收获周期。公司的城燃业务处于起步阶段，用户数少，城燃业务的经营模式决定了前期投入较大，固定成本高；部分城燃子公司授权经营区域为新开发区，人口规模或工业用户落户数量少，市场尚处培育阶段。公司目前正不断加快城燃子公司上游长输管线的建设，争取尽快实现管输气供应；在各城市燃气公司的经营区域内深度调研，加大拓展工商用户的力度；做好市场规划，及时跟踪民用天然气利用项目，做好城市燃气建安服务。2016 年上半年，公司旗下 11 家主要的经营城市燃气业务的子公司共亏损 64 万元，而 2013 年公司城市燃气各子公司亏损达 1043 万元，公司城市燃气业务亏损幅度已经大幅度收窄。公司目前城市燃气业务固定资产投资已经形成规模，随着未来下游用户数量持续增加，城燃业务正逐步进入收获期。

3.3 CNG/LNG 行业竞争加剧，相关业务业绩承压

公司主要经营 CNG 母站，为下游 CNG 子站和城市燃气公司供气。公司 CNG/LNG 业务主要以经营 CNG 母站为主，LNG 业务体量较小，2016 年上半年公司 CNG/LNG 业务实现营收 9517 万元，其中 CNG 业务实现收入 9299 万元。CNG 母站的下游用户主要为城市燃气公司或 CNG 子站，CNG 母站利用加气柱将 CNG 充装到天然气槽车，再运往下游城市燃气公司或 CNG 子站，CNG 子站的下游用户主要为 CNG 汽车。公司目前旗下拥有合肥、池州、宣城、利辛、霍山五座 CNG 加气母站，年产能达 1.36 亿立方米，2015 年公司 CNG 业务实现销量 9500 万立方米，16 年上半年公司 CNG 业务实现销量 4300 万立方米，目前产能较为充足。

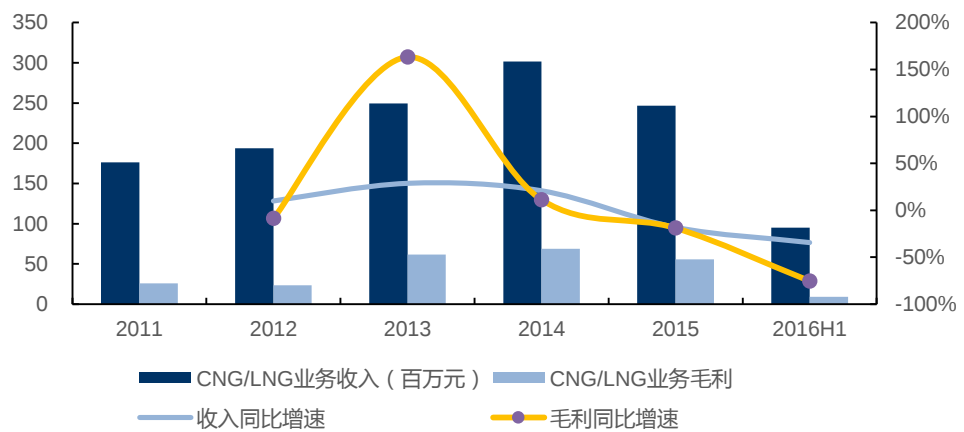
表 9：公司 CNG 加气站产能和销量情况

CNG 加气站	产能（百万方）	销量（百万方）			
		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-6 月
合肥 CNG 母站	66	83	85	71	30
池州 CNG 母站	22	10	12	10	5
宣城 CNG 母站	22	12	15	7	5
利辛 CNG 母站	22	3	5	7	2
霍山 CNG 加气站	4	-	-	-	-
合计	136	108	117	95	43

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

CNG 行业竞争加剧，公司相关业务业绩承压，近期波动较大。随着下游城市燃气公司和 CNG 汽车需求增长，公司 CNG 业务在过去数年内总体增长较快，2011-2014 年公司 CNG/LNG 业务收入年均增速为 14.35%。2015 年以来，安徽省内 CNG 母站建设速度加快，公司 CNG 业务市场竞争加剧，加之可替代能源汽油价格下跌的影响，公司 CNG 业务销量和销售单价双双下降，16 年上半年公司 CNG 业务售气量较同期下降了 9.23%，销售单价较同期下降了 25.93%，受此影响，16 年上半年 CNG 业务收入同比减少 34.37%，毛利同比减少 75.34%。

图 12：公司 CNG/LNG 业务收入、毛利变动情况



资料来源：招股说明书，申万宏源研究

CNG 母站相较于子站具备一定竞争壁垒，但行业竞争仍将继续加剧。公司 CNG 业务主要是经营 CNG 母站，与 CNG 子站业务相比，母站市场具备一定的竞争壁垒。但是安徽省继续鼓励社会资本进入天然气基础设施建设领域，未来省内的 CNG 母站、子站数量仍将持续增加，行业的竞争局面有望进一步加剧，对公司的业绩带来持续压力。

4. 风险提示

天然气价格调控制度所致的风险。国家对天然气价格实行调控和管理，目前正对天然气价格的形成机制进行改革，即按照市场化取向，建立起反映市场供求和资源稀缺程度与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺天然气与可替代能源的比价关系，最终实现天然气价格完全市场化。

公司主要从事安徽省内天然气长输管线的建设与运营、CNG/LNG 及城市燃气等业务，目前省内管道运输价格及调整由省物价局核定；CNG 价格及调整由省、市级物价局核定；居民生活用气价格及调整由省物价局核定。若上游天然气价格或天然气价格形成机制由于市场或监管政策变化而波动，而公司相应价格调整的影响不能及时向下游转移，则公司的经营业绩在一段时间内可能受到不利影响。

上游气源供不应求的风险。近年来，安徽省天然气市场发展较快。根据《安徽省“十二五”能源发展规划》，安徽省天然气消费占能源消费总量的比重将从 2010 年的 2.1% 上升到 2015 年的 7%。若上游天然气供应难以确保充分满足未来下游市场的旺盛需求，公司存在业务发展受上游天然气供气量制约的风险。

下游用气需求波动的风险。天然气下游市场需求受多种因素的影响，如管网等基础设施覆盖率、输送能力、国内外经济增长情况、天然气的供给状况及政府对天然气利用的政策导向等，若宏观经济下滑或政策变化导致天然气消费增速放缓，影响天然气的市场需求，则可能会给公司的经营带来不利影响。

CNG 业务市场竞争加剧的风险。近年来，国家鼓励、支持各类资本参与投资建设纳入统一规划的天然气基础设施，安徽省内 CNG 母站建设速度加快，公司 CNG 业务市场竞争加剧，加之可替代能源汽油价格下跌的影响，2015 年公司 CNG 业务出现业绩下滑的情形。未来，上述因素可能会持续存在，公司存在 CNG 业务业绩下滑的风险。

5. 盈利预测与估值

我们预计 16-18 年公司将实现营业收入 21.55、26.83 和 35.46 亿元，归母净利润 0.91、1.08 和 1.47 亿元。公司总股本 3.36 亿股，此次发行流通股 8400 万股，则 16-18 年对应的全面摊薄每股收益为 0.27、0.32 和 0.44 元/股。参考行业平均及可比上市公司估值情况，我们给予公司 17 年 20-25 倍 PE，公司合理股价区间为 6.4-8.0 元/股。

表 10：可比公司估值表

证券代码	证券简称	收盘价	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE			
		2017/1/10		2015	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
600617.SH	国新能源	10.87	118	0.53	0.56	0.68	0.81	20	19	16	13
002267.SZ	陕天然气	9.86	110	0.53	0.48	0.49	0.54	18	21	20	18

600681.SH	百川能源	16.36	158	0.18	0.57	0.68	0.82	88	29	24	20
600856.SH	中天能源	13.77	156	1.18	0.38	0.74	1.07	11	36	19	13
000421.SZ	南京公用	8.93	51	0.40	0.46	0.51	0.58	22	19	18	15
601139.SH	深圳燃气	9.44	209	0.31	0.41	0.50	0.63	30	23	19	15
行业平均									25	19	16

资料来源：Wind，申万宏源研究

表 11：分行业营业收入预测（单位：百万元）

营业收入	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
长输管线业务	1454	1959	2251	900	1628	2170	3002
CNG/LNG 业务	250	302	247	95	188	162	153
城市燃气业务	28	71	127	72	339	352	391
合计	1731	2332	2626	1068	2155	2683	3546

资料来源：公开资料，申万宏源研究

表 12：分行业营业成本预测（单位：百万元）

营业成本	2013	2014	2015	2016H1	2016E	2017E	2018E
长输管线业务	1329	1792	2067	816	1487	1981	2763
CNG/LNG 业务	188	233	191	86	171	147	140
城市燃气业务	25	60	106	59	291	304	330
合计	1542	2085	2364	961	1949	2432	3233

资料来源：公开资料，申万宏源研究

表 13：公司盈利预测（单位：百万元，元/股）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	1,731	2,332	2,626	2,155	2,683	3,546
二、营业总成本	1,606	2,194	2,481	2,050	2,543	3,347
其中：营业成本	1,542	2,085	2,364	1,949	2,432	3,233
营业税金及附加	3	4	7	4	5	7
销售费用	3	3	4	5	5	7
管理费用	43	73	77	71	75	78
财务费用	15	26	27	21	24	20
资产减值损失	1	3	2	(1)	1	2
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	(0)	0	0	0	0
三、营业利润	125	138	144	105	141	199
加：营业外收入	2	5	5	10	0	0
减：营业外支出	0	0	5	0	0	0
四、利润总额	127	143	144	115	141	199
减：所得税	34	44	44	37	42	60
五、净利润	93	99	100	78	98	140
少数股东损益	(3)	(9)	(16)	(13)	(10)	(7)
归属于母公司所有者的净利润	95	108	116	91	108	147

六、基本每股收益	0.38	0.43	0.46	0.36	0.32	0.44
全面摊薄每股收益	0.28	0.32	0.34	0.27	0.32	0.44

资料来源：公开资料，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。