

金鸿能源 (000669.SZ)

受益京津冀煤改气加快, 销气量增长提速

● 跨区域民营燃气运营商, 致力于打造清洁能源投资平台

公司 2012 年完成借壳上市, 依赖中游管输优势, 打造下游分销+中游代输业务为主的燃气业务, 并通过并购扩张燃气分销区域, 现已覆盖河北、山东、湖南、江苏省等约 40 个城市。同时公司通过收购正实同创拓展针对非电力行业中小锅炉脱硫脱硝烟气治理业务。2015 年公司实现营收 25.73 亿元、净利润 2.47 亿元。

● 受益于京津冀煤改气加快, 燃气分销业务有望加速成长

北京的生态环保、环境改善, 更多依赖周边, 即京津冀及周边区域的整体环保治理。结合政府工作报告和环保部的多次表态, 我们预计京津冀区域雾霾治理仍然是当前环保治理的核心内容, 且天然气替代被明确定位为散烧煤炭的重点解决方案之一。考虑到公司分销区域如河北、山东等地煤改气等空间巨大, 公司未来燃气销量增速有望提升。公司现有供气量仅为供气能力的 20%, 未来气量增长将驱动税前利润的更快增长。

● 近两年外延并购不断加速, 大股东能源业务产业链端资源丰富

公司正不断加快外延并购步伐, 2016 年先后并购湖南耒阳、苏州天泓、河北宽城等多个项目扩展分销区域。我们预期未来公司仍将加快外延并购步伐, 不排除新的分销区域、产业链延伸等项目的并购。公司实际控制人陈义和为国储能源董事长, 国储能源主营石油、天然气等能源勘探、开发、储备、储运、能源化工等上中下游一体化业务, 旗下拥有张家口国储液化天然气、张家口国储能源物流、上海国储能源集团等多家企业, 在能源行业产业链各端资源丰富, 且业务覆盖全国大部分地区。公司已收购国储能源下属 2 家管网和分销公司 (张家口国储管道天然气、耒阳国储)。

● 外延积极布点边际盈利有望提升, 给予“买入”评级

预计公司 16-18 年 EPS 为 0.45 元、0.61 元、0.75 元, 对应 PE 为 37、27、22 倍。作为跨区域民营燃气运营商, 公司中下游管网一体化布局完善, 受益于京津冀雾霾治理, 山东、河北等业务区域销气量增速有望提升, 同时公司不断加大外延并购步伐, 持续拓展异地分销、产业链延伸等项目, 给予“买入”评级。

● 风险提示

并购进度低于预期; 下游客户开拓低于预期; 下游行业形势长期低迷; 煤改气进度低于预期;

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	2,710.97	2,573.03	2,449.71	2,745.32	3,010.44
增长率 (%)	61.66%	-5.09%	-4.79%	12.07%	9.66%
EBITDA (百万元)	837.28	826.20	750.19	871.77	1,000.68
净利润 (百万元)	315.63	247.45	219.68	295.37	362.57
增长率 (%)	5.26%	-21.60%	-11.22%	34.46%	22.75%
EPS (元/股)	0.649	0.509	0.452	0.608	0.746
市盈率 (P/E)	45.19	43.86	36.66	27.26	22.21
市净率 (P/B)	3.55	2.85	2.00	1.86	1.72
EV/EBITDA	18.09	17.10	13.58	10.99	8.89

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

16.57 元

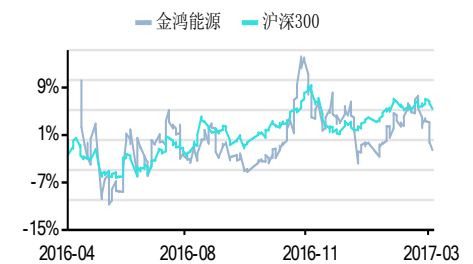
报告日期

2017-04-04

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	486/479
流通 A 股市值 (百万元)	8,053
每股净资产 (元)	7.84
资产负债率 (%)	54.68
一年内最高/最低 (元)	19.00/15.01

相对市场表现



分析师: 郭鹏 S0260514030003



02160750611



guopeng@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 蒋昕昊 010-59136627

jiangxinhao@gf.com.cn

目录索引

跨区域民营燃气运营商，打造综合能源投资平台	4
依赖管输优势+加速外延并购，不断开拓下游分销市场	5
外延并购加速，开拓苏州、宽城等多个分销市场	7
实际控制人陈义和持有 29.28% 股权	8
京津冀治理加速“煤改气”，持续外延并购值得期待	9
京津冀治霾力度升级，“煤改气”有望更快落地	9
携手央企，开拓分布式新能源业务	13
正实同创拓展非电脱硫脱硝	15
外延积极布点边际盈利有望提升，给予“买入”评级	17
风险提示	18

图表索引

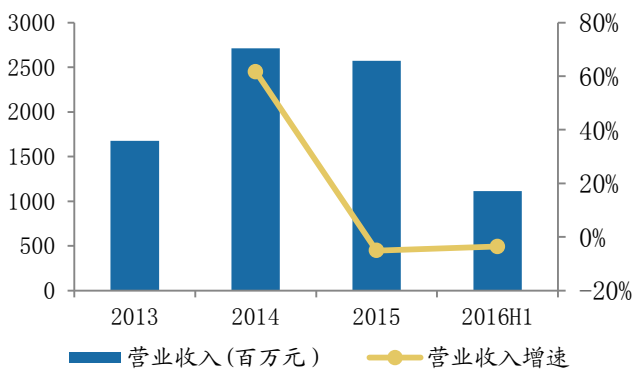
图 1: 公司 2013-2016H1 营业收入及增速	4
图 2: 公司 2013-2016H1 归母净利润及增速	4
图 3: 2016H1 燃气分销业务占比达 66%	4
图 4: 2016H1 接驳费和分销业务毛利占比约 90%	4
图 5: 公司在燃气产业链实现中下一体化布局	5
图 6: 公司 2012-2015 天然气采销量 (亿 m ³)	6
图 7: 公司 2012-2015 住宅/工商业用户 (万户)	6
图 8: 2015 年工业、商服和居民用气占比约为 40:40:20	6
图 9: 燃气分销业务集中在湖南、山东、河北等地	6
图 10: 公司接驳用户数量持续上升, 但增速趋于平稳	7
图 11: 苏州天泓发展历程	8
图 12: 苏州天泓下游客户结构	8
图 13: 实际控制人陈义和直接和间接合计持有公司 29.28% 股权	9
图 14: 天然气分布式项目综合能源利用率在 70% 以上	14
图 15: 结合中船重工分布式技术和公司拥有上游气源的双重优势	14
图 16: 正实同创 2015-2017 年业绩承诺 (亿元)	16
表 1: 公司已投运长输管线供气能力达 33 亿方	5
表 2: 公司 2012-2015 天然气输配能力和输气量	6
表 3: 2016 年公司外延并购多个区域燃气公司开拓分销市场	7
表 4: 2017 年政府工作报告明确大气治理将是重中之重	9
表 5: 京津冀地区雾霾治理政策密集出台	10
表 6: 部分地区“煤改气”政策梳理	10
表 7: 京津冀地区主要“煤改气”补贴政策	11
表 8: 雄安新区定位强调生态环保	12
表 9: 典型工业园区项目经济性核算: IRR 约为 13%, 投资回收期约为 10 年	14
表 10: 典型工业园区项目基于上网电价与天然气气价的敏感性测算	15
表 11: 公司环保业务布局	16
表 12: 正实同创部分烟气治理项目	16
表 13: 主要业务盈利预测	17
表 14: 同类型公司比较	18

跨区域民营燃气运营商，打造综合能源投资平台

公司2012年通过资产置换借壳上市，主营中游天然气长输管道、下游城市燃气分销和接驳服务。截至2016年底，公司已建、在建和拟建长输管线（含支线）共12条，取得约40个城市的管道燃气特许经营权，形成中下游一体化业务布局。2014-15年，公司先后收购北京正实同创环境51%、49%股权进军环保行业，后者主营脱硫脱硝烟气治理服务，16、17年承诺业绩0.8、1.0亿元。

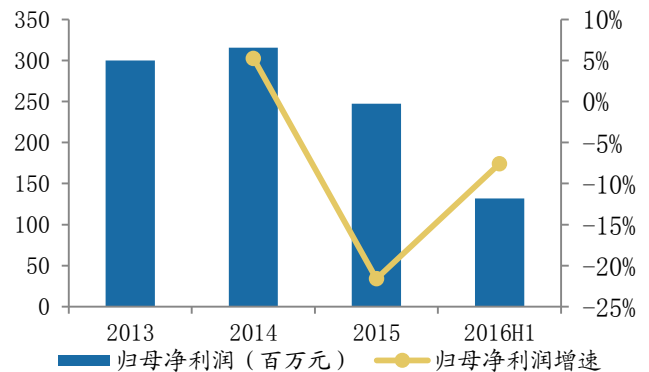
2015年，公司实现营业收入25.73亿元，同比下降5.09%；实现归母净利润2.47亿元，同比下降21.60%。受制于国内经济走低，工业企业用气意愿普遍削弱，同时天然气价改向下游顺价较慢，导致公司15年燃气业务营收、利润同比下降。2016年上半年，公司实现营收11.12亿元，同比下降3.58%；实现归母净利润1.32亿元，同比下降7.57%。

图1：公司2013-2016H1营业收入及增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

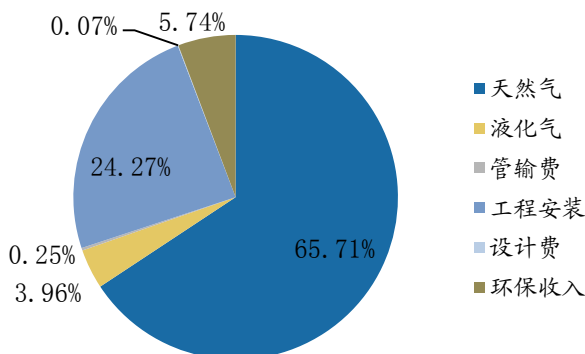
图2：公司2013-2016H1归母净利润及增速



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

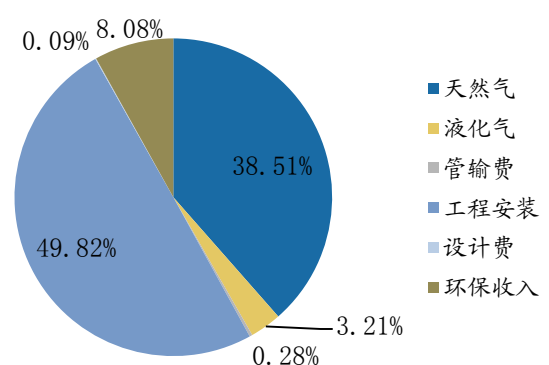
燃气业务贡献主要利润来源，接户费占比较高。2016年上半年燃气分销和接驳费（工程安装）占到公司总毛利近90%，为公司利润贡献最大的两块业务。分业务看，工程安装业务毛利率较高约75%，16年上半年贡献毛利2亿元，占比50%；燃气分销业务毛利较低约为21%，16年上半年贡献毛利1.5亿元，占比39%。

图3：2016H1燃气分销业务占比达66%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图4：2016H1接驳费和分销业务毛利占比约90%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

依赖管输优势+加速外延并购，不断开拓下游分销市场

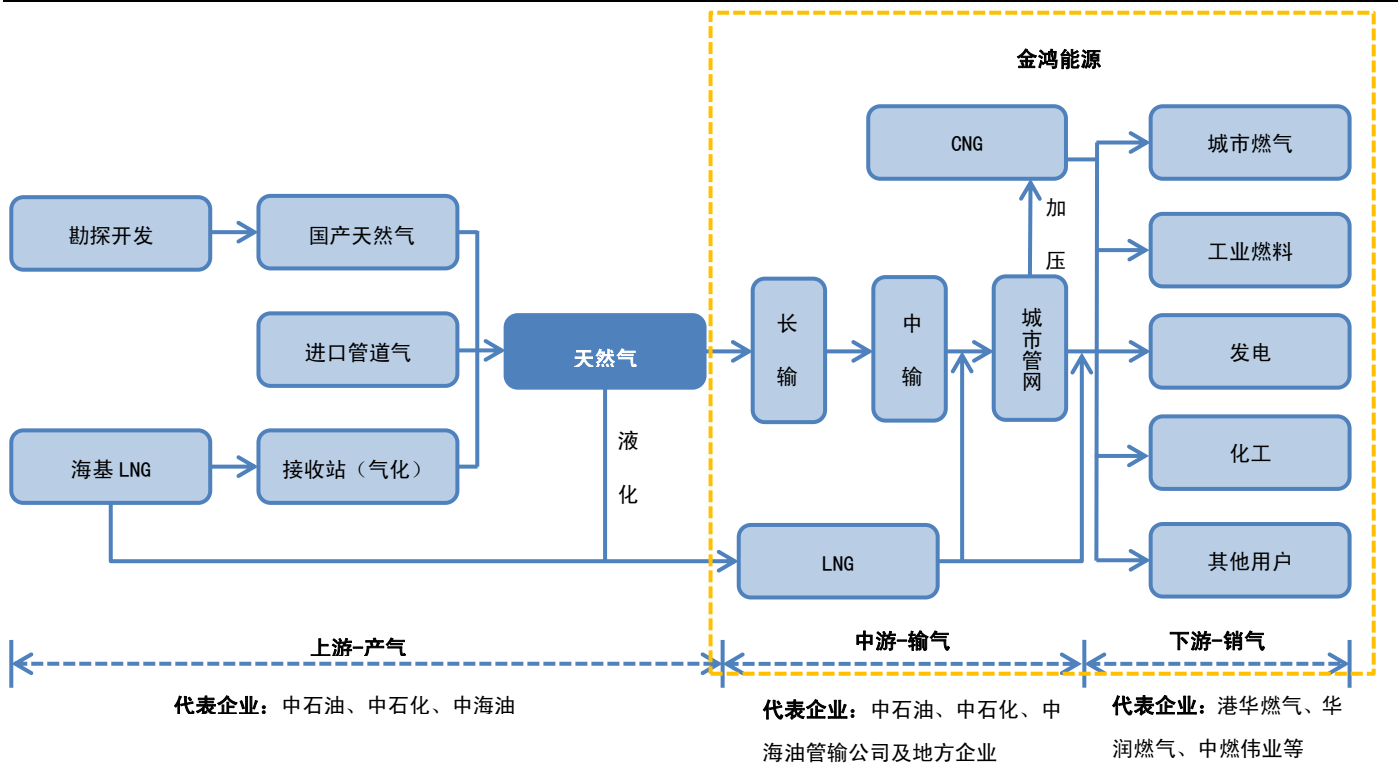
公司以跨区域长输管线作为构筑天然气业务核心竞争力的基础，截至2015年底，公司已建、在建和拟建共12条长输管线（含支线），合计管线长度835公里，设计供气量约33亿立方米/年，主要支干线网络覆盖湖南、河北、山东等省份。长输管线在覆盖区域具有排他性，为下游分销业务在各区域深度发展提供了良好基础。2016年9月，公司收购天泓燃气80%股权拓展长三角地区业务；12月，收购宽城博瑞67%股权深入京津冀布局，未来计划通过不断并购优质资产进一步拓展新的天然气业务区域，有望成为国内最具实力的综合性清洁能源服务商之一。

表1：公司已投运长输管线供气能力达33亿方

管线	覆盖省份	输气能力 (百万立方米)	长度 (公里)	持股比例	管线区间	投产时间
聊泰线	山东	690	113	80%	山东聊城-山东泰安	2002
湘衡线	湖南	500	138	100%	湖南湘潭-湖南衡阳	2006
泰新线	山东	400	103	74%	山东泰安天平镇-新泰	2010
莱芜线	山东	300	9	100%	山东莱芜口镇-九羊	2011
冀枣线	河北	200	40	100%	河北衡水武邑-冀州-枣强	2011
应张线	山西、河北	790	374	100%	山西应县-河北张家口	2013
衡常线	湖南	300	39	100%	湖南衡阳-常宁	2017H1
沙河线	河北	150	132	100%	河北南宫-沙河	2017Q1
合计		3330	835			

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图5：公司在燃气产业链实现中下一体化布局



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

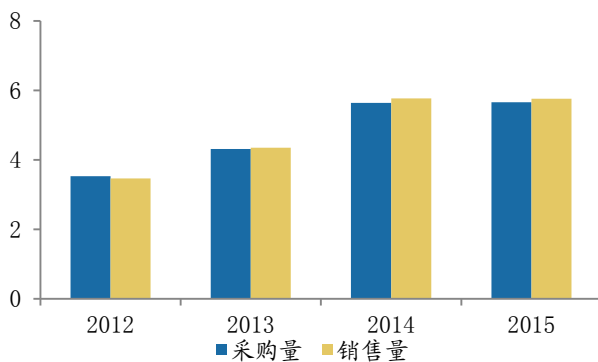
依托已投运7条长输管网优势,公司燃气分销收入集中在湖南、河北、山东市场。2015年受下游客户需求疲弱影响,公司输气量为5.65亿立方米,代输量2.28亿立方米,较2014年均有所下降;实际输气量仅占现有供气能力的20%。

表 2: 公司 2012-2015 天然气输配能力和输气量

项目	2012	2013	2014	2015
长输管线长度(公里)	839.25	884.16	884.16	884.16
设计供气能力(亿立方米/年)	31	31	31	31
输气量(亿立方米)	5.13	5.63	6.63	5.65
代输量(亿立方米)	1.79	1.79	2.93	2.28

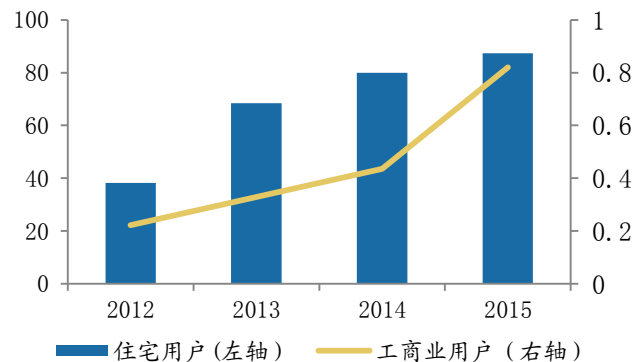
数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

图6: 公司2012-2015天然气采销量(亿m3)



数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

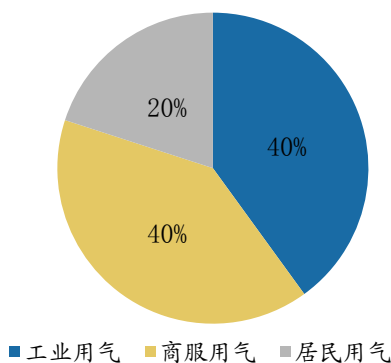
图7: 公司2012-2015住宅/工商业用户(万户)



数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

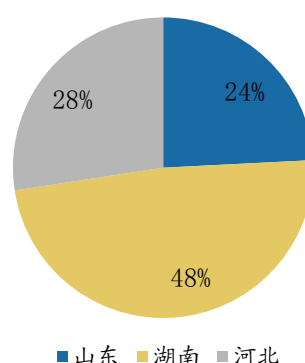
公司城市燃气客户包括工业用气、商服用气和居民用气等,2015年占比约为40:40:20,非居民气占比80%,基本保持稳定。分区域来看,湖南省占据约48%的消费量,而山东、河北共占据约50%消费量。

图8: 2015年工业、商服和居民用气占比约为40:40:20



数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

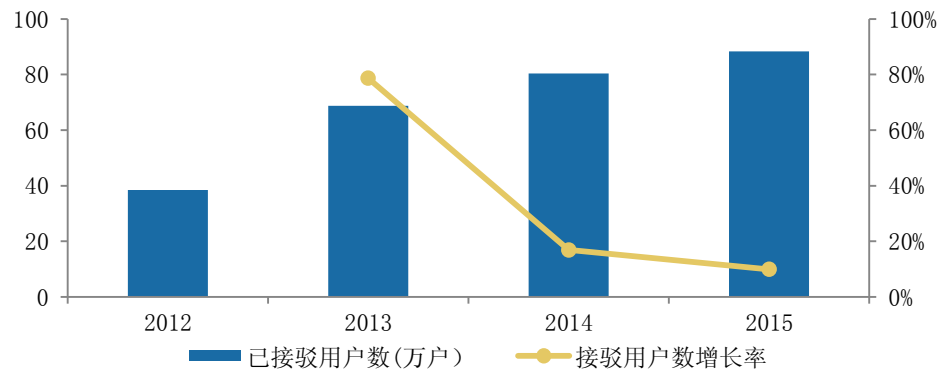
图9: 燃气分销业务集中在湖南、山东、河北等地



数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

伴随未来房地产开发增速平稳,接驳业务将保持平稳增长。2015年,公司新增接驳用户79871户,同比增长9.94%。其中新增居民用户74021户,同比增长9.26%;新增工商业用户3850户,同比大幅增长88.51%。截至2015年底,公司共有用户88.37万户,其中住宅用户87.35万户,工商业用户合计8200户。

图10: 公司接驳用户数量持续上升, 但增速趋于平稳



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

外延并购加速, 开拓苏州、宽城等多个分销市场

2016年以来, 公司先后收购耒阳、苏州、宽城等地燃气项目, 分销区域进一步扩展。其中耒阳、宽城项目以城市燃气为主, 苏州天泓项目则以瓶装CNG、LNG为主。

表 3: 2016 年公司外延并购多个区域燃气公司开拓分销市场

收购时间	收购标的	股权比例	收购价格 (亿元)	对赌业绩	主营业务
2016.08.05	耒阳国储能源燃气有限公司	100%	1.155	---	湖南耒阳市计划 2017 年整体接通长输管道天然气, 耒阳国储获市政府唯一授权, 建设储备场站积极推动气源对接, 强化公司传统地区业务优势。
2016.09.22	苏州天泓燃气股份有限公司	80%	1.25	16-18 年平均净利润不低于 1567 万元, 三年分别为 1000/1600/2100 万元 (其中 2016 年 9-12 月不低于 500 万元)。	在江苏地区提供瓶装 CNG、LNG 供应服务, 区域内客户资源丰富, 有利于公司长三角地区业务布局。
2016.12.29	宽城博瑞供气有限公司	67%	1.105	16-18 年净利润总额不低于 0.84 亿元, 三年分别不低于 0.22/0.31/0.31 亿元; 经营性现金流总额不低于 0.48 亿元, 三年分别不低于 0.13/0.175/0.175 亿元。	拥有河北宽城县 30 年天然气特许经营权, 提供县区内民、商、车用天然气综合服务, 业务设施完善, 深化公司京津冀地区布局。

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

收购宽城博瑞67%股权, 京津冀区域深入布局

2016年12月29日, 公司公告拟以不超过1.105亿元收购宽城博瑞67%股权, 后者16-18年承诺净利润总额不低于8400万元, 三年分别不低于2200、3100、3100万元; 宽城博瑞具有宽城县天然气30年特许经营权, 主营业务为在河北宽城县地区提供民用、商用、车用等综合天然气供气服务, 2015年营业收入2224万元。收购宽城博瑞将加强公司在京津冀地区供气能力, 增强区域市场盈利能力。

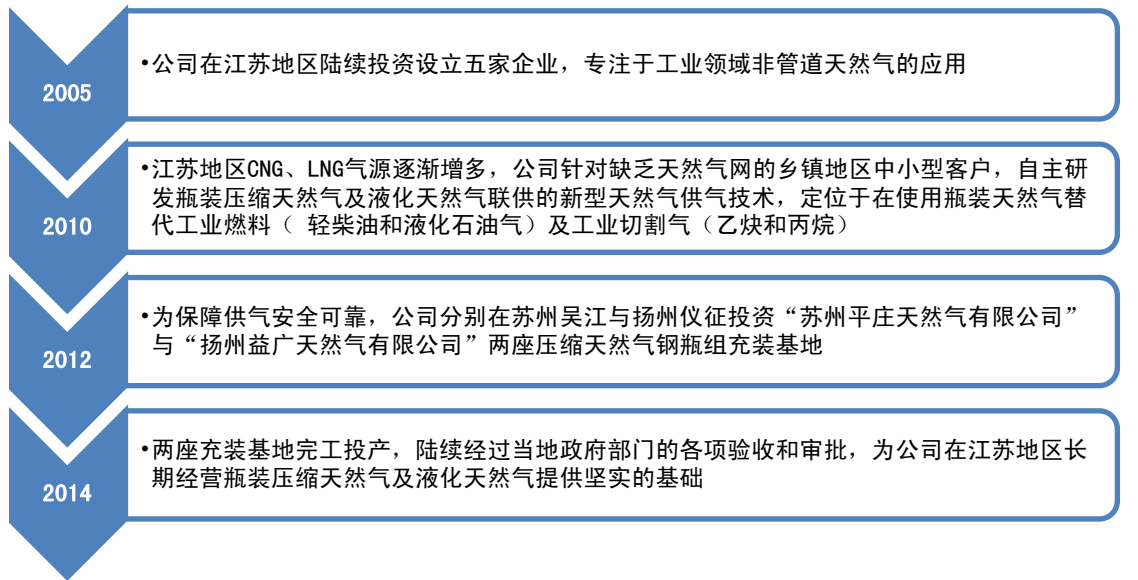
收购耒阳国储100%股权, 深耕湖南燃气市场

2016年8月5日, 公司公告拟由全资子公司衡阳天然气有限公司以1.155亿元人民币的价格收购耒阳国储能源燃气有限公司100%的股权。耒阳国储能源已获得耒阳市政府唯一授权, 计划2017年起有望接通管道天然气, 随即开展管道燃气分销, CNG、LNG加气等业务, 进一步扩大湖南市场业务。

收购苏州天泓80%股权，拓展长三角地区市场

2016年9月22日，公司公告以1.25亿元人民币收购苏州天泓燃气股份有限公司80%股权，后者16-18年净利润分别为1000、1600、2100万元（其中2016年9-12月不低于500万元、16-18年年均不低于1567万元）。苏州天泓主营业务为在江苏地区提供瓶装CNG、LNG供应服务，截至2016年2月客户超过100家、年销售额超1亿元。

图11：苏州天泓发展历程



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图12：苏州天泓下游客户结构



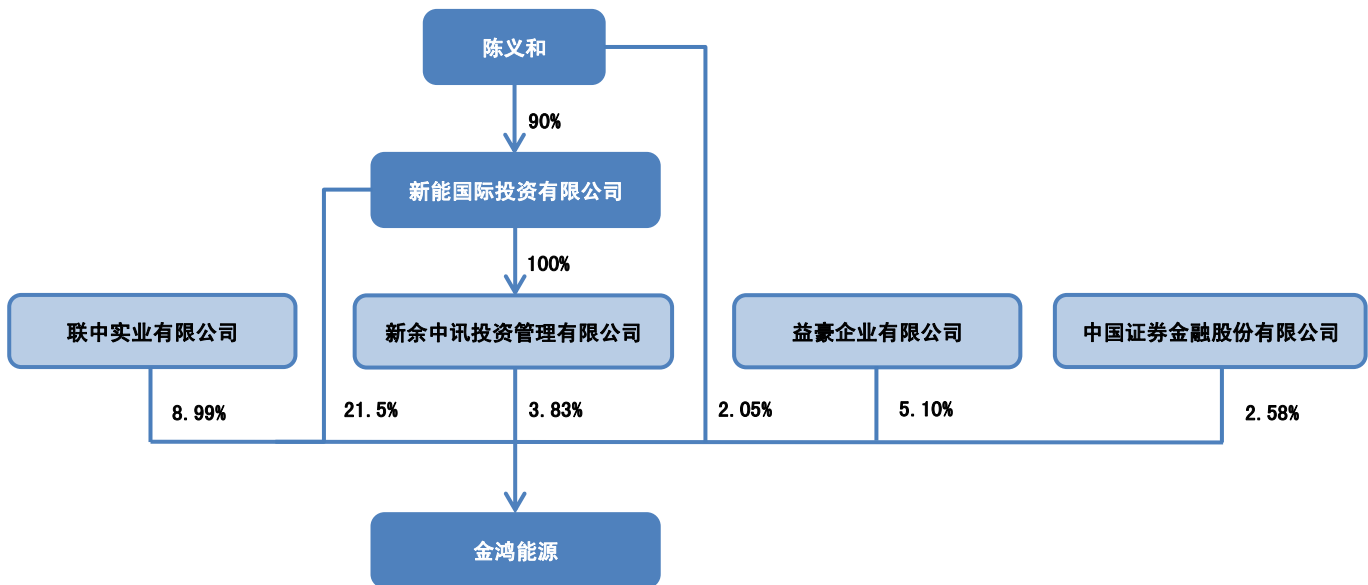
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

实际控制人陈义和持有 29.28% 股权

陈义和先生为公司实际控制人，直接和间接持有本公司股份数量为1.42亿股，占公司总股本的29.28%。公司实际控制人陈义和为中国国储能源化工集团股份公司董事长（下称“国储能源”），主营石油、天然气等能源勘探、开发、储备、储运、能

源化工等上中下游一体化业务，旗下拥有张家口国储液化天然气、张家口国储能源物流、上海国储能源集团等多家企业，在能源行业产业链各端资源丰富，且业务覆盖全国大部分地区。截止2016年，国储能源下属2家企业（张家口国储管道天然气、耒阳国储）已以现金收购方式注入上市公司。

图 13: 实际控制人陈义和直接和间接合计持有公司 29.28% 股权



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

京津冀治理加速“煤改气”，持续外延并购值得期待

京津冀治霾力度升级，“煤改气”有望更快落地

2017年政府工作报告中，李克强总理将雾霾治理提升到“蓝天保卫战”的高度，且在“两会”记者会上反复提及雾霾治理是重点民生问题，明确加快解决燃煤污染是治理雾霾的首要措施，要求全面实施散煤综合治理，推进北方地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、以气代煤300万户以上，全部淘汰地级以上城市建成区燃煤小锅炉。北方地区中，京津冀地区环境敏感性最突出，该地区天然气替代散烧煤、城区燃煤小锅炉速度或将加速推进，大幅提升京津冀地区下游需求。

表 4: 2017 年政府工作报告明确大气治理将是重中之重

大气治理	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年
二氧化硫、氮氧化物排放量	下降 3%	下降 3%	减少 3%、5%	减少 2%(SO2)
散烧燃煤排放	全面实施散煤综合治理，推进北方加强煤炭清洁高效利用，减少地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、散煤使用，推进以电代煤、以气代煤 300 万户以上，全部淘汰气代煤。加快淘汰不符合强制性标准的燃煤锅炉	全面实施散煤综合治理，推进北方加强煤炭清洁高效利用，减少地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、散煤使用，推进以电代煤、以气代煤 300 万户以上，全部淘汰气代煤。加快淘汰不符合强制性标准的燃煤锅炉	全面实施散煤综合治理，推进北方加强煤炭清洁高效利用，减少地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、散煤使用，推进以电代煤、以气代煤 300 万户以上，全部淘汰气代煤。加快淘汰不符合强制性标准的燃煤锅炉	全面实施散煤综合治理，推进北方加强煤炭清洁高效利用，减少地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、散煤使用，推进以电代煤、以气代煤 300 万户以上，全部淘汰气代煤。加快淘汰不符合强制性标准的燃煤锅炉
电厂超低排放	东中部地区要分别于今明两年完成，西部地区于 2020 年完成	全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造。	推动燃煤电厂超低排放改造	推进燃煤电厂脱硫改造 1500 万千瓦、脱硝改造 1.3 亿千瓦、除尘改造 1.8 亿千瓦

新能源	优先保障可再生能源发电上网，有效缓解弃水、弃风、弃光状况	增加天然气供应，完善风能、太阳能、生物质能等发展扶持政策，提高清洁能源比重
秸秆利用	加快秸秆资源化利用	鼓励秸秆资源化利用，减少直接焚烧
强化机动车尾气治理	基本淘汰黄标车，加快淘汰老旧机动车，对高排放机动车进行专项治理，鼓励使用清洁能源汽车。在重点区域内重点城市点区域加快推广使用国六标准燃油	推广新能源汽车，治理机动车尾气，提高淘汰黄标车和老旧车 600 万辆，推广新能源汽车，在全国供应国五标准车用汽柴油。2005 年底前注册营运的黄标车今年要全部淘汰
有效应对重污染天气	加强对雾霾形成机理研究，提高应对的科学性和精准性。扩大重点区域联防联控范围，强化应急措施	在重点区域实行大气污染联防联控
全面推进污染源治理	开展重点行业污染治理专项行动。对所有重点工业污染源，实行 24 小时在线监控。明确排放不达标企业最后达标时限，到期不达标的坚决依法关停	加大工业污染源治理力度，对排污企业全面实行在线监测

数据来源：国务院、广发证券发展研究中心

雄安新区被定位为继深圳特区、浦东新区后又一国家级的战略定位，而在雄安新区的七大重点任务重，生态环保被突出强调。结合生态文明改革方案、政府工作报告和环保部2017年重点工作的表述，我们认为**京津冀区域是2017年全国环保治理的重中之重，尤其是雾霾治理！**随之而来的，多项针对区域的专项治理规划和监管措施不断推出。

表 5: 京津冀地区雾霾治理政策密集出台

时间	政策或事件
2016 年 12 月 21 日	中央财经领导小组第十四次会议强调推进北方地区冬季清洁取暖等 6 个问题
1 月 14-1 月 18 日	京津冀地区出现区域性重污染，环保部派出 8 个督查组对河北、河南、山西、山东 4 省的 13 个地市近期重污染天气应对情况进行应急督查。
2 月 12 日	环保部印发《城市环境空气质量变化程度排名方案》
2 月 15 日-3 月 15 日	环保部会同京津冀在内的 6 个省（市），开展 2017 年度第一季度空气质量专项督查
1 月 9 日-1 月 15 日	全国环境保护工作会议在京召开，李克强总理强调解决大范围雾霾治理等环境突出问题
3 月 8 日	环保部长陈吉宁在两会期间答记者问，强调京津冀环境敏感区环保核察呈现常态化趋势，并对京津冀及周边重点地区“2+26”城市，按照 3km × 3km 划分网格，进行网格化监测
3 月 5 日	李克强总理在政府工作报告中强调，要打好蓝天保卫战

数据来源：国务院、环保部、新华社、广发证券发展研究中心

政策已经明确加快解决燃煤污染是治理雾霾的首要措施，要求全面实施散煤综合治理，但推进“煤改气”实施过程中最大瓶颈仍是改造成本和用气成本较高，落地进度受此因素影响较大。2016年以来多地政府出台补贴政策以推进煤改气的进度，如补贴壁挂炉购买、居民接网优惠等政策。

表 6: 部分地区“煤改气”政策梳理

地区	政策要点
----	------

国务院层面

2017年1月发布《“十三五”节能减排综合工作方案》要求到2020年，天然气消费比重提高到10%左右。实施京津冀、长三角、珠三角等区域“煤改气”和“煤改电”工程，扩大城市禁煤区范围，建设完善区域天然气输送管道、城市燃气管网、农村配套电网，加快建设天然气储气库、城市调峰站储气罐等基础工程，新增“煤改气”工程用气450亿立方米以上，替代燃煤锅炉18.9万蒸吨。

2016年3月发布的《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》，提出包括东北地区在内的重点地区要控制区域煤炭消费总量，推进重点城市“煤改气”工程，拟替代燃煤锅炉18.9万蒸吨。

京津冀地区

2016年出台《京津冀大气污染防治强化措施 2016-2017年》，京津冀周边农村地区的“无煤化”及“气代煤”将成为当前工作重点。

北京

2016年度锅炉煤改气任务翻倍实施，全市实际在施规模已超过6000蒸吨，其中已完成改造2700余蒸吨。2017年底前将实现平原地区小型燃煤锅炉基本“清零”。

天津

出台《天津市贯彻落实京津冀大气污染防治强化措施（2016-2017年）实施方案》。于2017年10月底前，完成农村19.8万户“煤改电”、“煤改气”，实现燃料煤炭“清零”。

2015年1月天津市十六届人大三次会议上作政府工作报告，实施煤改气工程，完成90座工业锅炉煤改气工作，全部淘汰中心城区燃煤供热锅炉。

河北邢台

2016年6月，邢台市政府日前通过《邢台市“一城五星”煤改气（电）工程实施方案》，将分“核心区”和“推广区”实施取暖“煤改气（电）”工程。其中核心区涵盖市区及周边300余平方公里范围内的225个村（社区）、约5万户燃煤取暖居民，2016年实现该工程全覆盖。推广区约有10万个燃煤取暖户。邢台市及有关县市区将对相关燃煤用户购买燃气壁挂炉给予每户3000元补贴。

山西太原

2016年9月发布《关于减少燃煤总量推进大气环境改善的若干政策意见》，鼓励市区范围内的城边村、农村实施“煤改气”供热改造。完成“煤改气”供热改造的，每户奖励5000元设备购置费，每户奖励1500元/年采暖运行费（含往年已改造的住户）。

浙江金华市、

2015年6月出台《金华市区高污染燃料锅炉整治实施方案》，采用集中供热或实施天然气、电等清洁能源改造方式，于2016年底前完成市区范围内1479台高污染燃料锅炉淘汰改造，其中2015完成438台以上，并根据淘汰改造时间给予差异化补助，鼓励扶持企业提前实施淘汰改造。

浙江温州

根据燃煤锅炉大小给予一次性补贴。

广东肇庆

出台《肇庆市建筑陶瓷企业改用天然气财政补助实施细则》，在企业改用天然气后，对每一条生产线一次性奖励50万元人民币。

数据来源：政府相关部门网站、广发证券发展研究中心

表 7：京津冀地区主要“煤改气”补贴政策

地区	政策要点
邢台：燃煤用户购买燃气壁挂炉补贴 3000 元	根据《邢台市城区原煤散烧治理实施方案》，按照“改造政府补贴、不足用户补齐”的原则，对实施“煤改气”的燃煤用户购买燃气壁挂炉进行补贴，每户补贴 3000 元。
邯郸：燃煤用户购买燃气壁挂炉补贴 3000 元	邯郸市政府决定对主城区及周边外扩 5 公里区域内燃煤用户实施“煤改气”工程。按照“改造政府补贴、不足用户补齐”的原则，对实施“煤改气”的燃煤用户购买燃气壁挂炉进行补贴，每户补贴 3000 元，其中 300 元由区(县)财政承担；燃气管网初装费(2600 元)、灶具、暖气片等费用由用户承担。对于低保用户，由区(县)政府负责，在以上补贴政策的基础上，再予以照顾。
沧州：居民“煤改气”最高补贴 4600 元，“煤改电”最高补贴为 5000 元	对实施“煤改气”的居民分散燃煤采暖用户，按最高每户 4600 元给予补贴。其中 2600 元用于支付居民生活和采暖初装费；1000 元补贴燃气采暖设备，居民用户自行承担选定的燃气采暖设备中标价格与 1000 元财政补贴的差额部分；为鼓励居民用户应改早改、即改即用，根据改造时限，实行差别政策，对今年实施“煤改气”的居民当年每户给予 1000 元运行补贴，明年实施“煤改气”的居民当年每户给予 500 元运行补贴，以后各项费用不再补贴，验收不合格的不兑现补贴。

对实施“煤改电”的居民分散燃煤采暖用户，按设备投资额70%给予财政资金补贴，每户最高不超过5000元。“煤改电”用户冬季取暖运行费用由用户承担。具体电价标准按照《河北省物价局关于居民电采暖用电价格的通知》执行。鼓励采用能源合同管理方式的电能供热模式。储热式电采暖和热泵项目可按省电力需求侧管理示范项目有关政策给予支持。

对涉及“煤改气(电)”实施燃煤锅炉拆除的由财政按每蒸吨/时给予3万元补贴;对分散燃煤锅炉拆除后，新建燃气(电)锅炉的由财政按每蒸吨/时给予8万元补贴。

对实施“煤改气”“煤改电”将来接入集中供热的用户，其采暖炉具由区(县)政府(管委会)按个人出资部分折价予以回收，回收炉具所需资金由市财政承担。回收的炉具先由各区(县)政府(管委会)集中存放，再送指定区域统一再利用。

石家庄：煤改气，每户补贴3900元；煤改电，最高给予补贴5000元每户

石家庄市出台城市及农村“散煤压减替代试试方案”两个方案对煤改气、煤改电等清洁能源替代的补贴标准进行了公示。

石家庄城市区域，煤改气，每户补贴3900元；煤改电，最高给予补贴5000元每户；洁净型煤采购，每吨补贴300元。农村区域，“煤改电”“煤改气”省级每户补贴2700元，同时，市县级政府还将制定相关支持措施。

城市补贴政策

在城市区域，“煤改气”按每户3900元给予财政资金补贴，其中，2900元用于支付居民生活和燃气采暖初装费等费用，不足部分由实施“煤改气”的燃气企业承担；1000元用于补贴居民用户购置燃气采暖设备。

居民“特困户”和“五保户”在“煤改气”中应自行承担部分的费用由各县(市)、区统筹解决。

对2016年实施“煤改气”的居民用户当年每户给予900元运行补贴。

“煤改电”按设备投资额70%给予财政资金补贴，最高不超过5000元/户。电价政策。“煤改电”用户冬季取暖运行费用由用户承担。“煤改电”工程增加的户表以上供电网络改造费用由供电企业承担并负责施工改造。

居民购买使用洁净型煤每吨补贴300元，居民每购置一台型煤专用炉具，需同时购买2吨以上洁净型煤。型煤专用炉具按照售价的80%予以一次性补贴，1600元封顶。

农村补贴政策

煤改电”、“煤改气”，扩大碳纤维电采暖、空气源热泵等先进技术采暖规模，省级每户补贴2700元；在天然气、沼气、生物质气实现保供区域，扩大煤改气使用规模，省级每户补贴2700元。有条件的村要大力实施“煤改电”、“煤改气”，市和县(市)、区政府分别制定支持政策。

数据来源：政府相关部门网站、广发证券发展研究中心

目前公司已获得特许经营权的地区主要系湖南、河北、山东等经济较发达地区。公司燃气销售量在京津冀及周边地区(河北、山东)占比约50%，且河北地区具备12亿方/年管道输气能力、以及点供LNG能力，输气能力充足，伴随京津冀雾霾治理“煤改气”加速落地推进，公司燃气业务区位优势明显，业绩弹性或将提升。

受益于大客户湖南衡钢稳定需求，公司湖南地区燃气销售量约占48%；预计湖南衡常线已完成主体工程将在2017年上半年投产、河北沙河线预计17年一季度投产，伴随两条线通气后下游客户需求释放，乐观估计可增加5000万立方米/年，约占15年全年输气量10%。

4月1日，中共中央、国务院印发通知，决定设立河北雄安新区，其定位为与深圳特区和浦东新区同等高度的全国意义新区，被描述为千年大计。我们通过解读发现，整个规划在强调的七大重点任务中，首要两项与生态环保有关，即：1)建设绿色智慧新城；2)打造优美生态环境，构建蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市。

表 8：雄安新区定位强调生态环保

雄安新区 7 大重点任务 建设绿色智慧新城，建成国际一流、绿色、现代、智慧城市。

打造优美生态环境，构建蓝绿交织、清新明亮、水城共融的生态城市。

发展高端高新产业，积极吸纳和集聚创新要素资源，培育新动能。

提供优质公共服务，建设优质公共设施，创建城市管理新样板。

构建快捷高效交通网，打造绿色交通体系。

推进体制机制改革，发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用，激发市场活力。

扩大全方位对外开放，打造扩大开放新高地和对外合作新平台。

数据来源：新华社、广发证券发展研究中心

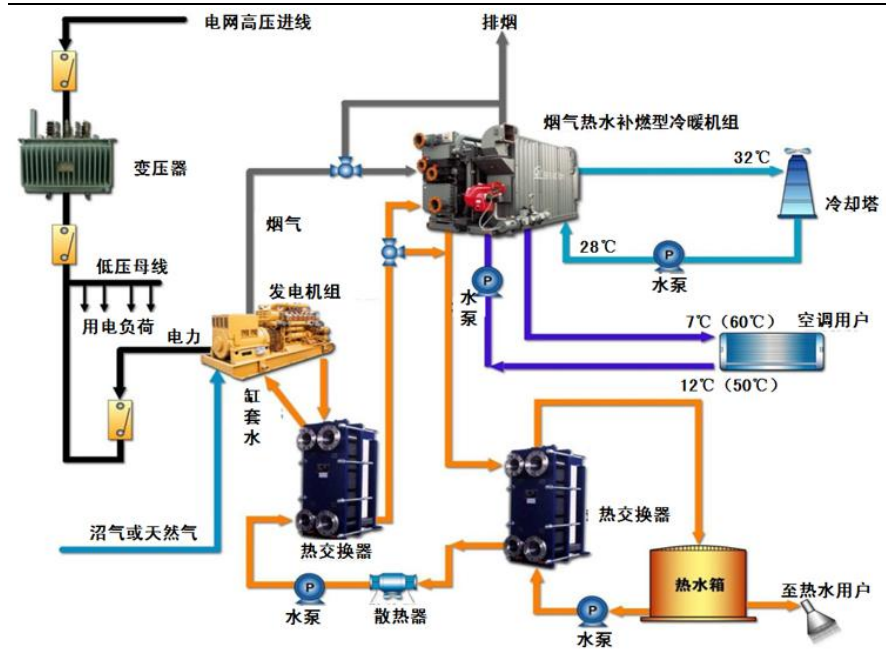
携手央企，开拓分布式新能源业务

结合中船重工分布式技术和公司拥有上游气源的双重优势，天然气分布式未来有望加速拓展。天然气分布式能源项目利用天然气为原料，通过电、热、冷联供等方式，实现能源的阶梯利用，综合能源利用率达到70%-90%，实现负荷中心就近能源供应。中船重工在分布式能源领域具备技术优势，且已在宾馆、医院、工（商）业园区等项目有建设运营经验。根据测算，一般天然气分布式项目天然气费用占到成本60%，项目收益率对天然气价格极为敏感。公司利用其上游气源优势，将大幅降低气源成本，提升项目收益率。

公司2014年4月与中船重工（上海）新能源有限公司联合在肥城投资建设国家级分布式能源示范项目（一期为山东恒基新材料有限公司配套2台15MW燃气轮机，年需天然气7500万立方米），已成功投运。此外，河北张家口和江苏宿迁等地的合作项目也在稳步推进。

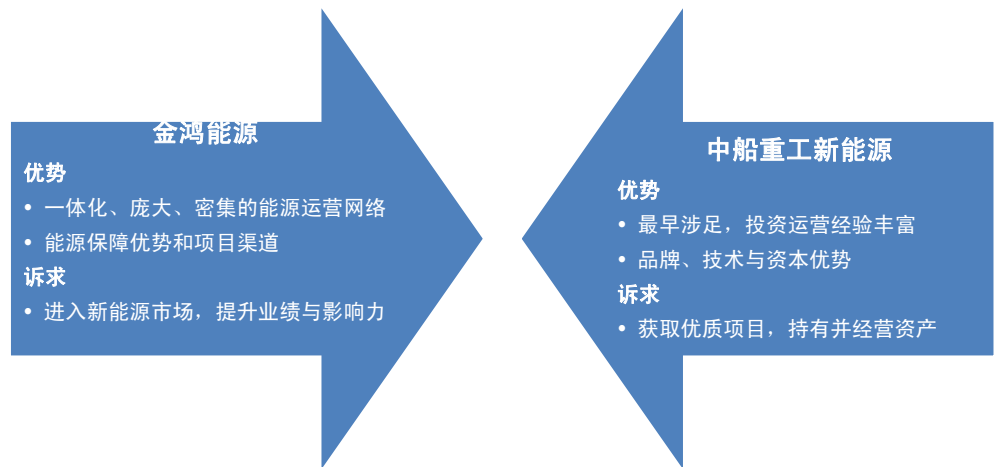
2016年4月，公司与中船重工（上海）新能源有限公司签署了《战略合作框架协议》，计划在“十三五”期间在天然气分布式能源等多个能源利用领域合作，规划形成200亿元投资项目池，至2020年合作项目完成100亿投资、10亿效益的目标。未来天然气分布式有望加速拓展。

图14: 天然气分布式项目综合能源利用率在70%以上



数据来源: 中船重工(上海)新能源、广发证券发展研究中心

图15: 结合中船重工分布式技术和公司拥有上游气源的双重优势



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

分布式天然气对于上网电价和天然气气价较为敏感。针对上述典型项目, 我们以天然气气价和天然气不含税上网电价为变量对投资回报率进行敏感性分析发现, 保持天然气价格不变, 上网电价每降低0.1元/度, 项目的投资回报率会降低约10个百分点; 保持上网电价不变, 天然气价格每降低0.1元/m³, 项目的投资回报率会降上升5-9个百分点。

表 9: 典型工业园区项目经济性核算: IRR 约为 13%, 投资回报期约为 10 年

项目收入核算	参数值
利用小时	7000
年蒸汽量 (万蒸吨)	20
发电量 (万 KWH)	7000

不含税平均电价 (元/KWH)	0.62
自用电率	10%
发电收入 (万元)	3909
单位蒸汽收入 (元/蒸吨)	325
供冷 (供暖) 收入 (万元)	6500
总收入 (万元)	10409
总收入 (万元)	10409
<hr/>	
天然气成本 (万元)	8400
毛利率	19.3%
折旧年限	20
每年折旧	315
单位维护成本 (元/KWH)	0.05
维护成本测算 (万元)	350
其他费用 (万元)	672
利润 (万元)	672
所得税率	15%
净利润 (万元)	571
<hr/>	
净利率	5.5%
投资回收粗测 (年)	10.5
初始投资 (万元)	6000
年现金流入 (万元)	839.15
年限	20
IRR	13%

数据来源: 广发证券发展研究中心

表 10: 典型工业园区项目基于上网电价与天然气气价的敏感性测算

		天然气价格 元/立方米							
		20.2%	2.4	2.5	2.6	2.7	2.8	2.9	3.0
不含税 上网电价 元/KWH	0.4	11%	5%	-3%	-	-	-	-	-
	0.5	21%	16%	11%	5%	-4%	-	-	-
	0.6	30%	26%	21%	16%	11%	4%	-5%	-
	0.7	39%	35%	30%	25%	21%	16%	10%	10%
	0.8	48%	44%	39%	35%	30%	25%	20%	20%

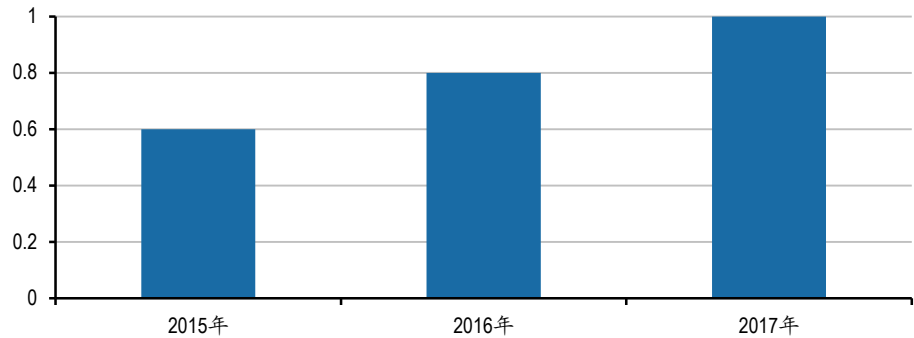
数据来源: 广发证券发展研究中心

正实同创拓展非电脱硫脱硝

全资控股正实同创, 环保业务将是未来重要战略方向, 17年承诺1亿元业绩。正实同创环保主营为工业客户提供脱硫脱硝除尘改造服务, 其业务区域遍及全国20个省市, 涉及电力、石化、钢铁、玻璃、水泥、冶炼等多个行业, 目前已完成脱硫脱硝、烟气净化等相关工程100多项。2014年, 公司收购北京正实同创环境工程科技有限公司51%股权, 正式进军环保市场。2015年9月7日, 公司公告以4.3亿元人民币收购正实同创剩余49%股权, 实现全资控股, 业绩承诺为2015-2017年归母净利润分别不低于0.6、0.8、1亿元。公司目前正在积极推动正实同创在新三板上市, 或将推进

环保业务进一步提升。

图16: 正实同创2015-2017年业绩承诺 (亿元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 11: 公司环保业务布局

投资标的	主营业务	持股比例
北京正实同创环境工程科技有限公司	烟气治理	100%
河北环科力创环境工程有限公司	环保工程施工及技术咨询、环保设备销售	60%
江苏中科睿赛污染控制工程有限公司	环保工程施工及技术服务; 大气、污水分析检测; 新材料技术研发服务及环保设备销售	20%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表 12: 正实同创部分烟气治理项目

行业	项目名称	项目规模
电力	石家庄东方热电厂锅炉脱硫项目	205t/h
	隆尧华瑞热电公司锅炉脱硫工程	390t/h
	河北峰峰集团薛村热电厂锅炉脱硫工程	260t/h
	唐山开滦热电脱硫工程	520t/h
	济宁东郊热电脱硫工程	75t/h
	唐山缸窑热电公司锅炉脱硫工程	150t/h
	辽河油田热电公司烟气脱硫项目	150t/h
	内蒙古热力公司锅炉石膏法脱硫+SNCR 脱硝工程	150t/h
	青岛热电公司锅炉烟气 SNCR 脱硝工程	75t/h
	内蒙古鑫旺再生资源有限公司锅炉烟气脱硫工程	480t/h
	新疆天富热电股份有限公司锅炉烟气脱硝工程	150t/h
	新疆天富热电股份有限公司锅炉烟气脱硝工程	150t/h
重庆石柱发电公司机组烟气脱硫工程	700MW	
水泥	唐山启新水泥电站锅炉脱硫工程	150t/h
造纸	中冶美利纸业股份有限公司烟气脱硫项目	375t/h
	宁夏紫荆花纸业集团有限公司锅炉烟气脱硝工程	120t/h
	山东晨鸣纸业股份有限公司锅炉脱硫工程	880t/h

	山东晨鸣纸业股份有限公司锅炉烟气脱硫工程	2680t/h
化工	贵州水晶化工自备电站锅炉脱硫工程	220t/h
	湖南湘维化工自备电站锅炉脱硫工程	270t/h
	陕西金泰氯碱化工自备电站锅炉脱硫工程	390t/h
钢铁	敬业钢铁烧结机烟气脱硫项目	256m ²
	成日钢铁烧结机烟气脱硫工程	132m ²

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

外延积极布点边际盈利有望提升，给予“买入”评级

重要假设：

- 湖南衡常线已完成主体工程预计2017年上半年投产；河北沙河线预计2017年一季度投产；假设2017年可增加5000万立方米/年；
- 假设受北方清洁燃煤影响，河北、山东销气量分别增加12%、7%；湖南销气量受衡钢产量回升，增加8%。
- 假设湖南、河北、山东平均销售气价不下降；
- 假设2016-18年点供LNG（液化气）销售额占总燃气供应6%；

表 13：主要业务盈利预测

(百万元)		2015A	2016E	2017E	2018E
天然气	收入	1,681.79	1640.30	1781.30	2036.04
	增速	-2%	-2%	9%	14%
	成本	1401.62	1361.45	1478.48	1669.55
	毛利	280.17	278.85	302.82	366.49
	毛利率(%)	17%	17%	17%	18%
接驳费	收入	525.89	525.89	552.18	579.79
	增速	4%	0%	5%	5%
	成本	136.11	131.47	138.05	144.95
	毛利	389.78	394.42	414.14	434.85
	毛利率(%)	74%	75%	75%	75%
液化气	收入	70.75	112.38	113.7	118.8
	增速	-45%	59%	1%	4%
	成本	64.03	94.40	95.51	99.79
	毛利	6.72	17.98	18.19	19.00
	毛利率(%)	9%	16%	16%	16%
管输费	收入	44.97	44.97	47.2185	49.58
	增速	-43%	0%	5%	5%
	成本	26.15	26.0826	27.39	28.76
	毛利	18.82	18.8874	19.83	20.82
	毛利率(%)	42%	42%	42%	42%

数据来源：广发证券发展研究中心

预计公司16-18年EPS为0.45元、0.61元、0.75元，对应PE为37、27、22倍。作为

跨区域民营燃气运营商,公司中下游管网一体化布局完善,受益于京津冀雾霾治理,山东、河北等业务区域销气量增速有望提升、同时公司不断加大外延并购步伐,持续拓展异地分销、产业链延伸等项目,给予“买入”评级。

表 14: 同类型公司比较

代码	名称	市值	股价	EPS			P/E		
				2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
000669.SZ	金鸿能源	81	16.57	0.45	0.61	0.75	37	27	22
600681.SH	百川能源	158	16.37	0.56	0.75	0.92	29	21	17
002267.SZ	陕天然气	104	9.37	0.55	0.56	0.62	17	17	15
600617.SH	国新能源	117	10.78	0.56	0.68	0.81	19	16	13

数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

风险提示

并购进度低于预期; 下游客户开拓低于预期; 下游行业形势长期低迷; 煤改气进度低于预期;

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3043	1279	1950	2683	3613
货币资金	2412	574	1395	2067	2910
应收及预付	555	623	507	566	649
存货	17	17	48	50	54
其他流动资产	59	65	1	0	0
非流动资产	6553	7917	6849	6605	6366
长期股权投资	381	416	416	416	416
固定资产	3695	4280	4004	3764	3525
在建工程	1553	1820	1820	1820	1820
无形资产	338	529	233	233	233
其他长期资产	586	872	376	371	371
资产总计	9596	9196	8799	9288	9979
流动负债	3892	2967	2395	2569	2844
短期借款	1881	1524	1570	1633	1788
应付及预收	907	1009	825	936	1056
其他流动负债	1105	434	0	0	0
非流动负债	1335	2061	1988	1963	1963
长期借款	1034	1113	1163	1163	1163
应付债券	0	800	800	800	800
其他非流动负债	301	149	25	0	0
负债合计	5227	5028	4383	4532	4807
股本	486	486	486	486	486
资本公积	2152	1790	1790	1790	1790
留存收益	1384	1534	1754	2049	2412
归属母公司股东权	4022	3810	4030	4325	4688
少数股东权益	347	358	387	431	484
负债和股东权益	9596	9196	8799	9288	9979

现金流量表

单位：百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	738	437	606	783	848
净利润	365	287	249	339	416
折旧摊销	190	235	250	239	239
营运资金变动	23	-273	-47	50	33
其它	160	188	155	154	160
投资活动现金流	-1350	-1615	776	-17	-22
资本支出	-986	-1145	773	-21	-26
投资变动	-365	-532	3	4	4
其他	2	62	0	0	0
筹资活动现金流	2330	-411	-561	-94	17
银行借款	2210	1819	96	64	155
债券融资	-1079	-1766	-519	-25	0
股权融资	1705	3	0	0	0
其他	-507	-468	-138	-133	-138
现金净增加额	1717	-1589	821	672	844
期初现金余额	396	2412	574	1395	2067
期末现金余额	2113	823	1395	2067	2910

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	61.7	-5.1	-4.8	12.1	9.7
营业利润增长	5.8	-16.4	-12.6	36.5	23.7
归属母公司净利润增长	5.3	-21.6	-11.2	34.5	22.7
获利能力(%)					
毛利率	30.3	31.9	31.3	31.1	30.9
净利率	13.5	11.1	10.2	12.4	13.8
ROE	7.8	6.5	5.5	6.8	7.7
ROIC	10.0	6.2	6.2	8.2	10.3
偿债能力					
资产负债率(%)	54.5	54.7	49.8	48.8	48.2
净负债比率	0.2	0.8	0.5	0.3	0.2
流动比率	0.78	0.43	0.81	1.04	1.27
速动比率	0.76	0.39	0.75	0.98	1.21
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.27	0.27	0.30	0.31
应收账款周转率	11.98	8.35	10.70	10.11	9.61
存货周转率	121.08	103.74	109.13	110.86	107.82
每股指标(元)					
每股收益	0.65	0.51	0.45	0.61	0.75
每股经营现金流	1.52	0.90	1.25	1.61	1.74
每股净资产	8.28	7.84	8.29	8.90	9.65
估值比率					
P/E	45.2	43.9	36.7	27.3	22.2
P/B	3.5	2.8	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	18.1	17.1	13.6	11.0	8.9

利润表

单位：百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2711	2573	2450	2745	3010
营业成本	1889	1753	1683	1891	2079
营业税金及附加	29	25	25	28	31
销售费用	30	44	40	44	48
管理费用	117	159	201	151	90
财务费用	167	187	134	137	153
资产减值损失	10	12	22	26	26
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	5	4	4	4
营业利润	475	398	347	474	586
营业外收入	21	16	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
利润总额	495	413	347	474	586
所得税	130	126	99	135	171
净利润	365	287	249	339	416
少数股东损益	49	39	29	44	53
归属母公司净利润	316	247	220	295	363
EBITDA	837	826	750	872	1001
EPS(元)	0.65	0.51	0.45	0.61	0.75

广发公用事业行业研究小组

- 郭 鹏：资深分析师，华中科技大学工学硕士，2015年新财富环保行业第一名，4年环保、燃气、电力等公用事业研究经验，2014年加入广发证券发展研究中心。
- 陈子坤：资深分析师，金融学硕士，4年中国再生金属分会工作经历，2015年新财富环保行业第一名（团队）、有色金属行业第二名（团队）。
- 沈 涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015年新财富煤炭行业第一名，2015年新财富环保行业第一名（团队）。
- 安 鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015年新财富煤炭行业第一名，2015年新财富环保行业第一名（团队）。
- 邱长伟：研究助理，北京大学汇丰商学院金融硕士，厦门大学自动化系学士，2015年加入广发证券发展研究中心。
- 蔡 屹：香港大学理工硕士，中级工程师，6年中国有色研究设计总院工作经历，2年行业研究经验，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋昕昊：斯坦福大学环境流体力学硕士，3年国家开发银行工作经历，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 许 洁：复旦大学金融硕士，华中科技大学经济学学士，2016年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。