



外延并购荆州天然气，打造京津冀天然气行业龙头

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟通过发行股份购买资产的方式, 从贤达实业、景湖房地产购买荆州天然气 100% 股权。公司拟以 13.05 元/股的价格发行 6735 万股支付交易对价 8.79 亿元。根据《盈利预测补偿协议》, 荆州天然气公司 2017~2019 年度扣非归母净利润分别不低于 7850 万元、9200 万元、10150 万元。
- **公司积极通过外延并购进行区域扩张。** 公司目前业务覆盖区域主要包括河北省廊坊市永清县、固安县、香河县、大厂县、三河市以及张家口市涿鹿县和天津市武清区等 8 个县市。荆州天然气则是荆州地区最大的天然气供应商, 拥有主要燃气管道长度约 307.86km, 城镇供气门站 2 座, 调压配气站 1 座, CNG 加气站 3 座。通过本次收购, 公司的业务范围将从目前经营区域拓展至中国南部地区, 有助于缓解公司目前业务区域集中的风险, 同时也是公司从区域性燃气企业发展成为全国性燃气企业的关键一步。我们预计, 公司后续仍将不断的进行省内外的区域扩张来继续做大做强。
- **公司未来将受益于京津冀一体化发展。** 公司主要是围绕京津冀协调发展布局, 最大的优势是在区域内有独立输配管网且互联互通, 区域内城镇管道基本覆盖完成。公司控制区域处于北京-天津-雄安三角中的核心位置, 而未来该地区的城镇化率和工商业均有望快速发展, 因此, 公司作为该地区具有绝对垄断优势的天然气供应商将直接受益。另外, 随着该区域环保要求的日益趋严, 廊坊和保定地区“禁煤区”及“气代煤”政策的执行力度也必将越来越大, 公司在该地区的业务将会得到明显提振。目前, 公司正在实施的香河县和三河市“村村通”工程项目覆盖 30 万户居民, 项目预计 2017 年下半年完成, 公司依托该项目不仅可以扩大业务覆盖人群, 同时还可以借机完善该地区的基础管网建设, 为后续工商业用户的接入提供基础。
- **盈利预测与投资建议。** 暂不考虑并购项目成功可能带来的收益, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.83 元、0.94 元、1.03 元, 未来三年归母净利润将保持 22% 的复合增长率, 对应 PE 分别为 20 倍、17 倍和 16 倍。得益于公司较高的成长性以及雄安概念的持续发酵, 给予公司 2017 年 27 倍估值, 对应目标价 22.53 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 项目进展不顺利的风险; 支持政策发生变化的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1719.88	3596.40	4685.30	5335.12
增长率	9602.37%	109.11%	30.28%	13.87%
归属母公司净利润 (百万元)	551.17	804.52	908.96	989.42
增长率	13730.01%	45.96%	12.98%	8.85%
每股收益 EPS (元)	0.57	0.83	0.94	1.03
净资产收益率 ROE	25.86%	21.30%	19.40%	17.43%
PE	29	20	17	16
PB	7.37	4.16	3.35	2.77

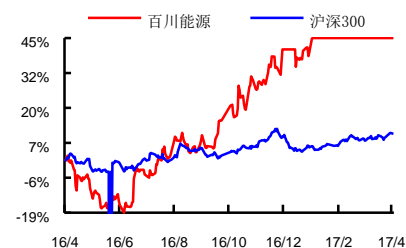
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.64
流通 A 股(亿股)	3.27
52 周内股价区间(元)	9.14-16.37
总市值(亿元)	157.83
总资产(亿元)	34.26
每股净资产(元)	2.21

相关研究

关键假设：

假设 1：公司将在 2017 年持续推进“村村通”项目建设，新增用户高达 30 万户，预计今年下半年完成，该项目将显著提振 2017 年的燃气接驳业务、天然气售气业务和燃气具销售业务。受益于该项目，2018~2019 年公司的天然气售气业务将持续放量，另外，随着基础管网的进一步完善，工商业用户覆盖范围也将明显扩大。

假设 2：按照保守估计，我们认为燃气接驳业务的毛利率可能会有所下降，假设未来三年保持在 50%；天然气业务的毛利率比较稳定，预计保持在 14.17%；燃气具业务的毛利率预计在 40%左右。其他各项业务的毛利率维持在 2016 年水平左右。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
燃气接驳	收入	786.06	1399.99	1499.99	1599.99
	增速	-	78.10%	7.14%	6.67%
	毛利率	81.91%	50.00%	50.00%	50.00%
天然气	收入	650.42	932.97	1831.75	2289.69
	增速	-	43.44%	96.33%	25.00%
	毛利率	14.17%	14.17%	14.17%	14.17%
燃气具	收入	228.61	1199.99	1279.99	1359.99
	增速	-	424.91%	6.67%	6.25%
	毛利率	44.01%	40.00%	40.00%	40.00%
供暖	收入	31.48	37.78	45.33	54.40
	增速	-	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	17.66%	17.66%	17.66%	17.66%
运输	收入	0.22	0.24	0.27	0.29
	增速	-	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	11.76%	11.76%	11.76%	11.76%
其他业务	收入	23.08	25.39	27.93	30.72
	增速	410.62%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	71.71%	75.00%	75.00%	75.00%
合计	收入	1719.87	3596.37	4685.26	5335.08
	增速	9600.34%	109.11%	30.28%	13.87%
	毛利率	49.93%	37.20%	33.09%	31.89%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1719.88	3596.40	4685.30	5335.12	净利润	553.60	808.06	912.97	993.78
营业成本	861.09	2258.45	3134.75	3633.99	折旧与摊销	54.16	135.87	184.37	234.95
营业税金及附加	21.12	44.16	57.53	65.51	财务费用	-6.35	-2.56	-5.25	-7.59
销售费用	17.54	36.69	47.79	54.42	资产减值损失	12.89	15.00	15.00	15.00
管理费用	79.02	165.23	215.26	245.11	经营营运资本变动	-337.67	-296.91	-176.94	-103.91
财务费用	-6.35	-2.56	-5.25	-7.59	其他	12.19	-15.00	-15.00	-15.00
资产减值损失	12.89	15.00	15.00	15.00	经营活动现金流净额	288.83	644.46	915.15	1117.24
投资收益	3.18	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1406.17	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1425.47	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	19.31	-300.00	-300.00	-300.00
营业利润	737.75	1079.44	1220.22	1328.68	短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	5.19	5.00	5.00	5.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	742.95	1084.44	1225.22	1333.68	股权融资	388.34	873.60	0.00	0.00
所得税	189.34	276.37	312.25	339.89	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	553.60	808.06	912.97	993.78	其他	-585.71	-26.31	5.25	7.59
少数股东损益	2.43	3.55	4.01	4.36	筹资活动现金流净额	-197.37	857.29	5.25	7.59
归属母公司股东净利润	551.17	804.52	908.96	989.42	现金流量净额	110.76	1201.76	620.40	824.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	490.04	1691.79	2312.19	3137.02	成长能力				
应收和预付款项	307.53	658.17	863.79	985.72	销售收入增长率	9602.37%	109.11%	30.28%	13.87%
存货	543.60	1425.75	1978.96	2294.12	营业利润增长率	15437.2%	46.31%	13.04%	8.89%
其他流动资产	492.45	920.63	1169.10	1317.38	净利润增长率	12453.3%	45.96%	12.98%	8.85%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	19815.4%	54.38%	15.39%	11.20%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1406.32	1581.16	1707.49	1783.24	毛利率	49.93%	37.20%	33.09%	31.89%
无形资产和开发支出	87.76	77.69	67.61	57.54	三费率	5.25%	5.54%	5.50%	5.47%
其他非流动资产	97.87	97.24	96.61	95.98	净利率	32.19%	22.47%	19.49%	18.63%
资产总计	3425.57	6452.43	8195.75	9671.01	ROE	25.86%	21.30%	19.40%	17.43%
短期借款	0.00	10.00	10.00	10.00	ROA	16.16%	12.52%	11.14%	10.28%
应付和预收款项	948.45	2226.80	3003.40	3454.24	ROIC	72.89%	42.17%	37.74%	36.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	45.68%	33.72%	29.87%	29.17%
其他负债	335.98	421.69	475.44	506.07	营运能力				
负债合计	1284.42	2658.49	3488.85	3970.31	总资产周转率	0.95	0.73	0.64	0.60
股本	613.98	964.16	964.16	964.16	固定资产周转率	4.19	3.67	3.52	3.23
资本公积	476.14	999.56	999.56	999.56	应收账款周转率	11.95	8.98	7.51	7.07
留存收益	1015.34	1819.85	2728.81	3718.23	存货周转率	2.93	2.29	1.84	1.70
归属母公司股东权益	2134.32	3783.57	4692.52	5681.94	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.73%	—	—	—
少数股东权益	6.83	10.38	14.39	18.75	资本结构				
股东权益合计	2141.15	3793.94	4706.91	5700.69	资产负债率	37.50%	41.20%	42.57%	41.05%
负债和股东权益合计	3425.57	6452.43	8195.75	9671.01	带息债务/总负债	0.00%	0.38%	0.29%	0.25%
					流动比率	1.83	1.98	1.97	2.10
					速动比率	1.29	1.38	1.36	1.48
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	0.57	0.83	0.94	1.03
					每股净资产	2.22	3.93	4.88	5.91
					每股经营现金	0.30	0.67	0.95	1.16
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标									
EBITDA	785.56	1212.74	1399.34	1556.04					
PE	28.64	19.62	17.36	15.95					
PB	7.37	4.16	3.35	2.77					
PS	9.18	4.39	3.37	2.96					
EV/EBITDA	11.93	11.47	9.50	8.01					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn