

日期: 2017年10月26日
行业: 电力、热力生产和供应业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB2.21 元
上市合理定价 RMB6.55-8.19 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 121.948396
发行后总股本 (百万股) 812.989305
发行数量占发行后总股本 15.00%
保荐机构 东海证券

主要股东 (发行前)

东嘉投资 52.35%
贵阳工投 (SS) 44.05%
贵州农金 3.46%

收入结构 (2017H1)

天然气销售 72.08%
天然气入户安装 23.19%

报告编号: JLI17-NSP14

首次报告日期: 2017年10月26日

贵州省最大的燃气公司

■ 投资要点:

贵州省最大的燃气公司

公司是贵州省最大的燃气企业,主要从事城市燃气运营业务,具体为贵州省天然气支线管道、城市燃气输配系统、液化天然气接收储备供应站、加气站及相关配套设施的建设、运营、服务安全管理,以及相应的工程设计、施工、维修。公司已在贵州省包括贵阳市、六盘水市、遵义市等 25 个特定区域及 1 个省外特定区域取得了管道燃气特许经营权。公司已建设 3 条省内天然气支线管道,总长约 260 公里。

募投项目提高盈利水平

公司募投项目为贵阳市城市燃气管道改扩建项目。贵阳市城市燃气管道改扩建项目建设周期为 3 年,投产第一年计划新增年销售收入 4,152.00 万元,第二年天然气达到 17,453.00 万元,第三年新增销售收入 35,577.00 万元。项目达产后,预计新增年销售收入 67,127.00 万元,税后内部收益率 22.34%,能够显著提高公司的盈利水平。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2017、2018 年归属于母公司的净利润分别为 1.33 亿元和 1.43 亿元,同比增速分别为 33.75%和 7.17%,相应的稀释后每股收益为 0.16 元和 0.18 元。

定价结论

本次发行前公司总股本为 691,040,909 股,本次拟发行不超过人民币普通股 121,948,396 股,占发行后公司总股本的 15.00%。公司发行价格为 2.21 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 6.55-8.19 元,对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

| 至 12 月 31 日 (¥.百万元) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2056.37 | 2269.07 | 2576.07 | 2943.16 |
| 年增长率 | 6.75% | 10.34% | 13.53% | 14.25% |
| 归属于母公司的净利润 | 45.76 | 99.58 | 133.18 | 142.73 |
| 年增长率 | 32.23% | 117.62% | 33.75% | 7.17% |
| (发行后摊薄) 每股收益 (元) | 0.06 | 0.12 | 0.16 | 0.18 |

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 公司的行业分类及简况

公司是贵州省最大的燃气企业，主要从事城市燃气运营业务，属于国家发改委在 2012 年颁布的《天然气利用政策》中的优先发展类别，具体为贵州省天然气支线管道、城市燃气输配系统、液化天然气接收储备供应站、加气站及相关配套设施的建设、运营、服务安全管理，以及相应的工程设计、施工、维修。即从上游天然气供应商购入管道天然气或液化天然气，通过公司建设或运营的天然气支线管道、门站、储配站、各级输配管网，按照用户的需求量及压力将天然气输送和分配给城市居民、商业用户、工业用户、分布式能源用户和汽车加气站等用户。

公司已在全省包括贵阳市、六盘水市、遵义市等 25 个特定区域及 1 个省外特定区域取得了管道燃气特许经营权。公司已自主完成设计、建设及运行管理 LNG 接收储备供应站、LNG 综合站、L-CNG 加气站、CNG 加气站 30 余座。

公司已建设 3 条省内天然气支线管道，总长约 260 公里。随着贵州省内天然气资源的开发和贵州省区域经济的不断发展，城市燃气行业将在贵州省得到进一步推广，有利于促进公司业务的长期拓展。

根据发展战略，未来两年公司将努力完成下列经营目标：城市燃气业务方面，城市管网总里程达到 6,000 公里；天然气居民用户达到 180 万户，非居民用户达到 8,000 户；年燃气销售量达到 7 亿立方米；新增加气站 6 座；新建分布式能源站 1 座。

行业增长前景

随着国家西部大开发政策的不断推进，贵州省经济高速发展，初步核算，2015 年全省地区 GDP 达 11,734.43 亿元，比 2015 年增长 10.5%。截至 2016 年底，贵州省地区 GDP 较 2011 年增加 6,032.59 亿元，年均增长率为 15.53%，贵州地区 GDP 占全国的比重为 1.58%，比 2015 年提高 0.05%。全年全省常住居民人均可支配收入也同步增长。2016 年，贵州省常住居民人均可支配收入为 15,121.15 元，比 2015 年名义增长 10.4%。居民人均可支配收入的增长提高了贵州省内人民的消费能力及生活水平，有利于天然气消费在贵州省的不断推广。17

随着贵州省城镇化进度加快，贵州省总人口及城镇人口不断增加，城镇人口占总人口的比重由 2011 年的 34.96% 增加到 2016 年的 44.15%。贵州省城镇化速度的加快，扩大了用气人口的基数，从而为贵州省城市燃气行业提供巨大的潜在市场发展空间。

贵州省天然气输气管道表

表 1 贵州省天然气输气管道表

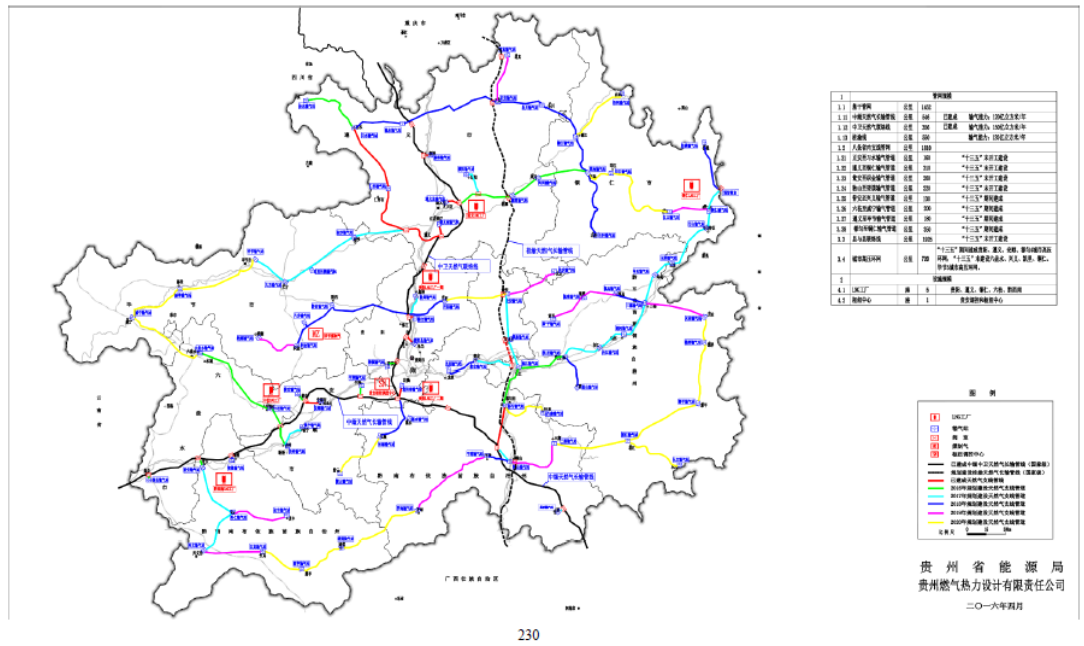
| 序号 | 管道名称 | 管径 DN 毫米 | 长度 公里 | 最大输气量 亿立方米/年 |
|----|---------------|-------------|----------|-----------------|
| 1 | 中缅天然气管道贵州段 | 1,000 | 546 | 120 |
| 2 | 中贵天然气管道贵州段 | 1,000 | 356 | 150 |
| 3 | 贵阳环城高压环西线 | 700 | 60 | 4.5 |
| 4 | 遵义至仁怀天然气支线管道 | 300 | 120 | 4.9 |
| 5 | 燕楼到孟关天然气支线管道 | 250 | 26 | 4.9 |
| 6 | 赤天化所属的送气管道贵州段 | 200 | 11.9 | 3.5 |
| 7 | 贵州采气场所属的集输管道 | | 92.6 | |
| 8 | 仁怀至习水天然气支线 | 400 | 42 | 2.2 |
| 9 | 遵义至高坪天然气支线管道 | 200 | 21 | 3.5 |
| 10 | 六枝至水城天然气支线管道 | 400 | 98.2 | 4.8 |
| | 合计 | / | 1,373.7 | / |

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

根据贵州省燃气协会调研数据，“十三五”期间省内燃气输配管网将以“中缅线”、“中贵线”、“桂渝线”三条国家主干管道为主骨架，规划省级支线管网和市州“县县通”管网支线，打造相对独立但互联互通、调配灵活的省内燃气“三个层级”管网系统。形成“主干一横二纵、八条省级支线管网，九个城市高压环网”（简称“1289 工程”）为主的省级基础骨架主网，同时配套建设调峰设施和枢纽调度中心，使系统具有资源优化调度和应急调控能力，并实现重点城市多气源供气 22。其余各地州（市）、县（市）、产业集聚区等配套支线管网，以省级支线管网为依托，有序实施建设。全省管网将统一标准、统一调度、统一监管，形成既规范合理，又有利于省内宏观调控，安全稳定，优质服务的天然气管网输配体系，实现“气化贵州”的目标。

规划建设的 8 条省内天然气支线将覆盖全省未接通天然气的 5 个地州市，总长 1,810 公里 23。经计算，建成后年输气能力可达 76.69 亿立方米，可满足贵州省内 70 亿立方米用气量的发展需求。其中，正安至习水输气管道、遵义至铜仁输气管道、瓮安至织金输气管道、遵义至毕节输气管道、都匀至铜仁输气管道可实现双向供气，同时可接入“中缅线”、“中贵线”、“桂渝线”天然气资源和转输省内页岩气、煤层气、煤制天然气至省内其他用气区域；城市高压环网作为城市供气的安全供应保障，尤其在有效增加城市气源接入点、对城市用气的不均性进行储气调峰起着至关重要的作用，规划建设的城市高压环网可分段建设。

图1 “十三五”贵州天然气管网系统规划图



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

贵阳市作为贵州省省会，自改革开放以来，经济取得了长足的进步，按贵州省统计局公布的数据，“十二五”期间，GDP年平均增长率超过15%，全市经济环境在逐渐改善，经济发展速度加快。按照2016年贵阳市政府工作报告，“十三五”时期，贵阳市经济社会发展的主要预期目标是：生产总值年均增长11%左右，总量突破5000亿元，工业规模总量实现翻番。贵阳市已经从以农业为主的经济体，发展成为工业和第三产业为主的经济体，经济结构发生了巨大变化。

经济的发展也伴随着巨大的能源消耗，按《2015年贵阳市统计年鉴》，能源的终端消费，燃气占有比例为1.7%，原煤和电力占比例为28%和34%，城市燃气有很大发展空间。管道天然气建成通气为贵阳市燃气市场的发展提供充足气源。同时随着中心城区天然气置换完成也逐渐改变了人们对管道燃气供气压力不足的看法。一部分用户也通过使用管道燃气，节约了能源费用而直接获益。

随着国家新一轮“西部大开放”和省“十三五”规划的启动，也加速了贵阳市工业化和城镇化的建设。燃气管网和配套设施的建设也将随城市的发展而加快速度，燃气供应的区域也将逐步扩大。

● 行业竞争结构及公司的地位
行业竞争格局和市场化程度

我国城市燃气行业的竞争格局体现为垄断与竞争并存的特征。

一方面，城市燃气行业关系民生且投资大，初期大多由政府出资的地

方国有天然气公司投资并独家运营，由于燃气管网等基础设施在特定区域内具有不可复制的自然垄断性，因此地方国企背景的城市燃气企业凭借先发优势在特定的区域内占据相对垄断经营的地位。

另一方面，在政策鼓励下市场竞争因素日趋增强。2002年3月，国家发改委发布新的《外商投资产业指导目录》，将原禁止外商投资的燃气、热力、给排水等城市基础设施首次列为对外开放领域，这一政策大大加快了外商进军大中城市天然气市场的步伐，燃气行业由政府和企业垄断经营的局面成为历史。2002年12月，建设部下发了《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，文件规定：市政公用设施建设将公开向社会招标选择投资主体，原市政国企、外资、民资在同一平台上竞争，由政府授予企业在一定时间和范围内，对某项市政公用产品或服务进行特许经营。此后，中国燃气、港华燃气、新奥能源为代表的外资、民营企业迅速抢占市场。

城市燃气行业需求稳定、盈利稳定、波动小、风险小和自然垄断性等特点吸引了各类所有制成分的投资商加入，城市燃气市场活跃着地方国有企业、港资企业、中央企业、民营企业等各类经营者。目前，以中国燃气、港华燃气、新奥能源、华润燃气、中石油昆仑燃气有限公司为代表的全国性的大型燃气企业与地方性城市燃气企业并存，中小民营燃气企业为补充的市场格局基本形成，竞争主要体现在争取经营区域方面，在特许经营区域内为垄断经营。

行业内的主要企业

我国主要的城市燃气经营企业大致分为两类：一是历史承袭下来的在本地区拥有燃气专营权的地方国企，如京、沪、津、渝、穗、蓉、深等地方国有燃气公司；二是跨区域经营的燃气运营商，如中国燃气、新奥能源、华润燃气、港华燃气、中石油昆仑燃气有限公司、新疆广汇液化天然气发展有限责任公司等。

我国主要的跨区域燃气运营商如下：中国燃气、新奥能源、华润燃气、港华燃气、中石油昆仑燃气有限公司、新疆广汇液化天然气发展有限责任公司。

公司在贵州省城市燃气行业中的竞争地位

公司是贵州省最大的城市燃气经营企业，以燃气输配供应与销售服务为核心业务，向集中供暖、分布式能源管理等领域延伸拓展，立足于优势资源整合和全省市场发展，打造产业多元发展的大型综合性燃气集团，推动贵州燃气事业快速稳定发展。

经过多年的努力和发展，已在全省25个特定区域及1个省外特定区域取得了管道燃气排他性特许经营权，经营区域规划人口超过1,200万人，

2016年天然气销售量达55,151.97万立方米。截至2017年6月末,公司总资产已达76.88亿元,员工3,395人,拥有全资、控股子公司40家,参股企业10家。公司建设的省内天然气支线管道共3条,为省内用户提供了优质高效的服务平台,拥有一批长期稳定的客户。

公司拥有的城市天然气用气人口数量、天然气销售量、销售金额、入户安装数量及入户安装金额均超过贵州省内市场容量的70%,是贵州省内最大的城市燃气经营企业。贵州省从事城市燃气的主要企业除公司及下属企业以外,还有港华燃气投资有限公司旗下的兴义港华燃气有限公司,华润燃气投资(中国)有限公司旗下的清镇华润燃气有限公司以及遵义海特燃气有限公司。

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

本次发行前,东嘉投资直接持有公司52.35%的股份,是公司控股股东。刘江持有东嘉投资93.50%的股权,刘江为公司的实际控制人。

本次发行前公司总股本为691,040,909股,本次拟发行不超过人民币普通股121,948,396股,占发行后公司总股本的15.00%。公司发行价格为2.21元/股。

表2 公司的股东结构情况

| | 股东名称 | 发行前 | | 发行后 | |
|----|----------|-----------|--------|-----------|---------|
| | | 持股数(万股) | 持股比例% | 持股数(万股) | 持股比例% |
| 1 | 东嘉投资 | 36,175.85 | 52.350 | 36,175.85 | 44.4973 |
| 2 | 贵阳工投(SS) | 30,440.53 | 44.050 | 29,221.05 | 35.9427 |
| 3 | 贵州农金 | 2,392.97 | 3.463 | 2,392.97 | 2.9434 |
| 4 | 姚文琴 | 7.86 | 0.0114 | 7.86 | 0.0097 |
| 5 | 张若珠 | 7.86 | 0.0114 | 7.86 | 0.0097 |
| 6 | 东恒宪 | 7.86 | 0.0114 | 7.86 | 0.0097 |
| 7 | 闫光辉 | 7.86 | 0.0114 | 7.86 | 0.0097 |
| 8 | 罗礼清 | 7.63 | 0.0110 | 7.63 | 0.0094 |
| 9 | 徐彦 | 6.70 | 0.0097 | 6.7 | 0.0082 |
| 10 | 范华明 | 4.39 | 0.0064 | 4.39 | 0.0054 |
| 11 | 颜亨林 | 4.16 | 0.0060 | 4.16 | 0.0051 |
| 12 | 张运红 | 4.16 | 0.0060 | 4.16 | 0.0051 |
| 13 | 陈羽 | 3.90 | 0.0056 | 3.9 | 0.0048 |
| 14 | 胡开文 | 3.30 | 0.0048 | 3.3 | 0.0041 |
| 15 | 许帆 | 3.24 | 0.0047 | 3.24 | 0.0040 |
| 16 | 朱彬 | 3.01 | 0.0043 | 3.01 | 0.0037 |
| 17 | 向顺仁 | 3.01 | 0.0043 | 3.01 | 0.0037 |

| | | | | | |
|----|----------------------|-----------|--------|-----------|---------|
| 18 | 向阳 | 3.01 | 0.0043 | 3.01 | 0.0037 |
| 19 | 李颖 | 2.77 | 0.0040 | 2.77 | 0.0034 |
| 20 | 尹昊 | 2.31 | 0.0033 | 2.31 | 0.0028 |
| 21 | 吴玉军 | 2.26 | 0.0033 | 2.26 | 0.0028 |
| 22 | 黄朝文 | 2.25 | 0.0033 | 2.25 | 0.0028 |
| 23 | 吴丽娜 | 2.21 | 0.0032 | 2.21 | 0.0027 |
| 24 | 肖曦 | 2.02 | 0.0029 | 2.02 | 0.0025 |
| 25 | 申艳峰 | 1.82 | 0.0026 | 1.82 | 0.0022 |
| 26 | 蒙俊 | 1.15 | 0.0017 | 1.15 | 0.0014 |
| 27 | 全国社会保障基金 理事会 (SS) | - | - | 1,219.48 | 1.5000 |
| 28 | 社会公众 | - | - | 12,194.84 | 15.0000 |
| | 合计 | 69,104.09 | 100.00 | 81,298.93 | 100.00 |

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

表 3 营业收入构成 单位：万元

| 项目 | 2017 年 1-6 月 | | 2016 年 | | 2015 年 | | 2014 年 | |
|--------|--------------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 主营业务收入 | 123,484.05 | 95.43% | 217,714.93 | 95.95% | 197,193.20 | 95.89% | 178,821.85 | 92.83% |
| 其他业务收入 | 5,907.47 | 4.57% | 9,191.82 | 4.05% | 8,444.16 | 4.11% | 13,817.99 | 7.17% |
| 合计 | 129,391.52 | 100.00% | 226,906.75 | 100.00% | 205,637.36 | 100.00% | 192,639.84 | 100.00% |

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 4 主营业务收入构成 单位：万元

| 项目 | 2017 年 1-6 月 | | 2016 年 | | 2015 年 | | 2014 年 | |
|---------|--------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 天然气销售 | 93,266.67 | 75.53 | 150,751.64 | 69.24 | 132,597.65 | 67.24 | 116,482.01 | 65.14 |
| 天然气入户安装 | 30,004.75 | 24.30 | 63,454.81 | 29.15 | 59,294.89 | 30.07 | 46,034.68 | 25.74 |
| 煤气业务 | - | - | 3,298.85 | 1.51 | 5,225.05 | 2.65 | 16,305.16 | 9.12 |
| 供热业务 | 212.64 | 0.17 | 209.63 | 0.10 | 75.62 | 0.04 | - | - |
| 合计 | 123,484.05 | 100.00 | 217,714.93 | 100.00 | 197,193.20 | 100.00 | 178,821.85 | 100.00 |

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 5 营业成本构成 单位：万元

| 项目 | 2017 年 1-6 月 | | 2016 年 | | 2015 年 | | 2014 年 | |
|---------|--------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 | 金额 | 比例 |
| 主营业务成本 | | | | | | | | |
| 天然气销售 | 82,242.50 | 82.70% | 133,014.46 | 78.83% | 119,271.54 | 76.29% | 114,117.59 | 71.96% |
| 天然气入户安装 | 11,705.25 | 11.77% | 24,353.67 | 14.43% | 25,251.05 | 16.15% | 19,874.96 | 12.53% |

| | | | | | | | | |
|--------|-----------|---------|------------|---------|------------|---------|------------|---------|
| 煤气业务 | - | - | 2,597.24 | 1.54% | 3,558.43 | 2.28% | 12,954.91 | 8.17% |
| 供热业务 | 607.38 | 0.61% | 740.76 | 0.44% | 585.67 | 0.37% | - | - |
| 其他业务成本 | 4,886.90 | 4.91% | 8,031.31 | 4.76% | 7,665.79 | 4.90% | 11,636.33 | 7.34% |
| 合计 | 99,442.03 | 100.00% | 168,737.44 | 100.00% | 156,332.48 | 100.00% | 158,583.79 | 100.00% |

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 6 公司产能利用率情况

| 项目 | 设计输送量 (亿立方米) | 实际输送量 (亿立方米) | 产能利用率 (%) |
|--------------|--------------|--------------|-----------|
| 2017 年 1-6 月 | 22.9200 | 2.7151 | 11.85 |
| 2016 年度 | 45.8400 | 4.0163 | 8.76 |
| 2015 年度 | 43.3200 | 3.0422 | 7.02 |
| 2014 年度 | 43.3200 | 1.5205 | 3.51 |

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 7 公司天然气采购量与销售量

| 项目 | 2017 年 1-6 月 | 2016 年度 | 2015 年度 | 2014 年度 |
|---------------|--------------|---------|---------|---------|
| 天然气采购量 (亿立方米) | 3.3880 | 5.5862 | 4.1063 | 3.3720 |
| 天然气销售量 (亿立方米) | 3.3708 | 5.5152 | 4.0115 | 3.2869 |

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 8 公司天然气销售价格与销售量

| 项目 | 2017 年 1-6 月 | 2016 年度 | 2015 年度 | 2014 年度 |
|---------------|--------------|-----------|-----------|-----------|
| 实际销售气量 (万立方米) | 33,708.23 | 55,151.97 | 40,114.81 | 32,868.71 |
| 平均售价 (元/立方米) | 2.77 | 2.73 | 3.31 | 3.54 |

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 9 公司各项目毛利率情况%

| 项目 | 2017 年 1-6 月 | 2016 年 | 2015 年度 | 2014 年度 |
|---------|--------------|--------|---------|---------|
| 天然气销售 | 11.82 | 11.77 | 10.05 | 2.03 |
| 天然气入户安装 | 60.99 | 61.62 | 57.41 | 56.83 |
| 供热业务 | | | | |
| 煤气业务 | | 21.27 | 31.90 | 20.55 |
| 其他业务 | 17.28 | 12.63 | 9.22 | 15.79 |
| 合计 | 23.15 | 25.64 | 23.98 | 17.68 |

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

● 募投项目

本次募投项目为贵阳市城市燃气管道改扩建项目。贵阳市城市燃气管道改扩建项目建设周期为 3 年, 投产第一年计划新增年销售收入 4,152.00

万元，第二年天然气达到 17,453.00 万元，第三年新增销售收入 35,577.00 万元。项目达产后，预计新增年销售收入 67,127.00 万元，税后内部收益率 22.34%，能够显著提高公司的盈利水平。

表 10 募集资金项目 单位：万元

| 序号 | 项目名称 | 计划投资 | 拟投入募集资金 | 建设期 |
|----|----------------|----------|----------|-----|
| 1 | 贵阳市城市燃气管道改扩建项目 | 56058.96 | 22817.45 | 3 年 |

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

三、公司盈利预测

● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归母公司的净利润分别为 1.33 亿元和 1.43 亿元，同比增速分别为 33.75%和 7.17%，相应的稀释后每股收益为 0.16 元和 0.18 元。

四、风险因素

管道天然气销售业务政府定价导致的风险

根据我国目前的天然气价格机制，上游天然气的门站价格为政府指导价，由国家发改委发布，具体价格由供需双方在国家规定的最高价格上限范围内协商确定，实际浮动空间较小。公司对下游各类用户的天然气销售价格，由地方政府价格主管部门制定，除部分地区工业用户可在当地价格主管部门所制定价格标准基础上协商定价外，其余用户销售价格均无浮动空间。因此，公司的天然气销售上下游价格均受到较为严格的管制，公司向下游转移成本的能力受到一定限制。如果未来公司上游采购价格因国家发改委调整门站环节指导价格等原因而提高，而各地地方政府价格主管部门未及时调整下游销售价格，或者下游销售价格提高幅度小于上游采购价格提高幅度，则将导致公司毛利空间缩小，并对公司的财务情况和经营业绩产生不利影响。

气源风险

目前，公司管道天然气主要来自中石油贵州公司，公司及各子公司均与供气方签订正式的天然气采购合同，鉴于公司天然气销售中绝大部分属于城市民用燃气，关乎民生和社会稳定，且属于《天然气利用政策》中的优先类，因此上游企业供气通常均能满足公司用气需求。但是，由于我国天然气总体供求矛盾仍比较突出，如果未来上游供气企业在天然气调配平衡中因政策或其他因素不能满足公司的用气需求，将对公司的业务经营以及募集资金项目发挥预期效益产生较大影响。此外，根据《天然气利用政策》，所有新建天然气利用项目申报核准时必须落实气源，并签订购气合同；

若未来因供求矛盾导致公司无法及时获得新气源，将直接影响公司扩大经营规模及拓展新的业务区域。

下游市场需求波动的风险和市场开拓的风险

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。近年来，公司加快市场开拓速度，在贵州省共投资建设了 24 座加气站；取得贵州省内 25 个特定区域及 1 个省外特定区域的燃气特许经营权，同时公司为了进一步延伸产业链，投资建设了遵义至仁怀天然气支线、仁怀至习水天然气支线和六枝特区至水城县天然气支线三条支线管道，在短期内可能存在因市场开拓而导致的经营风险。

特许经营权风险

公司所从事的城市天然气销售业务属于公用事业，需要取得业务经营区域内的特许经营权，特许经营权的取得对于企业的经营管理等各方面都有较高的要求。公司业务的区域扩张通常需要获得该区域的特许经营权，由于城市燃气特许经营权通常期限较长且具有排他性，如果公司不能取得新区域的特许经营权，公司的区域扩张将受到较大限制。公司主要业务集中在贵州省 25 个特定区域及 1 个省外特定区域，并取得 25 年-30 年的城市燃气特许经营权，上述特许经营权协议均对取得特许经营权的企业在经营管理、供气安全、供气品质和服务质量等各方面有明确的要求，如果不能满足相关要求，将可能导致特许经营权被取消或提前终止特许经营权协议，使公司经营受到不利影响。

安全生产风险

天然气属于易燃易爆物品，一旦发生泄漏，容易发生火灾、爆炸等事故。用户在使用过程中，可能因使用不当或者燃气用具质量问题而造成天然气泄漏从而引起各类事故，因此安全生产工作对城市燃气企业尤为重要。

同时天然气支线管道及城市燃气管网的安全运营受多种因素的影响。管道沿线的施工作业、非法占压、部分设施落后老化、材料缺陷、施工缺陷、自然灾害等均易导致管道毁损，造成天然气供应中断，甚至引发安全事故。公司运营的天然气管道线长面广，燃气管道沿线情况复杂，存在管道毁损的风险。报告期内，子公司曾发生一起安全责任事故。因公司业务特性，未来仍不能完全排除因人为操作失误、用户使用不当、或者燃气用具质量问题等发生燃气使用事故和因管道毁损引发天然气泄漏等安全事故。

业务区域集中风险

公司主要业务集中在贵州省内。截至本招股意向书签署日，公司已取得了贵州省 25 个特定区域及 1 个省外特定区域的城市燃气特许经营权，除公司取得特许经营权的区域外，公司周边地区目前绝大部分县市均已有其他天然气企业取得特许经营权。公司未来的经营业绩取决于已取得天然气特许经营权区域的经济增长、城市化水平及人均收入等因素，若已取得天然气特许经营权区域的天然气普及不足或者天然气使用量增长不足，公司将面临业绩下滑的风险。

经营业绩可能下滑的风险

近年来，公司加快了省内天然气业务整体布局的步伐，尤其是加大了省内天然气城市管网和支线管道的建设和投入。天然气城市管网和支线管道项目具有投资额大、建设周期长等特点，项目建成初期，受市场开发和客户培育程度的影响，一段时间内，天然气输气量增长及对公司业务收入增加的贡献可能不及预期。公司天然气城市管网和支线管道建设资金通常以银行借款等债务融资方式取得，数额较大且财务成本高，随着固定资产转入所带来的新增折旧及运营等成本的增加，建设项目投资能否如预期及时产生稳定的收入、达到预计的收益水平均存在一定的不确定性。若未来宏观经济状况持续波动或下行，或发生自然灾害等其他不可抗力事件，公司存在经营业绩下滑的风险。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

同行业重点上市公司来看，2017 年和 2018 年行业平均 PE 分别为 29 倍和 21 倍；基于 2017 年、2018 年预测业绩的均值，最近上市的十家主板企业中，2017 年、2018 年平均市盈率为 65 倍和 57 倍。

表 11 同行业上市公司的相对估值

| 股票代码 | 公司简称 | 股价 | 每股收益(元/股) | | | | 市盈率(倍) | | | |
|-----------|------|-------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| | | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
| 601139.SH | 深圳燃气 | 8.99 | 0.30 | 0.35 | 0.37 | 0.42 | 30.18 | 25.78 | 24.30 | 21.18 |
| 600681.SH | 百川能源 | 15.44 | 0.00 | 0.57 | 0.81 | 0.99 | - | 27.01 | 19.18 | 15.64 |
| 600856.SH | 中天能源 | 11.36 | 0.21 | 0.32 | 0.48 | 0.69 | 54.64 | 35.70 | 23.63 | 16.41 |
| 600917.SH | 重庆燃气 | 9.55 | 0.24 | 0.24 | 0.27 | 0.33 | 39.64 | 40.03 | 34.82 | 29.14 |
| 600635.SH | 大众公用 | 5.31 | 0.16 | 0.19 | 0.23 | 0.29 | 34.00 | 28.63 | 23.15 | 18.14 |
| 002267.SZ | 陕天然气 | 8.69 | 0.53 | 0.46 | 0.37 | 0.42 | 16.48 | 19.00 | 23.45 | 20.61 |
| 000669.SZ | 金鸿控股 | 16.61 | 0.51 | 0.39 | 0.65 | 0.90 | 32.62 | 42.37 | 25.46 | 18.52 |
| 000407.SZ | 胜利股份 | 8.21 | 0.03 | -0.33 | 0.13 | 0.29 | 251.41 | -24.69 | 62.62 | 28.32 |
| 603393.SH | 新天然气 | 38.65 | 1.25 | 1.27 | 1.39 | 1.53 | 30.86 | 30.41 | 27.79 | 25.23 |

平均 61.23 24.92 29.38 21.47

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 12 最近上市主板公司的相对估值

| 股票代码 | 公司简称 | 股价 | 每股收益(元/股) | | | | 市盈率(倍) | | | |
|-----------|------|-------|-----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|
| | | | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
| 603103.SH | 横店影视 | 39.13 | 0.76 | 0.79 | 0.85 | 0.97 | 51.47 | 49.79 | 45.98 | 40.16 |
| 601086.SH | 国芳集团 | 11.94 | 0.16 | 0.14 | 0.14 | 0.13 | 76.21 | 86.59 | 85.53 | 91.42 |
| 603367.SH | 辰欣药业 | 25.86 | 0.54 | 0.54 | 0.57 | 0.62 | 47.49 | 47.49 | 45.71 | 41.66 |
| 603136.SH | 天目湖 | 46.39 | 0.68 | 0.87 | 0.99 | 1.19 | 68.68 | 53.56 | 46.98 | 39.07 |
| 603363.SH | 傲农生物 | 18.31 | 0.08 | 0.22 | 0.30 | 0.36 | 227.68 | 84.16 | 61.53 | 50.59 |
| 603157.SH | 拉夏贝尔 | 25.41 | 1.12 | 0.97 | 0.90 | 0.88 | 22.62 | 26.16 | 28.37 | 28.94 |
| 603963.SH | 大理药业 | 36.30 | 0.62 | 0.62 | 0.66 | 0.70 | 58.27 | 58.39 | 55.00 | 51.86 |
| 603533.SH | 掌阅科技 | 39.23 | 0.07 | 0.19 | 0.33 | 0.46 | 532.07 | 203.75 | 119.64 | 85.54 |
| 603813.SH | 原尚股份 | 44.54 | 0.37 | 0.46 | 0.55 | 0.65 | 121.24 | 96.00 | 80.57 | 68.80 |
| 603648.SH | 畅联股份 | 30.03 | 0.32 | 0.35 | 0.38 | 0.42 | 92.93 | 84.89 | 78.59 | 71.48 |
| | 平均 | | | | | | 129.87 | 79.08 | 64.79 | 56.95 |

资料来源: Wind 上海证券研究所

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 6.55-8.19 元,对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

| 资产负债表 (单位: 百万元) | | | | | 利润表 (单位: 百万元) | | | | |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
| 货币资金 | 236.42 | -36.04 | 25.76 | 29.43 | 营业收入 | 2056.37 | 2269.07 | 2576.07 | 2943.16 |
| 应收和预付款项 | 568.70 | 628.52 | 629.85 | 810.50 | 营业成本 | 1563.32 | 1687.37 | 1953.18 | 2261.23 |
| 存货 | 406.10 | 501.69 | 323.58 | 631.85 | 营业税金及附加 | 36.45 | 26.22 | 29.77 | 34.01 |
| 其他流动资产 | 384.10 | 89.90 | 89.90 | 89.90 | 营业费用 | 97.02 | 101.12 | 114.80 | 131.16 |
| 长期股权投资 | 227.55 | 252.19 | 252.19 | 252.19 | 管理费用 | 221.73 | 208.63 | 236.86 | 270.61 |
| 投资性房地产 | 136.59 | 132.68 | 118.63 | 104.58 | 财务费用 | 118.70 | 142.51 | 129.04 | 122.14 |
| 固定资产和在建工程 | 3220.31 | 3912.20 | 3749.82 | 3587.45 | 资产减值损失 | 11.02 | 20.14 | 13.18 | 13.18 |
| 无形资产和开发支出 | 203.97 | 290.54 | 280.18 | 269.83 | 投资收益 | 30.88 | 31.40 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 291.24 | 1467.38 | 1466.90 | 1466.43 | 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 5674.99 | 7239.05 | 6936.82 | 7242.15 | 营业利润 | 39.00 | 114.46 | 99.24 | 110.83 |
| 短期借款 | 1135.00 | 1208.17 | 1137.60 | 975.98 | 营业外收支净额 | 2.43 | 6.85 | 62.35 | 62.35 |
| 应付和预收款项 | 1429.25 | 1544.54 | 1384.95 | 1929.13 | 利润总额 | 41.43 | 121.31 | 161.59 | 173.18 |
| 长期借款 | 811.62 | 1063.67 | 1063.67 | 1063.67 | 所得税 | 17.41 | 18.61 | 24.24 | 25.98 |
| 其他负债 | 830.02 | 741.61 | 741.61 | 741.61 | 净利润 | 24.02 | 102.70 | 137.35 | 147.20 |
| 负债合计 | 4205.89 | 4558.00 | 4327.83 | 4710.40 | 少数股东损益 | -21.74 | 3.12 | 4.18 | 4.48 |
| 股本 | 477.50 | 691.04 | 812.99 | 812.99 | 归属母公司股东净利润 | 45.76 | 99.58 | 133.18 | 142.73 |
| 资本公积 | 357.83 | 405.21 | 283.26 | 283.26 | 财务比率分析 | | | | |
| 留存收益 | 216.55 | 1158.00 | 1081.76 | 1000.06 | 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E |
| 归属母公司股东权益 | 1051.88 | 2254.25 | 2178.01 | 2096.31 | 毛利率 | 23.98% | 25.64% | 24.18% | 23.17% |
| 少数股东权益 | 417.22 | 426.80 | 430.98 | 435.45 | EBIT/销售收入 | 7.55% | 11.39% | 11.07% | 9.85% |
| 股东权益合计 | 1469.09 | 2681.05 | 2608.99 | 2531.76 | 销售净利率 | 1.17% | 4.53% | 5.33% | 5.00% |
| 负债和股东权益合计 | 5674.99 | 7239.05 | 6936.82 | 7242.15 | ROE | 4.35% | 4.42% | 6.11% | 6.81% |
| 现金流量表 (单位: 百万元) | | | | | 资产负债率 | 74.11% | 62.96% | 62.39% | 65.04% |
| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 流动比率 | 0.48 | 0.38 | 0.37 | 0.48 |
| 经营活动产生现金流量 | -25.75 | 353.70 | 412.45 | 453.49 | 速动比率 | 0.24 | 0.19 | 0.23 | 0.26 |
| 投资活动产生现金流量 | -936.87 | -481.17 | 53.00 | 53.00 | 总资产周转率 | 0.36 | 0.31 | 0.37 | 0.41 |
| 融资活动产生现金流量 | 683.48 | 47.60 | -403.65 | -502.81 | 应收账款周转率 | 5.05 | 4.62 | 6.43 | 4.76 |
| 现金流量净额 | -279.14 | -79.86 | 61.80 | 3.67 | 存货周转率 | 3.85 | 3.36 | 6.04 | 3.58 |

数据来源: WIND 上海证券研究所

分析师承诺

冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|---------------------------|
| 增持 | 股价表现将强于基准指数 20%以上 |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上 |
| 中性 | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持 | 股价表现将弱于基准指数 10%以上 |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义 |
|------|-------------------------------|
| 增持 | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5% |
| 中性 | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持 | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5% |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。