



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

## 重庆最大燃气供应商

——重庆燃气（600917）

2014 年 08 月 28 日

建议申购

重庆燃气

新股定价

### 摘要:

- **建议申购价 3.3 元。**公司本次 IPO 拟发行数量不超过 15600 万股，不进行老股转让，发行后公司总股本不超过 155600 万股；本次 IPO 拟募集资金 4.7 亿元，主要用于建设“都市区天然气外环管网及区域中心城市输气干线工程”项目。
- **重庆市燃气供应龙头。**公司是重庆市规模最大的城市燃气供应商。截至 2014 年 6 月末，公司的城市燃气供应范围覆盖重庆市 38 个行政区县中的 24 个区县、3 个国家级开发区以及 25 个市级工业园区，服务 346.77 万居民客户、8.77 万非居民用户（包括集体、商业、CNG 加气站、工业用户等），在重庆市城市燃气行业中具有重要的市场地位。2012 年，公司完成供气量 23.99 亿立方米，占重庆天然气消费总量的 33.9%，占重庆城镇天然气供气总量的 65.05%，处于绝对优势地位。
- **经济增长和城镇化支撑公司业绩持续增长。**2006-2013 年重庆市的 GDP 增速均值为 19.7%，明显高于全国水平，未来有望继续保持高速增长。2013 年，重庆市城镇化率为 58.34%。根据重庆市规划，到 2020 年全市户籍人口城市化率升至 60%以上、常住人口城市化率升至 70%以上，这意味着未来还有大批的农民转为城市居民，将给天然气使用带来较大需求。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 68.1 亿元、79.96 亿元和 93.9 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 3.27 亿元、3.65 亿元和 4.22 亿元，考虑增发后的摊薄每股收益分别为 0.21 元、0.23 元和 0.27 元。**建议申购价 3.3 元。按照平均 26 倍 PE 计算，公司合理价值为 5.48 元。**
- **风险提示。**1、天然气价格上调不及预期 2、气源供应不足。

### 财务指标预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	5,423.72	5,934.67	6,810.18	7,996.61	9,390.69
增长率（%）	24.59%	9.42%	14.75%	17.42%	17.43%
净利润（百万元）	253.52	300.48	327.86	364.68	422.18
增长率（%）	9.11%	11.23%	9.11%	11.23%	15.77%
净资产收益率（%）	10.18%	11.02%	10.71%	11.12%	11.95%
每股收益（元）	0.18	0.21	0.21	0.23	0.27
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

### 刘斐

010-66554104

liufei@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480513050002

### 张鹏

010-66554029

zhangpeng@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480512060003

### 询价区间

3.1-3.5

### 上市首日定价区间

5.2-5.7

### 发行上市资料

总股本（万股）	140000.00
发行量（万股）	
发行日期	2014-08-29
发行方式	网上发行,网下配售
保荐机构	申银万国证券股份有限公司
预计上市日期	

### 发行前财务数据

每股净资产（元）	1.95
净资产收益率（%）	11.02%
资产负债率（%）	52.59%

### 主要股东和持股比例

重庆能源投资有限公司	75.00%
华润燃气（中国）投资有限公司	25.00%
中国水电建设集团房产	7.99%

## 目 录

1. 募集资金 4.7 亿元用于燃气管线建设 .....	
1.1 发行情况概览 .....	
1.2 公司股权结构一览 .....	
2. 公司基本面情况 .....	
2.1 公司是重庆市最大城市燃气供应商 .....	
2.2 燃气用户增长是公司业绩的主要驱动力 .....	
2.3 重庆经济增长和城镇化率提高支持公司业绩快速增长 .....	
2.4 营业收入稳步增长 .....	
3. 盈利预测及定价 .....	
4. 风险提示 .....	

## 表格目录

表 1: 本次发行情况概览 .....	
表 2: 公司市场份额一览 .....	
表 3: 可比公司估值 .....	
表 4: 公司盈利预测表 .....	11

## 插图目录

图 1: 公司发行前股权结构图 .....	
图 2: 公司城市燃气供应覆盖范围 .....	
图 3: 公司历年营业收入—分产品 .....	
图 4: 公司 2013 年各项业务收入占比 .....	
图 5: 公司各项业务的主要影响因素 .....	
图 6: 重庆 GDP 增速高于全国 .....	
图 7: 重庆人口增长拉动天然气使用 .....	
图 8: 公司历年营业收入及增长率 .....	
图 9: 公司历年净利润及增长率 .....	
图 10: 公司历年费用率 .....	
图 11: 公司历年毛利率和净利率 .....	

## 1. 募集资金 4.7 亿元用于燃气管线建设

### 1.1 发行情况概览

公司本次 IPO 拟发行数量不超过 15600 万股, 不进行老股转让, 发行后公司总股本不超过 155600 万股; 本次 IPO 募集资金扣费用将全于“都市区天然气外环管网及区域中心城市输气干线工程”项目。该项目总投资 21.23 亿元, 公司拟以本次发行募集资金投入 4.7 亿, 项目资金需求之间的缺口, 公司将通过自有资金或银行贷款解决。

表 1: 本次发行情况概览

公司名称	重庆燃气集团股份有限公司
公司简称	重庆燃气
成立时间	1995 年 4 月
申购日期和缴款日期	2014 年 9 月 1 日
申购代码	600917
发行股数 (万股)	15600, 不进行老股转让
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本 (万股)	155,600
每股收益 (2013) 年	0.21
发行前每股净资产 (元)	2.12

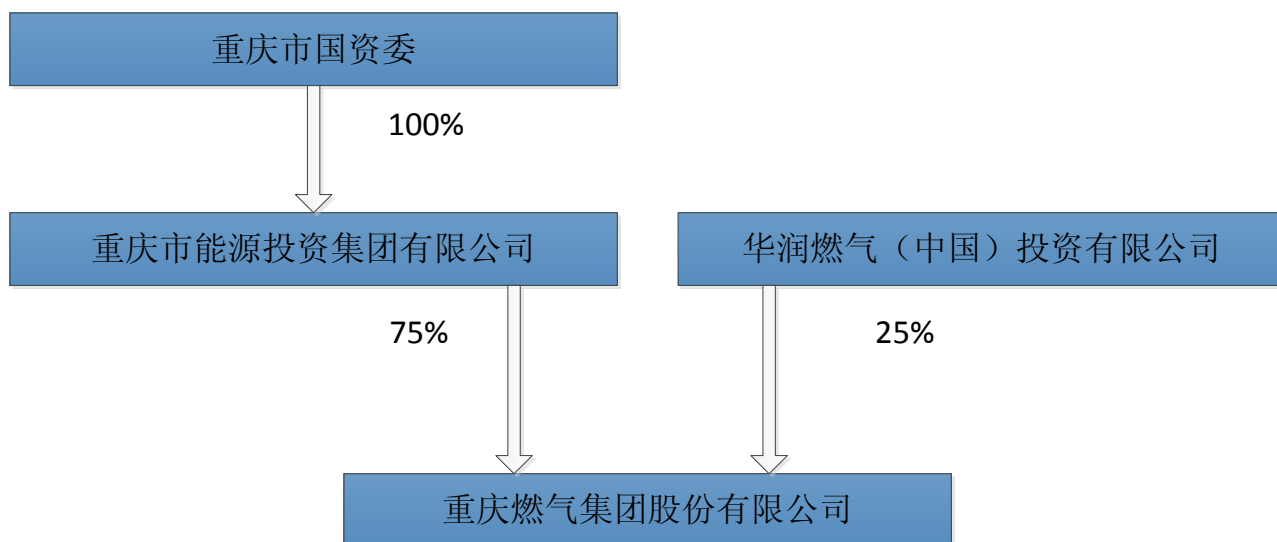
资料来源: 东兴证券研究所

### 1.2 公司股权结构一览

公司的大股东是重庆市能源投资集团有限公司, 注册资本为 100 亿元人民币。重庆能源集能源投资、能源开发、能源利用和能源服务于一体, 以煤炭、电力、天然气的投资开发和营销为主, 兼营基本建设、火工产品、建材、机械、物流等, 是重庆市最大的综合性能源投资开发和生产企业, 发行前持有公司股份为 75%, 发行后占公司比例下降至 67.48%。

公司的实际控制人重庆市国资委。

图 1：公司发行前股权结构图



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2. 公司基本情况

### 2.1 公司是重庆市最大城市燃气供应商

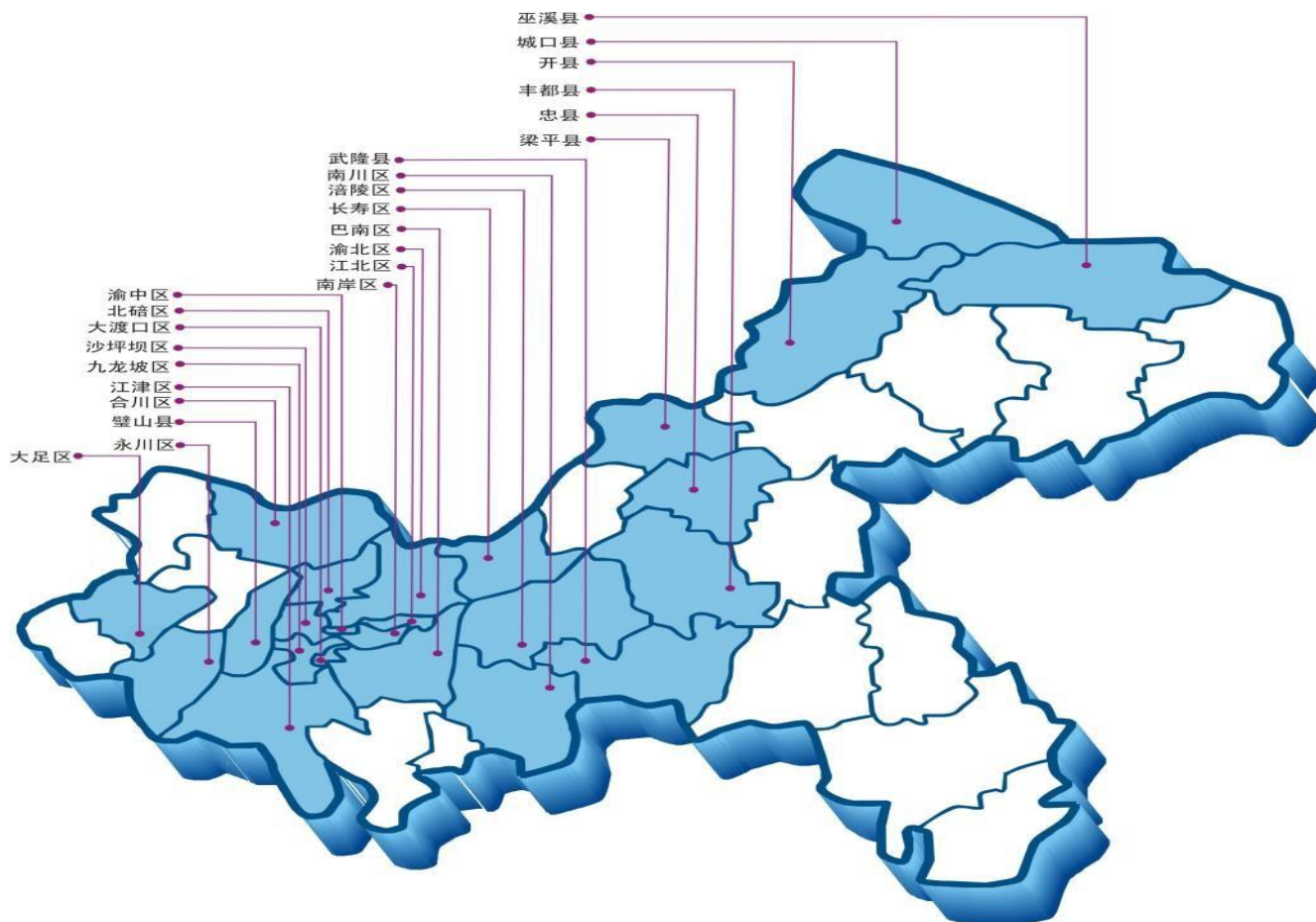
公司是重庆市最早从事城市燃气经营的企业，经营历史长达 40 年。公司是重庆市规模最大的城市燃气供应商。截至 2014 年 6 月末，公司的城市燃气供应范围覆盖重庆市 38 个行政区县中的 24 个区县、3 个国家级开发区以及 25 个市级工业园区，服务 346.77 万居民客户、8.77 万非居民用户（包括集体、商业、CNG 加气站、工业用户等），在重庆市城市燃气行业中具有重要的市场地位。2012 年，公司完成供气量 23.99 亿立方米，占重庆天然气消费总量的 33.9%，占重庆城镇天然气供气总量的 65.05%，处于绝对优势地位。

表 2:公司市场份额一览

项目	2010 年	2011 年	2012 年
公司供气量(亿 m3)	18.69	19.7	23.99
重庆市天然气消费总量(亿 m3)	61.8	63.06	70.77
公司占重庆天然气消费总量的比例	30.24%	31.24%	33.90%
重庆市城镇天然气供气总量(亿 m3)	30.95	31.44	36.88
公司占重庆城镇天然气供气总量的比例	60.39%	62.66%	65.05%

资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 2: 公司城市燃气供应覆盖范围



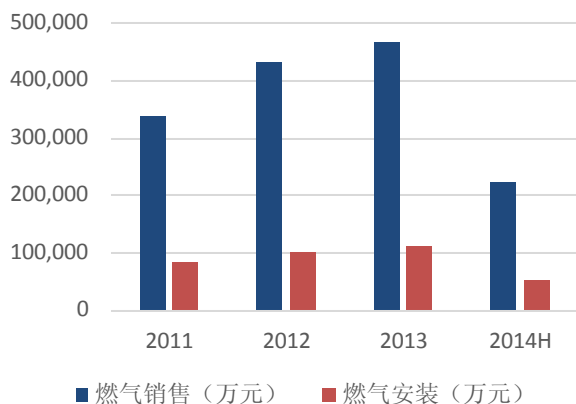
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

## 2.2 燃气用户增长是公司业绩的主要驱动力

公司的主营业务主要是燃气销售和燃气安装。2013 年, 燃气销售业务实现营业收入 46.58 亿元, 占公司主营业务收入的比重为 78.49%, 是公司主要的收入来源。

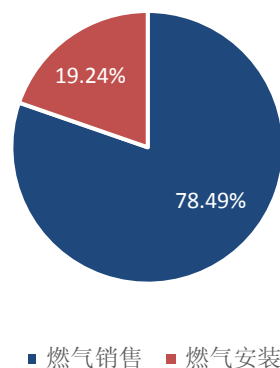
公司的燃气销售业务主要是从上游生产商购买气源后再分销到下游终端消费者的商业形式, 主要赚取上下游的差价, 由于上下游价格均由政府定价, 这部分业务的单位利润率不高但相对稳定, 收入与利润总额的提高主要源自燃气销售量的增加。公司的燃气安装业务营业利润相对较高, 但费率同样由政府确定, 增长主要依靠用户的增加。

图 3：公司历年营业收入—分产品



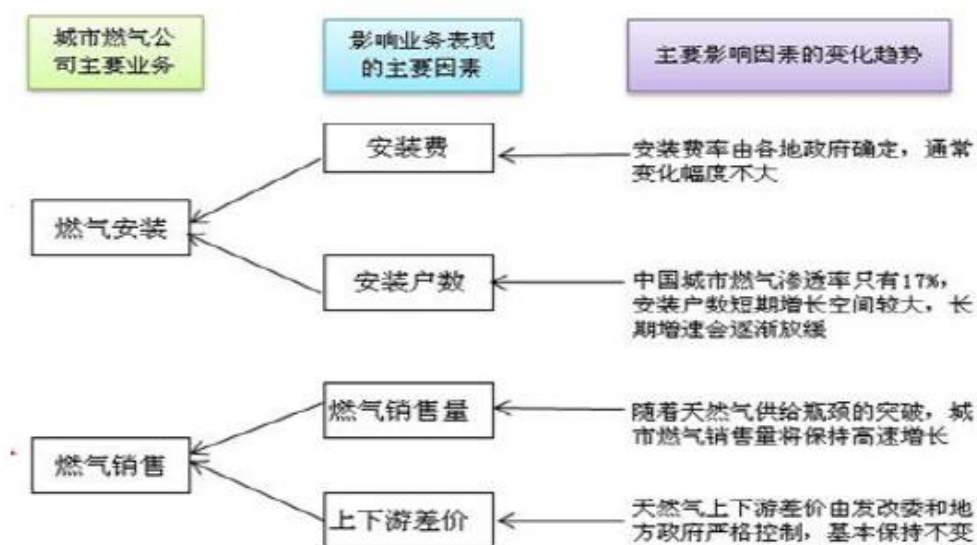
资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 4：公司 2013 年各项业务收入占比



资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

图 5：公司各项业务的主要影响因素

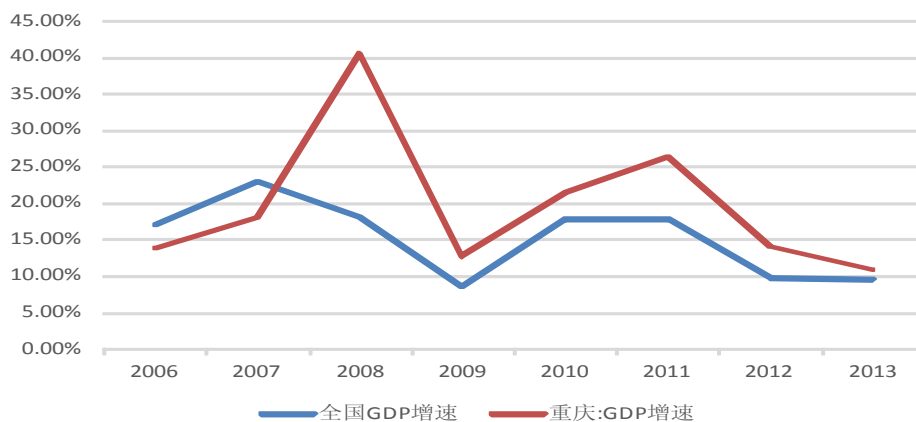


资料来源：招股说明书，东兴证券研究所

## 2.3 重庆经济增长和城镇化率提高支持公司业绩快速增长

2013 年，重庆市 GDP 为 1.27 万亿元，在全国城市中排第七位，但人均 GDP 仅 4.3 万元，在全国排名 139 位。2006-2013 年重庆市的 GDP 增速均值为 19.7%，明显高于全国水平，未来有望继续保持高速增长。

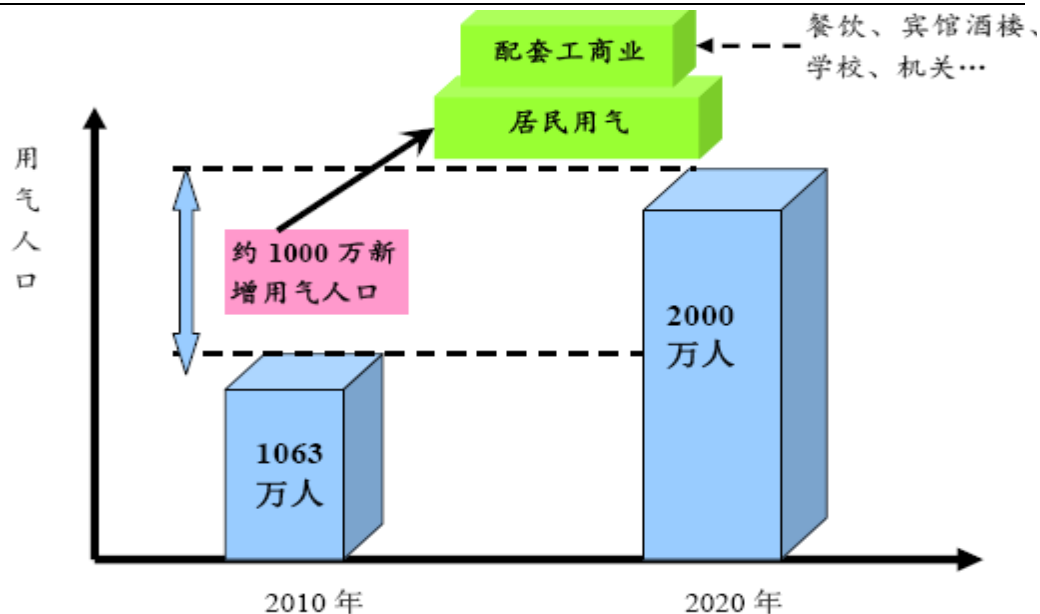
图 6: 重庆 GDP 增速高于全国



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

2013 年, 重庆市常住人口 2970 万人, 城镇人口仅 1732 万人, 城镇化率为 58.34%。根据重庆市规划, 重庆于 2010 年全面启动户籍制度改革, 并提出“到 2020 年全市户籍人口城市化率升至 60%以上、常住人口城市化率升至 70%以上”的目标, 这意味着未来还有大批的农民转为城市居民, 将给天然气使用带来较大需求。

图 7: 重庆人口增长拉动天然气使用



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

## 2.4 营业收入稳步增长

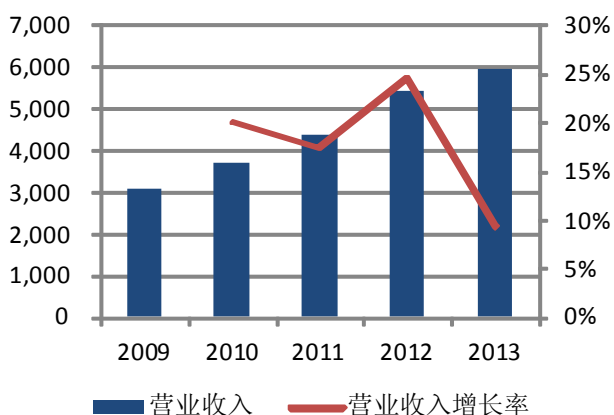
在经济发展和城镇化的推动下, 公司营业收入逐年增长。2009-2013 年, 公司营业收入复合增长率为 17.76%。



公司毛利率则呈逐年下降趋势, 原因在于 1: 购气价格和销售价格基本上等额调整, 随着价格提升, 相同额度毛利对应的毛利率下降; 2、供气客户的结构发生变化, 居民户占比增加; 3、气源发生变化, 中石化普光气田的供气单价较高; 4、公司员工工资增加。

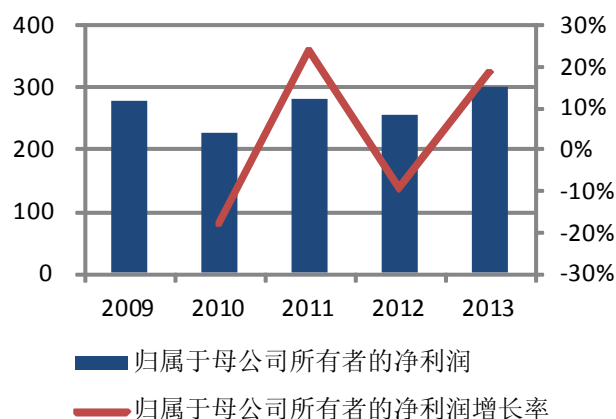
尽管公司的费用率也在持续下降, 当仍然无法对冲毛利率下降带来的影响, 公司净利润提升并不明显, 2009-2013 年净利润复合增速为 2.1%。

图 8: 公司历年营业收入及增长率



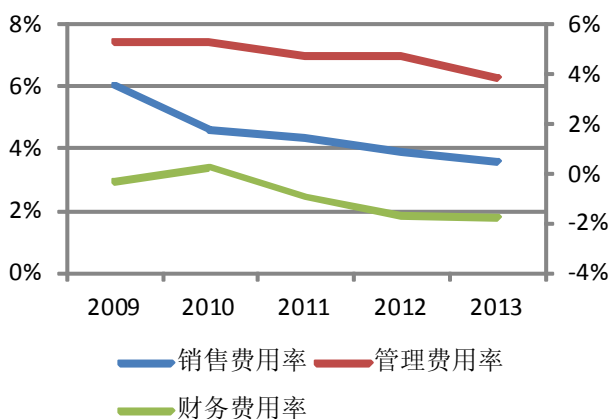
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 9: 公司历年净利润及增长率



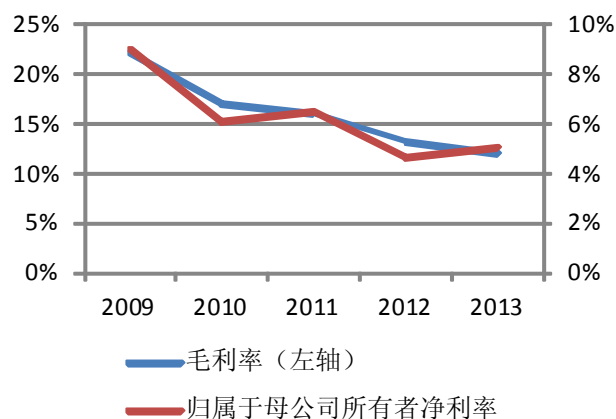
资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 10: 公司历年费用率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所

图 11: 公司历年毛利率和净利率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券研究所



### 3. 盈利预测及定价

我们预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 68.1 亿元、79.96 亿元和 93.9 亿元，归属于上市公司股东净利润分别为 3.27 亿元、3.65 亿元和 4.22 亿元，考虑增发后的摊薄每股收益分别为 0.21 元、0.23 元和 0.27 元。**建议申购价 3.3 元。按照平均 26 倍 PE 计算，公司合理价值为 5.48 元。**

表 3:可比公司估值

股票代码	股票名称	当前股价	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2013PE	2014PE	2015PE	2016PE
002267.SZ	陕天然气	10.19	0.33	0.40	0.51	0.73	30.68	25.61	19.86	14.05
000669.SZ	金鸿能源	19.63	1.11	0.79	1.08	1.39	17.61	24.87	18.17	14.08
601139.SH	深圳燃气	7.01	0.36	0.39	0.47	0.56	19.47	17.80	14.76	12.51
002700.SZ	新疆浩源	20.86	0.70	0.55	0.77	0.85	29.80	37.66	27.25	24.62
平均 PE								26.78		

资料来源：东兴证券研究所

### 4. 风险提示

- 1、天然气价格上调不及预期
- 2、气源供应不稳定

表 4：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产合计</b>	2662	2640	2936	3205	3736	<b>营业收入</b>	5424	5935	6810	7997	9391
货币资金	2025	2095	2227	2399	2817	<b>营业成本</b>	4712	5226	5935	6982	8192
应收账款	202	163	187	219	257	营业税金及附加	46	51	58	68	80
其他应收款	37	30	34	40	47	营业费用	211	213	245	288	338
预付款项	246	189	195	202	210	管理费用	255	227	259	304	357
存货	143	128	163	191	224	财务费用	-91	-108	-29	-31	-30
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1.93	3.25	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	3158	3635	3734	3813	3878	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	22	15	15	15	15	投资净收益	1.34	3.52	0.00	0.00	0.00
固定资产	2184.48	2262.08	2421.49	2551.48	2662.24	<b>营业利润</b>	291	326	342	386	455
无形资产	182	193	173	154	135	营业外收入	34.45	50.81	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	1.19	4.91	2.00	2.00	2.00
<b>资产总计</b>	5821	6274	6670	7018	7615	<b>利润总额</b>	324	372	390	434	503
<b>流动负债合计</b>	1360	1418	1466	1595	1939	所得税	52	64	62	69	80
短期借款	0	0	0	14	224	<b>净利润</b>	272	308	328	365	422
应付账款	141	202	195	230	269	少数股东损益	18	7	0	0	0
预收款项	767	958	1026	1106	1200	归属母公司净利润	254	300	328	365	422
一年内到期的非	11	9	0	0	0	EBITDA	562	609	455	509	585
<b>非流动负债合计</b>	1717	1881	1880	1880	1880	<b>BPS（元）</b>	0.18	0.21	0.21	0.23	0.27
长期借款	270	246	246	246	246	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>负债合计</b>	3077	3299	3346	3474	3818	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	253	248	248	248	248	营业收入增长	24.59%	9.42%	14.75%	17.42%	17.43%
实收资本（或股	1400	1400	1556	1556	1556	营业利润增长	-10.27%	12.02%	5.04%	12.81%	17.73%
资本公积	712	707	707	707	707	归属于母公司净利润	9.11%	11.23%	9.11%	11.23%	15.77%
未分配利润	332	525	460	387	302	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	2490	2727	3060	3279	3532	毛利率（%）	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
<b>负债和所有者权</b>	5821	6274	6654	7001	7598	净利率（%）	5.01%	5.18%	4.81%	4.56%	4.50%
<b>现金流量表</b>						总资产净利润（%）	4.36%	4.79%	4.92%	5.20%	5.54%
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	ROE（%）	10.18%	11.02%	10.71%	11.12%	11.95%
<b>经营活动现金流</b>	751	833	320	505	573	<b>偿债能力</b>					
净利润	272	308	328	365	422	资产负债率（%）	53%	53%	50%	50%	50%
折旧摊销	362.42	390.50	0.00	154.00	160.30	流动比率	1.96	1.86	2.00	2.01	1.93
财务费用	-91	-108	-29	-31	-30	速动比率	1.85	1.77	1.89	1.89	1.81
应收账款减少	0	0	-23	-33	-38	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0	0	68	80	94	总资产周转率	0.98	0.98	1.05	1.17	1.29
<b>投资活动现金流</b>	-570	-704	-228	-232	-226	应收账款周转率	35	32	39	39	39
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	39.59	34.62	34.29	37.66	37.65
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>每股指标（元）</b>					
投资收益	1	4	0	0	0	每股收益（最新摊薄）	0.18	0.21	0.21	0.23	0.27
<b>筹资活动现金流</b>	-205	-59	43	-101	71	每股净现金流（最新	-0.02	0.05	0.09	0.11	0.27
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产（最新摊	1.78	1.95	1.97	2.11	2.27
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	156	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	-10	-5	0	0	0	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	-24	70	135	172	418	EV/EBITDA	-3.10	-3.02	-4.36	-4.20	-4.02

资料来源：东兴证券研究所



## 分析师简介

### 刘斐

煤炭、电力及公用事业行业研究员

重点覆盖公司：

煤炭：中国神华、中煤能源、西山煤电、冀中能源、永泰能源、兰花科创、阳泉煤业、美锦能源、潞安环能。

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

### 张鹏

金融学硕士，2011 年进入东兴证券研究所，电力及公用事业行业研究员。

重点覆盖公司：

发电及电网：郴电国际、华能国际、华电国际、国电电力、国投电力、川投能源、宝新能源、广州发展、上海电力、粤电力、深圳能源、黔源电力、内蒙华电、桂冠电力、韶能股份、凯迪电力等。

环保及公用事业：国中水务、碧水源、万邦达、维尔利、翰蓝环境、江南水务、首创股份、永清环保、东江环保、巴安水务、津膜科技、南方汇通、创业环保、大禹节水、st 科健、四环药业等。

## 联系人简介

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。