

日期: 2014 年 9 月 1 日

行业: 公用事业



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

**IPO 价格** RMB3.25 元  
**上市合理定价** RMB4.23-5.07 元

**基本数据 (IPO)**

发行数量 (百万股)	156.00
发行后总股本 (百万股)	1556.0
发行数量占发行后总股本	10.03
发行方式	网上定价申购 网下询价配售
保荐机构	申银万国

**主要股东 (发行前)**

重庆市能源投资集团有限公司 (SS)	75.00
华润燃气 (中国) 投资有限公司	25.00

**收入结构 (2013)**

天然气销售	78.96%
天然气安装	19.36%

报告编号: JIJ14-NSP04

首次报告日期: 2014 年 9 月 5 日

# 区域燃气分销龙头

## ■ 投资要点:

### 区域燃气分销龙头

公司主要在重庆市从事城市燃气运营, 主营业务包括城市燃气销售和为用户提供燃气设施设备的安装服务。公司是重庆市目前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。

### 募投项目提高供气能力

公司本次发行募集资金投资项目“重庆市都市区天然气外环管网及区域中心城市输气干线工程”, 预计投资总额 21.23 亿元。项目覆盖的都市区及区域中心城市江津、永川、合川、涪陵和璧山是重庆市“一小时经济圈”的核心区域。项目设计输气总规模为 57 亿 m<sup>3</sup>/年, 能满足项目供气区域 2020 年 53 亿 m<sup>3</sup>/年的用气需求。随着供气规模和用户数的大幅增加, 将进一步提升公司的营运发展能力和竞争优势, 提高公司的整体收益水平。

### 盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2014、2015 年归属于母公司的净利润分别为 3.29 亿元和 3.60 亿元, 同比增速分别为 9.47% 和 9.50%, 相应的稀释后每股收益为 0.21 元和 0.23 元。

### 定价结论

公司拟公开发行人 15600 万股普通股, 不进行老股转让, 发行后总股本 155600 万股, 公司发行价格为 3.25 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 4.23-5.07 元, 对应 2014 年每股收益的 20-24 倍市盈率。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	5,423.72	5,934.67	6,328.05	6,800.32
年增长率 (%)	24.59%	9.42%	6.63%	7.46%
归属于母公司的净利润	253.52	300.48	328.94	360.20
年增长率 (%)	-9.66%	18.52%	9.47%	9.50%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.16	0.19	0.21	0.23

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司主要在重庆市从事城市燃气运营，主营业务包括城市燃气销售和为用户提供燃气设施设备的安装服务。

所处行业为城市燃气行业。城市燃气是城市能源结构和城市基础设施的重要组成部分，为城市工业、商业和居民生活提供优质清洁能源，在城市现代化建设中发挥重要的作用。

公司是重庆市目前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）。

### ● 行业增长前景

根据国家统计局发布的数据，我国 2012 年、2011 年全年能源消费总量分别同比增长 3.9%、7.0%。其中：天然气消费量分别同比增长 10.2%、12.0%，增幅高于电力（5.5%、11.7%）、原油（6.0%、2.7%）、煤炭（2.5%、9.7%）等其他基础能源。

尽管如此，根据国家发改委《天然气发展“十二五”规划》，目前天然气占我国一次能源消费比重为 4.6%，与国际平均水平（23.8%）差距较大。另一方面，2010 年世界年人均天然气消费为 459 立方米，美国为 2,004 立方米，而我国仅为 81 立方米，与世界平均水平相差 5.5 倍，与美国相差 27 倍。作为高效清洁能源，大幅提高天然气在我国基础能源消费结构中的比例，对于我国实现节能减排目标是最有效的途径之一。可以预见，在未来较长一段时期内，天然气有望在节能减排的政策环境导向下延续快速增长的发展态势，在基础能源消费结构中的比重将进一步提高。

目前，重庆市的能源消费结构与我国的整体结构类似，与全球能源消费结构存在较大差距。煤炭在重庆一次能源消费结构中的比重仍然很大（近 70%），且含硫量高，成为导致重庆 SO<sub>2</sub>（二氧化硫）排放量大、环境空气中 SO<sub>2</sub> 浓度超标和酸雨污染严重的主要原因。重庆已提出建设国家级生态环保城市的目标，而重庆所处的川渝地区的资源结构具有“少油、多气”的禀赋特征，因此，提高天然气消费比重，是重庆市调整能源消费结构以提高空气质量、实现节能减排的必由之路。2011 年重庆 GDP 增长 16.4%，增速与天津市并列全国第一。2012 年、2013 年重庆 GDP 增速分别达到 13.6%、12.3%，仍然位居全国前列。根据重庆市国民经济和社会发展十二五规划，“十二五”期间重庆将实现地区 GDP 翻番，年均增速约 12.5%；全市城镇居民人均收入年均增长 12%，超过全国平均水平。作为区域内重要

的基础能源，城市燃气的消费需求将在重庆经济稳步增长的拉动下持续增加。

由于历史原因和区域经济发展的不均衡，在我国 4 个直辖市中，重庆市的城市化水平最低。2010 年重庆常住人口（含未取得城镇户籍的外来务工人员）城市化率为 53%，而上海、北京、天津的 2006 年城市化率就已经分别达到 85.76%、75.60%、60.09%。按重庆市目前人口数量约 3300 万、每户平均 3 人计算，重庆城市化率每提高 1 个百分点，就将意味着 30 余万人进城，为城市燃气行业新增约 10 万潜在居民用户。重庆市政府提出的目标是到 2020 年重庆常住人口城市化率达到 70%，户籍人口城市化率达到 60%。因此，相较于其他 3 个直辖市，重庆城市化率的低基数效应将为重庆城市燃气的发展提供更大的增长空间。

## ● 行业竞争结构及公司的地位

与国内天然气消费结构变化趋势一致，近年来重庆市城市燃气的消费增速快于天然气消费总量的增速。最近三年，作为重庆市最大的城市燃气供应商，公司在重庆市城市燃气的市场占有率稳步提升。

城市管道燃气基础设施建设的周期长、投资大，且在同一供气区域内一般不允许重复建设。因此，城市管道燃气运营商在特定供气区域内的经营具有自然垄断性，管网覆盖区域越广，规模越大，相较于其他竞争对手的先发优势越明显。经过 40 年的专业经营，公司运营管道长度达 1.65 万余公里、球罐 27 台、储配站 11 座、配气站 127 座的燃气管网系统，服务 346.77 万居民客户、8.77 万工商业、集体、CNG 用户，供气量占重庆市城镇天然气消费总量的份额超过 60%，在城市管道燃气的基础网络设施、管理用户等方面具有较为明显的区域市场规模优势。

重庆市从事城市燃气的主要企业除公司以外，还有中石油控股的城市燃气供应商（重庆凯源石油天然气有限责任公司、重庆渝川燃气有限责任公司）、民营企业（重庆民生能源集团、重庆三峡燃气（集团）有限公司）、以及区县国有燃气企业（重庆市万州天然气公司）等。

表 1 2010 年-2012 年，公司在重庆市天然气及城市燃气供气量中的市场份额

项目	2010 年	2011 年	2012 年
公司供气量(亿 m3)	18.69	19.70	23.99
重庆市天然气消费总量(亿 m3)	61.80	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%

数据来源：公司招股意向书

## 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

公司的前身为重庆燃气（集团）有限责任公司，2010 年 3 月 31 日整体变更为重庆燃气集团股份有限公司

公司的控股股东为重庆市能源投资集团有限公司，公司的实际控制人为重庆市国资委，本次发行前通过重庆能源持有公司 75% 的股权。

公司拟公开发行 15600 万股普通股，不进行老股转让，发行后总股本 155600 万股，公司发行价格为 3.25 元/股。

表 2 公司的股东结构情况

序号	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	重庆市能源投资集团有限公司 (SS)	105,000.00	75.00%	103,440.00	66.48%
2	华润燃气（中国）投资有限公司	35,000.00	25.00%	35,000.00	22.49%
3	全国社会保障基金理事会	—	—	1,560.00	1.00%
4	社会公众股	—	—	15,600.00	10.03%
	合 计	140,000.00	100.00%	155,600.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 3 公司营业收入构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	283,314.63	99.63%	589,991.59	99.41%	539,890.85	99.54%	432,545.93	99.36%
其他业务收入	1,058.01	0.37%	3,475.16	0.59%	2,481.22	0.46%	2,766.41	0.64%
营业收入合计	284,372.64	100%	593,466.75	100%	542,372.07	100%	435,312.33	1100%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 4 公司主营业务收入构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
天然气销售	224,272.42	79.16%	465,833.07	78.96%	431,985.60	80.01%	337,639.55	78.06%
天然气安装	54,199.36	19.13%	114,204.42	19.36%	101,301.90	18.76%	86,222.06	19.93%
其中：一次性入网费	13,284.75		24,002.69		20,598.81		17,398.27	
其他	4,842.85	1.71%	9,954.11	1.69%	6,603.35	1.22%	8,684.32	2.01%
合 计	283,314.63	100%	589,991.59	100%	539,890.85	100%	432,545.93	100%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 5 公司营业成本构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务成本	241,939.50	99.91%	522,032.90	99.89%	470,946.51	99.96%	365,747.59	99.94%
其他业务成本	216.47	0.09%	564.99	0.11%	204.46	0.04%	220.09	0.06%
营业成本合计	242,155.97	100%	522,597.89	100%	471,150.97	100%	365,967.68	100%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 6 公司主营业务成本构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
天然气销售	212,352.12	87.77%	454,623.19	87.08%	414,938.81	88.11%	318,414.58	87.06%
天然气安装	25,543.66	10.56%	60,015.72	11.50%	50,834.24	10.79%	40,999.71	11.21%
其中：一次性入网费	—	—	—	—	—	—	—	—
其他	4,043.72	1.67%	7,393.99	1.42%	5,173.46	1.10%	6,333.31	1.73%
合 计	241,939.50	100%	522,032.90	100%	470,946.51	100%	365,747.59	100%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 7 公司销售收入和毛利情况 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
燃气销售	224,272.42	78.87%	465,833.07	78.49%	431,985.60	79.65%	337,639.55	77.56%
燃气安装	54,199.36	19.06%	114,204.42	19.24%	101,301.90	18.68%	86,222.06	19.81%
合 计	278,471.78	97.92%	580,037.49	97.74%	533,287.50	98.33%	423,861.61	97.37%

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 8 燃气销售业务的销售气量、平均售价

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
实际销售气量（亿 m <sup>3</sup> ）	11.45	24.33	23.98	19.71
平均售价（元/ m <sup>3</sup> ）	1.96	1.91	1.80	1.71

数据来源：公司招股意向书

表 9 公司燃气供应的终端用户结构按居民用户、非居民用户分类的销售情况

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
一、居民用户				
当期净增用户(万户) 注	+13.80	+27.24	+27.57	+21.07
期末管理用户(万户)	346.77	332.98	305.74	278.17
当期销售气量(万 m <sup>3</sup> )	46,528.81	76,208.79	72,019.41	65,574.96
占当期销售总量的比例(%)	40.65%	31.33%	30.03%	33.28%
当期销售收入(万元)	69,456.50	113,361.71	106,615.81	97,249.71

占当期燃气销售总收入的比重(%)	30.97%	24.34%	24.68%	28.80%
二、非居民用户				
当期净增用户(万户)	+0.15	+0.51	+0.42	+0.44
期末管理用户(万户)	8.77	8.62	8.11	7.69
当期销售气量(万 m3)	67,932.89	167,060.58	167,811.04	131,480.53
占当期销售总量的比例(%)	59.35%	68.67%	69.98%	66.72%
当期销售收入(万元)	154,815.92	352,471.36	325,369.80	240,389.85
占当期燃气销售总收入的比重(%)	69.03%	75.66%	75.32%	71.20%
合 计				
当期净增用户(万户)	+13.95	+27.74	+27.99	+21.51
期末管理用户(万户)	355.54	341.59	313.85	285.86

数据来源：公司招股意向书

表10 按销售量划分的用气性质结构 单位：万立方米

项 目	2014 年 1-6 月		2013 年度	
	销售量	比例	销售量	比例
一、城市燃气	109,994.25	96.10%	234,397.25	96.35%
其中：(一) 城市燃气(非工业)	83,539.11	72.98%	142,318.31	58.50%
其中：1、居民用气	46,528.81	40.65%	76,208.79	31.33%
2、集体用气	4,264.28	3.73%	8,345.79	3.43%
3、商业用气	14,399.74	12.58%	24,998.49	10.28%
4、CNG 用气	18,001.03	15.73%	32,329.12	13.29%
(二) 城市燃气工业用气	26,455.14	23.11%	92,078.94	37.85%
二、专用管网(直供工业)用气	4,467.45	3.90%	8,872.12	3.65%
合 计	114,461.70	100.00%	243,269.37	100.00%

  

项 目	2012 年度		2011 年度	
	销售量	比例	销售量	比例
一、城市燃气	232,155.17	96.80%	185,864.58	94.32%
其中：(一) 城市燃气(非工业)	129,654.28	54.06%	130,238.90	66.09%
其中：1、居民用气	72,019.41	30.03%	65,574.96	33.28%
2、集体用气	6,365.02	2.65%	8,530.48	4.33%
3、商业用气	17,546.36	7.32%	22,147.60	11.24%
4、CNG 用气	33,625.81	14.02%	33,958.74	17.23%
(二) 城市燃气工业用气	81,172.41	33.85%	55,625.68	28.23%
(三) 外购气	21,328.48	8.89%	—	—
二、专用管网(直供工业)用气	7,675.28	3.20%	11,190.91	5.68%
合 计	239,830.45	100.00%	197,055.49	100.00%

数据来源：公司招股意向书

表 11 按销售额划分的用气性质结构 单位：万元

项 目	2014 年 1-6 月		2013 年度	
	销售金额	比例	销售金额	比例
一、城市燃气	215,142.97	95.93%	447,986.83	96.17%



其中：(一) 城市燃气(非工业)	160,588.64	71.60%	271,901.36	58.37%
其中：1、居民用气	69,456.50	30.97%	113,361.71	24.34%
2、集体用气	10,131.52	4.52%	19,382.33	4.16%
3、商业用气	36,377.38	16.22%	61,408.92	13.18%
4、CNG 用气	43,449.09	19.37%	75,994.05	16.31%
(二) 城市燃气工业用气	54,554.33	24.33%	176,085.47	37.80%
二、专用管网(直供工业)用气	9,129.44	4.07%	17,846.23	3.83%
合 计	224,272.42	100.00%	465,833.06	100.00%

  

项 目	2012 年度		2011 年度	
	销售金额	比例	销售金额	比例
一、城市燃气	419,266.71	97.06%	319,811.56	94.72%
其中：(一) 城市燃气(非工业)	217,788.88	50.42%	215,385.03	63.79%
其中：1、居民用气	106,615.81	24.68%	97,249.71	28.80%
2、集体用气	12,833.26	2.97%	16,904.17	5.01%
3、商业用气	37,509.15	8.68%	45,511.20	13.48%
4、CNG 用气	60,433.74	13.99%	55,624.90	16.47%
(二) 城市燃气工业用气	144,501.16	33.45%	104,426.53	30.93%
(三) 外购气	56,976.67	13.19%	—	
二、专用管网(直供工业)用气	12,718.90	2.94%	17,828.00	5.28%
合 计	431,985.61	100.00%	337,639.56	100.00%

数据来源：公司招股意向书

表 12 公司燃气安装业务量及实现的销售收入

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
安装户数(万户)	14.39	29.63	27.87	24.46
其中：居民用户(万户)	14.19	29.17	27.34	23.83
非居民用户(万户)	0.20	0.46	0.53	0.63
销售收入(万元)	54,199.36	114,204.42	101,301.90	86,222.06

数据来源：公司招股意向书

表 13 报告期内公司的购气情况

项目	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
购气量(亿 m <sup>3</sup> )	11.53	25.00	24.94	20.81
其中：中石油	10.21	18.76	18.41	18.38
中石化	1.05	5.66	5.99	1.92
中梁山煤电气	0.27	0.58	0.54	0.51
购气成本(亿元)	18.16	39.23	36.51	27.45
其中：中石油	15.93	29.36	26.53	24.10
中石化	2.11	9.60	9.73	3.11
中梁山煤电气	0.12	0.27	0.26	0.24
采购单价(元/ m <sup>3</sup> )	1.57	1.57	1.46	1.32
其中：中石油	1.56	1.56	1.44	1.31

中石化	2.00	1.70	1.62	1.62
中梁山煤电气	0.45	0.46	0.48	0.46

数据来源：公司招股意向书

表14 公司天然气销售量及销售金额情况 单位：销售量 万m3，销售收入 万元

用气性质	2011 年度		2012 年度			
	销售量	销售收入	销售量	增幅	销售收入	增幅
一、城市燃气(非工业)	130,238.90	215,385.03	129,654.28	-0.45%	217,788.88	1.12%
其中：1、居民用气	65,574.96	97,249.71	72,019.41	9.83%	106,615.81	9.63%
2、集体用气	8,530.48	16,904.17	6,365.02	-25.38%	12,833.26	-24.08%
3、商业用气	22,147.60	45,511.20	17,546.36	-20.78%	37,509.15	-17.58%
4、CNG 用气	33,958.74	55,624.90	33,625.81	-0.98%	60,433.74	8.65%
二、城市燃气(工业)	55,625.68	104,426.53	81,172.41	45.93%	144,501.16	38.38%
三、专用管网工业	11,190.91	17,828.00	7,675.28	-31.42%	12,718.90	-28.66%
四、外购气	—	—	21,328.48	—	56,976.67	—
合 计	197,055.49	337,639.55	239,830.44	21.71%	431,985.60	27.94%

用气性质	2013 年度		2014 年 1-6 月			
	销售量	增幅	销售收入	增幅	销售量	销售收入
一、城市燃气(非工业)	142,318.31	9.77%	271,901.36	24.85%	83,539.11	160,588.64
其中：1、居民用气	76,208.79	5.82%	113,361.71	6.33%	46,528.81	69,456.50
2、集体用气	8,345.79	31.12%	19,382.33	51.03%	4,264.28	10,131.52
3、商业用气	24,998.49	42.47%	61,408.92	63.72%	14,399.74	36,377.38
4、CNG 用气	32,329.12	-3.86%	75,994.05	25.75%	18,001.03	43,449.09
二、城市燃气(工业)	92,078.94	13.44%	176,085.47	21.86%	26,455.14	54,554.33
三、专用管网工业	8,872.12	15.59%	17,846.23	40.31%	4,467.45	9,129.44
四、外购气	—	-100.00%	—	-100.00%	—	—
合 计	243,269.37	1.43%	465,833.07	7.84%	114,461.70	224,272.42

数据来源：公司招股意向书

表15 公司安装收入的变动情况 单位：万元，%

项 目	2011 年度		2012 年度		2013 年度		2014 年 1-6 月	
	金额	金额	增加额	增幅	金额	增加额	增幅	金额
民用气安装	47,456.49	47,502.37	45.88	0.10%	50,636.36	3,133.98	6.19%	23,048.19
工业气安装	980.11	1,523.24	543.13	55.42%	1,243.74	-279.50	-22.47%	337.88
公用气安装	6,267.97	8,139.45	1,871.48	29.86%	9,656.28	1,516.83	15.71%	5,687.69
外管安装	10,233.43	16,584.20	6,350.77	62.06%	20,832.78	4,248.58	20.39%	8,478.91
热水器安装	350.45	272.77	-77.68	-22.17%	148.66	-124.11	-83.48%	34.90
迁改	3,535.34	6,681.07	3,145.73	88.98%	7,683.90	1,002.83	13.05%	3,327.04
小 计	68,823.79	80,703.10	11,879.31	17.26%	90,201.72	9,498.62	10.53%	40,914.61
一次性入网费	17,398.27	20,598.81	3,200.54	18.40%	24,002.69	3,403.88	14.18%	13,284.75
合 计	86,222.06	101,301.90	15,079.84	17.49%	114,204.42	12,902.52	11.30%	54,199.36

数据来源：公司招股意向书



## ● 募投项目

公司本次发行募集资金投资项目“重庆市都市区天然气外环管网及区域中心城市输气干线工程”，预计投资总额 21.23 亿元。

项目覆盖的都市区及区域中心城市江津、永川、合川、涪陵和璧山是重庆市“一小时经济圈”的核心区域。项目于 2009 年开工建设，2011-2015 年建设期间随着项目分段管网的建成，将逐步实现对覆盖区域用户的供气。项目设计输气总规模为 57 亿 m<sup>3</sup>/年，能满足项目供气区域 2020 年 53 亿 m<sup>3</sup>/年的用气需求。随着供气规模 and 用户数的大幅增加，将进一步提升公司的营运发展能力和竞争优势，提高公司的整体收益水平。

表 16 公司 IPO 募集资金项目主要效益指标

序号	指标	单位	数值	备注
1	年销售收入	亿元	56.02	按年供气量 38.08 亿 m <sup>3</sup> 测算
2	年平均净利润	万元	22,186	所得税后
3	投资利润率	%	10.45	所得税后
4	内部收益率	%	10.77	所得税后
5	投资回收期	年	11.43	所得税后

资料来源：公司招股意向书

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2014、2015 年归母公司的净利润分别为 3.29 亿元和 3.60 亿元，同比增速分别为 9.47%和 9.50%，相应的稀释后每股收益为 0.21 元和 0.23 元。

表 17 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	5,423.72	5,934.67	6,328.05	6,800.32
二、营业总成本	5,134.16	5,612.30	5,949.61	6,384.78
营业成本	4,711.51	5,225.98	5,461.09	5,859.80
营业税金及附加	46.13	50.96	55.05	59.16
销售费用	210.71	213.03	211.99	227.81
管理费用	254.84	226.67	227.81	244.81
财务费用	-90.96	-107.58	-6.33	-6.80
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.34	3.52	2.00	0.00

汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	<b>290.90</b>	<b>325.88</b>	<b>380.44</b>	<b>415.54</b>
加：营业外收入	34.45	50.81	35.00	35.00
减：营业外支出	1.19	4.91	4.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	<b>324.17</b>	<b>371.78</b>	<b>411.44</b>	<b>450.54</b>
减：所得税	52.41	64.08	74.06	81.10
<b>六、净利润</b>	<b>271.76</b>	<b>307.70</b>	<b>337.38</b>	<b>369.44</b>
减：少数股东损益	18.24	7.22	8.43	9.24
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>253.52</b>	<b>300.48</b>	<b>328.94</b>	<b>360.20</b>
<b>总股本（百万股）</b>	<b>1,556.00</b>	<b>1,556.00</b>	<b>1,556.00</b>	<b>1,556.00</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.16</b>	<b>0.19</b>	<b>0.21</b>	<b>0.23</b>

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

## 四、风险因素

### 天然气价格形成机制变动风险

目前，我国管道天然气的供应和销售价格均实行政府管制。2013 年 7 月以前，国家发改委分别制定天然气出厂基准价格及跨省长输管道的管输价格；2013 年 7 月国家发改委《关于调整天然气价格的通知》实施后，改为对门站价格（出厂价+管道运输价）执行政府指导价。根据价格管理法律法规的有关规定，门站以下的价格（即城市燃气终端销售价格）由省级价格行政主管部门制定。

在城市燃气上游价格市场化导向明确、终端销售价格仍然实行政府管制（除非修改相关的价格管理法律法规）的背景下，公司面临的主要风险是：虽然天然气价格形成机制改革明确了地方可建立上下游价格联动机制的原则，但是，在上游（门站及以上）价格调整频率加快的趋势下，如果公司所在地的价格主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格（包括居民和非居民用气价格），将会对公司当期的盈利水平产生重大不利影响。另一方面，尽管对公司未顺价调整产生的价差损失，重庆市财政局给予了一定的财政补贴，但由于政府补贴计入非经常性损益，公司扣除非经常性损益后的利润仍然受到较大影响。

### 燃气安装业务政府定价可能变动的风险

2011 年度至 2013 年度、2014 年 1-6 月，公司燃气安装业务的毛利率分别为 52.45%、49.82%、47.45%和 52.87%，燃气安装业务贡献的毛利占公司主营业务毛利额的比重分别达到 67.70%、73.20%、79.74%和 69.26%，成为公司的重要利润来源。

公司面临的风险来自两个方面：第一，公司燃气安装业务沿用的收费标准是 2000 年制定的，至今已逾 10 年，地方物价管理部门未来可能会重新调整天然气安装及服务收费标准，如果较原收费标准下降，将直接导致

公司燃气安装业务的盈利水平下降。第二，即使天然气安装及服务收费标准不发生变动，由于终端销售价格是确定的，在通货膨胀导致人工成本、原材料价格上涨压力持续加大的背景下，如果公司不能通过加强精细化管理、采用新材料、新技术等措施对成本实施有效控制，将导致燃气安装业务的毛利率下降，从而对公司的总体利润水平造成不利影响。

### 气源风险

尽管公司所在区域拥有丰富的常规天然气和非常规天然气资源，未来气源的总体保障程度较高，但公司面临的气源风险为：第一，如果中石油西南油气田分公司的新气田开发、中石化普光气田的产能提升、页岩气的成熟化开采等周期延长，可能在短期内导致气源增量不能完全满足公司现有业务经营、以及募集资金项目的用气增长需求。第二，目前我国的天然气资源几乎全部集中于中石油、中石化、中海油三家大型中央国企，上游企业在产业链条中处于相对强势的地位。由于公司的气源供应商不可能与包括公司在内的城市燃气企业签署长期供气协议，不排除气源供应商因气源分配原因（如输往区域外、直供非城市燃气类用气大户等），导致本次募集资金项目投产后面临阶段性供气不足、从而影响输配能力充分发挥的可能性。

### 毛利率持续下降的风险

2011 年度至 2013 年度、2014 年 1-6 月，公司主营业务毛利率分别为 15.44%、12.77%、11.52%、和 14.60%。最近三年公司综合毛利率持续下滑主要系天然气销售业务毛利率下降所致。

受我国调整基础能源消费结构、节能减排等因素的影响，天然气供求矛盾加剧的格局在较长一段时期内很难逆转，对外依存度日趋增加，未来天然气价格将呈现逐步上涨的趋势。在天然气价格趋升和顺价调整机制的作用下，单位毛利率的下降将导致公司的天然气销售毛利率持续趋降。由于天然气销售收入占公司营业收入的比重较大，天然气销售毛利率的降低将导致公司综合毛利率缓步下滑。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均市盈率为 30.63 倍，2014 年平均动态市盈率 23.18 倍；最近上市的十家主板企业中，2013 年、2014 年平均市盈率为 49.54 倍、43.35 倍。

表 18 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
600642.Sh	申能股份	4.51	0.34	0.54	0.52	0.55	13.19	8.38	8.62	8.25
601139.Sh	深圳燃气	7.24	0.27	0.36	0.38	0.44	27.14	20.28	19.12	16.62
002267.SZ	陕天然气	10.53	0.33	0.33	0.41	0.55	31.91	31.70	25.68	19.16
002700.SZ	新疆浩源	21.78	0.28	0.35	0.55	0.77	78.90	62.13	39.32	28.45
平均							37.78	30.63	23.18	18.12

资料来源: Wind

表 19 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)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
603328.SH	依顿电子	27.39	0.67	0.66	0.71	0.86	40.78	41.64	38.38	31.91
603168.SH	莎普爱思	87.27	1.39	1.59	1.81	2.15	62.75	54.79	48.13	40.68
603369.SH	今世缘	27.18	1.35	1.36	1.24	1.30	20.16	20.02	21.90	20.98
603009.SH	北特科技	24.33	0.45	0.38	0.47	0.60	54.57	63.48	52.17	40.31
603126.SH	中材节能	15.39	0.34	0.22	0.27	0.33	45.71	68.86	57.21	46.75
603111.SH	康尼机电	19.69	0.43	0.40	0.53	0.62	45.72	48.63	37.20	31.80
603100.SH	川仪股份	15.05	0.32	0.36	0.42	0.49	46.55	42.04	36.05	30.96
603609.SH	禾丰牧业	14.41	0.43	0.31	0.37	0.46	33.53	45.84	39.44	31.25
603099.SH	长白山	15.41	0.28	0.23	0.27	0.31	55.61	66.01	56.32	50.13
601579.SH	会稽山	13.67	0.32	0.31	0.29	0.32	42.98	44.08	46.74	42.72
平均值							44.84	49.54	43.35	36.75

资料来源: Wind

### ● 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 4.23-5.07 元,对应 2014 年每股收益的 20-24 倍市盈率。

## 分析师承诺

分析师 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。

## 免责声明

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，任何机构和个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声明具有修改权和最终解释权。