

2014 年 09 月 22 日

证券研究报告·公司研究·公用事业

合理估值区间

3.01 元-4.01 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

重庆燃气（600917）新股分析报告

重庆地区最大燃气供应商，跨区域拓展有铺垫

投资要点

- **公司是重庆地区规模最大的燃气供应商。**公司主营业务包括在重庆市提供城市燃气供应以及燃气设备的安装服务。目前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 个国家级开发区及 25 个市级工业园区，服务 346.77 万居民客户、8.77 万非居民客户。2012 年，公司在重庆地区的市场占有率为 65.05%，是重庆地区规模最大的燃气供应商，区域优势显著。
- **重庆地区经济发展迅速，城镇化驱动天然气需求加大。**2013 年重庆市地区生产总值同比增长 12.30%，高出全国平均水平 4.63 个百分点，增速位列全国第 4。作为西部重镇，重庆未来经济发展将有望延续高增长态势。2012 年重庆常住人口城镇化率为 57%，户籍人口城镇化率仅约 39%，远远低于其他三个直辖市，具备较大的提升空间。公司募投项目投产后将覆盖重庆重点发展的江津、永川等重庆“一小时经济圈”核心区域，预计未来三年复合增长率约 10% 左右，2011-2020 年的中长期复合增速约 8.5% 左右。
- **靠近气源地，气源供应有保障。**重庆市地处四川盆地，天然气、页岩气资源丰富。同时，公司的气源供应商主要为中石油、中石化的分公司。通过长期稳定互信的合作关系，公司的现有经营及未来发展具备充足的气源保障。
- **跨区域发展有一定突破。**公司 2006 年以来陆续收购了区县的同行业企业，提高了市场份额。也通过控股、参股的方式在四川省邻水县、湖南省新化县、贵州省道真自治县进行了跨区域经营的初步尝试，积累了一定的跨区域经营的经验。2013 年 7 月，公司全资子公司承建澳门路环及氹仔区域天然气管道敷设安装工程，成功拓展区域外燃气安装市场具备跨区域拓展的能力和经历，公司上市后，将能有效提升“重庆燃气”品牌的全国知名度，后续的跨区域拓展并实现外延式增长值得期待。
- **盈利预测与估值分析。**我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.20 元、0.24 元和 0.26 元。我们认为公司属于公用事业行业，在成本加成的燃气定价模式上，能保证持续、稳定的收入。结合目前可比公司估值情况，认为公司 2014 年市盈率在 15-20 倍较为合理，对应 2014 年的 EPS0.20 元计算，我们认为公司二级市场的合理价值区间为 3.01-4.01 元。
- **风险提示：**毛利率持续下降；依赖单一气源供应商；燃气采购成本上升，而销售价格不能及时调整。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	5934.67	6379.77	6953.95	7579.80
增长率	9.42%	7.50%	9.00%	9.00%
归属母公司净利润（百万元）	300.48	311.87	370.17	397.58
增长率	18.52%	3.79%	18.69%	7.40%
每股收益 EPS（元）	0.21	0.20	0.24	0.26
净资产收益率 ROE	11.02%	9.09%	9.99%	9.94%

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：王恭哲

执业证号：S1250513060003

电话：010-57631225

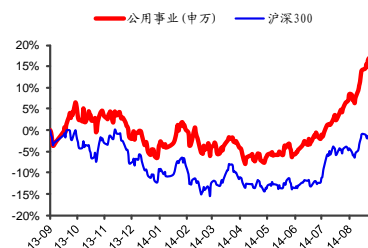
邮箱：wgz@swsc.com.cn

研究助理：王颖婷

电话：023-67610701

邮箱：wyting@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源：西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	15600
本次发行(万股)	140000
发行后总股本(万股)	155600
2014 年每股收益(摊薄后)(元)	0.20

主要指标（2013 年）

每股净资产(元)	1.95
毛利率(%)	11.52%
流动比率(倍)	1.86
速动比率(倍)	1.77
应收账款周转率(次)	32.49
资产负债率(合并报表)(%)	56.93%
净资产收益率(加权平均)(%)	11.02%

相关研究

目 录

一、公司是专业的生活污水处理商.....	1
（一）公司基本情况	1
（二）公司股本构成	1
（三）公司经营分析	1
二、行业分析.....	3
（一）城市燃气行业仍将保持稳定增长.....	3
（二）行业竞争格局	4
三、公司核心竞争优势分析.....	5
（一）重庆地区经济发展迅速，城镇化等因素提升天然气需求	5
（二）重庆区域规模优势	6
（三）靠近气源区，气源供应有保障	6
（四）跨区域扩张有所突破.....	6
四、公司募投项目情况.....	7
五、盈利预测与估值分析.....	7
（一）盈利预测假设	7
（二）合理估值分析	7
六、风险提示.....	7

插图目录

图 1: 发行前公司股权结构	1
图 2: 公司 2009-2014H1 营业收入增长情况	2
图 3: 公司 2009-2014H1 净利润及增长情况	2
图 4: 公司 2009-2014H1 主营业务结构情况（单位：亿元）	2
图 5: 公司 2014H1 主营业务收入构成占比（单位：亿元，%）	2
图 6: 公司 2009-2014H1 毛利率情况	3
图 7: 公司 2009-2014H1 期间费用率情况	3
图 8: 2005-2011 年城市燃气行业工业总产值占 GDP 的比重	4
图 9: 我国城市燃气普及率	4
图 10: 重庆地区 GDP 增长情况	5
图 11: 重庆城镇化率水平	5
图 12: 重庆市天然气消费量	6

表格目录

表 1: 城市燃气行业的主要市场参与者	4
表 2: 公司募投项目	7
附: 财务预测表（单位：百万元）	8

一、公司是专业的生活污水处理商

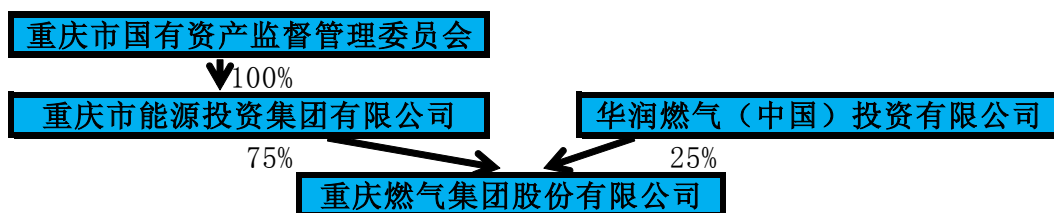
（一）公司基本情况

公司主要在重庆市提供城市燃气供应以及燃气设备的安装服务。公司前身为 2003 年成立的重庆燃气（集团）有限责任公司，历史最早可追溯至 1973 年成立的重庆市天然气公司。作为重庆市规模最大的燃气供应商，截止到 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 个国家级开发区及 25 个市级工业园区，服务 346.77 万居民、8.77 万非居民客户。2010-2012 年，公司在重庆地区平均市场占有率约 63%，区域优势显著。

（二）公司股本构成

公司的控股股东为重庆市能源投资集团有限公司，持有公司发行前 75% 的股份，实际控制人为重庆市国资委。2010 年公司引入战略投资者华润燃气投资（持股比例为 25%）。此次发行前公司的总股本为 140,000 万股，此次拟发行 15,600 万股，占发行后总股本的比例为 10.03%，此次发行不涉及老股转让。发行后重庆市能源投资集团有限公司依然是公司第一大股东，持股比例为 66.48%。

图 1：发行前公司股权结构

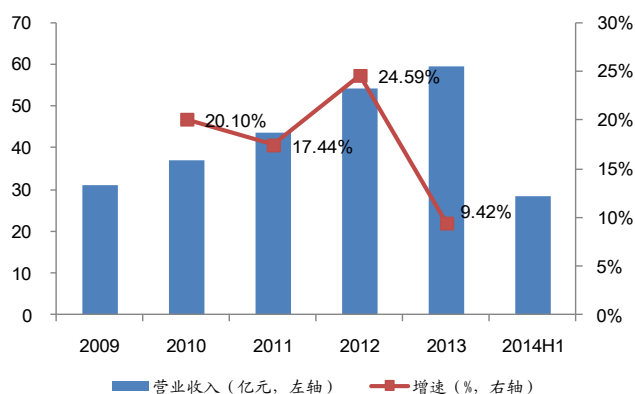


数据来源：公司招股说明书，西南证券

（三）公司经营分析

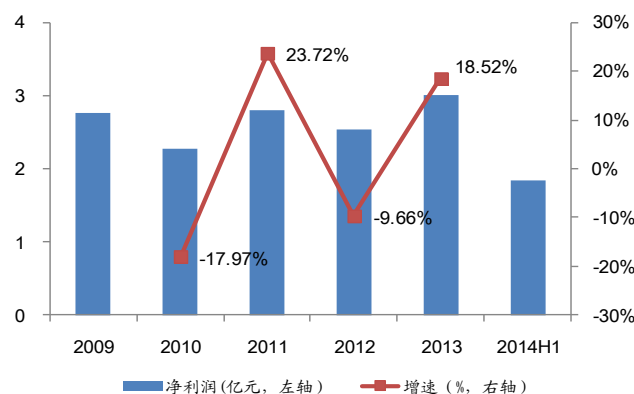
2011 年-2013 年，公司实现营业收入分别为 43.53 亿元、54.24 亿元（+24.59%）和 59.35 亿元（+9.42%），收入持续增加，主要是由于公司的管理用户数上升及重庆天然气价格上调所致。实现净利润分别为 2.81 亿元、2.54 亿元（-9.66%）和 3.00 亿元（+18.52%），2014 年上半年，公司实现营业收入和净利润分别为 28.44 亿元和 1.84 亿元。

图 2: 公司 2009-2014H1 营业收入增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

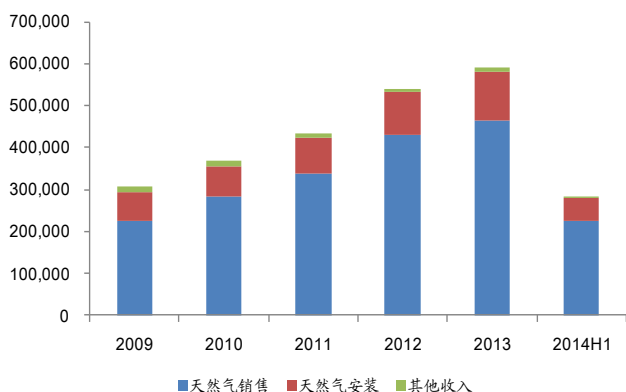
图 3: 公司 2009-2014H1 净利润及增长情况



数据来源: 公司公告, 西南证券

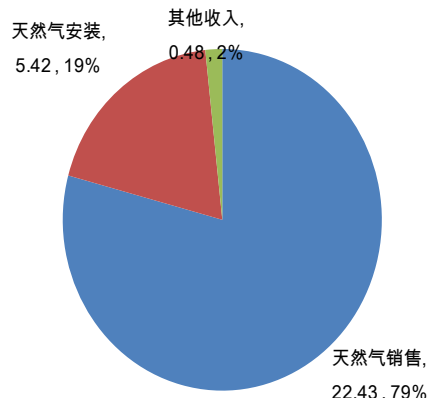
主营业务构成来看, 公司主营业务包括天然气的销售及安装业务, 2011 年至 2014 年上半年, 公司天然气销售及安装业务收入合计占主营业务收入比重分别达到 97.99%、98.77%、98.32%和 98.29%, 主营业务贡献突出。其中, 天然气销售业务收入占比最高, 2014 年上半年营业收入占比约 79%; 天然气安装业务收入占比第二, 为 19%; 其他业务收入占比 2%, 主要包括代收代缴 CNG 附加费、垃圾处置费、城市燃气附加费等。

图 4: 公司 2009-2014H1 主营业务结构情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券

图 5: 公司 2014H1 主营业务收入构成占比 (单位: 亿元, %)

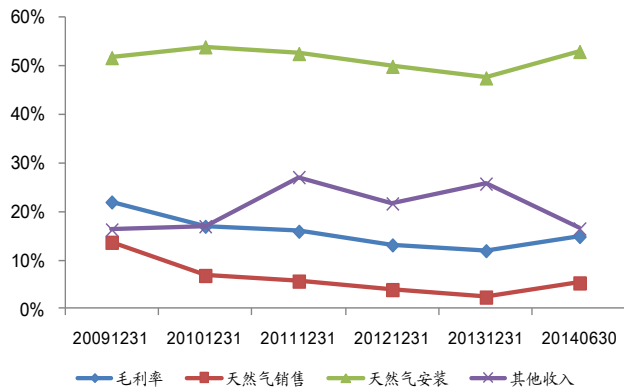


数据来源: 公司公告, 西南证券

从毛利率来看, 2011-2013 年公司综合毛利率分别为 15.44%、12.77%和 11.52%, 逐年下降, 2014 年上半年公司主营业务毛利率回升至 14.60%。2012 年、2013 年天然气销售毛利率下降主要是居民气购销结构价差所致, 2014 年以来该问题很大程度上已经得以解决, 促使天然气销售毛利率有一定上升, 我们认为后续公司综合毛利率将有望保持企稳回升态势。

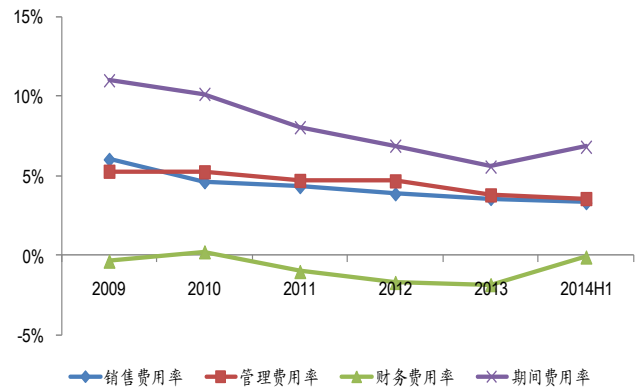
从期间费用率来看, 2011-2013 年公司的期间费用率分别为 8.07%、6.91%和 5.60%, 2014 年上半年期间费用率为 6.84%。其中销售费用率及管理费用率呈持续下降趋势, 实现了有效的费用管控。2011-2013 年财务费用率呈逐年下降的趋势, 最近一期虽有所上升但仍然为负数, 这主要系公司所持日元贷款上半年产生汇兑损失影响所致。总体来看公司期间费用管控合理, 且保持较低的水平。

图 6：公司 2009-2014H1 毛利率情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 7：公司 2009-2014H1 期间费用率情况



数据来源：公司公告，西南证券

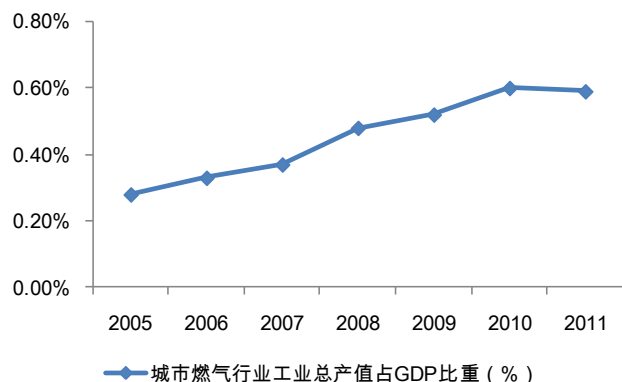
二、行业分析

公司所处行业为城市燃气行业。燃气行业上游主要为油气开采、净化，在我国燃气行业上游领域基本由中石油、中石化、中海油三家央企控制，其中中石油占据主导地位。燃气行业中游主要为管道运输，主要将燃气送往下游分销商经营的指定的输送点。行业下游主要为储输配售（外购燃气后进行储存、输配，并向用户销售燃气，以及在燃气输配及使用过程中进行维修和管理）。公司处于燃气行业的下游，主要经营的燃气品种为天然气。

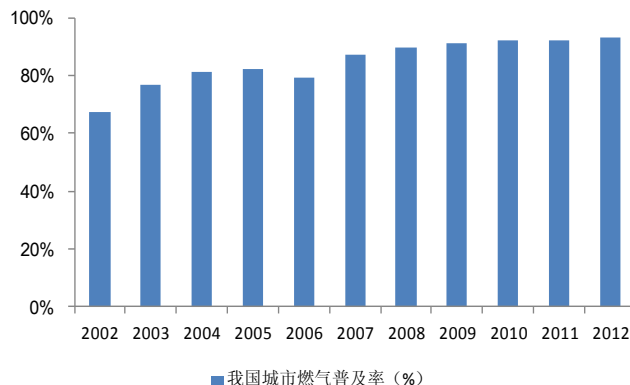
（一）城市燃气行业仍将保持稳定增长

运用城市燃气具有改善能源结构、保护环境、缓解石油供应紧张等等的优势，随着上游输配管道长度的不断增加和下游用气需求量的持续攀升，城市燃气行业的工业总产值连年递增，2005-2010 年城市燃气行业工业总产值占 GDP 比重逐渐增高，从 0.28% 提升至 0.60%，同时，城市燃气的普及率也有所提升，达到 90% 以上，城市燃气的地位及运用程度不断提升。

根据住建部 2012 年发布的《全国城镇燃气发展“十二五”规划》，到“十二五”期末，我国城市燃气普及率将达到 94% 以上，县城及小城镇的燃气普及率达到 65% 以上，居民用气人口达到 6.25 亿以上，用气家庭数达到 2 亿户，居民用气量达到 330 亿立方米。因此，城市燃气、县城及小城镇的燃气普及率还有进一步提升空间。

图 8：2005-2011 年城市燃气行业工业总产值占 GDP 的比重


数据来源: wind, 西南证券

图 9：我国城市燃气普及率


数据来源: wind, 西南证券

就重庆地区而言，由于靠近天然气资源地，重庆是我国城市燃气起步较早的城市之一。重庆升格为直辖市后，工业用气稳中有升，城市燃气范围扩大至 CNG 汽车、采暖制冷等多种用途。2010 年，重庆市天然气用量超过 60 亿 m^3 ，城市燃气供气量超过 30 亿 m^3 ，天然气用气人口突破 1,000 万人，总体上看燃气的市场需求旺盛。

（二）行业竞争格局

我国燃气行业的具有垄断与竞争并存的特点。一方面燃气行业关系到国计民生，初期多数由政府出资的国有天然气企业进行投资运营，加上燃气管网等基础设施的区域垄断型显著，因此，地方国企背景的燃气公司通常具有区域垄断特征。另一方面，自 2002 年起发改委放开燃气、热力等基础设施的外商投资禁止限制，之后天然气市场化程度不断推进。目前城市燃气市场上有地方国有企业、港资企业、中央企业、民营企业等各类经营者。

表 1：城市燃气行业的主要市场参与者

类型	主要市场参与者
拥有燃气专营权的地方国企	京、沪、津、渝、穗、蓉、深等地方国有燃气公司
区域经营的燃气运营商	中国燃气，华润燃气，新奥能源，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
民营城市燃气企业	新疆浩源，金鸿能源

数据来源: 公司招股说明书, 西南证券整理

进入城市燃气行业有一定壁垒，首先在于资质壁垒，国家对燃气经营实行许可证制度，有资质者才可进入。第二在于区域垄断壁垒，同一地区一般不会重复建设管网，新进入者一般无法进入已经存在燃气管网的区域。第三在于气源供应壁垒，上游天然气气源不足对企业产生较大影响。第四在于资金和技术壁垒，城市燃气行业是典型的资本密集型行业，投资巨大且建设周期较长，对经营者的资金实力有很高的要求。同时，城市燃气的供给必须稳定、安全、环保，对技术也有较高要求。

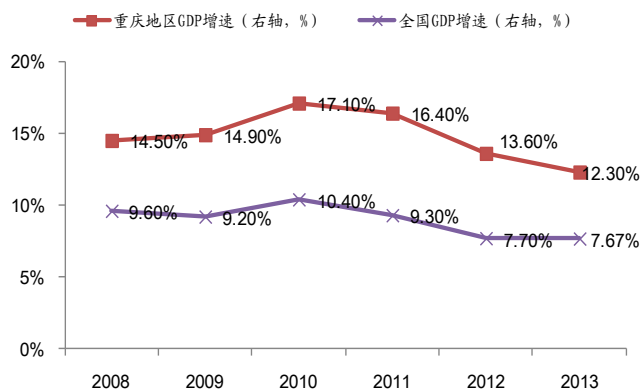
三、公司核心竞争优势分析

（一）重庆地区经济发展迅速，城镇化等因素提升天然气需求

重庆是我国四个直辖市之一，共辖 38 个行政区县（自治县），是长江上游地区的经济中心、金融中心等，战略地位显赫。2013 年重庆市地区生产总值达到 12,656.69 亿元，同比增长 12.30%，增速高出全国平均水平 4.63 个百分点，位列全国第 4。根据国务院批复的《成渝经济区区域规划》，到 2015 年重庆将建成西部地区重要的经济中心，到 2020 年成为我国综合实力最强的区域之一。因此，未来重庆市的 GDP 增速有望维持较高的水平。

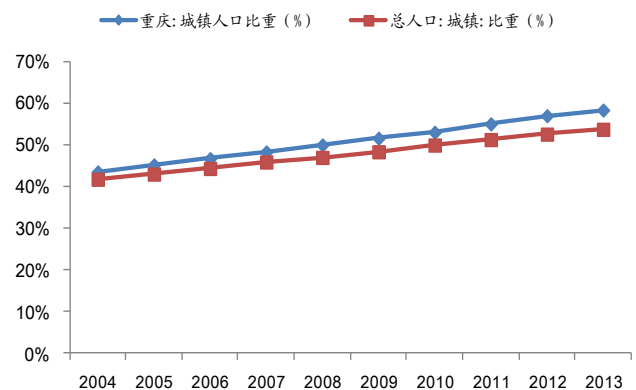
另一方面，随着经济持续发展，重庆地区城镇人口总量不断增多，城镇化率稳步提升。2013 年重庆市城镇化率达 58.34%，虽高于全国城镇化率平均水平，但相较于其他三个直辖市，重庆城镇化率最低，提升空间巨大，城镇化的持续推进将驱动天然气需求的不断加大。

图 10：重庆地区 GDP 增长情况



数据来源：重庆市国民经济和社会发展统计公报，西南证券

图 11：重庆城镇化率水平

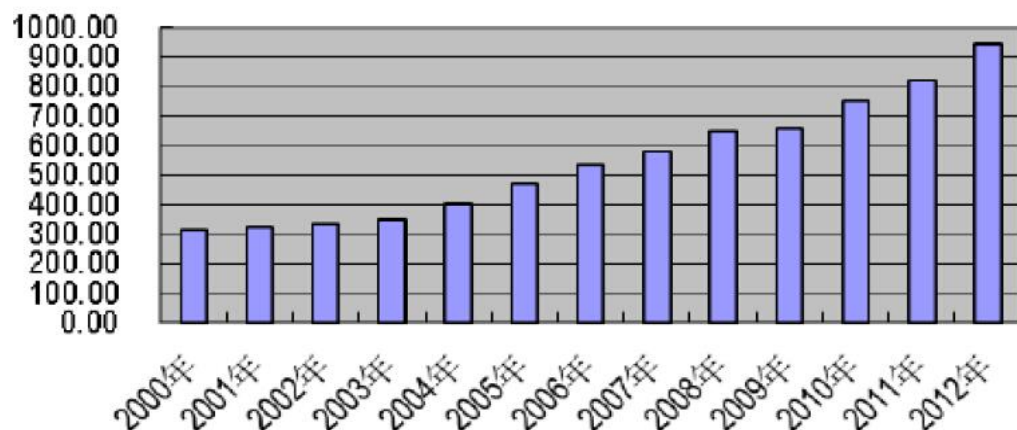


数据来源：wind，西南证券

在天然气消费方面，根据《重庆市统计年鉴》，重庆市 2012 年天然气消费量较 2000 年增加 201.49%，年均复合增长率接近 10%，天然气需求旺盛。

同时，公司的募投项目覆盖江津、永川等重庆市“一小时经济圈”的核心区域，是重庆市经济最为发达的地区，也是重庆市建设特大型国家级中心城市、吸纳非城镇居民进城的主要集聚地。根据公司规划，其城镇天然气需求量在 2011-2015 年期间保持 10.25% 的复合增长率、2011-2020 年期间将保持在 8.54% 的复合增长率，市场需求充足。

图 12：重庆市天然气消费量



数据来源：西南证券

（二）重庆区域规模优势

公司在经过 40 年的专业经营后，目前运营管道长度达 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，2010-2012 年的供气量占重庆市城镇天然气消费总量的份额超过均 60%。在重庆地区管道燃气的基础网络设施、管理用户等方面具有显著的规模优势。

（三）靠近气源区，气源供应有保障

近年来，我国天然气供需矛盾日益突出，气源供应保障成为影响城市燃气运营商持续经营能力的关键因素。重庆市地处的四川盆地，是我国天然气资源最丰富的地区之一，且重庆及周边地区也是我国页岩气资源最为丰富的地区之一，且中石化公司重庆涪陵国家级示范区在我国页岩气勘探开采方面已经取得重大突破，总体来看气源资源丰富。

公司的气源供应商主要为中石油西南油气田分公司、中石化天然气分公司。通过长期稳定互信的合作关系，公司的现有经营及未来发展具备充足的气源保障。

（四）跨区域扩张有所突破

2006 年以来陆续收购了区县的同行业企业，提高了公司的市场份额。也通过控股、参股的方式在四川省邻水县、湖南省新化县、贵州省道真自治县进行了跨区域经营的初步尝试，积累了一定的跨区域经营的经验。2013 年 7 月 29 日，公司全资子公司重庆燃气安装工程有限责任公司与澳门特别行政区天然气公共服务运营商南光天然气有限公司签署《燃气工程施工合同》，承建澳门路环及氹仔区域天然气管道敷设安装工程，成功拓展区域外燃气安装市场。

公司已经积累了部分的跨区域经营的经验，具备跨区域拓展的能力，我们认为公司上市后，将能有效提升“重庆燃气”的品牌知名度，后续的跨区域拓展值得期待。

四、公司募投项目情况

此次募投项目为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项目，投资总额为 21.23 亿元，拟使用募集资金 4.7 亿元。项目建成后，供气范围将覆盖重庆市都市区以及主要区域中心城市江津、永川、合川、涪陵和璧山，供气对象包括供气范围内的居民、工业、商业公建、直燃机组（燃气空调）、CNG 用户。项目投资建设的输配管网系统将成为未来重庆市天然气保障供应的主体管网系统，是重庆市“十二五”规划的能源保障重点建设项目。

表 2：公司募投项目

项目名称	总投资额（亿元）	拟用募集资金投资金额（亿元）
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项目	21.23	4.7

数据来源：公司招股说明书，西南证券整理

五、盈利预测与估值分析

（一）盈利预测假设

假设条件一：重庆地区经济稳步发展，城镇化率不断推进。

假设条件二：公司在重庆地区市场占有率稳中有升。

假设条件三：公司收入保持稳定增长，各项业务毛利率相对稳定。

假设条件四：国家相关的税收政策、产业政策在未来几年内不会有大幅变动。

假设条件五：按照公司 IPO 后总股本 15.56 亿股进行测算。

（二）合理估值分析

我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 0.20 元、0.24 元和 0.26 元。我们认为公司属于公用事业行业，在成本加成的燃气定价模式上，能保证持续、稳定的收入。结合目前可比公司估值情况，认为公司 2014 年市盈率在 15-20 倍较为合理，对应 2014 年的 EPS 元计算，我们认为公司二级市场的合理价值区间为 3.01 元-4.01 元。

六、风险提示

毛利率持续下降；依赖单一气源供应商；燃气采购成本上升，而销售价格不能及时调整。

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	2103.03	2228.95	2102.16	2055.43	营业收入	5934.67	6379.77	6953.95	7579.80
应收和预付款项	403.59	469.65	498.22	543.25	减：营业成本	5225.98	5598.25	6084.70	6632.33
存货	128.47	133.89	151.27	159.55	营业税金及附加	50.96	54.78	59.71	65.09
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	213.03	229.00	249.61	272.08
长期股权投资	1455.18	1955.18	2455.18	2955.18	管理费用	226.67	243.67	265.60	289.50
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-107.58	-66.90	-91.89	-93.41
固定资产和在建工程	3284.02	3764.81	4245.61	4694.59	资产减值损失	3.25	3.25	3.25	3.25
无形资产和开发支出	192.75	183.74	174.74	165.74	加：投资收益	3.52	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	6244.41	6918.44	7314.22	7765.77	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	325.88	322.72	387.96	415.97
应付和预收款项	1384.63	1348.77	1459.82	1605.55	加：其他非经营损益	45.90	52.12	57.12	62.12
长期借款	24561.78	24561.78	24561.78	24561.78	利润总额	371.78	374.85	445.08	478.10
其他负债	1628.86	1628.86	1628.86	1628.86	减：所得税	64.08	55.48	66.01	70.96
负债合计	3269.54	3233.67	3344.73	3490.46	净利润	307.70	319.37	379.07	407.13
股本	1400.00	1556.00	1556.00	1556.00	减：少数股东损益	7.22	7.50	8.90	9.56
资本公积	706.52	1020.52	1020.52	1020.52	归属母公司股东净利润	300.48	311.87	370.17	397.58
留存收益	620.55	852.94	1128.78	1425.04	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2727.06	3429.46	3705.29	4001.55	经营性现金净流量	780.87	319.20	547.10	633.37
少数股东权益	247.81	255.30	264.20	273.76	投资性现金净流量	-704.10	-655.69	-651.44	-647.19
股东权益合计	2974.87	3684.76	3969.50	4275.31	筹资性现金净流量	-58.88	462.42	-22.45	-32.90
负债和股东权益合计	6244.41	6918.44	7314.22	7765.77	现金流量净额	17.89	125.93	-126.79	-46.73

数据来源：Wind, 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，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，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

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

西南证券研究发展中心

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
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

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 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn