



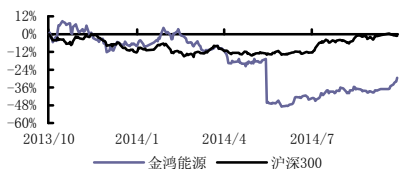
公用事业 - 供水供气

2014 年 10 月 22 日

市场数据	2014 年 10 月 22 日
当前价格 (元)	21.07
52 周价格区间 (元)	16.68-35.46
总市值 (百万)	8503.53
流通市值 (百万)	4816.43
总股本 (百万股)	403.54
流通股 (百万股)	228.56
日均成交额 (百万)	42.02
近一月换手 (%)	31.45%
Beta (2 年)	
第一大股东	新能国际投资有限公司
公司网址	http://www.000669.com

财务数据	FYB	行业均值
毛利率	39.27%	20.18%
净利率	17.88%	19.09%
净资产收益率	14.52%	9.29%
总资产收益率	5.21%	3.94%
资产负债率	59.87%	51.55%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	20.65	0.00
市净率	3.00	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
金鸿能源	6.68%	13.40%	-3.39%
沪深 300	1.68%	13.20%	1.18%

李云光

执业证书号 S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liygcscsco.com.cn

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

抓住行业发展机遇, 快速抢占国内重点市场

—金鸿能源 (000669) 深度研究报告

评级: 买入(首次)

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	1677.01	2392	3161	4095
净利润 (百万元)	299.86	329	414	549
每股收益 (元)	0.74	0.82	1.03	1.36
净利润增长率%	10.09%	10%	26%	33%
每股净资产 (元)	5.12	5.80	6.68	7.86
市盈率	28.36	25.81	20.53	15.49
市净率	4.12	3.63	3.15	2.68
EV/EBITDA	15	12	10	8

资料来源: 世纪证券研究所

- **国内天然气行业发展进入黄金期。**2013 年, 我国天然气消费占一次能源比例仅为 5.1%, 远低于世界 24% 的平均水平。近两年, 借助国内大气污染防治升级的契机, 过去制约天然气行业发展的障碍正在被逐步清理, 我们认为在城镇化、环保要求、进口气源增加、以及能源价格市场化改革的共同影响下, 国内燃气行业将迎来新的发展机遇。2001-2013 年天然气消费量从 274 亿立方米增加到 1616 亿立方米, 年均增速为 15.73%。
- **公司天然气业务处于快速扩张期。**①**集中优势发展燃气业务:**2014 年 1-6 月份, 天然气销售收入 7.71 亿元, 同比增长 46.16%, 大幅高于行业平均增长水平。截止 2014 年 6 月末, 天然气销售收入占比为 71.52%, 比 2010 年的 63.39% 有明显提升, 主业优势更加明显。②**业务区域分布更加合理:**截止 2014 年 6 月末, 湖南地区收入占比 44.01%, 大幅低于 2010 年的 69.75%, 特别是近两年公司重点布局的河北市场处于大气污染防治重点区域, 煤改气带来的市场需求快速释放, 将成为公司未来重要的业务区域。③**多个新建项目陆续投产:**截止 2014 年 6 月, 公司在建工程余额为 14.82 亿元。另外, 已上报审核的非公开增发项目, 计划募集资金不超过 17.4 亿元, 全部投产后将增加年收入 14 亿元、年均净利润 2.2 亿元, 以上项目的实施将进一步保证公司未来业务保持快速增长。
- **盈利预测及投资评级:**预计 2014-2016 年, 公司净利润分别为 3.29 亿元、4.14 亿元、5.49 亿元, 折算 EPS 分别为 0.82 元、1.03 元、1.36 元, 对应 2014 年 10 月 22 日收盘价 21.07 元, 市盈率为 25.81X、20.53X、15.49X, 估值水平处于行业中游水平。考虑行业发展机遇以及公司业务快速增长的预期, 我们首次给予“买入”评级。
- **风险提示:**项目进度低于预期、燃气价格波动

公司概况

1、公司历史背景。公司原名为领先科技（000669），由于原医疗器械业务经营不善，导致公司出现经营困难。为提升长期稳定发展能力，公司于 2010 年启动资产重组事项，并于 2012 年 11 月获得证监会审核通过，2012 年 12 月正式完成发行股份购买资产股权过户工作，2013 年 5 月正式更名为“金鸿能源”。

资产重组过程中，公司向关联股东新能国际，以及平安创投、金石投资等 9 名股东发行股份购买其持有的中油金鸿 100% 股权。资产重组完成后，公司主营业务变更为燃气输送以及城市燃气特许运营、LNG、CNG 加工销售、环保等公用事业，具备了稳定的盈利能力。随着近几年国内燃气行业需求快速增长，公司重新面临新的历史机遇。

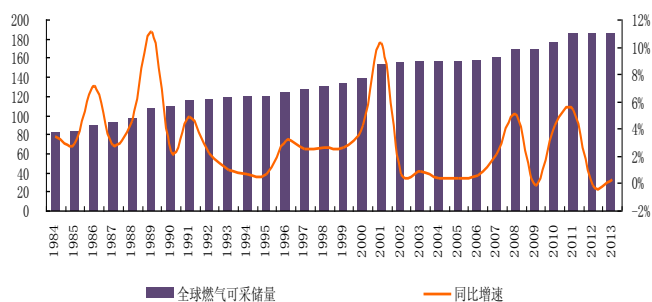
2、公司主要业务。公司以天然气产业链为战略布局，未来市场开拓呈现纵横两个方面特点。横向表现为在现有管网覆盖的区域内积极向全国范围拓展；纵向表现为在业务领域向天然气全产业链延伸，在传统长输管线、城市燃气、车用燃气、分布式能源等业务的基础上涉足天然气上游气源市场以及非常规天然气开发利用等领域。

相对于上游进入壁垒较高，下游终端销售运作模式更加市场化，公司加速实施 LNG、CNG 发展战略，快速布局 CNG、LNG 等项目。截止 2014 年 6 月 30 日，公司现有业务区域内已投入运营加气站 23 座，在建加气站 15 座。天然气作为一种优质、洁净的能源，是一种理想的汽车燃料，公司抓住国家大力开发天然气的历史机遇，确保业务长期稳定的发展。

公司所处行业背景

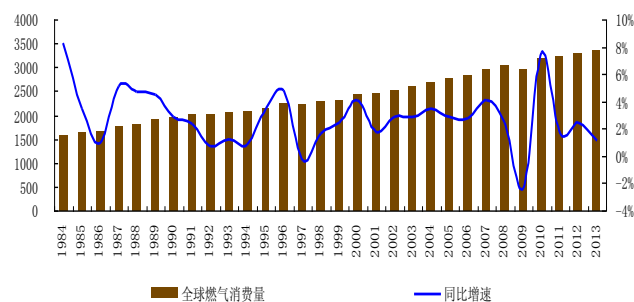
1、全球天然气基本情况。相比煤炭而言，天然气更加清洁环保，随着全球气候变暖对环境影响日益严重，各国加快天然气勘探和推广利用，燃气行业经历平稳的增长。从 1984-2013 年，天然气全球可采储量从 78.6 万亿立方米增长到 185.7 万亿立方米，复合增长率为 2.91%。消费量来看，1984-2013 年，全球天然气消费量从 1.588 万亿增长到 3.348 万亿，年复合增长率为 2.79%，略低于可采储量的增长水平。

Figure 1 1984-2013 年全球燃气可采储量 单位: 万亿立方米



资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

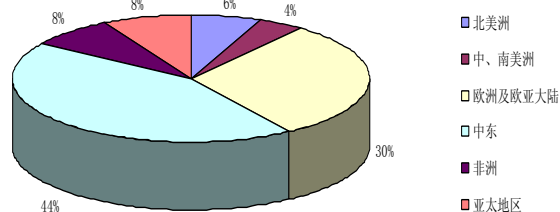
Figure 2 1984-2013 年全球燃气消费量 单位: 十亿立方米



资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

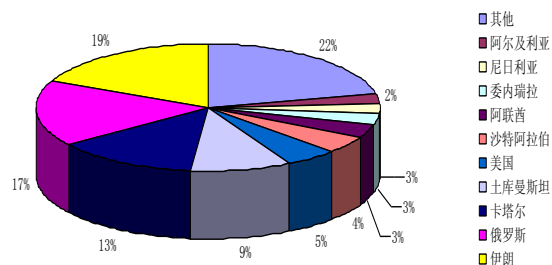
2、全球天然气分布。根据 2014 年 BP 能源统计数据,从区域层面看,中东地区天然气储量约占全球 44%、欧洲及欧亚大陆储量占全球比例为 30%,是全球天然气储量最为集中的两大区域。从国家层面看,伊朗、俄罗斯、卡塔尔、土库曼斯坦、美国为储量最大的 5 个国家,合计占比超过 63%。截止 2013 年末,我国天然气可采储量为 3.3 万亿立方米,约占全球可采储量的 1.8%,属于天然气匮乏国家。

Figure 3 2013 年末全球天然气资源地理分布



资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

Figure 4 2013 年末全球天然气资源国家分布

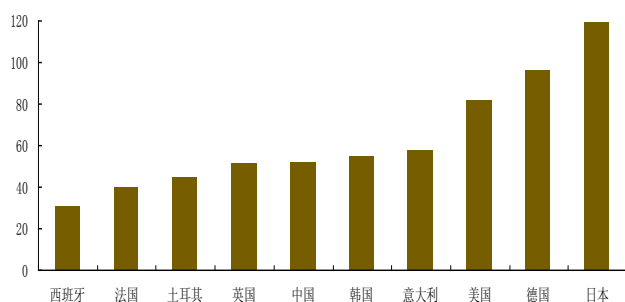


资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

3、全球天然气贸易。2013 年全球天然气贸易量达到 103595 亿立方米,比 2012 年 102080 亿立方米增长 1.48%。其中,7106 亿通过长输管道进行贸易,约占总量的 68.6%;剩余 3253 亿通过 LNG 的形式实现贸易。

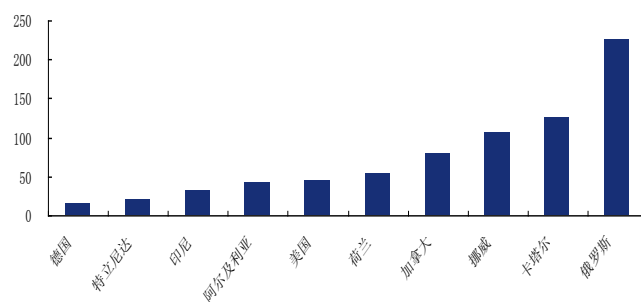
2013 年,日本、德国、美国、意大利、韩国为全球天然气最大进口国前 5 名,合计占全球天然气进口总量的 39.36%;俄罗斯、卡塔尔、挪威、加拿大、荷兰为天然气最大出口前 5 名,合计占全球天然气出口总量的 56.9%。

Figure 5 2013 年天然气进口前 10 国家 单位: 十亿立方米



资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

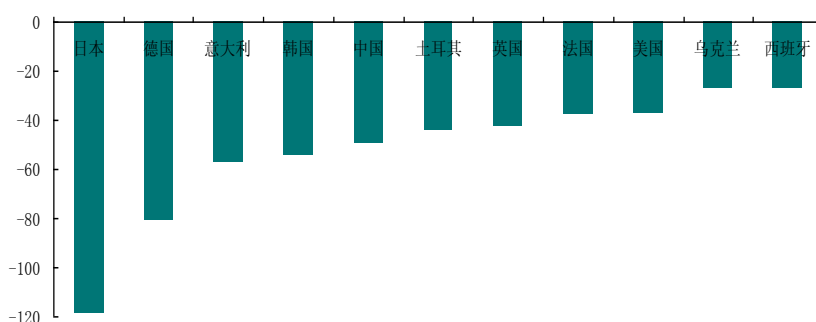
Figure 6 2013 年天然气出口前 10 国家 单位: 十亿立方米



资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

4、天然气净进口国家分布。国际贸易是解决全球天然气分布不均的有效途径, 2013 年全球主要净进口国家有日本、德国、意大利、韩国、中国等。除美国之外, 其他净进口大国基本都是天然气可采储量较低的国家, 先天的资源匮乏使得进口成为保证燃气供应的重要途径。

Figure 7 2013 年全球天然气净进口国家国内供给缺口 单位: 十亿立方米



资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

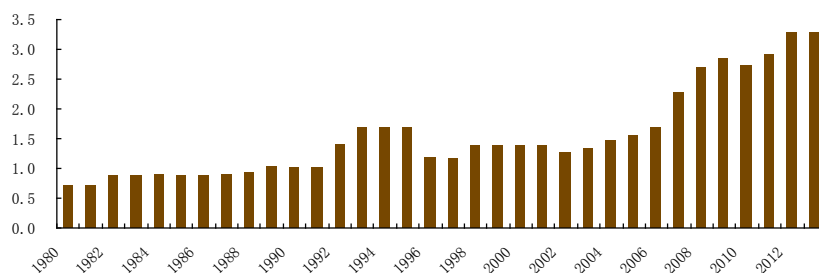
国内天然气行业基本情况

1、我国属于天然气资源匮乏国家。根据 2014 年 BP 能源统计报告, 我国天然气可采储量为 3.3 万亿立方米, 约占全球可采储量的 1.8%, 属于天然气资源匮乏的大国。

2013 年国内开采天然气 1171 亿立方米, 按照当前的开采规模, 国内已探明燃气储量可开采 27.94 年。随着国内燃气需求较快增长, 预计未来国内燃气开采规模将继续扩大, 可采年限也将大幅缩短, 燃气资源匮乏引发的供需矛盾将更加突出。

Figure 8 1980-2013 年我国天然气可采储量

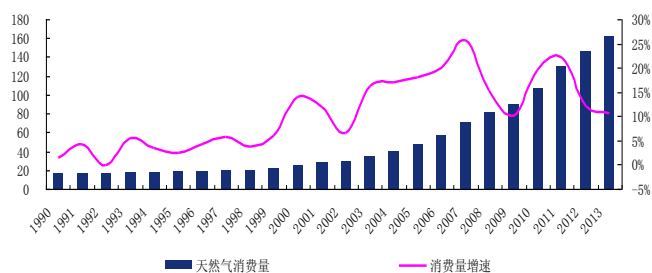
单位: 万亿立方米



资料来源: 2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

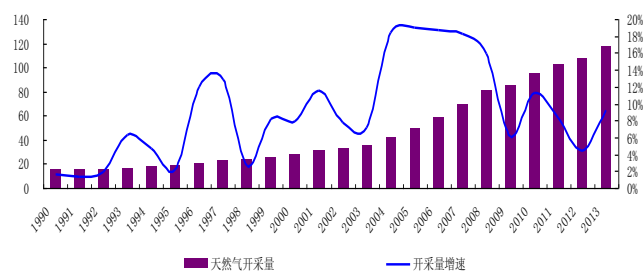
国内天然气需求增长加快。1990-2000 年的时间段内, 国内天然气消费增速基本保持稳定, 年平均增速约为 4.6%; 2000 年之后, 随着环保要求提升以及煤炭价格大幅上涨等因素, 天然气消费增长明显加快, 2001-2013 年天然气消费量从 274 亿立方米增加到 1616 亿立方米, 年均增速为 15.73%。

Figure 9 1990-2013 年国内天然气消费量 单位: 十亿立方米



资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 10 1990-2013 年国内天然气开采量 单位: 十亿立方米

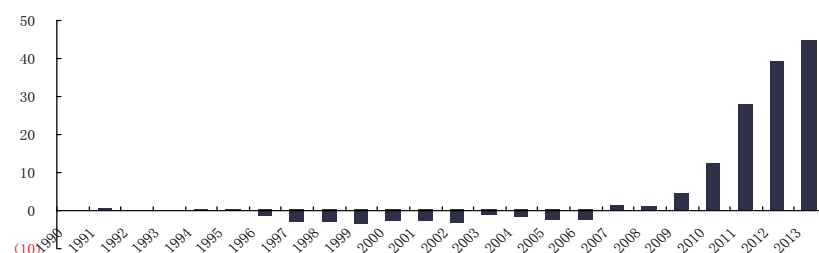


资料来源: WIND 世纪证券研究所

燃气需求增长提升对外依存度。根据国家发改委的统计, 2013 年, 我国天然气产量 1210 亿立方米, 同比增长 9.8%。其中, 常规天然气 1178 亿立方米, 非常规气中页岩气 2 亿立方米, 煤层气 30 亿立方米。我国天然气进口量 534 亿立方米, 增长 25.6%, 其中管道气增长 24.3%, 液化天然气增长 27.0%。2013 年国内燃气消费 1676 亿立方米, 其中 534 亿来自进口, 我国天然气对外依存度达到 31.86%, 首次超过 30%。

Figure 11 1990-2013 年国内燃气供给缺口

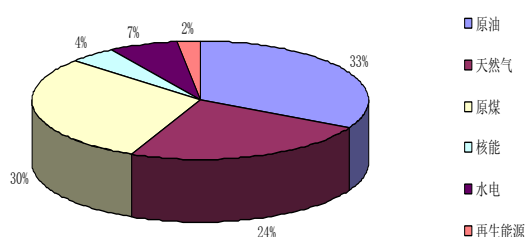
单位: 十亿立方米



资料来源: WIND 世纪证券研究所

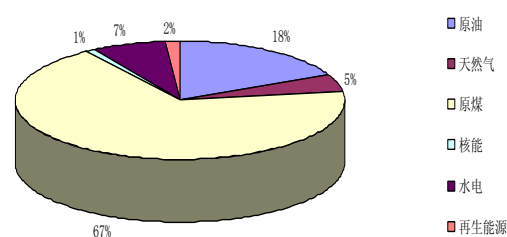
2、国内能源消费情况分析。我国能源储量表现为“富煤、少油、贫气”的特点，使得天然气在能源消费结构占比较低。2013 年，我国能源消费结构中天然气占比仅为 5.1%，远低于世界 24% 的平均水平。《能源发展“十二五”规划》中提出要进一步优化能源结构，到 2015 年天然气占一次能源消费比重提高到 7.5%，煤炭消费比重降低到 65% 左右。随着我国环境保护力度的加大，天然气占比将进一步上升，也为天然气行业的发展带来新的机遇。

Figure 12 2013 年全球一次能源消费结构



资料来源：2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

Figure 13 2013 年中国一次能源消费结构

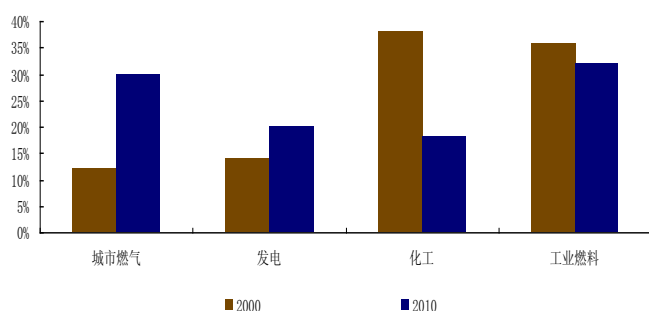


资料来源：2014 年 BP 能源统计 世纪证券研究所

国内燃气消费结构。2000 年，我国城市燃气、发电、化工、工业燃料消费天然气占比分别为 12%、14%、38%、36%，到 2010 年消费比例分别为 30%、20%、18%、32%。从消费结构变化可以看出我国对天然气使用的政策导向，过去化工消费天然气占比最高，主要是从成本的角度优先保证化肥企业使用；而随着环保及城镇化因素，工业燃料以及城市燃气成为消费增长的主要领域。

2000 年我国燃气消费 245 亿立方米，城市用气 29.4 亿立方米；2010 年我国天然气消费量达到 1075 亿立方米，其中城市燃气消费 322.5 亿立方米，可以看出城市燃气是增长最快的领域，10 年增长接近 10 倍。

Figure 14 2000-2010 年我国天然气消费结构



资料来源：天然气发展“十二五”规划 世纪证券研究所

Figure 15 2000-2010 年我国天然气消费 单位：亿立方米

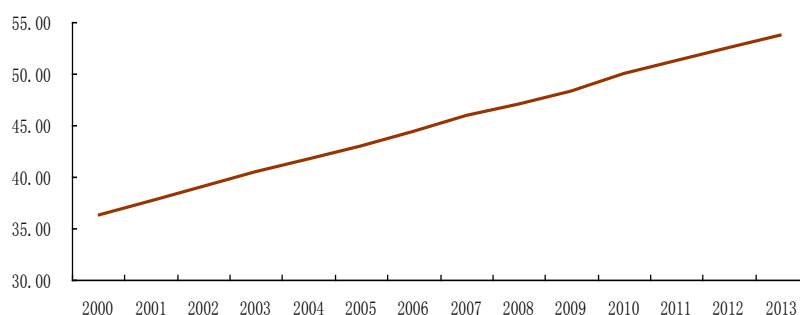


资料来源：天然气发展“十二五”规划 世纪证券研究所

3、天然气行业发展进入黄金期。目前，我国天然气消费占一次能源比例远低于世界平均水平，即使剔除资源储量丰富以及发达国家来看，与几大发展中国家横向比较仍处于较低水平。2013 年印度天然气在一次能源消费占比为 7.8%，巴西为 11.9%，均高于我国水平。近两年，借助国内大气污染防治升级的契机，过去制约天然气行业发展的障碍正在被逐步解决，我们认为在城镇化、环保要求、进口气源增加、以及能源市场化改革的共同影响下，国内燃气行业将迎来新的发展机遇，未来天然气占一次能源消费比例将继续提升。

A：城市燃气是未来增长的重要领域。1978-2013 年，城镇常住人口从 1.7 亿人增加到 7.3 亿人，城镇化率从 17.9%提升到 53.7%，年均提高 1.02 个百分点。2014 年 3 月 16 日，国务院公布《国家新型城镇化规划》提出，要在 2020 年实现常住人口城镇化率达到 60%左右，户籍人口城镇化率达到 45%左右，努力实现 1 亿左右农业转移人口和其他常住人口在城镇落户。城镇人口的增加为城市燃气消费稳定增长奠定了基础，城市居民用气、公福用气、车用气等将是未来天然气消费增长的重要领域。

Figure 16 2000-2013 年我国常住人口城镇化率 (%)



资料来源：WIND 世纪证券研究所

B：环保升级推动煤改气提速。2013 年 9 月颁布的《大气污染防治行动计划》明确提出要控制煤炭消费总量，到 2017 年使煤炭占能源消费比重下降到 65%以下；加大天然气、煤制天然气、煤层气供应。在我国天然气供需日益紧张的情况下，对天然气的使用采取有保有压的政策引导，新增天然气应优先保障居民生活或用于替代燃煤；鼓励发展天然气分布式能源等高效利用项目，限制发展天然气化工项目；有序发展天然气调峰电站，原则上不再新建天然气发电项目。既要考虑环境影响，又得兼顾目前燃气供求矛盾日益严重的现状，未来工业燃煤锅炉“煤改气”将成为燃气需求增长的又一重要领域。

Figure 17 2013 年以来全国“煤改气”工程不完全统计



资料来源: 浙江大学能源工程学系教授高翔研究报告

C: 进口气源增加保障未来供应。2014 年 5 月 21 日,《中俄东线供气购销合同》正式签订, 根据合同规定, 从 2018 年起, 俄罗斯开始通过中俄天然气管道东线向中国供气, 输气量逐年增长, 最终达到每年 380 亿立方米, 累计合同期 30 年。这标志着我国天然气进口东北 (中俄)、西北 (中亚)、西南 (中缅) 及海上四大通道的布局已经形成, 有助于实现天然气进口渠道多元化、对于保障我国能源安全意义重大。

Figure 18 我国天然气进口四大战略通道

地区布局	主要管线	年输气能力 (亿立方米)	项目进展
东北	中俄东线	380	预计 2018 通气
西北	中俄西线	300	即将启动谈判
西北	中亚 A/B 线	300	2010 年已通气
西北	中亚 C 线	250	预计 2014 年通气
西北	中亚 D 线	300	预计 2016 年通气
西南	中缅输气管道	120	2013 年已通气
合计		1650	
海上	东南沿海 LNG 接收站	2630 万吨	2013 年已建成接受能力

资料来源: 世纪证券研究所

D: 燃气市场化改革提升行业效率。一直以来, 天然气作为重要的公共资源, 由于对公众日常生活有重要意义, 因此从生产、运输、到终端销售以及各环节的价格均来受到政府的严格管制。2004 年城市天然气下游销售通过特许经营制度向社会资本开放, 大大促进了燃气行业的发展。近几年, 随着天然气需求的大幅增加, 整个行业供给压力愈发明显,

原有的中上游勘探生产、管网建设运营高度垄断格局已经成为阻碍行业发展主要体制障碍。十八届三中全会提出要深化国企改革、大力发展混合所有制，鼓励民营资本进入油气等垄断行业，目前油气领域市场化改革正在稳步推进。

上游勘探开发市场化提速：在逐步探索放开管网资产的同时，上游勘探开发的市场化改革也在试点。据公开信息看，中石油新疆油气资源合资合作勘探开发的“大致思路”渐渐浮出水面：中石油将吸纳地方国有资本、民营资本参股中石油业务，大力推进与新疆在上中下游业务领域全面合资合作。目前正研究的项目主要包括三个领域：一是考虑从所属矿权中划出 2 个区块与新疆指定国有企业合作；二是南疆天然气利民工程项目与地方企业和民营企业合作；三是划出部分区块与国内外石油公司和其他国有企业合作。

中游管网建设、运营开放：2012 年 5 月，全国社保基金、国联基金、宝钢集团各出资 100 亿元，入股中石油西气东输三线项目建设，开创中石油管道资产向社会资本开放的先河，合资公司中石油持股 52%，其他三家分别持股 16%。2013 年 6 月，中石油西气东输项目再引社会资金。中石油以西一线、二线西段等资产出资，引入保险、养老金、银行、公益基金等合作方的 600 亿元社会资本，共同成立中国石油管道联合有限公司，运营西气东输工程部分管线等。2014 年 5 月 13 日，中石油拟将旗下西气东输一、二线相关资产和负债出资设立东部管道公司，注册资本 100 亿元，通过产权交易所公开转让所持东部管道公司 100% 股权。2014 年 6 月 25 日，《中国石油天然气集团公司油气管网设施公平开放实施办法（试行）》正式获准通过。

燃气价格市场化改革：一直以来，我国对天然气定价基本采用成本加成的机制，天然气出厂价以及管输价格由国家发改委制定，城市门站零售价格由当地物价局制定。2005 年国家发改委确定了天然气出厂价的形成机制，将用户分为化肥、工业大户和城市燃气三大类，并根据不同气源形成阶梯价格。

2010 年 5 月，发改委扩大价格浮动幅度，国产陆上天然气一、二档气价并轨后，将出厂基准价格允许浮动的幅度统一改为上浮 10%，下浮不限，供需双方可以在不超过出厂基准价格 10% 的前提下，可以自主协商确定具体价格。

2011 年 12 月，国家在广东、广西两省进行燃气价格改革试点，统一制定门站最高限价政策。天然气价格改革的最终目标是放开天然气出厂价格，由市场竞争形成，建立天然气与可替代能源价格挂钩调整的机制，并根据可替代能源价格变化进行动态调整。

2013 年 6 月 28 日，发改委下发关于调整天然气价格的通知。要求区分存量气和增量气，增量气价格一步调整到与燃料油、液化石油气（权重分别为 60%和 40%）等可替代能源保持合理比价的水平；存量气价格分步调整，力争“十二五”末调整到位，本次调整化肥用气实际提价幅度最高不超过每千立方米 250 元；其他用户实际提价幅度最高不超过每千立方米 400 元，居民用气暂不作调整。

2014 年 9 月 1 日起，非居民用存量气每千立方米上调 400 元，化肥行业用气暂不做调整。至此，非居民用气价格市场化改革接近尾声，预计 2015 年再上调一次价格，就可以实现 2015 年存量气与增量气价格并轨的市场化改革目标。

Figure 19 我国城市非居民用存量气和增量气价格 单位：元/千立方米

省 份	存量气	增量气	省 份	存量气	增量气
北 京	2660	3140	湖 北	2620	3100
天 津	2660	3140	湖 南	2620	3100
河 北	2640	3120	广 东	2860	3320
山 西	2570	3050	广 西	2690	3150
内 蒙 古	2000	2480	海 南	2320	2780
辽 宁	2640	3120	重 庆	2320	2780
吉 林	2420	2900	四 川	2330	2790
黑 龙 江	2420	2900	贵 州	2370	2850
上 海	2840	3320	云 南	2370	2850
江 苏	2820	3300	陕 西	2000	2480
浙 江	2830	3310	甘 肃	2090	2570
安 徽	2750	3230	宁 夏	2170	2650
江 西	2620	3100	青 海	1930	2410
山 东	2640	3120	新 疆	1810	2290
河 南	2670	3150			

资料来源：国家发改委 世纪证券研究所

4、煤制气和页岩气的影响。由于我国常规天然气储量较为匮乏，而需求又保持较快增长，在供需矛盾日益突出的今天，大力发展非常规天然气是保证国家能源安全的重要举措。根据我国煤炭储量丰富的国

情，发改委制定大力发展煤制天然气以及加大页岩气开发的补充战略，但从目前情况看，短期内对天然气供应影响较小。

煤制气商业化运行进展缓慢。《天然气发展十二五规划》中，预计 2015 年末我国煤制天然气产量约 150 亿-180 亿立方米。截止 2014 年 6 月，我国已获得审批立项的煤制气项目有 4 个，合计产能为 151 亿立方米，2013 年 8 月以来已有 8 个煤制气项目获得发改委的“路条”，届时煤制气产能将达到 811 亿立方米。据统计，我国目前正式签约和开展前期准备工作的煤制气项目有 50 个，合计产能为 2250 亿立方米，超过 2013 年全国天然气消费总量。

虽然我国煤炭资源丰富，对于发展煤制气项目有独特的资源优势，但从已建成的大唐克旗项目运行情况看仍存在项目运行不稳定等问题。按当前的项目进展情况看，2015 年完成 150-180 亿立方米的产量目标很难实现，煤制气的发展仍会在争议中前进，项目集中建成的可能性较低。因此，短期来看煤制气对缓解国内天然气供应紧张局面作用甚微。

Figure 20 国内意向和在建煤制气项目统计情况

项目名称	省份	规模（亿方/年）	项目进展
大唐克旗一期	内蒙古	13.3	一期投产
新疆庆华伊犁一期	新疆	13.75	一期投产
大唐克旗	内蒙古	26.7	二期在建
新疆庆华伊犁	新疆	41.25	二期工程设计招标
大唐阜新	辽宁	40	一期在建
汇能鄂尔多斯	内蒙古	16	一期在建
伊犁新天煤制天然气	新疆	20	一期在建
国电兴安盟	内蒙古	40	前期工作
新蒙鄂尔多斯	内蒙古	40	前期工作
北控鄂尔多斯	内蒙古	40	前期工作
中海油鄂尔多斯	内蒙古	40	前期工作
河北建投鄂尔多斯	内蒙古	40	前期工作
华星鄂尔多斯	内蒙古	40	前期工作
中电投霍城	新疆	60	前期工作
苏新能源和丰	新疆	40	前期工作
广汇喀木斯特	新疆	40	前期工作
华能准东	新疆	40	前期工作
中石化准东	新疆	80	前期工作
龙宇准东	新疆	40	前期工作
浙江能源准东	新疆	20	前期工作
新疆天业集团准东	新疆	40	前期工作
中海油大同	山西	40	前期工作

皖能凤台	安徽	22	前期工作
神华鄂尔多斯	内蒙古	40	预可研编制
国电平煤尼勒克	新疆	40	备案
中电投伊南	新疆	60	备案
特变电工准东	新疆	40	备案
华电准东	新疆	40	备案
中煤准东	新疆	40	备案
兖矿准东	新疆	40	备案
开滦准东	新疆	40	备案
昌吉盛新	新疆	16	备案
华宏矿业准东	新疆	20	备案
神东天隆准东	新疆	13	备案
三一准东	新疆	40	备案
北控新能源准东	新疆	40	备案
紫光哈密	新疆	8	备案
宏昇新能源张掖	甘肃	40	备案
华能呼伦贝尔	内蒙古	40	备案
晋能集团朔州	山西	40	备案
兴安博源兴安盟	内蒙古	40	上报能源局
渤海化工鄂尔多斯	内蒙古	80	2014 年 2 月签约
天津能投呼伦贝尔	内蒙古	160	2014 年 1 月签约
金沙江创投宁东	宁夏	N/A	2014 年 1 月签约
内蒙古财富能源巴彦淖尔	内蒙古	40	2014 年 1 月签约
河北建投呼伦贝尔	内蒙古	160	2013 年 11 月签约
新疆能源煤制气	新疆	80	2013 年 10 月可研招标
国能包头	内蒙古	40	2013 年 9 月签约
国储能阿拉善	内蒙古	40	2013 年 9 月签约
山能盛鲁能化鄂尔多斯	内蒙古	100	2013 年 9 月签约
新疆兵团协鑫伊宁	新疆	40	2013 年 9 月签约
内蒙古矿业呼和浩特	内蒙古	40	2013 年 8 月签约

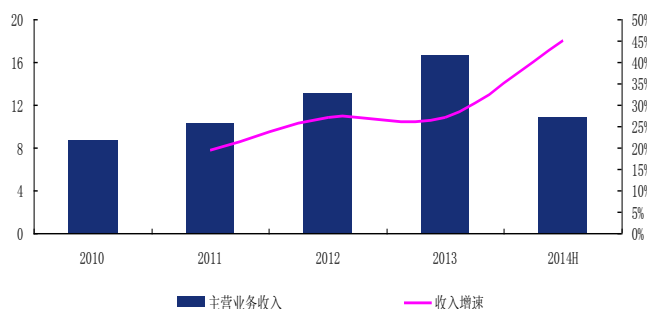
资料来源：中国煤制气产业项目统计分析

页岩气“十二五”目标产量减半。美国页岩气开发的巨大成功带动了国内对页岩气开发的热潮，2012 年国家能源局发布的《页岩气十二五发展规划(2011-2015 年)》，其中对页岩气产量的展望是“力争 2020 年产量达到 600-1000 亿立方米。”现实的情况是，2013 年国内页岩气产量仅为 2 亿立方米左右，进展远低于官方预期，而同期美国页岩气开采达到 3000 亿立方米。今年 8 月，国家能源局局长吴新雄在全国“十三五”能源规划工作会议上表示，到 2020 年，页岩气和煤层气产量均达到 300 亿立方米。在“十二五”临近收尾之际，国家能源局却页岩气产量目标下调了 50%，也说明当前页岩气仍处于初期探索阶段，尚不具备大规模的商业化运营的条件，短期对国内燃气供应影响较小。

公司主营业务分析

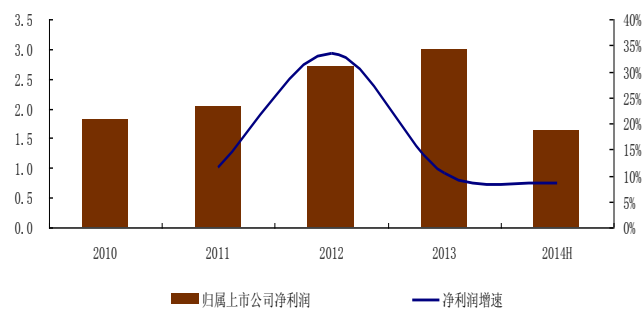
1、**天然气销售维持较高增长**。2014 年 1-6 月份，公司完成营业收入 10.93 亿元，同比增长 45.02%；实现归属上市公司股东净利润 1.62 亿元，同比增长 8.44%。其中主营业务天然气销售收入 7.71 亿元，同比增长 46.16%，大幅高于行业平均增长水平。

Figure 21 2010-2014 年公司主营业务收入 单位：亿元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

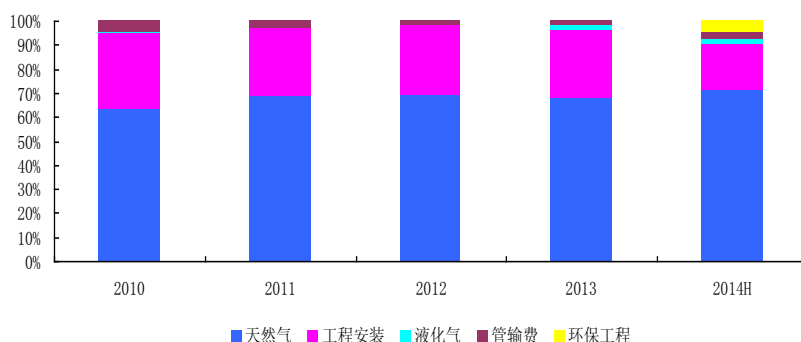
Figure 22 2010-2014 年归属上市公司净利润 单位：亿元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

天然气销售业务占比稳步提升。随着公司业务逐步向全国拓展，取得城市特许经营权的城市数量也逐年增加，带动天然气销量保持较高增长，天然气销售收入占总收入比例呈现稳步上升。截止 2014 年 6 月末，天然气销售收入占比为 71.52%，比 2010 年的 63.39%有明显提升。

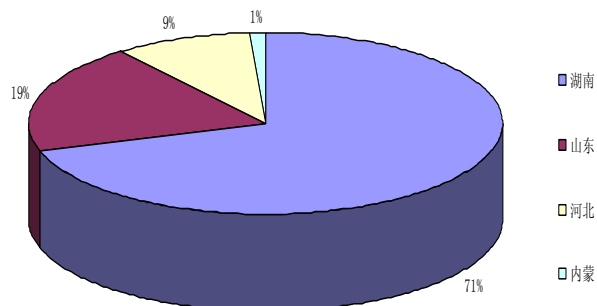
Figure 23 2010-2014 年公司业务构成变化



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

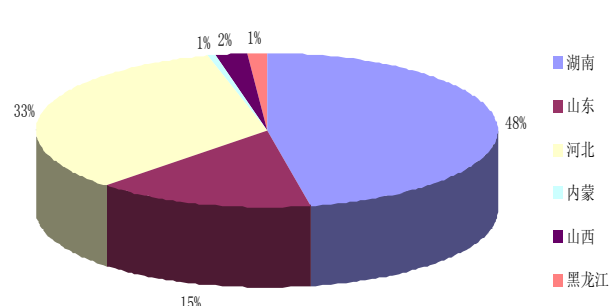
业务区域分布更加合理。近几年，公司加大全国性布局力度，业务区域分布更加趋于多元化。截止 2014 年 6 月末，湖南地区收入占比 44.01%，大幅低于 2010 年的 69.75%。业务区域多元化，将更加有利于公司业务平稳发展，减少公司对单一区域的过度依赖。

Figure 24 2010 年公司收入区域分布



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 25 2014 年公司收入区域分布

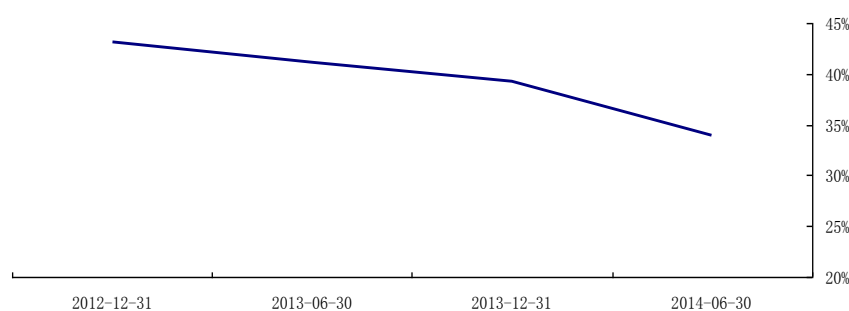


资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2、毛利率呈现下降趋势。公司经营模式主要是通过向中石油等上游燃气供应企业采购天然气，并通过自建的终端管网向直接用户销售天然气。2012 年燃气采购占营业成本比例为 89%，2013 年占比为 88.45%，燃气采购价格占营业成本的比例较高，因此燃气采购价格对公司毛利率变化具有很高的敏感度。2010 年以后，国内天然气出厂价格还未进行调整，预计在天然气价格市场化改革的背景下，出厂价格仍将上升的空间。另一方面，固定资产规模增加导致每年折旧上升也将影响毛利率。

2014 年 1-6 月份，公司收入为 10.93 亿元，同比增长 45.02%，同期营业成本为 7.21 亿元，同比增长 62.36%，成本增长幅度大于收入增长幅度使得公司综合毛利率下降到 34.01%。对于近两年毛利率的下降，主要原因是折旧的大幅增加。

Figure 26 2012-2014 年公司综合毛利率变化



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、资本性支出增加短期财务费用。公司所从事的天然气输送与销售业务属于资本密集型行业，目前公司仍处于业务快速扩张阶段，在建项目前期建设需要大量资金支持。截止 2014 年 6 月，公司在建工程余额为 14.82 亿元，同比增长 70.54%。随着公司借款规模增加，财务费用上升明显，2014 年上半年财务费用高达 5749 万元，占同期营业收入比

例为 5.26%，比 2013 年的 4.89% 继续上升。

Figure 27 截止 2014 年 6 月末公司重大在建工程进度

项目名称	预算金额 (亿)	工程进度
衡阳市城区管网	2.21	61%
新泰市城区管网	1.58	70.30%
莱芜市工业园区管网	1.42	60%
冀州市城区管网	1.03	81.50%
张家口城区管网	2.8	72%
乌兰浩特城区管网	1.2	71.20%
张家口宣化城区管网	2.2	68%
张家口 CNG 气站	0.95	72%
合计	13.39	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

4、非公开增发项目继续推动业务增长。为了平衡负债率上升与资金需求快速增长之间的矛盾，公司于 2013 年启动非公开增发事宜，计划募集资金不超过 17.4 亿元，用于项目建设以及偿还银行贷款。2014 年 8 月 4 日，证监会正式受理公司增发项目，目前处于意见反馈阶段。根据增发项目的可行性报告，项目投产后将为公司增加年收入 14 亿元、年均净利润 2.2 亿元，进一步夯实公司未来业务增长基础。

Figure 28 公司非公开增发募投项目

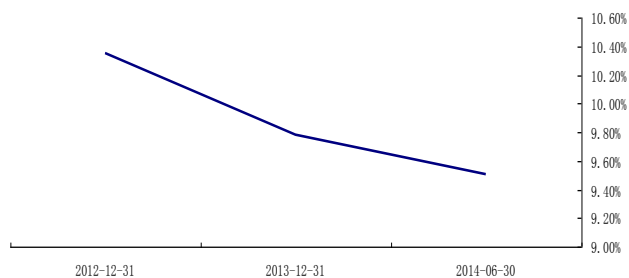
项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投入额 (万元)	年均收入 (万元)	年利润 (万元)
衡阳-常宁水口山天然气管道工程项目	15,566	15,566	5995	2671
应县-张家口输气管道支线工程项目	130,613	78,505	26357	10929
张家口市宣化区天然气利用工程项目	35,347	28,278	67007	4158
LNG 和 CNG 加气站项目	20,487	17,319	42704	4216
偿还银行贷款	30,000	30,000		
合计	232,013	169,668	142063	21974

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

公司财务分析

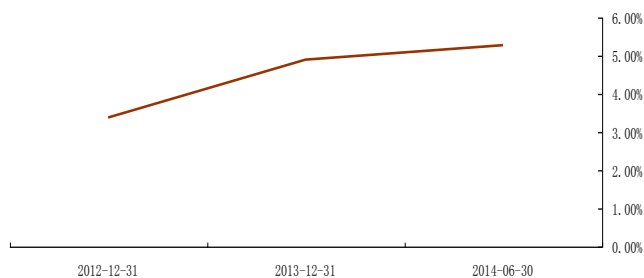
1、财务费用率将维持上升趋势。由于当前公司处于业务快速扩张阶段，在建项目大幅增加对资金需求量逐年上升，公司整体加杠杆导致财务费用上升明显，预计未来几年内将对当期盈利产生一定负面影响。2012-2014 年上半年，公司期间费用率整体呈现下降趋势，表现出良好的经营效率，但财务费用率继续上升。未来几年公司仍处于业务快速扩张阶段，借款规模增加导致财务费用率将延续上升趋势。

Figure 29 2012-2014 年公司期间费用率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

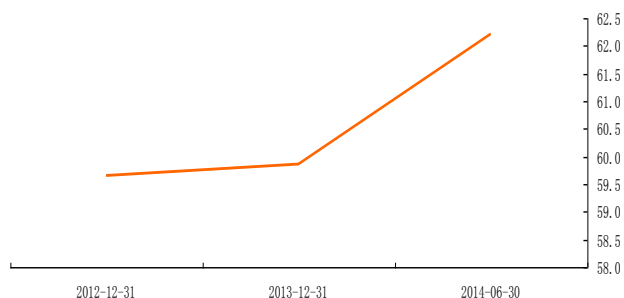
Figure 30 2012-2014 年公司财务费用率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

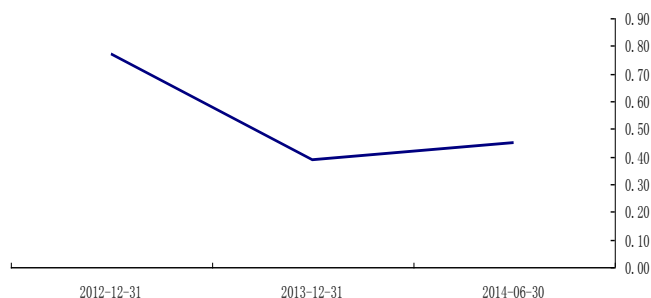
2、公司资产负债率趋于上升。截止 2014 年 6 月末，公司短期借款余额为 15 亿，长期借款余额为 11 亿元，资产负债率为 62.22%，比 2013 年末上升 2.35 个百分点，短期偿债指标流动比率为 0.45，处于较低水平。由于公司在建项目投产后具备稳定的现金流入，因此长期来看财务状况预期良好。

Figure 31 2012-2014 年公司资产负债率 (%)



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 32 2012-2014 年公司流动比率



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

盈利预测与投资评级

1、假设条件：

- A: 由于公司增发项目仍处于意见反馈阶段，具体实施时间存在不确定性，本次盈利预测暂不考虑未来增发的影响；
- B: 国内天然气需求未来几年仍可维持年均 15%左右的增速；
- C: 公司在建项目可以按计划投产。

2、收入预测：预计 2014-2016 年公司营业收入分别为 23.92 亿元、31.61 亿元、40.95 亿元，年均增速可维持在 30%左右。

Figure 33 2014-2016 年公司收入预测表

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
天然气					
收入	904.68	1,133.43	1643.47	2300.86	3106.16
增速	-	25.29%	45.00%	40.00%	35.00%
成本	665.11	877.88	1249.04	1748.66	2329.62
毛利率 (%)	26.48	22.55	24.00	24.00	25.00
工程安装					
收入	377.43	465.70	535.56	615.89	708.27
成本	68.43	97.63	160.67	184.77	212.48
毛利率 (%)	81.87	79.04	70.00	70.00	70.00
管输费					
收入	27.84	30.93	60.00	60.00	60.00
成本	11.78	19.69	35.4	35.4	35.4
毛利率 (%)	57.69	36.34	41.00	41.00	41.00
液化气					
收入	1.09	33.30	50	60	72
成本	1.02	21.73	37.5	45	54
毛利率 (%)	5.93	34.76	25.00	25.00	25.00
高新环保工程					
收入			103.36	124.03	148.84
成本			51.68	62.02	81.86
毛利率 (%)			50	50	45.00
合计					
收入	1311.04	1663.36	2392.39	3160.78	4095.27
增速	-	26.87%	43.83%	32.12%	29.57%
成本	746.34	1016.93	1534.29	2075.84	2713.37
毛利率	43.07%	38.86%	35.87%	34.33%	33.74%

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

3、盈利预测：鉴于公司未来几年仍处于业务快速扩张阶段，在建项目增加导致资金需求快速增长，每年支付的财务费用仍维持小幅上升，预计对当期净利润产生一定负面影响；另外，每年将会有较大规模的在建工程转入固定资产导致折旧金额增加，使得综合毛利率仍将延续小幅下滑趋势。

预计 2014-2016 年，公司净利润分别为 3.29 亿元、4.14 亿元、5.49 亿元，折算每股收益分别为 0.82 元、1.03 元、1.36 元，对应 2014 年 10 月 22 日收盘价 21.07 元，市盈率为 25.81X、20.53X、15.49X。

Figure 34 2014-2016 年公司盈利预测

重要财务指标		单位: 百万元			
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	1677	2392	3161	4095	
收入同比 (%)	28%	43%	32%	30%	
归属母公司净利润	300	329	414	549	
净利润同比 (%)	10%	10%	26%	33%	
毛利率 (%)	39.3%	35.9%	34.3%	33.7%	
ROE (%)	14.5%	14.1%	15.4%	17.3%	
每股收益 (元)	0.74	0.82	1.03	1.36	
P/E	28.36	25.81	20.53	15.49	
P/B	4.12	3.63	3.15	2.68	
EV/EBITDA	15	12	10	8	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

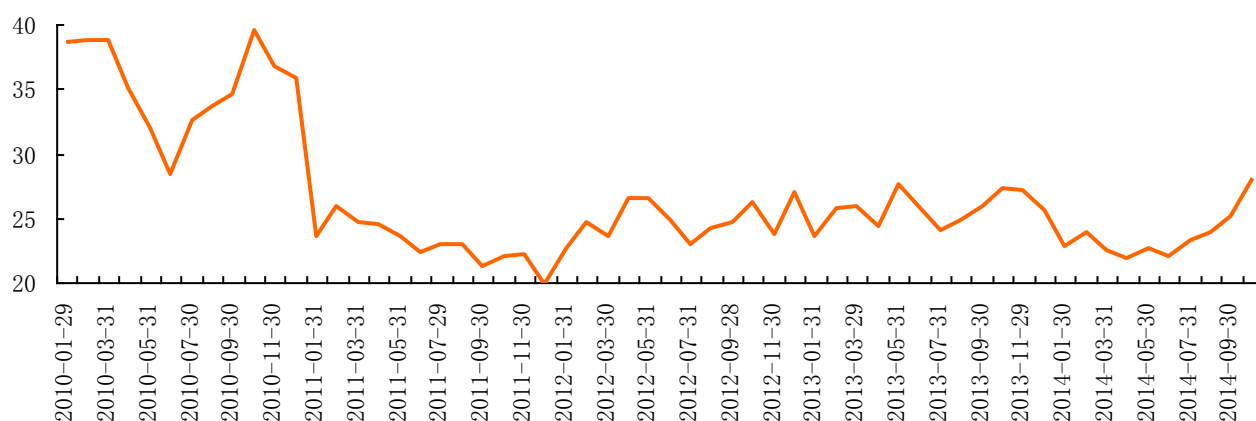
4、A 股同类公司估值比较: 以中信行业指数分类为基础, A 股上市公司中燃气板块市盈率处于过去 5 年来较低的水平; 选取业务类型相同的公司进行估值比较, 公司市盈率处于行业中游水平。

Figure 35 A 股同类公司估值比较

代码	简称	最新收盘价 (元)	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE		
				TTM	14E	15E	TTM	14E	15E
601139	深圳燃气	7.46	147.74	0.3268	0.3765	0.4323	22.83	19.81	17.26
600917	重庆燃气	9.09	141.44	0.0000	0.2172	0.2452	47.07	41.85	37.07
002267	陕天然气	11.80	131.22	0.3686	0.3821	0.4928	32.01	30.88	23.94
600617	国新能源	20.74	123.00	0.9068	0.7441	1.0534	22.87	27.87	19.69
000669	金鸿能源	21.07	85.03	0.7744	0.8200	1.0300	25.81	20.53	15.49

资料来源: WIND 世纪证券研究所

Figure 36 2010-2014 年中信燃气行业 PE



资料来源: WIND 世纪证券研究所

5、投资建议：考虑国内天然气行业面临的发展机遇以及公司业务快速扩张带来的业绩增长预期，我们首次给予“买入”评级。

风险提示

1、短期资金压力。目前公司整体负债水平较高，由于在建项目所需资金规模较大，短期财务费用支出对当期业绩影响较大。

2、项目建设进度低于预期。公司长输管线以及城市管网建设需要经过相关部门的批准以及多方论证协商，项目资金需求较大且建设周期较长，存在项目进度低于预期的可能。

3、燃气价格波动。目前国内燃气价格基本受政府主导，特别是出厂价以及管输费存在进一步上涨的空间，如果公司不能及时向下游传导，成本大幅上升会影响公司盈利。

附件：2014-2016 年公司三大财务报表预测

Figure 37 2014-2016 年公司资产负债表预测

资产负债表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
流动资产	823	1682	1864	2606	
现金	396	904	970	1402	
应收账款	144	207	272	354	
其他应收款	86	121	161	207	
预付账款	108	266	290	425	
存货	15	16	26	31	
其他流动资产	76	168	145	187	
非流动资产	4932	5438	6164	6880	
长期投资	136	81	108	94	
固定资产	2919	3930	4716	5476	
无形资产	195	251	328	395	
其他非流动资产	1683	1176	1011	915	
资产总计	5756	7120	8027	9486	
流动负债	2090	3539	4314	5575	
短期借款	1023	2319	2892	3940	
应付账款	295	409	578	739	
其他流动负债	772	811	844	897	
非流动负债	1355	970	713	391	
长期借款	1022	722	422	122	
其他非流动负债	333	248	290	269	
负债合计	3446	4508	5027	5967	
少数股东权益	245	271	305	350	
股本	269	404	404	404	
资本公积	673	539	539	539	
留存收益	1122	1398	1753	2228	
归属母公司股东权益	2065	2340	2695	3170	
负债和股东权益	5756	7120	8027	9486	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 38 2014-2016 年公司现金流量及利润表预测

现金流量表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
经营活动现金流	514	491	968	989	
净利润	325	356	448	593	
折旧摊销	135	159	206	250	
财务费用	82	191	225	252	
投资损失	-1	0	-0	0	
营运资金变动	-31	-234	85	-117	
其他经营现金流	4	20	3	10	
投资活动现金流	-979	-675	-920	-963	
资本支出	1063	690	800	910	
长期投资	-85	-63	32	-16	
其他投资现金流	-1	-48	-89	-68	
筹资活动现金流	172	691	19	406	
短期借款	314	1296	574	1047	
长期借款	-95	-300	-300	-300	
普通股增加	0	135	0	0	
资本公积增加	0	-135	0	0	
其他筹资现金流	-47	-304	-255	-341	
现金净增加额	-293	508	66	432	
利润表		单位: 百万元			
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	1677	2392	3161	4095	
营业成本	1018	1534	2076	2713	
营业税金及附加	22	32	44	59	
营业费用	22	32	42	55	
管理费用	82	120	158	205	
财务费用	82	191	225	252	
资产减值损失	1	3	2	2	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1	-0	0	-0	
营业利润	450	480	614	809	
营业外收入	5	5	5	5	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	453	484	618	813	
所得税	128	129	169	220	
净利润	325	356	448	593	
少数股东损益	25	26	34	44	
归属母公司净利润	300	329	414	549	
EBITDA	666	830	1045	1311	
EPS (元)	1.11	0.82	1.03	1.36	

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSC0 nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSC0 and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSC0 or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSC0.