

2014 年 12 月 26 日

证券研究报告·公司研究·公用事业
重庆燃气(600917)调研报告

增持

当前价: 10.19 元
目标价: 11.04 元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

区域城镇燃气龙头运营商

投资要点

- **推荐逻辑:** 居民用气保持刚性稳定增长; 募投项目扩大公司服务市场, 提高渗透率, 预计增量空间达 11 亿立方米; 发改委要求 2015 年底前实现增存气并轨和居民气阶梯气价制度, 气价市场化程度加强, 预计购销差将扩大; 大客户建峰化工虽流失, 但转供川维厂的气可弥补损失, 毛利率变化小。长期来看, 公司处于稳定成长期, 区域龙头地位难以撼动, 市场空间广阔。
- **居民用气量稳定增长。** 近三年居民用户每年保持约 25 万户的刚性增长, 预计 2014 年将延续前两年居民用户快速增长的态势, 新增用户 27 万户, 居民气供应总量约 8.5 亿方, 同比增加约 11%。
- **供气结构调整, 销气收入略有下滑, 毛利率变化小。** 最大客户建峰化工的流失导致工业用气量下滑, 集体+商业用气稳中有升, 预计 2014 年销气总量达 21.9 亿 m³, 营收 45.65 亿元, 同比下滑约 2%。毛利的损失将通过公司向中石化川维厂输气弥补, 对毛利率的影响小。
- **气价改革利好燃气企业。** 目前我国供需矛盾突出, 进口气与国内气价严重倒挂。为理顺天然气价格, 发改委要求全国在 2015 年底前实施增存气并轨和居民气阶梯气价制度。我们认为随着非居民气价格的逐步放开, 供给增速小于需求增速的局面短期难以扭转, 非居民气购销差预计继续扩大。为疏导供需传导路径, 提升天然气终端价格将是顺势所趋。
- **募投项目提高市场渗透度, 增量空间可达 11 亿立方米。** 募投项目完工后覆盖区域可新增居民 150 万户, 为公司打开广阔市场空间。预计 2020 年该区域新增居民用气量 4.5 亿 m³, 工业用气 2.96 亿 m³, 集体、商业、CNG 用气 3.51 亿 m³, 总体增量空间可达约 11 亿立方米。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.21 元、0.23 元、0.28 元, 未来三年将保持 13.8% 的复合增长率。目标价 11.04 元, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 气价市场化力度低于预期的可能; 募投项目不能实现预期盈利, 导致利润增长存在不确定性; 终端价上调导致工商业用气大幅下滑的可能。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5934.67	6026.24	6644.54	7582.47
增长率	9.42%	1.54%	10.26%	14.12%
归属母公司净利润(百万元)	300.48	322.62	364.76	434.89
增长率	18.52%	7.37%	13.06%	19.23%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.21	0.23	0.28
净资产收益率 ROE	11.02%	10.67%	10.87%	11.58%
PE	51.73	48.18	42.62	35.74
PB	5.70	5.14	4.63	4.14

数据来源: 公司公告, 西南证券

西南证券研究发展中心

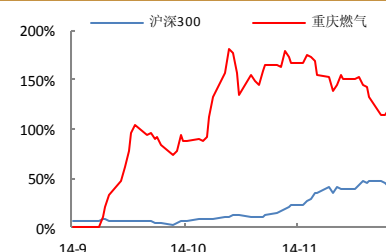
分析师: 熊莉

执业证号: S1250514080002

电话: 023-63786278

邮箱: xiongli@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	15.56
流通 A 股(亿股)	1.56
52 周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	158.56
总资产(亿元)	72.15
每股净资产(元)	2.07

相关研究

目 录

一、公司概况.....	1
（一）公司主营业务结构	1
（二）公司业绩状况	2
二、行业分析.....	4
（一）区域天然气市场前景广阔	4
（二）增存气并轨加快，阶梯气价逐步实行.....	5
（三）居民气供应龙头地位稳固	6
三、公司分析.....	6
（一）居民用气稳定增长	6
（二）大客户流失，工业销气量下滑明显，但对利润影响小.....	7
（三）供气结构调整，销气收入略有下滑	7
（四）购销价差扩大，有助毛利率回升.....	8
（五）募投项目提高市场渗透度，增量空间达 11 亿立方米.....	9
四、财务分析.....	9
（一）三费率保持行业低水平.....	9
（二）固定资产、在建工程、折旧费分析	10
五、盈利预测与估值	10
（一）盈利预测基本假设	10
（二）盈利预测	11
六、风险提示.....	12

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司 2010 年以来主营业务结构情况（百万元）.....	2
图 3: 公司 2014H1 燃气销售各业务的营收占比.....	2
图 4: 公司 2010 年以来营业收入及增速.....	2
图 5: 公司 2010 年以来毛利率、净利率状况.....	2
图 6: 公司 2010 年以来主营业务毛利状况(百万元).....	3
图 7: 公司 2010 年以来主营业务毛利率.....	3
图 8: 2013 年四个直辖市城镇人口占比.....	5
图 9: 重庆市近十年城镇人口数（万）和城镇人口比重.....	5
图 10: 2014H1 供气结构.....	7
图 11: 预计 2014 年全年供气结构.....	7

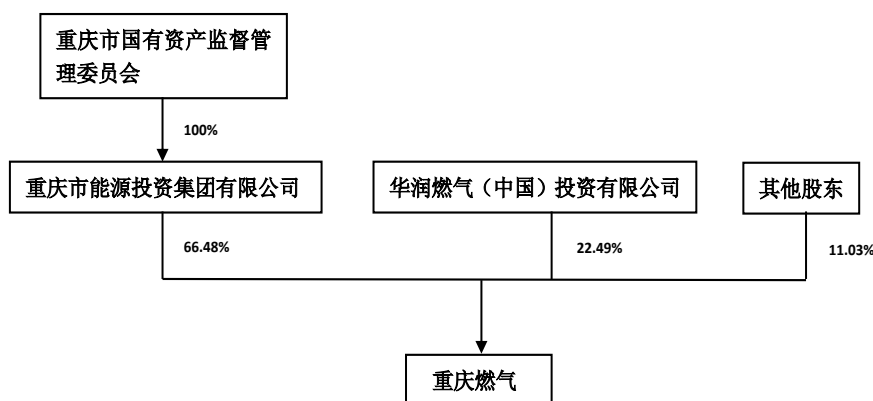
表 目 录

表 1: 同行业燃气公司毛利率比较.....	3
表 2: 同行业燃气公司的各类别气购销差.....	3
表 3: 居民用户状况.....	6
表 4: 非工业用气营收预测.....	8
表 5: 调价前后购销差比较.....	8
表 6: 调价后毛利增厚情况.....	9
表 7: 同行业三费率比较.....	9
表 8: 收入增速假设.....	10
表 9: 毛利率假设.....	11
表 10: 三费率假设.....	11
表 11: 盈利预测.....	11
表 12: 可比上市公司盈利预测.....	12
附表: 财务预测与估值.....	13

一、公司概况

公司于 2014 年 9 月在上海证券交易所挂牌上市，是重庆市能源投资集团公司控股(66.48%)，华润燃气(中国)投资有限公司参股(22.49%)的国有控股企业，实际控制人是重庆市国资委。公司处于产业链下游，主要业务包括城市燃气储、输、配、售，基础设施建设，燃气工程设计、安装、燃气计量检测、压缩天然气经营。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）。公司有运营输气管网 1.65 万余公里，球罐 27 台，储配站 11 座，配气站 127 座。2013 年公司的供气量占重庆城镇天然气供气总量的 65.7%，在重庆市城市燃气行业中具有重要的市场影响力。

图 1：公司股权结构

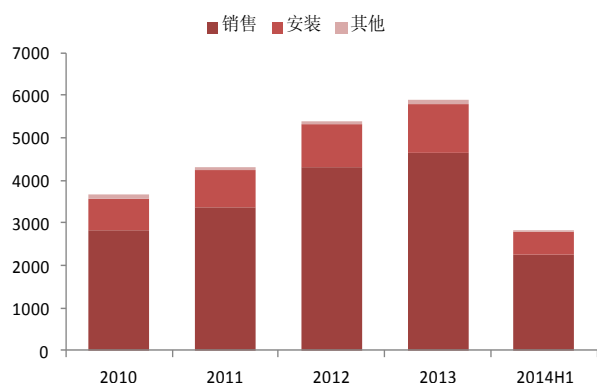


数据来源：公司公告、西南证券

（一）公司主营业务结构

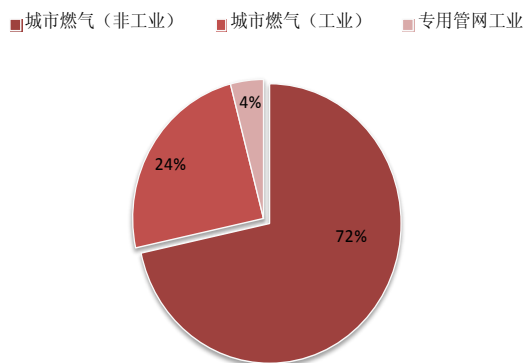
2013 年公司燃气销售量达 24.33 亿 m^3 ，同比增长 1.46%。2014 年 1-6 月燃气销售 11.44 亿 m^3 ，其中居民用气量占比 40.65%，非居民用气占 59.35%。公司收入主要来自燃气销售，占比 78.87%，其中非工业类用气贡献营收 56.47%，工业用气贡献 22.39%。非工业类用气中的居民用气占比最大，贡献营收 24.42%。工业用气增速较快，最近四年 CAGR 35.44%，但 2014H1 下滑明显，主因是公司第一大客户建峰化工流失。2014 年前三季度实现燃气销售业务营收 41.5 亿元，同比下滑 7%。安装收入稳定贡献营收约 20%，总营收达 59.35 亿，同比增长 9%。

图 2：公司 2010 年以来主营业务结构情况（百万元）



数据来源：公司公告，西南证券

图 3：公司 2014H1 燃气销售各业务的营收占比

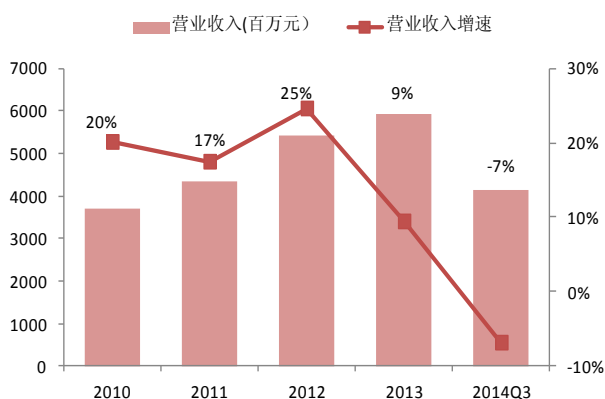


数据来源：公司公告，西南证券

（二）公司业绩状况

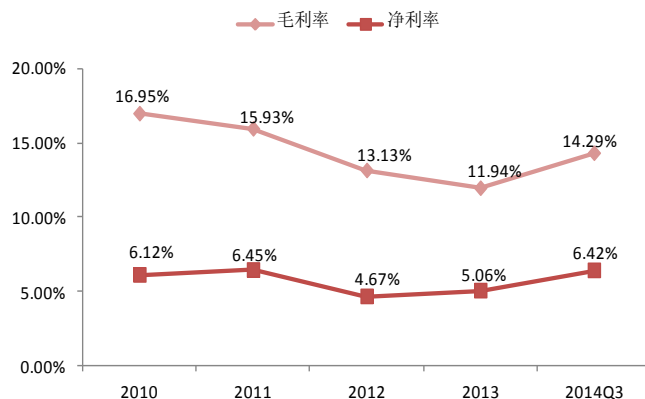
2014 年上半年天然气销售和安装分别贡献毛利 28.24% 和 67.88%，燃气安装成为公司重要的利润来源。这主要由于安装毛利率远大于销售毛利率：安装毛利率 52.87%，而销售毛利率仅 5.32%。2010-2013 年，受燃气销售和安装业务毛利率均下滑的影响，公司总体毛利率呈下滑态势。主要原因是：1）燃气门站价和销售价几乎等额提高，对单位毛利影响小，但随着销量提高，毛利率下滑；2）居民气实际用量超过按上期销售结构预算的用气量，差额部分公司算作其他气的用量（购进价远大于居民用气购进价），导致给付中石油的采购成本高于实际成本，必然拉低公司燃气销售毛利率；3）安装业务销售价格近十年未变而材料价格有所上升。2014 H1 居民气结构差造成的价差清退款冲减成本，增厚毛利，销售毛利率回调至 5.32%。公司与中石油约定 2014 年居民气结算结构暂按 2012 年实际销售结构进行预算，年底按 2013 年居民气实际销售结构进行结算，因此这一影响依然存在。2014 年上半年居民用气量占比 40.65%，而 2011-2013 年度该占比为 33.28%，30.03% 和 31.33%，销气结构变化较大，预计 2014 年毛利受该结构差的影响较大。

图 4：公司 2010 年以来营业收入及增速

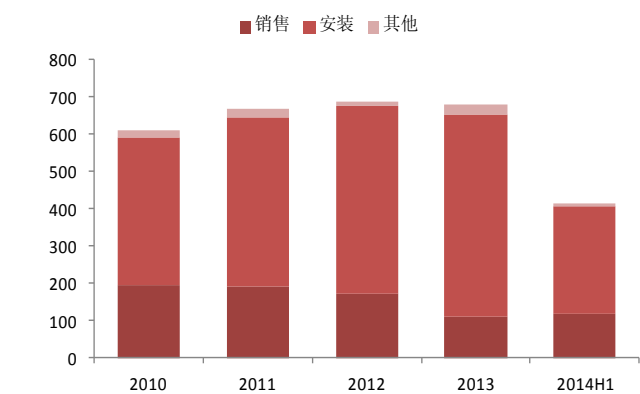


数据来源：Wind，西南证券

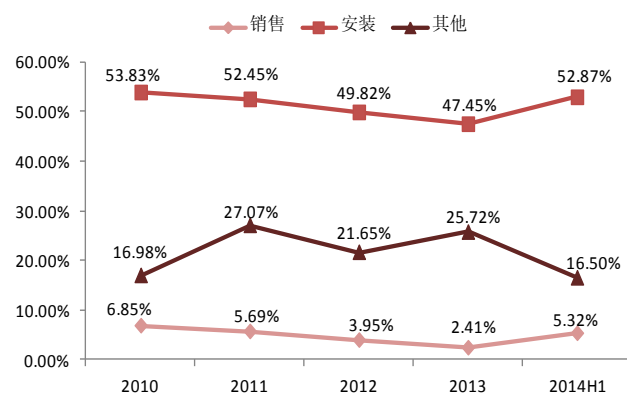
图 5：公司 2010 年以来毛利率、净利率状况



数据来源：Wind，西南证券

图 6：公司 2010 年以来主营业务毛利状况(百万元)


数据来源：公司公告，西南证券

图 7：公司 2010 年以来主营业务毛利率


数据来源：公司公告，西南证券

纵向比较，2011-2013 年重庆燃气的销售毛利率均低于行业平均水平，特别是 2013 年燃气销售毛利率仅 2.41%，行业平均水平为 17.34%，差距呈扩大趋势。

表 1：同行业燃气公司毛利率比较

项目	综合毛利率 (%)			燃气销售毛利率 (%)			燃气安装毛利率 (%)		
	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年	2011 年	2012 年	2013 年
新疆浩源	48.41	51.80	48.47	37.06	37.84	34.70	49.07	59.63	56.10
金鸿能源	2.86	43.07	38.88	—	26.48	22.55	—	81.87	79.04
陕天然气	19.01	18.51	17.61	2.11	-2.97	0.49	26.63	37.17	-0.43
深圳燃气	15.99	16.91	20.03	27.14	26.36	25.77	44.42	41.24	41.24
行业平均值	20.4	21.65	22.04	18.55	17.65	17.34	—	—	—
重庆燃气	15.44	12.77	11.52	5.69	3.95	2.41	52.45	49.82	47.45

数据来源：Wind，西南证券

表 2：同行业燃气公司的各类别气购销差（元/m³）

用气类型	深圳燃气			金鸿能源			新疆浩源			陕天然气			重庆燃气		
	购进价	销气价	购销差	购进价	销气价	购销差	购进价	销气价	购销差	购进价	销气价	购销差	购进价	销气价	购销差
居民用气	1.7	3.5	1.8	1.8	2.3	0.5	0.79	1.89	1.1	1	1.49	0.49	1.28	1.72	0.44
工业用气	2.86	4.8	1.94	2.6	2.8-3.6	0.3-1.0	1.29	2.73	1.74	1.34	1.83	0.49	2.32	2.84	0.52
电厂气	2.86	3.16	0.3	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
化肥厂	—	—	—	—	—	—	—	—	—	0.94	1.43	0.49	—	—	—
集体+商业	2.86	4.8	1.94	—	—	—	0.99	2.73	1.74	—	—	—	2.32	2.96	0.64
CNG 加气站	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2.32	2.84	0.52
原料气	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
车用 CNG	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	2.32	3.97	1.65

数据来源：西南证券

各类别气的购销差解释了同行业城镇燃气商燃气销售毛利率之间的差异。以深圳燃气为例，公司气源主要来自大鹏公司和中石油西二线供气。其中大鹏公司的气主要供给居民，基本能够覆盖现阶段广东地区的居民用气量。由于签订了 25 年照付不议协议，购气价稳定在 1.7 元/m³，而居民气售价为 3.5 元/m³，单位毛利高达 1.8 元。西二线的气主要供给工商业用户和电厂。由于西二线从中亚购气，门站价较高（2.86 元/m³），但受益于气价改革试点，广东省燃气售价与市场挂钩的力度较其他省市更大，工商业用气售价高达 4.8 元/m³，单位毛利 1.94 元，远高于同行业其他公司。加之工商业用气占比约 50%，巨大的工业用气量增厚燃气销售毛利率。相比于广东省，陕西省的气价市场化程度较弱。陕天然气作为陕西省城镇燃气运营商，燃气业务涉及产业链中下游。公司所有类别气购销差均价为 0.49 元/m³，虽属购销模式，但实为只收取管输费。由于购销差没有反映市场供需变化，随着用气量增大营收不断增加，毛利率随之被压缩。

因此，我们主要关注影响公司毛利率变化的以下几个因素：1）未来天然气价格放开力度及天然气门站价和销售价与市场挂钩的力度，我们认为价格放开力度越大，购销差越大，毛利率越高；2）公司对人工、材料、管输折旧等成本的控制力度。

二、行业分析

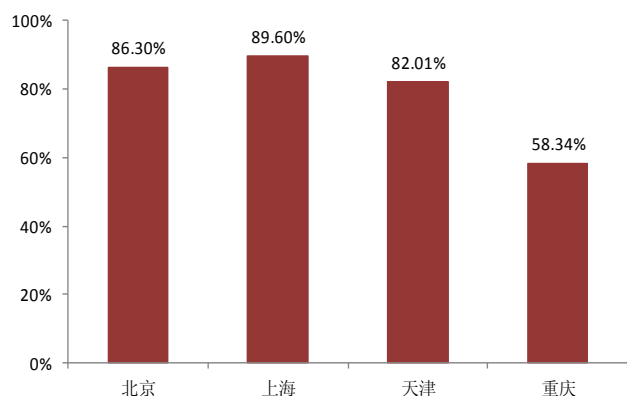
（一）区域天然气市场前景广阔

在环保要求，政策推动和城镇化的多重促进作用下，我国天然气消费量增长迅速。最近十年天然气供给量复合增长率达+10%。1-10 月份，天然气产量 1013 亿 m³，同比增长 10.11%；天然气进口量 485 m³，增长 13.58%；天然气表观消费量 1475 亿 m³，增长 11.15%。2013 年中国一次能源消费结构中，天然气占比 5.1%，不仅远低于世界 23.73% 的平均水平，也低于亚洲 9% 的平均水平。相比美国 2.4 千立方米/人的天然气人均消费量，我国只有 0.12 千立方米/人。我国天然气总体的使用量仍然很低，天然气消费有较大的上升空间。

城镇燃气使用量与区域城镇化程度关系密切。2013 年重庆总人口 2970 万，城镇人口数 1732 万。横向比较，重庆城镇化程度远低于其他三个直辖市：2013 年北京、上海、天津的城镇人口占比分别为 86.3%、89.6% 和 82.01%，重庆仅 58.34%，城镇化的空间非常大。纵向来看，重庆的城镇人口数和城镇人口比重逐年稳步上升：2003-2013 年平均每年城镇人口增长 52 万人，年均复合增长率 3.96%，城镇人口占比也呈线性上升趋势。预计到 2020 年城镇人口比重达到 70%，城镇人口数突破 2000 万。

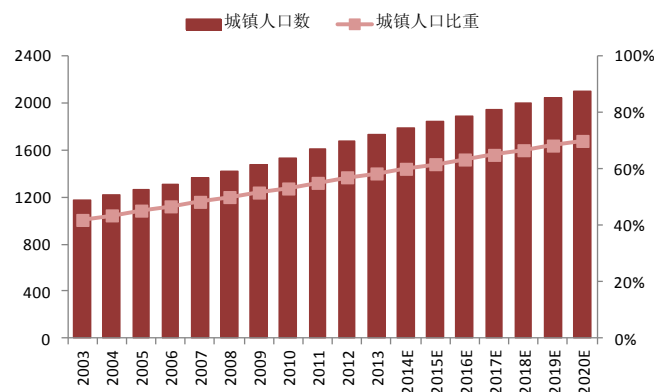
重庆城市用气普及率约 92.53%。随着城镇人口数的增加，用气人口也会大幅上升。加之 2015 年公司的都市区外环管网和中心城市输气干线工程完工，重庆燃气在区域市场的渗透度将得到加强，市场占有率随之提高。

图 8：2013 年四个直辖市城镇人口占比



数据来源：Wind，西南证券

图 9：重庆市近十年城镇人口数（万）和城镇人口比重



数据来源：Wind，西南证券

（二）增存气并轨加快，阶梯气价逐步实行

我国目前天然气定价机制逐步向“市场净回值法”靠拢，政府不再直接控制上游开采的出厂价，改为由政府指导门站价，实行最高上限价格管理。门站价格适用于国产陆上天然气和进口管道天然气。页岩气、煤层气、煤制气出厂价格，以及液化天然气气源价格放开，由供需双方协商确定。下游燃气销售的零售价由各省市物价部门制定。近年我国天然气消费增长迅速，供需矛盾突出，进口气与国内气价格倒挂。为理顺天然气价格，发改委出台天然气价格调整方案，通过增存气并轨逐步加快天然气价格市场化进程。门站价增存气并轨的模式分为三步走：区分存量气和增量气，增量气与可替代能源的市场价挂钩，逐步实现市场化；上调存量气价，逐步与增量气价格靠拢；实现存量气与增量气并轨。我国大部分地区现今实现第二步。发改委逐步上调各省市的存量气价格，争取在 2015 年实现存量气与增量气价格并轨的既定目标。增存气并轨势必带动非居民气门站价大幅上调，根据顺价调整机制，预计明年非居民气售价继续上涨。随着非居民气价格的逐步放开，供给增速小于需求增速的局面短期难以扭转，非居民气购销差扩大可期，有利于改善燃气企业的盈利能力。

我国居民用气一直实行低价政策，居民气与工商业用气交叉补贴现象严重，为改革居民用气价格，我国逐步实行阶梯气价制度。居民用气分为三档，分别覆盖 80%，95%和 100%的家庭用户月均用气量，价格比为 1：1.2：1.5。实行阶梯气价，有利于燃气销售企业向用气量大的居民用户收取更高价，增厚营收和利润。预计 2015 年底前所有已通气城市将会建立起阶梯价格制度。

就门站价而言，目前重庆地区中石油供工业、商业、集体和 CNG 用天然气价格按 2.32 元/m³的综合门站价执行。中石化供工业、商业、集体和 CNG 用天然气按存量气价格 2.32 元/m³、增量气价格 2.78 元/m³执行。

目前重庆暂未实行居民气阶梯气价制度，居民用气统一按照 1.277 元/m³的门站价和 1.72 元/m³的销售价执行。按照发改委全国建立阶梯气价制度的要求，预计明年重庆将建立居民用气阶梯气价，有利于增大居民用气的单位盈利。

（三）居民气供应龙头地位稳固

城市燃气行业属于典型的资本密集型行业，投资巨大且建设周期较长，同一地区一般不会重复建设管网，因此已经进入者在燃气的储存、输送、调配、分销上具有自然垄断性，区域性壁垒明显，其他城市的燃气经营商难以进入。

公司面临的竞争对手主要是上游资源供应商因延伸产业链而投资兴办的城市燃气运营企业，如中石油控股的凯源石油天然气有限责任公司（下称凯源公司）。作为重庆市第二大城市燃气供应企业和最大的 CNG 销售企业，凯源公司供气区域集中在重庆 8 个区县，供气量 6.8 亿 m^3 ，管理户数约 65 万户。凯源的优势在于与产业链上游的供气商联系紧密，在气源不足的情况下可能享有购气优先权。虽然中石油、中石化没有与公司签订长期的购气协议，但长期合作稳定，加上公司最大客户建峰化工流失后，有效增加了公司的气源供应，因此现阶段不存在气源上的威胁。

居民用气具有刚性，公司服务 346 万户居民用户，覆盖重庆 65% 的城镇燃气市场，居民用气行业龙头地位难以撼动。工业用户对价格较为敏感，价格上涨可能迫使他们转移到可替代品或选择上游企业直供气，对公司营收产生一定影响。

三、公司分析

（一）居民用气稳定增长

考虑到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，因此凭借先发优势修建管网的燃气企业在特定区域内可占据相对垄断地位。随着重庆城镇化率提升，城镇人口增加，用气人数上升，公司在重庆居民用气市场的渗透率随之加强。

近三年公司的居民用户每年刚性增长约 25 万户。预计 2014 年将延续前两年居民用户快速增长的态势，新增用户 27 万户，平均每户每年用气量约 235 m^3 ，则 2014 年居民气供应总量约 8.5 亿方，同比增加约 11%。

表 3：居民用户状况

居民用户	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
当期净增用户（万）	+13.8	+27.24	+27.57	+21.07
期末管理用户（万）	346.77	332.98	305.74	278.17
当期销售气量（万 m^3 ）	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%

数据来源：公司招股说明书，西南证券

（二）大客户流失，工业销气量下滑明显，但对利润影响小

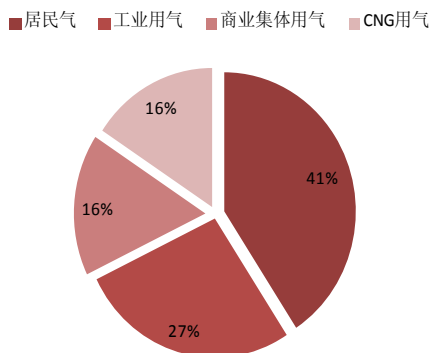
建峰化工连续三年是公司第一大客户，2013 年建峰化工贡献营收 10.25%，销售气量占总销售气量的 14.51%。2013 年 11 月起，中石化涪陵页岩气作为补充气源直供建峰化工，公司第一大客户流失，2014 年前三季度营收同比下滑 7%。由于工业用户对气价上涨较为敏感，若工业用气销售价格增长过快，不排除工业用户转向使用相关替代产品或上游企业直供情况再次发生。

建峰化工的流失虽对营收产生较大影响，但对公司毛利影响小。这主要是因为 1) 建峰化工对公司毛利的贡献只有 0.45%，占比小；2) 公司对建峰化工的购销模式是销售价格是在购进价格基础上加 0.1 元/m³的管输费，单位毛利即 0.1 元。毛利的损失将通过公司向中石化川维厂输气得以弥补：公司将中石化涪陵页岩气转供川维厂，从中收取 0.1 元/m³的管输费，且输气规模已基本达到对建峰化工的输气规模。只是该供气不属于购销模式，公司不再核算对川维厂的销售量、购进量及购进成本。因此公司营收虽下降，但毛利率变化小。

（三）供气结构调整，销气收入略有下滑

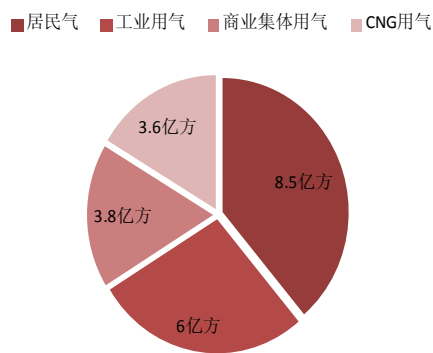
2011-2013 年非居民气销售量占比分别为 68%，70%和 69%。2014 年由于建峰化工的流失，预计非居民气销售占比将下滑。在剔除建峰化工的购气影响后，2012 和 2013 年非居民用气分别为 12.91 亿方和 13.18 亿方。考虑到今年无新增工业大客户，现今大客户购气量稳定，商业、集体用气稳中有升，2014 年全年供气结构与上半年差别不大。我们预计 2014 年非居民用气销售量约 13.4 亿方，占比 61%，其中工业用气销售约 6 亿方，商业集体用气约 3.8 亿方，CNG 用气约 3.6 亿方，全年销气总量达 21.9 亿方，比 2013 年下滑约 2.4 亿方。

图 10：2014H1 供气结构



数据来源：Wind，西南证券

图 11：预计 2014 年全年供气结构



数据来源：Wind，西南证券

2014 年 9 月 1 日起全市天然气门站价和销售价实行调整后的价格。由于居民气销售价格不变，预计居民气营收增加约 11%，达 12.58 亿元。非居民用气售价变化幅度较大，因此我们分两阶段预测营收。受区域气候特征影响，南方冬季供气量稍高于夏季，但峰谷差值不大，因此我们认为全年供气较为稳定。预计 1-8 月各类气销量占全年销量的 2/3，9-12 月占 1/3，据此推算出各类气的营业收入：工业用气，集体商业用气和 CNG 用气分别贡献营收约 15.84 亿元，10.79 亿元和 9.5 亿元。在不考虑燃气跑冒滴漏的情况下，预计 2014 年公司全年燃气销售营业收入 48.71 亿元，同比增长 4.5%。建峰化工流失导致的营收下滑被集体商

业用气和 CNG 用气的增长所弥补，加之后四个月约+10%的销价调整，营收出现小幅上调。但若考虑到公司每年+5%的跑冒滴漏损失，预计 2014 年全年天然气销售业务营业收入同比下滑约-2%，达 45.65 亿元。

表 4：非工业用气营收预测

类别	1-8 月			9-12 月			2014 全年
	销气量(亿 m ³)	销售价格(元/m ³)	营收(亿)	销气量(亿 m ³)	销售价格(元/m ³)	营收(亿)	营收(亿)
工业用气	4	2.54	10.16	2	2.84	5.68	15.84
集体+商业用气	2.53	2.78	7.03	1.27	2.96	3.76	10.79
CNG 用气	2.4	2.54	6.09	1.2	2.84	3.41	9.50

数据来源：重庆市物价局公告，西南证券

由于安装收入增长稳定，我们预计安装业务营收保持 15%的增速，因此 2014 年安装业务贡献营收约 13.13 亿元，其他业务营业收入预计 1.47 亿元，总营收约 60.26 亿元。

（四）购销价差扩大，有助毛利率回升

目前调价程序：居民用气调价需要听证，工商业用气调价直接通过顺价调整将上游调价传导至下游客户。居民用气价格自 2010 年起上调后尚未调整，且居民气终端价上调存在较大阻力，因此调价的不确定性因素在于居民用气。非居民气基本一年一调，如果价格全部顺利传导，我们认为公司对下游的调价会高于上游调价幅度。

在 2014 年 8 月 10 日发改委发布非居民气门站价调价通知后，8 月 29 日重庆市物价局随即发布了调整非居民用气销售价格的通知，调整后的门站价和销售价均从 9 月 1 日起开始实行。这反映出上下游调价时间趋于一致，由于下游调价时间滞后而导致对燃气企业毛利的不利影响几乎不存在。

调价后非居民用气购销差呈扩大趋势：除集体商业用气购销差缩小 4.48%外，其他类别气购销差均扩大，CNG 用气和工业用气购销差扩大 20%以上。这表明随着非居民用气门站价与可替代品的市场价靠拢，下游销售价格也越来越反应市场供求。在供求矛盾突出的情况下，购销价扩大是一大趋势。

表 5：调价前后购销差比较

用气类型	调价前			调价后			价差变化	
	购进价 (元/m ³)	销气价 (元/m ³)	购销差 (元/m ³)	购进价 (元/m ³)	销气价 (元/m ³)	购销差 (元/m ³)	绝对值 (元/m ³)	百分比
居民用气	1.277	1.72	0.443	1.277	1.72	0.443	0	0
集体商业用气	2.11	2.78	0.67	2.32	2.96	0.64	-0.03	-4.48%
CNG 加气站	2.11	2.54	0.43	2.32	2.84	0.52	0.09	20.93%
公用管网工业用气	2.11	2.54	0.43	2.32	2.84	0.52	0.09	20.93%
专用管网工业用气	2.11	2.49	0.38	2.32	2.79	0.47	0.09	23.68%
车用 CNG	2.11	3.65	1.54	2.32	3.97	1.65	0.11	7.14%

数据来源：重庆市物价局公告，西南证券

受益于非居民气门站价和销售价分别上调后购销差扩大，9-12月非居民气的单位毛利增厚，有助于毛利率回升。我们预计购销差扩大会分别增厚工业用气，集体商业用气和 CNG 用气毛利 0.18 亿元，-0.04 亿元和 0.11 亿元。预计此次调价会增加毛利约 2500 万元，提高毛利率约 0.41%。

表 6：调价后毛利增厚情况

类别	9-12 月		
	销气量(亿 m ³)	购销差增加(元/m ³)	毛利增加(亿元)
工业用气	2	0.09	+0.18
集体+商业用气	1.27	-0.03	-0.04
CNG 用气	1.2	0.09	+0.11

数据来源：重庆市物价局公告，西南证券

（五）募投项目提高市场渗透度，增量空间达 11 亿立方米

本次募投项目是“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”，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内的居民、工业、商业公建、直燃机组、CNG 用户等。募投项目所在地区现覆盖居民 234 万户，项目完工后可覆盖区域居民 384 万户。考虑到募投项目运营后可新增居民用户 150 万户，预计 2020 年每户平均用气量约 300 m³/年，则居民用气增量空间达 4.5 亿 m³。管道建设同样会带动区域工业用气，集体商业用气销量的快速提高。若公司继续保持现阶段的销气结构，则预计工业用气可增加 2.96 亿 m³，集体、商业、CNG 用气可增加 3.51 亿 m³，总体增量空间可达约 11 亿立方米。

四、财务分析

（一）三费率保持行业低水平

从行业看公司三费率低于行业平均水平，公司费用管理较为有效。销售费用率和管理费用率近三年持续下降，财务费用在 2014 年第三季度有所回升，主因是公司借款主要为日本政府贷款转贷，2014 年以来日元兑人民币汇率走强，1-6 月产生 1125 万元汇兑损失。未来的汇兑损益具有不确定性，预计财务费用率会继续保持较低水平。考虑到公司未来 2 年内会新增在建工程 12 亿元，募投项目会陆续转固，折旧费拉高财务费用和管理费用，三费率可能有所上升，但总体而言将继续维持在较低的行业水平。

表 7：同行业三费率比较

公司	三费率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2012	2013	2014Q3	2012	2013	2014Q3	2012	2013	2014Q3	2012	2013	2014Q3
中能股份	3.48%	3.81%	3.12%	0.03%	0.03%	0.03%	2.09%	2.13%	2.11%	1.37%	1.64%	0.99%
新疆浩源	18.37%	12.52%	7.72%	7.92%	9.10%	7.69%	8.36%	5.13%	3.89%	2.09%	-1.72%	-3.86%
大众公用	14.43%	14.36%	12.48%	2.70%	2.52%	2.75%	6.64%	7.79%	4.88%	5.09%	4.06%	4.85%
陕天然气	8.16%	8.34%	7.38%	0.25%	0.29%	0.29%	3.14%	2.82%	2.27%	4.77%	5.23%	4.82%
深圳燃气	10.34%	11.22%	10.86%	7.90%	8.44%	8.54%	1.51%	1.80%	1.49%	0.92%	0.97%	0.83%
平均值	10.96%	10.05%	8.31%	3.76%	4.08%	3.86%	4.35%	3.93%	2.93%	2.85%	2.04%	1.53%

公司	三费率			销售费用率			管理费用率			财务费用率		
	2012	2013	2014Q3	2012	2013	2014Q3	2012	2013	2014Q3	2012	2013	2014Q3
重庆燃气	6.91%	5.60%	6.49%	3.88%	3.59%	3.56%	4.70%	3.82%	3.47%	-1.68%	-1.81%	-0.55%

数据来源：公司公告，西南证券

（二）固定资产、在建工程、折旧费分析

随着供区范围的不断扩大，为了加强城市外延所带来的供气需求保障，公司一直不断加大固定资产和在建工程的投入。截至 2014 年 9 月末，公司有固定资产 21.54 亿，在建工程 15.12 亿，分别占总资产 29.85%和 20.96%。固定资产原值从 2011 年末的 29.91 亿元增长至 2014 年 6 月末的 37.53 亿元，增幅为 25.47%，主要因为在建工程在报告期内陆续竣工投产后转入固定资产；在建工程余额在 2011 年末-2013 年末，2014 年 9 月末分别为 5.37 亿元、6 亿元、10.02 亿元和 15.12 亿元，2012 年末、2013 年末和 2014 年 9 月末分别较上年末增长 11.74%、67.03%和 50.90%。2013 和 2014 年 在建工程余额较上年同期大幅增加的主要原因是 2013 年公司加大了三个重大工程项目：都市区天然气外环管网工程、旱土门站及输气管线工程和三湾-抢险指挥中心的投入；实行分段建设，分期转固。

募投项目共需投入资金约 21.23 亿元，现已累计投入约 8.83 亿元，2014-2015 年将陆续投入 12.4 亿元，现已转固 2 亿元。预计该项目将在 2015 年完成项目建设，项目投产运营后将增加固定资产约 20 亿，预计每年折旧费增加约 1 亿。因此，如果募集资金投资项目不能如期达产，或者募集资金投资项目达产后不能达到预期的盈利水平，以抵减因固定资产大幅增加而新增的折旧金额，公司将面临因折旧费用大量增加而导致短期内利润下降的风险。

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测基本假设

1. 营收增速假设

考虑到公司大客户流失，募投项目投产等因素，我们对营业收入增速做出如下预测：

（1）受公司第一大客户建峰化工流失的影响，导致燃气销售收入在 2014 年下降约 2%。安装收入稳中有升，增速约 15%。

（2）2015 年募投项目正式投产后公司服务区域将不断扩大，市场占有率逐步提高，募投项目的盈利增长空间逐步显现。加之 12 座 LNG 加气站预计在 2015 年开始投入使用，公司收入增速将快速提升，预计 2015 年和 2016 年燃气销售收入增速分别为 8%和 12%。募投项目的新增区域将带来新的安装用户，预计带动安装收入在 2015 和 2016 年分别同比上涨 18%和 21%。

表 8：收入增速假设

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
销售收入	27.94%	7.84%	-2%	8%	12%
安装收入	17.49%	12.74%	15%	18%	21%

数据来源：西南证券

2. 毛利率假设

根据公司的产品项目结构，对毛利率做出如下假设：（1）受营收下滑，各类别气购销差扩大，居民气结构差造成的价差清退款冲减成本增厚毛利等因素影响，预计 2014 年燃气销售毛利率将回升至 4%。发改委规定 2015 年全国实现增存气并轨，逐步实行阶梯气价制度，气价放开力度加大，市场化程度加深。因此我们认为购销差将呈逐步扩大的趋势，增厚单位毛利，有助毛利率提升。预计 2015 年和 2016 年燃气销售毛利率分别为 4.5% 和 5%。

（2）燃气安装毛利率最近 5 年保持在约 50% 较稳定的状态。但近几年受安装材料和人工费上涨的影响，安装毛利率逐步下滑。我们预计该下滑趋势将继续存在，预计 2014 年-2016 年安装毛利率分别为 47%，46% 和 45%。

表 9：毛利率假设

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
燃气销售	3.95%	2.41%	4%	4.5%	5%
燃气安装	49.82%	47.45%	47%	46%	45%

数据来源：西南证券

3. 费用率假设

2015 年募投项目完工，2015 年底在建工程逐渐大幅转固，造成 2015 年和 2016 年折旧费的快速上升，加之募投项目扩大公司现有市场，将增加销售和管理人员数量，因此拉高销售费用率和管理费用率。受益于大量的货币资金，较少的长期借款和较低的借款利率，公司财务费用仍然为负；但日元贷款的汇兑损益造成利息费用大幅增加，且预计 2015 年人民币继续走弱导致该影响依然存在，因此财务费用略有上涨。三费率处于行业低位，具体假设如下：

表 10：三费率假设

项目	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
销售费用率	3.88%	3.59%	3.90%	4.20%	4.40%
管理费用率	4.7%	3.82%	4.20%	4.50%	4.70%
财务费用率	-1.68%	-1.81%	-0.49%	-0.44%	-0.46%

数据来源：西南证券

（二）盈利预测

预计公司 2014-2016 年营业收入分别为 60.26 亿元、66.45 亿元、75.82 亿元，3 年复合增速 8.51%；净利润分别为 3.23 亿元、3.65 亿元、4.35 亿元，3 年复合增速 13.12%。EPS 分别为 0.21 元、0.23 元、0.28 元。

表 11：盈利预测

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	5934.67	6026.24	6644.54	7582.47
增长率(%)	9.42%	1.54%	10.26%	14.12%
归属母公司股东净利润（百万元）	300.48	322.62	364.76	434.89

	2013A	2014E	2015E	2016E
增长率(%)	18.52%	7.37%	13.06%	19.23%
每股收益 EPS(元)	0.19	0.21	0.23	0.28
净资产收益率(ROE)	11.02%	10.67%	10.87%	11.58%

数据来源：西南证券

市盈率估值：A 股市场上同类别的城镇燃气商（申万燃气）有新疆浩源，金鸿能源，长春燃气，陕天然气，深圳燃气等，考虑到新疆浩源和金鸿能源涉及产业链中下游，与公司的下游燃气销售有所不同，因此剔除。

表 12：可比上市公司盈利预测

名称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
		2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
长春燃气	8.27	0.07	0.07	0.08	118	114	105
陕天然气	11.77	0.33	0.41	0.55	36	29	23
深圳燃气	8.5	0.36	0.35	0.43	24	24	20
均值	—	—	—	—	—	56	49

数据来源：西南证券

2014-2015 年可比上市公司动态 PE 均值分别为 56 倍、49 倍，考虑到新股发行会在未来两年内出现一定幅度的折价，我们测算公司 2015 年和 2016 年合理市盈率为 48 倍和 40 倍，对应目标价为 11.04 元，给予“增持”评级。

六、风险提示

1. 气价市场化力度低于预期的可能

我们对毛利率的估计部分建立在 2015 年国家会逐步放开天然气价格，在增存气并轨和阶梯气价实行的大背景下，短期的供需矛盾难以扭转，终端价上涨是必然趋势。但若天然气价放开力度不够，下游售价涨幅小于上游门站价提升幅度，公司面临购销差缩窄，毛利率下滑的风险。

2. 募投项目不能实现预期盈利的可能

我们认为募投项目在 2015 年投产后会有有效增厚公司的营业收入，提升燃气销售和安装的毛利，但若项目未能实现预期盈利，而大量在建工程转固导致 2015 年和 2016 年折旧费大幅上升，压缩利润空间，导致业绩下滑明显。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5934.67	6026.24	6644.54	7582.47	净利润	307.70	330.37	373.53	445.34
营业成本	5225.98	5171.96	5647.44	6388.54	折旧与摊销	204.01	233.68	258.93	275.01
营业税金及附加	50.96	51.75	57.06	65.11	财务费用	-107.58	-29.25	-29.37	-34.53
销售费用	213.03	235.02	279.07	333.63	资产减值损失	3.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	226.67	253.10	299.00	356.38	经营营运资本变动	248.46	107.67	130.38	161.93
财务费用	-107.58	-29.25	-29.37	-34.53	其他	125.04	-42.33	-40.40	-40.72
资产减值损失	3.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	780.87	600.14	693.07	807.04
投资收益	3.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-508.37	-725.08	-633.10	-336.34
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-195.72	43.42	46.76	50.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-704.10	-681.66	-586.34	-286.24
营业利润	325.88	343.66	391.34	473.35	短期借款	0.00	40.00	50.00	50.00
其他非经营损益	45.90	52.00	56.00	60.00	长期借款	-24.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	371.78	395.66	447.34	533.35	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	64.08	65.28	73.81	88.00	支付股利	-76.57	-27.41	-30.99	-36.94
净利润	307.70	330.37	373.53	445.34	其他	42.27	29.25	29.37	34.53
少数股东损益	7.22	7.75	8.77	10.45	筹资活动现金流净额	-58.88	41.84	48.39	47.59
归属母公司股东净利润	300.48	322.62	364.76	434.89	现金流量净额	17.89	-39.68	155.12	568.39
资产负债表（百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	2103.03	2063.35	2218.47	2786.86	成长能力				
应收和预付款项	403.59	550.00	670.00	800.00	销售收入增长率	9.42%	1.54%	10.26%	14.12%
存货	128.47	140.00	155.00	170.00	营业利润增长率	12.02%	5.45%	13.87%	20.96%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	13.23%	7.37%	13.06%	19.23%
长期股权投资	14.55	14.55	14.55	14.55	EBITDA 增长率	16.95%	15.30%	12.80%	14.29%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3284.02	3757.49	4106.65	4131.05	毛利率	11.94%	14.18%	15.01%	15.75%
无形资产和开发支出	265.03	282.96	307.97	344.89	三费率	5.60%	7.61%	8.26%	8.64%
其他非流动资产	45.73	45.55	45.37	45.37	净利率	5.18%	5.48%	5.62%	5.87%
资产总计	6244.41	6853.90	7518.01	8292.73	ROE	11.02%	10.67%	10.87%	11.58%
短期借款	0.00	40.00	90.00	140.00	ROA	5.07%	5.35%	5.56%	6.02%
应付和预收款项	1384.63	1651.16	1922.72	2239.04	ROIC	20.34%	23.20%	19.95%	20.84%
长期借款	245.62	245.62	245.62	245.62	EBITDA/销售收入	8.77%	9.96%	10.19%	10.21%
其他负债	1639.29	1639.29	1639.29	1639.29	营运能力				
负债合计	3269.54	3576.06	3897.63	4263.94	总资产周转率	0.95	0.88	0.88	0.91
股本	1400.00	1400.00	1400.00	1400.00	固定资产周转率	2.62	1.60	1.62	1.84
资本公积	706.52	706.52	706.52	706.52	应收账款周转率	32.14	26.20	23.73	22.30
留存收益	620.55	915.76	1249.54	1647.48	存货周转率	40.68	36.94	36.44	37.58
归属母公司股东权益	2727.06	3022.28	3356.05	3754.00	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	1.17	—	—	—
少数股东权益	247.81	255.56	264.33	274.78	资本结构				
股东权益合计	2974.87	3277.84	3620.38	4028.78	资产负债率	52.36%	52.18%	51.84%	51.42%
负债和股东权益合计	6244.41	6853.90	7518.01	8292.73	带息债务/总负债	7.51%	7.99%	8.61%	9.04%
					流动比率	1.89	1.62	1.51	1.57
					速动比率	1.80	1.54	1.43	1.50
					股利支付率	25.48%	8.49%	8.49%	8.49%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	每股指标				
EBITDA	520.61	600.26	677.07	773.83	每股收益	0.19	0.21	0.23	0.28
PE	51.73	48.18	42.62	35.74	每股净资产	1.75	1.94	2.16	2.41
PB	5.70	5.14	4.63	4.14	每股经营现金	0.50	0.39	0.45	0.52
PS	2.62	2.58	2.34	2.05	每股股利	0.05	0.02	0.02	0.02
EV/EBITDA	23.80	20.79	18.30	15.37					
股息率	0.49%	0.18%	0.20%	0.24%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

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

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

易芳

0755-88285458

18610942879

yifang@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn