

谨慎增持

——维持

日期：2015年10月29日

行业：电力、燃气及水的生产和供



SHANGHAI SECURITIES CO.,LTD.

冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

从业证书编号：S0870510120017

### 基本数据 (2015Q3)

报告日股价 (元)	21.40
12mth A股价格区间 (元)	37.98/15.14
总股本 (百万股)	486.01
无限售 A股/总股本	45.94%
流通市值 (亿元)	47.79
每股净资产 (元)	8.53
PBR (X)	2.51

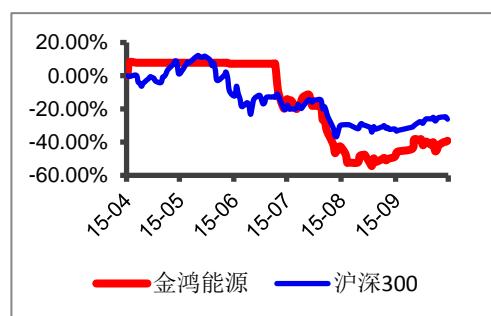
### 主要股东 (2015H1)

新能国际投资有限公司	21.30%
联中实业有限公司	8.99%

### 收入结构 (2015H1)

天然气	70.49%
工程安装	22.54%
环保工程	2.17%

### 最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号：JLJ15-CR04

首次报告日期：2013年8月20日

相关报告：

金鸿能源 (000669)

证券研究报告/公司研究/公司深度

# 中下游一体化的燃气公司

## ■ 主要观点

### 中下游一体化的燃气公司

公司主营业务为天然气长输管道及城市燃气管网的建设和运营，主要运营湘衡线、聊泰线、泰新线、应张线、冀枣线等天然气长输管线，长输管线长度达884公里，设计供气能力310,000万立方米/年。同时拥有衡阳市、张家口市、乌兰浩特市、冀州市、常宁市、新泰市等28个地区的管道燃气特许经营权。

### 开展环保业务

公司环保工程业务主要为国内电力、石化、钢铁、玻璃、水泥、冶炼等行业的多家大型工矿企业的脱硫脱硝、烟气净化等方面要求，提供各类环保工程服务和技术解决方案。目前，公司正在进行北京正实其余49%股权的收购。收购完成后，公司将持有其100%股权，产业规模将进一步扩大，市场竞争优势将进一步增强。

## ■ 投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

我们预测2015-2016年每股收益为0.66元和0.80元，对应的动态市盈率为32.21倍和26.59倍，公司估值略低于行业平均估值。公司拥有多条长输管线，以及多个城市燃气业务特许经营权，具有一定的竞争优势；同时，环保业务逐步开展，未来将成为公司一个重要业务组成部门。给予公司“谨慎增持”评级。

## ■ 风险因素

政策风险、定价风险、气源风险等。

## ■ 数据预测与估值

至12月31日(亿元)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	1,677.01	2,710.97	2,830.03	3,117.20
年增长率	27.67%	61.66%	4.39%	10.15%
归属于母公司的净利润	299.86	315.63	322.89	391.12
年增长率	10.09%	5.26%	2.30%	21.13%
每股收益(元)	0.62	0.65	0.66	0.80
PER(X)	34.68	32.95	32.21	26.59

注：有关指标按当年股本摊薄

## 目 录

一、公司基本情况.....	4
1、天然气业务.....	5
2、环保工程业务.....	6
3、股权激励完成.....	7
二、财务简析.....	7
1、收入与利润主要源于天然气销售和工程安装.....	7
2、毛利率呈下降趋势.....	9
三、清洁能源发展前景.....	10
1、环保要求提升促天然气消费.....	10
2、气价市场化进行中.....	11
四、盈利预测与投资建议.....	13
1、盈利预测.....	13
2、投资建议.....	13
五、风险因素.....	14
1、受经济周期影响的风险.....	14
2、政策风险.....	14
3、价格风险.....	14
4、对气源公司依赖性强的风险.....	14

## 图

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系 .....	4
图 2：公司生产流程图 .....	6
图 3：北京正实同创业务在国内分布情况 .....	7
图 4：公司收入构成情况 2014.12.31 .....	8
图 5：公司毛利构成情况 2014.12.31 .....	8
图 6：公司毛利率情况 单位：% .....	9
图 7：公司期间费用情况 .....	9
图 8：我国主要天然气管道布局情况 .....	10
图 9：近年来天然气生产和消费情况 .....	11

## 表

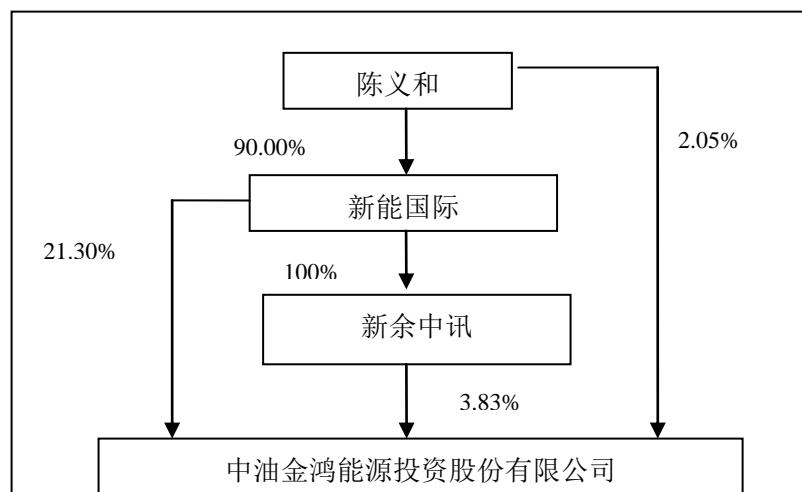
表 1：公司长输管道情况 .....	5
表 2：公司天然气输配和销售情况 .....	6
表 3：天然气定价情况 .....	12
表 4：公司盈利预测 单位：百万元 .....	13

## 一、公司基本情况

2012 年公司完成重大资产重组，置入中油金鸿 100% 的股权。中油金鸿的主营业务为天然气长输管道及城市燃气管网的建设和运营，公司目前运营湘衡线、聊泰线、泰新线、应张线、冀枣线等天然气长输管线，长输管线长度达 884 公里，设计供气能力 310,000 万立方米/年。公司在湖南省、山东省、河北省、内蒙古自治区、黑龙江省、山西省等地的多个城市开展了城市燃气业务，拥有衡阳市、张家口市、乌兰浩特市、冀州市、常宁市、新泰市等 28 个地区的管道燃气特许经营权。同时，公司已建成压缩天然气站 20 座，LNG 加注站 7 座。

公司的控股股东新能国际，新能国际投资有限公司持有公司 21.30% 股权，并通过新余中讯投资管理有限公司持有公司 3.83% 股权，合计持有 25.13% 的股权，为公司控股股东。陈义和先生持有新能国际 90% 的股权，且单独持有公司 2.05% 的股权，是公司实际控制人。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司业务主要分为天然气业务和环保业务。即：天然气综合利用业务，包括气源开发与输送、长输管网建设与管理、城市燃气经营与销售、车用加气站投资与运营、分布式能源项目开发与建设等；环保工程服务业务，主要依托中科院平台，致力于大气污染物控制环保技术与产品的研发应用、工程建设、项目运营等。

## 1、天然气业务

公司目前运营湘衡线、聊泰线、泰新线、应张线、冀枣线共五条天然气长输管线，在湖南省、山东省、河北省、内蒙古自治区、黑龙江省、山西省等地的多个城市开展了城市燃气业务，拥有衡阳市、张家口市、乌兰浩特市、冀州市、常宁市、新泰市等多个城市的管道燃气特许经营权。

截至 2014 年末，公司已建成 5 条长输管线，分别是湘衡线、聊泰线、泰新线、应张线、冀枣线，拥有长输干（支）线 1100 多公里，城市供气管网 4000 多公里；并且取得了 21 个城市（地区）的管道燃气特许经营权。

公司的天然气业务包含：天然气销售、工程安装、管输业务和液化气销售等。

天然气销售业务的上游生产和供应呈寡头垄断格局，公司天然气气源采购来主要自于中石油。公司采购气源后，公司下属长输管线运营公司将其经过储配、气化、调压、输送等环节将天然气输送到消费地；下属城市管网运营公司将天然气做进一步调压处理后向使用次高压天然气的大型工业用户和使用中压天然气的居民、商业、公服用户进行输配。

工程安装业务主要指为客户提供的燃气接驳服务收入。即公司将燃气从城市中低压管网向庭院管网输送至各住宅用户、工商业用户的业务。

管输业务收入主要来源于已经建成的中长输管线，并依建立了较为完善的下游输配体系。公司管输费的收取以当时与下游及合作企业签订的协议标准收取，采取预收或按周计量收取。

液化气销售业务主要是为了补充城市管网设施不能覆盖的区域，为客户设立了液化气站提供液化气销售服务。其气源通过向上游企业采购，主要来自于中石油、中石化提供，根据协定的定价再转销给下游客户。

表 1：公司长输管道情况

管道	管道区间	长度 (公 里)	持股比 例	输气能力 (亿 立 方 米)	投 产 日 期
聊泰线	聊城-泰安	113	80%	6.9	2002
湘衡线	湘潭-衡阳	138	100%	5	2006
泰新线	泰安-新泰	103	74%	4	2010
应张线	应县-张家口	374	100%	7.9	2013
冀枣线	冀州-枣强	40	100%	2	2011

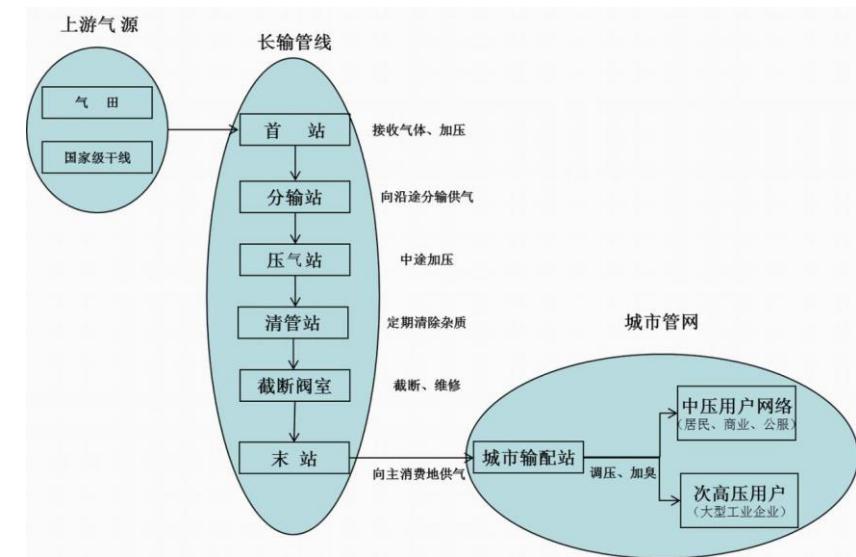
数据来源：公司公告 上海证券研究所

表 2：公司天然气输配和销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
长输管线长度（公里）	839.25	884.16	884.16
设计供气能力（万立方米/年）	310,000.00	310,000.00	310,000.00
输气量（万立方米）	51,308.57	56,257.13	66,327.45
代输量（万立方米）	17,872.40	17,890.10	29,275.17
销气量（万立方米）	34,659.92	43,467.00	57,626.27
已接驳用户数（户）	384,835.00	687,690.00	803,829.00
其中：住宅用户（户）	382,609.00	684,398.00	799,479.00
工商业用户（户）	2,226.00	3,292.00	4,350.00

数据来源：公司公告

图 2：公司生产流程图



数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 2、环保工程业务

公司环保工程服务业务主要依托中科院平台，致力于大气污染物控制环保技术与产品的研发应用、工程建设、项目运营等。环保工程类业务在全国 16 个省市开展，主要为国内电力、石化、钢铁、玻璃、水泥、冶炼等行业的多家大型工矿企业的脱硫脱硝、烟气净化等方面要求，提供各类环保工程服务和技术解决方案。目前已完成相关工程 70 多项，每年可减排二氧化硫 48 万吨、氮氧化物 1.9 万吨。2014 年，公司环保工程服务业务实现收入 2.55 亿元。该项业务将成为公司重要的业务组成部分。

目前，公司正在进行北京正实其余 49% 股权的收购。收购完成后，公司将持有其 100% 股权，产业规模将进一步扩大，市场竞争优势将进一步增强。转让方业绩承诺：北京正实公司 2015 年至 2017

年累计净利润不低于 2.4 亿元，其中 2015 年 0.6 亿元、2016 年 0.8 亿元、2017 年 1 亿元。

图 3：北京正实同创业务在国内分布情况



数据来源：公司网站 上海证券研究所

### 3、股权激励完成

公司股权激励计划完成，以期权的形式，总授予 1000 万股，授予公司高管、中层及核心骨干高管 76 人股票期权 934 万股，预留股票期权 66 万份，行权价格是 37.92 元。业绩考核指标为，以公司 2014 年业绩为基准，公司 2015--2017 年净利润复合增长率不低于 10%。股权激励显示着公司核心高管利益在股权上得到绑定，有利于长远发展。

## 二、财务简析

公司主营业务分为天然气业务和环保业务。

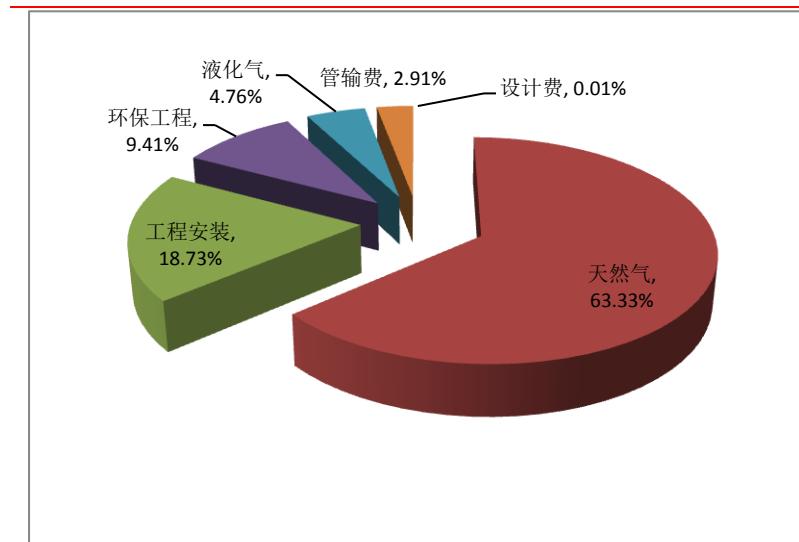
### 1、收入与利润主要源于天然气销售和工程安装

从公司收入构成来看，公司的主营业务收入来源于天然气销售、工程安装、环保工程。2014 年天然气业务收入占比为 63.33%，工程安装业务收入占比为 18.73%，环保工程业务收入占比为 9.41%。2015 年上半年，环保公司受订单签订时间及工程进度影响，相关收入不能在报告期内得到确认，环保业务收入利润有所下滑，收入占比下降到 2.17%。

从营业收入构成上天然气销售收入和工程安装收入是营业收入的最重要来源，这两项营业收入总和占公司营业收入的比例均超过

了八成。随着用户数量的增长和业务规模的扩大，天然气和工程安装收入不断增长。2014 年公司新增环保业务收入也促进了主营业务的增长。

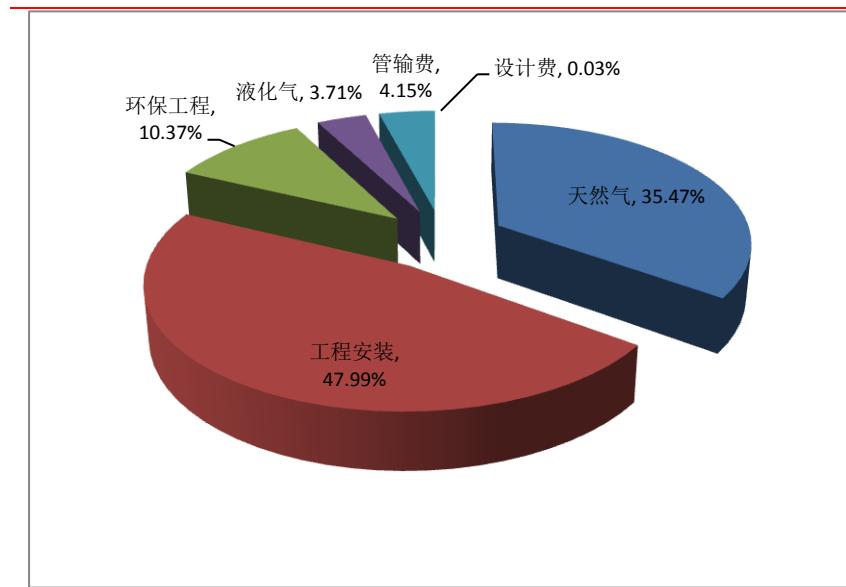
图 4：公司收入构成情况 2014.12.31



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司主营业务毛利来看，主要来自于天然气销售、工程安装、环保工程。2014 年天然气业务毛利占比为 35.47%，工程安装业务收入占比为 47.99%，环保工程业务收入占比为 10.37%。由于工程安装的毛利率较高，由此工程安装在毛利中的占比较高。

图 5：公司毛利构成情况 2014.12.31



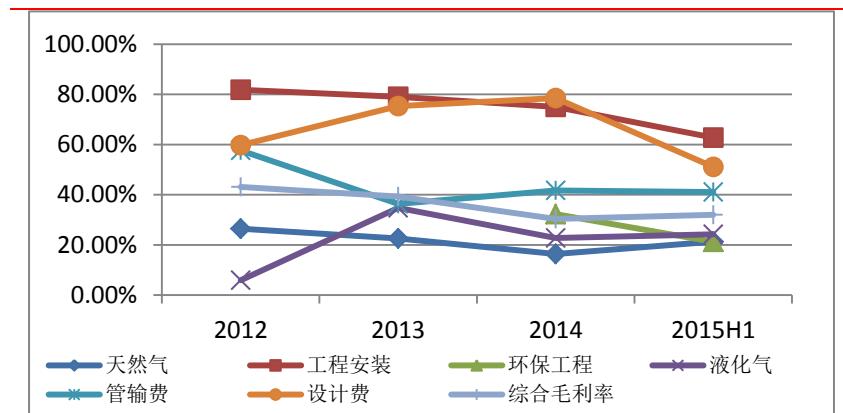
数据来源：公司公告 上海证券研究所

## 2. 毛利率呈下降趋势

2012-2014 年和 2015 年上半年，公司综合主营业务毛利率分别为 43.10%、39.27%、30.34% 和 31.99%，毛利率水平总体呈下降趋势。

其中天然气销售业务毛利率分别为 26.48%、22.55%、16.39% 和 21.32%，工程安装业务毛利率分别为 81.87%、79.04%、74.99% 和 62.76%，是公司主营业务毛利率维持高企的重要保障。天然气销售业务由于受天然气采购成本逐年上升的影响，毛利率水平呈下降趋势。工程安装业务毛利率呈逐年下降趋势，主要因为毛利较低的居民用户比例增加。

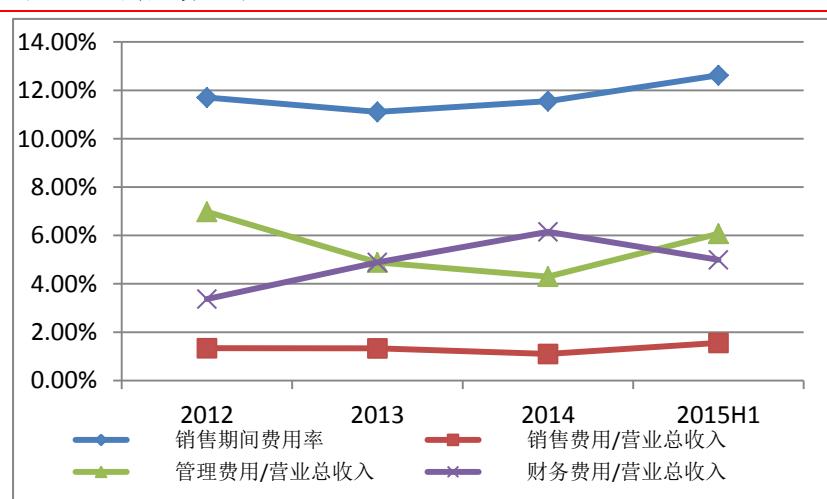
图 6：公司毛利率情况 单位：%



数据来源：公司公告 上海证券研究所

公司期间费用率相对稳定，2012-2014 年和 2015 年上半年，公司期间费用率分别为 11.70%、11.11%、11.55% 和 12.62%，期间费用以财务费用和管理费用为主。

图 7：公司期间费用情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

### 三、清洁能源发展前景

#### 1、环保要求提升促天然气消费

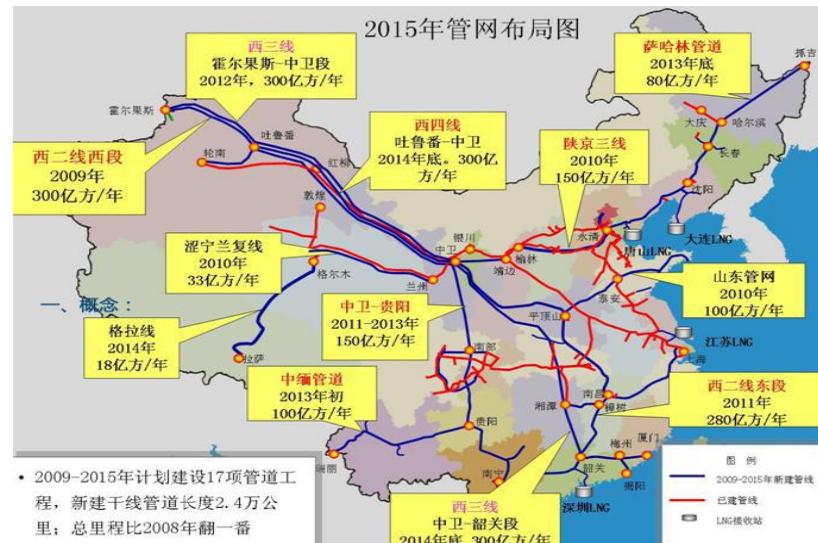
目前，我国一次能源消费结构仍以煤炭为主，二氧化碳排放强度高，环境压力大。天然气是一种优质、高效、清洁的低碳能源。加快天然气产业发展，提高天然气在一次能源消费中的比重，对保护生态环境，改善大气质量，提高公众生活质量和健康水平，实现可持续发展具有重要作用；对调整能源结构、提高经济增长质量、促进节能减排、应对气候变化具有重要的战略意义。我国环保规划指出，将增加天然气、煤层气供给，降低煤炭在一次能源消费中的比重，提高天然气在一次能源消费中的占比。

采用天然气作为能源，可减少煤和石油的用量，因而大大改善环境污染问题；天然气作为一种清洁能源，相比化石燃料能减少二氧化硫和粉尘排放量有利于大气环境污染的治理。

从天然气供给来看，2015年1-8月，天然气产量931亿立方米，同比增长2.42%。2014年4月，《关于建立保障天然气稳定供应长效机制的若干意见》中提出，要增加天然气供应，到2020年天然气供应能力达到4000亿立方米，力争达到4200亿立方米。

2015年1-8月，天然气进口量403亿立方米，同比下降7.99%，对外依存度为31.41%。

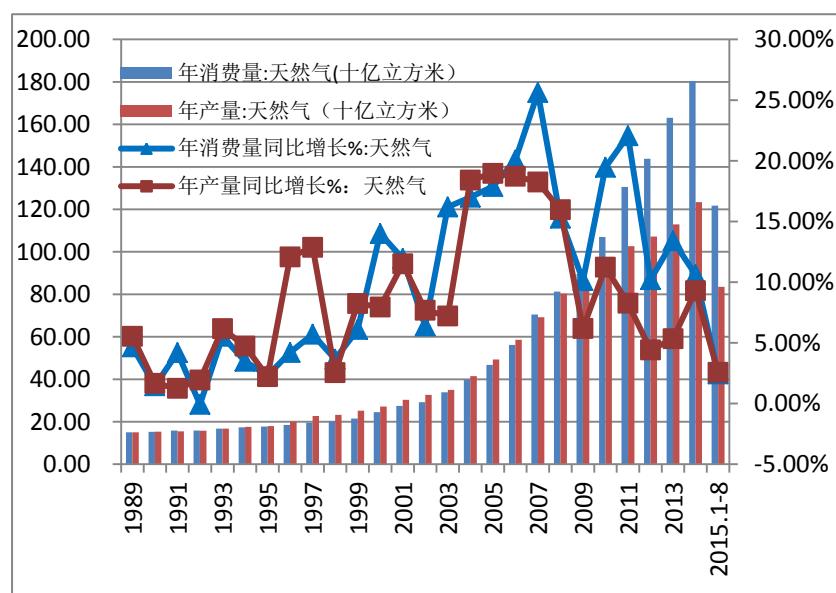
图 8：我国主要天然气管道布局情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

从天然气消费来看，2013年和2014年，天然气消费都保持了两位数增长，2015年由于经济增长放缓和替代能源价格下降，天然气的经济性下降，1-8月天然气消费增长为2.44%。IEA天然气市场2014年中期报告指出，未来受电力、工业和运输部门推动，中国天然气需求将继续上升，到2019年达到3150亿立方米，天然气需求将近翻一番。

图 9：近年来天然气生产和消费情况



数据来源：公司公告 上海证券研究所

同时，随着新建天然气管道的建设，管输能力提升，供应能力加大，有利于提高天然气在一次能源使用中的比重。而城市人口的快速增加，用气人口基数将不断扩大，城市燃气接驳业务需求量和人均燃气消费量将会增加。此外，我国城市管道天然气使用率仅为30%左右，管道天然气使用率提升空间巨大。

## 2、气价市场化进行中

近日，《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》发布，提出：到2017年，竞争性领域和环节价格基本放开，政府定价范围主要限定在重要公用事业、公益性服务、网络型自然垄断环节。到2020年，市场决定价格机制基本完善，科学、规范、透明的价格监控制度和反垄断执法体系基本建立，价格调控机制基本健全。

《意见》要求，加快推进能源价格市场化。按照“管住中间、放开两头”总体思路，推进电力、天然气等能源价格改革，促进市场主体多元化竞争，稳妥处理和逐步减少交叉补贴，还原能源商品

属性。择机放开成品油价格，尽快全面理顺天然气价格，加快放开天然气气源和销售价格，有序放开上网电价和公益性以外的销售电价，建立主要由市场决定能源价格的机制。按照“准许成本加合理收益”原则，合理制定电网、天然气管网输配价格。

我们认为，天然气价格改革逐步推进，未来将按照市场化取向，建立起反映市场供求和资源稀缺程度的与可替代能源价格挂钩的动态调整机制，逐步理顺与可替代能源比价关系，有利于促进天然气消费。

表 3：天然气定价情况

时间	文件	定价方式
1987 年以前	NA	政府定价
1987 年 10 月 27 日	《天然气商品量管理暂行办法》	a. 中央政府定价；b. 政府指导价；c. 协议价
2005 年 12 月 23 日	《关于改革天然气出厂价格形成机制及近期适当提高天然气出厂价格的通知》	价格双轨制下的政府指导价
2010 年 5 月 30 日	《国家发改委关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》	取消价格双轨制，实行政府指导价
2011 年 12 月 26 日	《国家发展改革委关于在广东省、广西自治区开展天然气价格形成机制改革试点的通知》	在两广地区试点，将成本加成定价改为按市场净回值定价
2013 年 6 月 28 日	《国家发展改革委关于调整天然气价格的通知》	门站价施行基于市场净回值法的政府指导价
2014 年 3 月 21 日	发改委发布《阶梯气价指导意见》	2015 年底所有通气城市建立阶梯气价制度
2015 年 2 月 28 日	国家发改委《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》	存量气和增量气门站价格并轨

数据来源：公开信息 上海证券研究所

## 四、盈利预测与投资建议

### 1、盈利预测

我们预测，2015-2016 年，公司营业收入分别为 28.30 亿元和 31.17 亿元，同比增长为 4.39% 和 10.15%，归于母公司的净利润分别为 3.23 亿元和 3.91 亿元，同比增长 2.30% 和 21.13%，相应的每股收益为 0.66 元和 0.80 元。

表 4：公司盈利预测 单位：百万元

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	1,677.01	2,710.97	2,830.03	3,117.20
<b>二、营业总成本</b>	1,228.34	2,240.52	2,330.71	2,504.19
营业成本	1,018.49	1,888.53	1,931.67	2,127.01
营业税金及附加	22.41	28.95	31.13	34.29
销售费用	22.26	29.72	56.60	62.34
管理费用	81.97	116.59	169.80	155.86
财务费用	82.03	166.74	141.50	124.69
资产减值损失				
<b>三、其他经营收益</b>	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.88	5.01	6.00	0.00
<b>四、营业利润</b>	449.55	475.46	505.32	613.01
加：营业外收入	4.70	20.97	10.00	10.00
减：营业外支出	0.85	1.33	1.00	0.00
<b>五、利润总额</b>	453.40	495.10	514.32	623.01
减：所得税	128.05	130.30	138.87	168.21
<b>六、净利润</b>	325.35	364.80	375.46	454.79
减：少数股东损益	25.49	49.17	52.56	63.67
归属于母公司所有者的净利润	299.86	315.63	322.89	391.12
最新总股本（百万股）	486.00	486.00	486.00	486.00
<b>七、摊薄每股收益（元）</b>	0.62	0.65	0.66	0.80

资料来源：Wind 上海证券研究所

### 2、投资建议

未来六个月内，给予“谨慎增持”评级。

我们预测 2015-2016 年每股收益为 0.66 元和 0.80 元，对应的动态市盈率为 32.21 倍和 26.59 倍，公司估值略低于行业平均估值。公司拥有多条长输管线，以及多个城市燃气业务特许经营权，具有一定的竞争优势；同时，环保业务逐步开展，未来将成为公司一个重要的业务组成部门。给予公司“谨慎增持”评级。

## 五、风险因素

### 1、受经济周期影响的风险

天然气管输行业是基础能源行业，天然气需求量的变化与国民经济景气周期相关。当国民经济处于稳定发展期，经济发展对天然气的需求相应增加；当国民经济增长缓慢或处于低谷时，经济发展对天然气的需求将相应减少。

### 2、政策风险

天然气是清洁高效的低碳能源，受到国家产业政策的支持与鼓励。但是，国家产业政策变化，或者相关主管部门政策法规的改变，将会影响本公司产品的市场需求，从而给公司业绩造成一定的影响。

同时，天然气消费量及消费增长速度与人口规模和经济发展水平密切相关。若今后公司管网覆盖地区的人口规模和经济发展不能持续增长，将对公司业务发展产生一定的影响。

### 3、价格风险

公司主营业务为天然气长输管道及城市燃气管网的建设和运营，我国目前的天然气井口价格和管道运输价格由发改委和政府相关价格管理部门决定，天然气售价需由政府相关价格管理部门通过听证程序决定。公司没有自主定价权。

### 4、对气源公司依赖性强的风险

公司天然气供应目前主要来自中石油、中石化及其下属企业。虽然公司在长期的经营中与上游公司建立了长期稳定的密切合作关系并按照天然气行业的惯例与上游公司签订了照付不议合同，且天然气的供应具有很强的公益性，但其经营中对于上游供应商的依赖性仍然存在，若上游供应商供应量大幅减少或出现其他不可抗力因素，不能按照照付不议合同供应天然气，则会对公司的业务经营产生重大影响，并最终影响下游用户的生产和生活。

## 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±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±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。

## 免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。