

日期: 2017年11月9日  
行业: 电力、热力生产和供应业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

IPO 价格 RMB13.94 元  
上市合理定价 RMB25.49-31.86 元

#### 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股) 56.00  
发行后总股本 (百万股) 556.00  
发行数量占发行后总股本 10.07%  
保荐机构 银河证券

#### 主要股东 (发行前)

佛山市气业集团有限公司 (SS) 48.00%  
港华燃气投资有限公司 43.00%  
佛山市众成投资股份有限公司 9.00%

#### 收入结构 (2017H1)

天然气销售 93.74%  
天然气工程 4.22%

报告编号: JLJ17-NSP15

首次报告日期: 2017年11月9日

## 华南地区具竞争力的燃气公司

### ■ 投资要点:

#### 华南地区具竞争力的燃气公司

公司主要从事城市燃气业务, 主营业务具体为天然气的销售及输配、燃气工程设计、施工。公司主要经营区域位于广东省佛山市, 拥有统一接收所有进入佛山市地域范围内管道天然气的独家特许经营权; 并积极开拓佛山市周边区域燃气业务, 分别获得南雄市、肇庆市高要区等地的管道燃气独家特许经营权。目前, 公司已建成并投入使用的城市燃气管道突破 2,000 公里, 为 64.33 万居民用户和 3,095 户工商业企业提供管道天然气服务; 已建成天然气汽车加气站 9 座, 服务汽车数量近 5,000 辆。

#### 募投项目增强盈利能力

本次募集资金主要投资于佛山市天然气高压管网三期工程、佛山市三水区天然气利用二期工程以及高要市管道天然气项目二期工程。募投项目建成并达产后, 公司为居民、公服以及工商业用户供气规模将新增 11.17 亿立方米, 将进一步扩展公司的天然气供气区域, 有利于公司扩大市场规模、提升市场竞争力, 增强公司的盈利能力。

#### 盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2017、2018 年归属于母公司的净利润分别为 3.54 亿元和 4.15 亿元, 同比增速分别为 5.10% 和 17.10%, 相应的稀释后每股收益为 0.64 元和 0.75 元。

#### 定价结论

本次发行前公司总股本为 50000 万股, 本次拟发行不超过 5600 万股, 不超过发行后公司总股本的 10.07%。公司发行价格为 13.94 元/股。我们认为给予公司合理估值定价为 25.49-31.86 元, 对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	4093.80	3768.86	4251.27	4740.17
年增长率	5.80%	-7.94%	12.80%	11.50%
归属于母公司的净利润	369.18	337.14	354.33	414.92
年增长率	20.89%	-8.68%	5.10%	17.10%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.66	0.61	0.64	0.75

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司主要从事城市燃气业务，主营业务具体为天然气的销售及输配、燃气工程设计、施工。公司主要经营区域位于广东省佛山市，公司控股子公司高压管网公司拥有统一接收所有进入佛山市地域范围内管道天然气的独家特许经营权，此外，佛山市五区中，公司、三水燃气、高明燃气和顺德燃气作为各区的城市燃气运营企业，分别拥有禅城区、三水区、高明区和顺德区的管道燃气独家特许经营权。近年来，公司在巩固和深入拓展佛山市本地市场的基础上，还积极稳妥、有序推进在佛山市周边区域燃气业务的开拓。公司的控股或全资子公司南雄佛燃、肇庆佛燃及云浮佛燃亦分别获得南雄市（不包括中国大唐集团公司“南雄燃气发电项目”的供气）管道燃气、肇庆市高要区管道天然气、佛山（云浮）产业转移工业园行政规划区域内管道燃气独家特许经营权。此外，公司还为公交车、出租车、货车等客户开展车用天然气充装业务。

截至 2017 年 6 月 30 日，公司在佛山市辖区内及其他业务区域内已建成并投入使用的城市燃气管道包括高压管网、次高压管网及市政管网长度合计突破 2,000 公里，为 64.33 万居民用户和 3,095 户工商业企业提供管道天然气服务；已建成天然气汽车加气站 9 座，服务出租车、公交车及货车等各类天然气汽车数量近 5,000 辆。

公司系英国燃气专业学会（IGEM）单位会员、广东省燃气协会副会长单位（2014-2018 年），被广东省企业联合会及广东省企业家协会评定为广东省企业 500 强（2014 年-2015 年）、广东省服务业 100 强（2014 年-2015 年）。公司凭借优质的服务和良好的品牌美誉度，多年荣获佛山日报颁发的“佛山口碑榜—最佳口碑单位”荣誉称号。

### 行业增长前景

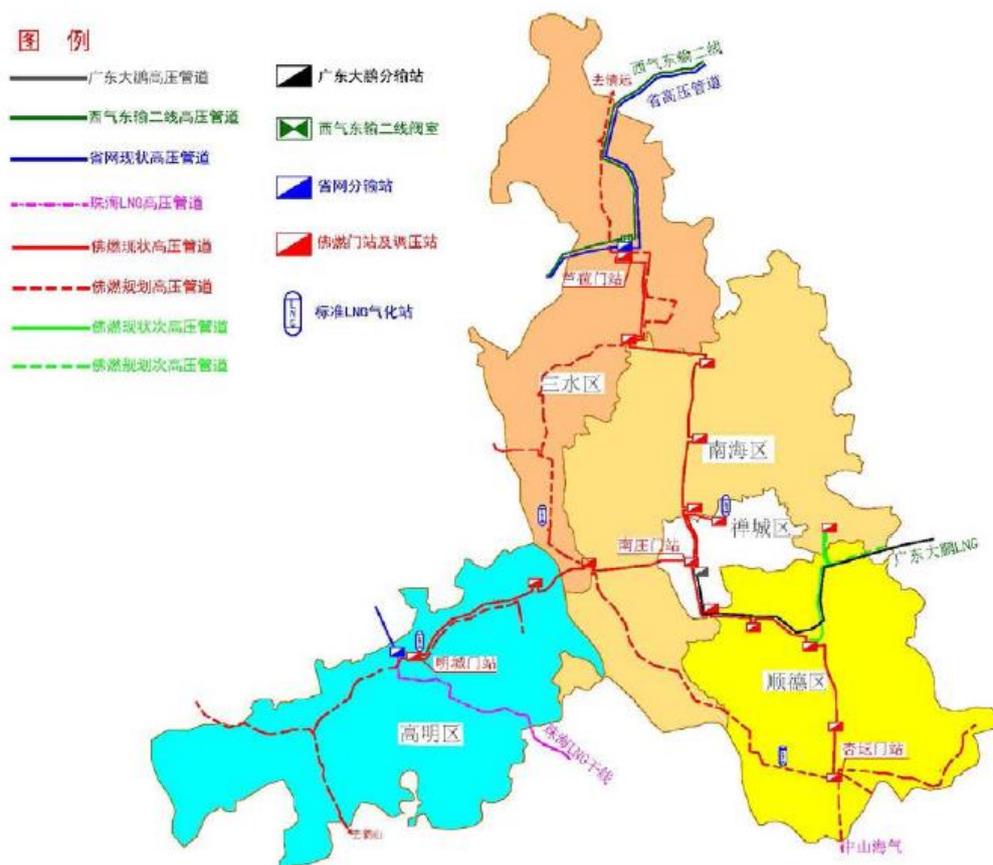
《佛山市能源中长期规划（2010-2020）》显示，2008 年佛山市天然气用量约占佛山市能源消费总量 3,034.48 万吨标准煤的 1.2%，占比相对较低。近年来佛山市基于有利于佛山市清洁能源的供应和环境保护的角度，按照“扩大用量，拓展领域，综合利用”的原则，加快天然气引进利用步伐和加大天然气输气管网的建设力度，目前已基本实现互联互通，气源供应结构逐步优化，天然气供应保障能力大为提升。自佛山市天然气利用工程投产以来，天然气在提升佛山市市民生活品质、推进城市升级、产业升级和环境改善方面发挥了不可替代的重要作用。截止 2016 年末，佛山市全市包括高压、次高压管网及市政管网已突破 2,500 公里。

根据《佛山市能源中长期规划（2010-2020）》，预计到 2020 年，佛山市能源消费总量将增长至 5,604.8 万吨标准煤，2020 年全市天然气消费总量目标为 30 亿立方米。

佛山市工业基础发达，近年来佛山市第二产业在国民经济中的比重均在 60%左右，呈现出以第二产业为主的结构。近年来佛山市工业在转型升级中优化发展。2016 年佛山市规模以上工业增加值为 4,718.72 亿元，同比增长 7.7%，形成了机械装备、家用电器、陶瓷建材、金属材料加工及制品、纺织服装、电子信息、食品饮料、精细化工及医药、家居用品制造等优势行业，光电、环保等新兴产业发展迅速，配套能力日趋完善的现代工业体系初步建立。此外，佛山市还聚集了一批专业特色名镇，形成了家电、陶瓷、铝型材、家具等区域性优势产业集群，并成为国内最大的综合性陶瓷生产基地和建陶产品出口基地。陶瓷、铝型材、五金等均属高耗能行业，目前正逐步使用和推广天然气，以替代煤、重油、水煤气等非清洁能源。

较快的经济增长速度、发达的工业基础以及不断提高的城市化水平，使得佛山市的能源消费量较高且能够保持持续稳定增长，从而为公司的天然气业务的健康发展奠定良好的基础。

图 1 公司高压管网情况



资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

- 行业竞争结构及公司的地位  
行业竞争格局和市场化程度

燃气行业的竞争压力主要来源于国内可替代能源的价格竞争以及国际市场供需情况两方面。首先，从国内市场来看，在工业和发电市场，煤炭作为我国天然气资源主要的替代对象，具有资源丰富、价格便宜的优势，从而造成天然气与煤炭之间存在较大的市场竞争压力。其次，在国际市场方面，现阶段大多数国家都希望在大量利用天然气资源、减少对进口石油依赖的同时缓解环境问题，这势必会导致国际市场对天然气需求长时期内保持较快增长，从而使得国际天然气市场竞争激烈，给我国大规模利用境外天然气资源带来较大挑战。我国城市燃气行业自经营体制改革以来，行业竞争格局逐渐由地方垄断转向跨区域的市场竞争。民营资本、港资、外资等非国有资本逐步进入城市燃气行业的竞争，全国范围内争夺城市燃气项目的竞争日趋激烈。

我国城市燃气经营企业主要由两大类企业主导：一是在本地区依靠历史承袭而拥有燃气专营权的地方国企，如深圳、重庆等地均有该类型地方国有燃气公司；二是具有跨区域经营特征的燃气运营商，例如华润燃气控股有限公司、香港中华煤气有限公司等。我国主要的燃气运营商有深圳燃气、重庆燃气、新疆浩源、华润燃气、中华燃气。

## 公司的行业地位

### 1、管道天然气

公司及其控股子公司所从事的城市管道天然气业务在地域上属于独家特许经营，具有自然垄断属性，在已取得经营权的区域内，不存在直接的竞争对手。公司的管道天然气业务收入主要来自佛山市，因公司控股子公司高压管网公司拥有统一接收所有进入佛山市地域范围内管道天然气的三十年独家特许经营权，因此，佛山市的5个行政区域天然气终端营运商如需采购管道天然气，均需向高压管网公司采购。佛山市的5个行政区域天然气终端营运商，其中4个终端营运商为公司及其子公司，包括佛燃股份、顺德燃气、高明燃气、三水燃气；而南海燃气非公司下属企业，但其采购管道天然气仍需向高压管网公司采购。此外，极少数大型天然气消费客户依照有关规定可直接向上游天然气供应商如中石油等采购管道天然气，但仍经高压管网公司代输管道天然气并由该等客户向其支付管输费。

公司在非佛山市地域内开展的管道天然气业务主要由公司子公司肇庆佛燃、云浮佛燃、南雄佛燃营运，分别取得肇庆市高要区管道天然气30年独家特许经营权、佛山（云浮）产业转移工业园行政规划区域内管道天然气30年独家特许经营权、南雄市管道天然气30年独家特许经营权（不包括中国大唐集团公司“南雄燃气发电项目”的供气），因其取得各自区域内的独家特许经营权，因此，在该等特许经营区域内不存在其他竞争对手。

### 2、汽车天然气

2006年，汽车燃气公司出资建设了广东省首座天然气汽车加气站——佛山市禅城区南庄加气站，拉开了佛山市交通行业使用清洁能源的序幕。目前公司的汽车天然气业务仅在佛山市内开展，主要通过建设加气站为出租车、公交车、重卡等提供天然气充装服务，包括车用压缩天然气(CNG)及车用液化天然气(LNG)两种形式。未来机场大巴、城际大巴、环卫车辆及混凝土搅拌车辆将是天然气汽车行业开发的潜在市场。

目前汽车天然气业务未采取特许经营模式，市场参与主体较多，市场竞争较为激烈。目前佛山市约有9家企业开展汽车用压缩天然气(CNG)及液化天然气(LNG)业务，共有加气站28座，服务出租车、公交车及货车的数量约8,600辆；公司已建成天然气汽车加气站9座，服务出租车、公交车及货车等各类天然气汽车数量近5,000辆。

## 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

本次发行前，气业集团持有公司48%的股份，为公司的控股股东；公控公司持有气业集团100%的股权，为公司的间接控股股东；佛山市国资委持有公控公司100%的股权，为公司的实际控制人。

本次发行前公司总股本为50000万股，本次拟发行不超过5600万股，不超过发行后公司总股本的10.07%。公司发行价格为13.94元/股。

表1 公司的股东结构情况

	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	佛山市气业集团有限公司(SS)	24,000.00	48.00	23,440.00	42.16
2	港华燃气投资有限公司	21,500.00	43.00	21,500.00	38.67
3	佛山市众成投资股份有限公司	4,500.00	9.00	4,500.00	8.09
4	全国社会保障基金理事会	-	-	560.00	1.01
5	公开发行股份数	-	-	5,600.00	10.07
6	股份总数	50,000.00	100.00	55,600.00	100.00

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表2 公司营业收入情况

项目	2017年1-6月	2016年度	2015年度	2014年度

主营业务收入	201,051.38	373,334.15	406,177.07	384,705.49
其他业务收入	1,656.20	3,551.62	3,203.37	2,233.41
营业收入	202,707.58	376,885.77	409,380.44	386,938.90
主营业务收入/营业收入	99.18%	99.06%	99.22%	99.42%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 3 主营业务收入构成 单位：万元

项目	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
天然气销售	190,026.64	94.52%	348,741.53	93.41%	377,916.71	93.04%	354,153.61	92.06%
天然气工程	8,550.10	4.25%	20,348.98	5.45%	22,881.14	5.63%	13,717.95	3.57%
其他	2,474.64	1.23%	4,243.64	1.14%	5,379.22	1.32%	16,833.93	4.38%
合计	201,051.38	100.00%	373,334.15	100.00%	406,177.07	100.00%	384,705.49	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 4 公司营业成本情况

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
主营业务成本	156,987.88	292,865.90	325,236.17	304,620.84
其他业务成本	1,127.03	2,491.45	2,151.07	1,888.85
营业成本	158,114.91	295,357.35	327,387.25	306,509.68
主营业务成本/营业成本	99.29%	99.16%	99.34%	99.38%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 5 主营业务成本构成 单位：万元

项目	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
天然气销售	149,332.50	95.12%	274,327.16	93.67%	302,931.75	93.14%	280,343.86	92.03%
天然气工程	7,147.33	4.55%	17,542.01	5.99%	19,753.92	6.07%	12,030.09	3.95%
其他	508.05	0.32%	996.73	0.34%	2,550.50	0.78%	12,246.89	4.02%
合计	156,987.88	100.00%	292,865.90	100.00%	325,236.17	100.00%	304,620.84	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 6 公司气源构成 单位：元/立方米

项目	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	采购数量占 比	平均单 价	采购数量 占比	平均单 价	采购数量 占比	平均单 价	采购数 量占比	平均单 价
广东大鹏 一期合同气	20.74%	1.26	18.43%	1.32	17.71%	1.34	21.92%	1.37
中海油气 电海气	28.56%	2.22	34.10%	2.15	31.86%	2.43	7.51%	3.21
中石油西 气	35.38%	2.19	34.65%	2.18	43.27%	2.73	61.68%	2.73

其他	15.32%	2.17	12.81%	1.98	7.17%	2.87	8.90%	3.72
合计	100.00%	2.01	100.00%	1.99	100%	2.40	100%	2.55

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 7 公司中长期气源情况

序号	采购方	天然气供应方	合同期限
1	高压管网公司	广东大鹏	合同期为 25 年至 2031 年止
2	高压管网公司	中石油	自 2012 年起至 2039 年 12 月 31 日
3	高压管网公司	中海油气电	自 2014 年起至 2019 年 12 月 31 日
4	肇庆佛燃	中石油	自 2012 年起至 2039 年 12 月 31 日

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 8 公司天然气采购数量、管道天然气销量及天然气销售业务毛利率情况 位: 万立方、元/立方

项目	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年	2014 年
天然气采购数量	66,385.53	121,100.55	113,217.74	98,824.56
天然气采购平均单价	2.01	1.99	2.40	2.55
管道天然气销量	64,417.63	116,327.42	107,815.82	94,471.73
管道天然气平均销售价格	2.85	2.87	3.33	3.55
天然气销售业务毛利率	21.41%	21.34%	19.84%	20.84%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 9 公司天然气销售量和销售价格情况

项目	2017 年 1-6 月	2016 年度	2015 年度	2014 年度
管道天然气				
实际销量 (万立方)	64,417.63	116,327.42	107,815.82	94,471.73
平均销售价格 (元/立方)	2.85	2.87	3.33	3.55
汽车天然气				
实际销量 (万立方)	1,766.69	4,045.03	4,690.19	4,051.69
平均销售价格 (元/立方)	3.64	3.81	3.94	4.70

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 10 公司各项目毛利率情况%

项目	2017 年 1-6 月	2016 年	2015 年度	2014 年度
天然气销售	21.41%	21.34%	19.84%	20.84%
天然气工程	16.41%	13.79%	13.67%	12.30%
其他	79.47%	76.51%	52.59%	27.25%
主营业务综合毛利率	21.92%	21.55%	19.93%	20.82%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

## ● 募投项目

本次募集资金主要投资于佛山市天然气高压管网三期工程、佛山市三水区天然气利用二期工程以及高要市管道天然气项目二期工程。募投项目建成并达产后，公司为居民、公服以及工商业用户供气规模将新增 11.17 亿立方米，将进一步扩展公司的天然气供气区域，有利于公司扩大市场规模、提升市场竞争力，巩固原有区域市场占有率，对终端客户的覆盖能力和供应能力将进一步提高，也将增强公司的未来盈利能力。

表 11 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	计划投资	拟投入募集资金	建设期
1	佛山市天然气高压管网三期工程	65,054	35,400.00	3 年
2	佛山市三水区天然气利用二期工程	29,365	20,000.00	5 年
3	高要市管道天然气项目二期工程	78,565	16,088.22	5 年
	合计	172,984	71,488.22	

资料来源：公司招股说明书，上海证券研究所

### 三、公司盈利预测

#### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2017、2018 年归母公司的净利润分别为 3.54 亿元和 4.15 亿元，同比增速分别为 5.10% 和 17.10%，相应的稀释后每股收益为 0.64 元和 0.75 元。

### 四、风险因素

#### 管道天然气定价政策受物价主管部门调控的风险

根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》（中发[2015]28 号），未来将按照“管住中间、放开两头”总体思路，推进天然气价格改革，促进市场主体多元化竞争，稳妥处理和逐步减少交叉补贴，还原其商品属性。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。

根据（粤价[2012]266 号），城市管道燃气销售价格授权市、县人民政府制定和调整。城市管道燃气企业的分销价格、居民用气价格、公用性质用气价格、工商业用气价格和相关服务价格授权市、县人民政府制定和调整，报广东省人民政府价格主管部门备案。

公司主要的经营区域在广东省佛山市内，遵守《广东省物价局关于管道燃气价格的管理办法（试行）》、佛山市物价局《关于调整管道天然气居民用气销售价格和建立其他用气定价机制的通知》、《关于高压管网管道天然气输配价格有关问题的批复》等规定。上述文件总体体现了对居民供气实行阶梯气价、价格保持总体稳定；工商业用户实行购气成本与最高限价同方向联动的动态调整机制。从公司运行情况来看，总体上成本利润率水平被控制在一定范围内。但如果未来政府相关部门对天然气的销售价格、定价政策或定价机制作出调整，导致公司的利润空间受到压缩，或者物价

主管部门未能就气源价格变动及时同步、充分联动调整，将会对公司产生不利变化，可能会对公司管道天然气业务经营和经济效益造成不利影响。

### 供应商集中的风险

公司天然气采购主要来自于广东大鹏、中海油气电及中石油等公司，这些长期天然气气源供应量合计数占当年天然气采购总量的比例分别约为91%、93%、87%和85%，一方面确保了公司能够获得长期且相对稳定的天然气供应保障，另一方面也一定程度上形成了对少数供应商的高度依赖。报告期内，公司天然气采购向前五名供应商合计采购额占同期天然气采购总额的比例分别为94.35%、97.90%、90.17%和90.26%。这主要与我国天然气上下游产业链环节的特点密切相关。当前我国天然气上游勘探开发和中游输配环节高度集中在中石油、中石化和中海油三大国有石油公司手中，三大公司国内天然气产量占全国产量的95%以上，进口的天然气约占全国总进口量的80%以上，供应量占国内天然气市场份额的90%左右。

尽管城市燃气处于天然气利用的优先序位，但是随着我国天然气总体需求持续增长，如果天然气上游供应商供应量大幅减少、生产运行中出现重大事故，或出现其他不可抗力因素，不能按照合同保证天然气的供应，则短期内会对公司的经营业务产生重大不利影响。

### 广东大鹏公司可能存在由于上游供应商等原因减少公司长期合同天然气供应量的风险

公司控股子公司高压管网公司与广东大鹏签署了合同期为25年（自2006年起至2031年止）、累计天然气采购量约为370万吨的长期采购合同，稳产期合同年供应量约为17万吨。报告期内公司采购的广东大鹏一期合同天然气占各年度天然气总采购量的比例分别约为22%、18%、18%和21%，采购单价分别为1.37元/立方米、1.34元/立方米、1.32元/立方米和1.26元/立方米，在公司目前所采购的天然气气源中采购单价最低。广东大鹏公司则与澳大利亚六方（以下简称“澳洲方”）签订了为期25年的《液化天然气销售与购买协议》，近年来天然气市场价格大幅高于广东大鹏公司的采购价格，自2011年以来澳洲方以台风等恶劣天气、电力系统故障导致生产线非计划性关断、装载港变压器故障或断电、液化线关断以及高温影响等原因为由开始减船供应，高压管网公司亦因此受到影响未能按合同约定足额获取广东大鹏一期合同天然气。2014-2016年广东大鹏对高压管网公司年均减供比例为5.50%，减供影响有限。

尽管公司目前加强了天然气供应渠道和途径的多元化，如向中石油采购西气和向中海油采购海气加强天然气的长期供应，在现货LNG市场上采购车载零担气以补充天然气短期供应。但如果最终双方未能友好协商解决，或若诉诸法律程序且裁定澳洲方获胜，可能会导致公司的广东大鹏一期气

合同面临结束风险，或裁定澳洲方可减少天然气供应量、或提高天然气供应价格，则会对公司的天然气采购或公司的经营业绩产生不利影响。

**天然气采购价格波动风险**

随着天然气价格市场化机制改革的推进，未来影响天然气采购价格的不确定性因素较多且可能短期内无法准确预判，天然气采购价格的波动幅度可能较大。尽管有关天然气物价政策已规定建立购气成本与城市管道燃气销售价格联动机制，但如果天然气价格上涨过高，超过用户的承受能力，或者与替代能源相比不具有相对综合优势，部分终端用户可能会选择其他替代性能源，如液化石油气、柴油等，可能会影响公司未来业绩增长的稳定性。

**受业务开展地区经济发展水平、工商业基础和城市化进程影响的风险**

城市燃气企业的经营发展受其特许经营区域的城市化进程、经济发展水平以及工商业基础的影响较大。公司及其控股子公司的管道天然气特许经营区域主要包括广东省佛山市、南雄市、肇庆市高要区及佛山（云浮）产业转移工业园等区域。2016 年公司的主业收入来自于佛山区域的占比高达 97%。目前我国经济发展进入新常态，正处在化解过剩产能、调整产业结构的大背景下，经济增速总体上表现为换挡，由过去的两位数增长下降至个位数增长。未来如果公司的主要经营区域经济发展不能持续增长、或经济增长显著放缓、或城市化进程趋于停滞，亦可能会对公司主营业务增长或经营业绩造成不利影响。

**特许经营权届满特许经营权期间形成的项目资产到期处置的风险**

在特许经营期间，本着“谁投资、谁所有”的原则，公司拥有所投资建设的管道天然气设施等资产的所有权，但特许经营权期限届满公司需将特许经营权期间的项目资产移交给政府有关部门，同时依据资产评估结果获得补偿。作为城市燃气企业的重要资产天然气管道及相关设施的转让，可能对公司从事管道天然气营运产生较为不利的影晌。

**五、估值及定价分析**

● **同类公司的比较**

同行业重点上市公司来看，2017 年和 2018 年行业平均 PE 分别为 30 倍和 22 倍；基于 2017 年、2018 年预测业绩的均值，最近上市的十家中小板企业中，2017 年、2018 年平均市盈率为 51 倍和 43 倍。

表 12 同行业上市公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
601139.SH	深圳燃气	8.22	0.30	0.35	0.37	0.43	27.59	23.58	22.22	18.98
600681.SH	百川能源	15.06	0.00	0.57	0.81	0.97	-	26.34	18.59	15.59
600856.SH	中天能源	11.09	0.21	0.32	0.48	0.69	53.34	34.85	23.29	15.99
600917.SH	重庆燃气	9.38	0.24	0.24	0.27	0.33	38.93	39.32	34.20	28.62
600635.SH	大众公用	5.00	0.16	0.19	0.15	0.16	32.01	26.96	33.94	31.08
002267.SZ	陕天然气	8.30	0.53	0.46	0.34	0.40	15.74	18.15	24.48	20.56
000669.SZ	金鸿控股	15.00	0.51	0.39	0.66	0.90	29.46	38.26	22.71	16.62
000407.SZ	胜利股份	7.69	0.03	-0.33	0.13	0.29	235.49	-23.12	58.66	26.53
603393.SH	新天然气	38.30	1.25	1.27	1.36	1.52	30.58	30.13	28.11	25.11
	平均						57.89	23.83	29.58	22.12

资料来源: Wind 上海证券研究所

表 13 最近上市中小板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2015A	2016A	2017E	2018E	2015A	2016A	2017E	2018E
002905.SZ	金逸影视	45.80	1.47	1.16	1.26	1.48	31.24	39.36	36.25	31.01
002906.SZ	华阳集团	30.51	0.38	0.62	0.67	0.76	79.67	48.93	45.44	39.90
002900.SZ	哈三联	37.58	0.79	0.83	0.88	0.94	47.70	45.28	42.65	39.86
002901.SZ	大博医疗	48.57	0.47	0.55	0.63	0.78	103.09	88.60	76.78	62.66
002893.SZ	华通热力	33.66	0.41	0.41	0.60	0.72	81.47	81.64	56.09	46.87
002899.SZ	英派斯	37.16	0.63	0.71	0.87	1.03	58.54	52.34	42.85	36.03
002898.SZ	赛隆药业	25.90	0.40	0.38	0.43	0.48	65.45	67.66	60.94	53.81
002896.SZ	中大力德	48.86	0.38	0.58	0.86	1.08	128.05	83.60	56.72	45.09
002890.SZ	弘宇股份	41.33	0.90	0.57	0.72	0.91	45.93	72.95	57.69	45.40
002887.SZ	绿茵生态	87.32	1.47	2.15	2.59	3.04	59.52	40.64	33.75	28.75
	平均						70.07	62.10	50.91	42.94

资料来源: Wind 上海证券研究所

### ● 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 25.49-31.86 元,对应 2017 年每股收益的 40-50 倍市盈率。

## ■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)					利润表 (单位: 百万元)				
指标	2015A	2016A	2017E	2018E	指标	2015A	2016A	2017E	2018E
货币资金	155.67	116.49	272.89	911.98	营业收入	4093.80	3768.86	4251.27	4740.17
应收和预付款项	282.92	324.03	328.34	398.89	营业成本	3273.87	2953.57	3376.36	3754.21
存货	65.00	51.82	114.43	70.42	营业税金及附加	27.85	23.14	26.10	29.10
其他流动资产	37.72	12.31	12.31	12.31	营业费用	76.63	74.37	83.88	93.53
长期股权投资	0.00	0.00	28.00	56.00	管理费用	127.83	128.06	144.45	161.06
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	58.39	45.86	32.62	9.57
固定资产和在建工程	2783.86	2808.28	2651.14	2494.00	资产减值损失	27.36	-2.79	8.63	8.63
无形资产和开发支出	300.99	305.39	293.75	282.12	投资收益	82.19	31.98	28.00	28.00
其他非流动资产	239.68	250.83	250.03	249.24	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>3865.86</b>	<b>3869.14</b>	<b>3950.91</b>	<b>4474.96</b>	<b>营业利润</b>	<b>584.06</b>	<b>578.64</b>	<b>607.22</b>	<b>712.06</b>
短期借款	402.50	531.00	0.00	0.00	营业外收支净额	18.62	-3.67	-3.47	-3.47
应付和预收款项	710.87	589.69	742.64	728.26	<b>利润总额</b>	<b>602.69</b>	<b>574.97</b>	<b>603.75</b>	<b>708.58</b>
长期借款	574.27	358.38	358.38	358.38	所得税	141.22	137.46	143.94	170.15
其他负债	145.36	181.38	181.38	181.38	净利润	461.47	437.51	459.81	538.44
<b>负债合计</b>	<b>1833.00</b>	<b>1660.44</b>	<b>1282.39</b>	<b>1268.01</b>	少数股东损益	92.29	100.36	105.48	123.52
股本	500.00	500.00	500.00	500.00	<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>369.18</b>	<b>337.14</b>	<b>354.33</b>	<b>414.92</b>
资本公积	19.77	19.77	19.77	19.77	<b>财务比率分析</b>				
留存收益	1018.71	1152.50	1506.83	1921.75	<b>指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1538.49</b>	<b>1672.27</b>	<b>2026.60</b>	<b>2441.52</b>	毛利率	20.03%	21.63%	20.58%	20.80%
少数股东权益	494.37	536.43	641.91	765.43	EBIT/销售收入	16.10%	16.41%	14.92%	15.10%
<b>股东权益合计</b>	<b>2032.86</b>	<b>2208.70</b>	<b>2668.51</b>	<b>3206.95</b>	销售净利率	11.27%	11.61%	10.82%	11.36%
负债和股东权益合计	3865.86	3869.14	3950.91	4474.96	ROE	24.00%	20.16%	17.48%	16.99%
<b>现金流量表 (单位: 百万元)</b>					资产负债率	47.42%	42.92%	32.46%	28.34%
<b>指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	0.44	0.40	0.81	1.59
经营活动产生现金流量	706.37	524.13	720.37	649.00	速动比率	0.35	0.35	0.67	1.49
投资活动产生现金流量	-158.46	-153.47	-2.61	-2.61	总资产周转率	1.06	0.97	1.08	1.06
融资活动产生现金流量	-553.98	-387.81	-561.36	-7.31	应收账款周转率	16.12	14.42	13.54	14.48
<b>现金流量净额</b>	<b>-6.07</b>	<b>-17.15</b>	<b>156.40</b>	<b>639.08</b>	存货周转率	50.36	57.00	29.50	53.31

数据来源: WIND 上海证券研究所

## 分析师承诺

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。