

金鸿控股(000669)

公司研究/深度报告

城市燃气稳定增长，环保业务迎拐点

深度研究报告/环保行业

2018年3月6日

● **具备长输能力的全国性城市燃气公司，受益京津冀煤改气。**公司是一家专注天然气开发运用和环保工程的综合性企业，已发展成为上中下游一体、跨区域运营的城市燃气运营商。公司天然气长输管线主要分布在湖南、河北和山东，服务40多个市县。截至2016年底，公司管线建设总里程达6934公里，长输管线长度884公里，设计供气能力约35亿立方米/年。京津冀区域是公司重点布局区域，应张线等多条长输管线分布京津冀及周边，在张家口、衡水等城市拥有特许经营权。未来公司将持续受益京津冀地区“煤改气”的推进及天然气需求的快速增长。

● **环保业务受益非电提标，有望扭亏为盈。**依托全资子公司正实同创，公司开展电力、钢铁、建材等工业领域的脱硫脱硝除尘改造服务，其业务遍及全国20个省市，已完成100多个工程。正实同创技术研发实力雄厚，与中科院过程所等国内知名科研院所建立了深度合作关系，先后承担了“烧结烟气半干法脱硫成套化技术与设备”等多项国家863项目。近年来正实同创与中科院过程所联合申请了14项国家专利，相关脱硫脱硝技术在2017年年初还获得美国专利授权。受订单下滑等因素影响，正实同创2017上半年处于亏损状态，我们判断，随着钢铁行业等非电工业领域大气排放提标工作的启动，公司环保业务有望迎来拐点，2018年环保业务有望扭亏为盈。

● **天然气消费潜力大，“煤改气”短期增量。**天然气是稳定、经济的清洁能源，提高天然气消费占比是我国的基本国策，近年我国天然气消费量呈现快速增长态势。2017年我国天然气消费量2394亿方，同比增长15%。根据天然气发展十三五规划，到2020年我国天然气管道一次输送能力将达到4000亿立方米，综合保供能力将达到3600亿立方米，为我国天然气需求的快速增长提供有力支撑。散煤（尤其是取暖季）是雾霾的重要污染源之一，京津冀地区近年大力推动清洁取暖工作，按照十部委联合发布的“清洁取暖规划”，到2021年北方地区“煤改气”户数1200万户，我们测算对应天然气接驳费市场空间360亿元，天然气需求168亿方/年。

● **“非电”排放提标启动在即，钢铁行业市场空间600亿。**2017年6月15日，环保部发布《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等20项国家污染物排放标准修改单（征求意见稿）。拟对钢铁、冶金、水泥、玻璃、陶瓷等行业的大气排放标准进行修订。非电行业大气排放的提标改造将带来千亿以上的环保投资。以钢铁行业为例，目前全国现有烧结机约900台，烧结机面积11.6万平方米、提标投资额50万元/平方米测算，市场空间近600亿，年运营费用180亿左右。

● **盈利预测与估值：**预计公司2017~2019年EPS分别为0.49、0.70、0.84元，对应PE分别为24、17、14倍，公司环保及燃气业务向好，维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示：**1、天然气消费需求不及预期；2、非电领域提标不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,471	2,637	3,301	3,857
增长率（%）	-4.0%	6.7%	25.2%	16.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	191	236	340	411
增长率（%）	-23.0%	23.8%	44.1%	20.8%
每股收益（元）	0.39	0.49	0.70	0.84
PE（现价）	30.0	24	17	14
PB	1.5	1.4	1.3	1.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

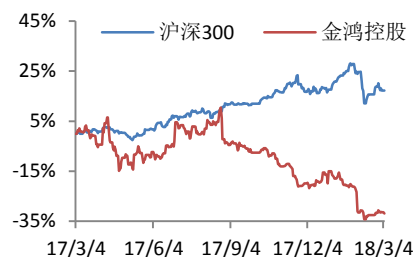
强烈推荐 维持评级

当前股价：11.75元

交易数据 2018/3/5

近12个月最高/最低（元）	18.87/11.8
总股本（百万股）	486.01
流通股本（百万股）	478.53
流通股比例（%）	98%
总市值（亿元）	57.11
流通市值（亿元）	56.23

该股与沪深300走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：(010)8512 7892

邮箱：taoyigong@mszq.com

相关研究

目录

一、金鸿控股：A 股稀缺的跨区域上中下游一体燃气运营商.....	3
(一) 城市燃气业务覆盖全国 40 多个市县.....	3
(二) 大股东实力雄厚，业务立足能源化工布局广泛.....	4
二、行业分析：天然气需求长期向好，短期煤改气力度大	6
(一) 2020 年天然气保供能力 3600 亿方，需求长期向好.....	6
(二) 短期京津冀“煤改气”力度大，市场空间可达 3000 亿元.....	7
(三) “煤改气”并非“气荒”主因，将是能源清洁化长期坚定方向.....	11
1、清洁供暖推进超预期对天然气消费增量影响非常有限.....	11
2、天然气发电、燃料、化工用气需求快速增长，调峰能力不足致供需失调激化.....	11
3、空气质量改善明显，而煤改气是其中性价比最高的推进方向.....	11
(四) 环保行业：“2+26”执行特排，非电“超低排放”大势所趋.....	12
1、“2+26”城市执行大气污染物特别排放限值.....	12
2、非电提标大势所趋，环保部启动非电行业大气排放标准修订.....	12
3、河北、河南、山东等省份率先启动非电“超低排放”.....	13
三、公司分析：燃气现金流好增长稳定，环保有望迎拐点	15
(一) 财务状况：营收、毛利有望企稳反弹，现金流状况持续良好.....	15
(二) 燃气业务：深耕京津冀进入收获期，显著受益煤改气及冬奥.....	16
1、接驳费是公司主要利润来源，天然气分销潜力大.....	16
2、深耕京津冀区域，显著受益煤改气及北张冬奥会.....	17
(二) 环保业务：受益非电提标启动，正实同创有望大幅扭亏.....	19
四、盈利预测及估值	21
(一) 盈利预测：燃气业务稳定向好，环保扭亏为盈.....	21
(二) 估值分析：估值处历史低位，显著低于可比估值.....	22
五、风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

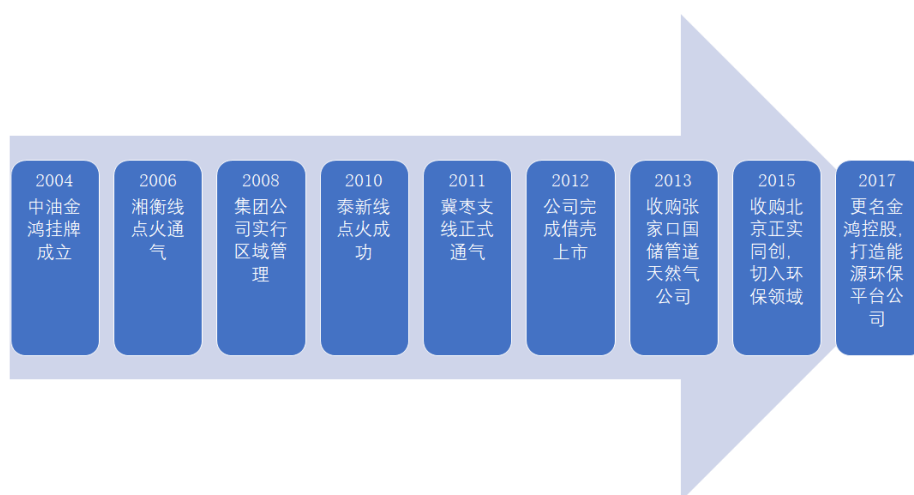
一、金鸿控股：A 股稀缺的跨区域上中下游一体燃气运营商

(一) 城市燃气业务覆盖全国 40 多个市县

公司是一家专注天然气开发运用和环保工程的综合性企业。天然气业务，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建设与建设等。公司天然气长输管线主要分布在湖南、河北和山东，服务河北、山东、湖南、江苏、山西、陕西、内蒙古、辽宁、黑龙江等省区的 40 多个市县。公司已发展成为 A 股稀缺的上中下游一体、跨区域运营的城市燃气运营商，截至 2016 年底，公司管线建设总里程达 6934 公里，长输管线长度 884.16 公里，设计供气能力约为 35 亿立方米/年。

环保工程服务主要依托中科院技术并开展相关合作，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。

图 1：公司发展历程



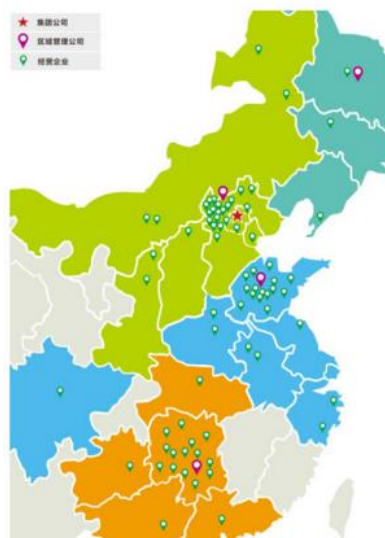
资料来源：公司官网，民生证券研究院

表 1：公司长输管线年输气能力合计达到 35 亿方

所属省份	名称	起止区间	输气量 (亿立方米/年)	长度 (千米)
湖南	湘衡线	湖南湘潭-衡阳	5	138
	衡常线	湖南衡阳-常宁水口山	3	39
		水口山-常宁城区		
山东	聊泰线	山东聊城-泰安	6.9	113
	新泰线	山东泰安天平镇-新泰	4	103
	莱芜线	山东莱芜口镇-九羊	3	9
河北	冀枣线	河北衡水武邑-冀州-枣强	2	40
	应张线	山西应县-河北张家口	9.4	286
	应张支线	赤城支线、怀安支线、尚义支线	7.9	374
	南沙线	河北南宫-沙河	1.5	132

资料来源：金鸿控股公司网站、公司公告

图 2：公司业务布局覆盖 40 多个市县

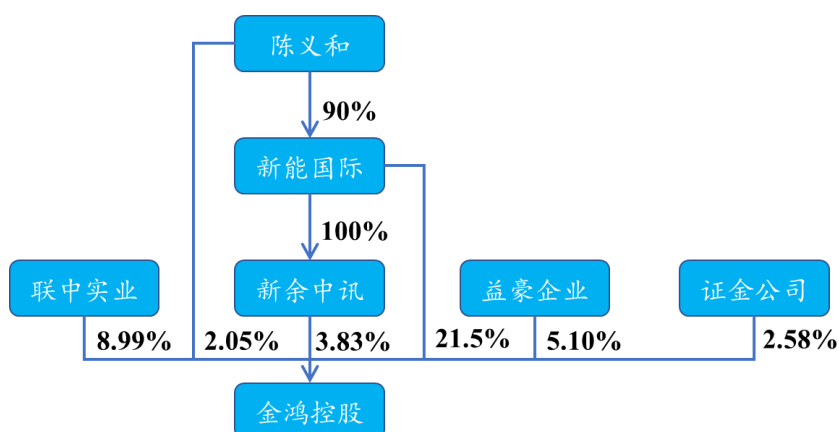


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（二）大股东实力雄厚，业务立足能源化工布局广泛

公司实际控制人为陈义和先生。同时陈义和先生也是中国国储能源化工集团股份有限公司董事长。中国国储能源化工集团股份有限公司主营业务为石油、天然气、非常规能源的勘探、开发、运输及港口、码头的储备储运等；旗下拥有张家口国储液化天然气有限公司、上海国储能源集团有限公司等子公司，实力雄厚。

图 3：公司股权结构及控制关系示意图



资料来源：公司年报，民生证券研究院

表 2：中国国储能源化工重点项目统计

项目名称	项目简介
页岩气勘探开发项目	对贵州铜仁市 3 个区块共 4000 平方公里进行勘探开发。
油气勘探与开发项目	参与哈萨克斯坦、突尼斯、加拿大、美国等国家油气田的勘探开发合作。
新能源和节能环保创业投资基金	该基金是经国家发改委和财政部批准，国储能源集团作为主发起人，国家发改委、财政部参股的创业投资基金。重点投资新型能源、节能降耗、环保、清洁技术、可再生能源等新能源相关领域，培育和整合具有自主知识产权的高成长创新型中小型企业，形成以企业为主体的自主创新体系。
加拿大 LNG 工业园项目	在加拿大 British Columbia 省投资建设工业园项目，园区内将建设 LNG 液化工厂、化肥（尿素）厂、甲醇厂等天然气化工项目，年加工天然气 100 亿立方米。其中 42 亿立方米（300 万吨）LNG 将运至福建沿海 LNG 接收站。该项目计划在五年内建成。
华中地区能源储运项目	以武汉为基点，在长江中游岸线建设煤炭矿产专用码头及煤炭的洗选配加工物流等基地。石油石化产品储运，辐射联动长株潭、长三角、珠三角经济圈，拓展辐射两湖及华南地区能源经济。
岳阳港岳阳县港区鹿角作业区 2000 吨级（兼顾 3000 吨级）码头项目	本项目位于湖南省岳阳县鹿角镇湘江右岸洞庭湖畔，总投资约 1.7 亿元，散货泊位 1 个采用浮码头结构，多用途泊位 1 个采用高桩框架码头结构，占地面积约 86 亩，总建筑面积为 5938.74 m ² ，码头建成后预计年吞吐量：散货码头 110 万吨，多用途泊位码头综合吞吐量 80 万吨。
新疆阿拉山口综合保税区项目	中国国储集团经国家相关部门批准，和新疆博尔塔拉蒙古自治州政府合资开发阿拉山口综合保税区和金三角工业园区，将阿拉山口打造为“亚欧枢纽港”，以建设大通道、大物流、大贸易、大加工、大口岸为目标，对综合保税区及金三角工业园区进行规划、融资、投资、建设、管理和运营。
“气化吉林”项目	经吉林省政府批准，中国国储集团与吉林省合作成立吉林省能源控股集团，投资建设覆盖吉林全省的天然气管道主干线及支线，并开发经营工业、商业和民用燃气，总投资 120 亿，建成后年输气量达到 20 亿立方米。
江苏大丰港 120 万立方米油品仓储物流项目	项目位于江苏大丰港石化仓储园区，占地约 700 亩，规划建设综合总容量 500 万立方米的石化仓储罐区、油罐汽车装卸站及生产配套设施，油库定位为物料转运、自营贸易及仓储功能。一期建成 120 万立方米，油库周转量为 800—1000 万吨/年。
天津泰达南港油储 80 万立方米油库项目	项目位于天津滨海新区南港工业区内，项目约 25 万平方米，规划建设总容量 80 万立方米的石化仓储罐区、一座汽车装卸站及生产配套设施，油库定位为物料转运及石油储备。目前已建成库容 3×10 ⁴ 立方米的储罐，其他罐区基础工程基本完工。2014 年全部建成投产。
CNG/LNG 物流项目	中国国储集团目前拥有 CNG/LNG 运输车 300 辆，未来五年达到 2000 辆，为国内规模最大的压缩、液化天然气物流运营商。
LNG 液化工厂项目	张家口 LNG 作为北方最大的液化天然气生产加工基地之一，目前一期已经全部完成，年生产 LNG24 万吨。二期正在建设中，预计投入使用后，年处理 LNG 可达 108000 万方

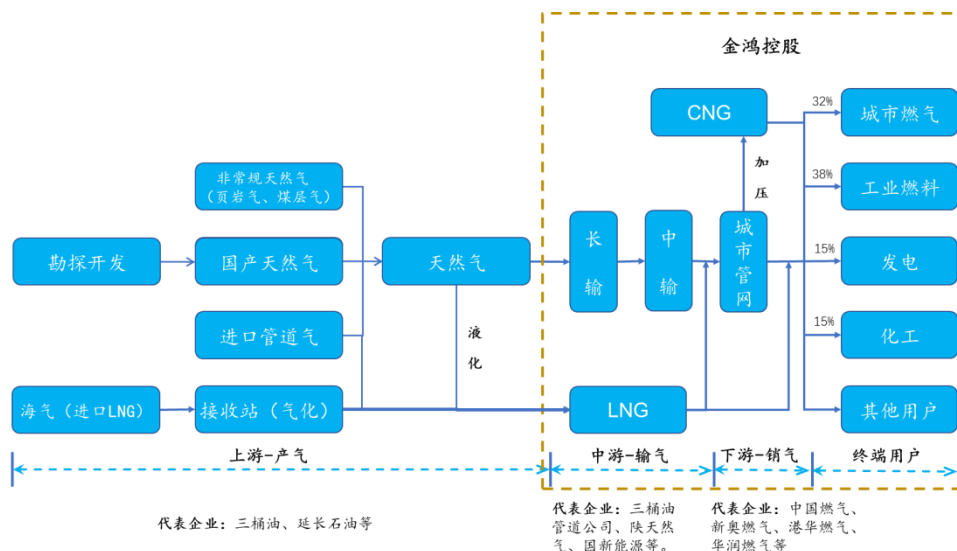
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

二、行业分析：天然气需求长期向好，短期煤改气力度大

(一) 2020 年天然气保供能力 3600 亿方，需求长期向好

天然气是稳定性高、经济性好的清洁能源，广泛用于城市燃气、交通运输、工业燃料、发电、化工等行业。

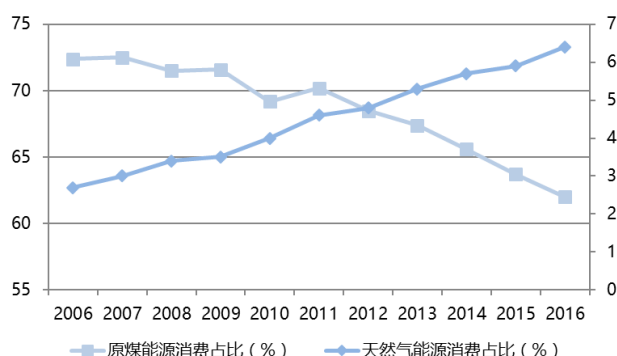
图 4：天然气产业链关系图



资料来源：公司招股说明书，民生证券研究院

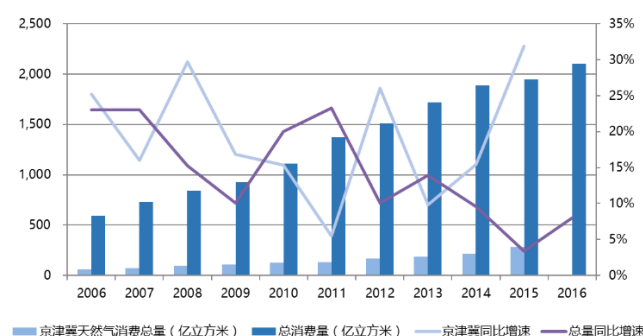
提高天然气消费占比是我国的基本国策，近年我国天然气消费量呈现快速增长态势。2017 年我国天然气消费量 2393.94 亿方，同比增长 14.71%。

图 5：2006~2016 年天然气和原煤能源消费占比



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图 6：2006~2016 年全国及京津冀地区天然气消费状况



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

根据天然气发展十三五规划，到 2020 年我国天然气管道一次输送能力将达到 4000 亿立方米，综合保供能力将达到 3600 亿立方米，为我国天然气需求的快速增长提供有力支撑。

根据国家能源局、国务院及国土资源部相关部门联合编制的《中国天然气发展报告 (2016)》，提出发展清洁低碳能源将成为优化能源结构的重要途径，未来较长一段时期天然气

将在中国能源发展中扮演重要角色。通过加大政策支持力度，力争 2020 年天然气在一次能源消费结构中的占比达到 10%；到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15% 左右。从全球范围来看，天然气占一次能源的消费比重约在 30%，我国天然气消费增长潜力巨大。

表 3：“十三五” 天然气行业发展主要指标

指标	2015 年	2020 年	年均增速	属性
累计探明储量（常规气， 万亿方）	13	16	4.30%	预期性
产量（亿方/年）	1350	2070	8.90%	预期性
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	8.3~10	-	预期性
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.30%	预期性
城镇人口天然气气化率（%）	42.8	57	-	预期性
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.20%	预期性
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.40%	预期性
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.90%	约束性

资料来源：天然气发展“十三五”规划，民生证券研究院

（二）短期京津冀“煤改气”力度大，市场空间可达 3000 亿元

2017 年 2 月 17 日，环保部印发《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》的通知，划定了京津冀区域“2+26”个城市做为北方地区冬季清洁取暖规划**首批实施范围**，京津冀区域禁煤区扩大，地方政府开始加大力度“煤改气”，2017 年冬季京津冀地区空气质量改善明显，“煤改气”成果显著。

煤改气将带来工业、农村居民接驳、锅炉改造设备及居民燃具、天然气消费两方面三领域的市场机会。工业方面，根据国务院颁布的《经济和社会发展的第十三个五年规划纲要》，2020 年前 18.9 万蒸吨的燃煤锅炉将被替代。农村居民方面，2015 年京津冀地区农业人口合计 4175 万人、约 1200 万户，按照河北省天然气十三五规划中到 2020 年完成 600 万户煤改气的要求比例估算，京津冀地区 2020 年前煤改气潜在受众为 720 万户左右。依照我们的测算，2020 年前京津冀地区煤改气总市场规模将达 3000 亿元。

按照十部委联合发布的“清洁取暖规划”，到 2021 年北方地区“煤改气”户数 1200 万户，对应天然气接驳费市场空间 360 亿元，对应天然气需求 168 亿方/年。

表 4：煤改气细分市场空间估算

市场分类	测算标准	市场空间（亿元）
接驳市场	工业 450 元/立方米最大耗气量	525
	居民 3000 元/户	216
改造及燃具	工业 17 万元/蒸吨	321
	居民 2500 元/户	158
天然气消费	工业 3.3 元/立方米	1485
	居民 1400 方/户，价格 2.2 元/立方米	257
合计		2962

资料来源：民生证券研究院整理

表 5：京津冀区域“煤改气”政策梳理

	地区	城市	政策文件及涉及目标
2017-12-16	京津冀		10 部委共同发布《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021）》。提出到 2021 年“煤改气”1200 万户。各地区根据实际情况实施煤改气、改电，生物质、地热、清洁煤等。
2017-2-17	京津冀及 周边地区		《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》：全面加强城中村、城乡结合部和农村地区散煤治理，北京、天津、廊坊、保定市 10 月底前完成“禁煤区”建设任务，并进一步扩大实施范围，实现冬季清洁取暖。传输通道其他城市于 10 月底前，按照宜气则气、宜电则电的原则，每个城市完成 5 万-10 万户以气代煤或以电代煤工程。10 月底前，北京、天津、石家庄、廊坊、保定、济南、郑州行政区域内基本淘汰 10 蒸吨及以下燃煤锅炉，以及茶炉大灶、经营性小煤炉。其他城市建成区及县城全面淘汰 10 蒸吨及以下燃煤锅炉。燃煤窑炉加快电炉、气炉改造进度。中石油、中石化、中海油、国家电网公司要与各省（市）人民政府对接，统筹以气代煤、以电代煤工程的规划和实施工作，制定工作方案，加大气源、电源保障力度。
2017-2-11	北京	北京	《2017 年北京市农村地区村庄冬季清洁取暖工作方案》：2017 年 10 月 31 日前，完成 700 个农村地区村庄内住户“煤改清洁能源”任务，同步实施 1400 个村委会和村民公共活动场所、79 万平方米籽种农业设施的“煤改清洁能源”工作，朝阳、海淀、丰台、房山、通州、大兴 6 个区平原地区村庄内住户基本实现“无煤化”。对未纳入 2017 年度“煤改清洁能源”计划的村庄，全部实施优质燃煤替代。
2017-4-13	天津	天津	《天津市 2017 年大气污染防治工作方案》：10 月底前，按照“宜电则电、宜气则气”的原则，在中心城区、滨海新区核心区和其他区政府所在街镇（除列入市政府拆迁改造计划区域）实现城市居民生活散煤“无煤化”，拆迁改造区域要全部实现洁净煤替代。
2017-6-23	河北	石家庄	《石家庄市散煤压减替代规划（2017-2019 年）》：2017 年，居民生活及取暖启动实施气代煤、电代煤，“1+4”组团县区实现散煤“清零”，农村服务业分散燃煤全面取缔，农业生产散煤治理完成 50%。2018 年，确保 3-5 个县（市）、区全域完成气代煤、电代煤等清洁取暖改造，平原农村地区清洁取暖率达到 35%，农业生产散煤治理完成 80%。2019 年，全市全域实现清洁取暖的县（市）、区达到 60%左右，平原农村地区清洁取暖率达到 60%，农业生产散煤治理全面完成。
2017-4-2	河北	唐山	《2017 年政府工作报告》：强力实施压煤攻坚，全年削减煤炭消费 220 万吨，全面取缔燃煤小锅炉、茶浴炉和流动燃煤灶具，年内主城区实现散煤清零，路南、路北、高新区完成全域气代煤、电代煤。
2016-9-23	河北	廊坊、保定	《河北省人民政府关于加快实施保定廊坊禁煤区电代煤和气代煤的指导意见》：禁煤区涉及保定、廊坊市 18 个县（市、区），包括 1 个城市建成区、14 个县城建成区（含 404 个城中村）和 3345 个农村（约 105.4 万户）。目前，建成区集中供热率仅为 60%左右，农村采暖仍以分散燃煤为主，居民生活质量差、区域大气污染严重。
2017-5-3	河北	沧州	《沧州市大气污染防治综合实施方案》：加强农村散煤替代，10 月底前，沧州市高速合围区内和任丘市全域实现散煤“清零”，青县、沧县、河间、肃宁全域完成煤改气、煤改电等清洁取暖改造。同时，强化煤质监管，全力打击劣质散煤，杜绝不达标煤炭进入我市。
2017-7-7	河北	衡水	《衡水市农村散煤治理专项实施方案》：2017 年，13 个县市区全面启动居民生活及取暖气代煤、电代煤工程。其中桃城区、冀州区、工业新区、滨湖新区全部完成气代煤和电代煤工作任务；枣强县、武邑县 2018 年年底全部完成；其他各县市区 2019 年年底全部完成。
2016-6-15	河北	邢台	《邢台市“一城五星”煤改气（电）工程实施方案》：完成“一城五星”范围内约 15 万户燃煤取暖居民的煤改气、煤改电任务，预计可净削减燃煤总量 25 万吨。《2017 年政府工作报告》：大力开展农村散煤治理，完成煤改气（煤改电）21.8 万户，市区实现“无煤化”。
2017-4-8	河北	邯郸	《2017 年政府工作报告》：全市完成“煤改气”“煤改电”10 万户以上，实现中心城区散煤清零目标，全年削减煤炭消费 300 万吨。
2016-9-7	河南		《河南省天然气替代煤专项方案（2016-2020 年）》：力争 2020 年，全省天然气使用量达到 150 亿立方米，其中天然气代煤使用量达到 15 亿立方米，可替代煤约 279 万吨。
2017-1-6	河南	河南	《河南省 2017 年持续打好打赢大气污染防治攻坚战行动方案》：到 2017 年年底，全省天然气替代散煤使用量累计达到 8000 万立方米，累计新增 4 万户农村居民实现厨房使用天然气。
2017-1-17	河南	郑州	《郑州市人民政府办公厅关于进一步推进散煤治理工作的通知》：2017 年 9 月 30 日前实现郑州市建成区以外区域及县城建成区范围内无煤化，实现“气代煤”、“电代煤”覆盖率 100%。
2016-12-8	河南	开封	《开封市煤改气煤改电工作推进方案》：在全市大力推广燃煤散烧用户“煤改气”“煤改电”，力争 2017 年 10 月底前，对全市登记在册的 8.5 万户散烧煤用户，实施“煤改气”“煤改电”比例在 10%以上。其余燃煤散烧用户实施“清洁煤”替代，实现全市“零散煤”。

2016-10-31	河南	安阳	《安阳市“气代煤”工作实施方案》：2017年10月底前，我市建成区以外区域及县城建成区将全部实现“电代煤、气代煤”（煤电、集中供热和原料用煤企业、洁净型煤除外）。
2016-4-12	河南	鹤壁	《鹤壁市2017年加快推进燃煤散烧治理实施方案》：按照“科学规划、合理布局”的原则，建成洁净型煤实际供应、配送能力，在不具备“煤改气”、“煤改电”条件的乡村地区，全面实施洁净型煤替代散煤。
2017-1-12	河南	新乡	《新乡市2017年持续打好打赢大气污染防治攻坚战行动方案》：2017年10月底前，市区不具备集中供暖的区域实现“气代煤”“电代煤”覆盖率达到70%以上。各县(市)建成区不具备集中供暖的区域实现“气代煤”“电代煤”覆盖率达到50%以上。
2017-2-7	河南	焦作	《焦作市2017年持续打好打赢大气污染防治攻坚战行动方案》：加快对五城区城中村“煤改气”力度，除计划拆迁村庄外，五城区其余城中村要力争2017年年底前完成天然气等清洁能源改造；2017年10月底前，完成环保部下达的以气代煤工程任务。
2017-4-26	河南	濮阳	《濮阳市2017年清洁能源替代实施方案》：到2017年年底，市中心城区新增集中供暖面积550万平方米，集中供暖覆盖率达到80%以上，气化率达到98%以上；县城区新增集中供暖面积513万平方米，清洁供暖覆盖率达到50%以上，气化率达到85%以上；全市新增天然气用户12.35万户，天然气用户达到60.15万户，入户率达到54.7%，75%以上的乡镇通管道天然气；
2017-4-12	山西	山西	《山西省大气污染防治2017年行动计划》：10月底前，太原、吕梁、晋中、长治、临汾5市各完成10万户以上以气代煤或以电代煤工程，其他市根据实际情况各完成5万-10万户。
2017-5-20	山西	太原	《太原市大气污染防治2017年行动计划》：2017年10月底前，完成111991户农村清洁供暖改造任务，其中市区农村共计203个，81991户。整村拆除9个村、4260户，集中供热13个村、4671户，煤改电63个村、18765户，煤改气118个村、54295户。清徐县20000户、阳曲县10000户。
2017-5-5	山西	阳泉	《阳泉市大气污染防治2017年行动实施方案》：2017年10月底前，平定县、盂县、郊区各完成2-3万户以气代煤或以电代煤工程。
2017-4-14	山西	长治	《长治市2017年大气污染防治工作方案》：10月底前，按照宜气则气、宜电则电的原则，完成10万户以气代煤或以电代煤工程。
2017-3-3	山西	晋城	《晋城市2017年大气污染防治行动计划》：2017年10月底前，全市完成10万户以上以气代煤、以电代煤工程。
2017-5-25	山东		《山东省〈京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案〉实施细则》：全面加强城中村、城乡结合部和农村地区散煤治理，实现冬季清洁取暖。2017年，全省完成600万吨清洁型煤替代。2017年年底前，7个传输通道城市和泰安、莱芜2市完成辖区内散煤清洁化治理。2017年10月底前，7个传输通道城市按照宜气则气、宜电则电的原则，每个城市完成5万-10万户以气代煤或以电代煤工程。
2017-5-10	山东	济南	《济南市〈京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案〉实施细则》：2017年10月底前，按照宜气则气、宜电则电的原则，全市完成5-10万户以气代煤或以电代煤工程。
2017-4-28	山东	淄博	《淄博市〈京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案〉实施细则》：10月底前，主城区及各区县建成区实现散煤全替代，推广使用热电联产集中供热，热电联产集中供热管网覆盖不到的区域推荐使用以气、以电方式采暖。全市完成5万户以上热电联产集中供热、以气代煤或以电代煤工程。
2017-3-3	山东	济宁	《济宁市2017年大气污染防治工作方案》：加大天然气供应与利用力度，优先用于保障民生的居民用气，2017年10月底前实现济宁主城区（外环路以内）和县（市）主城区天然气全面供应到户，实现所有煤炭“清零”。10月底前，每个县（市、区）要完成城乡结合部、乡镇驻地及农村等地区1万户以上以气代煤、以电代煤工程。
2017-1-19	山东	德州	《德州市2017年大气污染防治工作要点》：各县（市、区）要结合实际推进“城中村”改造，大力推进“城中村”高污染燃料替代工作。2017年各县（市、区）建成区内“城中村”全面完成清洁煤或清洁能源替代工作。
2017-4-5	山东	聊城	《聊城市大气污染防治工作方案》：全市2017年完成10万户以上以气代煤、以电代煤工程。各县(市、区)、市属开发区按照试点先行、全面推进的原则，9月底前完成替代目标。
2017-4-28	山东	滨州	《滨州市〈京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案〉实施方案》
2017-3-6	山东	菏泽	《菏泽市落实〈京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案〉实施方案》：3月底前，制定民用“以气代煤、以电代煤”实施方案，推动电、气等清洁能源入户，按照宜气则气、宜电则电的原则，9月底前，完成10万户以上以气代煤、以电代煤工程，其中：牡丹区1.2万户、市开发区0.6万户、市高新区0.2万户、其他各县区各1万户，年底前实现中心城区“无煤化”。

资料来源：民生证券研究院整理

表 6: “2+26”个城市清洁供暖补贴方案

城市		补贴政策
北京	北京	住户：采用 CNG、LNG 的住户按照不高于市政天然气管网供气价格缴费，高出部分每个取暖季，市政府每户最高 1300 元补贴，区政府安排不足部分。公共区域：500 户以下的村庄补贴 1.2 万元，500 户以上的村庄补贴 2.4 万元。农业设施：按照购置费的 20% 补贴。煤改气供暖项目：对其配套水蓄热设施投资 30% 补贴。居民燃气具每户最高补贴 1.2 万元，燃煤锅炉改造补贴 13 万/蒸吨。
天津	天津	天津市财政预拨补贴资金 3.2 亿元，用于燃气锅炉供热补贴。
河南	开封	对用煤户台账内居民设备购置补贴 70%，最高不超过 2000；对台账内“电代煤”居民采暖用电量给予 0.3 元/千瓦时的电价补贴，每户每采暖季补贴电量不超过 3000 千瓦时
河南	焦作	不具备集中供热条件的老旧城区、城乡结合部、农村，登记在册不再使用散煤的居民户，在采暖期（当年 11 月 15 日零时至次年 3 月 15 日零时）内，以每月 80 千瓦时用电量为基数，月用电量超过 80 千瓦时（不含 80 千瓦时）的“电代煤”在册取暖用户，给予 0.4 元/千瓦时的电价补贴，每户最高补贴 2500 千瓦时。
河南	濮阳华龙区	采暖设备价格的 30% 进行一次性补贴，最高不超过 300 元
河南	安阳	设备采购补贴 60%，最高不超过 3500 元。
河南	郑州、新乡	设备购置补贴最高 3500 元/户。改煤为液化天然气的按 12 罐 LPG (15Kg) /年，30 元/罐补贴采暖期暖气 1 元/立方米给予补贴，每户最高补贴 600 立方米/年。
河南	鹤壁	设备购置补贴最高 600 元/户。采暖期暖气 1 元/立方米给予补贴，每户最高补贴 600 立方米/年。
河南	焦作	采暖期内，以每月 20 立方米用气量为基数，月用气量超过 20 立方米，给予 1 元/立方米的气价补贴，最高补贴 1000 立方米/户。
山东	德州	每户 4000 元取暖设备补贴费用及每年 1000 元电费补贴；若采用热泵等方式采暖，年用电量超出 4800 度的部分，暂不执行居民阶梯电价第三档用电价格。城乡居民住宅小区使用热泵，利用热泵采暖的（非经营性），用电价格按居民合表电价执行。
山东	滨州	由供热企业负责供热主管网和村(居)内换热站(村居提供土地)的建设，财政奖补 2000 元/户；村(居)内供热管网建设由乡镇(街道)和村(居)负责组织实施，财政奖补 2000 元/户；用户自行负责室内暖气片等散热设施的购置安装，县(区)财政补贴 1000 元/户
山东	菏泽	对于采用煤改电用户，用电价格享受居民生活用电电价政策
山东	济宁	对居民小区推广使用热泵，利用地热能采暖、制冷、供应热水的用电，确属非经营性用电性质的，用电价格执行居民生活用电电价政策；对居民家庭住宅、居民住宅小区、执行居民电价的非居民用户中设置的充电设施用电，执行居民用电价格中的合表用户电价
山东	济南	按时限要求完成燃煤锅炉淘汰（替代），每 1 吨燃煤锅炉给予 10 万元补贴，提前完成淘汰（替代），每 1 吨燃煤锅炉给予 5 万元奖励。对按时限完成超低排放改造的，给予不超过总投资额 30% 的财政补贴。
山东	淄博	蓄热式电采暖设备及安装（含表后线路改造）资金，按照 85% 的标准补贴至用户，每户最高补贴 5700 元；采暖期用电 0.2 元/千瓦时的标准补贴，每户每年最高补贴电量 6000 千瓦时（每户每年最高补贴 1200 元），用电量不足 6000 千瓦时的据实补贴
山东	聊城	设备购置补贴 50%，最高 4000 元/户。市、区各承担一半。
山西	太原	补贴设备购置 5000 元/户，采暖运行费 1500 元/户。
山西	阳泉	分散院落“煤改气”工程居民承担 3550 元/户后可获得壁挂炉
山西	晋城	设备购置费用由省、市两级财政各补贴三分之一，两级补贴总额最高不超过 20000 元/户；省、市两级财政对采暖季低谷时段电价各补贴 0.1 元/度。
山西	长治	居燃气管网配套费补贴不超过 5000 元/户，居民燃气取暖设备补贴不超过 3000 元/户，由市、县政府按 1:1 承担
河北	邯郸	补贴壁挂炉 3000 元/户，灶具 200 元/户，管网安装费 260 元/户。
河北	衡水	补贴 3900 元/户，其中管网 2900 元/户，燃气具 1000 元/户。
河北	邢台	补贴壁挂炉 3000 元/户。
河北	石家庄	每户补贴 3900 元，由市、县按 3:1 分担。2900 元为居民燃气接口费，不足部分由实施煤改气的企业承担，1000 元为补贴购置燃气采暖设备。对 2017 年实施“煤改气”的居民采暖季补贴最高 900 元运行费，市、县 1:1 分担。
河北	保定廊坊	设备购置补贴 70%，每户不超过 2700 元，省、市各承担一半。采暖期燃气补贴 1 元/方，每户最高补贴 1200 方/年。补贴建设村内入户管线户均 4000 元。禁煤区企事业单位燃煤锅炉实施“气代煤”，补贴 10 万元/蒸吨。
河北	唐山	电代煤：每户的设备购置安装费用补贴 85%，最高金额不超过 7400 元；采暖期居民用电 0.2 元/千瓦时，每户最好补贴电量 1 万千瓦时；气代煤：每户设备安装费用补贴 70%，最高补贴金额不超过 2700 元；采暖用气 1 元/立方慕的气价补贴，每年最高补贴气量 1200 立方米；给予建设村内入户管线户均最高 4000 元补助；
河北	沧州	每户补贴最高 4600 元，其中 2600 元为采暖安装费和居民生活费，1000 元为采暖设备费，500 元为运行补贴。实施燃煤锅炉拆除时，补贴 3 万元/蒸吨/时，拆除后新建燃气锅炉用户补贴 8 万元/蒸吨/时。

资料来源：民生证券研究院整理

(三)“煤改气”并非“气荒”主因，将是能源清洁化长期坚定方向

近日，能源局发布《关于做好 2017—2018 年采暖季清洁供暖工作的通知》，《通知》要求各地发改委制定“煤改气”实施方案和年度计划，有序推进“煤改气”；三桶油按计划做好气源供应；同时鼓励综合利用非常规天然气、煤层气支持清洁供暖，合理释放部分煤炭先进产能，保障民生取暖用煤。10 部委的联合发布的《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021)》也表明政府推动能源清洁化的决心，而“煤改气”相对煤改电等其他方式具有成本低、供应稳定等优势，是最可靠的方向。

1、清洁供暖推进超预期对天然气消费增量影响非常有限

在 2017 年 12 月环保部与河北省联合举行的媒体座谈会上，河北省披露了 2017 年居民煤改气的完成状况，2017 年河北居民煤改气完成量是 231.8 万户、投入使用量为 213.4 万户，完成数比中央规划数多了大约 50 万户。按照计划通道城市预计完成 300 万户清洁取暖改造，我们假设 90% 采取煤改气，按照每户取暖季 1500 方使用量估算，煤改气冬季带来的天然气增量约 41 亿方。预计 2017 年华北的煤改气(电)可能实际完成 400 万户，采取同样的假设，煤改气实际带来的天然气增量为 54 亿方，比原计划多了 13 亿方。国家能源局预计 2017 年中国全年天然气表观消费量为 2300 多亿方，相比去年增加 242 亿方，煤改气工程推进超预期的情况下，居民端煤改气超预期增量部分对国内全年天然气使用增加量贡献比例仅提升 5.37%，影响作用有限，居民煤改气超预期推进带来的天然气消费增量显然无法成为支撑部分地区 LNG 价格翻倍增长的理由。

2、天然气发电、燃料、化工用气需求快速增长，调峰能力不足致供需失调激化

本轮气荒综合了气源紧缺、天然气发电和工业燃料快速增长等多项原因：1) 供给方面，因中亚国家遭遇寒冷天气，管道气方面截流了约 3000 万立方米/日供气量。2) 需求方面，今年 1-10 月份，天然气消费量 1865 亿立方米，增长 18.7%，已超中石油此前对于今年天然气整体需求的预期。细分来看，根据中石油规划总院油气管道研究所报道，其依据前 10 月我国天然气消费状况预计，2017 年全年天然气发电用气需求增幅 24.5%、工业燃料用气需求的增幅为 18.4%、化工用气需求增幅 12.6%、而城市燃气预计增幅仅为 11.9%，受长三角等地煤电发电量的控制、工业端盈利复苏、“煤改气”工程推动提升等多种原因综合影响导致今年天然气消费量增长远超预期。3) 我国天然气基础建设不足，截止 2016 年末我国已建成储气库 18 座，有效工作气量仅为 55 亿立方米，消费量占比不到 3%，而部分北方城市燃气夏季冬季峰谷差高达 10 倍。调峰能力的不足激化了当前唯一具备天然气调剂能力的 LNG 的短期价格激增。

3、空气质量改善明显，而煤改气是其中性价比最高的推进方向

环保部公布的数据显示，2017 年 11 月“2+26”城市 PM_{2.5} 月均浓度范围为 46-91 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ ，平均为 68 $\mu\text{g}/\text{m}^3$ ，同比下降 37%，这是今年燃煤锅炉拆除、劣质煤管控、气代煤清洁供暖等散煤整治以及冬季停产限产等治霾组合拳调控的结果。如此显著的大气治理成果下，为保蓝天明年煤改气工作仍将继续。而随着火电行业超低排放改造进入后半程，散煤整治已经成为治霾的重点。目前我国散煤消费量约 7.5 亿吨，占煤炭消费总量的 20%，但其 SO₂、PM_{2.5}

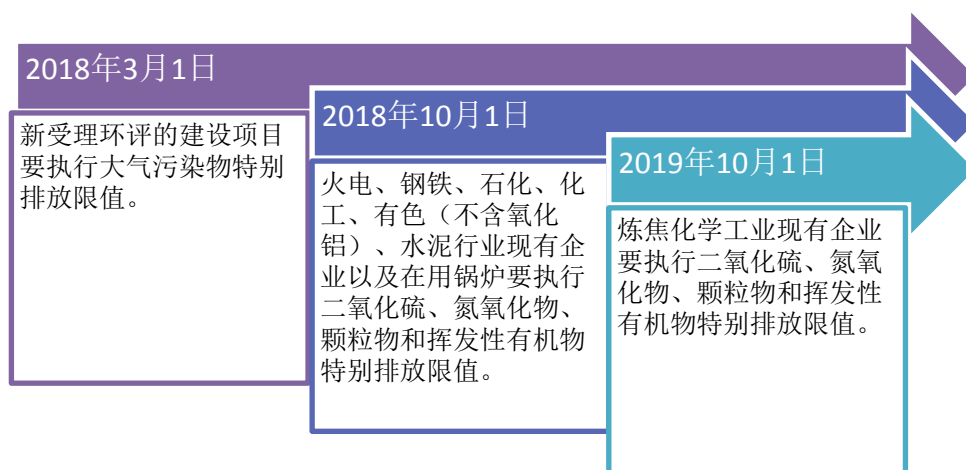
等排放系数已远超工业燃煤。民用燃煤更甚，其对黑碳和多环芳烃排放的贡献约为 40%，通道城市农村冬季取暖的散煤绝大多数没有采取除尘、脱硫、脱硝等环保措施，污染严重。随着工业燃煤减排边际效益的逐步递减，民用散煤治理仍是当前性价比最高的推进方向。而政策对于民用取暖的优先保障，也将力保调峰能力不足带来的供需关系季节波动下民用取暖天然气的稳定供给。

（四）环保行业：“2+26”执行特排，非电“超低排放”大势所趋

1、“2+26”城市执行大气污染物特别排放限值

环保部 2018 年 1 月 16 日印发《关于京津冀大气污染传输通道城市执行大气污染物特别排放限值的公告》，要求自 2018 年 3 月 1 日，京津冀大气污染传输通道城市行政区域内，国家排放标准中已规定大气污染物特别排放限值的行业以及锅炉的新建项目，开始执行特别排放限值。

图 7：“2+26”城市大气污染物特别排放限值执行的 3 个时间节点



资料来源：环保部，民生证券研究院整理

2、非电提标大势所趋，环保部启动非电行业大气排放标准修订

2017 年 9 月，环保部大气司司长刘炳江在中国煤电清洁发展与环境影响发布研讨会上表示，非电行业是目前大气污染治理的重点。相比煤电行业，非电行业对我国污染排放贡献越来越大，我国钢铁的产量占世界的 50%，水泥占 60%，平板玻璃占 50%，电解铝占 65%，且分布了 40 多万台量大面广的燃煤锅炉。非电行业的污染治理的基数、管理的能力与电力行业相比还有很大的差距。SO₂、NO_x、烟粉尘的排放量占全国 3/4 以上。

2017 年 6 月 15 日，环保部发布《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》等 20 项国家污染物排放标准修改单（征求意见稿）的公告。拟对钢铁、冶金、水泥、玻璃、陶瓷等行业的大气排放标准进行修订。

非电行业大气排放的提标改造将带来千亿以上的环保投资。以钢铁行业为例，目前全国现有烧结机约 900 台，烧结机面积 11.6 万平方米、提标投资额 50 万元/平方米测算，市场空

间近 600 亿，年运营费用 180 亿左右。

表 7:《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》排放限值、特别限制及拟修改值对比

生产工序或设施	污染物项目	限制	特别限制	修改值
烧结机球团焙烧设备	颗粒物	50	40	20
	二氧化硫	200	180	50
	氮氧化物 (以 NO ₂ 计)	300	300	100
	氟化物 (以 F 计)	4	4	-
	二噁英类 (ng-TEQ/m ³)	0.5	0.5	-
烧结机机尾 带式焙烧机机尾 其它生产设备	颗粒物	30	20	-

资料来源:《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》, 民生证券研究院

表 8: 环保部公告修改的行业污染物排放标准

序号	标准名称
1	钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准
2	炼铁工业大气污染物排放标准
3	炼钢工业大气污染物排放标准
4	轧钢工业大气污染物排放标准
5	铁矿采选工业污染物排放标准
6	铁合金工业污染物排放标准
7	水泥工业大气污染物排放标准
8	平板玻璃工业大气污染物排放标准
9	陶瓷工业污染物排放标准
10	砖瓦工业大气污染物排放标准
11	铝工业污染物排放标准
12	铅、锌工业污染物排放标准
13	铜、镍、钴工业污染物排放标准
14	镁、钛工业污染物排放标准
15	锡、锑、汞工业污染物排放标准
16	再生铜、铝、铅、锌工业污染物排放标准
17	火电厂大气污染物排放标准
18	锅炉大气污染物排放标准
19	炼焦化学工业污染物排放标准

资料来源: 环保部官网, 民生证券研究院

3、河北、河南、山东等省份率先启动非电“超低排放”

从 2013 年到 2017 年,河北对电力、钢铁、水泥、焦化等重点行业开展脱硫、脱硝、除尘等改造工程建设,在全国率先完成燃煤电厂超低排放改造,钢铁烧结机、球团二氧化硫浓度 2015 年起全部达到低于国家标准 20 微克/立方米标准。近日,从河北省环保厅了解到,河北 2018 年将开展工业企业全面达标排放行动,对钢铁、焦化等重点行业实施超低排放改造。

2017 年 12 月,河南省发布了一份关于“河南 2018 年大气污染防治攻坚战工作”的征求意见稿。意见稿要求,全省钢铁、水泥、焦化、炭素、电解铝、玻璃、陶瓷 7 大行业,在 2018 年 10 月底前完成“超低排放”改造。

表 9：河南省非电行业“超低排放”指标

序号	行业	河南省非电行业“超低排放”指标				备注
		颗粒物 (mg/Nm3)	二氧化硫 (mg/Nm3)	氮氧化物 (mg/Nm3)	基准氧含量	
1	钢铁行业	20	50.00	100	16%	烧结工序
2	水泥行业	10	50.00	100	10%	水泥窑废气
3	焦化行业	20	35.00	100	/	焦炉烟囱废气
4	炭素行业	10	35.00	50	/	煅烧、焙烧工序
5	电解铝行业	10	35.00	2（氟化物）	/	电解槽工序
6	玻璃行业	20	100.00	400	8%	玻璃熔窑
7	陶瓷行业	10	35.00	100	/	喷雾干燥塔和窑炉工序

资料来源：北极星环保网，民生证券研究院

表 10：山东新建锅炉大气污染物排放浓度极限

大气污染物控制区	污染物项目	适用条件	限值	监控位置
核心控制区	颗粒物	全部锅炉	5	烟囱排放口
	二氧化硫	全部锅炉	35	
	氮氧化物	全部锅炉	50	
	汞及其化学物	燃煤锅炉及其他燃料锅炉	0.05	
	烟气林格曼黑度（级）	全部锅炉	1	
重点控制区	颗粒物	全部锅炉	10	
	二氧化硫	全部锅炉	50	
	氮氧化物	全部锅炉	100	
	汞及其化学物	燃煤锅炉及其他燃料锅炉	0.05	
	烟气林格曼黑度（级）	全部锅炉	1	
一般控制区	颗粒物	燃煤锅炉及燃气锅炉	10	
		燃油锅炉及其他燃料锅炉	20	
	二氧化硫	燃煤锅炉及燃气锅炉	50	
		燃油锅炉及其他燃料锅炉	100	
	氮氧化物	济南、青岛、淄博、潍坊、日照五市所有燃煤锅炉；上述五市外其他设区市 2016 年 9 月 20 日起通过环评审批的燃煤锅炉项目	100	
		济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽七市该控制区内的燃气锅炉	150	
		上述情形外的其他锅炉	200	
	汞及其化学物	燃煤锅炉及其他燃料锅炉	0.05	
	烟气林格曼黑度（级）	全部锅炉	1	

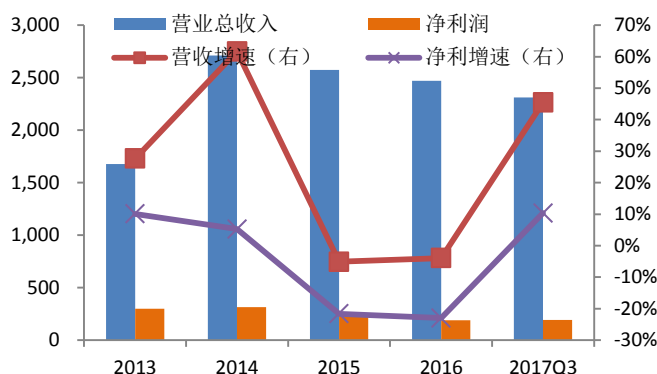
资料来源：山东省环保厅网站

三、公司分析：燃气现金流好增长稳定，环保有望迎拐点

（一）财务状况：营收、毛利有望企稳反弹，现金流状况持续良好

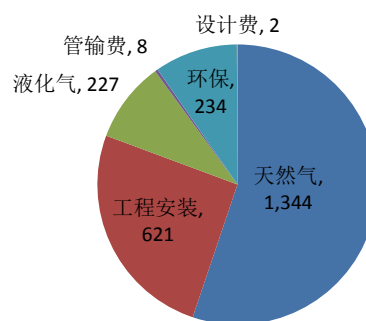
近几年公司受宏观经济影响，营收和净利均有不同程度下滑，但 2017 年以来受经济状况改善、环保政策推动等多方面因素影响，公司业绩出现较大的提升。从收入结构看，2016 年天然气占公司营收 55%，工程安装（接驳费）占公司营收 26%，城市燃气业务合计占公司营收超过 80%，是公司利润的主要来源。

图 8：营收和净利迎拐点（单位：百万元）



资料来源：公司年报，民生证券研究院

图 9：2016 年城市燃气业务占公司营收超 80%



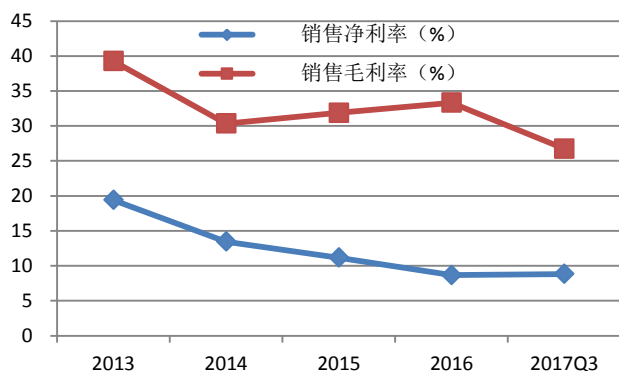
资料来源：公司年报，民生证券研究院

公司销售毛利率和净利率呈下滑态势，2016 年、2017Q3 公司毛利率、净利率分别为 33%、27%；8.7%、8.8%。2017 年前三季度，公司环保业务处于亏损状态，对公司毛利、净利有较大影响。

由于居民一般采取预付费的模式，工业客户多为定期按量付费，燃气公司一般均有良好的现金流。公司收现比长期稳定在 90% 以上，现金流状况较好。2017Q3 公司收现比（销售商品提供劳务收到的现金/营业收入）达到 112。

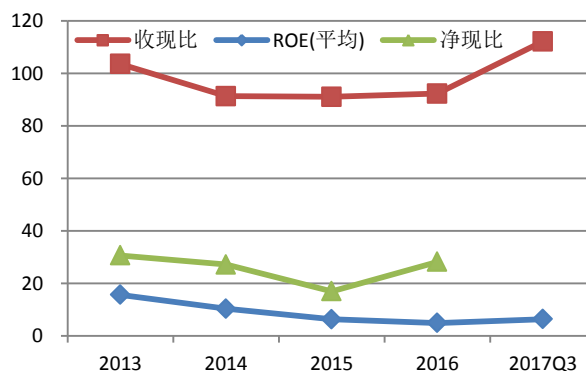
公司净资产收益率（ROE）近年维持在较低水平，2016 年只有 4.92%。从 2017Q3 来看，有望企稳回升，2017Q3 的净资产收益率为 4.8%，年化达到 6.4%，反弹迹象明显。

图 10：受宏观经济影响，近年毛利率、净利率有所下滑



资料来源：公司年报，民生证券研究院

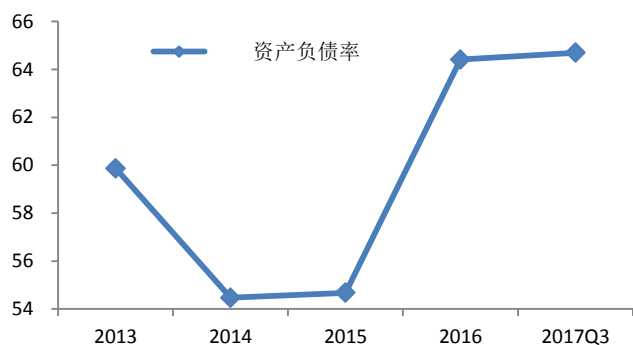
图 11：收现比稳中有升，ROE 企稳反弹（单位：%）



资料来源：WIND，民生证券研究院，注：2017Q3 的 ROE 为年化数据

公司资产负债率 2016 年从 55% 左右增长到 64% 左右, 对于重资产的燃气公司来说, 处在合理的范围内。

图 12: 公司资产负债率在 65% 左右 (%)



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院整理

(二) 燃气业务: 深耕京津冀进入收获期, 显著受益煤改气及冬奥

1、接驳费是公司主要利润来源, 天然气分销潜力大

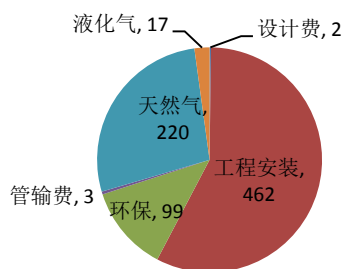
截至 2016 年底, 公司管线建设总里程达 6,934 公里, 已投产管线总里程达 6,569 公里; 公司在 28 个城市拥有特许经营权, 已经建成 CNG 站 21 座、LNG 加注站 11 座; 公司长输管线长度 884.16 公里, 设计供气能力为 31 亿立方米/年。

表 11: 公司历年天然气长输管道输配能力和输气量

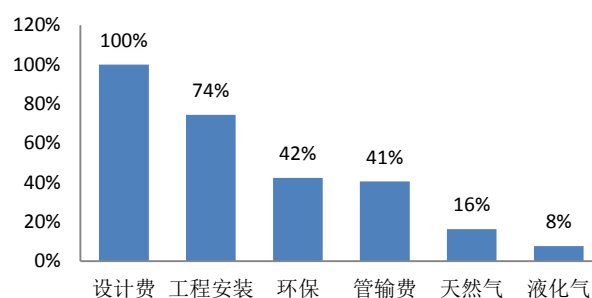
项目	2012	2013	2014	2015	2016
长输管线长度 (公里)	839.25	884.16	884.16	884.16	884.16
设计供气能力 (亿立方米/年)	31	31	31	31	31
输气量 (亿立方米)	5.13	5.63	6.63	5.65	4.75
代输量 (亿立方米)	1.79	1.79	2.93	2.28	0.83

数据来源: 公司公告, 民生证券研究院

从毛利情况来看, 工程安装毛利率超 70%, 是公司的主要利润来源。而占公司营收超过 50% 的天然气分销毛利率只有 16%。目前公司常数管线供气能力 31 亿立方米, 而 2016 年销气量仅 6.64 亿立方 (销气量大于输气量+代输量, 是因为公司还有一部门 LNG 的点供), 产能利用率仅 20%。未来随着产能利用率的提升, 公司天然气业务盈利能力有较大提升空间。

图 13：2016 年公司各业务毛利金额（单位：百万元）


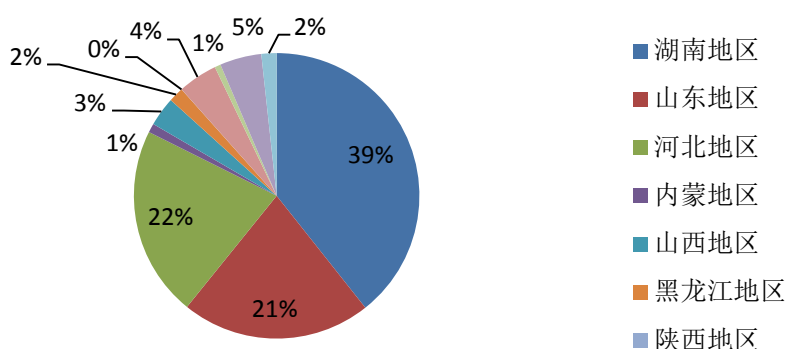
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：各业务毛利率：接驳费毛利高达 74%，天然气较低


资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、深耕京津冀区域，显著受益煤改气及北张冬奥会

从公司营业收入分布看，湖南作为公司燃气业务发源地，占比约 39%。而得益于公司多年的耕耘，河北、山东、北京、山西等京津冀区域合计占比超过 50%。公司山东、河北长输管线合计输气能力达 27 亿立方米，已远超湖南地区。

图 15：2016 年公司京津冀及周边区域收入占公司总收入超 50%


资料来源：民生证券研究院整理

从在建工程来看，公司也将资金聚焦在京津冀区域。目前公司在河北省主要分布在张家口、衡水和冀州等地区；在山东省主要分布在泰安市、聊城市、新泰市和宁阳县等地区都有燃气业务布局，未来这些区域也将显著受益于京津冀“煤改气”工程的推进。

表 12：公司河北、山东长输管网输气能力约 27 亿立方米

所属省份	名称	起止区间	输气量 (亿 m ³ /年)	长度 (千米)
山东	聊泰线	山东聊城-泰安	6.9	113
	新泰线	山东泰安天平镇-新泰	4	103
	莱芜线	山东莱芜口镇-九羊	3	9
河北	冀枣线	河北衡水武邑-冀州-枣强	2	40
	应张线	山西应县-河北张家口	9.4	286
	应张支线	赤城支线、怀安支线、尚义支线	7.9	374
	南沙线	河北南宫-沙河	1.5	132

资料来源：金鸿控股公司网站、公司公告

表 13：截止 2017H1 公司在建项目进度

	项目规模（亿元）	累计投资比例
衡常线长输管线	2.66	99%
寿光城市管网	0.75	43%
怀来城市管网	0.79	81%
万全城市管网	0.60	87%
应张天然气输气管道支线工程项目	17.80	9%
衡阳市城区管网	0.85	96%
华北结算中心办公楼	2.65	81%
张家口城区管网	3.11	97%
张家口宣化城区管网	5.09	75%
滨河路至京张奥物流产业园天然气中压管线	0.87	50%
宽城城市管网	0.69	53%
南宫-沙河天然气输气管道工程	4.40	37%
新泰市城区管网	4.30	91%
冀州门站-北漳淮乡天然气利用工程项目	1.00	58%
合计	45.57	--

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司拥有张家口市及宣化区的燃气特许经营权，管输能力 9 亿方的应张线终点即为张家口，为沿途地区提供燃气接驳。张家口即将在 2022 年举行冬奥会，区域清洁能源需求旺盛。

大股东国储能源的张家口 LNG 项目一、二期合计产能 34.4 万吨，该项目满负荷生产对天然气需求量超过 4 亿方。

张家口有 3000 个左右行政村，每村约 250 户左右，以接驳费 2500 元/户及 1200 立方米/户用气量估算，接驳费空间约 18 亿元，潜在用气量约为 9 亿立方米。

2017 年 7 月 20 日，公司发布公告，公司所属的控股三级子公司张家口市宣化金鸿燃气有限公司与大唐国际发电股份有限公司张家口发电厂签订了燃气热电联产项目战略合作协议，拟在大唐国际发电张家口厂内投资兴建燃气热电联产项目。协议商定大唐国际张家口电厂年最大用气量 20 亿标准立方米/年，气费按 1.95 元/立方米价格进行结算，合作协议期限为 20 年。公司 2016 年销气量为 6.64 亿立方米。

大唐国际发电股份有限公司张家口发电厂是国家“七五”“八五”“九五”重点工程，是京津唐电网西端骨干火力发电厂，也是华北地区第一大电厂。近年来，电厂对 8 台机组进行了超低排放改造，同时制定并全面启动了全厂机组供热改造规划，成功实现向张家口市经开区和宣化区供热，供热面积达 1100 余万平方米。

(二) 环保业务：受益非电提标启动，正实同创有望大幅扭亏

公司环保业务主要依托收购的全资子公司北京正实同创环境工程科技有限公司开展燃煤锅炉、工业领域的脱硫脱硝除尘改造服务，其业务区域遍及全国 20 个省市，涉及电力、石化、钢铁、玻璃、水泥、冶炼等多个行业，目前已完成脱硫脱硝、烟气净化等相关工程 100 多项。

根据 2017 半年报、三季报情况，我们判断正实同创 2017 年全年亏损约在 2000 万元左右，是公司 2017 年业绩增速不达预期的主要原因。非电领域提标改造大势所趋，正是正实同创强项所在，我们判断，正实同创 2018 年业绩将大幅扭亏，预计贡献净利在 5000 万以上。

表 14：公司环保业务布局

投资标的	主营业务	持股比例
北京正实同创环境工程科技有限公司	烟气治理	100%
河北环科力创环境工程有限公司	环保工程施工及技术咨询、环保设备销售	60%
江苏中科睿赛污染控制工程有限公司	环保工程施工及技术服务；大气、污水分析检测；新材料技术研发服务及环保设备销售	20

资料来源：公司公告

正实同创技术研发实力雄厚。公司与中国科学院过程工程研究所等国内知名科研院所建立深度合作关系，先后承担了“十一五”国家 863 重点项目课题“烧结烟气半干法脱硫成套化技术与设备”，“十二五”863 重点项目课题“工业锅炉脱硫脱硝脱汞关键技术与示范”，“十二五”863 重点项目课题“钢铁烧结烟气多污染物协同控制技术与示范”等资环领域的国家级重大项目，具备坚实的技术研发实力。近年来正实同创与中科院过程所联合申请了 14 项国家专利，相关脱硫脱硝技术在 2017 年年初还获得美国专利授权。

表 15：正实同创自有核心技术工艺

技术分类	技术名称	工艺特点
脱硫技术	石灰石-石膏湿法烟气脱硫技术	效率高、成本低、工艺简单，运行可靠、适应性强
	氨-硫酸法烟气脱硫技术	效率高、成本低、副产品具有经济价值
	内外双循环流化床半干法烟气净化技术（IOCFB）	模块化设计，操作灵活；布袋使用寿命长；适应性增强
	电石渣/白泥等碱性废渣湿法烟气脱硫技术	以废治废，成本低，运行费用省；脱硫效率高，适应性强
脱硝技术	SCR 烟气脱硝技术	脱硝效率较高；三种选择方案，满足业主的不同需求
	SNCR 烟气脱硝技术	建设周期短，投资成本低，无需催化剂，运行费用低；自动化程度高，控制方式灵活
除尘技术	电袋复合除尘技术	清灰周期长、节能、运行稳定

资料来源：正实同创官网，民生证券研究院整理

表 16：正实同创近年项目统计

行业	正实同创承担项目	规模
电力	石家庄东方热电锅炉脱硫项目	1×130t/h+1×75t/h
	隆尧华瑞热电公司锅炉脱硫工程	3×130t/h
	河北峰峰集团薛村热电 2×130t/h 锅炉脱硫工程	2×130t/h
	唐山开滦热电脱硫工程	4×130t/h
	济宁东郊热电脱硫工程	1×75t/h
	唐山缸窑热电公司锅炉脱硫工程	2×75t/h
	辽河油田热电公司烟气脱硫项目	2×75t/h
	青岛热电公司锅炉烟气 SNCR 脱硝工程	1×75t/h
	重庆石柱发电公司机组烟气脱硫工程	2×350mw
	新疆天富热电股份有限公司锅炉烟气脱硝工程	2×75t/h
	内蒙古热力公司锅炉石膏法脱硫+SNCR 脱硝工程	2×75t/h
	内蒙古鑫旺再生资源有限公司锅炉烟气脱硫工程	2×240t/h
	敬业钢铁烧结机烟气脱硫项目	2×128m ²
钢铁	成日钢铁烧结机烟气脱硫工程	132m ²
水泥	唐山启新水泥电站锅炉脱硫工程	2×75t/h
化工	贵州水晶化工自备电站锅炉脱硫工程	1×90t/h+1×130t/h
	湖南湘维化工自备电站锅炉脱硫工程	3×90t/h
	陕西金泰氯碱化工自备电站锅炉脱硫工程	3×130t/h
造纸	中冶美利纸业股份有限公司烟气脱硫项目	5×75t/h
	宁夏紫荆花纸业集团有限公司锅炉烟气脱硝工程	75t/h+45t/h
	山东晨鸣纸业股份有限公司锅炉脱硫工程	4×220t/h
	山东晨鸣纸业股份有限公司锅炉烟气脱硫工程	4×670t/h

资料来源：正实同创官网，民生证券研究院整理

四、盈利预测及估值

(一) 盈利预测：燃气业务稳定向好，环保扭亏为盈

公司燃气业务未来的主要增长点：京津冀煤改气、自然增长、并购、张家口冬奥会，谨慎起见，给予公司燃气业务 10~20% 的增长。

环保业务受益非电启动，2018 年大幅扭亏概率较大，预计回到 2016 年的盈利水平。

预计公司 2017~2019 年营收分别为 26 亿、33 亿、39 亿元，EPS 分别为 0.49、0.70、0.84 元，对应 2018 年 3 月 5 日收盘价 PE 分别为 24 倍、17 倍、14 倍。

表 17：金鸿控股主营业务核心假设及盈利预测（单位：百万元）

	报告期	2016	2017E	2018E	2019E
天然气	收入	1,343.77	1585.65	1902.78	2283.33
	成本	1,123.66	1370.95	1617.36	1918.00
	毛利	220.10	214.70	285.42	365.33
	毛利率(%)	16.38	13.54%	15.00%	16.00%
工程安装	收入	620.65	744.78	856.50	942.15
	成本	158.81	193.64	222.69	244.96
	毛利	461.84	551.14	633.81	697.19
	毛利率(%)	74.41	74.00%	74.00%	74.00%
高新环保工程	收入	233.74	24.00	200.00	240.00
	成本	134.67	13.83	115.24	138.29
	毛利	99.07	10.17	84.76	101.71
	毛利率(%)	42.38	42.38%	42.38%	42.38%
液化气	收入	227.31	240.95	255.41	270.73
	成本	209.93	224.08	234.97	246.36
	毛利	17.38	16.87	20.43	24.37
	毛利率(%)	7.65	7.00%	8.00%	9.00%
管输费	收入	8.12	40.00	84.00	117.60
	成本	4.82	23.76	49.90	69.85
	毛利	3.30	16.24	34.10	47.75
	毛利率(%)	40.60	40.60%	40.60%	40.60%
设计费	收入	1.63	1.63	1.96	2.35
	成本	0.00	0.41	0.49	0.59
	毛利	1.63	1.22	1.47	1.76
	毛利率(%)	99.99	75%	75%	75%
总收入		2,435.22	2,637.41	3,301.13	3,856.74
总成本		1,633.52	1,827.90	2,242.12	2,619.81
总毛利		801.70	809.52	1,059.01	1,236.93
综合毛利率		32.92%	30.69%	32.08%	32.07%
期间费用率		19.79%	16.62%	15.86%	15.31%
所得税率		25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
净利润		239.79	278.45	401.66	484.91
少数股东损益		23.5	46.33	65.43	78.10
归母净利		216.29	232.12	336.22	406.80

资料来源：WIND、民生证券研究院

本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

证券研究报告

21

(二) 估值分析：估值处历史低位，显著低于可比估值

公司上市以来，估值水平波动较大。2014 年以来历史平均（TTM 法）估值水平在 35 倍左右。目前股价对应 2018 年业绩的估值水平约为 17 倍，显著低于其历史平均估值。

从 A 股同类型公司来看，公司估值水平显著低于可比公司平均水平，相比绩优公司深圳燃气等处合理水平。

图 26：公司历史 TTM 估值水平：目前估值水平显著低于历史平均估值



资料来源：WIND、民生证券研究院

表 18：金鸿控股和可比公司估值比较：估值水平显著低于可比公司平均估值

排名	代码	证券简称	总市值	流通市值	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)	企业价值	企业价值/收入 (倍)	企业价值/EBITDA(倍)
					TTM	17E	18E				
11	000669.SZ	金鸿控股	57	57	27	24	17	1	111	4	14
		中位值	126	123	30	54	24	2	191	3	19
1	600903.SH	贵州燃气	240	240	161	146	124	11	262	10	63
2	601139.SH	深圳燃气	165	165	19	--	16	2	217	2	13
3	600856.SH	中天能源	156	156	30	24	16	3	211	3	20
4	002911.SZ	佛燃股份	147	147	42	--	35	9	158	4	20
5	600917.SH	重庆燃气	129	129	35	--	33	3	132	2	19
6	600635.SH	大众公用	126	112	29	--	--	2	191	4	30
7	600681.SH	百川能源	123	123	19	15	13	5	128	6	15
8	002267.SZ	陕天然气	82	82	20	--	18	1	112	1	8
9	600617.SH	国新能源	76	71	1070	86	38	2	210	2	20

资料来源：wind，民生证券研究院

五、风险提示

- 1、天然气消费需求不及预期；
- 2、非电领域大气排放提标改造进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,471	2,637	3,301	3,857
营业成本	1,648	1,828	2,242	2,620
营业税金及附加	18	23	28	33
销售费用	52	56	68	80
管理费用	209	185	243	286
EBIT	544	546	721	838
财务费用	210	175	185	192
资产减值损失	33	0	0	0
投资收益	5	5	5	5
营业利润	307	376	541	652
营业外收支	25	0	0	0
利润总额	332	376	541	652
所得税	118	94	135	163
净利润	214	282	405	489
归属于母公司净利润	191	236	340	411
EBITDA	842	889	1,119	1,292

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1261	737	416	190
应收账款及票据	650	465	612	722
预付款项	193	155	203	244
存货	55	28	37	45
其他流动资产	70	70	70	70
流动资产合计	2350	1575	1493	1453
长期股权投资	706	706	706	706
固定资产	5402	6309	7256	8228
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	9811	10674	11508	12310
资产合计	12162	12249	13000	13763
短期借款	1983	1983	1983	1983
应付账款及票据	824	718	919	1080
其他流动负债	1222	1222	1222	1222
流动负债合计	4902	4707	5053	5327
长期借款	1156	1156	1156	1156
其他长期负债	1775	1775	1775	1775
非流动负债合计	2931	2931	2931	2931
负债合计	7833	7638	7984	8258
股本	486	486	486	486
少数股东权益	393	439	505	583
股东权益合计	4329	4611	5016	5505
负债和股东权益合计	12162	12249	13000	13763

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-4.0%	6.7%	25.2%	16.8%
EBIT 增长率	-8.0%	0.3%	32.0%	16.3%
净利润增长率	-23.0%	23.8%	44.1%	20.8%
盈利能力				
毛利率	33.3%	30.7%	32.1%	32.1%
净利率	7.7%	8.9%	10.3%	10.6%
总资产收益率 ROA	1.6%	1.9%	2.6%	3.0%
净资产收益率 ROE	4.8%	5.7%	7.5%	8.3%
偿债能力				
流动比率	0.5	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.3
现金比率	0.3	0.2	0.1	0.0
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	63.2	51.3	54.0	54.6
存货周转天数	8.0	5.7	6.1	6.3
总资产周转率	0.2	0.2	0.3	0.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.4	0.5	0.7	0.8
每股净资产	8.1	8.6	9.3	10.1
每股经营现金流	1.4	1.8	2.3	2.5
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	30.0	24.2	16.8	13.9
PB	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.3	11.3	9.3	8.2
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	214	282	405	489
折旧和摊销	330	343	398	454
营运资金变动	(47)	67	107	89
经营活动现金流	697	886	1,105	1,226
资本开支	1,114	1,205	1,232	1,256
投资	(433)	0	0	0
投资活动现金流	(1,582)	(1,200)	(1,226)	(1,251)
股权募资	8	0	0	0
债务募资	943	0	0	0
筹资活动现金流	1,589	(210)	(200)	(200)
现金净流量	705	(524)	(321)	(225)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 公司发展历程	3
图 2: 公司业务布局覆盖 40 多个市县	4
图 3: 公司股权结构及控制关系示意图	4
图 4: 天然气产业链关系图	6
图 5: 2006~2016 年天然气和原煤能源消费占比	6
图 6: 2006~2016 年全国及京津冀地区天然气消费状况	6
图 7: “2+26”城市大气污染物特别排放限值执行的 3 个时间节点	12
图 8: 营收和净利迎拐点 (单位: 百万元)	15
图 9: 2016 年城市燃气业务占公司营收超 80%	15
图 10: 受宏观经济影响, 近年毛利率、净利率有所下滑	15
图 11: 收现比稳中有升, ROE 企稳反弹 (单位: %)	15
图 12: 公司资产负债率在 65% 左右 (%)	16
图 13: 2016 年公司各业务毛利金额 (单位: 百万元)	17
图 14: 各业务毛利率: 接驳费毛利高达 74%, 天然气较低	17
图 15: 2016 年公司京津冀及周边区域收入占公司总收入超 50%	17
图 26: 公司历史 TTM 估值水平: 目前估值水平显著低于历史平均估值	22

表格目录

表 1: 公司长输管线年输气能力合计达到 35 亿方	3
表 2: 中国国储能源化工重点项目统计	5
表 3: “十三五”天然气行业发展主要指标	7
表 4: 煤改气细分市场空间估算	7
表 5: 京津冀区域“煤改气”政策梳理	8
表 6: “2+26”个城市清洁供暖补贴方案	10
表 7: 《钢铁烧结、球团工业大气污染物排放标准》排放限值、特别限制及拟修改值对比	13
表 8: 环保部公告修改的行业污染物排放标准	13
表 9: 河南省非电行业“超低排放”指标	14
表 10: 山东新建锅炉大气污染物排放浓度极限	14
表 11: 公司历年天然气长输管道输配能力和输气量	16
表 12: 公司河北、山东长输管网输气能力约 27 亿立方米	17
表 13: 截止 2017H1 公司在建项目进度	18
表 14: 公司环保业务布局	19
表 15: 正实同创自有核心技术工艺	19
表 16: 正实同创近年项目统计	20
表 17: 金鸿控股主营业务核心假设及盈利预测 (单位: 百万元)	21
表 18: 金鸿控股和可比公司估值比较: 估值水平显著低于可比公司平均估值	22
公司财务报表数据预测汇总	23

分析师简介

陶贻功：毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20% 以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5% 以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5% 之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标