

重庆燃气 (600917.SZ) 买入 (首次评级)

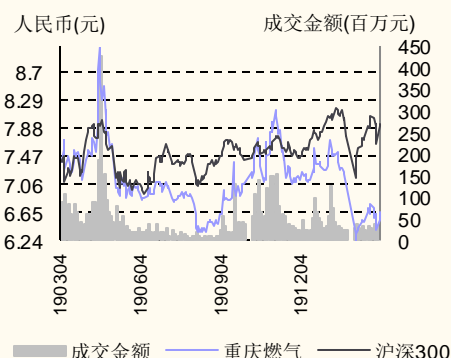
公司研究

市场价格 (人民币): 6.65 元

售气毛利回升, 新业务增长点显著

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	15.56
已上市流通 A 股(亿股)	15.56
总市值(亿元)	103.47
年内股价最高最低(元)	6.77/6.24
沪深 300 指数	4091
上证指数	2993



公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,714	6,372	7,058	6,850	7,861
营业收入增长率	4.10%	11.51%	10.77%	-2.94%	14.77%
归母净利润(百万元)	363	348	406	387	504
归母净利润增长率	-2.10%	-4.34%	16.69%	-4.58%	30.08%
摊薄每股收益(元)	0.234	0.223	0.261	0.249	0.324
每股经营性现金流净额	0.22	0.33	0.55	0.33	0.61
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.60%	8.84%	10.21%	9.26%	11.34%
P/E	47.70	31.87	27.85	29.18	22.43
P/B	4.58	2.82	2.84	2.70	2.54

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **重庆城燃龙头企业, 售气毛利触底回升:** 重庆燃气是重庆市最大的燃气供应公司, 燃气用户占比全市总用户达 60%, 用户市场份额处于绝对领先地位。2017、2018 年, 受上游气源供暖季大幅涨价, 下游顺价不彻底等因素影响, 公司售气毛利大幅下行。2019 年开始, 上下游顺价机制逐步畅理, 初装费取消, 管输费用单独核算, 重庆地区门站—终端价差远低于其它直辖市, 公司有望借助终端售价市场化进而大幅提升售气业务毛利率。
- **重庆市天然气消费增长潜力大, 重庆燃气市场份额有望进一步提升:** 受益于环保政策推行、经济稳步增长, 重庆市天然气使用量逐年增长。2018 年重庆市天然气在一次能源消费中占比达 17.76%, 高于全国平均水平 10 个 pct。目前重庆燃气业务经营范围覆盖重庆市 38 个区县中的 25 个, 随着公司在省内支线管道的进一步布局, 输配环节话语权不断提升。未来重庆燃气有望借助上游购气较强议价权、中游输配管道优势, 将业务进一步拓展至秀山、城口、巫溪等县, 市场份额进一步提升。
- **未来业务增长点显著, 财务费用控制良好:** 公司未来业绩增长点显著, 目前公司已经携手二股东华润燃气大举进入分布式能源项目, 并获得丰厚投资回报。公司拟与中石油、中石化合作成立渝西天然气管道公司, 在支线管道输配市场进一步拓展。除此之外, 公司智能电表业务方面已经获得多项技术专利, 该行业目前正快速增长。多年来公司长期借款主要为重庆市政府转贷日元借款, 利率仅为 0.75%, 财务费用持续为负。

投资建议

- 我们认为重庆燃气的业绩增长具有可持续性, 看好新兴分布式能源、管道输配、智能电表业务。预测公司 2019、2020、2021 年归母净利润 4.06、3.87 和 5.04 亿元, 2020 年业绩下滑原因主要系受到疫情影响, 公司售气量和毛利率预计有所下滑; EPS 分别为 0.26、0.25 和 0.32 元, 对应 PE 分别为 28、29 和 22 倍。我们使用 DDM 模型估值, 给予公司未来 6-12 个月 7.99 元目标价位, 相当于 2020 年 32 倍 PE 估值, 给予“买入”评级。

风险提示

- 新冠疫情超预期风险、售气毛利率回升程度不及预期风险、新业务拓展及盈利状况不及预期风险。

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

dukz@gjzq.com.cn

内容目录

一、重庆城燃龙头企业，售气毛利触底回升	4
1.1 重庆城燃龙头，一体化服务布局完善	4
1.2 营业收入稳步增长，2019 年归母净利大幅提升	5
1.3 天然气供需逐步宽松，管网改革促售气毛利提升	7
二、重庆天然气消费增长潜力大，重庆燃气市场份额有望进一步提升	11
2.1 行业持续景气，消费量不断增长	11
2.2 重庆燃气区域优势显著，市场份额仍有上升空间	13
三、未来业务增长点显著，财务费用控制良好	15
3.1 整合多元化经营优势，未来增长点逐渐凸显	15
3.2 大量筹措低息日元贷款，财务费用持续为负	18
四、盈利预测与投资建议	19
4.1 盈利预测	19
4.2 投资建议及估值	20
五、风险提示	20

图表目录

图表 1：重庆燃气前四大股东	4
图表 2：2018 年各业务营收及占比（亿元）	4
图表 3：售气量持续增长	5
图表 4：新增接驳户数较为稳定	5
图表 5：累计燃气用户已经达到 512 万户	5
图表 6：营收稳步增长	6
图表 7：2019 年归母净利大幅回升	6
图表 8：分业务营业收入（亿元）	6
图表 9：分业务营业收入占比（%）	6
图表 10：分业务毛利（亿元）	7
图表 11：分业务毛利率（%）	7
图表 12：17、18 年供暖季 LNG 价格大幅上涨	7
图表 13：2016-2018 年燃气公司售气毛利普遍下滑（%）	8
图表 14：2019 年天然气对外依赖度预计下降	8
图表 15：2019 年天然气产量增速开始超过消费增速	8
图表 16：天然气行业改革“管住两头，放开中间”	9
图表 17：天然气行业非居、居民用气价格改革前严重倒挂	9
图表 18：《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》重点内容	10
图表 19：重庆市天然气售气毛利明显小于其它直辖市	10
图表 20：2018 年中国能源消费结构（万吨标煤）	11
图表 21：重庆市天然气规划数据	11

图表 22: 重庆市城镇率稳步攀升.....	12
图表 23: 2018 年多省城镇率 (%)	12
图表 24: 全国天然气消费量不断增长.....	12
图表 25: 重庆市天然气消费量不断增长.....	12
图表 26: 2018 年重庆燃气售气量位居 A 股城燃企业第二 (亿立方米)	13
图表 27: 2018 年重庆市天然气供给结构	13
图表 28: 重庆市天然气消费量不断增长.....	13
图表 29: 2016 年全国各省市天然气储量排名.....	14
图表 30: 城口、巫溪等县仍未开通管道燃气.....	15
图表 31: 分布式能源投运项目数	15
图表 32: 积极布局 LNG 市场.....	16
图表 33: 输差率逐步下降 (%)	16
图表 34: 全国智能电表渗透率逐步提升	17
图表 35: 全国智能电表市场规模快速增长	17
图表 36: 渝西天然气管道公司概况.....	17
图表 37: 人民币兑日元汇率.....	18
图表 38: 公司财务费用持续为负 (亿元)	18
图表 39: 财务费用低于同业水平	18
图表 40: 重庆燃气毛利拆分	19
图表 41: 重庆燃气 DDM 估值.....	20

一、重庆城燃龙头企业，售气毛利触底回升

1.1 重庆城燃龙头，一体化服务布局完善

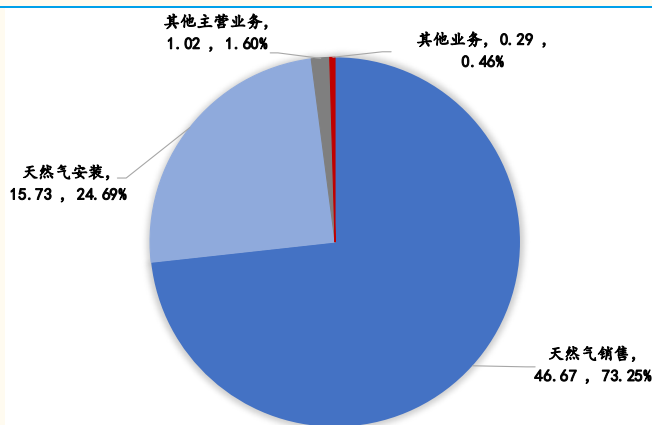
- **重庆市最大的城燃企业，大股东为重庆市能源投资集团。**重庆燃气是重庆市最大的城镇燃气经营企业，集燃气供应、输储配、销售、管网服务等业务为一体，供气区域覆盖该市 38 个行政区县中的 25 个区县及湖南省保靖县。截至 2019 年三季度末，重庆燃气第一大股东为重庆市能源投资集团，持股比例为 41.48%。
- **主营业务为天然气销售，2018 年营收占比达 73.25%。**重庆燃气主营业务为天然气销售、安装业务。2018 年公司天然气销售营收 46.67 亿元，占比 73.25%，处于较高水平；天然气安装业务属于工程业务，2018 年营业收入 15.73 亿元，占比为 24.69%，相对较小。较高的售气业务营收占比，保证了营收的可持续性增长。

图表 1：重庆燃气前四大股东

股东名称	持股数量(万股)	占总股本比例(%)
重庆市能源投资集团有限公司	64,542	41.48
华润燃气(中国)投资有限公司	35,000	22.49
重庆渝康资产经营管理有限公司	23,340	15.00
重庆市城市建设投资(集团)有限公司	15,560	10.00
合 计	138,442	88.97

来源：公司公告，国金证券研究所

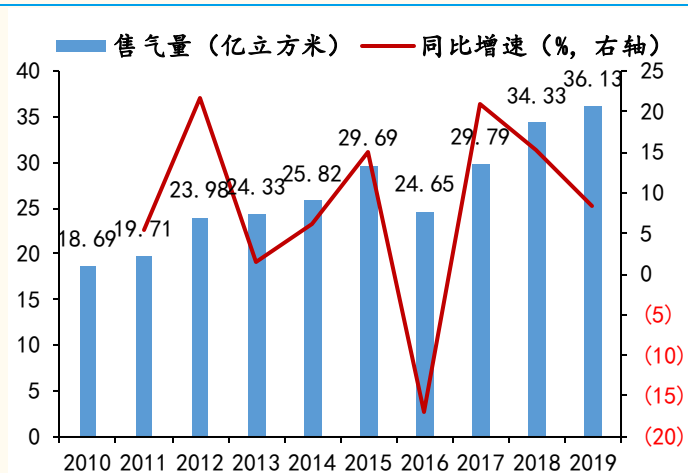
图表 2：2018 年各业务营收及占比（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

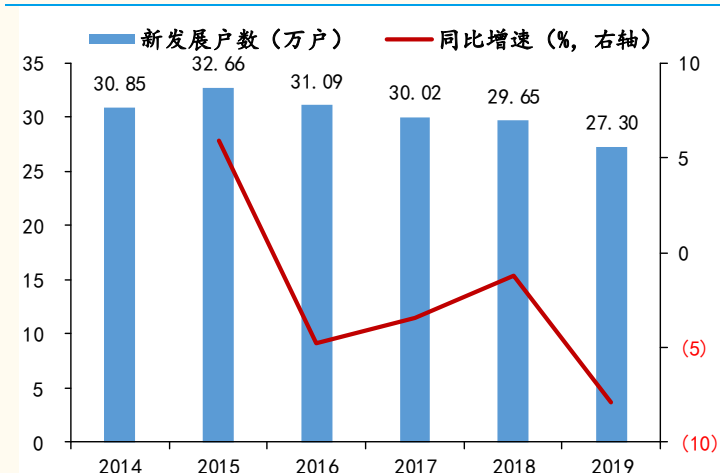
- **新增接驳户数较为稳定，年售气量持续增长。**近 6 年来公司年均新增接驳户数在 30 万户左右，2019 年公司新增接驳户数为 27.3 万户，较 2018 年接驳户数略有所下降。随着燃气用户数的不断增加，公司售气量不断增长，由 2010 年的 18.69 亿方增长至 2019 年的 36.13 亿方，CAGR 为 7.60%，增速较快。
- **区域优势凸显，燃气用户市场占比接近 60%。**重庆燃气深耕重庆市燃气市场多年，天然气用户数不断增长。2019 年公司燃气用户总数达到 512 万户，占全市燃气用户总数比例接近 60%。2019 年公司供气量达 36.13 亿方，占重庆市天然气消费总量约 35%。公司燃气客户覆盖绝大多数居民和一般工商业用户，大工业用户主要由中石油、中石化采用直供方式进行燃气供给。较高的市场份额占比，保障了公司较强的市场竞争力。

图表 3：售气量持续增长



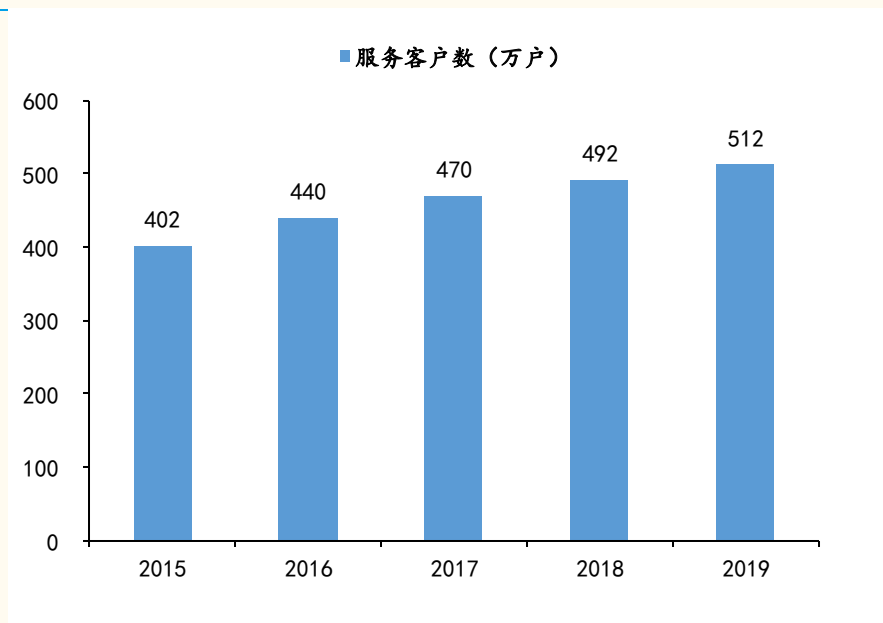
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：新增接驳户数较为稳定



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 5：累计燃气用户已经达到 512 万户

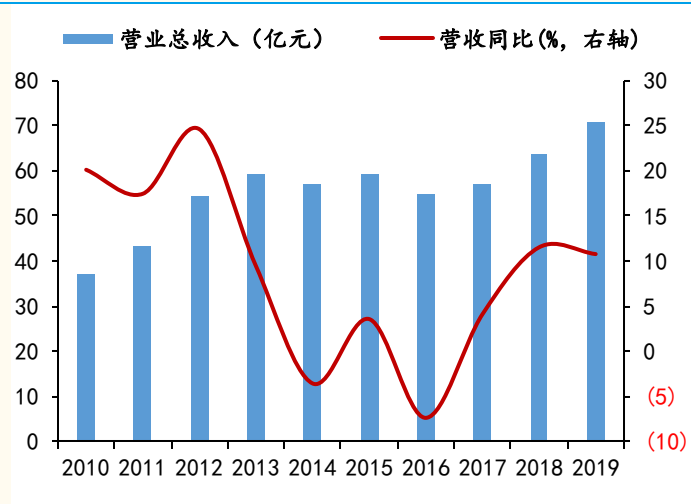


来源：公司年报，国金证券研究所

1.2 营业收入稳步增长，2019 年归母净利大幅提升

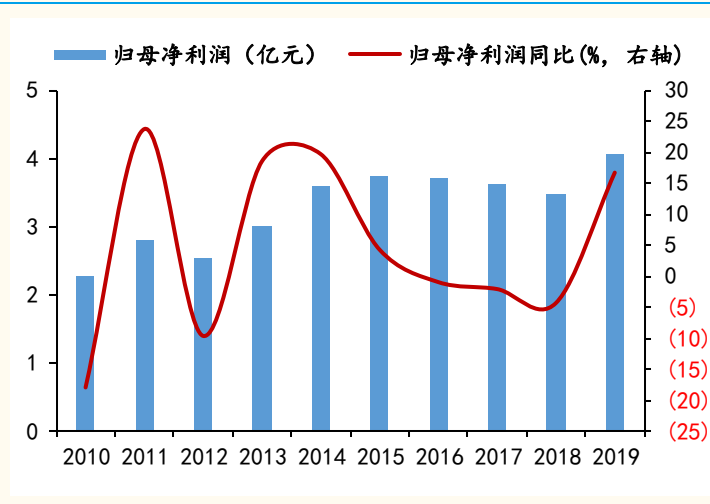
- **营业收入稳步增长，2016 年天然气价格下调致当年营收下降。**随着售气量的不断提升，公司营收在过去十年中稳步增长，由 2010 年的 37.07 亿元增长至 2019 年的 70.57 亿元，CAGR 为 7.42%。2016 年公司营收有所下降，主要原因系 2015 年 11 月国家发改委下调非居民气门站价格 0.7 元/立方米，公司跟随下调非居售气价格。
- **2019 归母净利达 4.06 亿元，同比增长 16.69%。**公司归母净利持续增长，期间 2017、2018 年公司归母净利有所下降，主要原因系当年煤改气政策带来天然气消费量爆发式增长，国内气荒出现拉高上游气源价格，公司售气业务毛利率大幅下降，继而出现营收增长但归母净利下滑的现象。2019 年公司实现归母净利 4.06 亿元，同比增长 16.69%，主要原因预计为气荒现象不再，售气毛利率有所回升。

图表 6：营收稳步增长



来源：公司公告，国金证券研究所

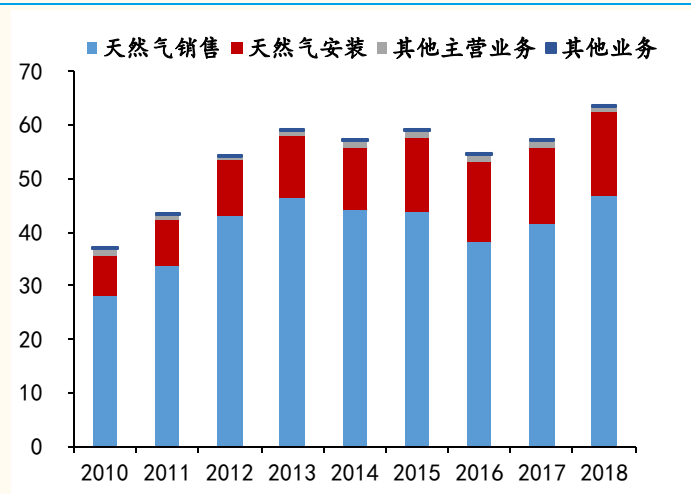
图表 7：2019 年归母净利润大幅回升



来源：公司公告，国金证券研究所

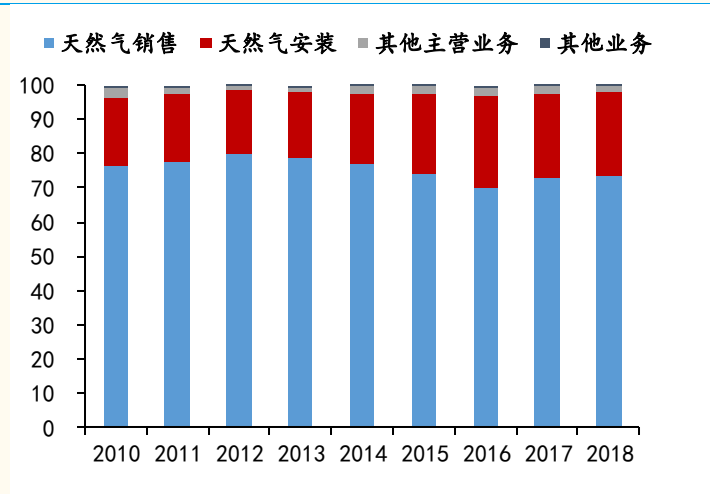
- **分业务营收结构稳定，售气营收占比约 75%。**分业务营收来看，公司天然气安装业务营收稳步增长，由 2010 年的 7.4 亿元增长至 2018 年的 15.73 亿元。售气营收在 2016 年有所下滑，主要原因系售价下调，之后持续回升至 2018 年的 46.67 亿元。营收占比来看，2018 年售气营收占比 73.25%，占比持续提升；安装业务占比 24.69%，占比有所下降。

图表 8：分业务营业收入（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

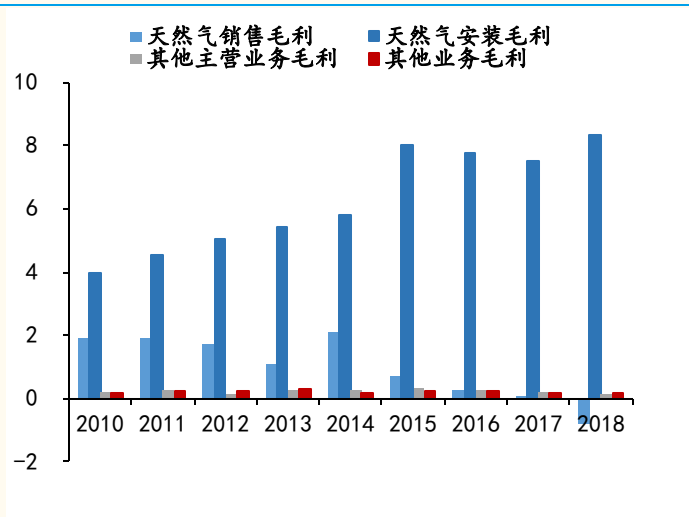
图表 9：分业务营业收入占比 (%)



来源：公司公告，国金证券研究所

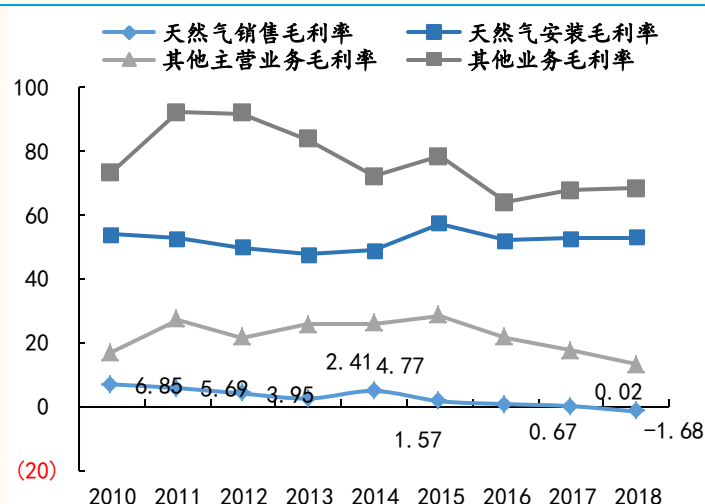
- **安装业务毛利占比较大，2018 年售气毛利率下滑至-1.68%。**分业务毛利结构来看，安装业务毛利逐步提升，售气业务毛利不断下降。主要原因系政府对燃气销售业务采取准许成本+合理收益制度，城燃公司出于利益动机将大部分管道、折旧成本归于燃气销售业务，售气毛利率长期偏低。2017、2018 年巨量的煤改气用户需求导致采暖季上游购气成本上涨，但天然气下游顺价机制不畅，公司售气业务毛利率大幅下滑，2018 年售气业务毛利率跌至-1.68%。

图表 10：分业务毛利（亿元）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11：分业务毛利率（%）

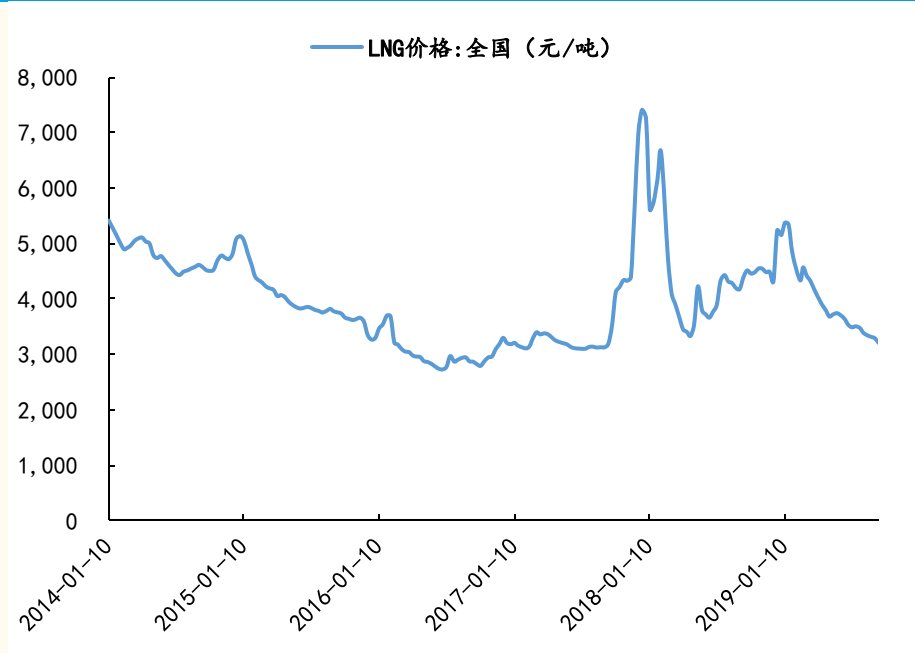


来源：公司公告，国金证券研究所

1.3 天然气供需逐步宽松，管网改革促售气毛利提升

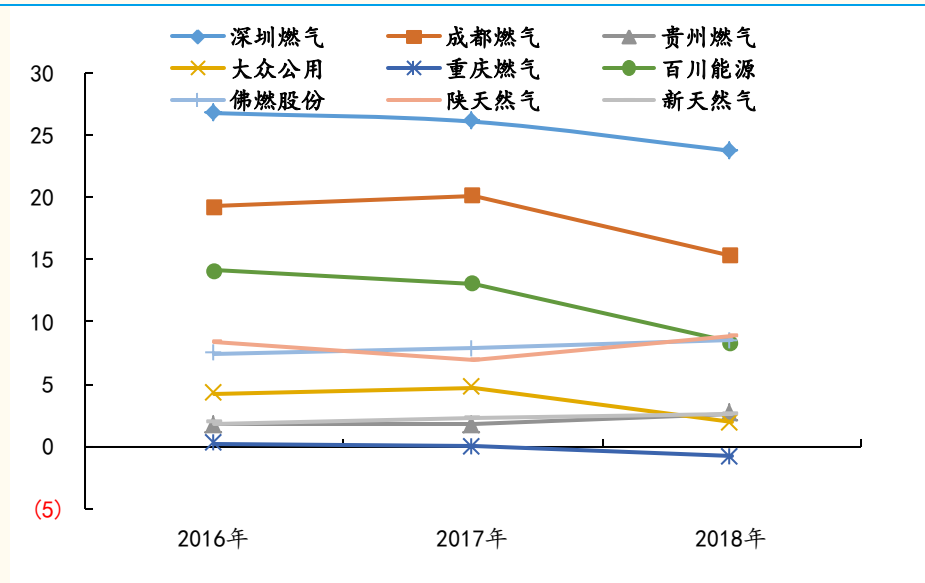
- **煤改气拉动燃气消费快速增长，LNG 上游价格不断上涨。**2017、2018 年实施的“煤改气”工程，北方大量烧煤供暖的居民改成烧天然气进行冬季采暖，继而拉动 2017、2018 年全国天然气消费量增速 14.8%、17.7%，创下 6 年来的新高。在需求的拉动下，2017、2018 年供暖季国内 LNG 价格均出现大幅上涨，2017 年供暖旺季涨价幅度超过 100%。
- **上下游顺价机制不畅，城燃行业售气毛利率普遍下滑。**长期以来我国居民用气终端销售价格受到严格管控，当上游气源价格上涨时，下游价格往往无法及时、足额跟随调整。2017、2018 年天然气上游价格大幅上涨的背景下，城燃公司往往会亏损保障居民燃气供应，致使其售气业务毛利率普遍下滑。

图表 12：17、18 年供暖季 LNG 价格大幅上涨



来源：公司年报，国金证券研究所

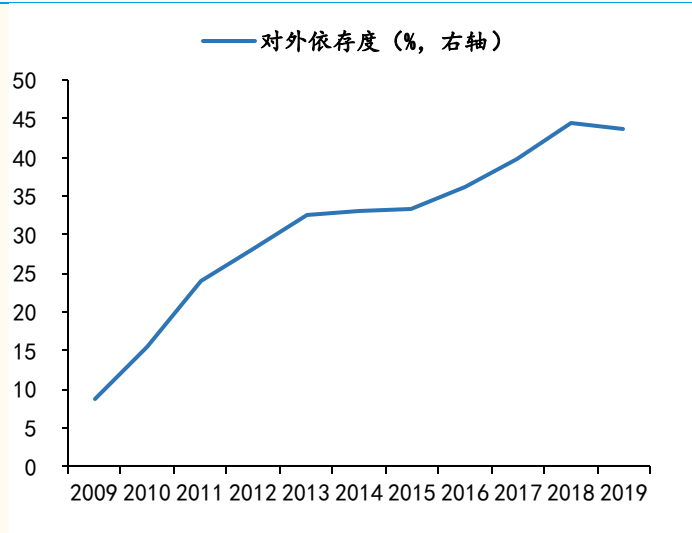
图表 13：2016-2018 年燃气公司售气毛利普遍下滑 (%)



来源：公司年报，国金证券研究所

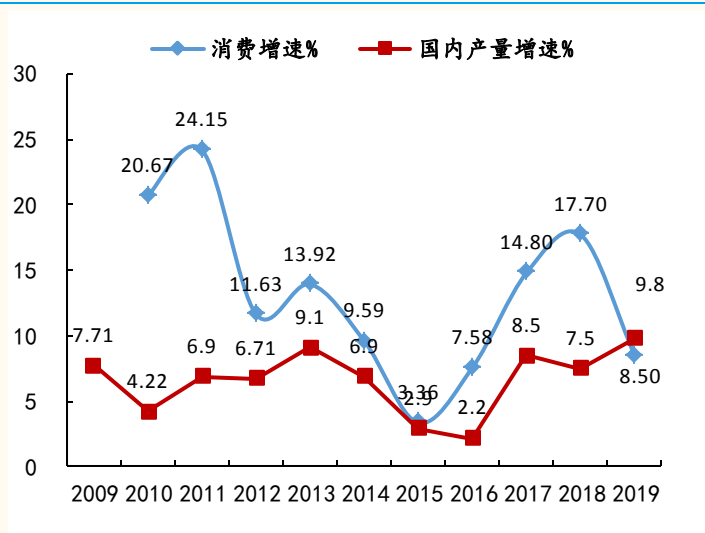
- 燃气供需逐渐趋于宽松，价格倒挂现象不会再现。2009 年至 2018 年，我国天然气消费量快速增长，国内产量增速持续低于消费量增速，导致天然气消费对外依赖度不断上升至 2018 年的 44.36%。政府近年来持续出台政策推进国内天然气供给增加，2019 年天然气产量增速达到 9.8%，随着天然气消费增速的放缓和国内供给增速的提升，整个天然气供需状况将趋于宽松，上游大幅涨价导致上下游价格倒挂的现象预计不会再现。

图表 14：2019 年天然气对外依赖度预计下降



来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：2019 年天然气产量增速开始超过消费增速

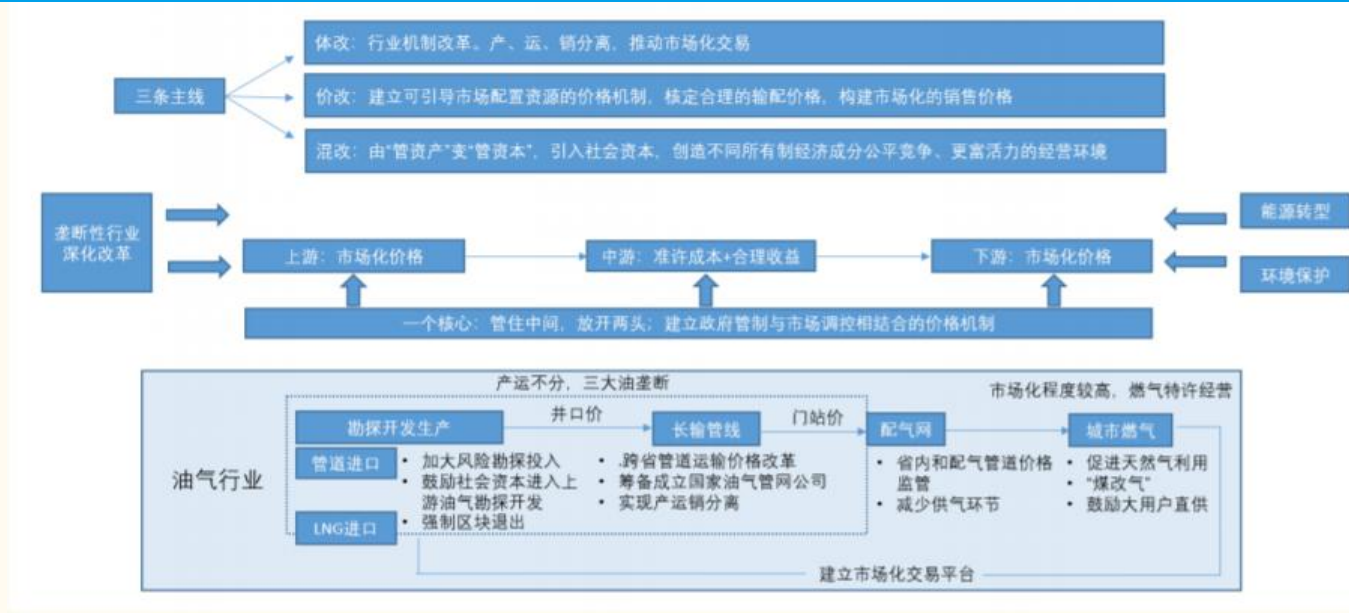


来源：Wind，国金证券研究所

- “管住中间，放开两头”，改革措施密集出台。目前政府已经出台多个文件推进油气领域市场化改革，改革逻辑主要遵循 3 条主线。体制改革：产运销分离，推动市场化交易。价格改革：管住中间输配环节价格，推动上下游批发、零售价格市场化。混合所有制改革：由“管资产”到“管资本”，降低上游勘探开发进入门槛，引入更多市场活力资金。概括而言，改革的概要即“管住中间，放开两头”。

- **国家管网公司成立，“管住中间”迈出关键一步。**随着国家管网公司的正式挂牌，过去石油公司纵向一体化的垄断经营模式将被打破，改革中的“管住中间”初步实现，产、运、销分离基础条件得以形成。管网公司的成立，下游城燃企业可以经由统一的管网系统接触到多元化的上游气源，气源供应增强同时降低购气单位成本。另外天然气定价将能够实现运销分离，门站价有条件拆分为气源价格与管输价格，定价机制进一步清晰。

图表 16：天然气行业改革“管住两头，放开中间”



来源：发改委官网等，国金证券研究所

- **降低上游准入门槛，增加多元化市场供给。**《石油天然气管网运营机制改革实施意见》提出，推动形成上游油气资源多主体多渠道供应，加大勘探开发资本投入、鼓励社会资本投入，同时强制三桶油退出部分原有勘探区块进行市场竞价。短期来看，未来 3 至 5 年天然气产量的增量主要来源于“三桶油”，2019 年前三季度中石化、中石油资本开支分别为 780/1871 亿元，同比增长 62.5%、19.92%。三桶油资本开支的快速增长叠加消费增速的放缓，预计对外依赖度将有所下降，价格倒挂现象将有所缓解。
- **下游价格定价市场化，利好行业长期发展。**下游定价中存在的最大问题在于居民用气和非居民用气的交叉补贴。2018 年 5 月国家发改委发出通知，宣布自 6 月 10 日起，将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，价格水平按非居民用气基准门站价格水平安排。供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格，实现与非居民用气价格机制衔接。至此两种用户价格衔接机制形成，交叉问题的解决迈出关键一步。

图表 17：天然气行业非居、居民用气价格改革前严重倒挂

天然气原定价政策		
分季节	门站价格	售气价格
非采暖季	居民用气基准门站价格±浮动	政府制定居民用气价格
	非居民用气基准门站价格±浮动	基准价格加双边协定
采暖季	居民用气基准门站价格±浮动	政府制定居民用气价格
	非居民用气基准门站价格±浮动	一定比例上浮

来源：国金证券研究所整理

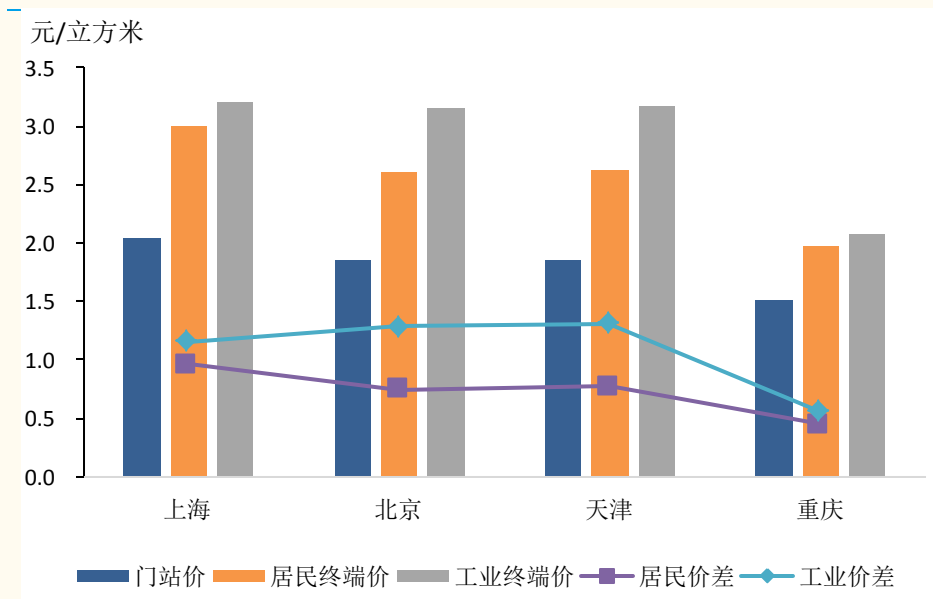
图表 18:《国家发展改革委关于理顺居民用气门站价格的通知》重点内容

条款	内容	影响
理顺居民用气门站价格, 建立反映供求变化的弹性价格机制	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理, 价格水平按非居民用气基准门站价格水平(增值税税率 10%) 安排。供需双方可以基准门站价格为基础, 在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格, 实现与非居民用气价格机制衔接。方案实施时门站价格暂不上浮, 实施一年后允许上浮	居民用气门站价格和非居民用气门站价格挂钩, 价差缩小
推行季节性差价政策, 鼓励市场化交易	供需双方要充分利用弹性价格机制, 在全国特别是北方地区形成灵敏反映供求变化的季节性差价体系, 消费旺季可在基准门站价格基础上适当上浮, 消费淡季适当下浮, 利用价格杠杆促进削峰填谷, 鼓励引导供气企业增加储气和淡季调节能力。鼓励供需双方通过上海、重庆石油天然气交易中心等平台进行公开透明交易, 充分发挥市场机制作用, 形成市场交易价格。	天然气消费淡旺季价差增大, 弹性增强, 回归商品属性。
合理疏导终端销售价格, 从紧安排调价幅度	居民用气门站价格理顺后, 终端销售价格由地方政府综合考虑居民承受能力、燃气企业经营状况和当地财政状况等因素, 自主决策具体调整幅度、调整时间等, 调价前须按规定履行相关程序。2018 年如调整居民用气销售价格, 原则上应在 8 月底前完成	居民用气价格预计将有所上浮, 市场化程度有所增强。
对低收入群体等给予适当补贴, 保障基本民生	居民用气价格理顺后, 对城乡低收入群体和北方地区农村“煤改气”家庭等给予适当补贴。补贴由地方政府承担主体责任, 中央财政利用大气污染防治等现有资金渠道加大支持力度	煤改气用户天然气消费能力增强, 消费量有望增加

来源: 发改委官网等, 国金证券研究所

- **定价机制逐步理顺, 售气毛利有望持续回升。**国家发改委目前已经密集出台改革措施, 将居民门站价格与非居民门站价格挂钩, 增强上下游定价浮动弹性、推行季节性差价定价, 这些举措将有利于城燃公司传到上游价格波动, 提升和稳定售气价差。分地区购销价差来看, 重庆市居民、非居民门站-终端价差仅为 0.45/0.557 元每方, 相较于北京、天津、上海的价差明显较低。随着 2019 年以来供需格局趋于宽松, 下游定价机制市场化程度不断增强, 叠加 2019 年重庆市政府规定取消初装费将输配费用单独核算, 重庆燃气有望借此机会涨价, 扩大上下游售气毛利, 获取合理收益率。

图表 19: 重庆市天然气售气毛利明显小于其它直辖市



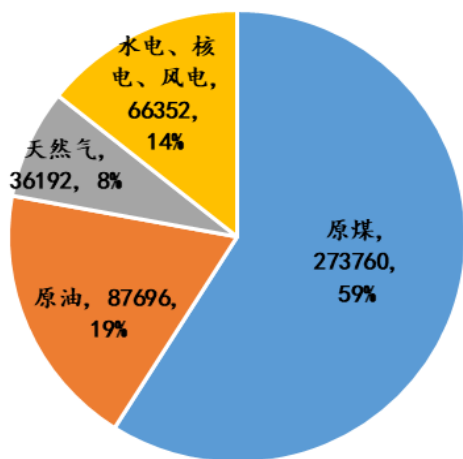
来源: Wind, 国金证券研究所

二、重庆天然气消费增长潜力大，重庆燃气市场份额有望进一步提升

2.1 行业持续景气，消费量不断增长

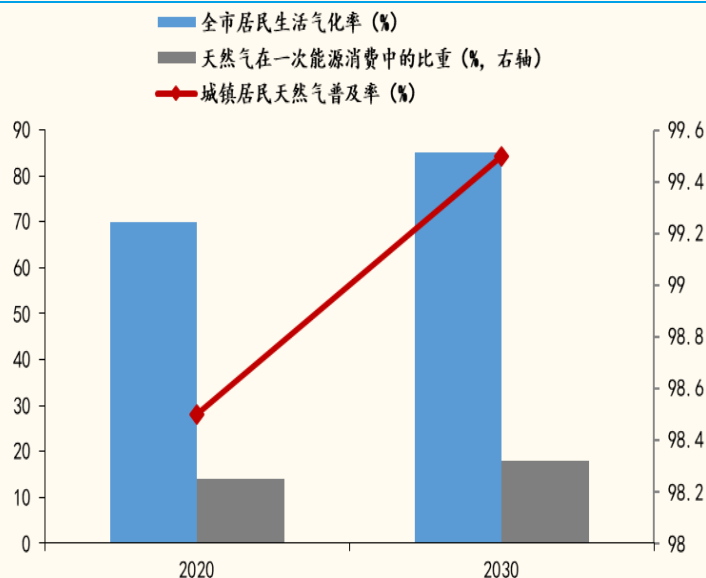
- **受到资源禀赋约束，能源转型已然迫在眉睫。**长期以来，我国能源禀赋特点可以概括为“多煤、贫油、少气”，这导致我国一次能源消费结构中煤炭消费占比过高，而天然气等清洁能源消费占比较低的情况。过高的煤炭消费量已经导致我国部分地区的环境承载能力接近上限，大气污染趋势愈发严峻。天然气作为一种环境友好型燃料，污染物较少，增加天然气消费比重是改善环境质量最为有效的举措之一。
- **顶层设计助力，天然气消费比重持续提升。**《天然气发展“十三五”规划》明确了天然气在我国现代能源体系中的主体能源地位，随着我国构建现代天然气产业体系的快速推进，天然气需求量不断提升，行业有望持续增长
- **重庆市能源规划为天然气消费增长奠定基础。**重庆 2018 年重庆市发改委公布《关于加快推进天然气利用的实施意见》：到 2020 年天然气在一次能源消费中的比重提高到 14%，高于全国平均水平；城镇居民天然气普及率达 98.5%以上，全市居民生活气化率达 70%以上。顶层规划设计，推动天然气在一次能源消费的占比不断的提升。

图表 20：2018 年中国能源消费结构（万吨标煤）



来源：国家统计局，国金证券研究所

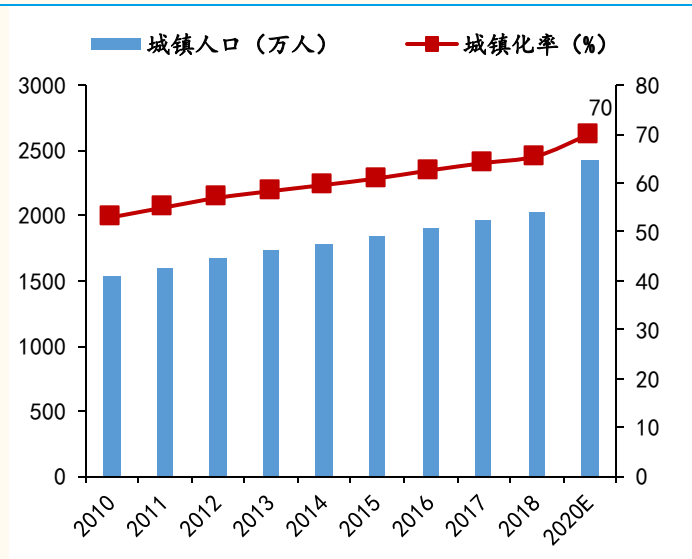
图表 21：重庆市天然气规划数据



来源：重庆发改委《关于加快推进天然气利用的实施意见》，国金证券研究所

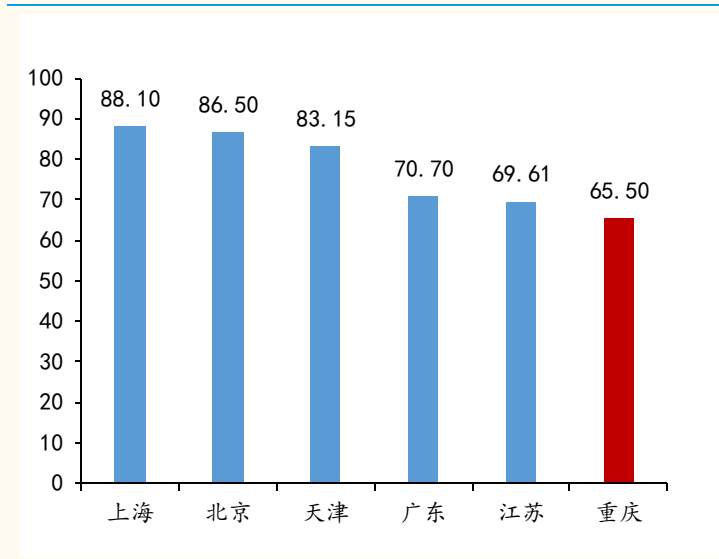
- **重庆市天然气渗透率较高，2018 年一次能源消费占比高达 17.76%。**随着政策的推动和经济的不断发展，我国天然气表观消费量和一次能源消费占比均不断增长，2018 年全国天然气消费量达 2833.09 亿方，一次能源消费占比提升至 7.8%。重庆市一次能源消费结构中，天然气消费占比较高，2018 年消费占比达到了 17.76%，提前完成目标，且比全国水平高出约 10 个 pct。旺盛的燃气消费需求与良好的产业发展基础，保障了公司的燃气销售业务持续增长。
- **城镇化率持续提升，带来潜在用户增长。**近 10 年来，重庆市城镇化率不断提升，2018 年底重庆市城镇化率达到 65.5%；和其它发达省市相比，重庆市城镇化率仍然处于较低水平，未来有持续增长空间。截至 2018 年重庆市总人口约 3100 万，意味着该市城镇化率每提升 1 个 pct，对应着 31 万增量城镇人口，即约 10 万新增燃气用户。

图表 22：重庆市城镇率稳步攀升



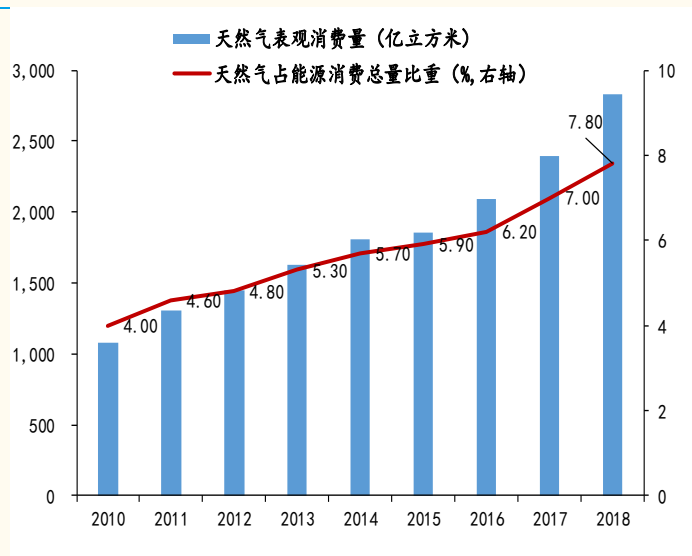
来源：重庆市统计局，国金证券研究所

图表 23：2018 年多省城镇率 (%)



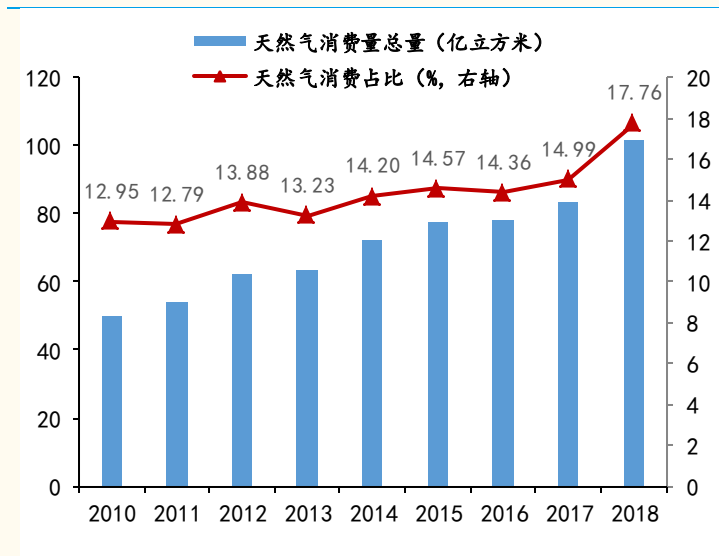
来源：各省统计局，国金证券研究所

图表 24：全国天然气消费量不断增长



来源：Wind，国金证券研究所

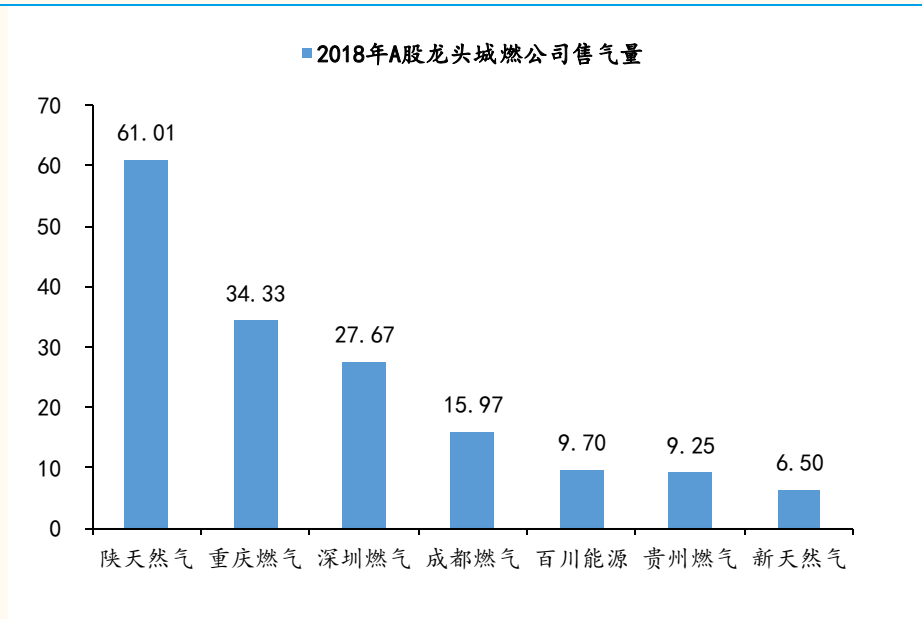
图表 25：重庆市天然气消费量不断增长



来源：重庆市统计年鉴，国金证券研究所

- **2018 年售气量达 34.33 亿方，位居 A 股城燃企业第二位。**重庆市天然气发展基础好，天然气一次能源消费占比远高于全国平均水平，消费需求持续旺盛增长。2019 年重庆燃气售气量达 34.33 亿方，位居 A 股上市城燃企业第二位，仅低于陕天然气，高于深圳燃气、成都燃气等众多城燃公司。重庆市旺盛的燃气需求，催生出售气量第二的 A 股城燃公司。

图表 26：2018 年重庆燃气售气量位居 A 股城燃企业第二（亿立方米）

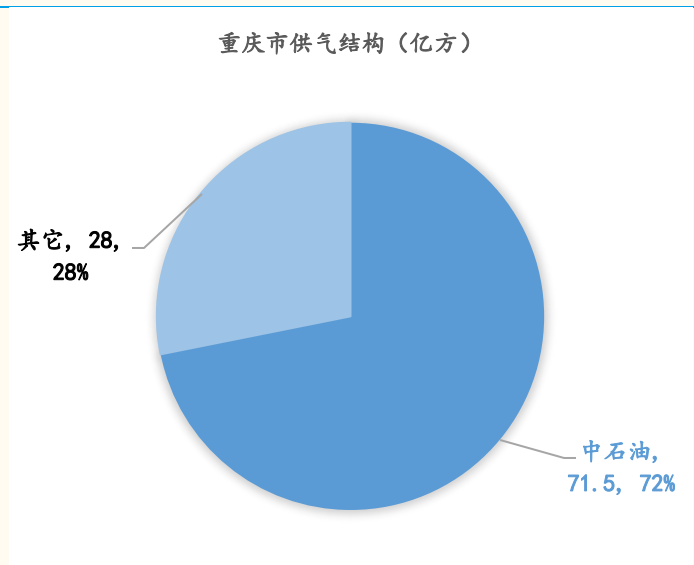


来源：Wind，国金证券研究所

2.2 重庆燃气区域优势显著，市场份额仍有上升空间

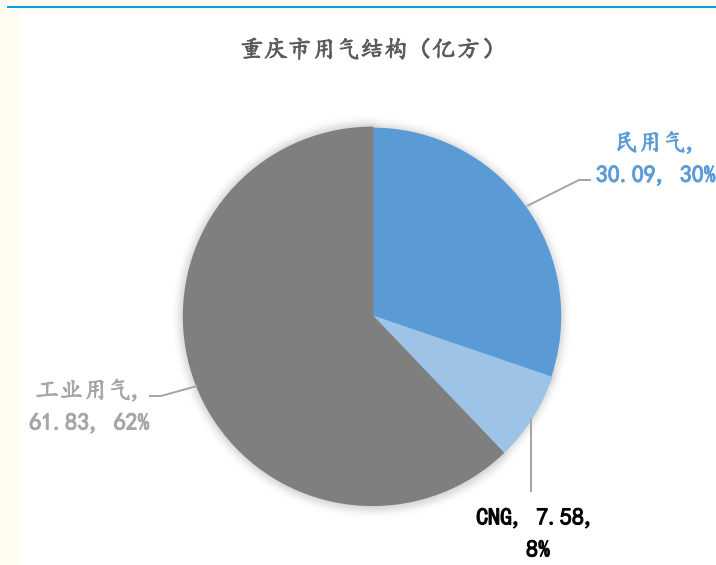
- **重庆天然气行业开端早，普及率位居全国前列。**重庆市的天然气产业是在 1952 年工业用气的基础上发展而来的，至 1982 年管道燃气已经遍布主城区，目前重庆市 38 个区县均已经普及天然气使用。基础设施方面，重庆市天然气管道输配、储气、增压、调配等设施较为完善，能够充分保障重庆市的天然气供应要求。
- **工业用气需求占比 6 成，中石油是主要供应商。**2018 年重庆市天然气消费量达 99.5 亿立方米，同比增长 4.47%。气源供应来看，中石油是主要天然气供应商，2018 年供应量达 71.5 亿立方米，占比达 72%。用气结构来看，工业用气是消费主力，2018 年天然气消费量为 61.83 亿立方米，占比约为 62%；民用气和车用 CNG 消费量分别为 30.09、7.58 亿立方米，占比分别为 30%、8%。

图表 27：2018 年重庆市天然气供给结构



来源：Wind，国金证券研究所

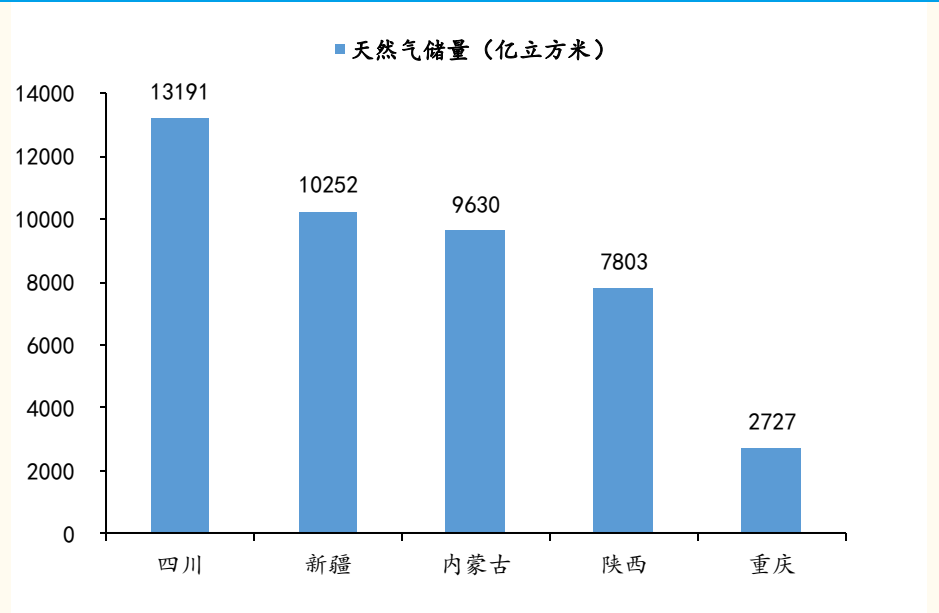
图表 28：重庆市天然气消费量不断增长



来源：Wind，国金证券研究所

- **重庆市油气资源丰富，涪陵区页岩气田年产量达百亿方。**重庆市位于四川盆地西南部，油气资源十分丰富。截至 2016 年底，重庆市已探明天然气储量高达 2727 亿立方米，排名全国第五，其中邻省四川以 13191 亿立方米的储量位居全国第一。目前已经投产的涪陵区页岩气田年产量已经达到 100 亿方。丰富的气源，重庆燃气可以就近采购，节省管输费用，最终可以大幅降低公司上游购气成本。

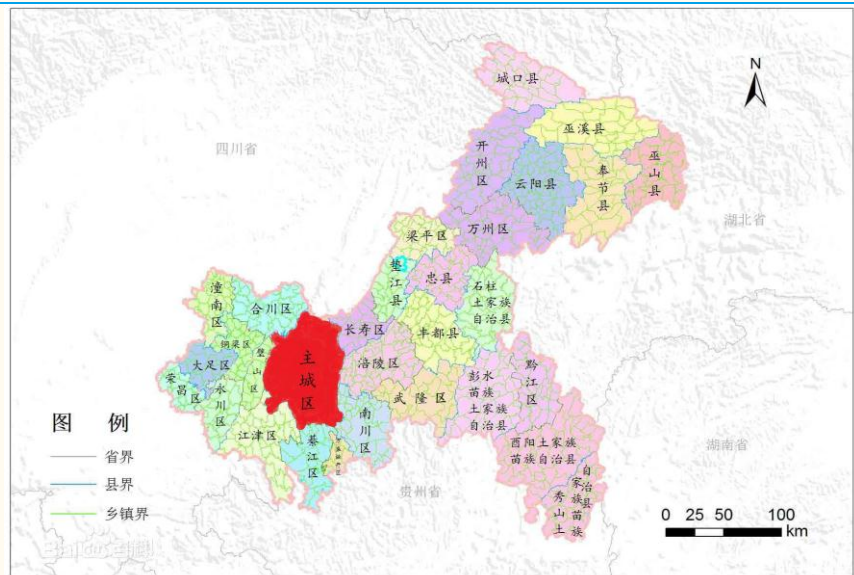
图表 29：2016 年全国各省市天然气储量排名



来源：政府官网，国金证券研究所

- **重庆燃气区位优势明显，市场用户占比第一。**重庆燃气由重庆市经营时间长达 40 多年的地方国资燃气企业改制而来，深耕重庆市燃气市场。2019 年公司燃气用户总数达到 512 万户，占全市燃气用户总数比例接近 60%。2019 年公司供气量达 36.13 亿方，占重庆市天然气消费总量约 35%。重庆燃气在民用天然气市场，具备绝对优势，目前其业务经营区域已经覆盖重庆市 38 个区县中的 25 个区县。
- **进一步加快支线管道建设，构建输配环节优势。**重庆地区天然气管网主要由忠武线重庆段、川渝管网重庆部分、“川气东送”管道重庆段、页岩气管网以及城市燃气管网组成，总输气能力超过 600 亿 m³/a，其中页岩气管网的主要输气管道有 6 条，总输气能力达 150 亿 m³/a。按照国家管网公司挂牌初期的种种讨论，支线管道暂不纳入国家管网公司资产，目前各路资本均在加紧布局该领域。重庆燃气正着手“渝西天然气管道公司”构建，公司对渝西地区天然气（页岩气）资源的调配能力将进一步增强，在城镇燃气终端业务发展上的竞争优势进一步提升。
- **重庆市推进燃气管道“县县通”工程，公司市场份额仍有上升空间。**城口、巫溪、秀山、酉阳等少数地区，仍然未实现燃气管道普及。这些地方虽也建有城区下游供气管网，但上游气源，还是通过车运 CNG（LNG）+球罐储运的方式来解决，供气保障难度较高，且用气价格较贵。以居民用天然气为例，相较于主城周边区域 1.72 元/立方米的价格，上述区县用气价格普遍在 3 元/立方米以上。而若实现管道运输，当地天然气价格可直接降至 2 元/立方米以下。重庆燃气有望借助其管道优势、上游稳定低价气源优势，实现对这些地方天然气市场的渗透，市场份额将借此进一步提升。

图表 30：城口、巫溪等县仍未开通管道燃气



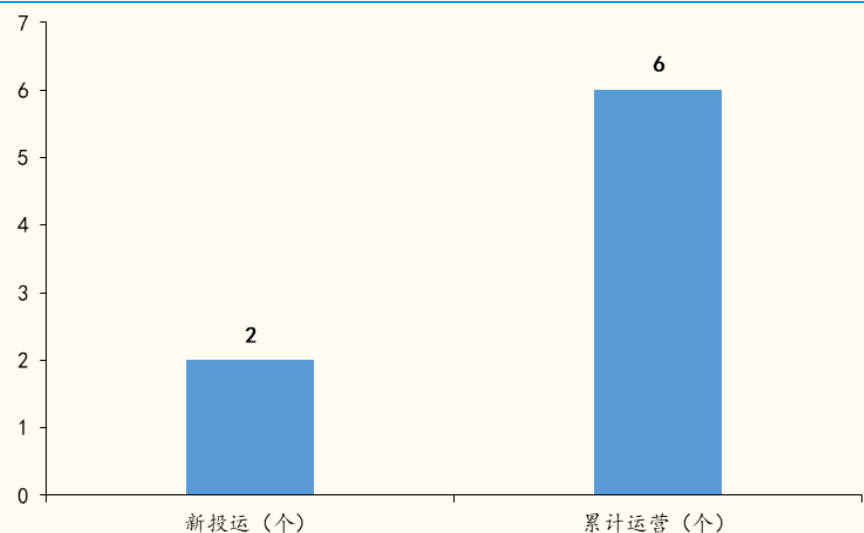
来源：百度图片，国金证券研究所

三、未来业务增长点显著，财务费用控制良好

3.1 整合多元化经营优势，未来增长点逐渐凸显

- **携手二股东华润燃气，布局分布式能源项目。**分布式能源供应：以天然气为主要燃料，由业主独资、本公司独资或增量投资方式运营区域冷热电三联供的分布式能源项目，为客户提供安装、供热、供冷等服务。分布式能源和 LNG 气站相关政策目前正逐步出台落地，这将有利于加速项目的落地和市场的培育。重庆燃气引入华润燃气共同拓展分布式能源市场，有助于提升其在区域分布式能源及综合能源服务方面的资源实力和综合竞争力。
- **项目数量迅速增长，盈利状况良好。**目前重庆燃气携手华润燃气建立的分布式能源项目，主要客户为医院等对能源安全性要求较高的公立机构。公司正积极开拓综合能源市场，与华润燃气合资合作打造新能源服务平台，向工业园区、城市综合体、医院等项目推广。2018 年新投运 2 个分布式能源项目，累计运营 6 个项目，分布式能源项目累计供能 1790 万千瓦时，已投运项目经济效益良好。

图表 31：分布式能源投运项目数



来源：公司公告，国金证券研究所

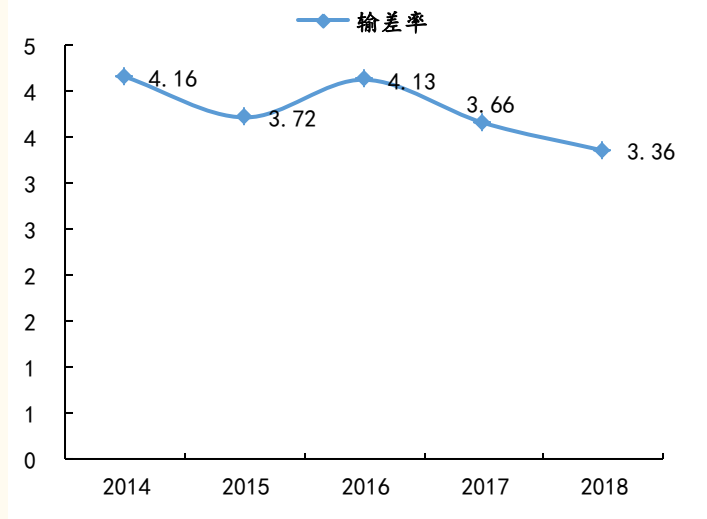
- **积极培育 LNG 市场，输差率逐步下降。**公司参股多个上游 LNG 液化加工厂，同时于下游积极布局车船加气站市场。目前公司已经建成投运茶园 LNG 气化调峰站、加装 LNG 移动调峰设施，忠县苏家 LNG 加注站，船舶 LNG 改造及加注试验项目圆满完成，2018 年公司 LNG 商贸量同比增长 239.76%，实现快速增长。在 LNG 商贸量快速增长的同时，借助不断增强的储气能力，公司输差率逐步下行，购销价差风险进一步降低。
- **智能电表行业快速发展，行业渗透率不断提升。**智能燃气表可以实现燃气收费管理的电子化、信息化和网络化，目前已成为引领行业发展的主要产品。近年来全国智能燃气表的市场规模从 2012 年的 20.56 亿元增长 225% 至 2018 年的 66.77 亿元，2018 年全国智能燃气表行业需求量 3302 万台，占比燃气表总量的 71.57%，比 2012 年增长了 26.58 个点。由此可以看出，智能燃气电表，将是未来的电表主流。
- **实现关键技术突破，未来智能电表业务增长可期。**公司已初步建成智能管网体系和智能综合服务平台，智能化表具覆盖率超过 30%。下属重庆合众慧燃科技股份有限公司引入国内燃气电子信息先进合资企业助推燃气智能化产业，在燃气智能表、智慧燃气、物联网云平台以及北斗精准定位等方面实现了多项重大技术创新。国内新发展和更换用户的表具采购上智能表的采购比例继续扩大，特别是物联网产品对行业的改变是巨大的，未来的需求将是行业发展的主要推手。智能电表在未来，有望成为公司新的增长极之一，增收的同时凭借智能化功能降低原有人工、管理费用。

图表 32：积极布局 LNG 市场

项目	状态
茶园 LNG 气化站工程	建成投运
LNG 移动调峰设施	加装
忠县苏家 LNG 加注站	正式投运
船舶 LNG 改造及	已完成
加注试验项目	

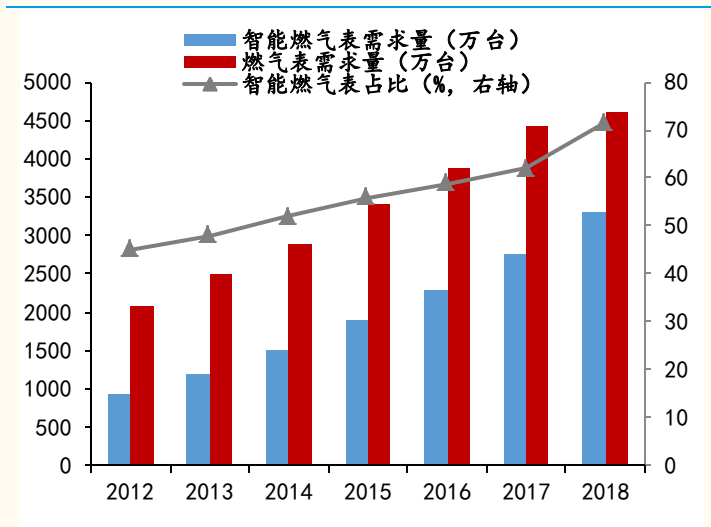
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 33：输差率逐步下降（%）



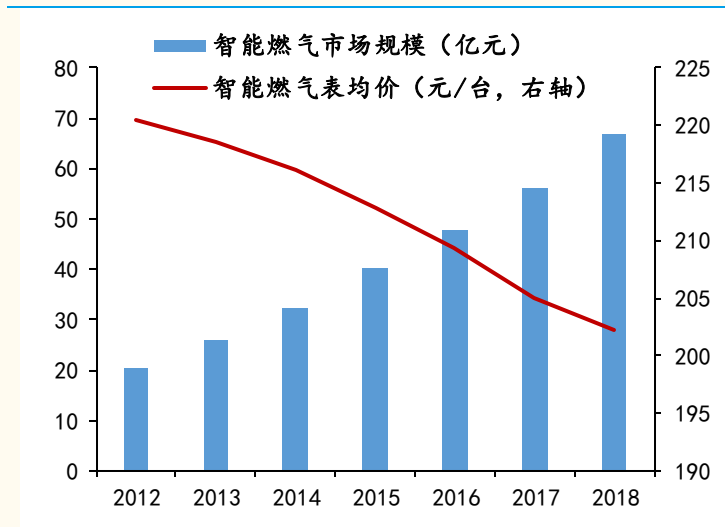
来源：公司公告，国金证券研究所 注：输差率=(Q 购-Q 销)/Q 购×100%

图表 34：全国智能电表渗透率逐步提升



来源：环球表计，国金证券研究所

图表 35：全国智能电表市场规模快速增长



来源：环球表计，国金证券研究所

- **拟合作成立天然气管道公司，拓展川西地区天然气市场。**公司于2020年1月17日发布公告称拟与中石油、中石化等公司合作成立重庆渝西天然气管道有限公司，服务渝西地区天然气（页岩气）勘探开发，实现渝西地区天然气资源与国家干网、主城管网的互联互通。该管道公司拟定注册资本20亿元，公司拟作为第一大股东（股权比例32%）。
- **新管道公司助力异地开拓，财务回报未来可期。**从长期来看，管道公司的投运有望帮组公司拓展渝西地区天然气市场，为公司带来新的经营区域和新的用户。公司作为第一大股东参与组建本合资公司，有利于提高公司对渝西地区天然气（页岩气）资源的调配能力，拓展管输业务，增加管输收入、增强在城镇燃气终端业务发展上的竞争优势，巩固与上游企业的合作关系。重庆市目前的天然气管道结构较为分散，因此重庆燃气能够凭借强大的用户优势和政府资源，在支线管道业务中谋得最大利益，获得良好财务回报。

图表 36：渝西天然气管道公司概况

重庆市渝西天然气管道公司	
建设内容	1条天然气输气干线和9条天然气输气支线
输气管道长度	550千米
预计投资	74.12亿元
主要股东	重庆燃气（32%），中石油（25%），中石化（25%）
主营业务	天然气管输服务，通过收取天然气管输费

来源：公司公告，国金证券研究所

3.2 大量筹措低息日元贷款，财务费用持续为负

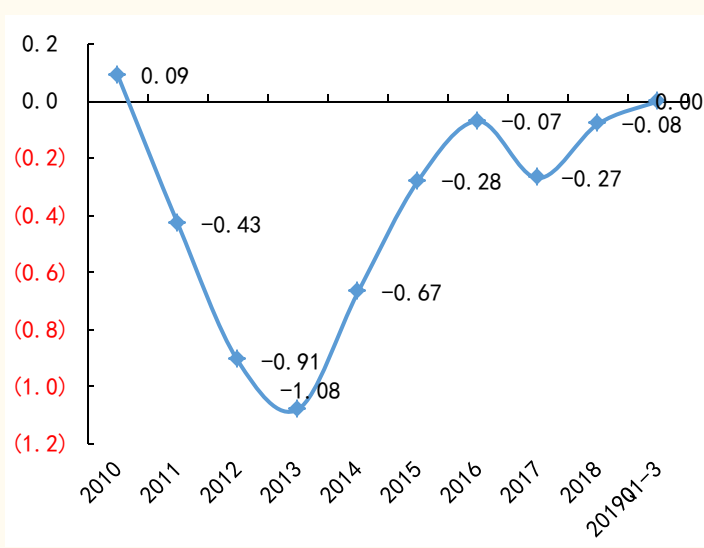
- **公司转贷日元借款，利率仅为 0.75%。**公司的长期借款主要为重庆市财政局转贷日元借款，利率仅 0.75%，期限至 2040 年。2011 年以来，公司财务费用持续为负数，即利息收入超过利息费用。2019H1 公司财务费用为-20 万元，尽管受汇兑损益影响公司财务费用同比有所提升，但总体而言财务费用仍处于超低水平。
- **中日汇率波动上升，财务费用有望降低。**人民币兑换日元的汇率贬值将使本公司遭致汇兑损失，从而增加当期的财务费用；反之人民币升值则可能为本公司带来汇兑收益，从而减少当期的财务费用。短期来看，人民币兑日元汇率正处于波动上升阶段，汇率上升将有助于公司持续降低财务费用。

图表 37：人民币兑日元汇率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 38：公司财务费用持续为负（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 39：财务费用低于同业水平

上市公司	财务费用（亿元）		
	2017	2018	2019Q1-3
申能股份	3.94	4.31	3.81
新疆浩源	-0.14	-0.18	-0.1
大众公用	3.54	2.56	1.98
陕天然气	1.38	1.57	1.19
深圳燃气	1.05	1.61	1.51
重庆燃气	-0.27	-0.08	0.00

来源：公司公告，国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

- **接驳业务预计先下降后企稳。**接驳业务方面，预计 2020 年受新冠疫情影响，新增接驳户数有所下降，2021 年公司新增接驳户数将有所回升。预计 2019-2021 年新增接驳户数分别为 27.28、25.92、28.51 万户。受接驳费用新政策影响，预计公司接驳业务毛利率将有所下行，2019-2021 年接驳业务毛利率分别为 50%、48%、48%。
- **燃气销售业务毛利逐渐修复。**燃气销售业务方面，2019 年冬季气温较高，供给增速首次超过消费增速，预计供需趋于宽松，所售气均为合同内气源，2018 年顺价滞后、采购高价气、顺价不彻底等利空因素均消失。预计 2019—2021 年售气量分别为 36.13、36.55、39.74 亿方，预计 2019—2021 年售气毛利率分别为 3%、2.5%、4% 左右。其中受新冠疫情影响，预计 2020 年 2、3 月非居售气量降低 50%，居民用气增长 20%。
- 我们预测公司 2019-2021 年归母净利润 4.06、3.87 和 5.04 亿元；EPS 分别为 0.26、0.25 和 0.32 元，对应 PE 分别为 28、29 和 22 倍。2016-2018 年公司股利支付率分别为 36%、56%、54%，假设公司股利支付率保持在 50% 左右，预计 2019-2021 年的分红为 0.13、0.12、0.16 元。

图表 40：重庆燃气毛利拆分

分业务	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
售气量（亿方）	29.69	24.65	29.79	34.33	36.13	36.55	40.20
售气收入（百万元）	4377.44	3823.58	4154.98	4667.31	5452.35	5349.60	6187.89
售气成本（百万元）	4308.5	3798.14	4154.42	4745.8	5288.78	5215.86	5940.37
售气单价（元/方）	1.4744	1.5511	1.3948	1.3595	1.5091	1.4638	1.5393
售气毛利率（%）	1.57	0.67	0.01	(1.68)	3.00	2.50	4.00
售气业务毛利（百万元）	68.94	25.44	0.56	-78.49	163.57	133.74	247.52
新增用户数（万户）	32.66	31.09	30.05	29.65	27.28	25.92	28.51
安装业务收入（百万元）	1398.96	1490.37	1426.08	1573.25	1508.29	1404.22	1575.53
安装业务成本（百万元）	595.13	717.39	674.55	739.88	754.15	674.03	756.26
安装单价（元/户）	4283.40	4793.73	4745.69	5306.07	5528.93	5418.35	5526.71
安装业务毛利率（%）	57.46	51.86	52.70	52.97	50.00	48.00	48.00
安装业务毛利（百万元）	803.83	772.98	751.53	833.37	754.15	730.19	819.28
其它业务收入（百万元）	120.95	135.12	106.36	101.97	97.00	96.00	98.00
其它业务成本（百万元）	86.42	106.05	87.78	88.52	84.39	84.00	86.24
其它业务毛利率（%）	28.55	21.51	17.47	13.19	13.00	12.50	12.00
其它业务毛利（百万元）	34.53	29.07	18.58	13.45	12.61	12.00	11.76
总收入（百万元）	5897.35	5449.07	5687.42	6342.53	7057.64	6849.82	7861.42
总成本（百万元）	4990.05	4621.58	4916.75	5574.20	6127.32	5973.89	6782.87
毛利率（%）	15.38	15.19	13.55	12.11	13.18	12.79	13.72
毛利（百万元）	907.30	827.49	770.67	768.33	930.33	875.93	1078.55

来源：Wind，国金证券研究所

4.2 投资建议及估值

- 重庆燃气分红比例稳定在 50%左右，现金流状况良好，分红可以稳定预计，我们使用 DDM 模型进行估值，计算得出每股价值为 7.99 元，仍有超过 20% 的上涨空间，给与“买入”评级。

图表 41：重庆燃气 DDM 估值

DDM 模型估值										
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
每股股利（元）	0.13	0.12	0.16	0.18	0.20	0.22	0.25	0.28	0.32	0.35
PV(股利，元)	0.13	0.11	0.14	0.14	0.15	0.15	0.16	0.16	0.17	0.18
一阶段股利现值和（元）	1.49									
二阶段股利现值和（元）	6.03									
一阶段股利增长率	12.00%									
二阶段永续增长率	5.00%									
投资（百万元）	731.8									
无风险收益率	2.89	十年期国债收益率								
市场无风险溢价	5.18	30 年 SP500CAGR-Rm								
A 股 BETA 值	1.02	100 周 BETA 值								
贴现率	8.06%									
每股价值	7.99									

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **新冠疫情持续时间超预期风险：**目前新冠病毒疫情仍在持续，若是结束时间晚于预期，公司 2020 年各种业务将受到较大影响。
- **售气毛利率回升程度不及预期风险：**上下游顺价不彻底、滞后、政府定价严格管控，将导致公司售气业务毛利率回升程度不及预期。
- **新业务拓展及盈利状况不及预期风险：**目前公司拟牵头与中石油、中石化合作成立的渝西天然气管道公司具有较大不确定性。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	5,489	5,714	6,372	7,058	6,850	7,861
增长率		4.1%	11.5%	10.8%	-2.9%	14.8%
主营业务成本	-4,636	-4,925	-5,583	-6,127	-5,974	-6,783
%销售收入	84.5%	86.2%	87.6%	86.8%	87.2%	86.3%
毛利	853	789	788	930	876	1,079
%销售收入	15.5%	13.8%	12.4%	13.2%	12.8%	13.7%
营业税金及附加	-76	-57	-55	-61	-59	-68
%销售收入	1.4%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
销售费用	-194	-193	-206	-219	-199	-228
%销售收入	3.5%	3.4%	3.2%	3.1%	2.9%	2.9%
管理费用	-200	-204	-197	-219	-212	-236
%销售收入	3.6%	3.6%	3.1%	3.1%	3.1%	3.0%
研发费用	0	0	-7	-7	-7	-8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	383	335	324	425	399	539
%销售收入	7.0%	5.9%	5.1%	6.0%	5.8%	6.9%
财务费用	7	27	8	2	3	0
%销售收入	-0.1%	-0.5%	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-28	-6	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-5	0	2
投资收益	26	45	44	44	48	54
%税前利润	6.0%	10.4%	10.1%	8.6%	9.9%	8.5%
营业利润	389	425	422	479	463	610
营业利润率	7.1%	7.4%	6.6%	6.8%	6.8%	7.8%
营业外收支	48	12	20	31	23	23
税前利润	436	437	441	510	486	633
利润率	8.0%	7.6%	6.9%	7.2%	7.1%	8.0%
所得税	-70	-73	-73	-83	-79	-103
所得税率	16.0%	16.6%	16.5%	16.3%	16.3%	16.3%
净利润	367	364	368	427	407	530
少数股东损益	-5	1	21	21	20	26
归属于母公司的净利润	371	363	348	406	387	504
净利率	6.8%	6.4%	5.5%	5.7%	5.7%	6.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	367	364	368	427	407	530
少数股东损益	-5	1	21	21	20	26
非现金支出	252	238	205	255	294	312
非经营收益	-22	-150	-50	34	-65	-73
营运资金变动	183	-104	-11	141	-122	183
经营活动现金净流	779	348	512	857	513	952
资本开支	-639	-361	-406	-257	-190	-582
投资	-161	-46	-84	-134	-62	-87
其他	3	-8	43	44	48	54
投资活动现金净流	-797	-415	-447	-346	-204	-615
股权募资	122	2	4	-164	0	5
债权募资	-153	15	-7	-13	10	171
其他	-250	-193	-180	-206	-192	-259
筹资活动现金净流	-280	-176	-184	-383	-181	-83
现金净流量	-298	-243	-119	128	129	254

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,914	1,671	1,552	1,680	1,808	2,063
应收账款	309	319	276	327	357	386
存货	80	70	84	84	98	97
其他流动资产	223	314	318	333	328	360
流动资产	2,527	2,374	2,229	2,425	2,592	2,905
%总资产	31.3%	28.8%	26.7%	28.1%	29.6%	30.7%
长期投资	547	628	732	862	927	1,018
固定资产	4,599	4,688	4,870	4,869	4,781	5,073
%总资产	56.9%	56.9%	58.3%	56.5%	54.5%	53.6%
无形资产	352	364	354	379	385	385
非流动资产	5,559	5,869	6,123	6,189	6,175	6,563
%总资产	68.7%	71.2%	73.3%	71.9%	70.4%	69.3%
资产总计	8,086	8,243	8,352	8,613	8,767	9,468
短期借款	89	112	119	112	132	303
应付款项	1,769	1,777	1,780	1,977	1,899	2,113
其他流动负债	109	139	144	156	150	178
流动负债	1,967	2,029	2,042	2,245	2,181	2,595
长期贷款	187	174	177	197	207	222
其他长期负债	1,933	1,887	1,815	1,790	1,772	1,758
负债	4,088	4,089	4,034	4,232	4,161	4,575
普通股股东权益	3,625	3,786	3,932	3,974	4,179	4,440
其中：股本	1,556	1,556	1,556	1,556	1,556	1,556
未分配利润	808	938	1,057	1,260	1,460	1,715
少数股东权益	373	368	386	407	427	453
负债股东权益合计	8,086	8,243	8,352	8,613	8,767	9,468

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.239	0.234	0.223	0.261	0.249	0.324
每股净资产	2.330	2.433	2.527	2.554	2.686	2.854
每股经营现金净流	0.501	0.224	0.329	0.551	0.330	0.612
每股股利	0.130	0.130	0.080	0.130	0.120	0.160
回报率						
净资产收益率	10.24%	9.60%	8.84%	10.21%	9.26%	11.34%
总资产收益率	4.59%	4.41%	4.16%	4.71%	4.42%	5.32%
投入资本收益率	7.52%	6.28%	5.85%	7.57%	6.74%	8.31%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.38%	4.10%	11.51%	10.77%	-2.94%	14.77%
EBIT增长率	-6.22%	-12.60%	-3.38%	31.25%	-6.07%	35.09%
净利润增长率	-0.98%	-2.10%	-4.34%	16.69%	-4.58%	30.08%
总资产增长率	2.20%	1.95%	1.32%	3.13%	1.78%	8.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.1	15.8	12.5	12.0	14.0	13.0
存货周转天数	7.4	5.6	5.0	5.0	6.0	5.2
应付账款周转天数	24.0	23.1	25.3	24.0	24.3	24.5
固定资产周转天数	199.5	203.2	213.4	205.5	212.4	189.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.98%	-33.36%	-29.10%	-31.28%	-31.89%	-31.41%
EBIT利息保障倍数	-54.2	-12.6	-38.5	-171.1	-141.8	6,052.9
资产负债率	50.56%	49.61%	48.30%	49.13%	47.46%	48.32%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	1	1	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH