

日期: 2019年12月3日

行业: 燃气生产和供应业



分析师: 冀丽俊

Tel: 021-53686156

E-mail: jilijun@shzq.com

SAC 证书编号: S0870510120017

成都市燃气服务商

IPO 价格

RMB10.45 元

基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	88.89
发行后总股本 (百万股)	888.89
发行数量占发行后总股本	10.00%
保荐机构	中信建投

主要股东 (发行前)

成都城投集团 (SS)	41.00%
华润燃气投资	36.00%
港华燃气投资	13.00%
彭俊福等 1,334 名自然人	10.00%

收入结构 (2019H1)

天然气销售	82.16%
天然气安装	8.64%

报告编号: JLI19-NSP01

■ 投资要点:

成都市燃气服务商

公司主要从事城市燃气输配、销售,城市燃气工程施工以及燃气表具销售等业务。公司核心业务是在其特许经营权或独家经营区域范围内的城市燃气运营业务,包括城市燃气输配、销售,城市燃气工程施工。主要经营区域位于成都市绕城区域内、高新区部分区域、郫都区部分区域、新都区部分区域及新津县部分区域。公司已在成都绕城区域内及部分郊区取得了特许经营权或独家经营区域,经营区域约为 900 平方公里,为成都市内核心居住区域。经营区域规划人口超过 1,650 万人,2018 年全年供气量 159,678.18 万立方米,占 2018 年成都市天然气输供气的比重为 44.61%。

募投项目提升盈利能力

公司本次募集资金将用于成都绕城高速天然气高压输储气管道建设项目的投资建设,有助于提高成都市管网覆盖区域,扩大城市管网供气范围,提升成都市储气调峰能力,使得成都市天然气供应更加稳定;同时,随着募投项目的投产,公司的管道天然气业务收入将持续增长,有利于提升公司竞争力,增强公司盈利能力。

盈利预测

根据募投项目建设进度情况,我们预计 2019-2021 年归属于母公司的净利润分别为 4.42 亿元、4.80 亿元和 5.02 亿元,同比增速分别为 3.32%、8.72%和 4.50%,相应的稀释后每股收益为 0.50 元、0.54 元和 0.56 元。

公司估值水平

公司发行价格为 10.45 元/股,对应 2018-2020 年 PE 分别为 21.04 倍、19.35 倍和 18.52 倍,略低于可比上市公司 2018 年静态市盈率,略高于可比上市 2019 年、2020 年动态市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4428.79	4599.3	4912.98	5271.62
年增长率	14.67%	3.85%	6.82%	7.30%
归属于母公司的净利润	427.39	441.58	480.08	501.68
年增长率	-8.98%	3.32%	8.72%	4.50%
(发行后摊薄) 每股收益 (元)	0.48	0.50	0.54	0.56

数据来源: 公司招股说明书; 上海证券研究所整理

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺和重要声明。

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输配、销售，城市燃气工程施工以及燃气表具销售等业务。公司核心业务是在其特许经营权或独家经营区域内的城市燃气运营业务，包括城市燃气输配、销售，城市燃气工程施工。

公司已在成都绕城内区域及部分郊区取得了特许经营权或独家经营区域，经营区域约为 900 平方公里，为成都市内核心居住区域。经营区域规划人口超过 1,650 万人，2018 年全年供气量 159,678.18 万立方米，占 2018 年成都市天然气输供气的比重为 44.61%。

公司城市燃气运营业务的主要经营区域位于成都市绕城区域内、高新区部分区域、郫都区部分区域、新都区部分区域及新津县部分区域。公司主要负责天然气统一采购及绕城区域内、高新区部分区域的天然气销售及天然气安装，控股子公司新创燃气、新繁燃气、大丰燃气、威达燃气、唐昌燃气、华新燃气主要负责新都区、郫都区和新津县的部分区域天然气销售及天然气安装。除天然气销售及安装外，公司、控股子公司燃气发展及孙公司彭州蜀元亦经营车用天然气充装。公司控股子公司千嘉科技主要从事燃气计量表具生产及销售、燃气行业管理软件设计开发服务等业务。

公司所属行业为燃气生产和供应业。

行业增长前景

城市燃气作为城市基础设施的重要组成部分，它的发展在城市现代化中起着极其重要的作用。提高城市燃气化水平，对于提高城市居民生活质量、改善城市环境、提高能源利用率，具有十分重要的意义。

随着上游输配管道长度的不断增加和我国城镇化的不断发展，下游用气需求的持续攀升，我国城市燃气行业规模不断扩大。2018 年，国内燃气销售量为 2,830 亿立方米，同比增长 17.70%，天然气在一次能源消费结构中的比重从 2003 年的 2.3% 上升到 2018 年的 5.60%。加快天然气产业发展，提高天然气在一次性能源消费中的比重，对能源结构调整、促进节能减排具有重要的战略意义，预计未来天然气在我国一次性能源消费结构中的占比仍将继续提高。根据《国家能源发展战略计划（2014-2020）》，中国燃气行业第二阶段高速增长时期即将来临，预计在 2020 年末，天然气在我国一次能源占比将达到 10% 以上。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。

《成都市能源发展“十三五”规划》指出，进入“十三五”以后，成都经济社会综合实力将快速提升随着 CNG、LNG 推广和广泛应用，城镇生活燃气普及率的提高，天然气清洁能源在全市能源消费中的比重将进一步提升。到“十三五”末，全市能源消费结构进一步优化，天然气消费比

重将达到 16.9%。规划明确指出，“十三五”期间，全市将积极推广使用天然气，提高燃气普及率，发展天然气分布式能源，以优化能源消费结构、促进城市可持续发展。随着统筹城乡进程加快、现代服务业的发展和居民生活水平的提高，居民用气和商业用气将保持较快增长。相关政策的稳步推进，将进一步保证公司经营业绩稳定增长。

● 行业竞争结构及公司的地位

当前我国燃气行业整体呈现出区域特征显著和全国范围竞争逐步激烈的态势。

一方面，我国城市燃气行业经过多年的发展，由于其上游产业链较高的准入门槛以及产业的民生特性，在成立之初多是由政府出资控制的地方燃气投资集团出资并独家运营，由于燃气输送管网设备在特定区域内占据了天然的自然垄断，城镇燃气显现出了明显的区域性特征。

另一方面，在 2002 年 3 月国家发改委发布的新的《外商投资产业指导目录》中，解禁原禁止外商投资的燃气、热力、给排水等城市基础设施行业，允许外商进行投资，这一政策大大加快了外商进入我国一二线城市天然气市场的步伐。2002 年 12 月，建设部下发《关于加快市政公用行业市场化进程的意见》，进一步放开了市政公用设施建设招标的范围，市政国企、外资、民资将在同一平台公开招标，由政府对市政公用产品或服务在一定的时间和范围内授予特许经营权限。到目前，我国城市燃气市场大约有 3,300 个特许经营权（含县、区和主要工业区），其中活跃着除大型央企、国企之外的外资（港资）燃气企业以及民营燃气企业。

我国目前主要的城市燃气经营企业大致分为两类：一类是具有当地国企投资背景，在本地区域具有先发优势的地方燃气企业，例如重庆燃气集团股份有限公司、深圳市燃气集团股份有限公司等；另一类是目前跨区域经营的燃气运营商，如中国燃气控股有限公司、华润燃气控股有限公司、港华燃气控股有限公司等。同时，由于近年来政策的放开，民营城市燃气企业也崭露头角，例如新奥能源控股有限公司、新疆浩源天然气股份有限公司等。

目前公司主要从事的城市天然气供应业务在成都绕城区域内拥有特许经营权，在此范围内，不存在直接竞争对手。公司在绕城区域外开展的天然气供应业务主要与其子公司新创燃气、大丰燃气、新繁燃气、威达燃气及唐昌燃气经营，其经营片区已由各地经信局以授予特许经营权或以政府文件的形式明确独家经营区域，与区域内其余竞争对手不存在同片区竞争的情况。

公司已取得特许经营范围或独家经营区域的独占性，特许经营区域稳

固。成都范围内，主要竞争对手特许经营区域均在中心城区以外的周边郊县。主要企业有成都市双流区兴能天然气有限责任公司、成都市银鹏天然气有限公司、龙泉驿华油兴能天然气有限公司及四川华星天然气有限责任公司等。

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，成都城投集团直接持有公司 41% 的股份，是公司控股股东。成都市国资委持有公司控股股东成都城投集团 100% 股权，为公司的实际控制人。

本次发行前公司总股本为 80,000 万股，本次拟公开发行不超过人民币普通股 8,889 万股，占本次发行后总股本的比例不低于 10.00%。公司发行价格为 10.45 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
一、原有股东				
成都城投集团(SS)	32,800.00	41.00%	32,800.00	36.90%
华润燃气投资	28,800.00	36.00%	28,800.00	32.40%
港华燃气投资	10,400.00	13.00%	10,400.00	11.70%
彭俊福等 1,334 名自然人	8,000.00	10.00%	8,000.00	9.00%
二、公众股东	-	-	8,889.00	10.00%
总股本	80,000.00	100.00%	88,889.00	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 营业收入构成 单位：万元

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务收入	253,476.69	99.39%	439,036.25	99.13%	383,634.89	99.33%	358,176.30	99.22%
其他业务收入	1,547.38	0.61%	3,843.23	0.87%	2,585.75	0.67%	2,821.23	0.78%
合计	255,024.07	100.00%	442,879.48	100.00%	386,220.65	100.00%	360,997.53	100.00%

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	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例

天然气销售	209,520.42	82.66%	333,703.05	76.01%	300,202.96	78.25%	272,065.16	75.96%
天然气安装	22,045.38	8.70%	69,051.76	15.73%	51,901.25	13.53%	60,993.85	17.03%
燃气计量表和 其他燃气用具 销售及安装	21,187.54	8.36%	33,195.06	7.56%	29,304.47	7.64%	22,345.35	6.24%
设计开发服务	723.35	0.29%	3,086.38	0.70%	2,226.22	0.58%	2,771.94	0.77%
合计	253,476.69	100%	439,036.25	100%	383,634.89	100%	358,176.30	100%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 4 用户结构划分公司天然气销售情况

项目	2019年1-6月				
	金额(万元)	金额占比	销量(万立方米)	销量占比	单价(元/立方米)
居民	104,310.61	49.79%	52,829.02	56.93%	1.97
商业	59,030.30	28.17%	19,947.69	21.49%	2.96
工业	12,992.13	6.20%	4,611.25	4.97%	2.82
CNG	25,028.62	11.95%	11,525.82	12.42%	2.17
LNG	2,813.95	1.34%	844.86	0.91%	3.33
中间客户	5,344.81	2.55%	3,044.29	3.28%	1.76
合计	209,520.42	100.00%	92,802.93	100.00%	2.26
项目	2018年				
	金额(万元)	金额占比	销量(万立方米)	销量占比	单价(元/立方米)
居民	154,750.67	46.37%	85,058.01	53.27%	1.82
商业	102,890.31	30.83%	36,451.47	22.83%	2.82
工业	24,825.75	7.44%	9,295.13	5.82%	2.67
CNG	38,886.12	11.65%	23,107.40	14.47%	1.68
LNG	4,672.08	1.40%	1,568.39	0.98%	2.98
中间客户	7,678.12	2.30%	4,197.78	2.63%	1.83
合计	333,703.05	100.00%	159,678.18	100.00%	2.09
项目	2017年				
	金额(万元)	金额占比	销量(万立方米)	销量占比	单价(元/立方米)
居民	139,768.71	46.56%	77,945.52	53.98%	1.79
商业	94,204.94	31.38%	32,843.12	22.74%	2.87
工业	20,935.58	6.97%	7,636.91	5.29%	2.74
CNG	34,407.73	11.46%	20,313.53	14.07%	1.69
LNG	4,273.61	1.42%	1,428.54	0.99%	2.99
中间客户	6,612.38	2.20%	4,242.43	2.94%	1.56
合计	300,202.96	100.00%	144,410.05	100.00%	2.08
项目	2016年				
	金额(万元)	金额占比	销量(万立方米)	销量占比	单价(元/立方米)

			米)	比	立方米)
居民	129,762.78	47.70%	74,819.96	56.04%	1.73
商业	87,931.65	32.32%	31,042.75	23.25%	2.83
工业	17,176.82	6.31%	6,313.90	4.73%	2.72
CNG	31,338.27	11.52%	18,310.13	13.71%	1.71
LNG	3,068.96	1.13%	1,095.02	0.82%	2.80
中间客户	2,786.68	1.02%	1,930.57	1.45%	1.44
合计	272,065.16	100.00%	133,512.33	100.00%	2.04

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 5 公司天然气销售收入、销售单价、销售数量以及天然气用户增长情况

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
主营业务收入 (万元)	253,476.69	439,036.25	383,634.89	358,176.30
天然气销售收入 (万元)	209,520.42	333,703.05	300,202.96	272,065.16
平均销售单价 (元/立方米)	2.26	2.09	2.08	2.04
天然气销售数量 (万立方米)	92,802.93	159,678.18	144,410.05	133,512.33
销售数量增幅	10.32%	10.57%	8.16%	-
天然气用户增长 (万户)	6.01	7.65	11.59	10.48
天然气用户增幅	2.09%	2.80%	3.91%	-

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 6 主营销气量情况 单位: 万立方米

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	销售量	占比	销售量	占比	销售量	占比	销售量	占比
居民用气	52,829.02	56.93%	85,058.01	53.27%	77,945.52	53.98%	74,819.96	56.04%
商业用气	19,947.69	21.49%	36,451.47	22.83%	32,843.12	22.74%	31,042.75	23.25%
工业用气	4,611.25	4.97%	9,295.13	5.82%	7,636.91	5.29%	6,313.90	4.73%
CNG 加气	11,525.82	12.42%	23,107.40	14.47%	20,313.53	14.07%	18,310.13	13.71%
LNG	844.86	0.91%	1,568.39	0.98%	1,428.54	0.99%	1,095.02	0.82%
中间客户	3,044.29	3.28%	4,197.78	2.63%	4,242.43	2.94%	1,930.57	1.45%
合计	92,802.93	100%	159,678.18	100%	144,410.05	100%	133,512.33	100%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股说明书等

表 7 天然气销售单价情况 单位: 元/立方米

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
居民用气	1.97	1.82	1.79	1.73

商业用气	2.96	2.82	2.87	2.83
工业用气	2.82	2.67	2.74	2.72
CNG	2.17	1.68	1.69	1.71
LNG	3.33	2.98	2.99	2.80
中间客户	1.76	1.83	1.56	1.44
平均	2.26	2.09	2.08	2.04

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 8 营业成本构成 单位：万元

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务成本	195,983.54	99.52%	348,166.35	99.71%	290,739.21	99.74%	268,698.80	99.76%
其他业务成本	950.95	0.48%	1,026.47	0.29%	755.53	0.26%	635.73	0.24%
合计	196,934.49	100.00%	349,192.81	100.00%	291,494.74	100.00%	269,334.53	100.00%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 9 主营业务成本构成 单位：万元

项目	2019 年 1-6 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
天然气销售	167,139.26	85.28%	282,575.32	81.16%	239,625.65	82.42%	219,658.76	81.75%
天然气安装	14,579.38	7.44%	40,906.20	11.75%	30,170.53	10.38%	32,554.41	12.12%
燃气计量表和其他 燃气用具销售及安装	13,827.76	7.06%	22,186.77	6.37%	19,623.61	6.75%	14,311.86	5.33%
设计开发服务	437.13	0.22%	2,498.06	0.72%	1,319.42	0.45%	2,173.76	0.81%
合计	195,983.54	100%	348,166.35	100%	290,739.21	100%	268,698.80	100%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 10 天然气销售业务单位成本情况

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
天然气采购	1.55	1.52	1.43	1.41
折旧费用	0.08	0.08	0.06	0.06
人工薪酬	0.10	0.11	0.11	0.10
其他费用	0.08	0.05	0.07	0.07
合计（元/立方米）	1.80	1.77	1.66	1.65
销量（万立方米）	92,802.93	159,678.18	144,410.05	133,512.33
成本（万元）	167,139.26	285,548.83	241,042.89	221,815.23

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 11 管道天然气采购情况

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
----	--------------	--------	--------	--------

采购量 (万 m ³)	89,733.32	160,391.71	146,049.76	135,582.44
其中：中石油集团	75,407.39	138,890.86	117,553.59	104,930.96
中石化西南分公司	14,325.93	21,000.00	21,000.00	21,000.00
华润燃气投资	-	500.85	7,496.17	9,651.48
采购金额 (万元)	141,405.88	239,170.89	202,750.16	185,658.17
其中：中石油集团	119,976.83	208,767.42	164,575.02	144,804.72
中石化西南分公司	21,429.05	29,560.31	27,239.60	26,749.38
华润燃气投资	-	843.16	10,935.54	14,104.07
平均采购价格 (元/m ³)	1.58	1.49	1.39	1.37
其中：中石油集团	1.59	1.50	1.40	1.38
中石化西南分公司	1.50	1.41	1.30	1.27
华润燃气投资	-	1.68	1.46	1.46

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等（金额和价格不含税）

表 12 公司 LNG 采购情况

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
LNG 采购量 (万 m ³)	849.47	1,562.55	1,299.76	1,095.02
采购金额 (万元)	2,218.00	4,248.88	3,287.87	2,516.88
采购单价 (元/m ³)	2.61	2.72	2.53	2.30

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 13 公司毛利率情况

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
天然气销售	20.23%	15.32%	20.18%	19.26%
天然气安装	33.87%	40.76%	41.87%	46.63%
燃气计量表和其他 燃气用具销售及安装	34.74%	33.16%	33.04%	35.95%
设计开发服务	39.57%	19.06%	40.73%	21.58%
合计	22.68%	20.70%	24.21%	24.98%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

表 14 公司天然气销售单价、单位成本、购销价差情况

项目	2019 年 1-6 月	2018 年	2017 年	2016 年
销售单价 (元/立方米)	2.26	2.09	2.08	2.04
销售成本 (元/立方米)	1.80	1.77	1.66	1.65

其中：天然气采购单位成本（元/立方米）	1.55	1.52	1.43	1.41
其他单位成本	0.25	0.25	0.23	0.24
单位毛利	0.46	0.32	0.42	0.39
购销价差（元/立方米）	0.71	0.57	0.65	0.63
购销价差率	31.50%	27.10%	31.43%	30.85%

资料来源：WIND 资讯，公司招股说明书等

● 募投项目

公司本次募集资金将用于成都绕城高速天然气高压输储气管道建设项目的投资建设，有助于提高成都市管网覆盖区域，扩大城市管网供气范围，提升成都市储气调峰能力，使得成都市天然气供应更加稳定；同时，随着募投项目的投产，公司的管道天然气业务收入将持续增长，有利于提升公司竞争力，增强公司盈利能力。

表 15 募集资金项目 单位：万元

序号	项目名称	投资总额	募集资金投资额	建设期
1	成都市绕城高速天然气高压输储气管道建设项目	185,067.91	90,596.61	2020 年完成
	合计	185,067.91	90,596.61	

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 2019-2021 年归母公司的净利润分别为 4.42 亿元、4.80 亿元和 5.02 亿元，同比增速分别为 3.32%、8.72% 和 4.50%，相应的稀释后每股收益为 0.50 元、0.54 元和 0.56 元。

四、风险因素

天然气定价体制所导致的上下游价格变动风险

公司主要从事城市燃气输配、销售，城市燃气工程施工以及燃气表具销售等业务。上游企业主要为中石油西南分公司、中石化西南分公司及华润燃气投资（转供气），下游为各类城市天然气用户及相关企业。根据我国目前的天然气价格机制，上游天然气的门站环节价格分居民价格和非居民价格，报告期内，居民价格为最高门站价格管理，非居民价格为基准门站价格管理，供需双方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非居民价格，公司天然气采购价均按上述原则与上游气源单位协商确定。公司天然气上下游价格均受到较为严格的管制，公司向下游转移成本能力受到较大的限制，特别是居民用户价格调整。需履行价格听证等程序。如果未来公司上游天然气采购价格因国家发改委调整

门站环节指导价等原因而提高，而各地地方政府价格主管部门未及时调整下游销售价格，或下游销售价格提高幅度小于上游采购价格提高幅度，或公司与工业用户和商业用户谈判所得的销售价格提高幅度小于上游采购价格的提高幅度，则将导致公司毛利减少，从而对公司的财务状况和经营业绩产生不利影响。此外，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的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增大。采购价格的大幅波动可能影响公司未来业绩增长的稳定性。

不能持续取得特许经营权的风险

目前，公司已在成都绕城高速公路（G4201）以内、高新区范围内（高新区特许经营权授予前已授予或确定其他公司特许经营权的区域除外）以及新都区新都大道以南、主干二以东、南一路以北和围城路所围成的区域取得为期 30 年的管道燃气特许经营权。公司在绕城地区以内、高新区范围内（高新区特许经营权授予前已授予或确定其他公司特许经营权的区域除外）特许经营期限为 2004 年 10 月 20 日至 2034 年 10 月 20 日，新都区新都大道以南、主干二以东、南一路以北以及围城路所围成的区域的特许经营期限自 2006 年 3 月 30 日起至 2036 年 3 月 29 日止。除上述区域外，公司取得了郫都区部分区域、新都区部分区域无明确期限的独家经营区域。如果由于企业自身经营管理原因，不能持续满足授权部门所规定的相关要求，或者未能满足燃气经营许可证展期条件，存在许可证到期后不能顺利续期的可能性，从而使公司经营受到不利影响。

不能及时拓展业务区域的风险

目前我国城市燃气企业对其拥有特许经营权的特定区域的经营处于一定程度上的垄断地位。对于已被其他城市燃气企业取得特许经营权的区域，公司需采取并购入股的形式获取当地经营权，否则将难以进入该等区域开展城市燃气业务。对于尚未普及使用天然气的区域，公司需要与其他城市燃气企业依法竞争以取得该区域的城市燃气特许经营权。若公司无法通过并购扩大特许经营范围或公司在与其他城市燃气公司的竞争中失利而无法取得新区域的城市燃气特许经营权，则公司将面临难以及时拓展业务区域的风险。

毛利率波动风险

公司主营业务毛利率变动主要受天然气销售业务毛利率变动影响。目前我国天然气价格市场化改革明确了上下游价格联动机制，政府主管部门在调整上游门站价格的同时一般也会顺调下游销售价格，公司的采购销售价差保持稳定，尚未出现大幅波动的情况。随着天然气市场化改革的推进，以及市场环境、气源供应等方面的变化，未来影响天然气采购、销售价格

的因素不确定性较大,公司天然气采购销售价格的波动均可能增大且可能出现变动幅度不一致的情况,从而导致公司毛利率存在波动的风险。

燃气管网建设的风险

此外,天然气消费量的增长与城市天然气管网的输配能力紧密相关,公司在投资建设城市天然气管网时,通常结合政府部门规划和相关区域内未来较长时期的天然气需求预测来设计天然气管网的输配能力,以保证天然气管网的输配能力在未来较长时间内能够满足市场的需求,所以公司管网建设的输配能力往往超过当前业务的实际需求。因此,在短期内管网的利用率不足也可能对公司的盈利能力产生一定的不利影响。

安全生产风险

天然气具有易燃、易爆的特性,若燃气设施发生泄漏,极易发生火灾、爆炸等事故,因此,安全生产管理历来是城市燃气经营企业的工作重点。报告期内,公司虽然未发生重大燃气安全责任事故,但仍不能完全排除未来因用户使用不当、燃气用具质量问题或人为操作失误等原因引发安全事故的可能性。

经营区域集中的风险

公司特许经营区域集中在成都市中心城区及部分郊县,因经营区域较为集中且均为成都市内核心居住区,未来公司燃气供应业务的供应量可与成都市燃气市场容量保持同步增长;若未来成都市整体经济发展不及预期、或经济增长显著放缓,将对公司业务发展或经营业绩造成一定影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

基于已公布的2018年业绩和2019年、2020年预测均值,A股同行业可比上市公司2018年市盈率为23.55倍,2019年、2020年市盈率分别为18.06倍和15.53倍。

表 16 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)			
			2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
601139.SH	深圳燃气	7.00	0.31	0.36	0.39	0.45	22.71	19.53	17.95	15.44
600681.SH	百川能源	6.81	0.59	0.70	0.78	0.88	11.45	9.76	8.72	7.73
603393.SH	新天然气	27.40	1.18	1.49	1.86	2.46	23.28	18.34	14.75	11.15
600635.SH	大众公用	4.53	0.16	0.16	0.18	28.21	27.95	26.65	25.17	0.18
002267.SZ	陕天然气	7.19	0.36	0.36	0.36	20.22	19.78	23.97	19.97	0.36

603689.SH	皖天然气	10.94	0.37	0.52	0.67	0.80	29.55	20.84	16.34	13.72
600917.SH	重庆燃气	7.19	0.23	0.22	-	-	30.78	32.18	-	-
603706.SH	东方环宇	20.21	0.60	0.59	-	-	33.48	34.44	-	-
000407.SZ	胜利股份	3.39	0.07	0.12	-	-	47.89	29.10	-	-
	平均						27.51	23.55	18.06	15.53

资料来源: Wind 上海证券研究所 部分公司2019、2020年无业绩一致预期

● 公司估值水平

公司发行股价为 10.45 元,对应 2018-2020 年 PE 分别为 21.04 倍、19.35 倍和 18.52 倍,略低于可比上市公司 2018 年静态市盈率,略高于可比上市公司 2019 年、2020 年动态市盈率。

■ 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	2018A	2019E	2020E	2021E	指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	428.23	45.99	115.58	52.72	营业收入	4428.79	4599.30	4912.98	5271.62
应收和预付款项	423.36	586.35	491.78	665.06	营业成本	3491.93	3613.67	3856.69	4138.22
存货	306.67	259.95	344.78	304.10	营业税金及附加	22.04	22.89	24.45	26.24
其他流动资产	56.04	56.04	56.04	56.04	销售费用	275.00	285.59	305.07	327.34
长期股权投资	235.42	285.42	335.42	385.42	管理费用	161.83	168.06	179.53	192.63
投资性房地产	39.38	32.48	25.57	18.67	财务费用	-10.34	-10.25	-22.53	-10.87
固定资产和在建工程	2913.09	3394.61	4054.34	4194.07	公允价值变动损益	6.18	2.52	2.52	2.52
无形资产和开发支出	284.95	275.42	265.89	256.36	投资收益	45.84	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	55.64	55.10	54.55	54.01	其他收益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5187	4991	5744	5986	营业利润	532.60	544.79	595.23	623.52
短期借款	30.00	395.13	0.00	271.98	营业外收支净额	19.08	20.00	20.00	20.00
应付和预收款项	2191.50	1691.89	2423.14	1958.46	利润总额	551.68	564.79	615.23	643.52
长期借款	239.57	239.57	239.57	239.57	所得税	69.86	73.08	80.64	84.89
其他负债	2.54	2.54	2.54	2.54	净利润	473.53	491.71	534.58	558.63
负债合计	2908	2329	2665	2472	少数股东损益	46.14	50.13	54.50	56.95
股本	800.00	888.89	888.89	888.89	归属母公司股东净利润	427.39	441.58	480.08	501.68
资本公积	510.84	421.95	421.95	421.95	财务比率分析				
留存收益	769.43	1102.36	1464.32	1842.57	指标	2018A	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东权益	2080	2413	2775	3153	毛利率	21.15%	21.43%	21.50%	21.50%
少数股东权益	198.49	248.62	303.13	360.08	EBIT/销售收入	16.71%	15.60%	16.13%	15.88%
股东权益合计	2279	2661.83	3078.29	3513.49	销售净利率	10.69%	10.69%	10.88%	10.60%
负债和股东权益合计	5187	4991	5744	5986	ROE	22.31%	18.30%	17.30%	15.91%
现金流量表 (单位: 百万元)					资产负债率	51.94%	46.66%	46.40%	41.30%
指标	2018A	2019E	2020E	2021E	流动比率	0.64	0.45	0.42	0.48
经营活动产生现金流量	677.91	-40.10	1384.16	86.58	速动比率	0.52	0.30	0.25	0.32
投资活动产生现金流量	-362.02	-578.86	-778.86	-278.86	总资产周转率	0.91	0.92	0.86	0.88
融资活动产生现金流量	-247.71	236.73	-535.72	129.42	应收账款周转率	21.13	15.78	21.46	16.00
现金流量净额	67.41	-382.23	69.59	-62.86	存货周转率	12.24	13.90	11.19	13.61

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。

