证券研究报告—动态报告/公司快评

新三板

燃气生产和供应业

凯添燃气（831010） 无评级

重大事件快评

2020 年 07 月 20 日

银川最大民营燃气供应服务商，突破非常规天然气技术

证券分析师： 彭若恒 pengruoheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520060002

事项：

公司于 2020 年 7 月 10 日完成公开发行网上申购，不久后将于精选层挂牌。公司本次申请选择以净利润为核心的入层标准“市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均净资产收益率不低于 8%”。公司市值按发行价格 4.79 元/股、全额发行后 2.345 亿股计算为 11.23 亿元，2019/2018 年按入层指标计算的净利润分别为 6111/4078 万元，加权平均净资产收益率 22.46/15.16%。本次实际公开发行 5200 万股（招股书拟发行 6000 万股），获认购 2.49 亿元（招股书拟募集 3.18 亿），将全部投入“银川市应急调峰储气设施建设项目（一期工程）”。

国信新三板观点：1）公司为银川市最大民营燃气供应商，提供管道燃气安装供应服务，贵阳和武威地区的 LNG 服务提供商；2）拥有突出的产业链相关技术研发实力，取得非常规天然气采集重要成果，3）公司 2019/2020Q1 实现收入 3.55/0.91 亿元，同比+20.98/-15.09%，归母净利润 6122/1080 万元，同比+48.24/0.51%，2019 年 EPS 为 0.34 元，PE 为 14.91 倍（按发行价格为 14.28 倍）；4）风险提示：天然气价格政策变化；管道燃气依赖单一供应商；市场区域化集中；安全生产管理；首次发行失败；5）投资建议：公司为银川最大民营城镇燃气供应商，扎根快速发展的西北区域中心城市，并于贵阳、武威等地开展 LNG 相关业务，在城市燃气运营服务方面经验丰富，专业性、安全性、可靠性受到用户和当地政府部门认可。公司在天然气产业链相关技术领域具有突出的研发能力，尤其是在非常规天然气采集方面已研制出可进行直接就地液化服务的“可移动式天然气液化装置”，在“分布式能源”、“非管道居民和工商业燃气”项目及获取廉价气源方面都有可观发展空间，相关业务项目已在建设中，未来“燃气装备+燃气服务”商业运营模式具较大潜力。公司当前基本面稳健，运营及技术优势突出，有利于把握国家油气体制改革机遇，可持续关注。

评论：

■ **银川市最大民营燃气供应服务商，贵阳和武威 LNG 服务提供商，非常规天然气开采技术已取得重要研发成果**

公司成立于 2008 年，主要从事城镇燃气供应和管道工程安装服务，为银川最大民营城镇燃气供应商，并在甘肃武威、贵州贵阳等地开展 LNG（液化天然气）相关业务。同时，公司也是一家专注燃气装备应用技术研发及运营服务的高新技术企业。

公司当前拥有天然气配气站 2 座、园区气化站 1 座、CNG 加气站 1 座，服务 CNG 和 LNG 加注站 13 座，运营输气管网 670.98 公里。公司在银川市进行燃气供应服务长达 18 年，在天然气基础设施建设、安全供应、客户服务等环节均具备专业化运营优势，当前服务于超 12 万当地居民及工商业用户，供气量居银川市第二位，积累了较好的经营口碑。另一方面，公司分别为武威当地居民及产业园和贵阳公交集团提供 LNG 供气及配套服务。此外，公司已被银川市政府议选为宁夏最大调峰 LNG 储气库项目的建造和运营服务商，承担大型民生保障工程任务。

在天然气产业链相关技术的研发等方面，公司已取得专利 44 项（发明专利 3 项），掌握自主知识产权的“可移动式

天然气液化装置” 将庞大、复杂的工厂流程装置变成一体化的模块机组设备，可对管道天然气及非常规天然气进行直接就地液化服务。公司于 2019 年申报了海上油田伴生气液化回收项目的相关专利共计 12 项（发明专利 6 项），可有效解决海上油田伴生气等偏远废弃资源的综合利用难题。此外，公司开发的温补燃气表、安易芯数据安全管理系统等管理技术均处于国内先进水平。

■ 公司控股股东及实控人为龚晓科，核心管理层拥有深厚的专业技术及行业背景，家族与公司利益深度绑定

龚晓科为公司控股股东、实际控制人及董事长，共计控制公司 53.27%的股份（发行前，下同），其中直接持有公司 28.60%的股份，70%的凯添装备（持公司股份 24.67%）股份，其 4 名一致行动人分别为配偶王永茹和兄弟姐妹龚晓东、龚晓勇和龚炯遐 3 人，各持有 1.01%、、0.30%、0.82%、0.30%公司股份。第二大自然人股东穆云飞直接持有公司 14.49%的股份，并持有 30%凯添装备股份，任公司董事兼总经理，其配偶王中琴持有公司 6%股份，兄弟穆晓郎持有 3.74%公司股份。公司无其他 5%以上股东。公司核心管理层还包括张靖、赵晓红二人，其中穆云飞和赵晓红皆为公司核心技术人员。总体来看，公司董监高及相关近亲 18 人共计持有公司 80.50%的股份，其中高管张靖、赵晓红及其姐妹分别持有 0.32%、0.32%和 0.04%的公司股份。

表 1：公司核心管理层情况

人员	公司职务、身份	个人履历
龚晓科	董事长、控股股东、实际控制人	1970 年出生，毕业于重庆大学工商管理学院，MBA 学历，高级工程师，宁夏回族自治区第十届政协委员，贺兰县工商联副主席，宁夏大学机械工程学院校外硕士生指导教师。曾任重庆新华印刷厂技术员；重庆桑特通讯有限公司职员；2002-2012 任凯添天然气有限执行董事、经理、监事；2010-2014 任公司前身银川天佳仪器仪表有限公司执行董事、总经理；2014 至今任公司董事长；此外，2007-2012 还任合江凯添能源开发执行董事、总经理；2009-2013 任宁夏凯添能源开发执行董事；2013-2017 任宁夏凯添天然气安装执行董事；2013-2017 任凯添能源装备执行董事；
穆云飞	董事、总经理	1975 年出生，毕业于南京理工大学，本科学历，高级工程师，宁夏大学机械工程学院校外硕士生指导教师，2019 年度银川市高精尖缺人才。曾任江苏上上线缆集团专业工程师；重庆民生燃气有限公司城市燃气项目工程指挥长；2002 年起于凯添天然气有限任职，历任总工程师、监事、执行董事、总经理；2010-2017 历任公司监事、总经理、董事，2019 年任公司董事；2020 年起再任公司董事、总经理；曾于 2005 年主持建设了国内较早的全液化流程的液化天然气装置，其主持研发的《撬装 LNG/L-CNG 加气站装置》获得自治区企业科技创新后补助引导项目，牵头与宁夏大学、东华大学联合技术研发“天然气壁挂炉高效节能关键利用技术与核心装置研发及示范”项目，获得宁夏自治区科技厅 2020 年重点研发项目立项。
张靖	董事、副总经理、 财务负责人	1977 年出生，毕业于涪陵财贸学校，中专学历。曾任中国银行丰都支行储蓄员、所主任；2002-2012 任凯添天然气有限公司会计、财务经理；2013-2015 任凯添安装有限监事； 2013 至今任宁夏凯添能源开发有限、宁夏凯添天然气有限监事；2013-2014 任公司财务负责人，2014 至今任公司董事、副总经理、财务负责人。2012-2015 还任沧州明珠天佳仪表科技有限公司董事、经理；
赵小红	副总经理、董事会秘书	1974 年出生，毕业于南京理工大学，本科学历，高级工程师，银川市学术技术带头人储备工程人员，2019 年度银川市高精尖缺人才。曾任重庆三峡涂料股份公司技术员；重庆移动通信服务公司终端分公司部门经理；重庆创本深冷天然气有限公司经理；2013 年进入本公司任有限公司部门经理；2014 年至 2020 年任公司董事、副总经理、董事会秘书。2020 年至今任公司副总经理、董事会秘书。层参与制定《天然气净化机企业标准 Q/TJN005-2014》《天然气液化机企业标准 Q/TJN006-2014》，参与研发的“井场天然气回收液化装备”，参与《一种天然气脱酸气的装置》和《一种应用于天然气深冷液化领域的混合制冷工艺》等两项发明专利。

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

■ 主营分析：天然气供销和燃气管道设施安装为主业，银川为主多地业务模式不同，非常规天然气开发项目建设中

公司主营业务为天然气（主要包括 PNG 管输燃气和 LNG 液化天然气）的销售供应服务、燃气管道设施安装服务以及少量燃气仪器仪表销售等其他业务，主要由凯添天然气、甘肃凯添以及息烽仁川三个子公司在当地分别按各自业务模式开展，此尚待开展的新业务为非常规天然气开发业务，主要通过自主研发核心专利技术并开发的“移动式天然气液化装置”开展，由子公司重庆凯添承担，具体情况如下：

表 2：公司主营业务具体内容

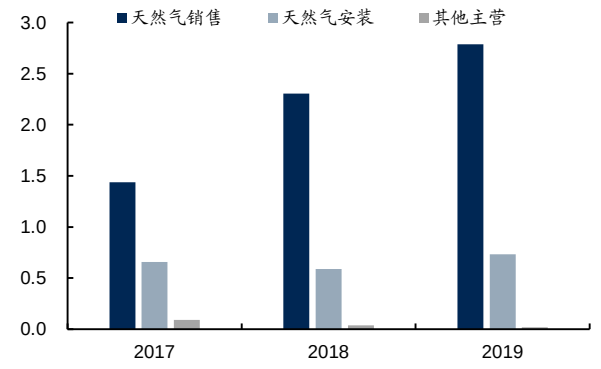
业务	运营子公司	产品服务	采购模式	输配模式	销售对象	销售模式
1、天然气销售供应	凯添天然气	PNG	与中石油天然气销售宁夏分公司每年签订《天然气购销合同》；价格根据发改委制定的基准门站价和浮动区间，超过合同供气量则采用竞拍价；先款后货原则，周预付、周结清。	自上游交接点接入公司的门站，调压、过滤、计量、加臭后进入城市管网。	银川一县两区的居民和非居民，包括各类用户及部分 CNG 汽车加气站。	居民：政府定价，固定价格、预存气款、先款后气、按月抄表。 非居民：政府确定基准价，可一定上下浮，原则上签订供用气合同，可采取预付款滚动结算，月结（CNG 加气站为周结）。
	甘肃凯添	气化 LNG	市场化采购 LNG 气源，向供气区域附近生产厂商或充装站按市场价购买，一般现款现货	LNG 瓶组经运输至供气点，气化、调压、加臭后通过用户的自有管道向其供气。	武威市新能源制造装备产业园及武威市一区三县部分乡镇用户。	同凯添天然气
	息烽汇川	车用 LNG	同甘肃凯添	由 LNG 槽车运输至 LNG 加注站，经计量、BOG 回收后向车辆加注。	目前为贵阳公交集团等交通运输企业	根据 LNG 加注站加气机的计量读数确认客户用气量，先气后款、月结。
	重庆凯添	非常规天然气回收利用	尚待开展，当前主要为中石化重庆市永川区页岩气开采提供配套服务（页岩气井口液化），主要通过公司自主研发专利技术并开发的“移动式天然气液化装置”进行，现已完成有关测试，一期工程建成后液化能力可达 10 万方/天。			
2、天然气安装	凯添天然气	（1）用户向凯添天然气提出用气和管道燃气安装的申请，公司根据不同类型用户的用气特点等进行安装方案设计和设备选型，签订燃气设施协议后进行管道施工和燃气设备（如气表）的安装，验收后为用户办理通气手续。（2）与用户协商确定安装工程费，验收后收取安装费；（3）政府实施价格引导：市场体系尚未建立、收费标准纳入政府定价目录进行管理的地方原则上成本利润率不超过 10%；收费标准由市场形成的地买卖双方协商，遵循公平合法、诚实信用的原则，禁止牟取暴利。				
3、其他	—	燃气仪器仪表及调压设备销售，为公司前身天佳能源科技股份主业，将逐渐对内配套化				

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理
注：1、PNG 为管输天然气，LNG 液化天然气为在深度冷冻条件下呈液态的天然气，体积为气态的 1/600；CNG 压缩天然气为压缩到压力 10-25 MPa 的气态天然气。2、宁夏一区两县为贺兰县、金凤区和兴庆区，武威市一区三县为凉州区、民勤县、天祝县、古浪县； 3、非常规天然气一般指难以用传统石油地质理论解释，在地下的赋存状态和聚集方式与常规天然气藏具有明显差异的天然气，主要为中石化、中石油、中海油的偏远气井天然气、页岩气、煤层气、油田伴生气，盐井伴生气，焦炉气和生物质转化的燃气。

从主营产品服务的收入结构来看，2019 年主营业务收入为 3.54 亿元（+20.77%），主要来自于燃气销售收入，为 2.79 万元（+20.93%，占比 78.80%），此外燃气安装收入 0.73 亿元（+24.26%，占比 20.67 %），其他主营收入 187.86 万元。

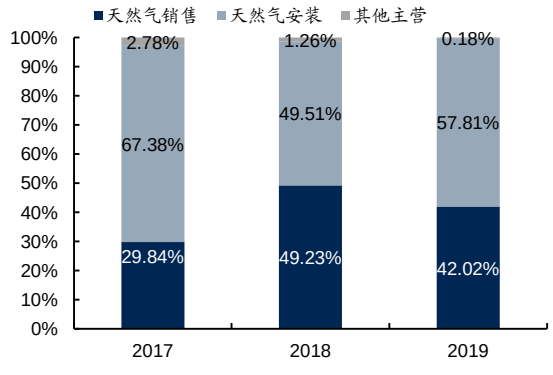
从毛利润结构来看，天然气安装业务贡献毛利最多，2019 年业务毛利润占比 57.81%（毛利率 76.84%），天燃气销售毛利润占比 42.02%（毛利率 14.65%），而其他业务毛利润占比仅 0.18%。

图 1：2017-2019 主营分产品收入（亿元）



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理
注：息烽汇川为 2019 年 12 月并表，仅合并 1 个月收入

图 2：2017-2019 公司主营分产品毛利润占比



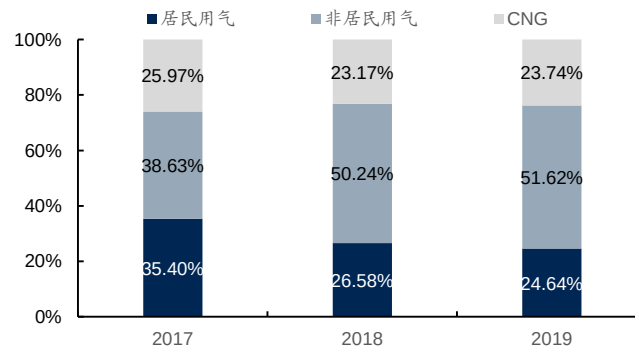
资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

公司作为城市基础能源供应商，燃销售主要面向业务开展的地区居民和工商业非居民，燃气安装主要客户则为房地产开发商。整体来看，公司当前服务约 12.28 万用户，其中 3333 户工商业用户。基于城市燃气的网络自然垄断属性，公司燃气销售类主要客户除公司以外没有其他采购对象，房地产开发商客户在具体区域的楼盘（小区）项目中，除了公司以外无其他采购对象。

天燃气销售业务用户的具体构成方面，居民、非居民和 CNG 站的销售额占比分别为 24.64%、51.62%和 23.74%，非居民中工业用户销售额占比为 60.68%。供气用户的用气量保持逐年增。随 2017 年加快工业燃煤锅炉改燃气锅炉工作的启动，2018 年公司非居民、尤其是工业用气量大幅增加（分别+97.40%和 164.30%）。

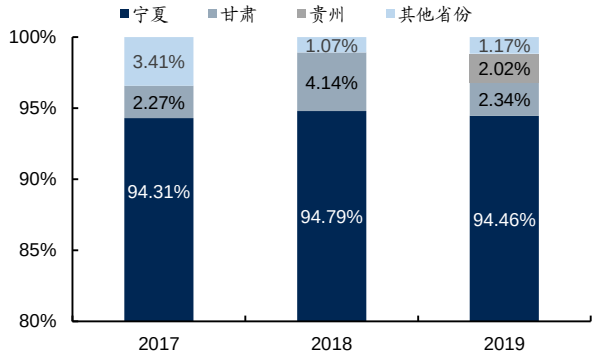
从主营收入的区域分布看来，公司主要业务集中在凯添天然气业务主要覆盖的银川市一县两区，但随息烽汇川的完整年度并表将有所下降。具体来看，宁夏地区收入在公司主营中占比一直在 95%左右，但公司已于 2019 年 12 月完成对息烽汇川全资收购，2019 年合并报表只并入一个月的经营收入，其业务主要覆盖贵州和四川省，假设将其年度收入并入，则公司在银川地区收入的比例将降至 72.45%。

图 3：2017-2019 天然气销售额分用气性质比例结构



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

图 4：2017-2019 分地区主营收入占比



资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整理

公司前五大客户类型主要为工业公司和 CNG 加气站公司，大部分与公司形成常年稳定合作关系， 2017-2019 年合计销售收入占比分别为 18.47%，18.92%和 16.17%，均为公司天然气销售业务，其中 LNG 销售业务的客户类型主要为部队、工业用户、公交企业和 LNG 生产供应商。前五大客户具体情况如下：

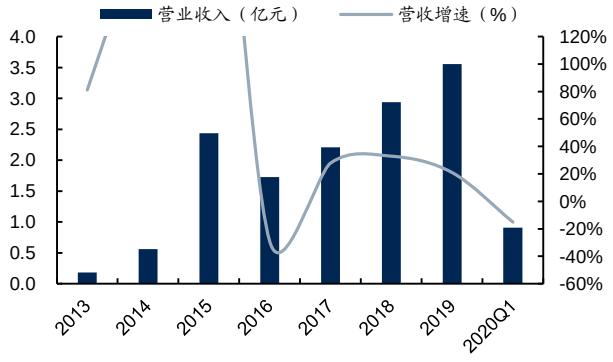
表 4：公司前五大客户情况

排序	2019 客户名称	占营收比重	2018 客户名称	占营收比重	2017 客户名称	占营收比重
1	银川百泓新材料科技有限公司	4.10%	银川百泓新材料科技有限公司	4.46%	宁夏派胜房地产开发有限公司	4.02%
2	辛普劳（中国）食品有限公司	3.24%	辛普劳（中国）食品有限公司	4.22%	辛普劳（中国）食品有限公司	4.01%
3	宁夏贺银油气有限公司	3.21%	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	4.13%	银川冀银房地产开发有限公司	3.84%
4	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	3.04%	宁夏贺银油气有限公司	3.26%	宁夏兰星天然气开发有限公司	3.41%
5	贺兰县宏兴油气有限公司	2.58%	银川兄弟彩兴化工有限公司	2.85%	宁夏西夏嘉酿啤酒有限公司	3.20%
	合计	16.17%	合计	18.92%	合计	18.47%

资料来源：公开发行说明书，国信证券经济研究所整

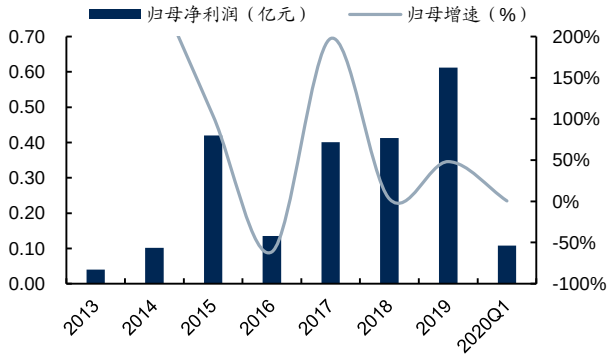
■ 公司财务情况

图 5：2013-2020Q1 营业收入及增速（亿元）



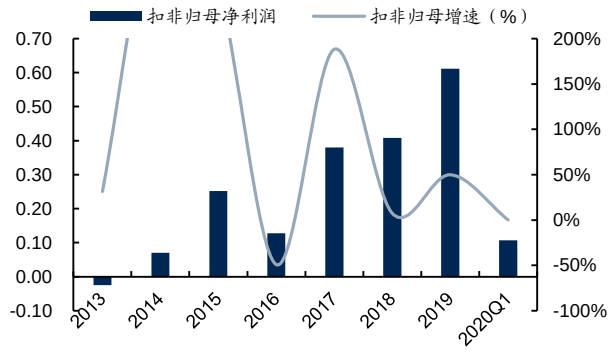
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2014、2015 年增速分别为 210.84%和 334.88%

图 6：2013-2020Q1 归母净利润及增速（亿元）



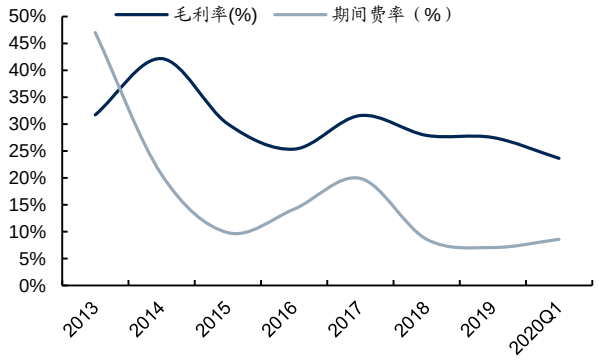
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2014、2015 年增速分别为 391.69%和 262.60%

图 7： 2013-2020Q1 扣非归母及增速（亿元）



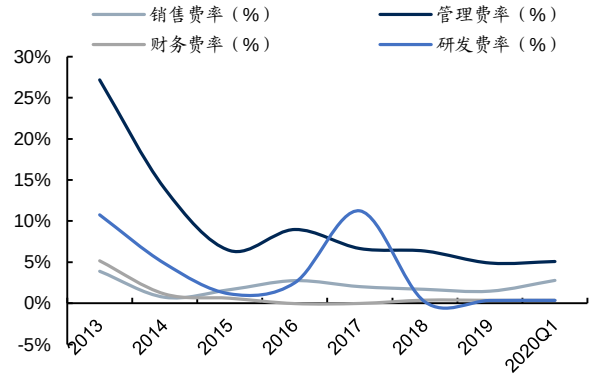
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2014、2015 年增速分别为 370.33%和 257.68%

图 8： 2013-2020Q1 毛利率及期间费用率



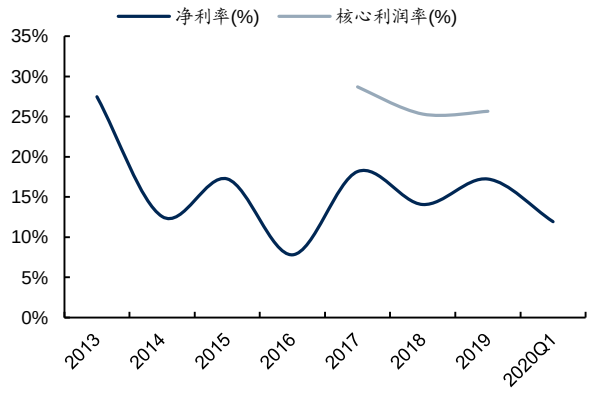
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9： 2013-2020Q1 四项期间费用率



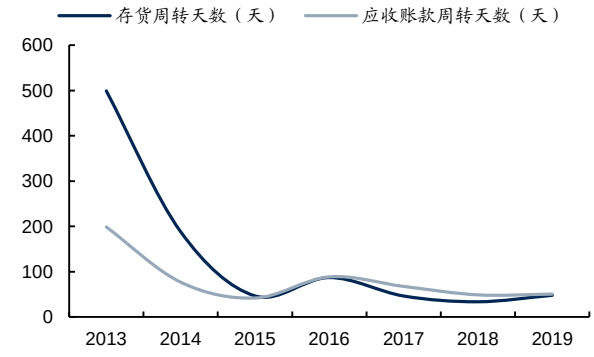
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 10： 2013-2019 净利率及核心利润率



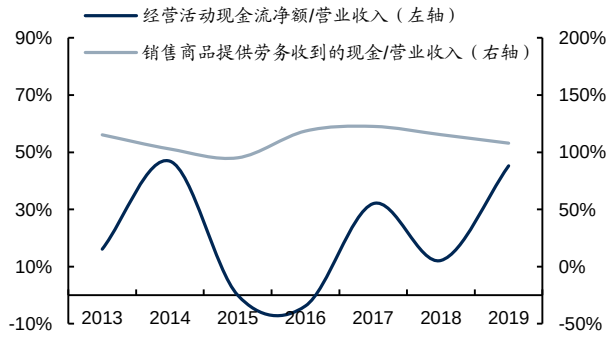
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
核心利润率：毛利率-四项费用率-营业税金及附加/营收

图 11： 2013-2019 存货及应收周转天数



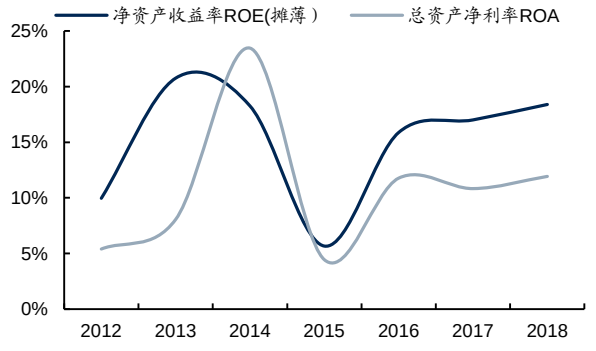
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12： 2013-2019 现金流情况



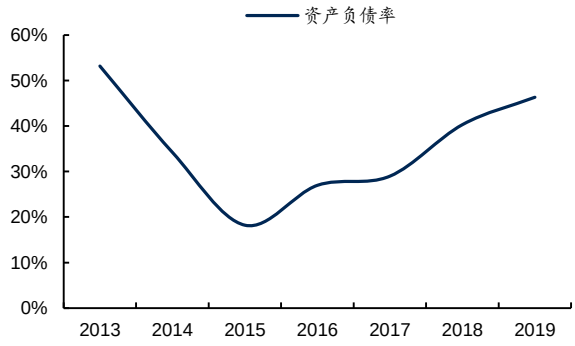
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 12： 2013-2019 净资产收益率及总资产净利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13： 2013-2019 资产负债率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 募投项目：承担银川市重点天然气应急储备保障设施项目的建设运营，具有良好投资回报率

本次公开发行实际获认购 2.49 亿元（拟募集 3.18 亿），所募资金将全部投入“银川市应急调峰储气设施建设项目（一期工程）”，当前项目已处于建设中，预计 2021 年初完工，具体情况如下：

表 5：募投项目情况

项目名称	具体内容	投资总额（万元）	拟募集资金（万元）	建设周期
银川市应急调峰储气设施建设项目（一期）工程	1 座 4 万 m^3 的 LNG 储气罐、每小时 5 万立方米的气化装置、BOG 再液化、BOG 压缩、NG 复热、天然气调压加臭设施、LNG 装卸车及配套建设辅助工程	49,308.48（已投入 8,837.49）	31,838.48	2 年（预计完工 2021 年初）

募投项目为宁夏最大的调峰 LNG 储气库项目，主要通过提供 LNG 储备解决当地冬季供气不足的问题，系大型民生天然气保障工程，同时能有效改善当地环境质量。储气库会与银川市三区两县一市的各燃气企业管道互连互通，可为银川及周边地区提供天然气的应急保障。项目整体规模为 8 万立方米，分两期建设，一期规模为 4 万立方米。该项目为银川市政府按照“政府引导、企业自愿、市场化运作”的原则议定，由公司承担的市天然气应急储气设施建设项目，不存在招投标事项，公司拥有投资建设运营权，当地政府主要负责规划监督而不涉及合作共建。

从盈利角度来看，该项目主要通过在用气淡季液化储存、用气高峰期气化卖出，赚取采购差价的方式进行盈利。通过公司测算分析，项目税后年自由现金流 2,800 万元，税后内部收益率为 10.58%，高于行业基准收益率 8%，具有较好的投资回报率。

■ 投资建议

公司为银川最大民营城镇燃气供应商，扎根快速发展的西北区域中心城市，并于贵阳、武威等地开展 LNG 相关业务，在城市燃气运营服务方面经验丰富，专业性、安全性、可靠性受到用户和当地政府部门认可。公司在天然气产业链相关技术领域具有突出的研发能力，尤其是在非常规天然气采集方面已研制出可进行直接就地液化服务的“可移动式天然气液化装置”，在“分布式能源”、“非管道居民和工商业燃气”项目及获取廉价气源方面都有可观发展空间，相关业务项目已在建设中，未来“燃气装备+燃气服务”商业运营模式具较大潜力。公司当前基本面稳健，运营及技术优势突出，有利于把握国家油气体制改革机遇，可持续关注。

■ 风险提示：天然气价格政策变化；管道燃气依赖单一供应商；市场区域化集中；安全生产管理；首次发行失败

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032