



中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

公共事业：燃气

姚圣, CFA

证券投资咨询业务证书编号: S1300510120025  
(852) 3988 6429  
peter.yao@bocigroup.com

\*那程为本报告重要贡献者

## 深圳燃气拜访纪要

我们于近日拜访了深圳燃气(601139.SS/人民币 8.20, 未有评级), 并与管理层对公司的经营业绩和发展策略及行业的发展趋势进行了讨论。

### 天然气销售量稳定增长

西气东输二线已于5月开始试供气, 经过90天试运行后将开始正式供气。随着西气东输二线的通气, 公司的气源将得到稳定的大幅增加。公司正在积极建设西气东输二线的相关管网, 预计资本开支为16亿人民币, 5年时间可以完成, 以提高公司未来的售气量。

中国宏观经济的放缓对于目前公司燃气销售量影响有限, 因为公司目前的燃气销售80%集中在深圳, 而深圳以高新技术产业居多, 用气量对宏观经济变化的敏感度不及高能耗产业大, 因此公司预计售气量将继续保持稳定增长, 2012年的燃气销售目标为11.88亿立方米(2011年售气量为8.14亿立方米)。目前气的供应也需要调峰, 每天分为早中晚三个高峰, 在高峰时段, 公司会购买现货并利用槽车运输LNG以提高供应量。公司考虑未来将建设LNG储库以确保稳定的供应量和相对较低的价格。

### 天然气结构趋于优化, 购气成本下降

2011年公司的售气量占比中工商业用户(包含电厂)占60%, 民用占40%。深圳的居民气化率目前在33%左右, 随着城市管网的建设, 气化率将进一步提高, 公司的民用售气收入也将相应稳定增长。但公司未来的发展策略将主要集中在扩展工商业用户, 力争在3-5年内将工商业用户售气量占比提高到80%以上。公司已经与三个电厂签订了正式供气合同, 分别为深圳钰湖电力有限公司、深圳宝昌电力有限公司和深圳南天电力有限公司, 达产期每年总售气量将达到10亿立方米。目前深圳的燃气调峰电厂电价为0.745元人民币/千瓦时(含税), 地方政府还会额外给予0.2-0.3元人民币/千瓦时的补贴, 因此电厂购气的积极性很高。此外, 公司还与5个电厂签订了框架协议。公司并不会盲目的扩展电厂用户, 而是会有选择性的挑选, 以达到一个最佳的盈利模式。同时, 公司也在积极发展外地客户, 江西、赣州、景德镇等地都已取得一定进展。

由于公司之前的气源有一部分来自现货采购, 相对价格较高, 随着西气东输二线的通气, 总体燃气采购成本将有所下降。地方政府在制定燃气售价方面会对成本及历史经营业绩进行综合考虑, 给出一个合理的定价方式。

### 石油气批发业务占比将逐渐下降

2011年, 公司石油气批发业务销售收入为34.6亿人民币, 占总收入46%, 毛利率仅为1.96%, 相对较低。出于社会责任及为燃气管道无法达到区域的用户提供高质量气源等方面考虑, 公司仍然会继续维持这方面的业务。但随着未来管道燃气销售收入的增加, 城市燃气管网覆盖面积的增大, 石油气批发业务销售收入的占比将逐渐下降, 并不会拖累公司总体的经营业绩。

### 加气站和液化工厂

对于新能源汽车行业，目前深圳市主要在大力发展电动汽车，相应的 CNG 及 LNG 汽车发展受到了一定的影响，目前公司与中石油合作建设了 6 个 CNG 加气站，与中海油合作建设了 7 个 LNG 加气站，由于与传统燃料相比，燃气有明显的价格优势，预期未来的用户数量将稳定增长，同时会对盈利带来一定的贡献。目前公司在建的内蒙古鄂尔多斯及安徽宣城天然气液化工厂预计最早将在今年 10 月投产，预计产能 30 万立方米，主要销售给周边客户。在这两个液化工厂投产后，公司可能考虑继续推进加气站的建设。

### 收购项目

公司也在积极考虑收购优质项目，对项目 IRR 的要求至少要达到 8%。对于资金来源方面，公司目前主要依靠借款，2011 年公司资产负债率为 56%。管理层指出公司的资产负债率不会超过 60%。对于贷款利率，随着今年信贷环境的逐渐宽松以及降息，公司的贷款利率呈下行趋势，新增贷款的贷款利率已经较基准利率出现折扣。今年的现金流预计仍然为净流出，主要是公司在大力建设燃气管网，未来几年每年的资本开支在 2 亿人民币左右。而对于派息比例，管理层指出将维持在母公司可分配利润的 50% 左右。公司目前在深圳及外地获取的特许经营权期限为 30 年（自 2003 年左右开始），到期后可再续 30 年。

### 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉嘉街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371