

分析师：齐求实

执业证书编号：S0050511070001

Tel: 010-59355977

Email: qiqs@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



深圳燃气(601139.SH)

气源保证与电力客户助推公司业绩增长

投资要点

● “美丽中国”促进天然气用量增长。今年冬天以来全国大范围遭遇雾霾天气，高效清洁的能源利用方式将会被更为广泛的理解和应用。与诸如光伏、风能等新能源产业相比，天然气是一种当前推广较为容易、且较为清洁有效的能源，我国天然气用量将保持高速增长趋势。

● 西二线天然气保障公司气源稳定。公司与中石油签署《西气东输二线天然气购销协议》，协议约定公司每年向中石油采购40亿立方米天然气，照付不议气量36亿立方米。西二线以及广东大鹏公司有效保证了公司的气源稳定，使公司可以集中力量开拓下游用户市场。

● 燃气发电将是公司销气增长的重要客户。目前深圳八个电厂中已有四个电厂与公司签订供气协议，深圳地区未来规划的燃气机组用气量将达到60亿立方米每年。按公司0.27元每立方米的管输费计算，西二线协议供应量40亿立方米如能全部为电力企业所消化，即可为公司带来10.8亿元的毛利润。

● 异地项目有望进入收获期。从公司异地扩张的思路看，以气源保证为前提抢占二三线城市，尤其是工业用户的增量是重点发展的目标，以重庆、合肥、九江为中心向周围辐射。预计公司未来三年异地燃气项目供气量增速将达到20%以上，2015年供气量将超过3亿立方米。

● 给予公司“买入”评级。预计公司2013年-2014年每股收益在0.37元、0.5元，对应静态市盈率25倍、19倍，我们认为业绩将有足够的安全垫，给予公司“买入”评级。

公用事业

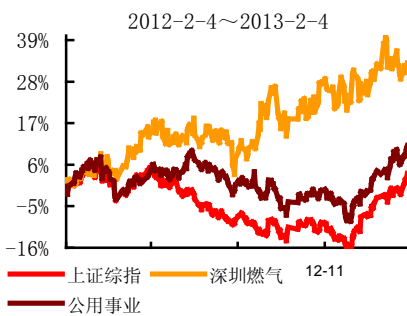
投资评级

本次评级:	买入
跟踪评级:	未评级
目标价格:	13

市场数据

市价(元)	9.55
上市的流通A股(亿股)	19.05
总股本(亿股)	19.80
52周股价最高最低(元)	7.3-12.96
上证指数/深证成指	2419.02/9820.29
2012年股息率	1.09%

52周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	8112.45	8982	11415	16087
增长率(%)	23.68	10.72	25.05	41.48
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	405.30	508	736	981
增长率(%)	26.63	25.34	31.44	35.02
毛利率(%)	15.84	16.40	17.81	14.88
净资产收益率(%)	10.60	11.59	15.44	17.64
EPS(元)	0.33	0.27	0.37	0.5
P/E(倍)	46.66	37.23	25.69	19.29
P/B(倍)	4.27	4.17	3.81	3.27

来源：公司年报、民族证券

正文目录

一、“美丽中国”促进天然气用量增长.....	3
二、稳定气源与管网建设是公司运营保障	4
1、西二线天然气保供 40 亿立方	4
2、广东地区将覆盖更多长输天然气管网	4
3、下游用户可拓展空间广阔	5
三、燃气发电将是公司销气增长的重要客户	7
1、财政补贴缩窄燃气机组与燃煤机组的价格竞争	7
2、燃气机组有效调节电网峰谷结构	8
3、对电厂代收管输费的模式规避风险	8
四、公司石油气批发市场稳定	8
五、天然气加气站刚刚起步	9
六、异地项目有望进入收获期	9
七、盈利预测与重要假设	9
八、风险提示	10

图表目录

图 1：我国天然气产销量（亿立方米）	3
图 2：2011 我国能源利用比例	4
图 3：2015E 我国能源利用比例.....	4
图 4：我国天然气管网现状（红色）与远景图（蓝色 西二线已通）	5
图 5：公司销气量情况	6
表 1：公司供应深圳燃气机组气量（2015 年规划）	7
表 2：盈利预测简表：	10
附录：财务预测表	11

一、“美丽中国”促进天然气用量增长

我国经济运行成本较高，GDP 能耗是世界上最高的国家之一，2008 年的统计数据表明，每公斤标煤产生国内生产总值 0.36 美元，而全球平均水平为 1.86 美元。从各个国家的能源结构看，天然气在能源结构中的应用比例在一定程度上影响了 GDP 单位能耗，比如欧洲地区国家的单位能耗普遍较低，主要原因在于天然气与核电的应用比例很大。

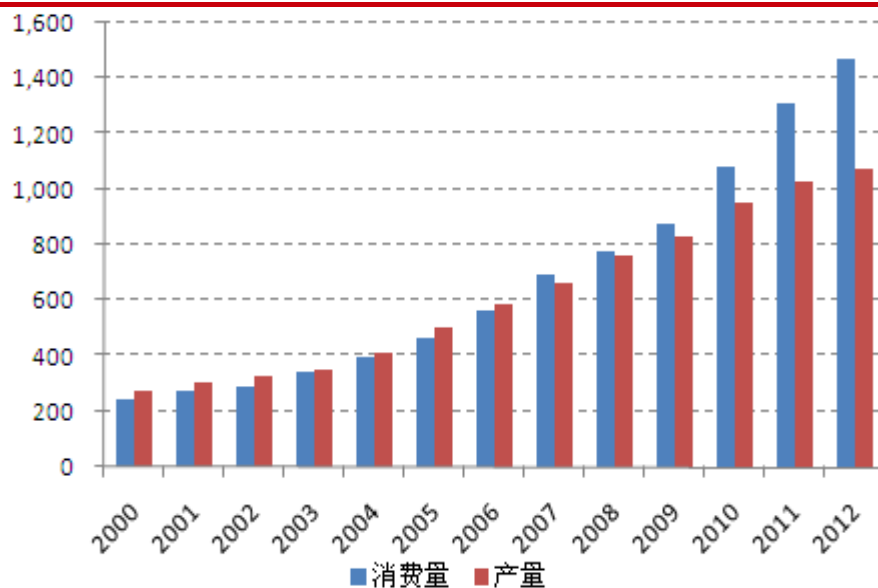
从能源利用效率看，天然气 99% 以上的成分是甲烷，甲烷具有很高的热稳定性和热值当量，1 立方米天然气的热值大致为 8500 大卡，相当于焦炉煤气的两倍左右，相当于 93 号汽油热值的 1.17 倍。按照普通 1.6 升排量汽车每百公里耗油 9 升，耗气 11 立方米计算，燃料费用节约 57%。而如果用天然气来发电的话，燃气发电效率可达 58%，而燃煤机组发电效率只有约 40% 左右。

从对环境影响力度看，我国城市烟尘排放量的 90%，氮氧化物的 60%，二氧化硫的 90% 来自于燃煤。发电一直是燃煤在我国的主要用途，相对于燃煤电厂，燃气电厂耗水量小，仅为燃煤电厂的三分之一，不需要为环保追加新的投资，不会引发水电建设造成的施工废水、弃渣排放、料厂占地、森林植被受淹及移民等诸多问题。此外，燃气电厂污染物的排放量较低，其二氧化硫排放几乎为零；与同容量的燃煤电厂相比，氮氧化物排放量为后者的 19%；二氧化碳为 42%；可吸入颗粒物仅为 5%。同是重要污染源的汽车尾气，天然气汽车排放污染大大低于以汽油为燃料的汽车，天然气汽车尾气中不含硫化物和铅，一氧化碳降低 80%，碳氢化合物降低 60%，氮氧化合物降低 70%。

今年冬天以来全国大范围遭遇雾霾天气，北京 1 月雾霾日达 24 天之多，比常年同期多一倍以上，1 月 29 日全国处于雾霾之中的区域高达 143 万平方公里。这显然与“十八大”报告中提出的“美丽中国”概念大相径庭，高效清洁的能源利用方式将会被更为广泛的理解和应用。

与诸如光伏、风能等新能源产业相比，天然气是一种当前推广较为容易、且较为清洁有效的能源，从我国天然气用量可以看出这种高速增长趋势。

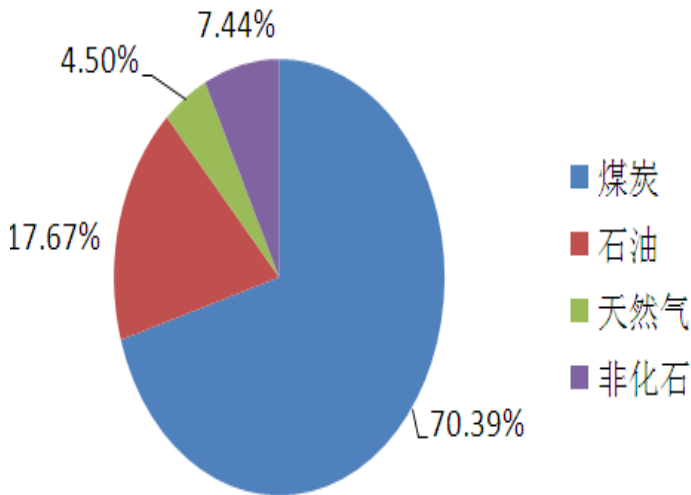
图 1：我国天然气产销量（亿立方米）



数据来源：wind、民族证券

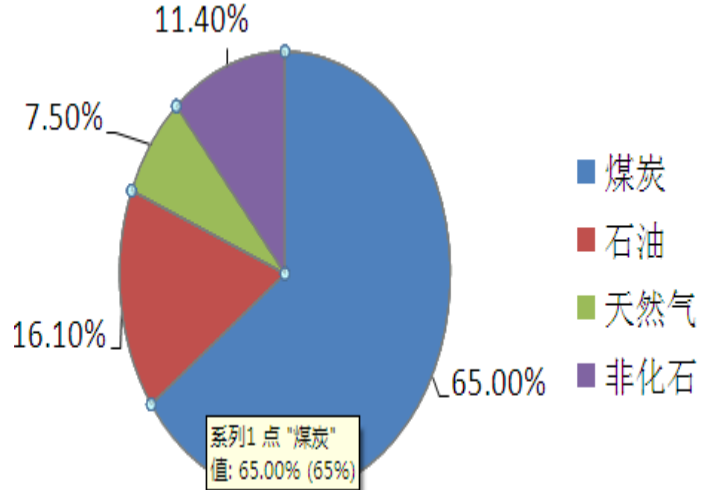
尽管近年我国天然气消费量以年化 20% 的速度增长，但是天然气在我国能源应用的比例仍然偏低。2011 年天然气只占我国能源利用的 4.5%，按照天然气发展“十二五”规划，2015 年这一比例将提高到 7.5%，保守预计国内天然气消费量将达到 2500 亿立方米以上，天然气行业在未来 5 年仍会处于高速增长期。

图 2：2011 我国能源利用比例



资料来源：民族证券

图 3：2015E 我国能源利用比例



资料来源：民族证券

二、稳定气源与管网建设是公司运营保障

广东省经济发达，对于能源的需求量较大，但深圳燃气在过去几年增长速度并没有超过行业平均水平。究其原因主要是广东作为贫气省份，没有充足气源来保证下游客户的潜在消费量，现在随着西气东输二线的全线贯通，公司有望迎来新一轮的扩张。

1、西二线天然气保供 40 亿立方

西气东输二线工程完工前，公司管道天然气业务受制于气源不足，主要供应商为广州大鹏公司。公司与广州大鹏公司签订 25 年供气协议。合同约定自 2006 年起至 2031 年止，公司累计向广东大鹏液化天然气有限公司采购液化天然气 598 万吨，约合每年供应公司 3.3 亿立方米，协议价格 1.7 元/立方米。由于去年用户需求在增长，而西二线气源下半年才通入深圳，因为气源有限，公司除大鹏的协议气源以外，还购买了大量现货 LNG 天然气。现货天然气的采购价格接近 4 元/立方，所以公司管道天然气业务毛利率有所下滑，但因为销量上升使管道天然气业务毛利额同比增加 1.74 亿元。

2010 年 8 月 10 日，公司与中石油签署《西气东输二线天然气购销协议》，协议约定在西气东输二线向深圳供气达产之日起至协议期满（2039 年 12 月 31 日），公司每年向中石油采购 40 亿立方米天然气，照付不议气量 36 亿立方米。

公司正式供气日至达产期各年公司向中石油采购的天然气数量依次为 10.5 亿立方米（2012）、12.1 亿立方米（2013）、23.2 亿立方米（2014）、25.6 亿立方米（2014）、40 亿立方米（2015），照付不议气量分别为 7.5 亿立方米、9.3 亿立方米、18.9 亿立方米、22 亿立方米、36 亿立方米。

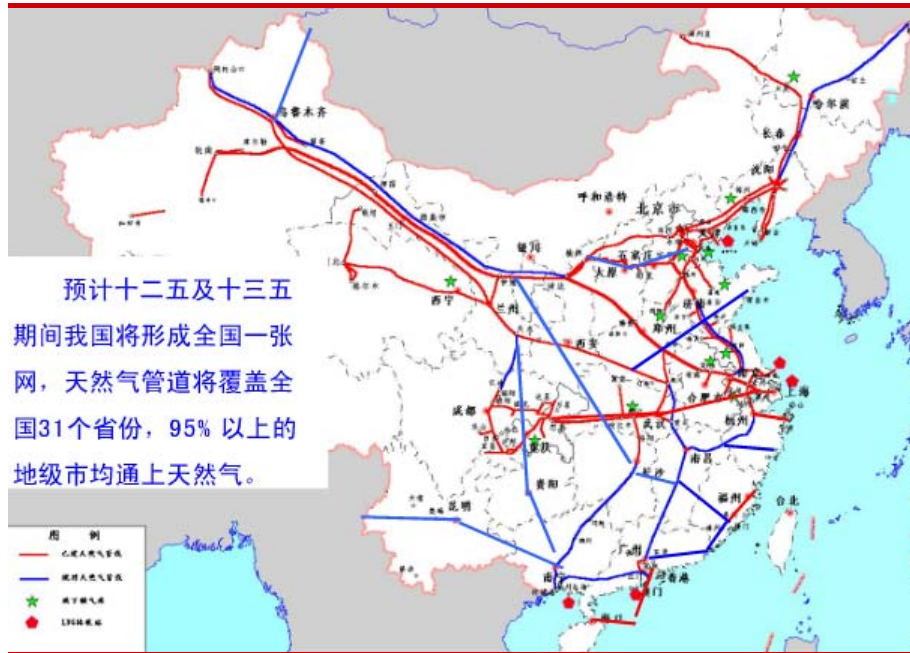
西二线以及广东大鹏公司有效保证了公司的气源稳定，使公司可以集中力量开拓下游用户市场。

2、广东地区将覆盖更多长输天然气管网

截至 2011 年，国内天然气主干管道长度达 4.4 万公里，地下储气库工作气量达到 18 亿立方米，3 座液化天然气(LNG)接收站，总接收能力达到 1230 万吨/年，基本形成“西气东输、北气南下、海气登陆”的供气格局，中亚天然气管道已顺利投产。

但是由于国内主力气田大多分布在我国北方地区，从下图可以看到西二线入粤之前，广东地区天然气没有长输管线气源，基本上只有接受海外 LNG 气源供应。而目前这种形势有望大大缓解。

图 4：我国天然气管网现状（红色）与远景图（蓝色 西二线已通）



数据来源：中石油规划院 杨建红《天然气市场发展现状》、民族证券

依照发改委发文，到“十二五”末，国内形成以西气东输、川气东送、陕京线和沿海主干道为大动脉，连接四大进口战略通道、主要生产区、消费区和储气库的全国主干管网。新建天然气管道(含支线)4.4 万公里，新增干线管输能力约 1500 亿立方米/年；新增储气库工作气量约 220 亿立方米，约占 2015 年天然气消费总量的 9%；城市应急和调峰储气能力达到 15 亿立方米。

单从广东地区看，除去年正式供气的西气东输二线之外，还有西气东输三线、川气南送、缅甸-云南-广东等多条主干天然气管网，另外我国南海深水气田也已经投产，天然气将会在珠海高栏港登陆。大量天然气气源在未来 5 年之内进入广东地区，这将会给全省天然气行业带来高速增长机会。

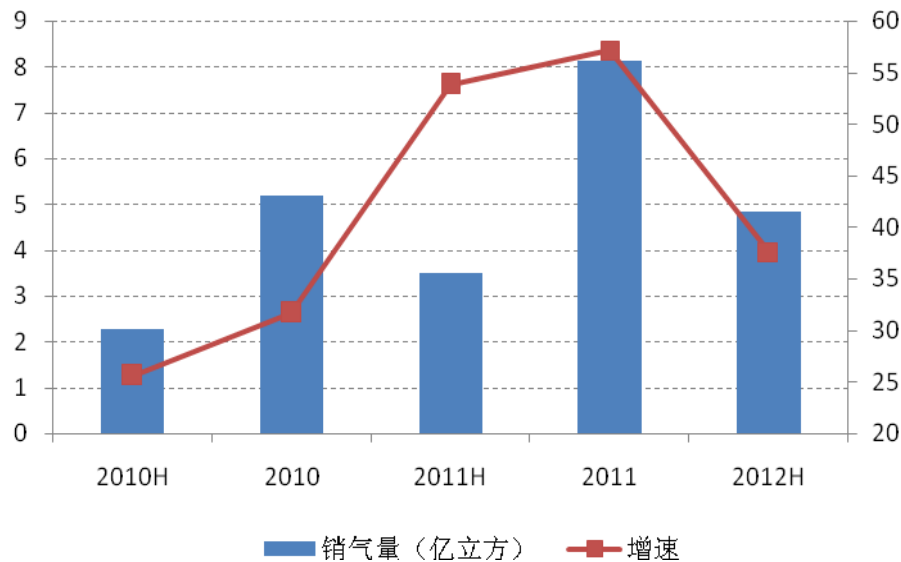
深圳燃气作为广东唯一一家燃气运营上市公司在行业中具有竞争优势，燃气公司与天然气供应商签订这种长期管道供应合同一般是通过省天然气管网公司，但是西二线 29 年供货合同是深圳燃气直接与中石油直接签署的，从而省去了省网公司一道收费环节。这种与中石油和合作模式有望在西三线、缅气继续实行。充足的气源使得公司具备大规模开发客户提供了前提。

3、下游用户可拓展空间广阔

目前公司管道燃气下游用户分布为居民 25%（管道燃气收入占比）、工商业 50%、以及电厂 25%。其中居民用户零售价 3.5 元/立方米；工业用户零售价不超过 4.8 元/立方米；商业用

户零售价 4.9 元/立方米；电厂按合同收取不小于 0.27 元/立方米的管输费，公司不需向省网公司缴纳管道使用费。天然气汽车加气站业务与中石化的合作已经初步达成，将首先发展深圳市内加气服务。在发改委公布的天然气利用政策中，民用生活用气、天然气汽车、天然气分布式能源项目属于优先类别，天然气发电项目属于允许类别。所以公司目前各项业务发展均受到国家政策扶持。

图 5：公司销气量情况



数据来源：公司公告、民族证券

1) 目前深圳市管道燃气用户 110.49 万户，居民气化率只有 30%，远低于北京、上海等一线城市水平。这主要是由于深圳流动人口过多，城中村无法推广管道燃气的难度较大。随着中国城镇化进程的加速和户籍制度的改变，深圳居民气化率有望会逐步提升。另外从公司的积极性看，民用气价格偏低，在没有充足气源保证情况下，大量现货采购供应民用有些得不偿失，未来天然气定价机制如能彻底理顺，供应民用气可以保证盈利的情况下，这一市场增长前景并不差。即使在现有情况下，依照城市发展速度，保守预计公司对居民燃气销售每年会有 10% 左右的增长。

2) 工业和商业用户未来将对公司毛利率提升贡献最大。公司目前从广东大鹏的进气成本是 1.70 元/立方米，从中石油的进气成本是 2.74 元/立方米，而对工业和商业用户的零售价分别为 4.8 元和 4.9 元每立方米。由于公司不需要向省管网公司缴纳管输费，因此工商业用户的毛利润约为 2.06-2.16 元每立方米，毛利率高达 43%。公司每年都有新拓展工、商业用户上百户，基于环保考虑，锅炉油改气等工商业用户不断增加。预计未来 5 年工商业用户每年用量增速约为 15%。

3) 电厂用户是消化公司销气量的首选。电厂用户不同于其他用户，公司与电厂用户签订供气协议，协议规定供气量和每立方收取的管输费。因此管输费即公司电厂业务的毛利润。目前深圳八个燃机电厂中已有四个电厂与公司签订供气协议，涉及供气量 16.1 亿立方米。公司在建设与西二线衔接的管网时，曾做过测算，八个电厂共需 60 亿立方米每年。按 0.27 元每立方米的管输费计算，西二线协议供应量 40 亿立方米即可为公司带来 10.8 亿元的营业利润。

三、燃气发电将是公司销气增长的重要客户

在我国天然气使用结构中，工业燃料和城市燃气所占比例较大，发电和化工气量较少，目前燃气机组占我国总发电装机容量的比例不足 1%，

随着“十二五”期间中国天然气市场供需形势明显好转，国家将鼓励天然气发电，天然气消费结构将进一步优化。预计 2015 年我国天然气需求比例为，城市燃气占 32%，工业燃料占 31%，发电占 21%，化工占 16%。随着缅气、西二气、LNG 等气源的增加，燃气机组发电利用小时也将会逐步增加。

天然气发电机组运行灵活，启动快且启停方便，有利于用作调峰电源；有利于安全供气，因为事故状态下燃气电站为可中断用户。另外发展天然气发电更有利于我国提高天然气管道投产初期的输量，缩短投资回收期；随着我国城市天然气管线、管网的完善，分布式天然气热电联产更具发展潜力，是当前建立节约型社会和实现循环经济的适宜选择，主要解决核电、风电、水电季节性电能对电网的压力；在气源地规划建设燃气机组解决当地用电问题。考虑天然气供应问题，2015 年和 2020 年大型天然气发电装机容量分别为 3000 万千瓦和 4000 万千瓦。

公司与中石油签订西气东输二线长期“照付不议”合同后，经营主要矛盾由之前气源不足的转变到了客户需求量的不足。按照民用、工商业用户的增长，难以消化数十亿的西二线天然气消费量，电力企业是用气大户，短期内公司西二线输气量要以电厂作为突破口，目前已经供气或已经签署供气合同的客户见下表：

表 1：公司供应深圳燃气机组气量（2015 年规划）

电厂	机组用气量（亿立方米）	公司合同供应量（亿立方米）
钰湖	11.79	11.74
宝昌	10.83	10.83
南山	6.8	-
南天	6.3	2.6
东部	25	-
前湾	16.8	-
富华德	4.95	-
国电广东	（分布式）	1.8
华电广东	（分布式）	4

资料来源：民族证券

1、财政补贴缩窄燃气机组与燃煤机组的价格竞争

我国燃气电厂气价偏高，影响了燃气电厂的竞争力。将各类发电设备及燃料价格按照平均水平计算，无论在基荷还是腰荷运行位置，联合循环燃气机组都比燃油机组的经济性好，但比脱硫燃煤机组的经济性差；在基荷运行条件下，燃气电站的经济性不如核电。经测算，当燃气价格在 2.10 元 / 立方米以上时，燃气发电竞争力较差；燃气价格在 1.80 元 / 立方米时，仅比进口 66 万千瓦脱硫煤电机组和 35 万千瓦机组的电价低；在燃气价格为 1.50 元 / 立方米时，燃气发电与其他机组相比才具有优势。

为了鼓励燃气发电机组发展，目前燃气机组定价机制大致符合是成本加利利润的方式。以广东省为例，燃气机组上网电价在 0.52-0.95 元/度之间，其价格与电厂气源关系较大。通过

对樟洋电等力燃气机组运行情况的了解，加上政府财政补贴，燃气机组基本可以保证盈亏平衡。所以尽管燃机较煤机盈利能力有限，但是在政策鼓励下，我们对燃气机组未来情景依然乐观。

如果天然气项目开发对地方的社会经济发展和调整能源结构具有特殊的社会效益或战略意义，政府可以通过采取有效措施降低到厂气价，或对上游天然气供应方提供适当的价差补贴，在电力市场平台之外予以解决。现有措施包括按政府授权方式签定合约电价，燃气电站可以通过商务谈判寻求相应的售电合约关系，以保证与“照付不议”合同条款相对应的上网电价和发电出力安排。这种合约关系可以是燃气电站与电网企业之间的，也可以是燃气电站与大用户之间的，可由电网企业收取合理的过网费。

2、燃气机组有效调节电网峰谷结构

每逢迎峰度夏期间，国家能源局即会鼓励增加天然发电负荷，增加电力供给。但是燃气机组调峰能力与气源保证密切相关，例如华东地区就有 600 万千瓦新建天然气发电机组因燃气供应不能保证而无法投入生产运行，西气东输至华东地区年 120 亿立方米的供气量已分配完毕，天然气发电用电量约占 50%，但依然存在缺口，其余很大份额为供应华东各主要城市的居民用气，而民用气的时段同天然气发电的腰荷运行时间基本差不多，在西气东输气量供应的调峰手段尚不十分完备。

由于广东电力系统需要调峰能力强的电源，天然气发电成为广东电网的重要选择之一。从效果来看，天然气发电对于改善广东环境、实现限制煤电目标，优化电源结构、改善受端电网运行环境、同时也为淘汰小机组和燃油机组创造了条件。西二线的到来，使得气源保证与调峰需求两个相互制约的问题协调起来。

另外推广天然气分布式发电也将是发展天然气发电的有效手段，发改委《关于天然气分布式发电指导意见》提到，到 2020 年在大城市推广使用分布式能源系统，装机容量达到 5000 万千瓦，在 2011 年 500 万千瓦装机的基础上增长 10 倍，提出针对示范工程给予投资补贴，对天然气分布式发电项目按照上网电量增值税按 50%征收，同时未来还将进一步研究制定天然气发电的标杆上网电价。其中指出将天然气分布式发电作为未来 5 年全国范围内推广分布式发电的主要形式。并提出通过资金补贴、多余电量向电网出售、赋予投资方电网设施产权等措施大力刺激分布式能源发展。国家能源局有关人士表示，未来 5 年，国家将力推天然气发电，争取到 2015 年装机达 6000 万千瓦，比目前翻一番。

3、对电厂代收管输费的模式规避风险

市场担心在煤价疲软状态下，电力企业上燃气机组项目的意愿受到打压，另外与电厂签订的销售合同能否保证存在风险。我们认为毕竟燃气机组总量占比依然不多，在电力调峰越来越重要的情况下，既定的项目没有理由被搁置。对于电厂发电能力不足，用气量不能保证的问题，公司也可以通过特别条款向气源方（中石油）提出更改“照付不议”合同，从而对冲客户的违约风险，从实际输气量中收取管输费。

四、公司石油气批发市场稳定

石油气批发 2011 年销售收入 34.6 亿元，2012 年中报收入 16.5 亿元。石油气批发毛利率较低，仅为 1%多，主要由公司的子公司华安公司销售，每年可贡献利润 1000 多万元。目前公

司并不打算终止石油气批发业务，一方面该业务每年贡献利润并稳定增长，另一方面出于对全产业链的考虑。预计未来石油气收入逐年下降。

五、天然气加气站业务刚刚起步

西二线进入广东以前，该地区气源较少，大范围推广天然气汽车可能会面临“气荒”问题，所以广东（包括深圳）天然气汽车几乎没有运营。但是从中国北方地区看，由于相对于汽柴油来讲，天然气具备价格优势（大致便宜 20%左右、个别地区如新疆会便宜 40%），所以天然气汽车发展良好。

车用气的盈利能力明显高于民用气，而且投资不会像投资管网那样大，小型加气站投资额度基本在 600 万左右（不算土地成本）即可完成，如果在现有加油站加装加气设备（枪）投资不过百万元即可完成，所以天然气汽车加气业务具有良好的发展空间。现有澳气、卡气、西二线，以及未来的西三线充分供应深圳医院的情况下，车用天然气用量有可能会大幅增长。

开展天然气汽车加气业务的壁垒在于审批程序多而繁琐，并且在划定区域内需要具备规模效应后这项业务才会有生命力（尤其在大城市中足够的网点才能保证用户的便利性），所以从公司发展该项业务的规划看，首先与油公司合作是最好的选择。目前全资子公司深圳燃气投资有限公司与中石化合资成立深圳中石化深燃天然气有限公司，在深圳市内发展汽车加气站及相关业务，另外在九江地区有少量业务。目前占公司主营业务比例较小，未来在工商业业务遭遇天花板的情况下，车用天然气有望成为另一发展方向。

六、异地项目有望进入收获期

根据公司业绩报告显示，2011 年异地燃气用户新增 4.27 万户，增长 22%，燃气销量 1.72 亿立方米，同比增加 32.16%。2012 上半年异地管道燃气用户新增 2.54 万户，增长 10.57%，管道燃气销量 8,198 万立方米，同比增加 22.69%，预计 2012 全年销量 1.5 亿立方。

由于大城市或经济较为发达地区已经被华润、新奥、港华、昆仑等燃气巨头瓜分完毕，从公司异地扩张的思路看，以气源保证为前提，抢占二三线城市，尤其是工业用户的增量是重点发展的目标，以重庆、合肥、九江为中心向周围辐射。另外因为深圳天然气汽车普及率极低，燃气入户安装费取消，所以异地的车用加气站项目和接驳费用较深圳本地开展更为容易一些，预计公司未来三年异地燃气项目供气量增速将达到 20% 以上，2015 年供气量将超过 3 亿立方米。

七、盈利预测与重要假设

根据我们对公司各个业务的分析判断，我们对其生产经营情况作出以下假设：

居民用户供气量 2013-2014 年增长 12%、10%，执行气价 3.5 元/立方。

工商业用户供气量 2013-2014 年增长 15%、10%，执行气价 4.8 元/立方。

电厂用户供气量 2013-2014 年分别为 7 亿、20 亿立方米。

西二线气源保供，气价 3 元/立方。

石油气批发、瓶装石油气年化增长 2%，毛利率分别为 2%、18%。

异地供气量增长 20%。

基于如上假设，我们预计公司损益表如下：

表 2：盈利预测简表：

单位（亿元）	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	81.12	89.82	114.15	160.87
营业成本	77.17	75.09	93.82	136.93
营业税金及附加	68.27	0.18	0.23	0.32
销售费用	0.34	6.56	8.56	8.04
管理费用	6.60	1.26	1.60	2.25
财务费用	1.20	1.03	1.04	1.04
资产减值损失	0.73	0.18	0.23	0.32
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	5.07	6.73	9.97	13.32
营业外收支	0.08	0.20	0.25	0.30
利润总额	5.15	6.93	10.22	13.62
所得税	0.93	1.66	2.56	3.41
净利润	4.22	5.26	7.67	10.22
少数股东损益	0.17	0.18	0.31	0.41
归属母公司的净利润	4.05	5.08	7.36	9.81
每股收益（元）	0.33	0.27	0.37	0.50

数据来源：民族证券

预计公司 2013 年-2014 年每股收益在 0.37 元、0.5 元，对应静态市盈率 25 倍、19 倍，今年是公司股权激励行权的第一个年份，我们认为业绩将有足够的安全垫。给予公司“买入”评级。

八、风险提示

- 1、西二线气源供应未达到合同供应量
- 2、经济复苏不力，用电量大幅下滑
- 3、异地项目的管理风险。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：亿元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	39.38	47.09	56.33	67.19
现金	29.20	35.00	41.53	46.06
应收账款	3.59	4.92	6.15	8.71
其它应收款	1.85	1.97	2.46	3.48
预付账款	1.09	0.98	1.23	1.74
存货	3.04	3.09	3.84	5.61
其他	0.59	1.12	1.12	1.59
非流动资产	53.13	57.14	61.23	64.38
长期投资	2.72	3.92	5.11	6.41
固定资产	47.42	50.22	53.09	54.91
无形资产	2.91	2.91	2.91	2.91
其他	0.08	0.09	0.11	0.16
资产总计	92.51	104.24	117.56	131.58
流动负债	50.09	56.67	64.15	70.12
短期借款	25.75	26.00	26.00	15.00
应付账款	5.83	7.08	8.77	12.88
其他	18.52	23.59	29.38	42.24
非流动负债	1.26	2.16	2.39	2.85
长期借款	1.26	1.26	1.26	1.26
其他	0.00	0.90	1.12	1.59
负债合计	51.36	58.84	66.54	72.97
少数股东权益	2.92	3.10	3.38	3.75
归属母公司股东权益	38.24	42.30	47.64	54.86
负债和股东权益	92.51	104.24	117.56	131.58

现金流量表

单位：亿元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	16.48	11.81	13.51	22.33
净利润	4.22	5.26	6.96	9.39
折旧摊销	1.77	1.42	1.85	2.21
财务费用	0.73	1.03	1.04	1.04
投资损失	-1.11	-1.20	-1.30	-1.36
营运资金变动	10.85	4.23	4.54	10.32
其它	0.02	1.07	0.43	0.74
投资活动现金流	-13.32	-4.22	-4.62	-3.95
资本支出	-14.51	-4.22	-4.72	-4.02
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1.19	0.00	0.10	0.07
筹资活动现金流	6.51	-1.79	-2.38	-13.84
短期借款	-0.98	0.25	0.00	-11.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	7.87	-1.02	-1.34	-1.80
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-0.38	-1.03	-1.04	-1.04
现金净增加额	9.67	5.80	6.52	4.54

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：亿元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	81.12	89.82	114.15	160.87
营业成本	77.17	75.09	93.82	136.93
营业税金及附加	68.27	0.18	0.23	0.32
营业费用	0.34	6.56	8.56	8.04
管理费用	6.60	1.26	1.60	2.25
财务费用	1.20	1.03	1.04	1.04
资产减值损失	0.73	0.18	0.23	0.32
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.11	1.20	1.30	1.36
营业利润	5.07	6.73	9.97	13.32
营业外收入	0.08	0.20	0.25	0.30
利润总额	5.15	6.93	10.22	13.62
所得税	0.93	1.66	2.56	3.41
净利润	4.22	5.26	7.67	10.22
少数股东损益	0.17	0.18	0.31	0.41
归属母公司净利润	4.05	5.08	7.36	9.81
EBITDA	0.06	0.08	0.12	0.16
EPS (元)	0.33	0.27	0.37	0.50

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	23.69%	10.72%	25.05%	41.48%
营业利润	28.90%	32.73%	34.16%	35.43%
归属母公司净利润	26.64%	25.34%	31.44%	35.02%
获利能力				
毛利率	17.61%	16.40%	17.81%	14.88%
净利率	5.20%	5.86%	6.72%	6.35%
ROE	10.25%	11.59%	15.44%	17.64%
ROIC	5.19%	6.97%	9.57%	13.21%
偿债能力				
资产负债率	55.51%	56.44%	57.43%	55.91%
流动比率	0.79	0.83	0.86	0.95
速动比率	0.73	0.78	0.80	0.87
营运能力				
总资产周转率	0.88	0.86	0.98	1.22
应收帐款周转率	22.57	18.25	18.25	18.25
应付帐款周转率	11.47	10.43	10.43	10.43
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.26	0.37	0.50
每股经营现金	0.83	0.60	0.65	1.17
每股净资产	2.08	2.29	2.51	2.92
估值比率				
P/E	46.66	37.23	25.69	19.29
P/B	4.60	4.17	3.81	3.27
EV/EBITDA	32.62	26.13	18.29	13.97

分析师简介

齐求实，毕业于中国石油大学，工学硕士。08年12月进入中国民族证券，从事石油石化行业研究分析工作。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%—20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。