

深圳燃气

售气量增速趋缓，14年指引无惊喜

全年扣非净利润 6.06 亿元，同比增长 23.2%

2013 年净利润 7.07 亿，同比增长 34%，对应 EPS0.36 元，与业绩快报一致，较我们预测低 7.5%。扣非后净利润 6.06 亿（比 2011 年高 51.9%，满足股权激励行权条件），同比增长 23%，对应 EPS0.31 元，每 10 股分红 1.43 元。

天然气销量略低于年初目标

2013 年公司天然气销量 13.82 亿方，较年初目标 14 亿方低 1.3%。管道燃气 13.01 亿方，同比增长 20.7%，其中电厂售气量同比增长 46.0%，深圳本地除电厂外增长 7.8%，异地增长 29.5%；管道天然气平均售价较 2012 年下降 3.0%。受乌审旗和宣城天然气液化工厂投产的影响，天然气批发业务实现售气量 0.85 亿方，同比增长 96.7%，售价增长 8.2%。14 年公司计划售气量 15.5 亿方，仅同比增长 12%，低于我们此前预测的 38%。

本地增长和异地拓展受限，居民阶梯气价落实预计将利好

我们预计经济增速放缓可能继续影响深圳本地工商业的用气增速，同时也压制了燃机电厂的电量增长；另一方面，公司异地项目拓展速度低于前几年，或由于公司对项目回报率的把控较严，因此可收购标的较少。近日发改委要求 2015 年前正式建立居民生活用气阶梯价格制度，我们预计届时价格将上升 9%。考虑到居民用气量对价格并不敏感，政策落实将有望利好公司。广东省 12 年年末先行试点新的天然气定价政策，因此在 13 年天然气涨价过程中尚未受进一步调价，但对公司而言门站价上调的风险依然存在。

估值：下调盈利预测和目标价，维持“买入”评级

根据公司指引，我们下调了 2014-16 年售气量增速假设，从而将 2014-16 年盈利预测由 0.43/0.50/0.52 元下调至 0.35/0.43/0.50 元，基于 DCF 模型，假设 WACC 为 8.6%，将目标价由 9.82 元下调至 8.80 元。

Equities

中国

燃气服务业

12 个月评级 **买入**
保持**不变**

12 个月目标价 **Rmb8.80**
之前: **Rmb9.82**

股价 **Rmb7.23**

路透代码: 601139.SS 彭博代码 601139 CH

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb10.30-6.80
市值	Rmb14.3 十亿/US\$2.30 十亿
已发行股本	1,980 百万 (ORDA)
流通股比例	11%
日均成交量(千股)	7,605
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb55.4
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb5.40 十亿
市净率 (12/14E)	2.7x
净债务 / EBITDA	0.0x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/14E	0.43	0.35	-17.09
12/15E	0.50	0.43	-15.31
12/16E	0.52	0.50	-3.86

徐颖真

分析师

S1460511100001

yingzhen.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8883

郁威

分析师

S1460511120001

wei.yu@ubssecurities.com

+86-213-866 8857

重要数据 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	8,112	8,968	8,575	9,213	10,127	11,162	12,695	14,535
息税前利润(UBS)	469	621	785	878	1,054	1,253	1,511	1,827
净利润(UBS)	405	528	707	699	845	992	1,188	1,447
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.22	0.27	0.36	0.35	0.43	0.50	0.60	0.73
每股股息 (Rmb)	0.09	0.14	0.14	0.14	0.17	0.20	0.24	0.29
现金 / (净债务)	219	(914)	(733)	(47)	365	994	2,352	3,959
盈利能力和估值	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
息税前利润率(%)	5.8	6.9	9.2	9.5	10.4	11.2	11.9	12.6
ROIC (EBIT) (%)	18.6	28.6	25.4	23.0	24.0	26.5	32.1	42.3
EV/EBITDA(core)x	18.4	17.7	15.7	10.4	8.8	7.3	5.7	4.3
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	34.4	30.7	25.0	20.5	16.9	14.4	12.1	9.9
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(4.3)	(5.5)	(0.5)	6.4	4.3	6.7	12.3	14.6
净股息收益率(%)	1.2	1.7	1.6	1.9	2.3	2.8	3.3	4.0

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2014 年 03 月 31 日 18 时 26 分的股价(Rmb7.23)得出。

投资主题

深圳燃气

投资理由

1、利润来自管道燃气业务，西二线投产后，公司气源不再受限，因此开始拓展电厂业务，这部分业务毛利率低但总量大；2、工业用户售气价格高，是公司最优质客户，随着珠三角环保压力增大，我们预计天然气工业用户将有较快增长；3、但广东经济增速及用电增速均下降，这都不利于公司开拓电厂和工业客户；4、我们最看好公司异地燃气业务的扩张，由于基数较低且内陆城市燃气市场潜力非常大，我们预测未来几年该业务将持续较快增长。我们认为去年6月以来股价的调整已经反映了基本面的不确定性，目前股价已具有吸引力，故给予买入评级。我们对公司2014-15年的盈利预测比市场一致预期低15%/低17%，基于DCF模型和8.6%的WACC得到目标价8.80元，对应2014年PE为25倍。

乐观情景

如果2014年起天然气售气量较基准情景提高10%，且平均含税气价提高0.05元/方，那么我们估算2014/15年EPS将较基准情景分别增长12%/11%，2014年单位净利润将由0.44元/方上升至0.47元/方，对应每股估值为9.90元。

悲观情景

如果2014年起天然气售气量较基准情景减少5%，且平均含税气价降低0.05元/方，那么我们估算2014/15年EPS将较基准情景分别增长11%/11%，2014年单位净利润将由0.44元/方上升至0.41元/方，对应每股估值为7.80元。

近期催化剂

- 1、环保压力迫使更多使用煤炭作为能源的企业转向使用天然气，有望对公司存在正面影响；
- 2、居民用气阶梯价格制度真正落实。

12个月评级

买入

12个月目标价

Rmb8.80

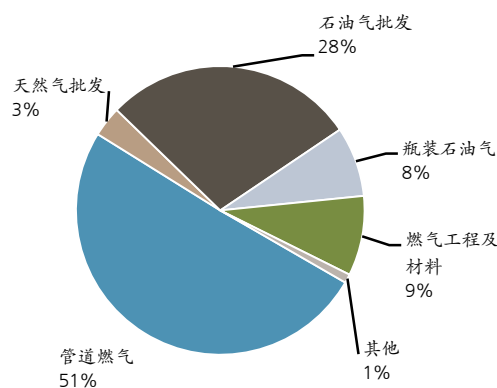
公司简介

公司于2009年上市，主营城市管道天然气供应（深圳本地和异地）与液化石油气（LPG）批发零售，其中LPG批发零售业务处于稳定期，本地管道燃气业务处于高成长期，异地管道燃气业务处于培育期。公司目前拥有深圳市及江西、安徽、广西、广东五省市下辖十五个城市/县/区的管道燃气30年特许经营权，目前利润的主要来源是深圳本地管道燃气业务。

行业展望

雾霾天气推动政府加大力度推广清洁能源，天然气发电、天然气热电联产、车用天然气等均有有望得到政策扶持，从而增加对天然气的需求。管道燃气在二三线城市的渗透率仍然偏低，因此我们预计燃气行业仍将维持较快增长。

2013年收入拆分(%)



来源: 公司数据

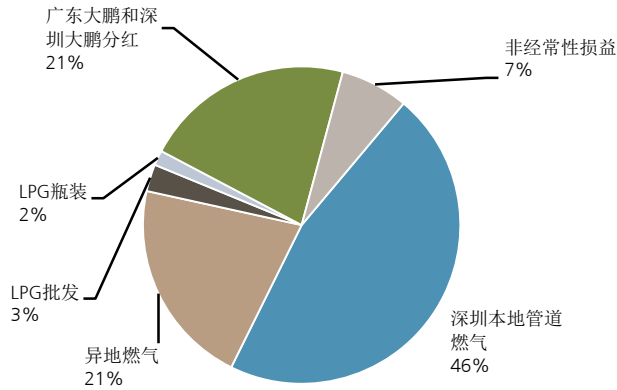
各业务的毛利

单位: 百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
管道燃气	1,007	1,187	1,240	1,473	1,727
天然气批发	2	4	10	13	16
石油气批发	83	64	111	111	111
瓶装石油气	156	129	129	129	129
燃气工程及材料	257	317	326	359	395
其他	-1	20	20	22	25
合计	1,504	1,720	1,837	2,107	2,403

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

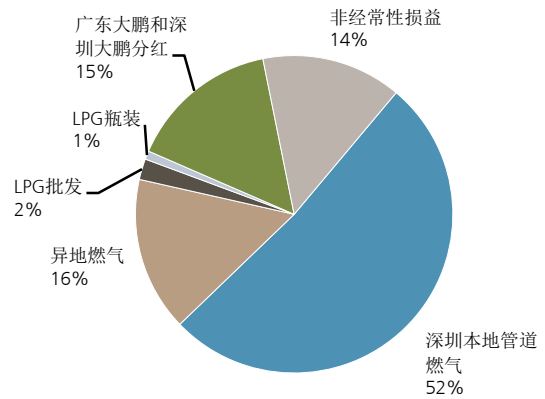
2013 年报分析

图表 1: 2012 年净利润构成



来源: 公司数据

图表 2: 2013 年净利润构成



来源: 公司数据

图表 3: 2011-2013 年营业收入构成及增长

单位: 百万元	2011	2012	2013
管道燃气	2,938	3,693	4,332
yoy	56%	26%	17%
-管道石油气	39	22	21
yoy	-7%	-44%	-2%
-管道天然气	2,864	3,643	4,289
yoy	59%	27%	18%
-开户费	35	28	21
yoy	-18%	-21%	-22%
天然气批发	130	137	291
yoy	-	5%	113%
石油气批发	3,461	3,602	2,426
yoy	4%	4%	-33%
瓶装石油气	986	844	672
yoy	15%	-14%	-20%
燃气工程及材料	535	624	768
yoy	22%	17%	23%
其他	62	70	85
yoy	46%	13%	22%
合计	8,112	8,968	8,575
yoy	24%	11%	-4%

来源: 公司数据

图表 4: 2011-2013 年毛利率

毛利率	2011	2012	2013
管道燃气	28%	27%	27%
-管道石油气	4%	-9%	8%
-管道天然气	28%	27%	27%
-开户费	100%	100%	100%
天然气批发	-2%	2%	1%
石油气批发	2%	2%	3%
瓶装石油气	15%	18%	19%
燃气工程及材料	44%	41%	41%
其他	-4%	-1%	23%
合计	16%	17%	20%

来源: 公司数据

盈利预测和目标价调整

受到经济增速放缓的影响，我们预计深圳本地工商业的用气增速仍无明显改善，同时燃机电厂利用率也将受到压制，减少用气需求；另一方面，由于公司对项目回报率的把控较严，近年来公司异地项目拓展速度低于前几年。

因此我们将公司 2014-16 年售气量假设由 19/24/28 亿方下调至 16/18/21 亿方，从而将 EPS 预测由 0.43/0.50/0.52 元下调至 0.35/0.43/0.50 元。基于 DCF 模型，假设 WACC 为 8.6% 不变，我们将目标价由 9.82 元下调至 8.80 元。

去年 6 月底发改委上调了天然气门站价，虽然广东省暂未调价，但对公司而言门站价上调的风险依然存在，因此股价持续下跌。但近日发改委要求 2015 年前正式建立居民生活用气阶梯价格制度，我们预计届时价格将上升 9%。考虑到居民用气量对价格并不敏感，我们认为政策落实有望将利好公司，因此仍然维持“买入”评级。

深圳燃气 (601139.SS)

	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	8,112	8,968	8,575	9,213	7.4	10,127	9.9	11,162	12,695	14,535
毛利	1,251	1,467	1,667	1,780	6.8	2,044	14.8	2,333	2,733	3,222
息税折旧摊销前利润(UBS)	646	831	1,032	1,262	22.3	1,476	16.9	1,718	2,029	2,398
折旧和摊销	(177)	(210)	(247)	(385)	55.7	(422)	9.7	(465)	(518)	(572)
息税前利润(UBS)	469	621	785	878	11.8	1,054	20.1	1,253	1,511	1,827
联营及投资收益	111	129	102	102	0.0	102	0.1	102	103	103
其他非营业利润	8	24	132	0	-	0	-	0	0	0
净利息	(73)	(83)	(84)	(55)	34.7	(37)	31.8	(42)	(40)	(13)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	515	692	936	925	-1.2	1,119	21.0	1,313	1,573	1,916
税项	(93)	(148)	(210)	(207)	1.2	(251)	-21.0	(294)	(352)	(429)
税后利润	422	544	727	718	-1.2	869	21.0	1,019	1,221	1,487
优先股股息及少数股权	(17)	(16)	(20)	(19)	1.2	(23)	-21.0	(28)	(33)	(40)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	405	528	707	699	-1.2	845	21.0	992	1,188	1,447
净利润(UBS)	405	528	707	699	-1.2	845	21.0	992	1,188	1,447
税率(%)	18.1	21.3	22.4	22.4	0.0	22.4	0.0	22.4	22.4	22.4
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.22	0.27	0.36	0.35	-1.2	0.43	21.0	0.50	0.60	0.73
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.22	0.27	0.36	0.35	-1.2	0.43	21.0	0.50	0.60	0.73
EPS(UBS, 基本)	0.22	0.27	0.36	0.35	-1.2	0.43	21.0	0.50	0.60	0.73
每股股息净值(Rmb)	0.09	0.14	0.14	0.14	-2.0	0.17	21.0	0.20	0.24	0.29
每股账面价值	1.93	2.12	2.51	2.72	8.3	3.01	10.5	3.31	3.67	4.12
平均股数(稀释后)	1,845.00	1,980.45	1,980.45	1,980.45	0.0	1,980.45	0.0	1,980.45	1,980.45	1,980.45
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	2,920	1,756	2,981	2,468	-17.2	3,038	23.1	3,667	4,625	6,233
其他流动资产	1,017	1,136	879	768	-12.7	840	9.4	922	1,045	1,191
流动资产总额	3,938	2,892	3,860	3,236	-16.2	3,878	19.9	4,589	5,670	7,424
有形固定资产净值	2,382	3,316	4,833	5,767	19.3	6,352	10.2	6,675	6,603	6,308
无形固定资产净值	462	497	545	586	7.6	626	6.8	665	702	738
投资/其他资产	2,469	2,974	2,842	1,879	-33.9	1,556	-17.2	1,332	971	790
总资产	9,251	9,679	12,081	11,468	-5.1	12,413	8.2	13,261	13,946	15,260
应付账款和其他短期负债	2,435	2,521	2,862	3,014	5.3	3,209	6.5	3,432	3,768	4,169
短期债务	2,575	2,271	2,064	864	-58.13	1,023	18.42	1,023	1,023	1,023
流动负债总额	5,009	4,792	4,926	3,878	-21.3	4,232	9.1	4,455	4,791	5,193
长期债务	126	400	1,650	1,650	0.0	1,650	0.0	1,650	1,250	1,250
其它长期负债	0	0	247	247	0.0	247	0.0	247	247	247
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	5,136	5,192	6,823	5,775	-15.4	6,129	6.1	6,352	6,288	6,689
普通股股东权益	3,824	4,195	4,980	5,396	8.3	5,964	10.5	6,561	7,277	8,150
少数股东权益	292	292	277	297	7.0	320	7.9	348	381	421
负债和权益总计	9,251	9,679	12,081	11,468	-5.1	12,413	8.2	13,261	13,946	15,260
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	405	528	707	699	-1.2	845	21.0	992	1,188	1,447
折旧和摊销	177	210	247	385	55.7	422	9.7	465	518	572
营运资本变动净值	110	(121)	312	264	-15.4	123	-53.5	141	214	255
其他营业性现金流	3	0	28	(30)	-	(44)	-44.9	(35)	(32)	(52)
经营性现金流	695	617	1,293	1,317	1.8	1,346	2.2	1,562	1,887	2,221
有形资本支出	(1,291)	(1,514)	(1,378)	(401)	70.9	(728)	-81.8	(605)	(126)	(134)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	481	468	676	108	-	108	-	108	108	108
投资性现金流	(810)	(1,045)	(702)	(292)	58.4	(620)	-112.1	(496)	(18)	(25)
已付股息	(160)	(172)	(269)	(283)	-5.1	(278)	2.0	(336)	(394)	(472)
股份发行/回购	1,016	0	21	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	(184)	209	(55)	-	(37)	31.82	(100)	(118)	(116)
债务及优先股变化	110	(30)	1,044	(1,200)	-	159	-	0	(400)	0
融资性现金流	966	(386)	1,004	(1,538)	-	(156)	89.9	(436)	(912)	(588)
现金流量中现金的增加(减少)	851	(814)	1,595	(513)	-	571	-	629	958	1,607
外汇/非现金项目	116	(350)	(371)	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加(减少)	967	(1,164)	1,225	(513)	-	571	-	629	958	1,607

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

深圳燃气 (601139.SS)

估值(x)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	34.4	30.7	25.0	20.5	16.9	14.4	12.1	9.9
市盈率 (UBS, 稀释后)	34.4	30.7	25.0	20.5	16.9	14.4	12.1	9.9
股价/每股现金收益	23.9	21.9	18.5	13.2	11.3	9.8	8.4	7.1
权益 FCF (UBS) 收益率 %	(4.3)	(5.5)	(0.5)	6.4	4.3	6.7	12.3	14.6
净股息收益率(%)	1.2	1.7	1.6	1.9	2.3	2.8	3.3	4.0
市净率	3.9	3.9	3.5	2.7	2.4	2.2	2.0	1.8
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.6	1.9	1.4	1.3	1.1	0.9	0.7
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.4	17.7	15.7	10.4	8.8	7.3	5.7	4.3
企业价值/息税前利润(核心)	25.3	23.6	20.6	14.9	12.3	10.1	7.7	5.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	23.8	22.5	19.7	14.2	12.0	9.9	7.6	5.5
企业价值/运营投入资本	4.7	6.8	5.2	3.4	3.0	2.7	2.5	2.4
企业价值 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
市值	14,008	16,196	17,670	14,319	14,319	14,319	14,319	14,319
净债务 (现金)	(219)	914	733	47	(365)	(994)	(2,352)	(3,959)
少数股东权益	292	292	277	297	320	348	381	421
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	14,080	17,402	18,680	14,662	14,274	13,672	12,347	10,780
- 非核心资产	(2,224)	(2,731)	(2,490)	(1,594)	(1,293)	(1,076)	(728)	(551)
核心企业价值	11,856	14,671	16,190	13,068	12,981	12,597	11,620	10,229
增长率(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
营业收入	23.7	10.5	-4.4	7.4	9.9	10.2	13.7	14.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	40.3	28.6	24.2	22.3	16.9	16.4	18.1	18.2
息税前利润(UBS)	52.3	32.4	26.4	11.8	20.1	18.9	20.6	20.9
每股收益(UBS 稀释后)	26.6	21.5	33.8	-1.2	21.0	17.3	19.8	21.8
每股股息净值	7.3	46.2	5.1	-2.0	21.0	17.3	19.8	21.8
利润率与盈利能力(%)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
毛利率	15.4	16.4	19.4	19.3	20.2	20.9	21.5	22.2
息税折旧摊销前利润率	8.0	9.3	12.0	13.7	14.6	15.4	16.0	16.5
息税前利润率	5.8	6.9	9.2	9.5	10.4	11.2	11.9	12.6
净利 (UBS) 率	5.0	5.9	8.2	7.6	8.3	8.9	9.4	10.0
ROIC (EBIT)	18.6	28.6	25.4	23.0	24.0	26.5	32.1	42.3
税后投资资本回报率	15.3	22.6	19.8	17.9	18.7	20.6	24.9	32.8
净股东权益回报率(UBS)	12.6	13.2	15.4	13.5	14.9	15.8	17.2	18.8
资本结构与覆盖率	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.3)	1.1	0.7	0.0	(0.2)	(0.6)	(1.2)	(1.7)
净债务/总权益	(5.3)	20.4	13.9	0.8	(5.8)	(14.4)	(30.7)	(46.2)
净债务/(净债务 + 权益)	(5.6)	16.9	12.2	0.8	(6.2)	(16.8)	(44.3)	(85.9)
净债务/企业价值	(1.9)	6.2	4.5	0.4	(2.8)	(7.9)	(20.2)	(38.7)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	116.3	183.5	134.7	25.1	24.2
资本支出/营业收入(%)	15.9	16.9	16.1	4.3	7.2	5.4	1.0	0.9
息税前利润/净利息	6.4	7.5	9.4	16.1	28.3	29.6	37.6	NM
股息保障倍数 (UBS)	2.4	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
股息支付率 (UBS) %	42.3	51.0	40.1	39.7	39.7	39.7	39.7	39.7
分部门收入 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	8,112	8,968	8,575	9,213	10,127	11,162	12,695	14,535
总计	8,112	8,968	8,575	9,213	10,127	11,162	12,695	14,535
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E
其他	469	621	785	878	1,054	1,253	1,511	1,827
总计	469	621	785	878	1,054	1,253	1,511	1,827

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+21.7%
预测股息收益率	1.9%
预测股票回报率	+23.6%
市场回报率假设	9.6%
预测超额回报率	+14.0%

风险声明

公司主要下行风险包括：广东省天然气门站上调，公司对下游工商业客户的开发情况以及经济增速放缓可能带来天然气需求不能达到市场预期。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

分析师声明：每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	44%	36%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	45%	35%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	23%
瑞银短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 12 月 31 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 **英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：徐颖真；郁威。

涉及报告中提及的公司的披露

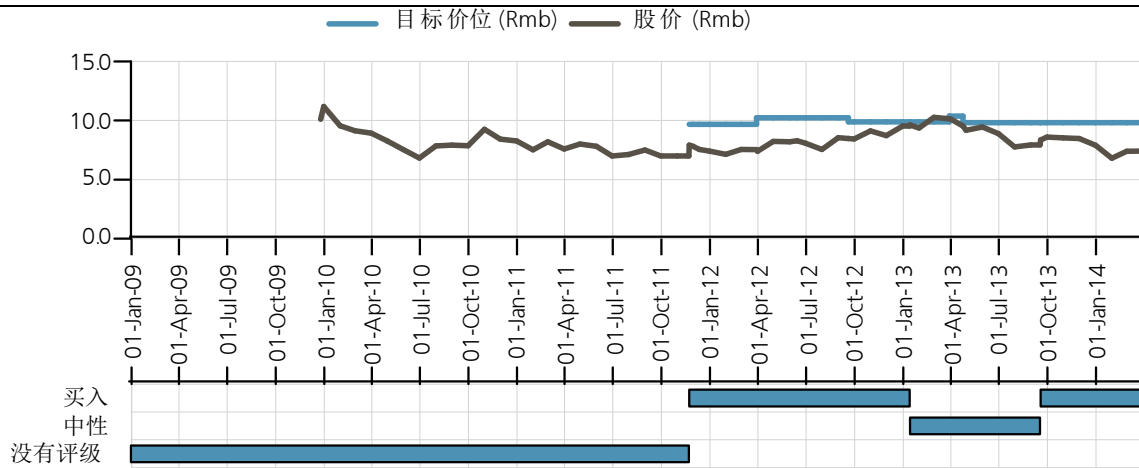
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
深圳燃气	601139.SS	买入	不适用	Rmb7.41	2014 年 03 月 28 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出，请参考这份报告中的“价值与风险”章节。

深圳燃气 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2014 年 3 月 28 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。**法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。**西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。**土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。**俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。**意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。**南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。**以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格投资者”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（“非美国关联机构”）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。**加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**巴西：** 除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，包括：(i) 金融机构，(ii) 保险公司和投资资本公司，(iii) 补充性养老金实体；(iv) 金融投资额高于 \$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者；(v) 投资基金；(vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问；(vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。**香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。**日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者（除非另有许可）。**澳大利亚：** 1) 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。2) UBS Wealth Management Australia Ltd 的客户：此声明由 UBS Wealth Management Australia Ltd. 分发给 UBS Wealth Management Australia Ltd ABN 50 005 311 937（澳大利亚金融服务执照号：231127）Chifley Tower, 2 Chifley Square, Sydney, New South Wales, NSW 2000 的客户。本文仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。由此本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应咨询独立顾问、并考量任何其他相关文件（包括任何产品披露声明）。UBS AG 被授权在澳大利亚提供与外汇合约有关的金融产品建议，因此 UBS AG 负责给出所有外汇及汇率方面的一般建议。**新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x) 于马来西亚分发。**印度：** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2014 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

