

深圳燃气 (601139.SH)

静待气价风险释放，关注异地市场扩张

 评级: **增持**

前次:

目标价(元):

7.72-8.26

能源行业首席分析师

能源行业分析师

刘昭亮

李超

S0740510120026

S0740513070003

021-20315150

0531-68889533

liuzl@r.qlzq.com.cn

lichao@r.qlzq.com.cn

2014年6月23日

基本状况

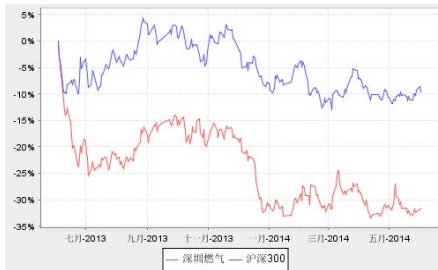
总股本(百万股)	1980.45
流通股本(百万股)	1904.58
市价(元)	6.94
市值(百万元)	13744.32
流通市值(百万元)	13217.78

业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8,967.8	8,574.5	9,177.7	10,168.	11,646.
营业收入增速	10.54%	-4.39%	7.04%	10.80%	14.53%
净利润增长率	30.37%	33.80%	8.22%	4.88%	8.00%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.36	0.39	0.41	0.44
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	35.72	22.16	18.35	17.50	16.20
PEG	1.18	0.66	2.23	3.59	2.02
每股净资产(元)	2.11	2.51	2.75	3.16	3.60
每股现金流量(元)	0.31	0.65	0.41	0.67	0.77
净资产收益率	12.62%	14.21%	14.02%	12.82%	12.16%
市净率	4.51	3.15	2.57	2.24	1.97
总股本(百万元)	1,980.4	1,980.4	1,980.4	1,980.4	1,980.4

备注: 市场预测取 聚源一致预期

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 公司定位于城市清洁能源运营商，以管道燃气为主大力推动天然气业务发展。**近年来公司管道燃气业务实现了快速增长——管道燃气销量由2009年的4.37亿方增长至2013年的13.01亿方，复合增长率为31%。目前管道燃气和石油气批发业务占营业收入的比重已达80%，但因石油气批发利润率较低，收入占比逐渐收缩目前的36%，而公司天然气业务贡献97%的利润。公司未来发展的重点仍然是城市燃气，横向主要以跨区域拓展为主，纵向发展主要开拓以LNG(车用、船用、储存)为代表的新业务市场。
- 西气东输二线保证气源供应，未来增量看电厂和异地扩张带来管道气增长，以及LNG加气站销量的快速提升。**西二线达产后，公司拥有40亿立方米的合同供气量，为下游客户的拓展提供了充足的气源保障。环保政策明确深圳地区将不再新建燃煤电厂，天然气电厂将填补燃煤电厂停建带来的能源缺口，增量空间较大。目前公司积极拓展电厂、工商业、车船用LNG和异地市场扩张，推动管道燃气销量稳步增长。
- 需求仍然旺盛，价格传导时滞或压缩毛利率。**2013年13.82亿方的气源来自于三部分：一是大鹏气源3.3亿方，价格1.7元，目前价格不会上涨；西二线气源，从2.74元往上调至3.32元；第三部分是现货气随行就市，未来增量气来自于西二线，下游居民公福、电厂、工商业客户调价程序不同，其中存在时滞效益，因此我们预计公司毛利率将有所下滑，但与现货市场相比仍有较大的优势。
- 盈利预测与估值。**我们预测公司2014~2016年归属于母公司净利润分别为7.69亿元、8.16亿元、8.75亿元。对应EPS分别为0.39元、0.41元、0.44元。同比增长8.88%、6.04%、7.29%。对应2014~2016年PE分别为18.24X、17.20X、16.03X。公司增速放缓的主要原因除了需求增速放缓之外，主要是考虑到上游气源采购成本上调的影响，同时没有考虑异地项目扩张。考虑公司具有良好的现金流以及行业的稳定增长属性，异地外延式扩张的增长预期，给予公司“增持”评级，目标价格区间7.78~8.26元。
- 风险提示：**天然气消费需求受宏观经济增速放缓的影响；气源价格大幅上涨的风险；政策带来的管道燃气销量增速下滑的风险；异地市场扩张存在不确定性。

内容目录

快速成长的跨区域城市燃气供应商	- 4 -
城市燃气业务稳定增长，石油气批发业务逐渐萎缩	- 4 -
管道燃气业务快速增长，异地市场拓展迅速	- 4 -
需求仍然旺盛，价格传导时滞或压缩毛利率	- 6 -
天然气需求旺盛，消费量稳步提升	- 6 -
气价上涨箭在弦上	- 7 -
价格传导不畅或降低毛利率，但相对市场价格仍有优势	- 8 -
公司深耕深圳拓展异地，气源结构逐渐多元化	- 9 -
垄断经营，产业链布局完整	- 9 -
气源供应充足，未来天然气采购价格有望市场化	- 9 -
未来的增长：异地市场拓展以及下游客户延伸	- 10 -
燃气电厂是未来深圳天然气销量增长的主要驱动力	- 10 -
环保政策倒逼电厂煤改气，增量空间达 40 亿立方米	- 11 -
异地市场的持续开拓	- 12 -
LNG 市场拓展仍有较大的增长空间	- 13 -
盈利预测与估值	- 14 -
风险提示	- 15 -

图表目录

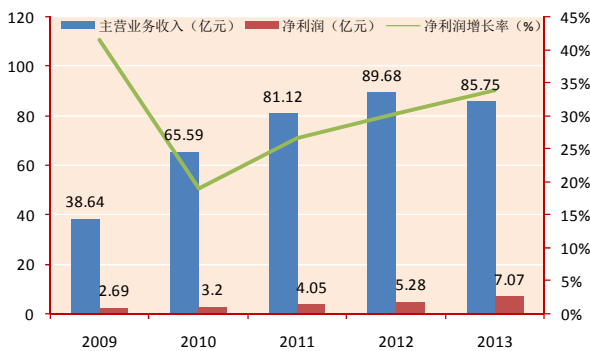
图表 1: 主营业务收入和净利润增速	- 4 -
图表 2: 各业务板块主营收入占比	- 4 -
图表 3: 各业务板块毛利率	- 4 -
图表 4: 管道天然气销量和用户数	- 4 -
图表 5: 异地市场收入利润快速增长	- 5 -
图表 6: 管道燃气工艺流程图	- 6 -
图表 7: 天然气及液化天然气供应的产业链	- 6 -
图表 8: 我国天然气消费量及增速	- 6 -
图表 9: 2012 年主要国家一次能源消费结构	- 6 -
图表 10: 节能减排等天然气利用政策	- 7 -
图表 11: 2015 年我国天然气气源结构预测	- 7 -
图表 12: 天然气下游终端价格对比	- 8 -
图表 13: 公司天然气业务毛利率将有所下滑	- 8 -
图表 14: 管道燃气业务模式	- 9 -
图表 15: 深圳地区气源供应	- 10 -
图表 16: 天然气和 LPG 采购价格	- 10 -

图表 17: 公司天然气销量增速放缓.....	- 11 -
图表 18: 公司天然气消费结构.....	- 11 -
图表 19: 深圳市天然气行业发展政策.....	- 11 -
图表 20: 已签协议三家电厂的供气量.....	- 12 -
图表 21: 意向协议电厂.....	- 12 -
图表 22: 异地扩张地区分布.....	- 12 -
图表 23: 异地收入增速.....	- 12 -
图表 24: LNG 与柴油重卡的油耗与成本对比.....	- 13 -
图表 25: 主要产品销量与价格假设.....	- 14 -
图表 26: 深圳燃气与同类上市公司估值比较.....	- 15 -
图表 27: 天然气企业盈利能力比较.....	- 15 -
图表 28: 盈利预测表.....	- 16 -

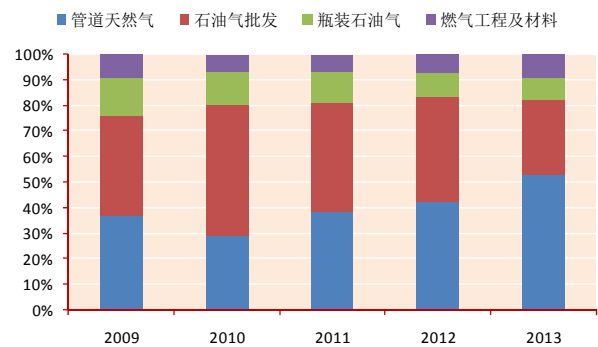
快速成长的跨区域城市燃气供应商

城市燃气业务稳定增长，石油气批发业务逐渐萎缩

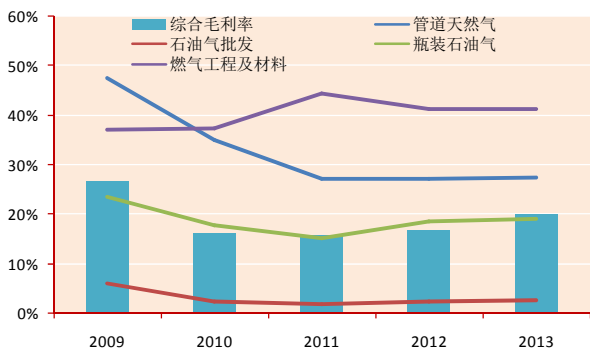
- 公司是全国优秀的城市燃气运营商，主营业务结构包括管道燃气（通过管道将天然气输送给居民、公福、工商业企业和电厂）、天然气批发、石油气批发和瓶装石油气 4 大业务类别。公司收入主要来自于管道燃气和石油气批发，两者之和占营业收入的比重达到 80% 以上，但因石油气批发利润率较低，公司利润的 90% 以上主要由管道燃气贡献。
- 随着天然气产业的快速发展以及 LPG 批发市场的竞争日益激烈，公司天然气业务规模占比逐渐从 2006 年的 24% 上升至 2013 年的 64%，而液化石油气规模则相应逐渐萎缩，利润率也非常低，其中收入占比 36%，利润 2145 万元，LPG 批发毛利率仅 2.63%，在公司 7.26 亿元的利润结构中仅占 2.9%，对公司总体业绩的影响逐渐减小。
- 公司未来发展的重点仍然是城市燃气，横向主要以跨区域拓展为主，包括深圳市周边地区、江西、安徽、广西等地项目均进入收获期；纵向发展主要开拓以 LNG（车用、船用、储存）为代表的新业务市场。

图表 1: 主营业务收入和净利润增速


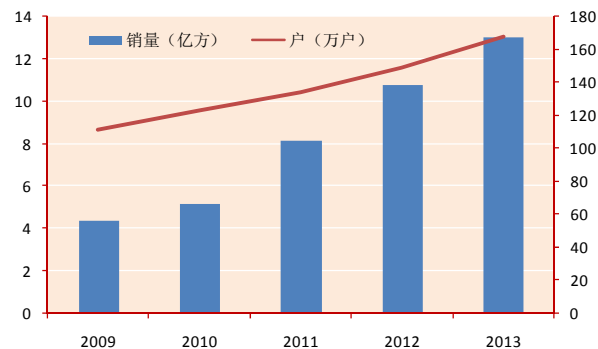
来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 2: 各业务板块主营收入占比


来源：齐鲁证券研究所

图表 3: 各业务板块毛利率


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 4: 管道天然气销量和用户数


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

管道燃气业务快速增长，异地市场拓展迅速

- 公司定位于城市清洁能源运营商，以管道燃气为主大力推动天然气业务发展。受益于天然气行业的快速发展，近年来公司管道燃气业务规模不

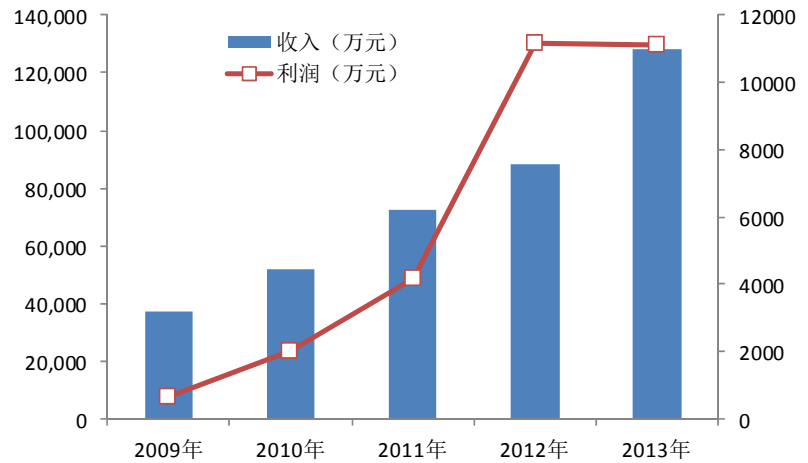
断扩大，特别是异地市场增长迅速。

- 管道燃气销量由2009年的4.37亿方增长至2013年的13.01亿方，复合增长率为31%；
- 管道燃气用户由2009年的111.46万户增长至2013年的167.8万户。其中深圳市130.42万户，异地37.38万户；管道燃气用户净增加18.81万户，其中深圳新增11.34万户，同比增长9.5%，异地新增7.47万户，同比增长25%。

■ 异地市场的拓展开始进入稳定收获期，2013年异地公司销售气量3.08亿立方米，同比增长48.08%；销售收入12.81亿元，同比增长44.42%；实现净利润1.12亿元。

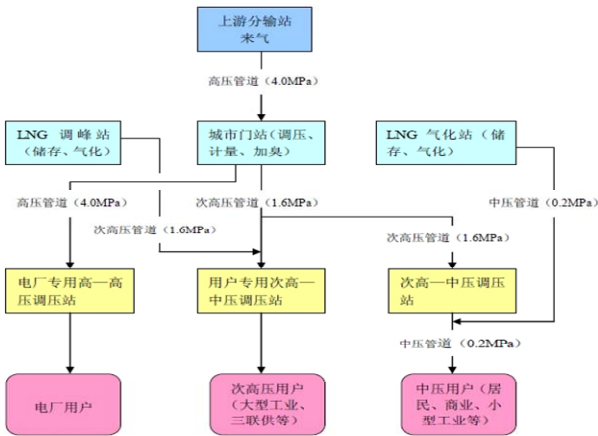
- 主要来自于江西的九江、赣州、宜春以及安徽的合肥。上述异地项目最初收购的时候利润最多的也就几百万，而2012年多个城市项目利润在3000万以上。
- 2013年由于天然气上游采购气价上涨的因素，异地项目市场利润同比基本持平，气价上涨因素基本消化。
- 公司进入外地市场之后，通过建设高压管道进入管道气，实现技术上的改造以及经营理念上的提升，盈利能力得到明显的增强。随着公司对外投资战略的延伸，新项目将逐渐开花结果，我们预计未来异地市场收益仍将实现较快的增长。

图表5：异地市场收入利润快速增长



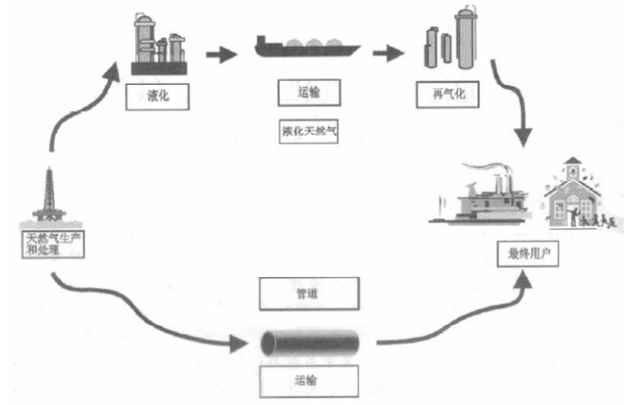
来源：齐鲁证券研究所

图表 6: 管道燃气工艺流程图



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 7: 天然气及液化天然气供应的产业链



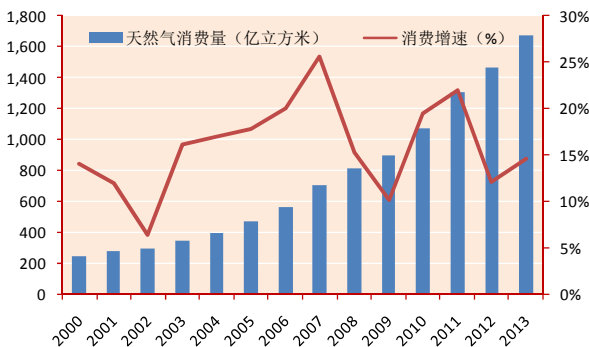
来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

需求仍然旺盛, 价格传导时滞或压缩毛利率

天然气需求旺盛, 消费量稳步提升

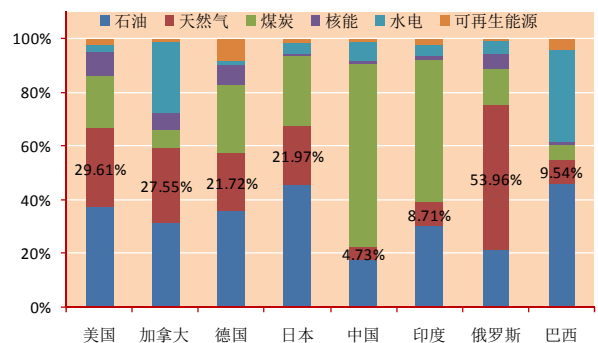
- 天然气是一种高效、清洁的能源, 近年来需求十分旺盛。我国 2013 年天然气消费量为 1676 亿立方米, 近 10 年复合增长率为 17.33%。十一五期间天然气消费量和产量复合增速分别为 18%、13%, 消费增速大于产量增速导致天然气供需缺口达到 366 亿立方米, 并且有扩大趋势。
- 能源结构转型和节能减排政策促天然气行业迎来黄金发展期。2012 年我国天然气消费量占一次能源比重仅为 4.73%, 不仅低于 23.9% 的世界平均水平, 也低于 8.8% 的亚洲平均水平。根据国家能源局的预测, 十二五末天然气的消费比例将提高至 8%, 也就意味着消费量 2500 亿立方米, 相当 14 年-15 年复合增长率为 24.58%。此外, 国家能源结构调整和节能减排的不断深入, 国家对天然气行业发展出台一系列的利好政策, 天然气仍处于黄金发展期。

图表 8: 我国天然气消费量及增速



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

图表 9: 2012 年主要国家一次能源消费结构



来源: BP 世界能源统计年鉴 (2013 年 6 月), 齐鲁证券研究所

图表 10: 节能减排等天然气利用政策

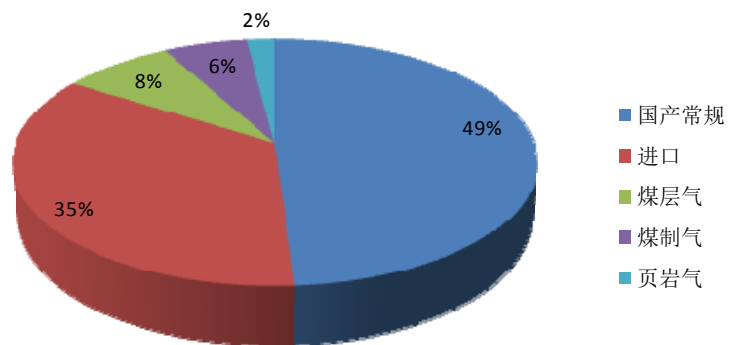
时间	文件名称	相关内容	来源
2012年8月	节能减排“十二五”规划	调整能源消费结构。促进天然气产量快速增长，推进煤层气、页岩气等非 常规油气资源开发利用，加强油气战略进口通道、国内主干管网、城市配 网和储备库建设。	国务院
2012年10月	天然气利用政策	为优化天然气消费结构，提高利用效率，综合考虑天然气利用的社会效益 、环境效益和经济效益以及不同用户的用气特点等各方面因素，天然气用 户分为优先类、允许类、限制类和禁止类。	国家发改委
2012年10月	天然气发展“十二五”规划	“十二五”期间，预计年均新增天然气消费量超过200亿立方米，到2015年 达到2300亿立方米。2015年，国产天然气供应能力达到1760亿立方米左右 。其中，常规天然气约1385亿立方米；煤制天然气约150-180亿立方米； 煤层气地面开发生产约160亿立方米。到2015年，我国年进口天然气量约 935亿立方米。	国家发改委、能源局
2013年1月	能源发展“十二五”规划	2015年能源发展的主要目标之一是能源结构优化，其中，天然气占一次能 源消费比重提高到7.5%，煤炭消费比重降低到65%左右。天然气生产能力由 2010年的948亿m ³ 提高至2015年的1565亿m ³ ，常规天然气1300亿m ³ 以上，煤 层气和页岩气分别为200亿m ³ 和65亿m ³ 。	国务院
2013年11月	国家能源局关于切实落实 气源和供气合同确保“煤 改气”有序实施的紧急通 知	要加强“煤改气”、燃气热电联产等替代项目规划与资源供应计划的衔 接，确保用气需求与资源供应增长相适应，并将新建燃气热电联产项目必 须纳入2013年至2015年电力布局规划。	国家发改委
2014年3月	李克强总理政府工作报告	推动能源生产和消费方式变革。加大节能减排力度，控制能源消费总量， 2014年能源消耗强度要降低3.9%以上，二氧化硫、化学需氧量排放量都要 减少2%。加强天然气、煤层气、页岩气勘探开采与应用。	国务院

来源：齐鲁证券研究所

气价上涨箭在弦上

- 进口气成本倒挂无益于“气荒”问题解决，终端提价大势所趋。因我国
“多油、富煤、缺气”的自然禀赋条件决定，我国天然气缺口主要依靠
进口气和非常规天然气满足，而进口气目前出现成本倒挂现象，例如中
亚气到霍尔果斯的到岸价格为 2.15 元/方，加上管输费和相关费用，目
前的天然气门站销售价格必然无法覆盖成本。进口气上游产业链亏损不
利于“气荒”问题的解决，要理顺天然气价格形成机制，疏导供需传导
路径，提升天然气终端价格将是大势所趋。

图表 11: 2015 年我国天然气气源结构预测



来源：国家发改委，齐鲁证券研究所

- 目前国家在两广地区试点天然气价改，对非民用国产陆上天然气和进口
管道天然气门站价进行调整。增量气价格一步调整到与燃料油、液化石
油气（权重分别为 60%和 40%）等可替代能源保持合理比价的水平；存
量气价格分步调整，力争“十二五”未调整到位。而页岩气、煤层气、

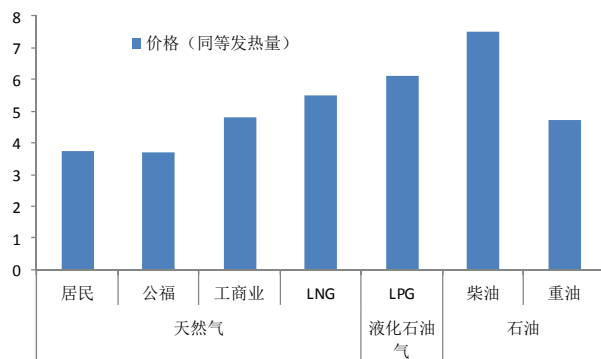
煤制气等非常规天然气以及液化天然气价格将放开。

- 在 2013 年的调价方案中涉及 1120 亿立方米存量气、110 亿立方米增量气，占比分别为 91%和 9%。调整后平均门站价格由 1.69 元/立方米提高至 1.95 元/立方米。未来，存量气价格仍将逐步调整，平均门站价格将不断提升。
- 目前公司上游气源存在价格上调预期的是西气东输二线气源，目前价格是 2.74 元/立方，未来将分布上调至 3.32 元/立方。

价格传导不畅或降低毛利率，但相对市场价格仍有优势

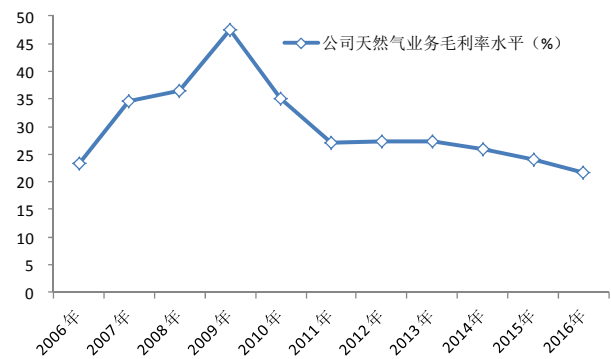
- 从目前公司下游用户结构情况看：居民用气占比大约占 23%，电厂用气占比约 26%，工商业大约占一半。2013 年天然气销量 13.82 亿方，其中电厂用气 3.65 亿方，居民用气大约 3.26 亿方，工商业用气 6.91 亿方。
- 价格方面，深圳市现货天然气价格为 4.5 元/立方，公司下游终端客户中：工业商业 4.8 元/立方，公福 3.7 元/立方，居民用气 3.75 元/立方，加气站 5.5 元/立方，电厂价格 3.16 元/立方，LPG 价格 6.1 元/立方（同等发热量）。因此，西二线价格从 2.74 元/立方最终上调至 3.32 元/立方后，与目前的现货市场价格 4.5 元/立方相比仍有竞争优势。

图表 12：天然气下游终端价格对比



来源：齐鲁证券研究所

图表 13：公司天然气业务毛利率将有所下滑



来源：齐鲁证券研究所

- 按照目前调价程序：居民用气调价需要听证，电厂用气价格上调需要上网电价上调和当地政府补贴到位，工商业调价直接按照上游调价传导至下游客户，只是需要主管部分审批签字。因此真正存在调价传导压力或者说具有不确定性的因素在于居民用气和电厂用气。
 - 西气东输二线的气源替代现货气带来了公司天然气业务毛利率的反弹，而西二线气源价格上调也可能会带来毛利率的下跌。
 - 我们预计，由于上下游调价存在时滞效应和传导不顺畅的因素，公司天然气业务高毛利率会受到一定的挤压，但异地市场调价已经于 2013 年基本消化。
- 如果价格全部顺利传导，公司对下游的调价会低于上游西二线调价幅度。2013 年 13.82 亿方的气源来自于三部分：一是大鹏气源 3.3 亿方，价格 1.7 元，目前价格不会上涨；上调的是西二线气源，从 2.74 元往上调至 3.32 元；第三部分是现货气，预计在 3000~5000 万方，目前来看，现货气价格是下降的。日本核电危机以后，LNG 价格最高达到 18~19 美

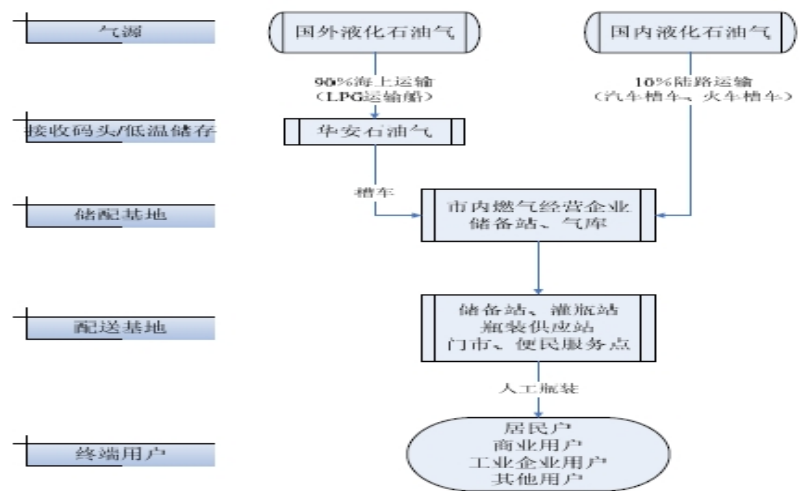
元/BTU，2013 年日本进口价格是 15 美元/BTU，最近已经回跌至 12.5 美元/BTU，现货价格总体呈回落态势。

公司深耕深圳拓展异地，气源结构逐渐多元化

垄断经营，产业链布局完整

- 公司自成立以来一直在深圳地区发展，天然气管道布局完善，具有垄断优势，管道燃气业务的特许经营权至 2033 年，主要为电厂、工业用户、商业用户、民用和公福用户等管道燃气客户供气，并涉足天然气汽车加气业务。

图表 14：管道燃气业务模式



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

气源供应充足，未来天然气采购价格有望市场化

- 目前公司在深圳地区有三类气源，参股公司大鹏进口 LNG、西气东输二线和现货气。未来，公司两个在建储备调峰项目建成后，气源结构更加多元化。其中：
 - 大鹏气：公司与广东大鹏公司签订 25 年稳产期年供 27.1 万吨（3.39 亿立方米）照付不议的天然气采购合同，从 2006 年 9 月开始供气，价格约为 1.7 元/立方米，目前该价格稳定。
 - 西气东输二线：公司与中石油签订至 2039 年 12 月 31 日的天然气采购照付不议合同，每年通过西气东输二线向公司提供 40 亿立方米天然气。西气东输二线自 2012 年 6 月开始为公司供气，2012-2016 年的照付不议采购量分别为 7.5、9.3、18.9、22 和 36 亿立方米，价格为 2.74 元/立方米。目前该价格预期将分步上调至 3.32 元/立方。
 - 现货气：季节性补充，价格随行就市，约为 4-4.5 元/立方米。

目前公司两个天然气储备与调峰在建项目：一是深圳市天然气储备与调峰项目是可转债募投项目，充分利用公司码头，建 8 万方的 LNG 储罐，充分利用未来海外 LNG 气源的多元化优势。二是求雨岭项目：用的是西二线的气，主要用作储存，利用冬夏季价格差以及调峰用途，赚钱价格差。

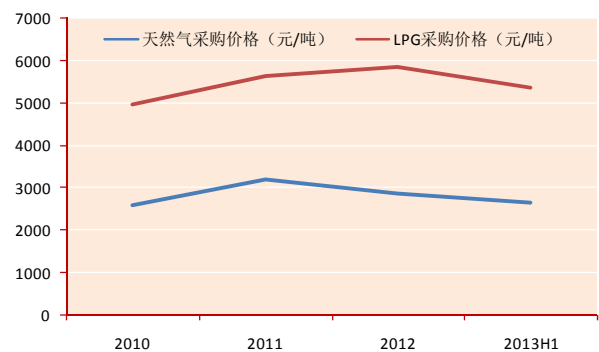
- 相比之下，大鹏的气最便宜的，供气方澳大利亚可能采用如台风之类不可抗力的理由减少供气，但总体对公司的总体供气量应在 3.3 亿方。根据国际能源署的最新预测，未来澳大利亚、美国、加拿大可能是将来兴起的天然气供应国，目前是卡塔尔供应量最大。另外俄罗斯目前 300 亿方，刚签订 380 亿方，未来还有 300 亿方在确认。从气源结构来讲，中国从海上 LNG 进口的压力正在变小，可能对 LNG 价格形成降价压力，目前已经有所降价，从去年的 15 美元降到现在的 12.5 美元。这对公司未来从海上进气有很大的优势。
- 公司在异地市场的气源量：在达产期年采购天然气总量达 6.4 亿立方米，加上已基本落实并在以后陆续签订协议的新增采购管输天然气量预计达产期每年约 1.6 亿立方米，异地燃气公司基本落实未来年采购管输天然气总量约为 8 亿立方米。

图表 15: 深圳地区气源供应

序号	气源	类型	气量	价格	定价机制	进展
1	大鹏气	液化天然气	25年照付不议, 3.39亿立方米	1.7元/立方米	合同锁定	已供气
2	西气东输二线	中亚管道气	至2039年40亿立方米, 底照付不议量36亿立方米	2.74元/立方米	国家发改委	已供气
3	现货气	槽车或管道气	按需	约4.45元/立方米	随行就市	已供气
4	中石油西气东输二线	中亚管输气	300亿立方米		国家发改委	建设中
5	中石油深圳LNG	LNG	300万吨(一期)		国家发改委	路条
6	中石化新粤浙管线	管输煤制气等	300亿立方米		国家发改委	路条
7	中海油深圳LNG	LNG	400万吨		国家发改委	建设中
8	深圳燃气	储备与调峰库	80万吨			建设中

来源：齐鲁证券研究所

图表 16: 天然气和LPG采购价格



来源：齐鲁证券研究所

- 气源供应充足，为下游客户开拓提供保障。西气东输二线完全达产后，目前公司拥有 43.7 亿立方米的合同供气量，为下游客户的拓展提供了充足的气源保障。另外，三大石油公司在珠三角地区均有重大气源项目，未来有望成为公司的新气源。公司拟建的深圳市储备与调峰库项目——供气能力达 80 万吨/年，形成 10 亿立方米/年的自主采购能力——将提高公司在未来天然气采购中的话语权、降低采购成本。因此，公司未来的主要任务是拓展下游客户，创造需求增量。

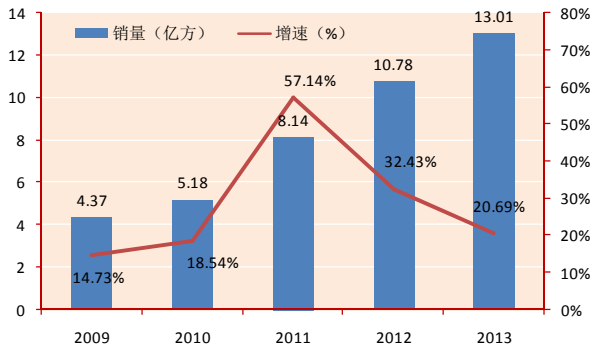
未来的增长：异地市场拓展以及下游客户延伸

燃气电厂是未来深圳天然气销量增长的主要驱动力

- 公司天然气销量增速自 2011 年达到顶峰后，近两年进入了稳定增长期。主要原因是深圳市经过了 2009-2011 年 3 年的大幅扩张，存量用户（民用+商用）已完成煤改气，而难度较大的居民区改造进程较慢，增长相对有限。同时受宏观经济减速的影响，餐饮业集中的商业天然气用气也趋于稳定。未来深圳市天然气销量增长主要看锅炉改造、电厂、以及下

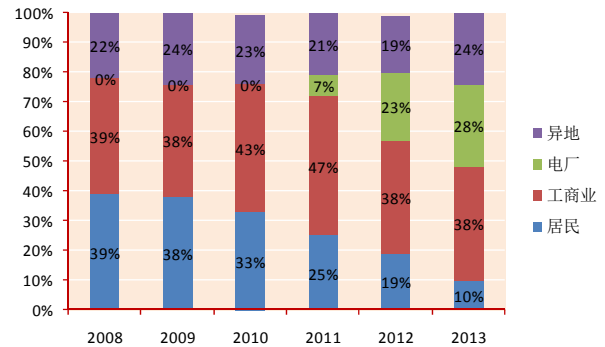
游 LNG 加气站市场的拓展。

图表 17: 公司天然气销量增速放缓



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 18: 公司天然气消费结构



来源: Wind, 齐鲁证券研究所

环保政策倒逼电厂煤改气, 增量空间达 40 亿立方米

- 珠三角地区经济发达, 环保压力与日俱增, 深圳地区将不再新建燃煤电厂, 天然气电厂将填补燃煤电厂停建带来的能源缺口。如果完全执行新建燃气电厂政策, 将带来 40 亿立方的需求增量。此外, 2013 年 9 月起, 新建、改建锅炉必须使用天然气或电等清洁能源, 这部分改造锅炉将增加用气量 3 亿方。因此, 从长期看深圳市场需求仍有较大的增量空间, 但建设进度存在不确定性。

图表 19: 深圳市天然气行业发展政策

序号	文件	类型	细则
1	深十四条	电厂	1) 深圳市原则上不再新建燃煤电厂; 2) 2013年9月起, 新建、改建锅炉必须使用天然气或电等清洁能源; 3) 2014年底前, 全市货运行业推广电动或LNG(液化天然气)中型、重型载货车25,000辆; 2015年底前, 全市货运行业继续推广电动或LNG中型、重型载货车10,000辆, 电动或LNG车辆达到载货车总数的50%以上; 全市城际道路客运行业累计推广使用清洁能源大巴500辆以上; 4) 2013年9月起, 全市所有集装箱港口新增港口内拖车使用天然气, 2015年底前, 除应急设备外, 全市集装箱港口内拖车全部完成“油改气”; 5) 2015年底前, 全市燃气管网覆盖率达72.5%以上, 燃气管网已覆盖地区内锅炉应及时转换天然气燃料。燃气管网暂不完善的区域, 可使用LNG或CNG(压缩天然气)撬装站供气; 6) 2015年底前, 除电厂锅炉外, 全市燃用煤、重油、柴油等污染燃料锅炉必须全面改用天然气、电等清洁能源。
2	《深圳市大气环境质量提升计划》 《深圳市大气环境质量提升补贴办法》	锅炉	1) 新建、改建锅炉必须使用天然气或电等清洁能源(燃气管网未覆盖地区可采用柴油或液化石油气作为过渡燃料); 禁止新建燃用生物质成型燃料锅炉; 2) 2015年底前, 除电厂锅炉外, 全市燃用煤、重油、柴油等污染燃料锅炉必须全面改用天然气、电等清洁能源; 3) 对于燃煤、木柴、生物质成型燃料锅炉改天然气, 给予每蒸吨5.5万元补贴, 对于柴油、重油锅炉改天然气, 给予每蒸吨3万元补贴。
3	深圳市	环保汽车	2014年底前, 全市货运行业推广电动或LNG中型、重型载货车25,000辆; 2015年底前, 货运行业继续推广电动或LNG中型、重型载货车10,000辆; 电动或LNG车辆达到载货车总数的50%以上。
4	深圳市十二五规划	民用	2011年, 深圳市天然气管网覆盖率52.3%, 至2015年管网覆盖率要达到72.5%以上。

来源: 齐鲁证券研究所

- 西二线通气后, 公司已与钰湖电力(36万千瓦)、宝昌电力(36万千瓦)和南天电力(42.4万千瓦)三家电厂签订供气协议并于2012年开始供气。西气东输后, 公司与大量电厂用户签订了意向协议, 未来增长空间达40亿立方米。2013年公司向电厂供气3.65亿方, 2013年以来的销售价格尚未制定, 仍然参照2012年价格3.16元进行结算。
- 随着西气东输二线调价预期的增强, 燃气电厂上网电价改革以及政府补贴政策改革迫在眉睫, 同时补贴政策也在影响着在建燃气电厂项目的建设。

设进度。目前运营的燃气电厂都是调峰电厂，上网电价 0.745 元，一立方发电 4.3 度，地方政府补贴 0.1 元。因此单靠目前电价发电没有补贴，电厂很难持续经营。未来有两个预期：一是参照江浙一带燃气上网电价上调至 0.9 元/度，二是上调政府补贴。若两种上调幅度低于上游采购成本的上升，则有可能压缩公司的利差。

图表 20: 已签协议三家电厂的供气量

	亿立方米	2012	2013	2014	2015	2016
钰湖电力	协议气量	3.74	3.74	3.74	3.74	3.74
	照付不议	2.62	2.81	2.99	3.18	3.37
宝昌电力	协议气量	3.7	3.7	3.7	3.7	3.7
	照付不议	2.59	2.78	2.96	3.15	3.33
南天电力	协议气量	0.5	0.85	2.6	2.6	2.6
	照付不议	0.35	0.64	2.08	2.21	2.34
合计	协议气量	7.94	8.29	10.04	10.04	10.04
	照付不议	5.56	6.22	8.03	8.53	9.04

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 21: 意向协议电厂

	亿立方米	2012	2013	2014	2015	2016
广前电力					1.65	1.65
东部地区					1.65	1.65
南山热电	4.47	8.16	8.16	8.16	8.16	8.16
月亮湾电厂	0.93	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
福华德电力	2.59	4.73	4.73	4.73	4.73	4.73
华电广东		0.66	4	4	4	4
大唐宝昌			7.5	7.5	7.5	7.5
国电广东			1.8	1.8	1.8	1.8
钰湖电力			8	8	8	8
合计	7.99	15.25	35.89	39.19	39.19	39.19

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

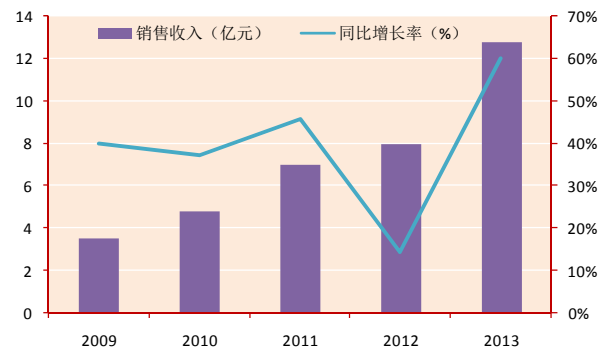
异地市场的持续开拓

- 2005 年成立的全资子公司深圳市燃气投资有限公司(以下简称深燃投资公司)作为公司异地开拓的平台，目前公司已进入 8 个省 25 个地区，取得 18 个地区的管道燃气特许经营权，主要从事管道燃气、汽车加气、天然气批发和燃气工程业务，随着异地投资和资产规模的扩大，异地天然气业务占比不断提升，但相对于覆盖范围异地业务气量规模较小。
- 2013 年新增 5 个项目，公司通过成熟项目的周边拓展、新区域经营权的收购方式，建设高压管道，提升收购项目的盈利能力。目前异地市场快速增长，基本消化上游气价上涨带来的影响，江西和安徽项目盈利进入释放期。2013 年异地公司销售气量 3.08 亿立方米，同比增长 48.08%；销售收入 12.81 亿元，同比增长 44.42%；实现净利润 1.12 亿元。
- 2014 年以来，全国天然气气源有较大程度的增加，包括北面过来的中亚气，还有中缅管道，还有俄气北下，周边的供给环境有很大改善。因此，城市燃气仍处于快速发展期，公司加大力度发展异地市场，项目盈利前景也较为可观。

图表 22: 异地扩张地区分布

省份	地区
广西	梧州
江西	九江、铅山、庐山、龙南、赣州、瑞金、景德镇、宜春、赣县
控股	肇庆、深汕合作区、海丰
安徽	合肥、定远、宣城、黄山、肥东、肥西、明光
内蒙	乌审旗
江苏	南京
湖北	武汉
参股	山东 泰安

来源：公司公告，齐鲁证券研究所

图表 23: 异地收入增速


来源：公司公告，齐鲁证券研究所

LNG 市场拓展仍有较大的增长空间

- LNG 汽车和船用市场，将来有很大的发展潜力。目前 LNG 汽车在没有依靠补贴前提下具备明显的竞争优势，深圳市 LNG 汽车 5.5 元/立方，相对柴油 7.5 元仍有 20% 以上的折价。目前深圳 LNG 重卡 1300 多辆（深圳物流重卡约有 6 万辆），船用 LNG 市场也才刚刚起步。而公司在宜春、赣州、九江发展比较好。未来在政策的不断推动下，LNG 加气站点快速铺开，LNG 在汽车、船舶市场空间非常广阔。
 - 根据“深四十条”规划：2014 年底前，全市货运行业推广电动或 LNG（液化天然气）中型、重型载货车 2.5 万辆；2015 年底前，全市货运行业继续推广电动或 LNG 中型、重型载货车 1 万辆，电动或 LNG 车辆达到载货车总数的 50% 以上；全市城际道路客运行业累计推广使用清洁能源大巴 500 辆以上；2013 年 9 月起，全市所有集装箱港口新增港口内拖车使用天然气，2015 年底前，除应急设备外，全市集装箱港口内拖车全部完成“油改气”。
 - 2013 年 10 月，交通运输部发布《关于推进水运行业应用 LNG 的指导意见》，根据该意见，到 2015 年和 2020 年，中国内河运输船舶能源消费中 LNG 比例将分别达到 2% 和 10% 以上。2014 年 3 月，交通运输部发布《2014 年交通运输行业节能减排工作要点》，提出在营运车辆、营运船舶、公路及港口四个方面开展千家企业低碳交通运输专项行动，将推进 LNG（液化天然气）、LPG（液化石油气）汽车在道路运输、城市公交和出租汽车中的应用、推动 LNG 燃料动力内河船舶区域性应用试点示范列为 2014 年专项行动的重点工作。
- 目前公司在深圳市建成 33 个，异地建成 9 座，整体在建加气站项目 10 多座。其中深圳市加气站主要与中海油、中石油、中石化合作建站。异地市场的 9 个加气站为全资拥有。加气业务基数较低，但增长迅猛。随着站点数量的铺开之后，我们认为公司在未来 2 年 LNG 业务量和盈利将保持快速增长。
 - 2013 年，公司加气站销量 1400 万立方米，同比增长 48.89%。
 - 2014 年一季度，公司加气站销量约 600 万方，同比增长 70% 以上。
 - 实际上，LNG 是作为真正意义的清洁能源，其无论从环保还是成本角度均有竞争优势，如果政府补贴政策出台（如山东市场），推广速度会超预期。

图表 24: LNG 与柴油重卡的油耗与成本对比

60吨标准标准重卡	百公里油耗	里程/天	年耗燃料(350天)	单位价格	百公里费用	年费用(万元)
LNG	60立方米	300	57750	4.05	222.75	23.39
一般柴油	60升	300	47250	7.07	318.15	33.41
每辆重卡使用LNG比柴油年节省成本	10.02	万元				

来源：齐鲁证券研究所

盈利预测与估值

- 根据上文分析，公司是一个处于进入稳定成长期的公用事业类城市燃气企业，特别是深圳本地市场开始进入纵向开拓阶段，未来的增量因素具有一定的不确定性，但从长期看增长是大的趋势。增长的不确定性在于政策预期，包括上下游天然气价格调整，下游燃气电厂的价格及补贴的调整，都会对公司天然气的销量产生一定的影响。未来增长的主要驱动力包括：异地市场新项目的快速拓展、下游燃气电厂的需求增长、以及车用和船用 LNG 市场具有广阔的空间。盈利预测的主要假设条件：
 - 公司异地市场处于快速扩张期，本盈利预测未考虑新的项目收购；
 - 气源保持稳定，其中大鹏气稳定在 3.3 亿方，其余增量气均来自于西气东输二线，供气量不成为制约公司开发下游客户的瓶颈；
 - 大鹏气价格保持在 1.7 元/立方，西气东输二线气源价格将从 2.74 元/立方分布上调至 3.32 元。因此，我们假设 2014~2016 年管道天然气综合售价分布为 2.48 元/立方、2.70 元/立方、3.02 元/立方。

图表 25：主要产品销量与价格假设

	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
管道天然气					
销量 (亿方)	10.78	13.01	14.50	16.24	18.68
价格 (元/方)	3.38	3.30	3.35	3.55	3.86
成本 (元/方)	2.47	2.40	2.48	2.70	3.02
石油气批发					
销量 (万吨)	59.81	42.06	40	38	36
价格 (元/吨)	6022	5769	5580	5290	5000
成本 (元/吨)	5884	5617	5420	5150	4860
液化天然气批发					
销量 (亿方)	0.43	0.85	1.50	2.00	2.40
价格 (元/方)	3.18	3.44	3.65	3.85	3.91
成本 (元/方)	3.12	3.39	3.60	3.80	3.85

来源：齐鲁证券研究所

- 我们预测公司 2014~2016 年归属于母公司净利润分别为 7.69 亿元、8.16 亿元、8.75 亿元。对应 EPS 分别为 0.39 元、0.41 元、0.44 元。同比增长 8.88%、6.04%、7.29%。对应 2014~2016 年 PE 分别为 18.24X、17.20X、16.03X。公司增速放缓的主要原因除了需求增速放缓之外，主要是考虑到上游气源采购成本上调的影响，毛利率有所压缩。但如果考虑到异地外延式扩张的增长预期，良好的现金流以及行业的稳定增长属性，我们给予公司“增持”评级，目标价格区间 7.78~8.26 元。
 - 相对估值：深圳燃气是是目前上市燃气公司中盈利能力较好的跨区域燃气企业，估值处于中等水平。假设按照目前 20 倍 PE，则对应股价为 7.78 元。
 - 绝对估值：中国天然气行业在未来数年将进入快速稳定增长期，且在深圳市“四十条”政策目标支持下，公司主要业务管道燃气加气站、异地燃气市场属于具备长期稳定增长预期的业务类型。假设无风险利率 3%，风险溢价 6%，股票 BETA 为 1.3，TV=3%，DCF 绝对估值显示公司价值为 8.26 元。

图表 26: 深圳燃气与同类上市公司估值比较

证券代码	证券简称	股价	总股本 (亿股)	流通股合计 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS(元/股)			P/E		
						2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
000669.SZ	金鸿能源	16.68	4.04	2.29	67.31	0.70	0.97	1.26	23.98	17.18	13.21
002267.SZ	陕天然气	8.97	10.17	9.97	91.21	0.38	0.50	0.69	23.37	18.02	13.05
002700.SZ	新疆浩源	20.34	2.35	0.92	47.73	0.53	0.78	0.85	38.19	25.93	24.00
600333.SH	长春燃气	6.72	5.30	4.96	35.59	0.07	0.08	0.11	100.60	84.42	61.09
601139.SH	深圳燃气	6.76	19.80	19.05	133.88	0.36	0.41	0.43	18.78	16.49	15.72
600617.SH	联华合纤	17.90	5.93	1.67	106.15	0.71	0.99	1.33	25.21	18.08	13.46
	平均	12.90	7.93	6.48	80.31	0.46	0.62	0.78	38.35	30.02	23.42

来源: 齐鲁证券研究所

图表 27: 天然气企业盈利能力比较

证券代码	证券简称	ROE(2013年)%	销售毛利率(2013年)%	销售净利率(2013年)%	在建工程2013年(亿元)	固定资产2013年(亿元)	在建工程/总资产(2013年)%	财务费用率		资产负债率2014Q1(%)	资产周转率
								2013A	2014Q1		
000669.SZ	金鸿能源	14.52	39.27	19.40	11.50	29.19	19.98	4.89	3.28	61.03	0.32
002267.SZ	陕天然气	11.09	17.70	8.24	13.30	54.70	15.37	5.23	3.33	60.17	0.50
002700.SZ	新疆浩源	13.24	48.54	29.91	0.38	2.96	4.99	-1.72	-1.07	15.01	0.38
600333.SH	长春燃气	2.70	18.71	2.06	7.08	16.53	18.88	1.14	0.11	48.57	0.52
601139.SH	深圳燃气	16.06	20.06	8.47	21.81	48.33	18.05	0.97	1.08	54.76	0.79
000593.SZ	大通燃气	11.00	29.70	8.50	0.38	3.25	4.24	2.10	0.98	18.53	0.60
600617.SH	联华合纤	27.85	21.75	7.04	47.17	27.15	43.72	3.91	3.73	82.05	0.81
	平均	13.78	27.96	11.95	14.52	26.02	17.89	2.36	1.63	48.59	0.56

来源: 齐鲁证券研究所

风险提示

- 天然气消费需求受宏观经济增速放缓的影响。
- 气源价格大幅上涨的风险: 由于西二线天然气价格一直存在上调的预期, 价格将从 2.74 元/立方上调至 3.32 元/立方, 最终调价时间和进程具有不确定性, 如果下游调价不顺畅或存在时滞效应, 则可能压缩公司毛利率, 带来盈利预期下滑的风险。
- 管道燃气销量增速下滑的风险: 主要是电厂用气量存在政策的不确定性, 包括上网电价调整以及补贴政策的上调时间和幅度还未确定, 无论是对现有运营燃气电厂, 还是在建燃气电厂的建设进度可能会受到影响。
- 异地市场扩张存在不确定性风险, 主要是新项目的盈利可能低于预期。

图表 28: 盈利预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	8,112	8,968	8,575	9,178	10,169	11,646
增长率	23.69%	10.5%	-4.4%	7.0%	10.8%	14.5%
营业成本	-6,827	-7,464	-6,854	-7,349	-8,178	-9,423
% 销售收入	84.2%	83.2%	79.9%	80.1%	80.4%	80.9%
毛利	1,285	1,504	1,720	1,829	1,991	2,224
% 销售收入	15.8%	16.8%	20.1%	19.9%	19.6%	19.1%
营业税金及附加	-34	-37	-54	-55	-51	-58
% 销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-660	-709	-724	-734	-763	-873
% 销售收入	8.1%	7.9%	8.4%	8.0%	7.5%	7.5%
管理费用	-120	-136	-154	-156	-170	-186
% 销售收入	1.5%	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	471	623	789	884	1,007	1,106
% 销售收入	5.8%	6.9%	9.2%	9.6%	9.9%	9.5%
财务费用	-73	-83	-84	10,030	5,303	6,732
% 销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	-109.3%	-52.1%	-57.8%
资产减值损失	-2	-2	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	111	129	102	135	116	110
% 税前利润	21.5%	18.7%	10.9%	1.2%	1.8%	1.4%
营业利润	507	668	804	11,049	6,426	7,948
营业利润率	6.2%	7.4%	9.4%	120.4%	63.2%	68.2%
营业外收支	8	24	132	50	50	50
税前利润	515	692	936	11,099	6,476	7,998
利润率	6.3%	7.7%	10.9%	120.9%	63.7%	68.7%
所得税	-93	-148	-210	-2,442	-1,412	-1,736
所得税率	18.1%	21.3%	22.4%	22.0%	21.8%	21.7%
净利润	422	544	727	8,657	5,064	6,262
少数股东损益	17	16	20	300	175	216
归属于母公司的净利润	405	528	707	8,357	4,890	6,046
净利率	5.0%	5.9%	8.2%	91.1%	48.1%	51.9%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	422	544	727	8,657	5,064	6,262
少数股东损益	0	0	0	300	175	216
非现金支出	179	211	251	311	398	489
非经营收益	-9	-37	-122	-213	-891	-1,704
营运资金变动	103	-102	438	-138	169	245
经营活动现金净流	695	617	1,293	8,917	4,914	5,509
资本开支	1,285	1,484	1,173	1,276	1,380	1,480
投资	-12	-48	-31	0	0	0
其他	488	487	502	135	116	110
投资活动现金净流	-810	-1,045	-702	-1,141	-1,264	-1,370
股权募资	1,016	3	21	0	0	0
债权募资	-86	-29	1,484	-5,018	-11,989	-7,941
其他	498	-360	-500	28	442	1,544
筹资活动现金净流	1,428	-386	1,004	-4,990	-11,547	-6,397
现金净流量	1,313	-814	1,595	2,787	-7,896	-2,258

资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	2,920	1,756	2,981	5,468	-2,603	-5,077
应收账款	469	515	443	33	37	44
存货	304	419	307	1	-68	-148
其他流动资产	245	201	129	175	191	216
流动资产	3,938	2,892	3,860	5,677	-2,442	-4,965
% 总资产	42.6%	29.9%	32.0%	38.1%	-31.2%	-78.3%
长期投资	272	293	310	310	310	310
固定资产	4,366	5,846	7,115	8,122	9,143	10,173
% 总资产	47.2%	60.4%	58.9%	54.5%	116.9%	160.4%
无形资产	566	634	694	702	712	723
非流动资产	5,313	6,787	8,220	9,234	10,267	11,307
% 总资产	57.4%	70.1%	68.0%	61.9%	131.2%	178.3%
资产总计	9,251	9,679	12,081	14,911	7,824	6,342
短期借款	2,575	2,271	2,064	-2,954	-15,043	-23,134
应付账款	1,328	1,447	1,778	960	1,063	1,220
其他流动负债	1,106	1,075	1,084	1,376	1,112	1,151
流动负债	5,009	4,792	4,926	-617	-12,868	-20,763
长期贷款	126	0	132	132	232	382
其他长期负债	0	400	1,765	1,765	1,765	1,765
负债	5,136	5,192	6,823	1,280	-10,871	-18,616
普通股股东权益	3,824	4,188	4,974	13,048	17,938	23,984
少数股东权益	292	292	277	577	752	968
负债股东权益合计	925,089	967,947	1,208,062	1,271,211	1,341,690	1,466,906

比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.307	0.267	0.357	4.220	2.469	3.053
每股净资产 (元)	2.896	2.115	2.512	6.588	9.057	12.110
每股经营现金净流 (元)	0.526	0.311	0.653	4.351	2.393	2.673
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.143	0.143	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.60%	12.62%	14.21%	64.05%	27.26%	25.21%
总资产收益率	4.38%	5.46%	5.86%	56.07%	62.54%	95.43%
投入资本收益率	10.64%	9.60%	10.56%	10.34%	10.09%	10.06%
增长率						
营业总收入增长率	23.69%	10.54%	-4.39%	7.04%	10.80%	14.53%
EBIT 增长率	52.49%	32.28%	26.69%	12.04%	14.00%	9.75%
净利润增长率	26.64%	30.37%	33.80%	1082.04%	-41.49%	23.66%
总资产增长率	27.35%	4.55%	24.84%	23.43%	-47.53%	-18.94%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.1	11.8	12.2	0.1	0.1	0.1
存货周转天数	20.7	17.7	19.3	0.2	0.2	0.2
应付账款周转天数	33.0	25.9	35.8	0.4	0.3	0.3
固定资产周转天数	101.0	116.0	173.5	218.2	244.1	254.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.33%	20.41%	13.96%	-49.70%	-57.20%	-64.75%
EBIT 利息保障倍数	6.4	7.5	9.4	-0.1	-0.2	-0.2
资产负债率	55.51%	53.68%	56.51%	8.59%	-139.05%	-293.82%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。