

乘燃气行业发展东风 公司业绩拐点将出现

核心观点:

- 公司是国内燃气行业领先企业，立足深圳，辐射全国。公司总资产超过120亿元人民币，年营业收入达到95亿元人民币。公司运用市场化手段成功获得江西、安徽、山东、江苏、广西、广东、内蒙古等五省二区共20个城市的管道天然气特许经营权，拥有管道天然气客户超过180万户，覆盖人口达1000万人，运营管线超过7500公里。
- 公司构建以管道燃气为主导，液化石油气批发、液化石油气零售为两翼的产业结构。公司重视拓展海外气源市场，积极合理组织气源调配，主力气源为来自澳大利亚的广东大鹏天然气和来自土库曼斯坦的中国西气东输二线天然气，并通过中国液化天然气市场采购槽车LNG保障天然气供应。公司大力拓展天然气电厂及工商客户，深化卓越绩效管理，实现从城市燃气运营商向城市清洁能源运营商的战略转型。
- 燃气行业重大发展机遇：天然气价格拐点出现，终端需求释放在即。2014年10月开始，国际原油价格、液化天然气价格大幅下降，为我国天然气价格改革创造了难得的宽松氛围。以“国际原油+液化气”价格变化趋势分析，我们预计2015年上半年，国内天然气增量气门站价格将下调，存量气门站价小幅上调（比之前预期涨幅低），两气价格完成并轨。如果原油价格维持在50-80美元的价格区间，则预期2015年下半年国内天然气门站价格整体下调。天然气价格下降将激发终端需求，中国天然气气化率提升。
- 燃气分销环节盈利改善。燃气分销环节面临两大机遇。第一，需求端释放，销气量增长。随着价格拐点出现，天然气需求将逐步释放，分销公司业务拓展进度加快。尤其是在增量气价格下调的预期下，新的区域扩张将加速。第二，成本端改善，存量业绩拐点出现。2015年上半年存量气门站价与增量气价并轨，但存量气价涨幅将低于之前的市场预期，燃气公司存量业务的经营压力减轻。如果原油价格维持在50-80美元区间，则2015年下半年天然气门站价将呈下降趋势，燃气分销公司的成本改善，盈利能力提升。
- 乘燃气行业发展东风，公司业绩拐点将出现。公司上游成本端改善，下游客户开拓有进展，业绩拐点显现。降息提升公司业绩和估值。催化剂是国内天然气价格改革。我们预计公司2014-2016年EPS为0.36元、0.42元和0.55元，对应市盈率为24x、20x和16x。我们给予公司“推荐”评级。

深圳燃气 (601139.SH)

推荐 首次评级

分析师

邹序元

☎: (8610) 6656 8668

✉: zouxuyuan@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020009

周然

☎: (8610) 6656 8494

✉: zhouran@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130514020001

相关研究

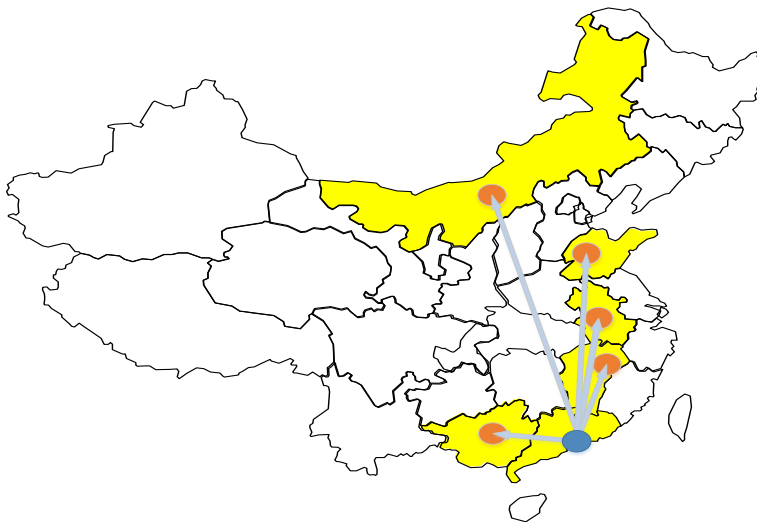
一、国内燃气行业领先企业

(一) 立足深圳，辐射全国

深圳市燃气集团股份有限公司是一家以城市燃气经营为主的大型专业公司，创立于 1982 年，2004 年改制为中外合资企业，2009 年在上海证交所成功上市。深圳市国资委持有公司持股比例为 51%，为公司的控股股东及实际控制人。

公司燃气业务立足深圳，辐射全国。公司总资产超过 120 亿元人民币，年营业收入达到 90 亿元人民币。公司运用市场化手段成功获得江西、安徽、山东、江苏、广西、广东、内蒙古等五省二区共 20 个城市的管道天然气特许经营权，拥有管道天然气客户超过 180 万户，覆盖人口达 1000 万人，运营管线超过 7500 公里；公司拥有 5 万吨级海港码头，库容 16 万立方米的液化石油气低温常压储罐，年周转能力 100 万吨以上，进口液化石油气批发连续多年居中国领先。

图 1：公司燃气业务立足深圳，辐射全国



资料来源：公司资料

(二) 发展战略

公司构建以管道燃气为主导，液化石油气批发、液化石油气零售为两翼的产业结构。

公司重视拓展海外气源市场，积极合理组织气源调配，主力气源为来自澳大利亚的广东大鹏天然气和来自土库曼斯坦的中国西气东输二线天然气，并通过中国液化天然气市场采购槽车 LNG 保障天然气供应。为提升气源采购方面自主能力，公司在内蒙古乌审旗和安徽宣城两地各拥有一个日处理能力 30 万立方米的 LNG 液化厂项目，并已投资建设深圳市天然气储备与调峰库工程和深圳市求雨岭天然气安全储备库。目前，公司已形成多气源互补互备的采购模式，完善天然气供应保障格局，为服务所在地提供稳定的能源供应支撑。

公司大力拓展天然气电厂及工商客户，深化卓越绩效管理，强化内部控制，推行安全管理标准化，实现从城市燃气运营商向城市清洁能源运营商的战略转型。公司积极向上下游产业链拓展延伸，增强公司的抗风险能力。积极进行跨地区扩张，保证公司长期、持续、快速发展，使公司成为中国最专业的城市清洁能源运营商。

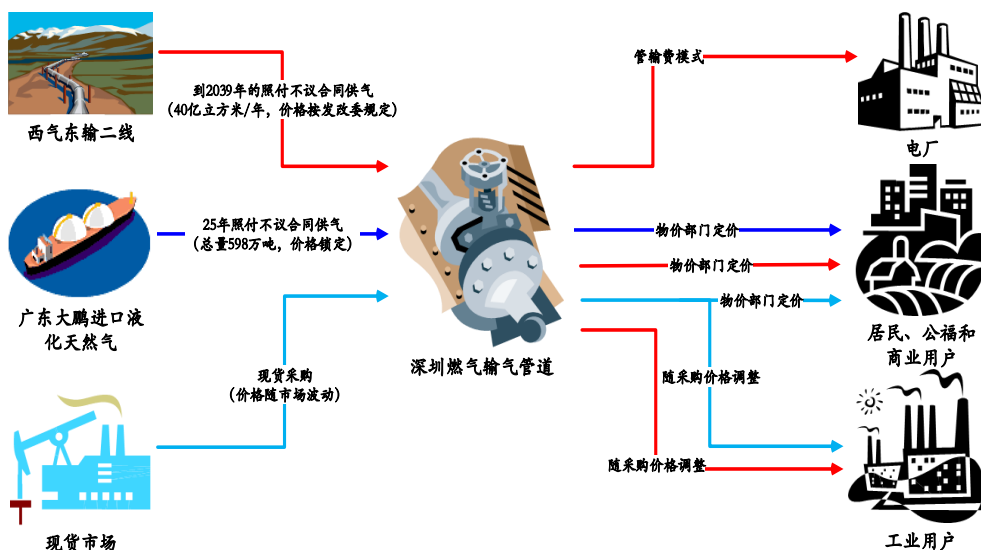
(三) 业务模式

深圳燃气主营业务包括四个部分：管道燃气业务、液化石油气批发业务、瓶装液化石油气零售业务、燃气投资业务。其中管道燃气业务市场分布在深圳地区；液化石油气批发业务市场分布在华南地区；瓶装液化石油气零售业务市场分布在深圳、东莞、惠州等地区；燃气投资业务由本公司及公司全资子公司深燃投资公司在广东、江西等省的多个城市经营。

投资主要涉及城市管道燃气、液化天然气加工、气源供应、汽车加气等领域，共 33 个项目。公司现已在深圳市及异地合计共 20 个城市取得管道燃气业务特许经营权。

公司管道燃气有三种供气来源。一是来自与广东大鹏公司签订的 25 年期照付不议合同，其主要采购澳大利亚天然气气源，总量 598 万吨，价格锁定。二是来自西气东输二线，与中石油签订至 2039 年的照付不议合同，其主要采购中亚天然气气源，每年 40 亿立方米，价格按发改委规定。三是通过现货市场采购，价格随市场波动。公司管道燃气主要供应给电厂、工业用户、居民、公福和商业用户。其中电厂采用管输费模式、居民和公福采用物价部门定价模式、商业用户采用物价部门定价、随采购价格调整两种模式、工业用户采用随采购价格调整模式。

图 2：公司业务模式



资料来源：公司资料

二、燃气行业机遇：气价拐点出现，终端需求释放在即

（一）国内天然气门站价定价机制

发改委在 2011 年 12 月的天然气定价改革广东广西试点中，首次推进天然气价格市场化改革，将之前的以“成本加成”为主的天然气定价方法改为按“市场净回值”法定价，并对两广地区的天然气价格一步到位实现市场化定价接轨，基本理顺了天然气与可替代能源比价关系。

非居民用天然气门站价格按照存量气和增量气进行划分（存量气为 2012 年实际使用量，增量气为超出部分）。2013 年 6 月，发改委对非居民用天然气存量气价格进行了上调，并计划对存量气价格分步调整，力争“十二五”末调整到位。2014 年 8 月，发改委再次提高非居民存量气价格，最高门站价格提高 0.40 元/立方米（非化肥用户用气）。调整之后的广东省存量气最高门站价格为 2.86 元/立方米。实际上，0.40 元/立方米的气价调整幅度是好于市场预期的（市场预期调整幅度会大于 0.40 元）。

增量气价格基本实现完全市场化，由上一年可替代能源价格（燃料油*60%+液化石油气*40%）加权平均值的 85%来决定。随着原油价格波动，门站价随之变化。目前广东省增量气最高门站价格为 3.32 元/立方米。

表 1：各省份天然气最高门站价格表（元/千立方米，含增值税）

省份	存量气	增量气	省份	存量气	增量气
北京	2660	3140	湖北	2620	3100
天津	2660	3140	湖南	2620	3100
河北	2640	3120	广东	2860	3320
山西	2570	3050	广西	2690	3150
内蒙古	2000	2480	海南	2320	2780
辽宁	2640	3120	重庆	2320	2780
吉林	2420	2900	四川	2330	2790
黑龙江	2420	2900	贵州	2370	2850
上海	2840	3320	云南	2370	2850
江苏	2820	3300	陕西	2000	2480
浙江	2830	3310	甘肃	2090	2570
安徽	2750	3230	宁夏	2170	2650
江西	2620	3100	青海	1930	2410
山东	2640	3120	新疆	1810	2290
河南	2670	3150			

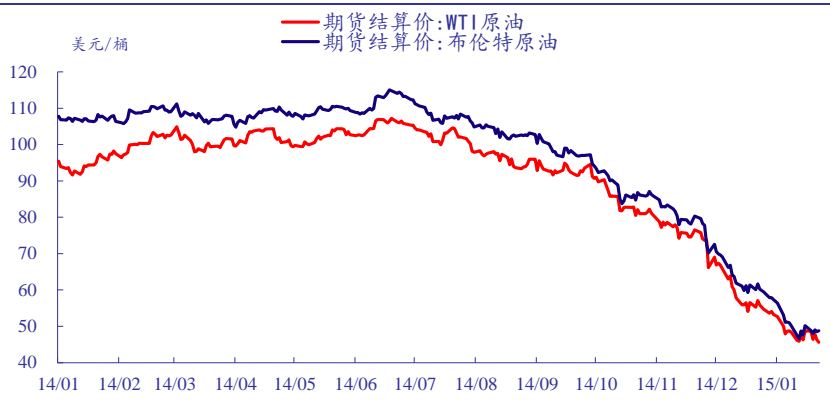
资料来源：国家发改委

（二）原油价格持续下跌

原油价格自 2014 年 6 月开始出现明显降幅，以布伦特原油价格为例，2014 年 1 月 1 日的价格为 107.78 美元/桶，12 月 31 日的价格降为 57.33 美元/桶。进入 2015 年，原油价格进

一步下滑，1月26日的价格仅为48.16美元/桶。由于燃料油和液化石油气价格与原油价格息息相关，原油价格下降必然导致燃料油和液化石油气价格的下滑。我国非居民用天然气增量气价格的定价与可替代能源价格（燃料油*60%+液化石油气*40%）是挂钩的，所以我们预计增量气价将可能呈现下行趋势。

图3：国际原油价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

（三）天然气价格拐点出现

2014年10月开始，国际原油价格大幅下降，从100美元下降至45美元。液化天然气价格也大幅下降。原油、液化气价格下降，为我国天然气价格改革创造了难得的宽松氛围。以“原油+液化气”价格变化趋势分析，我们预计2015年上半年，增量气价格将下调，存量气小幅上调（比之前预期涨幅低），两气价格并轨完成。如果原油价格维持在50-80美元的价格区间，则预期2015年下半年国内天然气门站价格整体下调。

（四）燃气分销环节盈利改善

燃气分销环节面临两大机会。第一，需求端释放，销气量增长。随着价格拐点出现，天然气需求将逐步释放，分销公司业务拓展进度加快。尤其是在增量气价格下调的预期下，新的区域扩张将加速。第二，成本端改善，存量业绩拐点出现。2015年上半年存量气门站价与增量气价并轨，但存量气价涨幅将低于之前的市场预期，燃气公司存量业务的经营压力减轻，存量业绩拐点出现。如果原油价格维持低位，2015年下半年天然气门站价将呈下降趋势，燃气公司成本端改善，盈利能力提升。

三、公司竞争优势

公司有四个方面的核心优势：特许经营、气源稳定、产业链完整、异地投资。

（一）特许经营优势

公司在深圳市以及江西、安徽、广西三省区等18个城市，获得了当地政府授予的管道燃

气 30 年特许经营权，并与当地政府签订了特许经营协议，管道燃气价格实行全成本定价机制，公司收益能得到有效保障。公司在全国唯一以橙色 12 公斤钢瓶充装液化石油气，具有显著的大众识别功能，核心竞争能力突出。

（二）气源稳定优势

公司分别与广东大鹏公司签订了 25 年稳产期年供 27.1 万吨照付不议的天然气采购合同，与中石油签订了 28 年照付不议的天然气采购协议，稳产期年供 40 亿立方米，这些都将在较长时间、较大程度、并且稳定地保障公司的气源供应。

（三）产业链完整优势

公司经营业务涵盖了气源供应及终端销售的全部环节，业务链完整，抗风险能力较强。公司拥有广东液化天然气项目广东大鹏公司 10% 股权，并投资兴建了宣城深燃、乌审旗京鹏等液化天然气生产加工企业。

（四）异地投资优势

公司在异地城市燃气项目投资方面，已形成一定的深燃品牌效应。公司获得多地的城市燃气项目。公司也合资成立了汽车加气企业，同时新建了 2 座天然气液化厂，目前已经实现投产。公司积极拓展船用 LNG 加气业务。

四、公司市场开拓有进展

公司负责深圳市约 70% 的城市管道燃气供应。公司现已在深圳市及异地（江西、安徽、广西）合计共 20 个城市取得管道燃气业务特许经营权。截至 2014 年上半年，公司管道燃气用户总数已达 182.24 万户，其中深圳市 138.45 万户，异地 43.79 万户；在 2014 年上半年新增用户中，用气量较大的工商用户增长速度较快，其中商业用户增加 1457 户，工业用户增加 276 户。

公司大力推进异地燃气投资项目的建设和发展，公司异地燃气公司与中石油等管输天然气供应方签订气量采购协议，约定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；2014 年上半年，异地燃气公司天然气销售 1.78 亿立方米，同比增长 32.84%；销售收入 5.69 亿元，同比增长 36.78%。其中安徽深燃销售收入 1.83 亿元，同比增长 55.08%。

五、投资建议

公司上游成本端改善，下游客户开拓有进展，业绩拐点显现。降息提升公司业绩和估值。催化剂是国内天然气价格改革。我们预计公司 2014-2016 年 EPS 为 0.36 元、0.42 元和 0.55 元，对应市盈率为 24x、20x 和 16x。我们给予公司“推荐”评级。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

邹序元，周然，电力等公用事业行业证券分析师。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，本人承诺，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：王婷	010-66568908	wangting@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷	021-20252612	hetingting@chinastock.com.cn
深广地区：詹璐	0755-83453719	zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶	010-83571359	liusiyao@chinastock.com.cn