

沪港通股票

## 深圳燃气

### 股价已充分反应利好，下调评级至“卖出”

#### 今年以来涨幅较大，股价已充分反应利好

考虑到国际油价下跌对行业及公司潜在的正面影响，以及进口 LNG 价格下跌对公司 2017 年新项目投资之后带来的盈利改善，我们在今年 1 月下旬上调公司目标价至 10.9 元。截至 2015 年 3 月 19 日收盘，公司股价为 11.55 元（年内涨幅超过 40%）。我们认为公司股价已充分反映公司基本面的改善。

#### 15 年下半年有望迎来城市门站价的再次下调

发改委宣布 4 月 1 日起增量气下调 0.44 元/方，存量气上调 0.04 元/方，若按 30%/70% 权重计算，综合考虑各省市实际用气量，全国均价下降 0.12 元/方，体现了 14 年下半年来国际油价的变动状况。瑞银测算，2015H1 均价可能在 60 美元/桶，按照现有天然气门站价定价公式，15 年下半年的天然气最高价格再次下调可能性很大。我们认为气价下调将对城市燃气公司构成利好，原因在于即使价差扩大，售价越低越有利于客户开拓，量的增长有望超预期。

#### 我们目前对公司的业绩预测及估值没有考虑未来气价的再次下调

我们目前预测 2014-16 年公司净利润 7.2 亿元/8.39 亿元/9.71 亿元，考虑可转债对 EPS 潜在稀释作用，我们预测 2014-16 年稀释后 EPS 为 0.33/0.39/0.45 元，但我们对公司的业绩预测及估值尚未考虑未来气价的再次下调。

#### 估值：上调目标价至 11.5 元，下调评级至“卖出”

我们维持公司 2014/15/16 年稀释后 EPS 预测 0.33/0.39/0.45 元不变，由于基准利率下调，我们将无风险利率假设从 3.8% 降至 3.6%，从而将 WACC 假设从 8.3% 降至 8.13%，基于 DCF 模型和 8.13% 的 WACC 得到目标价 11.5 元（原为 10.9 元）。考虑到年内公司股价上涨超过 40%，已充分反映公司基本面的改善利好，我们下调公司评级至“卖出”。

### Equities

中国

燃气服务业

12 个月评级 **卖出**  
之前: 买入

12 个月目标价 **Rmb11.50**  
之前: **Rmb10.90**

股价 **Rmb11.54**

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	Rmb11.54-6.58	
市值	Rmb22.9 十亿/US\$3.67 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)	13,367	
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb127.0	
普通股股东权益 (12/14E)	Rmb5.42 十亿	
市净率 (12/14E)	4.2x	
净债务 / EBITDA	0.8x	

#### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	UBS	市场预测
12/14E	0.33	0.37
12/15E	0.39	0.46
12/16E	0.45	0.54

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	9,532	10,673	11,751	12,739	13,848
息税前利润(UBS)	469	621	785	866	1,106	1,317	1,679	2,084
净利润 (UBS)	405	528	707	720	839	971	1,236	1,538
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.22	0.27	0.35	0.33	0.39	0.45	0.57	0.71
每股股息 (Rmb)	0.09	0.14	0.14	0.14	0.17	0.19	0.25	0.31
现金 / (净债务)	219	(914)	(733)	(1,070)	(1,388)	(1,602)	(1,100)	(314)
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	9.1	10.4	11.2	13.2	15.0
ROIC (EBIT) (%)	18.6	28.6	25.4	21.3	21.4	21.4	24.3	28.3
EV/EBITDA(core)x	18.4	17.7	15.7	17.3	14.2	12.2	9.8	7.9
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	34.4	30.7	25.2	34.8	29.9	25.8	20.3	16.3
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(4.3)	(5.5)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	1.0	4.7	6.5
净股息收益率(%)	1.2	1.7	1.6	1.3	1.5	1.7	2.1	2.7

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 2015 年 03 月 19 日 21 时 56 分的股价(Rmb11.54)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。目标价基于贴现现金流模型和 8.13% 的 WACC 假设。

### 乐观情景

如果 2015 年起天然气售气量较基准情景提高 20%，那么我们估算 2015/16 年 EPS 将较基准情景分别增长 9%/10%，2015 年单位净利润将由 0.47 元/方上升至 0.51 元/方，对应每股估值为 11.9 元。

### 悲观情景

如果 2015 年起天然气售气量较基准情景减少 20%，那么我们估算 2015/16 年 EPS 将较基准情景分别减少 9%/10%，2015 年单位净利润将由 0.47 元/方下降至 0.42 元/方，对应每股估值为 10.0 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、油价持续维持在低位或导致天然气门站价下调。

12 个月评级

卖出

12 个月目标价

Rmb11.50

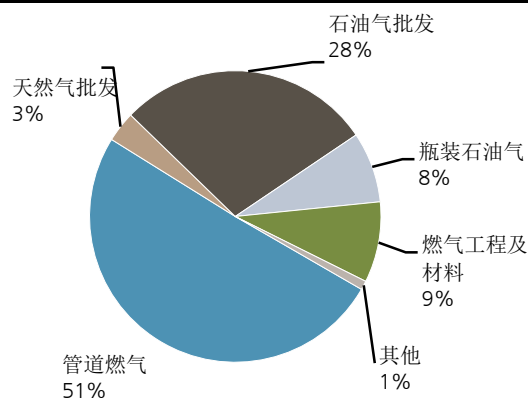
### 公司简介

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稳定增长期，异地管道燃气业务处于高速增长期。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和异地管道燃气业务。

### 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 年收入分业务构成 (%)



来源: 公司数据

### 毛利分业务构成

(百万元人民币)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
管道燃气	1,007	1,187	1,245	1,536	1,791
天然气批发	2	4	10	16	22
石油气批发	83	64	134	134	134
瓶装石油气	156	129	129	129	129
燃气工程及材料	257	317	338	377	414
其他	-1	20	22	24	26
营业税金及附加	-37	-54	-60	-67	-73
<b>合计</b>	<b>1,467</b>	<b>1,667</b>	<b>1,818</b>	<b>2,148</b>	<b>2,442</b>

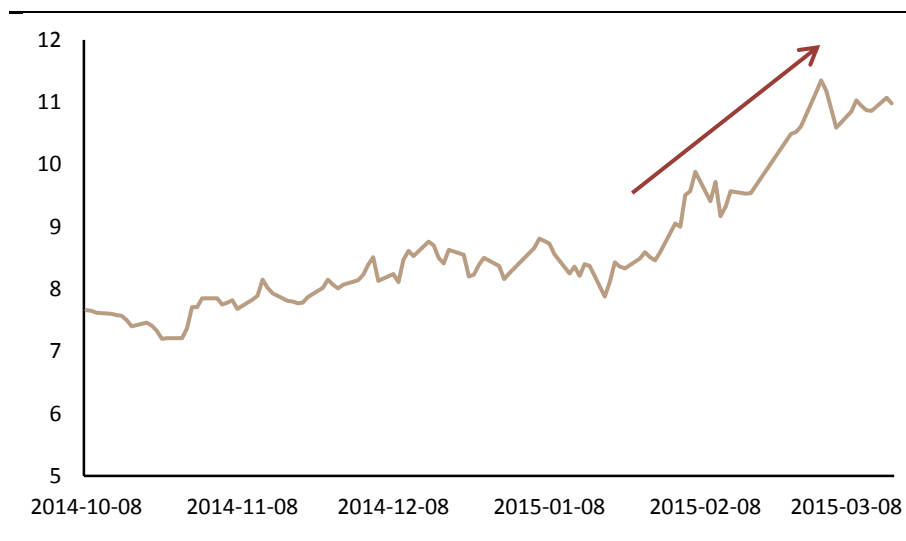
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

## 年内股价累计涨幅超过 40%

2014 年下半年以来国际油价持续下跌，一度跌至 50 美元/桶以下。由于我国天然气门站价采取与可替代能源价格挂钩的机制，发改委今年也相应下调非居民用气门站价。

考虑到国际油价下跌对行业及公司潜在的正面影响，以及进口 LNG 价格下跌对公司 2017 年新项目投资之后带来的赢利改善，我们在今年 1 月下旬上调公司目标价至 10.9 元。截至 2015 年 3 月 19 日收盘，公司股价为 11.55 元，年内累计涨幅超过 40%。我们认为公司股价已充分反映公司基本面的改善。

图表 1: 公司股价年内涨幅超过 40%



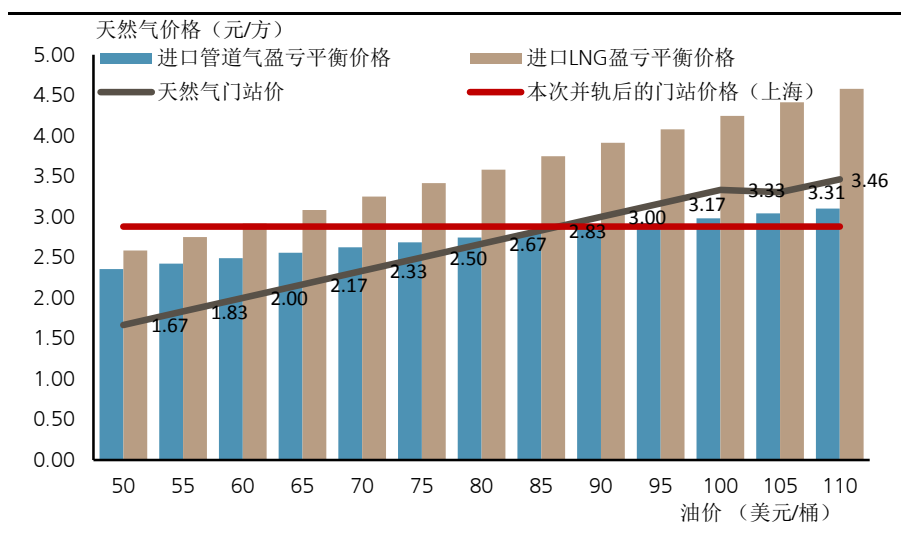
来源: Wind, 瑞银证券估算

## 天然气门站价 15 年下半年有望再次下调

发改委宣布 4 月 1 日起增量气下调 0.44 元/方，存量气上调 0.04 元/方，若按 30%/70% 权重计算，综合考虑各省市实际用气量，全国均价下降 0.12 元/方，体现了 14 年下半年以来国际油价的变动状况。

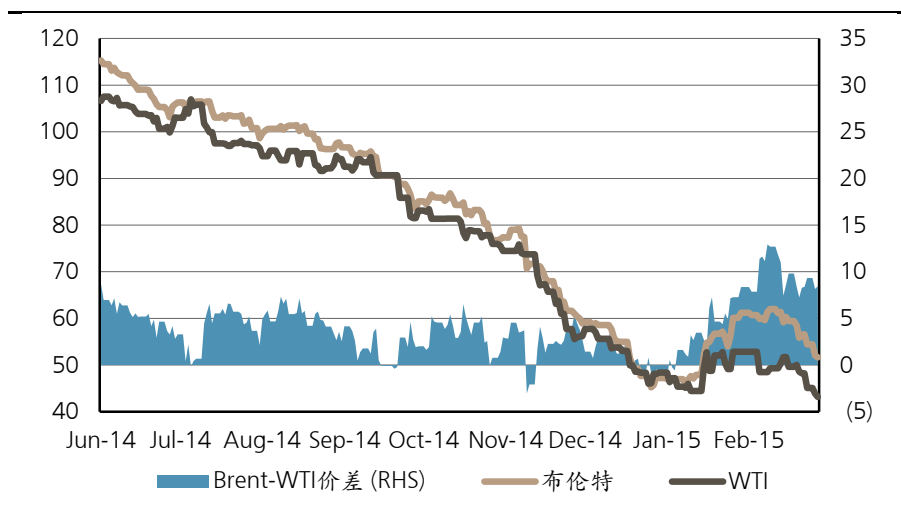
瑞银预计今年下半年可能会继续下调天然气价格，进一步改善天然气的相对经济性，促进天然气发展。根据瑞银测算，如果根据 2015H1 的 60 美元/桶的原油价格测算（折扣系数 85%），我们估算 15 年下半年的天然气最高价格将下调到 1.89 元/方，我们按照增量气和存量气 3: 7 测算，15 年 4 月 1 号调价后上海门站价均价是 2.88 元/方，我们判断下调的幅度可能不会这么大，但下调是大概率事件。我们认为气价下调将对城市燃气公司构成利好，原因在于即使价差不扩大，售价越低越有利于客户开拓，量的增长有望超预期。

图表 2: 天然气门站价对于油价的敏感性分析



来源: 国家发改委, 瑞银证券估算

图表 3: 近期原油价格 (美元/桶)



来源: Wind

## 公司的业绩预测及估值尚未考虑未来气价的再次下调

我们目前预测 2014/15/16 年公司净利润为 7.2 亿元/8.39 亿元/9.71 亿元, 考虑可转债的对 EPS 的潜在稀释作用, 我们预测 2014/15/16 年稀释后 EPS 为 0.33/0.39/0.45 元, 但是我们对公司的业绩预测及估值没有考虑未来气价的再次下调, 如果下半年气价再次下调, 我们将重新审视我们的盈利预测。

## 股价已充分反应利好，下调评级至“卖出”

我们目前维持公司 2014/15/16 年稀释后 EPS 预测 0.33/0.39/0.45 元不变，由于基准利率下调，我们将无风险利率假设从 3.8% 降至 3.6%，得到新的 WACC 为 8.13%，基于 DCF 模型和 8.13% 的 WACC 得到新的目标价 11.5 元（原为 10.9 元）。考虑到年内公司股价上涨超过 40%，已充分反映基本面改善的利好，我们下调公司评级至“卖出”。

图表 4: 城市燃气行业估值比较表

公司名称	代码	股价 (LC)	总市值 (人民币 亿元)	PE			PB			ROE		
				2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E	2014E	2015E	2016E
<b>A 股公司</b>												
深圳燃气	601139.SS	11.55	229	34.8x	29.9x	25.8x	4.2x	3.8x	3.5x	13.8%	14.7%	15.5%
重庆燃气	600917.SS	11.71	182	48.2x	46.9x	41.4x	5.9x	5.3x	4.8x	12.3%	11.3%	11.5%
国新能源	600617.SS	35.31	209	48.7x	33.8x	24.1x	13.4x	7.8x	5.6x	28.0%	25.8%	26.2%
金鸿能源	000669.SZ	31.90	155	42.2x	29.2x	21.3x	5.8x	5.0x	4.1x	15.4%	16.8%	18.3%
陕天然气	002267.SZ	14.49	161	35.8x	25.9x	19.2x	3.6x	3.2x	2.8x	10.5%	12.6%	14.9%
新疆浩源	002700.SZ	24.18	57	50.4x	40.3x	32.5x	7.6x	6.5x	5.6x	14.4%	15.6%	17.1%
<b>A 股平均</b>				<b>43.3x</b>	<b>34.3x</b>	<b>27.4x</b>	<b>6.8x</b>	<b>5.3x</b>	<b>4.4x</b>	<b>15.8%</b>	<b>16.1%</b>	<b>17.3%</b>
<b>H 股公司</b>												
北京控股	0392.HK	57.85	593	15.0x	12.4x	10.7x	1.3x	1.2x	1.1x	8.6%	9.4%	10.1%
中国燃气	0384.HK	12.48	499	23.7x	19.2x	15.7x	4.1x	3.3x	2.9x	19.2%	18.8%	19.0%
新奥能源	2688.HK	45.95	398	17.8x	15.9x	13.8x	3.5x	3.0x	2.6x	21.0%	20.0%	19.8%
华润燃气	1193.HK	21.00	373	18.5x	15.9x	13.5x	2.9x	2.5x	2.2x	16.2%	16.3%	16.6%
港华燃气	1083.HK	6.96	146	15.8x	13.5x	11.7x	1.4x	1.2x	1.1x	8.7%	9.5%	9.9%
<b>H 股平均</b>				<b>17.4x</b>	<b>15.1x</b>	<b>13.0x</b>	<b>2.6x</b>	<b>2.2x</b>	<b>2.0x</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.3%</b>	<b>15.5%</b>

来源: 深圳燃气采用瑞银证券预测值, 其他 A 股公司选用 Wind 一致预期, H 股公司选用 Bloomberg 一致预期。来源: Bloomberg, Wind, 瑞银证券估算 (数据取自 2015 年 3 月 19 日)

## 深圳燃气 (601139.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/11	12/12	12/13	12/14E	%	12/15E	%	12/16E	12/17E	12/18E
<b>营业收入</b>	<b>8,112</b>	<b>8,968</b>	<b>8,575</b>	<b>9,532</b>	<b>11.2</b>	<b>10,673</b>	<b>12.0</b>	<b>11,751</b>	<b>12,739</b>	<b>13,848</b>
毛利	1,251	1,467	1,667	1,818	9.1	2,148	18.2	2,442	2,893	3,399
<b>息税折旧摊销前利润(UBS)</b>	<b>646</b>	<b>831</b>	<b>1,032</b>	<b>1,278</b>	<b>23.9</b>	<b>1,590</b>	<b>24.3</b>	<b>1,877</b>	<b>2,326</b>	<b>2,818</b>
折旧和摊销	(177)	(210)	(247)	(412)	66.9	(483)	17.3	(560)	(647)	(734)
<b>息税前利润(UBS)</b>	<b>469</b>	<b>621</b>	<b>785</b>	<b>866</b>	<b>10.3</b>	<b>1,106</b>	<b>27.7</b>	<b>1,317</b>	<b>1,679</b>	<b>2,084</b>
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	50	-62.0	0	-	0	0	0
净利息	(73)	(83)	(84)	(91)	-9.5	(128)	-40.3	(168)	(190)	(205)
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>515</b>	<b>692</b>	<b>936</b>	<b>927</b>	<b>-0.9</b>	<b>1,080</b>	<b>16.5</b>	<b>1,252</b>	<b>1,592</b>	<b>1,982</b>
税项	(93)	(148)	(210)	(188)	10.5	(218)	-16.5	(253)	(322)	(401)
<b>税后利润</b>	<b>422</b>	<b>544</b>	<b>727</b>	<b>740</b>	<b>1.8</b>	<b>862</b>	<b>16.5</b>	<b>998</b>	<b>1,270</b>	<b>1,581</b>
优先股股息及少数股权	(17)	(16)	(20)	(20)	-1.8	(23)	-16.5	(27)	(34)	(43)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
<b>净利润(本地 GAAP)</b>	<b>405</b>	<b>528</b>	<b>707</b>	<b>720</b>	<b>1.8</b>	<b>839</b>	<b>16.5</b>	<b>971</b>	<b>1,236</b>	<b>1,538</b>
<b>净利润(UBS)</b>	<b>405</b>	<b>528</b>	<b>707</b>	<b>720</b>	<b>1.8</b>	<b>839</b>	<b>16.5</b>	<b>971</b>	<b>1,236</b>	<b>1,538</b>
税率(%)	18.1	21.3	22.4	20.2	-9.7	20.2	0.0	20.2	20.2	20.2
<b>每股(Rmb)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
每股收益(UBS 稀释后)	0.22	0.27	0.35	0.33	-6.3	0.39	16.5	0.45	0.57	0.71
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.22	0.27	0.35	0.33	-6.3	0.39	16.5	0.45	0.57	0.71
每股收益(UBS, 基本)	0.22	0.27	0.36	0.36	1.8	0.42	16.5	0.49	0.62	0.78
每股股息净值(Rmb)	0.09	0.14	0.14	0.14	1.0	0.17	16.5	0.19	0.25	0.31
每股账面价值	1.93	2.12	2.51	2.74	8.8	3.01	10.2	3.31	3.69	4.15
平均股数(稀释后)	1,845.00	1,980.45	1,996.21	2,169.58	8.7	2,169.58	0.0	2,169.58	2,169.58	2,169.58
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
现金和现金等价物	2,920	1,756	2,981	2,860	-4.1	3,202	12.0	3,525	3,822	4,608
其他流动资产	1,017	1,136	879	796	-9.5	885	11.3	971	1,042	1,121
<b>流动资产总额</b>	<b>3,938</b>	<b>2,892</b>	<b>3,860</b>	<b>3,655</b>	<b>-5.3</b>	<b>4,087</b>	<b>11.8</b>	<b>4,497</b>	<b>4,864</b>	<b>5,729</b>
有形固定资产净值	2,382	3,316	4,833	6,289	30.1	7,489	19.1	8,517	9,167	9,584
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	2,455	-13.6	2,262	-7.8	2,170	1,861	1,705
<b>总资产</b>	<b>9,251</b>	<b>9,679</b>	<b>12,081</b>	<b>12,985</b>	<b>7.5</b>	<b>14,464</b>	<b>11.4</b>	<b>15,849</b>	<b>16,594</b>	<b>17,757</b>
应付账款和其他短期负债	2,435	2,521	2,862	3,094	8.1	3,337	7.8	3,571	3,743	3,937
短期债务	2,575	2,271	2,064	2,279	10.43	2,940	28.98	3,478	3,672	3,672
<b>流动负债总额</b>	<b>5,009</b>	<b>4,792</b>	<b>4,926</b>	<b>5,374</b>	<b>9.1</b>	<b>6,277</b>	<b>16.8</b>	<b>7,049</b>	<b>7,415</b>	<b>7,608</b>
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
<b>总负债(包括优先股)</b>	<b>5,136</b>	<b>5,192</b>	<b>6,823</b>	<b>7,271</b>	<b>6.6</b>	<b>8,174</b>	<b>12.4</b>	<b>8,946</b>	<b>8,912</b>	<b>9,105</b>
普通股股东权益	3,824	4,195	4,980	5,417	8.8	5,970	10.2	6,555	7,300	8,227
少数股东权益	292	292	277	297	7.2	321	7.8	348	382	425
<b>负债和权益总计</b>	<b>9,251</b>	<b>9,679</b>	<b>12,081</b>	<b>12,985</b>	<b>7.5</b>	<b>14,464</b>	<b>11.4</b>	<b>15,849</b>	<b>16,594</b>	<b>17,757</b>
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>%</b>	<b>12/15E</b>	<b>%</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净利润(支付优先股股息前)	405	528	707	720	1.8	839	16.5	971	1,236	1,538
折旧和摊销	177	210	247	412	66.9	483	17.3	560	647	734
营运资本变动净值	110	(121)	312	316	1.5	153	-51.7	148	102	114
其他营业性现金流	3	0	28	7	-74.3	47	NM	90	119	142
<b>经营性现金流</b>	<b>695</b>	<b>617</b>	<b>1,293</b>	<b>1,455</b>	<b>12.6</b>	<b>1,522</b>	<b>4.5</b>	<b>1,769</b>	<b>2,103</b>	<b>2,528</b>
有形资本支出	(1,291)	(1,514)	(1,378)	(1,526)	-10.7	(1,534)	-0.5	(1,538)	(1,028)	(1,035)
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
<b>投资性现金流</b>	<b>(810)</b>	<b>(1,045)</b>	<b>(702)</b>	<b>(1,418)</b>	<b>-101.9</b>	<b>(1,425)</b>	<b>-0.6</b>	<b>(1,429)</b>	<b>(920)</b>	<b>(927)</b>
已付股息	(160)	(172)	(269)	(283)	-5.1	(286)	-1.0	(333)	(386)	(491)
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	(91)	-	(128)	-40.32	(221)	(295)	(325)
债务及优先股变化	110	(30)	1,044	215	-79.37	660	206.81	538	(206)	0
<b>融资性现金流</b>	<b>966</b>	<b>(386)</b>	<b>1,004</b>	<b>(159)</b>	<b>-</b>	<b>246</b>	<b>-</b>	<b>(16)</b>	<b>(887)</b>	<b>(816)</b>
<b>现金流量中现金的增加/(减少)</b>	<b>851</b>	<b>(814)</b>	<b>1,595</b>	<b>(122)</b>	<b>-</b>	<b>342</b>	<b>-</b>	<b>324</b>	<b>296</b>	<b>786</b>
外汇/非现金项目	116	(350)	(371)	0	-	0	-	0	0	0
<b>资产负债表现金增加/(减少)</b>	<b>967</b>	<b>(1,164)</b>	<b>1,225</b>	<b>(122)</b>	<b>-</b>	<b>342</b>	<b>-</b>	<b>324</b>	<b>296</b>	<b>786</b>

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	25.2	34.8	29.9	25.8	20.3	16.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	34.4	30.7	25.2	34.8	29.9	25.8	20.3	16.3
股价/每股现金收益	23.9	21.9	18.5	20.2	17.3	14.9	12.1	10.1
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(4.3)	(5.5)	(0.5)	(0.3)	(0.1)	1.0	4.7	6.5
净股息收益率(%)	1.2	1.7	1.6	1.3	1.5	1.7	2.1	2.7
市净率	3.9	3.9	3.5	4.2	3.8	3.5	3.1	2.8
企业价值/营业收入(核心)	1.5	1.6	1.9	2.3	2.1	2.0	1.8	1.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	18.4	17.7	15.7	17.3	14.2	12.2	9.8	7.9
企业价值/息税前利润(核心)	25.3	23.6	20.6	25.5	20.4	17.4	13.6	10.6
企业价值/经营性自由现金流(核心)	23.8	22.5	19.7	24.4	20.0	17.2	13.4	10.5
企业价值/运营投入资本	4.7	6.8	5.2	5.4	4.4	3.7	3.3	3.0
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
市值	14,008	16,196	17,670	22,854	22,854	22,854	22,854	22,854
净债务 (现金)	(219)	914	733	1,070	1,388	1,602	1,100	314
少数股东权益	292	292	277	297	321	348	382	425
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>14,080</b>	<b>17,402</b>	<b>18,680</b>	<b>24,222</b>	<b>24,563</b>	<b>24,804</b>	<b>24,336</b>	<b>23,593</b>
非核心资产	(2,224)	(2,731)	(2,490)	(2,144)	(1,968)	(1,877)	(1,578)	(1,426)
<b>核心企业价值</b>	<b>11,856</b>	<b>14,671</b>	<b>16,190</b>	<b>22,078</b>	<b>22,596</b>	<b>22,928</b>	<b>22,758</b>	<b>22,167</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
营业收入	23.7	10.5	-4.4	11.2	12.0	10.1	8.4	8.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	40.3	28.6	24.2	23.9	24.3	18.1	23.9	21.2
息税前利润(UBS)	52.3	32.4	26.4	10.3	27.7	19.1	27.4	24.1
每股收益(UBS 稀释后)	26.6	21.5	32.7	-6.3	16.5	15.8	27.2	24.5
每股股息净值	7.3	46.2	5.1	1.0	16.5	15.8	27.2	24.5
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
毛利率	15.4	16.4	19.4	19.1	20.1	20.8	22.7	24.5
息税折旧摊销前利润率	8.0	9.3	12.0	13.4	14.9	16.0	18.3	20.4
息税前利润率	5.8	6.9	9.2	9.1	10.4	11.2	13.2	15.0
净利 (UBS) 率	5.0	5.9	8.2	7.6	7.9	8.3	9.7	11.1
ROIC (EBIT)	18.6	28.6	25.4	21.3	21.4	21.4	24.3	28.3
税后投资资本回报率	15.3	22.6	19.8	17.0	17.1	17.1	19.4	22.6
净股东权益回报率(UBS)	12.6	13.2	15.4	13.8	14.7	15.5	17.8	19.8
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(0.3)	1.1	0.7	0.8	0.9	0.9	0.5	0.1
净债务/总权益 %	(5.3)	20.4	13.9	18.7	22.1	23.2	14.3	3.6
净债务/(净债务 + 总权益) %	(5.6)	16.9	12.2	15.8	18.1	18.8	12.5	3.5
净债务/企业价值	(1.9)	6.2	4.5	4.8	6.1	7.0	4.8	1.4
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	163.2	144.5
资本支出/营业收入(%)	15.9	16.9	16.1	16.0	14.4	13.1	8.1	7.5
息税前利润/净利息	6.4	7.5	9.4	9.5	8.6	7.8	8.8	10.2
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
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	8,112	8,968	8,575	9,532	10,673	11,751	12,739	13,848
<b>总计</b>	<b>8,112</b>	<b>8,968</b>	<b>8,575</b>	<b>9,532</b>	<b>10,673</b>	<b>11,751</b>	<b>12,739</b>	<b>13,848</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/11</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14E</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>
其他	469	621	785	866	1,106	1,317	1,679	2,084
<b>总计</b>	<b>469</b>	<b>621</b>	<b>785</b>	<b>866</b>	<b>1,106</b>	<b>1,317</b>	<b>1,679</b>	<b>2,084</b>

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	-0.3%
预测股息收益率	1.5%
预测股票回报率	+1.2%
市场回报率假设	8.6%
预测超额回报率	-7.4%

---

## 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](http://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

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	47%	37%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	42%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	11%	21%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
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 2014 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

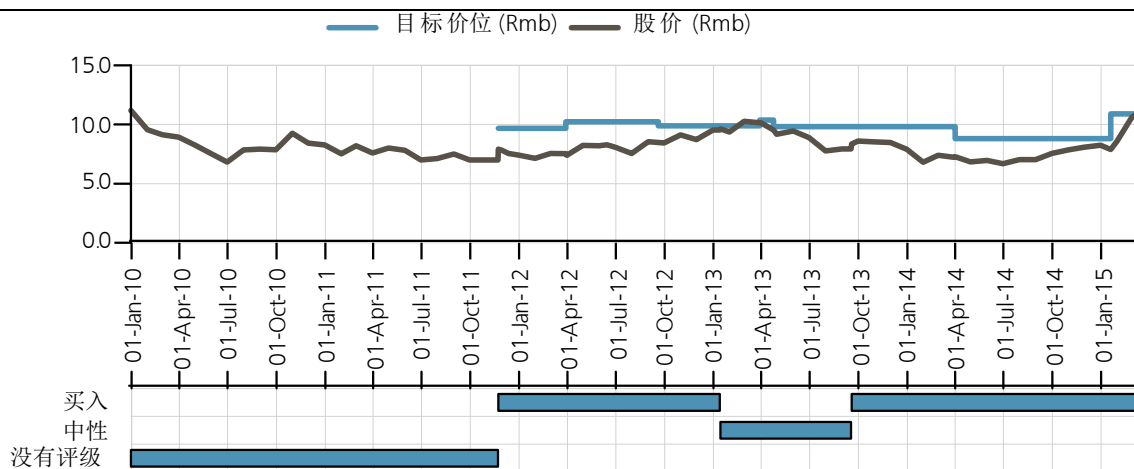
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
深圳燃气	601139.SS	买入	不适用	Rmb11.15	2015 年 03 月 18 日

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 2015 年 3 月 18 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过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(或部分)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。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

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（ACPR）和金融市场监管局（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。由波兰金融监管局（Polish Financial Supervision Authority）监管。如果 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯：** 由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监管局（FINMA）监管。**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（注册号：1995/011140/07）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。UBS Limited 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS Limited 及其关联机构可能更青睐与有联系或可能与有联系（此种联系遵循《以色列顾问法》的定义）的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，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。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。**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合格投资者，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 和/或瑞银集团香港分支机构分发。**新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd (MCI (P) 016/09/2014 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. 向专业投资者分发（除非另有许可）。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：** UBS AG 客户：由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户：由 UBS Wealth Management Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231127）分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载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。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为：www.ubs.com/ecfs-research-fsg。**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。**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（资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007）于马来西亚分发。本报告仅供专业/机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度：** 由 UBS Securities India Private Ltd（公司识别码 U67120MH1996PTC097299），2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。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 2015 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。

