

## 深圳燃气 (601139. SH)

受益于天然气价改，销量大幅回暖业绩重

回上升通道

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价 (元): **10.50**

分析师

刘昭亮

S0740510120026

021-20315150

liuzl@r.qlzq.com.cn

2016年06月07日

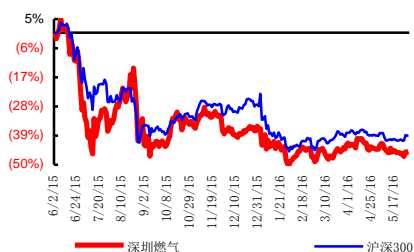
### 基本状况

总股本(百万股)	2,179
流通股本(百万股)	2,179
市价(元)	7.86
市值(百万元)	17,127
流通市值(百万元)	17,127

### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	9,530.8	7,967.4	8,211.3	9,058.7	9,989.8
营业收入增速	11.15%	-16.40	3.06%	10.32%	10.28%
净利润增长率	2 00%	-10.52	40.15%	10.51%	8.19%
摊薄每股收益 (元)	0.36	0.30	0.42	0.47	0.51
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)	22.66	30.05	18.52	16.76	15.49
PEG	11.35	—	0.46	1.59	1.89
每股净资产 (元)	2.74	3.27	3.55	3.87	4.22
每股现金流量 (元)	.57	0 72	0.28	0.76	0.80
净资产收益率	13.28%	9.25%	11.97%	12.13%	12.01%
市净率	3.01	2.78	2.22	2.03	1.86
总股本 (百万元)	1,980.6	2,178.0	2,178.0	2,178.0	2,178.0

### 股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取 wind 一致预期

### 投资要点

- **国家完善天然气价格改革为天然气消费增长重新注入活力。**2013年以来，天然气四次价改，存量与增量气价格并轨，市场化改革不断推进，尤其是2015年两次下调价格之后，2016年燃气价格再次获得比价优势，下游需求触底强劲回升，其中工业、交通和燃气电厂受价格下调的敏感度最高，尤其是下游电厂用气量同比出现大幅增长。
- **受益于气价回落，公司下游需求强劲回暖。**(1) 2015年11月价改后，公司下游电厂用气的销售价格下调21.34%至2.58元/立方米，在当前上网电价和补贴条件下，下游燃气电厂已经实现较好的盈利水平，一季度受益于价改以及基数较低因素，电厂用气同比增长200%。(2) 国际石油价格反弹，增强了LNG和CNG的比价优势，拉动LNG产业链条需求回升。我们测算，当前车船用LNG与柴油成本上基本相当，随着国际油价从历史低点逐渐反弹，柴油价格有望回升到5.5元/升以上，届时天然气成本与环保双重优势将再次显现。
- **公司跨区域快速扩张，深圳外利润贡献稳步提升。**异地业务的开展，气源优势和经济管理优势直接体现在并购项目的盈利提升。2015年公司天然气总销量15.02亿立方米，同比下降1.31%。2015年异地售气4.14亿立方米，占公司整体约28%，实现净利润1.34亿元，同比增长约31%。与此同时，公司还与燃气产业基金合作，2015年就收购了扬州和淮安两处燃气公司控制权，未来扩张步伐或通过此平台加快。
- **油价触底反弹带动LPG批发业务有望扭亏为盈。**2015年LPG价格的一路下滑导致LPG批发业务大幅亏损1.4亿元，严重拖累去年公司业绩，2016年随着原油价格企稳反弹，LPG价格亦触底反弹，在价格不再出现趋势性下跌的情形下，公司通过合理安排经营，全年有望扭亏为盈重新正常贡献利润。

- **下游居民和公福用户需求稳健增长，价格相对刚性，为公司业绩提供良好的支撑。**深圳市发改委为了进一步完善居民生活用气阶梯价格制度，2016年1月1日起，对居民用气实施超额累进加价，统一公福、学校等非居民用户用气价格，总体而言，新气价实施有助于拉升整体均价，为公司中长期的业绩稳健增长提供良好政策支持。
- **盈利预测与估值：**我们预测公司 2016-2018 年归属于母公司净利润分别为 9.24 亿元、10.22 亿元、11.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.47、0.51 元/股，同比增长 40.1%、10.5%、8.2%。当前股价对应 2014-2016 年 PE 分别为 18.52X、16.76X、15.49X。考虑公司具有良好的现金流以及行业的稳定增长属性，下游电厂等需求增长以及异地外延式扩张预期，给予公司“买入”评级，目标价格 10.5 元，对应 2016 年 25XPE。
- **风险提示：**(1) 宏观经济增速放缓影响天然气消费需求；(2) 天然气虽降价，但对电厂而言煤炭发电仍然非常便宜，因此电厂用气增长持续性存在不确定性；(3) LNG 加气站项目推广不及预期；(4) 异地市场扩张存在不确定性风险。

## 内容目录

着力打造清洁能源运营商，天然气板块取得快速成长 .....	- 5 -
管道燃气业务成主角，液化石油气业务逐渐式微 .....	- 5 -
天然气气源结构丰富，采购成本逐年下降 .....	- 7 -
天然气价格改革，助推行业更快发展 .....	- 9 -
我国天然气消费具有较大潜力空间 .....	- 9 -
2013 年以来天然气价改梳理 .....	- 9 -
受益于价改，公司一季度电厂业务显著回升 .....	- 10 -
增长看点：下游电厂需求强劲增长、LNG 拓展可期、异地开发或加快 .....	- 12 -
成本回落，电厂用气量扩张空间较大 .....	- 12 -
公司 LNG（汽船用）业务拓展可期 .....	- 13 -
注重异地市场开发，与产业基金合作将加快扩张步伐 .....	- 14 -
盈利预测与估值 .....	- 15 -
风险提示 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1：公司天然气业务所处的产业链位置 .....	- 5 -
图表 2：管道燃气产品工艺及服务流程图 .....	- 5 -
图表 3：三种燃气的比较 .....	- 5 -
图表 4：2011-2015 年天然气销量 CAGR 为 16.5% .....	- 5 -
图表 5：公司管道燃气业务稳健增长 .....	- 5 -
图表 6：总体呈萎缩状态的 LPG 批发业务 .....	- 6 -
图表 7：2015 年 LPG 批发业务毛利为负值 .....	- 6 -
图表 8：公司 LPG 批发及零售流程图 .....	- 6 -
图表 9：近三年瓶装 LPG 业务较为稳定 .....	- 7 -
图表 10：2015 年瓶装 LPG 购销价差约 1900 元/吨 .....	- 7 -
图表 11：管道燃气业务营收占比已超 6 成 .....	- 7 -
图表 12：各项业务的毛利率状况 .....	- 7 -
图表 13：近五年公司天然气采购数量 .....	- 8 -
图表 14：总体呈下降趋势的天然气采购价格 .....	- 8 -
图表 15：公司管道天然气下游销售价格 .....	- 8 -
图表 16：2014 年一次能源消费结构的比较 .....	- 9 -
图表 17：最新各省（区、市）非居民用天然气基准门站价格表 .....	- 10 -
图表 18：全国天然气的表观消费量一季度同比增长 15.31% .....	- 11 -

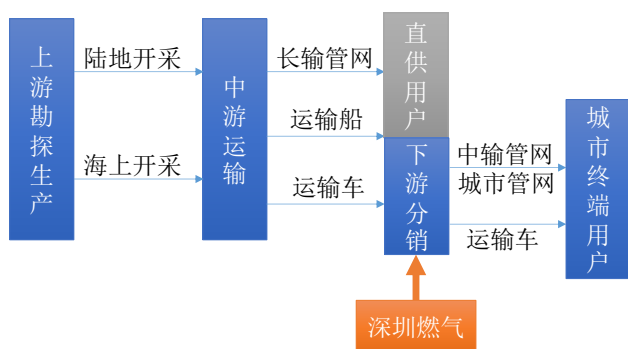
图表 19: 一季度营业收入同比增长 6.8%.....	- 11 -
图表 20: 一季度净利润大幅增长 72.15%.....	- 11 -
图表 21: 公司历年来 LPG 业务的毛利状况 .....	- 11 -
图表 22: LPG 价格已经处于企稳回升状态 .....	- 11 -
图表 23: 与公司签订购销协议合同或意向协议书的电厂梳理.....	- 12 -
图表 24: 公司对电厂的天然气销售量.....	- 13 -
图表 25: 深圳地区车用 LNG 零售价 (元/公斤) .....	- 13 -
图表 26: 深圳地区 0#柴油零售价 (元/升) .....	- 13 -
图表 27: 深圳以外地区天然气销量状况.....	- 14 -
图表 28: 深圳以外地区收入和净利润水平 .....	- 14 -
图表 29: 深圳燃气与同类上市公司估值比较.....	- 15 -
图表 30: 天然气企业财务指标对比 .....	- 15 -
图表 31: 公司各项业务分拆详细表 .....	- 17 -
图表 32: 三张报表摘要 .....	- 18 -

## 着力打造清洁能源运营商，天然气板块取得快速成长

### 管道燃气业务成主角，液化石油气业务逐渐式微

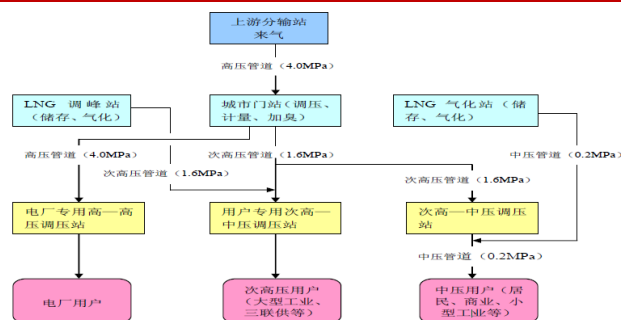
- 公司主要从事城市管道燃气供应、液化石油气（LPG）批发、瓶装LPG零售及燃气投资业务。
- 公司管道燃气的气源均为天然气，在深圳，公司的气源主要来自中石油及广东大鹏，在深圳以外地区，公司从中石油、所在省管网公司等气源方采购天然气向用户销售。目前，公司拥有燃气地下管网总长超过5300公里，用户总数达到221万户。

图表 1：公司天然气业务所处的产业链位置



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：管道燃气产品工艺及服务流程图



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 随着公司定位于城市清洁能源运营商，大力推动以管道燃气为主的天然气业务发展，公司天然气业务取得了迅猛的增长。

图表 3：三种燃气的比较

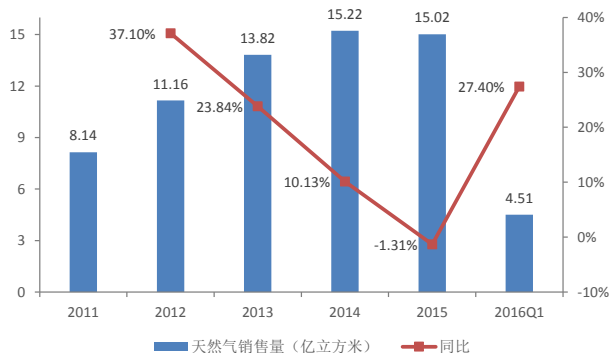
类别	生产方法	主要成分	主要特征
天然气	常规开采及煤层气等非常规方法	甲烷为主	1. 燃烧值，7100-11500大卡；2. 基本不含杂质，燃烧较为清洁。
液化石油气	石油副产品	丙烷等烷烃、丙烯等烯烃及丁二烯等有机物	1. 燃烧值较高，21000-28000大卡；2. 易燃易爆，燃烧时会产生大量一氧化碳废气。
管道煤气（水煤气）	煤气化	CO与H2	1. 燃烧值偏低，3500-4700大卡/标准立方米；2. 混合物较多，含有水份、集油和灰尘、氨氮、硫

来源：中泰证券研究所

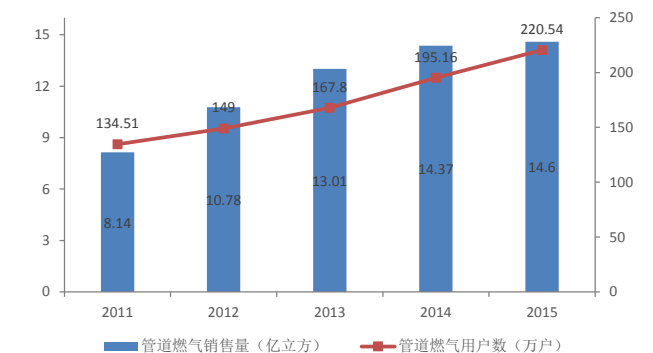
- 公司天然气销售量从2011年8.14亿立方米上升到2015年15.02亿立方米，年均复合增长率16.5%，同期，管道燃气销售量从8.14亿立方米增长到14.6亿立方米，CAGR为15.7%。

图表 4：2011-2015 年天然气销量 CAGR 为 16.5%

图表 5：公司管道燃气业务稳健增长



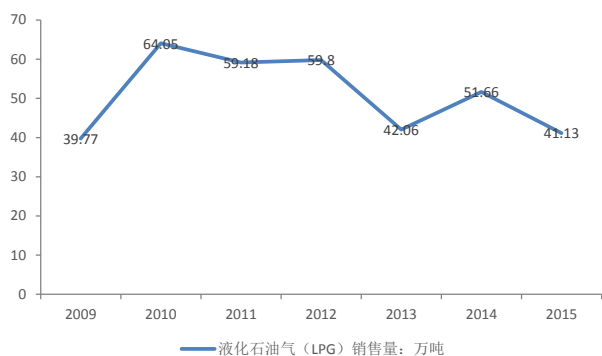
来源：公司年报、中泰证券研究所



来源：公司年报、中泰证券研究所

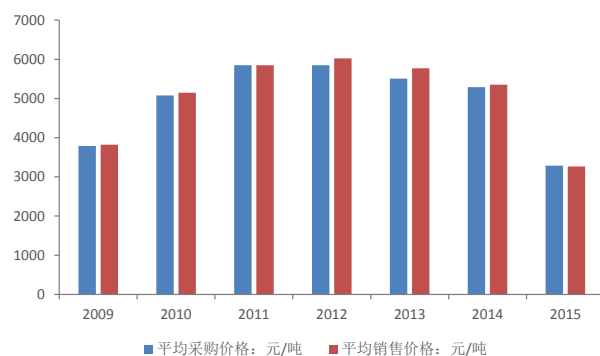
- 公司的液化石油气 (LPG) 批发业务，是由控股子公司华安公司（持股 70%）直接从中东产气国采购或向中间商招标采购，采购价格一般以沙特国家石油公司公布的当月出货价为基础由买卖双方约定，或者是以远东地区指数为基础约定，或者是以上述两种方式的混合报价为基础约定，在保障供应的前提下以采购价格最低为原则。
- LPG 的批发销售区域主要集中在珠江三角洲，由于国产液化石油气批发价格偏低以及该领域竞争愈演愈烈，LPG 批发业务毛利率较为堪忧。

图表 6：总体呈萎缩状态的 LPG 批发业务



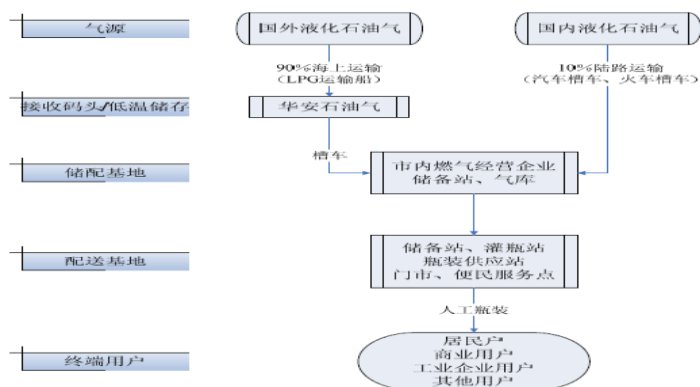
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 7：2015 年 LPG 批发业务毛利为负值



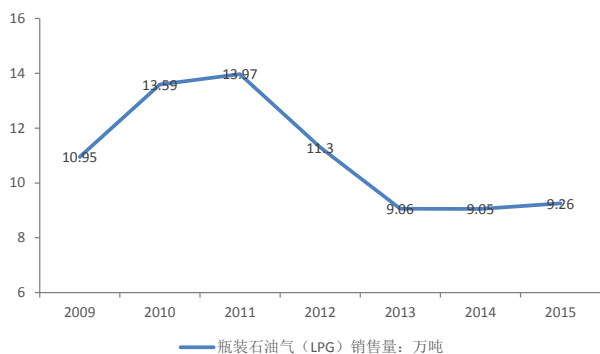
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 8：公司 LPG 批发及零售流程图

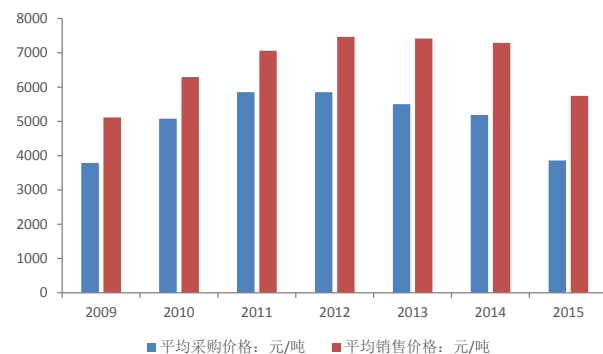


来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

- 全资子公司深燃石油气从事 LPG 瓶装零售业务，其从华安公司采购 LPG，并进行储存、灌瓶和派送。总体而言，该项业务近三年较为稳定 2015 年销售 9.26 万吨，相比上年略有增长，购销价差保持在 1900 元/吨左右的水平。

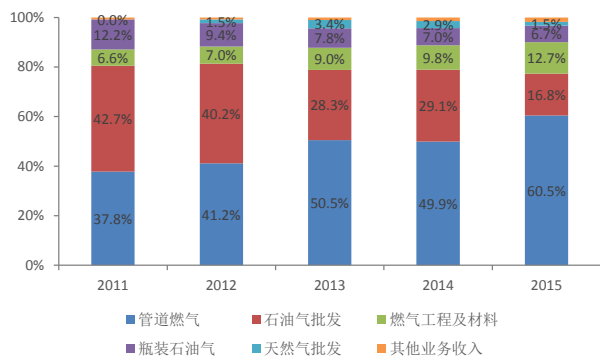
**图表 9：近三年瓶装 LPG 业务较为稳定**


来源：公司公告、中泰证券研究所

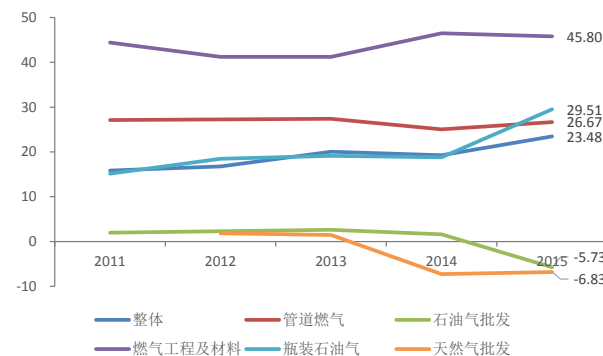
**图表 10：2015 年瓶装 LPG 购销价差约 1900 元/**


来源：公司公告、中泰证券研究所

- 总体而言，随着公司定位于城市清洁能源运营商，天然气业务取得了较快发展，与之相伴的是公司收入及利润结构发生着显著的变化。
- 2012 年开始，管道燃气业务超越液化石油气批发业务，成为公司第一大业务。2015 年底，管道燃气收入占全部收入比重已超 6 成，毛利占比近 7 成，而相应地，石油气批发收入占总收入比重仅为 16.8%。

**图表 11：管道燃气业务营收占比已超 6 成**


来源：公司年报、中泰证券研究所

**图表 12：各项业务的毛利率状况**


来源：公司年报、中泰证券研究所

### 天然气气源结构丰富，采购成本逐年下降

- 作为城市燃气供应商，需要持续稳定地对客户进行供气，而这就需要具备稳定的上游气源。当前而言，公司气源主要来自三个方面，分别是西气东输二线、广东大鹏和现货市场。
- 一是西气东输二线。2010 年 8 月，公司与中石油签署购销协议，达产日至 2019 年 12 月 31 日，公司每年向其采购 40 亿立方米天然气，照付不议气量 36 亿立方米。正式供气日 2012 年 8 月至达产期，公司每年向中石油采购照付不议气量分别为 7.5、9.3、18.9、22、36 亿立方米。由于

天然气价改，自 2015 年 11 月 20 日起，采购价格由 2.88 元/立方米调整为 2.18 元/立方米。

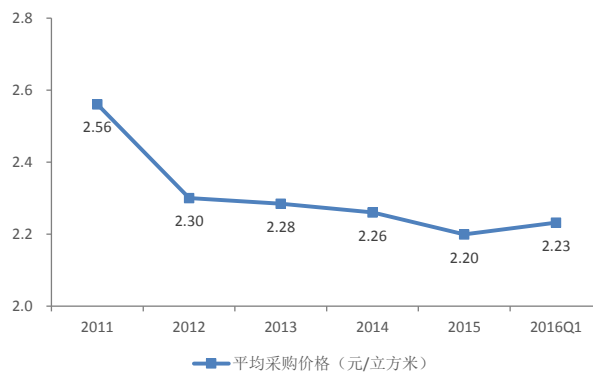
- 二是广东大鹏。2004 年 4 月，公司与广东大鹏液化天然气公司签订合同，约定 2006 年至 2031 年，累计向大鹏采购液化天然气 598 万吨。合同约定天然气采购价格约 1.7 元/立方米（含税），在达产期 2011 年 4 月 1 日至 2027 年 3 月 31 日，每年供应 27.1 万吨（约 3.39 亿立方米）天然气，合同总金额为 132 亿元。
- 三是现货天然气。现货主要来自深圳、山东、海南、新疆等地，主要供货商有深圳大鹏和中海石油气电公司等，今年 4 月份以来维持在约为 2.86 元/立方的价格水平。
- 2015 年，公司采购的天然气 2/3 都来自于西二线，随着西二线不断增加天然气供应，一方面降低了天然气采购价格，另一方面对高价现货气采购份额进行压缩，现货气从 2011 年的 3.52 亿立方米锐减到 2015 年的 1.14 亿立方米，从全部份额的近一半压缩到 9%。

图表 13：近五年公司天然气采购数量

采购来源	2011	2012	2013	2014	2015
中石油(万吨)	-	36.5	55.27	61.5	71.16
占比	-	47%	58%	58%	67%
广东大鹏(万吨)	30.7	27.54	28.13	27.11	26.34
占比	52%	35%	30%	26%	25%
现货天然气(万吨)	28.12	13.98	11.65	17.54	9.1
占比	48%	18%	12%	17%	9%
合计(万吨)	58.82	78.02	95.05	106.15	106.6
合计(亿立方米)	7.35	9.75	11.88	13.27	13.33

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 14：总体呈下降趋势的天然气采购价格



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 15：公司管道天然气下游销售价格

用气类别	2016年1月1日前 (元/立方米)	2016年1月1日后 (元/立方米)
居民生活用气	实行阶梯气价：每年5月至10月每户月用气量35立方米以内以及每年11月至来年4月每户月用气量45立方米以内部分3.5元/立方米；超出部分4元/立方米。	超额累进加价：每年5月至10月每户月用气量30立方之内3.5元/立方米，30-35立方之间4元/立方米，35立方以上5.25元/立方米；每年11月至来年4月，40立方之内3.5元/立方米，40-45立方4元/立方米，45以上5.25元/立方米。
学校教学及学生生活用气	3.5	3.7
公福（机关事业单位和企业职工食堂）用气	3.7	3.7
商业用气	4.8	4.8
工业用气	4.8	4.8

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2013 年 12 月，公司成功发行了 16 亿元的可转换公司债，募集资金用于深圳市天然气储备与调峰库工程及天然气高压管道支线项目，项目拟于 2017 年投产，届时将具备 80 万吨/年（10 亿立方米/年）的 LNG 周转能力和 8 亿立方米的储备能力，并且建设有 6 公里的配套管网。
- 该项目投产，一方面增加公司气源、有助于降低 LNG 采购成本、改变目



前西二线气源主导的局面,另一方面灵活采购的 LNG 可以直接供应公司 LNG/CNG 加气站、实现 LNG 采储销一体化、延伸公司产业链。

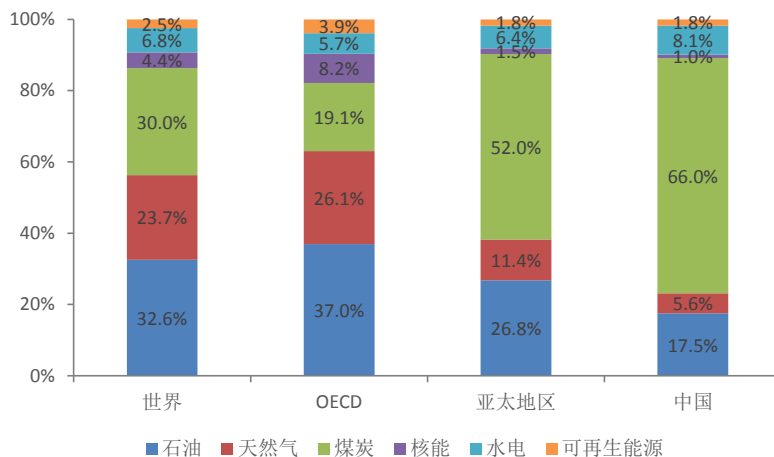
- 按照公司公布的项目可行性报告,该项目达产后,预计新增年收入可达 30 亿元,新增年利润总额近 1.71 亿元。

## 天然气价格改革, 助推行业更快发展

### 我国天然气消费具有较大潜力空间

- “十二五”期间,我国天然气消费实现了较快增长,年均复合增长率达到 11.55%,根据 wind 统计,2015 年我国天然气表观消费量达到 1855 亿立方米。
- 然而, BP 统计数据显示,2014 年我国天然气消费占一次能源比重仅为 5.6%,分别低于世界和 OECD 国家平均水平 18.1 和 20.4 个百分点,差距明显。

图表 16: 2014 年一次能源消费结构的比较



来源: BP、中泰证券研究所

- 国务院《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》指出,到 2020 年,非化石能源占一次能源消费比重达到 15%,天然气比重达到 10%以上,煤炭比重控制在 62%以内。
- 如出一辙,2014 年 11 月发改委印发《国家应对气候变化规划(2014-2020 年)的通知》,2020 年天然气在一次能源消费中的比例达到 10%以上,利用量达到 3600 亿立方米。按照 2015 年消费 1855 亿立方米的水平,2016-2020 年年均复合增长率需要达到 14.2%,即每年约新增 350 亿立方米,才可达发改委预设目标。即使到 2020 年,天然气消费 3000 亿立方米(2015 年的消费量大致实现发改委规划的 80%,按照该比例得出此数据),也需年均增长率达到 10.1%,由此可见,天然气消费的增长空间较为显著。

### 2013 年以来天然气价改梳理

- 2013 年 7 月 10 日起,天然气价格调整方案把非居民用气区分为存量气

和增量气,存量气是指 2012 年实际使用的天然气数量(1120 亿立方米),增量气为新增加的天然气。此次调整,增量气门站价格直接调整到可替代能源(燃料油权重 60%,液化石油气权重 40%)价格的 85%水平,而存量气门站价格提价幅度不超过 0.4 元/立方米。

- 2014 年 9 月 1 日起,存量天然气提价 0.4 元/立方米,同时放开进口 LNG 和非常规天然气价格。
- 2015 年 4 月 1 日起,国家发改委对非民用天然气最高门站价进行调整,增量气最高门站价降低 0.44 元/立方米,存量气最高门站价提高 0.04 元/立方米,实现了存量气与增量气价格并轨。
- 2015 年 11 月 20 日起,非居民用气最高门站价降低 0.7 元/立方米,现行的最高门站价管理改为基准门站价格管理,从广东角度来讲,此次基准门站价下调至 2180 元/立方米,调整幅度达到 24.3%。与此同时,发改委要求非居民用气加快进入上海石油天然气交易中心,力争 2-3 年内实现非居民用气的公开透明化。

**图表 17: 最新各省(区、市)非居民用天然气基准门站价格表**

省份	基准门站价格	省份	基准门站价格
北京	2000	湖北	1960
天津	2000	湖南	1960
河北	1980	广东	2180
山西	1910	广西	2010
内蒙古	1340	海南	1640
辽宁	1980	重庆	1640
吉林	1760	四川	1650
黑龙江	1760	贵州	1710
上海	2180	云南	1710
江苏	2160	陕西	1340
浙江	2170	甘肃	1430
安徽	2090	宁夏	1510
江西	1960	青海	1270
山东	1980	新疆	1150
河南	2010		

注: 1. 单位为元/千立方米(含增值税); 2. 山东交气点为山东省界;

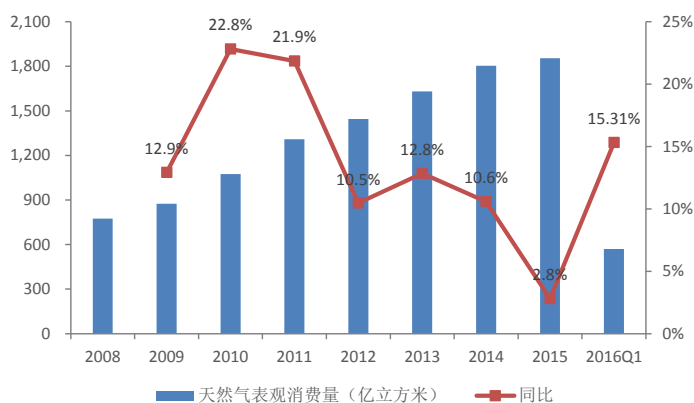
3. 上述基准门站价格暂不上浮,下浮不限;自 2016 年 11 月 20 日起最高可上浮 20%。

来源: 发改委、中泰证券研究所

- 当前布伦特原油现货价格约为 48 美元/桶,秦皇岛动力煤(Q5500)平仓价约为 390 元/吨,按照单位热值价格来计算,2015 年 11 月初的国内天然气价格基本与燃料油和液化石油气价格持平,是煤炭价格的 3 倍以上。我们认为,2015 年 11 月 20 日起的天然气门站价格近 25% 下调幅度,有利于提高使用天然气的经济效益,提升天然气在能源品类中的竞争能力。

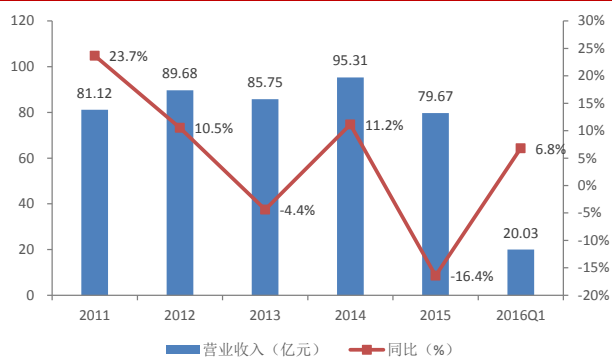
#### 受益于价改,公司一季度电厂业务显著回升

- 2015 年 11 月底,非居民用天然气价格的大幅下调,带动了整个天然气行业消费量的大幅提升,一季度天然气表观消费量累计为 569.7 亿立方米,同比大幅增长 15.31%,比 2015 年同期及全年增长率分别高出 8.6 和 12.5 个百分点。

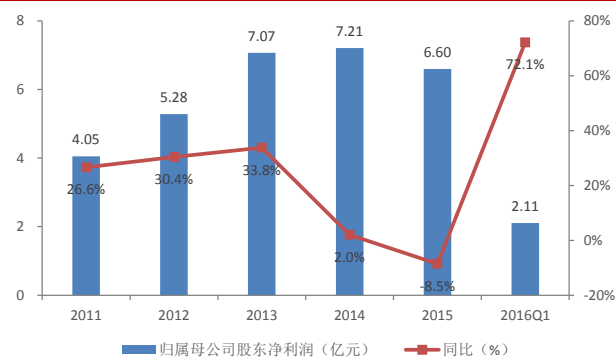
**图表 18: 全国天然气的表观消费量一季度同比增长 15.31%**


来源: wind、中泰证券研究所

- 根据公司披露的一季报显示, 2015 年 11 月底的天然气大幅降价推动了公司天然气销售量的上升, 达到 4.51 亿立方米, 同比增长 27.4%, 其中电厂销量为 0.96 亿立方米, 同比大增 200% (另一部分原因是上年度同期电厂检修造成基数偏低), 非电厂销量为 3.55 亿立方米, 同比增长 10.25%。
- 主营业务的增长带动了公司收入同比上升, 一季度达到 20.03 亿元, 同比增长 8.6%。得益于天然气销量的增长以及石油气批发业务的扭亏为盈, 一季度归属于母公司股东净利润 2.11 亿元, 同比大增 72.15%。

**图表 19: 一季度营业收入同比增长 6.8%**


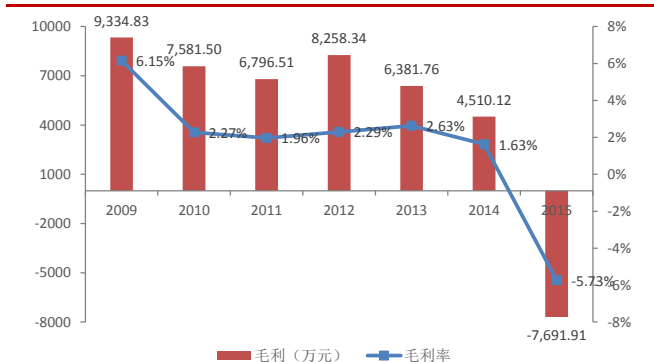
来源: 公司年报、中泰证券研究所

**图表 20: 一季度净利润大幅增长 72.15%**


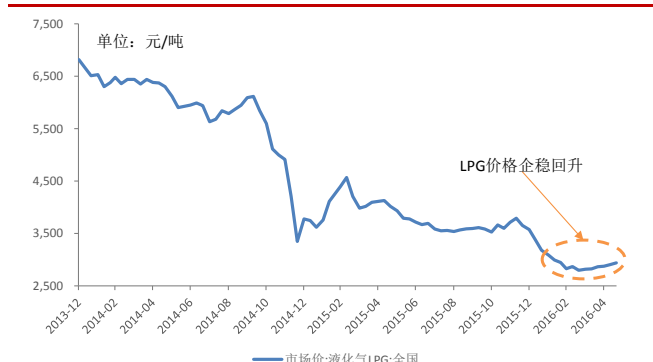
来源: 公司年报、中泰证券研究所

- 其中, 石油气批发的采购合同为一年一签, 2015 年采购价格按照 2014 年签订的合同来定, 2015 年国际油价的大幅下降影响了此项业务的盈利能力, 2015 年毛利为负 7700 万元, 同比减少 1.22 亿元。我们认为, 随着 LPG 价格的企稳回升, 本年度有望实现扭亏为盈。

**图表 21: 公司历年来 LPG 业务的毛利状况**
**图表 22: LPG 价格已经处于企稳回升状态**



来源：公司年报、中泰证券研究所



来源：wind、中泰证券研究所

## 增长看点：下游电厂需求强劲增长、LNG 拓展可期、异地开发或加快

### 成本回落，电厂用气量扩张空间较大

- 公司在 2012 年西二线供气以后，积极拓展电厂这一用气大户，当前，公司已经与钰湖电厂（36 万千瓦）、大唐宝昌（36 万千瓦）、南天电厂（42.4 万千瓦）等三家电厂签署了天然气购销协议，协议约定自西二线达产之日（2016 年）至协议期满（2039 年底），公司向三家电厂销售天然气 10.04 亿立方米，照付不议气量为 9.04 亿立方米。
- 此外，公司还与不少电厂签署了意向采购协议，未来新增供气量在 30 亿立方米以上。

**图表 23：与公司签订购销协议合同或意向协议书的电厂梳理**

已签订购销协议的客户	合同销售数量 (亿立方米)	照付不议气量 (亿立方米)	合同签订日	合同截止日
深圳钰湖电厂	3.74	3.37	2010.11.27	2039
深圳大唐宝昌电厂	3.7	3.33	2011.2.13	2039
深圳南天电厂	2.6	2.34	2012.5.6	2039
<b>合计</b>	<b>10.04</b>	<b>9.04</b>		
签订购销意向书的客户	意向销售数量 (亿立方米)	协议签订日	协议期限	
华电国际广东分公司	4	2012.8.6	2013-2038	
国电广东电厂	1.8	2012.12.24	2014-2039	
深圳能源	2015年: 0.84 2016年: 7.87 2017年起: 8.58	2014.1.26	2015-2039	
深圳大唐宝昌	新增7.5	2012.8.6	2014-2039	
深圳钰湖电厂	新增8 新增0.8	2012.10.8 2013.12.30	2014-2039 2015-2039	

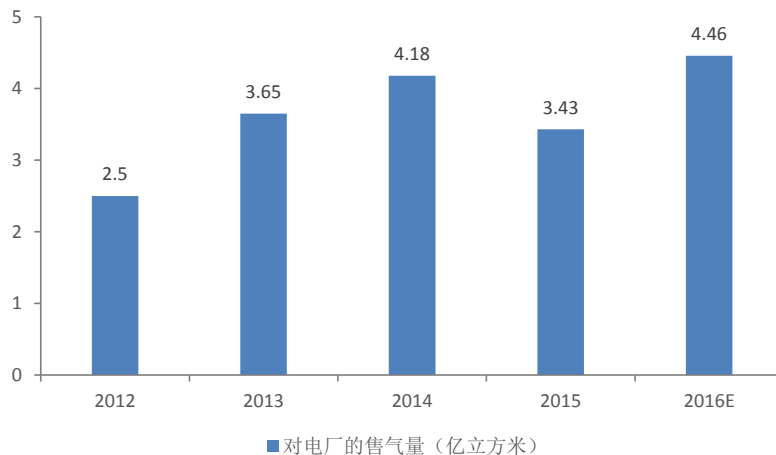
来源：公司公告、中泰证券研究所

- 2015 年，由于存在电厂检修问题，公司向电厂销售天然气数量出现下滑，共计 3.43 亿立方米，同比减少 7500 万立方米（或 17.9%）。2015 年 11 月底，国家大幅下调天然气门站价格，公司对电厂销售价格也做了相应调整，最高销售价格由 3.28 元/立方米（含税）大幅下调 21.34% 至 2.58 元/立方米，新价格从 2015 年 11 月 20 日起开始执行。
- 目前运营的燃气电厂都是调峰电厂，上网电价 0.745 元/度，一立方天然气可发电 4.3 度，地方政府补贴 0.1 元/度，按照价改前的天然气来算，电厂基本无盈利可言，而价改后，我们可以看到电厂盈利比较可观，毛

利率可达 20%左右。

- 我们认为，此次价格大幅调整，会显著降低电厂的生产成本，增加电厂用气的积极性，很大程度上会刺激公司电厂天然气的销售。

**图表 24：公司对电厂的天然气销售量**



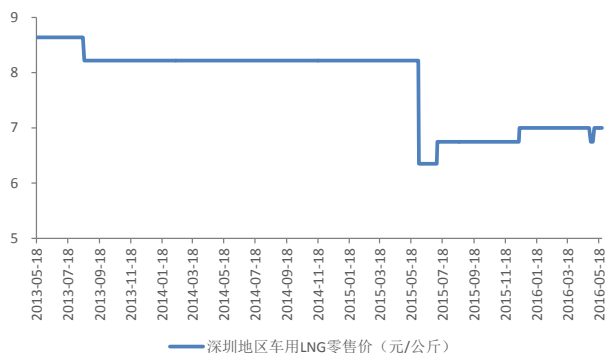
来源：公司报告、中泰证券研究所

### 公司 LNG（汽船用）业务拓展可期

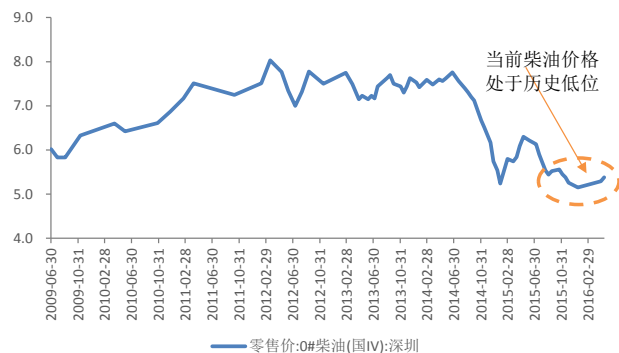
- 车船用 LNG 项目在我国具有较大的发展空间，相比蓬勃发展的充电桩项目，LNG 加气站有如下几大优势：一是从根本上解决污染问题，因为 2/3 的电是通过烧煤获得的，充电桩项目只不过是污染转移；二是解决充电难问题，建设加气站比充电站要简单，同时不需要花费大量充电时间；三是烧油改成烧气，对汽车设备改动小，成本较低。
- 2013 年，交通部发布《关于推进水运行业应用 LNG 的指导意见》，指出到 2015 年和 2020 年，内河运输船舶能源消费中 LNG 比例分别达到 2% 和 10% 以上。
- 2013 年发布的《深圳市大气环境质量提升计划》（简称深 40 条），就规划到 2015 年底推广电动或 LNG 中型、重型载货车 3.5 万辆，达到总数 50% 以上；新增清洁能源大巴 500 辆以上；2015 年底实现全市集装箱港口内拖车“油改气”。
- 目前，深圳车用 LNG 零售价在 7 元/公斤，约 5 元/标方（按照 LNG 密度 0.45Kg/L、1 升 LNG 为 0.625 标方天然气来测算），而深圳国四标准柴油（重卡加柴油）零售价在 5.4 元/升左右，1L 柴油的动力相当于 1.1-1.2 标方的天然气，因此，当前深圳地区车用天然气和柴油在成本上基本相当。
- 我们认为，柴油价格回升到 5.5 元/升以上，LNG 就具备了成本优势，与此同时，LNG 的环保洁净优势，可能使得更多政府推出鼓励措施（类似山东补贴购买 LNG 车的人群）。

**图表 25：深圳地区车用 LNG 零售价（元/公斤）**

**图表 26：深圳地区 0#柴油零售价（元/升）**



来源: wind、中泰证券研究所



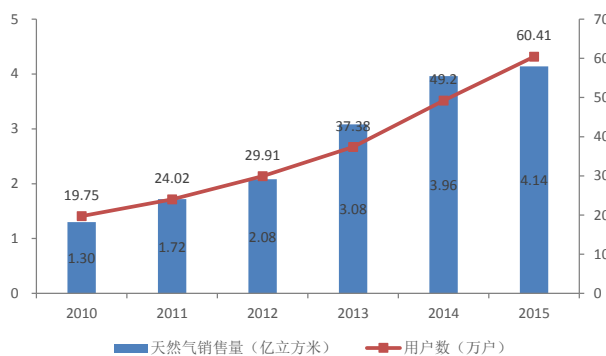
来源: wind、中泰证券研究所

- 从公司角度来看,公司在深圳地区主要与“三桶油”展开合作,异地加气站为全资项目,加气业务基数较低,增速迅猛,2015年加气站销量0.47亿立方米,同比大幅增长67.15%。

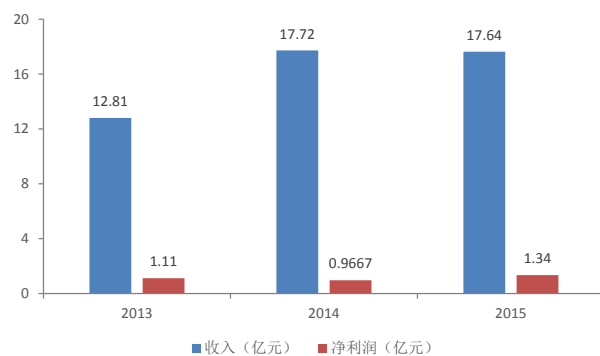
### 注重异地市场开发,与产业基金合作将加快扩张步伐

- 公司以2005年成立的全资子公司深圳市燃气投资有限公司作为开发异地市场的平台,截至2015年底,公司在广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江等7省(区)拥有29个城市(区)管道燃气特许经营权。
- 公司通过成熟项目的周边拓展、新区域经营权的收购等方式,建设高压管道,实现技术上的改造,提升了收购项目的盈利能力。我们看到公司在江西、安徽等多个项目上,实现了收购初期百万元利润向着收购后千万元的提升。
- 2015年,新增3个城市燃气和3个汽车加气项目,深圳以外地区实现天然气销售4.14亿立方米,同比增长5%,而2010-2015年均复合增长率为26%;2015年实现销售收入17.64亿元,同比下降0.47%,净利润1.34亿元,同比增长30.85%。
- 异地业务的不断扩大,必须伴随充足的气源保障,公司与中石油等签订了达产期采购天然气6.4亿立方米的合同,加上已基本落实并将陆续签订协议的新增采购量1.6亿立方米,异地燃气公司基本落实了未来每年约8亿立方米的天然气采购总量。

图表 27: 深圳以外地区天然气销量状况



图表 28: 深圳以外地区收入和净利润水平



来源：公司年报、中泰证券研究所

来源：公司年报、中泰证券研究所

- 此外，公司在 2015 年 9 月 8 日，与深圳远致富海燃气产业投资企业展开合作，共同投资或收购燃气项目，在未来 5 年内，由深圳燃气通过现金、定增等方式，收购燃气产业基金持有的项目股权，这有利于提升公司售气量和盈利速度。
- 2015 年，公司就与产业基金联合收购了扬州庆鹏和淮安庆鹏两个公司的控股权，并单独收购了新昌县福鑫燃气，扩大了业务区域，继续向江浙等沿海发达区域延伸。

### 盈利预测与估值

- 从整体来看，公司受益于天然气门站价格调整，下游客户尤其是电厂需求有望得到较大提升，与此同时，LPG 批发业务随着油价回升有望反转实现扭亏为盈，这从公司 2016 年一季报中已见端倪。我们认为，公司未来增长的主要驱动力包括：燃气电厂的需求增长、异地市场新项目的持续拓展、车船用 LNG 加气市场扩张等。
- 我们进行盈利预测的主要假设条件：
  - 气源保持稳定，其中低价的大鹏气稳定在 3.3 亿立方，其余增量气均来自西二线。
  - 大鹏气价格保持在 1.7 元/立方，西二线气源价格 2.18 元/立方或以下。因此，我们假设 2016-2018 年管道天然气单位成本分别为 2.2 元/立方、2.24 元/立方、2.27 元/立方。
  - 通过产业基金平台，异地市场仍处于快速扩张期，本盈利预测未考虑新项目收购带来的盈利增加。
- 我们预测公司 2016-2018 年归属于母公司净利润分别为 9.24 亿元、10.22 亿元、11.05 亿元，对应 EPS 分别为 0.42、0.47、0.51 元/股，同比增长 40.1%、10.5%、8.2%。当前股价对应 2014-2016 年 PE 分别为 18.52X、16.76X、15.49X。考虑公司具有良好的现金流以及行业的稳定增长属性，下游电厂等需求增长以及异地外延式扩张预期，给予公司“买入”评级，目标价格 10.50 元，对应 2016 年 25XPE。

图表 29：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 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
						2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
000669.sz	金鸿能源	15.38	4.86	4.79	74.75	0.51	0.88	1.08	30.21	17.38	14.21
002267.sz	陕天然气	10.04	11.12	11.12	111.65	0.53	0.68	0.83	19.04	14.87	12.07
600617.sh	国新能源	11.26	10.85	2.25	118.33	0.53	0.64	0.81	21.07	17.61	13.84
601139.sh	深圳燃气	7.69	21.79	21.79	167.57	0.31	0.38	0.45	24.81	20.22	17.11

注：更新日期2016年5月24日

来源：wind、中泰证券研究所

图表 30：天然气企业财务指标对比

证券代码	证券简称	ROE (2015年)	销售毛利率 (2015年)	销售净利率 (2015年)	在建工程 (2015年): 亿元	在建工程/总资产	财务费用率		管理费用率		资产负债率	资产周转率
							2015	2016Q1	2015	2016Q1	2016Q1	2016Q1
000669.sz	金鸿能源	6.32	31.89	11.15	18.20	0.20	7.25	6.94	6.17	6.42	58.51	0.07
002267.sz	陕天然气	12.38	15.25	8.71	8.20	0.08	2.89	1.48	1.86	1.05	47.83	0.25
002700.sz	新疆浩源	13.99	44.04	25.86	0.33	0.03	-2.18	-1.92	4.87	2.66	14.74	0.10
600333.sh	长春燃气	-18.80	27.79	-22.02	7.73	0.16	2.43	2.97	8.31	13.59	66.57	0.07
600617.sh	国新能源	19.35	24.10	7.94	57.59	0.33	4.35	3.17	2.16	1.75	76.87	0.13
000593.sz	大通燃气	2.14	31.14	3.34	0.16	0.02	0.33	0.32	11.76	11.45	16.67	0.13
601139.sh	深圳燃气	10.51	23.48	7.95	32.55	0.21	1.65	1.32	1.41	1.50	50.35	0.13
算数平均值		6.56	28.24	6.13	17.82	0.15	2.39	2.04	5.22	5.49	47.36	0.12

来源: wind、中泰证券研究所

## 风险提示

- (1) 宏观经济增速放缓影响天然气消费需求;
- (2) 天然气虽降价,但对电厂而言煤炭发电仍然非常便宜,因此电厂用气增长量存在一定不确定性。
- (3) LNG 加气站项目推广不及预期;
- (4) 异地市场扩张存在不确定性风险。



**图表 31：公司各项业务分拆详细表**

管道燃气-管道天然气	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位价格(元/立方米)	-	3.40	3.31	3.29	3.30	3.10	3.16	3.22
yoy	-	-	-2.63%	-0.50%	0.18%	-6%	2%	2%
销售量(亿立方米)	-	10.73	12.97	14.35	14.59	17.22	18.94	20.84
yoy	-	-	20.92%	10.64%	1.67%	18.00%	10%	10%
销售收入(万元)	299,378.32	364,308.97	428,936.93	472,183.65	480,961.01	533,481.95	598,566.75	671,591.89
单位成本(元/立方米)	-	2.48	2.41	2.47	2.42	2.20	2.24	2.27
yoy	-	-	-2.90%	2.59%	-2.08%	-9%	1.50%	1.50%
销售成本(万元)	219,805.96	266,190.00	312,522.11	354,737.00	353,175.88	379,240.26	423,421.75	472,750.38
毛利率	26.58%	26.93%	27.14%	24.87%	26.57%	28.91%	29.26%	29.61%
毛利(万元)	79,572.36	98,118.97	116,414.82	117,446.65	127,785.13	154,241.69	175,145.00	198,841.51
<b>管道燃气-管道石油气</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
销售收入(万元)	3896.69	2179.38	2141.78	1898.53	167.11	150.0	150.0	150.0
yoy	-6.99%	-44.07%	-1.73%	-11.36%	-91.20%	-10.24%	0.00%	0.00%
销售成本(万元)	3721.93	2384.95	1969.26	1745.95	100.95	105.0	105.0	105.0
毛利率	4.48%	-9.43%	8.05%	8.04%	39.59%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利(万元)	174.76	-205.57	172.52	152.58	66.16	45.00	45.00	45.00
<b>管道燃气-开户费</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
销售收入(万元)	3,511.05	2,764.63	2,143.19	1,444.21	613.01	429.1	300.4	210.3
yoy	-17.84%	-21.26%	-22.48%	-32.61%	-57.55%	-30.00%	-30.00%	-30.00%
毛利(万元)	3511.05	2764.63	2143.19	1444.21	613.01	429.11	300.37	210.26
<b>天然气批发</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
单位价格(元/立方米)	-	3.18	3.44	3.14	2.82	2.54	2.61	2.69
yoy	-	-	8.22%	-8.72%	-10.33%	-10.00%	3.00%	3.00%
销售量(万立方米)	-	4,302.00	8,460.00	8,659.00	4,259.36	4,685.30	5,153.83	5,669.21
yoy	-	-	96.65%	2.35%	-50.81%	10%	10%	10%
销售收入(万元)	-	13,689.60	29,135.03	27,221.34	12,006.39	11,886.33	13,467.21	15,258.35
单位成本(元/立方米)	-	3.12	3.39	3.37	3.01	2.47	2.53	2.59
yoy	-	-	8.61%	-0.60%	-10.72%	-18.00%	2.50%	2.50%
销售成本(万元)	-	13,440.17	28,706.89	29,204.48	12,826.29	11,569.31	13,044.40	14,707.56
毛利率	-	1.82%	1.47%	-7.29%	-6.83%	2.67%	3.14%	3.61%
毛利(万元)	-	249.43	428.14	-1,983.14	-819.90	317.01	422.81	550.78
<b>液化石油气批发</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
单位价格(元/吨)	5848.61	6021.91	5769.35	5355.62	3263.08	2838.88	3122.77	3435.04
yoy	13.61%	2.96%	-4.19%	-7.17%	-39.07%	-13%	10%	10%
销售量(万吨)	59.18	59.81	42.06	51.72	41.13	37.02	35.17	33.41
yoy	-8.72%	1.06%	-29.68%	22.97%	-20.48%	-10%	-5%	-5%
销售收入(万元)	346,135.69	360,160.32	242,649.30	276,992.09	134,209.14	105,085.76	109,814.62	114,756.27
单位成本(元/吨)	5733.77	5883.83	5617.61	5268.42	3450.10	2760.08	3063.69	3400.69
yoy	13.97%	2.62%	-4.52%	-6.22%	-34.51%	-20.0%	11.0%	11.0%
销售成本(万元)	339,339.18	351,901.98	236,267.54	272,481.97	141,901.05	102,168.76	107,736.95	113,608.62
毛利率	1.96%	2.29%	2.63%	1.63%	-5.73%	2.78%	1.89%	1.00%
毛利(万元)	6,796.51	8,258.34	6,381.76	4,510.12	-7,691.91	2,917.00	2,077.66	1,147.66
<b>瓶装石油气零售</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
单位价格(元/吨)	7,063.09	7,464.43	7,417.78	7,288.09	5,742.27	4,880.93	5,369.02	5,905.92
yoy	12.23%	5.68%	-0.62%	-1.75%	-21.21%	-15%	10%	10%
销售量(万吨)	13.97	11.30	9.06	9.10	9.24	9.34	9.43	9.52
yoy	2.74%	-19.08%	-19.82%	0.42%	1.59%	1.00%	1.00%	1.00%
销售收入(万元)	98,648.99	84,360.13	67,215.47	66,319.74	53,083.13	45,571.87	50,630.34	56,250.31
单位成本(元/吨)	5,994.33	6,086.44	5,998.08	5,917.49	4,047.63	3,521.44	3,855.97	4,222.29
yoy	15.71%	1.54%	-1.45%	-1.34%	-31.60%	-13.00%	9.50%	9.50%
销售成本(万元)	83,721.77	68,786.59	54,351.01	53,847.64	37,417.38	32,878.65	36,362.14	40,214.71
毛利率	15.13%	18.46%	19.14%	18.81%	29.51%	27.85%	28.18%	28.51%
毛利(万元)	14,927.22	15,573.54	12,864.46	12,472.10	15,665.75	12,693.22	14,268.20	16,035.60
<b>燃气工程及材料</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
销售收入(万元)	53,499.49	62,357.61	76,756.55	93,775.93	101,356.51	109,465.03	117,127.58	124,155.24
yoy	22.04%	16.56%	23.09%	22.17%	8.08%	8%	7%	6%
毛利率	44.42%	41.24%	41.24%	46.50%	45.80%	45%	44%	43%
毛利(万元)	23,762.67	25,719.36	31,657.96	43,605.44	46,420.06	49,259.26	51,536.14	53,386.75
<b>其他业务</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
销售收入(万元)	6,175.06	6,967.54	8,476.74	13,251.86	14,350.45	15,067.97	15,821.37	16,612.44
yoy	45.84%	12.83%	21.66%	56.33%	8.29%	5%	5%	5%
毛利率	-3.63%	-1.30%	23.38%	46.42%	34.87%	20%	20%	20%
毛利(万元)	-224.22	-90.24	1,982.12	6,151.46	5,004.49	3,013.59	3,164.27	3,322.49
<b>销售收入合计(万元)</b>	<b>811,245.29</b>	<b>896,788.18</b>	<b>857,454.99</b>	<b>953,087.35</b>	<b>796,746.75</b>	<b>821,138.01</b>	<b>905,878.25</b>	<b>998,984.77</b>
yoy	23.69%	10.54%	-4.39%	11.15%	-16.40%	3.06%	10.32%	10.28%
<b>销售成本合计(万元)</b>	<b>682,724.94</b>	<b>746,399.72</b>	<b>685,410.02</b>	<b>769,287.93</b>	<b>609,703.96</b>	<b>598,222.13</b>	<b>658,918.79</b>	<b>725,444.72</b>
<b>毛利合计(万元)</b>	<b>128,520.35</b>	<b>150,388.46</b>	<b>172,044.97</b>	<b>183,799.42</b>	<b>187,042.79</b>	<b>222,915.89</b>	<b>246,959.45</b>	<b>273,540.05</b>
yoy	21.03%	17.02%	14.40%	6.83%	1.76%	19.18%	10.79%	10.76%
<b>毛利率</b>	<b>15.84%</b>	<b>16.77%</b>	<b>20.06%</b>	<b>19.28%</b>	<b>23.48%</b>	<b>27.15%</b>	<b>27.26%</b>	<b>27.38%</b>

来源：中泰证券研究所

**图表 32：三张报表摘要**

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>8,575</b>	<b>9,531</b>	<b>7,967</b>	<b>8,211</b>	<b>9,059</b>	<b>9,990</b>
增长率	-4.39%	11.2%	-16.4%	3.1%	10.3%	10.3%
营业成本	-6,854	-7,693	-6,097	-5,982	-6,589	-7,254
<b>% 销售收入</b>	<b>79.9%</b>	<b>80.7%</b>	<b>76.5%</b>	<b>72.9%</b>	<b>72.7%</b>	<b>72.6%</b>
毛利	1,720	1,838	1,870	2,229	2,470	2,735
% 销售收入	20.1%	19.3%	23.5%	27.1%	27.3%	27.4%
营业税金及附加	-54	-55	-60	-53	-59	-65
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-724	-770	-878	-821	-951	-1,099
% 销售收入	8.4%	8.1%	11.0%	10.0%	10.5%	11.0%
管理费用	-154	-146	-113	-140	-151	-160
% 销售收入	1.8%	1.5%	1.4%	1.7%	1.7%	1.6%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>789</b>	<b>868</b>	<b>820</b>	<b>1,215</b>	<b>1,308</b>	<b>1,412</b>
% 销售收入	9.2%	9.1%	10.3%	14.8%	14.4%	14.1%
财务费用	-84	-76	-131	-136	-113	-119
% 销售收入	1.0%	0.8%	1.6%	1.7%	1.3%	1.2%
资产减值损失	-4	-15	-10	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	102	135	151	135	140	145
% 税前利润	10.9%	14.5%	17.5%	10.8%	10.2%	9.7%
<b>营业利润</b>	<b>804</b>	<b>912</b>	<b>829</b>	<b>1,214</b>	<b>1,335</b>	<b>1,438</b>
% 销售收入	9.4%	9.6%	10.4%	14.8%	14.7%	14.4%
营业外收支	132	17	33	30	40	50
<b>税前利润</b>	<b>936</b>	<b>929</b>	<b>862</b>	<b>1,244</b>	<b>1,375</b>	<b>1,488</b>
% 销售收入	10.9%	9.7%	10.8%	15.2%	15.2%	14.9%
所得税	-210	-197	-229	-286	-316	-342
% 税前利润	22.4%	21.2%	26.5%	23.0%	23.0%	23.0%
<b>净利润</b>	<b>727</b>	<b>732</b>	<b>634</b>	<b>958</b>	<b>1,059</b>	<b>1,145</b>
少数股东损益	20	11	-26	34	37	40
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>707</b>	<b>721</b>	<b>660</b>	<b>924</b>	<b>1,022</b>	<b>1,105</b>
% 净利润	8.2%	7.6%	8.3%	11.3%	11.3%	11.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>净利润</b>	<b>727</b>	<b>732</b>	<b>634</b>	<b>958</b>	<b>1,059</b>	<b>1,145</b>
少数股东损益	0	0	0	34	37	40
非现金支出	251	305	353	355	394	433
非经营收益	-122	-55	-26	-17	-58	-66
营运资金变动	438	141	602	-691	262	222
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,293</b>	<b>1,123</b>	<b>1,563</b>	<b>638</b>	<b>1,694</b>	<b>1,774</b>
资本开支	1,173	1,298	1,515	1,279	1,319	1,317
投资	-31	-120	-63	0	0	0
其他	502	-1,036	651	135	140	145
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-702</b>	<b>-2,455</b>	<b>-927</b>	<b>-1,144</b>	<b>-1,179</b>	<b>-1,172</b>
股权募资	21	39	75	0	0	0
债权募资	1,484	672	-697	-722	141	79
其他	-500	-938	1,115	-148	-449	-455
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,004</b>	<b>-227</b>	<b>493</b>	<b>-869</b>	<b>-308</b>	<b>-376</b>
<b>现金流量</b>	<b>1,595</b>	<b>-1,559</b>	<b>1,129</b>	<b>-1,375</b>	<b>207</b>	<b>226</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2,981	2,112	3,051	1,642	1,812	1,998
应收款项	443	472	451	434	482	534
存货	307	432	235	327	357	395
其他流动资产	129	664	446	393	413	434
<b>流动资产</b>	<b>3,860</b>	<b>3,679</b>	<b>4,183</b>	<b>2,795</b>	<b>3,063</b>	<b>3,361</b>
% 总资产	32.0%	27.7%	27.4%	18.8%	19.1%	19.4%
长期投资	310	306	328	328	328	328
固定资产	7,115	8,185	9,469	10,360	11,220	12,060
% 总资产	58.9%	61.7%	62.0%	69.8%	69.8%	69.7%
无形资产	694	865	1,069	1,133	1,238	1,332
非流动资产	8,220	9,582	11,085	12,039	13,005	13,939
% 总资产	68.0%	72.3%	72.6%	81.2%	80.9%	80.6%
<b>资产总计</b>	<b>12,081</b>	<b>13,262</b>	<b>15,268</b>	<b>14,835</b>	<b>16,068</b>	<b>17,299</b>
短期借款	2,064	2,870	2,173	1,351	1,392	1,321
应付款项	1,778	2,018	2,673	2,058	2,381	2,677
其他流动负债	1,084	600	2,271	2,543	2,581	2,618
流动负债	4,926	5,489	7,117	5,952	6,354	6,616
长期贷款	132	0	0	100	200	350
其他长期负债	1,765	2,006	700	700	700	700
<b>负债</b>	<b>6,823</b>	<b>7,495</b>	<b>7,818</b>	<b>6,753</b>	<b>7,254</b>	<b>7,667</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>4,980</b>	<b>5,429</b>	<b>7,128</b>	<b>7,726</b>	<b>8,421</b>	<b>9,200</b>
少数股东权益	277	337	322	356	393	433
<b>负债股东权益合计</b>	<b>12,081</b>	<b>13,262</b>	<b>15,268</b>	<b>14,835</b>	<b>16,068</b>	<b>17,299</b>

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	0.357	0.364	0.303	0.424	0.469	0.507
每股净资产(元)	2.515	2.741	3.273	3.547	3.866	4.224
每股经营现金净流(元)	0.653	0.567	0.718	0.278	0.761	0.796
每股股利(元)	0.140	0.140	0.100	0.150	0.150	0.150
<b>回报率</b>						
净资产收益率	14.20%	13.28%	9.25%	11.97%	12.13%	12.01%
总资产收益率	5.85%	5.44%	4.32%	6.23%	6.36%	6.39%
投入资本收益率	10.55%	8.63%	9.06%	11.75%	11.62%	11.59%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	-4.39%	11.15%	-16.40%	3.06%	10.32%	10.28%
EBIT增长率	26.69%	9.98%	-5.49%	48.20%	7.67%	7.91%
净利润增长率	33.80%	2.00%	-8.52%	40.15%	10.51%	8.19%
总资产增长率	24.81%	9.78%	15.13%	-2.84%	8.32%	7.66%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	12.2	11.3	13.9	12.8	12.9	13.0
存货周转天数	19.3	17.5	20.0	19.0	19.1	19.2
应付账款周转天数	35.8	45.3	61.0	51.6	53.7	54.2
固定资产周转天数	173.5	199.5	267.8	281.3	270.7	
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	13.94%	40.91%	-6.42%	2.59%	2.04%	0.76%
EBIT利息保障倍数	9.4	11.5	6.2	8.9	11.6	11.9
资产负债率	56.48%	56.52%	51.20%	45.52%	45.15%	44.32%

来源：中泰证券研究所

**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：**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。