

深圳燃气 (601139)

强烈推荐

行业：燃气

## 优质低估资产，内生外延看点足

公司是 A 股燃气公司龙头，受气价改革、气源放量、管道投资降低等多重因素推动，公司业绩将重回高增长。在无风险利率下行环境中，公司积极通过短期融资券等多种融资工具降低财务成本并持续外延拓展，打开长期市值成长空间。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

### 投资要点：

◆ **深圳用气基数低，燃气消费量增长空间巨大。**不考虑供暖因素，从经济体量、常住人口等数据对比，广深两市的合理天然气消费量应该在 50-100 亿方体量，而目前仅 10 亿方左右，未来增长空间巨大。西二线通气后气源充足，珠三角天然气供需格局彻底扭转，燃气消费高增长确定。

◆ **终端气价降幅远小于门站价降幅，有利于提升盈利水平。**深圳工商业用气终端价下调 0.23 元/方，下调幅度为 4.79%，远小于门站价下调幅度 24.3%。西二线已经成为公司气源的主要增量来源，西二线单方气购销价格差从之前的 1.92 元增加至目前的 2.39 元，随着公司气源结构变化，此次终端和门站价调价降幅差距对公司业绩和盈利水平的提升将逐步显现。另外，电厂气价下调幅度大，燃气电厂用气弹性最大，将成重要增长点。

◆ **随着国际油价企稳，公司石油气批发业务将在 16 年扭亏为盈。**去年石油气批发亏损近 1 亿（往年盈利 0.3 亿）。主要由于油价大跌、存货时滞，造成成本倒挂，随着国际油价企稳，石油气批发业务将在 16 年扭亏为盈。

◆ **燃气投资持续布局，外生增长强劲。**公司经营性现金流持续改善，同时公司滚动发行低成本短期融资券，很好的控制财务费用并推动外延布局。创新并购模式，异地项目有望持续开花。

◆ **盈利预测及评级。**我们预计公司 16-18 年净利润分别为 9.4、10.66、12.64 亿元，EPS 分别为 0.43、0.49、0.58 元。目前股价对应 PE 分别为 18.4、16.2、13.7 倍。给予“强烈推荐”评级。

◆ **风险提示：**液化石油气价格波动风险，外延并购低于预期

### 主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7967	9001	10458	11822
收入同比(%)	-16%	13%	16%	13%
归属母公司净利润	660	940	1066	1264
净利润同比(%)	-9%	42%	13%	19%
毛利率(%)	23.5%	24.0%	23.4%	23.6%
ROE(%)	9.3%	12.0%	12.4%	13.4%
每股收益(元)	0.30	0.43	0.49	0.58
P/E	26.22	18.41	16.23	13.68
P/B	2.43	2.20	2.02	1.83
EV/EBITDA	13	10	9	8

资料来源：中国中投证券研究总部

### 作者

署名：徐闯

S0960516040001

021-62178410

xuchuang@china-invs.cn

参与人：罗文

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

参与人：宣宜昊

S0960116050026

0755-88323234

xuanyihao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价：12.0

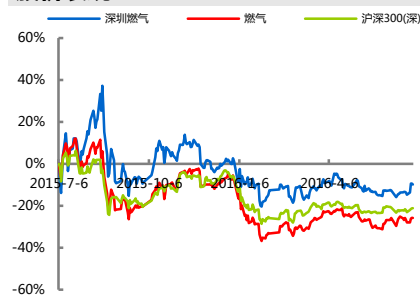
当前股价：8.10

评级调整：首次

### 基本资料

总股本(百万股)	2,179
流通股本(百万股)	2,179
总市值(亿元)	177
流通市值(亿元)	177
成交量(百万股)	5.18
成交额(百万元)	41.99

### 股价表现



### 相关报告

## 目 录

<b>一、立足深圳布局全国的 A 股燃气龙头</b> .....	<b>4</b>
1. 中外合资能源集团，立足深圳布局全国.....	4
2. 业务结构逐步优化，盈利能力稳健.....	5
<b>二 深圳天然气消费空间巨大，气价调整驱动内生业绩增长</b> .....	<b>8</b>
1. 深圳用气基数低，燃气消费量增长空间巨大.....	8
2. 多元气源供应保障，供需格局彻底扭转.....	10
3. 终端气价降幅远小于门站价降幅，有利于提升盈利水平.....	11
4. 电厂气价下调幅度大，用气弹性最大，将成重要增长点.....	13
<b>三 液化石油气贸易 16 年将扭亏为盈</b> .....	<b>14</b>
1. 国际油价大跌，2015 年液化石油气批发出现亏损.....	14
2. 2016 年石油气贸易将扭亏，公司整体业绩提升确定性强.....	15
<b>四 燃气投资持续布局，外生增长强劲</b> .....	<b>16</b>
1. 多元化融资，充裕现金流提供项目资金支持.....	16
2. 创新并购模式，异地项目有望持续开花.....	17
<b>五 盈利预测与估值</b> .....	<b>19</b>
<b>六 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图目录

图 1 公司主要子公司和业务布局 .....	5
图 2 深圳燃气主要业务类别及市场分布 .....	6
图 3 公司近年来收入结构(百万元).....	7
图 4 公司近年来毛利结构(百万元).....	7
图 5 公司 2015 年收入结构 .....	7
图 6 公司 2015 年毛利结构 .....	7
图 7 公司毛利率与净利率 .....	7
图 8 公司各项业务毛利率 .....	7
图 9 北上广深经济总量对比 ( 2014 ) .....	8
图 10 北上广深管道燃气消费量对比 ( 2014 ) .....	8
图 11 公司与中石油签订的采购协议供气量(亿方).....	11
图 12 2015 年国际原油价格持续下跌(美元/桶).....	14
图 13 公司石油气批发业务出现大幅亏损 .....	14
图 14 2016 年以来国际原油价格企稳(美元/桶).....	15
图 15 过去五年公司资本开支较大 .....	16
图 16 公司现金流持续改善 .....	16
图 17 异地燃气公司销气量持续增长 .....	18
图 18 异地燃气公司是重要业绩增长点 .....	18

## 表目录

表 1 公司前十大股东 ( 截止 2015 年 12 月 31 日 ) .....	4
表 2 2012-2015 年公司在深圳市管道燃气经营情况 .....	8
表 3 政策推动提高天然气消费比重 .....	9
表 4 公司管道天然气气源结构数据 .....	10
表 5 公司与大鹏公司签订的采购协议供气量.....	10
表 6 公司非居民天然气采购价格顺应下调 .....	12
表 7 深圳市终端用户天然气价格调整 .....	12
表 8 公司电厂天然气用户协议量 ( 亿方 ) .....	13
表 9 公司液化石油气批发业务数据 .....	14
表 10 公司瓶装液化石油气零售业务数据 .....	15
表 11 公司上市以来债券融资数据.....	16
表 12 公司上市以来借款及现金流数据 .....	17
表 13 公司主要异地子公司业务情况 ( 2015 年前三季度 ) .....	17
表 14 公司分项业务预测 .....	19

## 一、立足深圳布局全国的 A 股燃气龙头

### 1. 中外合资能源集团，立足深圳布局全国

公司前身为深圳市燃气集团有限公司，成立于 1996 年 4 月 30 日。公司于 2006 年 7 月进行股份制改造，整体变更为中外合资股份有限公司，公司发起人为燃气集团的六名股东（深圳市国资委 60%、中华煤气投资 20%、港华投资 9%、中华煤气（深圳）1%、联华信托 9%、四川希望投资 1%）。

公司 2009 年 12 月上市，发行 1.3 亿股，此后 2011 年 12 月非公开发行 9030 万股。公司以债券融资为主，股东背景比较稳定。截止 2015 年末，深圳国资委、中华煤气投资、港华投资、南方希望实业分别持股 50.87%、16.62%、9.45%、6.05%。其中中华煤气投资是香港中华煤气有限公司间接控制的全资子公司，是深燃的长期战略合作伙伴，目前在中国大陆开展的主要业务就是对深燃的投资。

**表 1 公司前十大股东（截止 2015 年 12 月 31 日）**

排名	股东名称	方向	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会	-	1,107,997,523	50.8700
2	香港中华煤气投资有限公司	-	362,008,411	16.6200
3	港华投资有限公司	-	205,769,840	9.4500
4	南方希望实业有限公司	-	131,705,691	6.0500
5	中央汇金资产管理有限责任公司	新进	21,589,900	0.9900
6	香港中华煤气(深圳)有限公司	-	18,100,360	0.8300
7	新希望集团有限公司	-	16,500,000	0.7600
8	中国建设银行股份有限公司-博时主题行业混合型证券投资基金(LOF)	减持	9,500,000	0.4400
9	首域投资管理(英国)有限公司-首域中国 A 股基金	新进	4,835,400	0.2200
10	中国农业银行股份有限公司-易方达瑞惠灵活配置混合型发起式证券投资基金	新进	3,544,843	0.1600
	合计	-	1,881,551,968	86.39

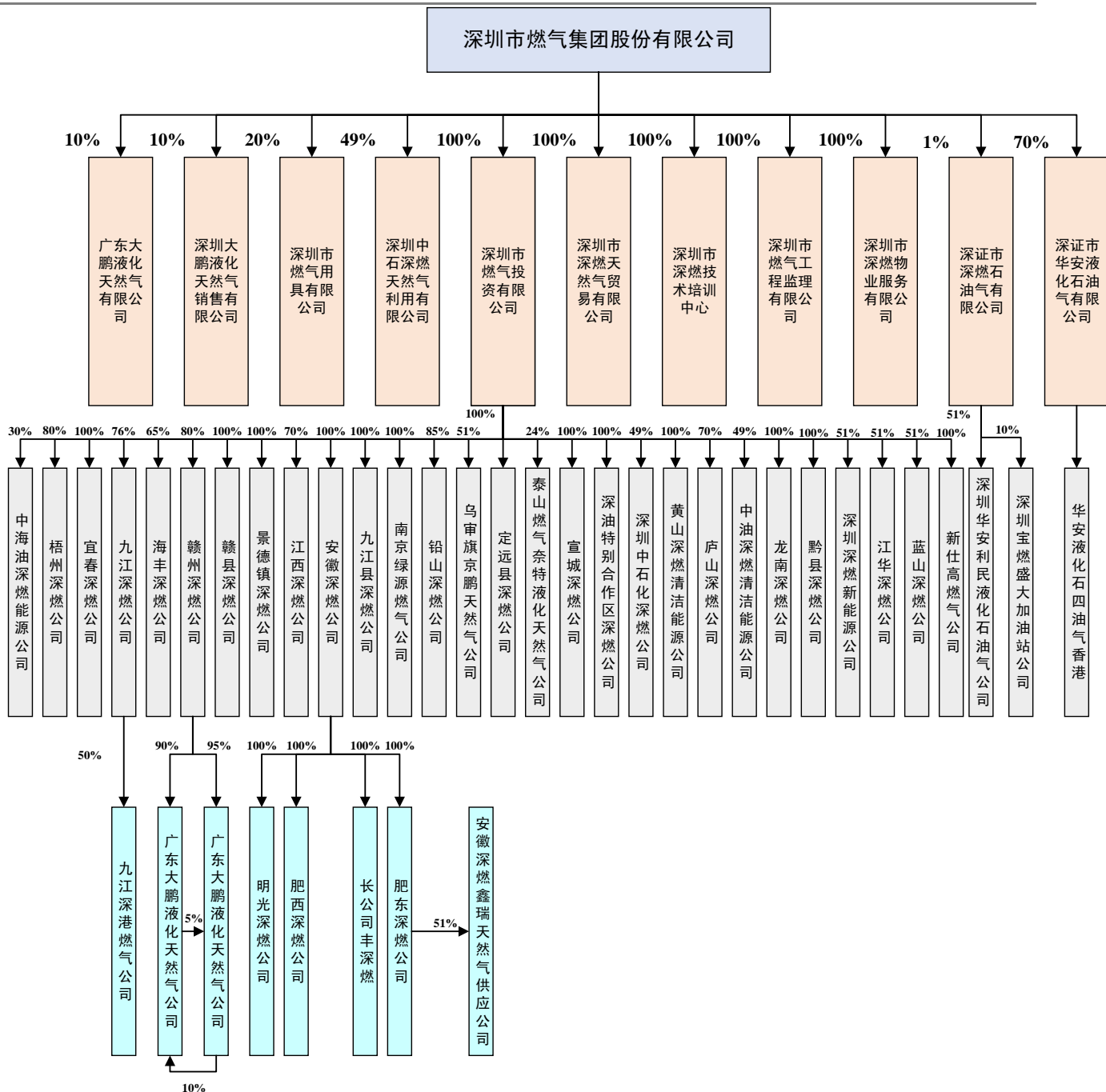
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**公司立足深圳燃气市场，不断加大异地布局，在上市之前已经将业务版图拓展至全国各地。**2001 年，公司控股国内最大的进口液化石油气供应商——深圳华安液化石油气有限公司。2003 年，公司整体收购深圳市宝安区国投燃气公司；深圳市政府授予公司深圳市 30 年管道燃气特许经营权。2005 年，公司成功控股赣州深燃公司，迈出向外发展的第一步；当年陆续收购景德镇深燃公司、九江市深燃公司等。2006 年参股中海油深燃能源有限公司，与中海油合作将在深圳市投资建设 60 个加气（加油）站；成功控股成都深燃公司。2007 年整体收购宜春市深燃公司。

**公司上市后资本实力进一步增强，经过一系列融资，业务布局继续拓展。**目前公司在广东、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，拥有燃气地下管网总长超过 5300 公里，管道燃气用户达 221 万户。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 1 公司主要子公司和业务布局



资料来源：公司资料、中国中投证券研究总部

## 2. 业务结构逐步优化，盈利能力稳健

公司主要从事城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售及燃气投资业务。

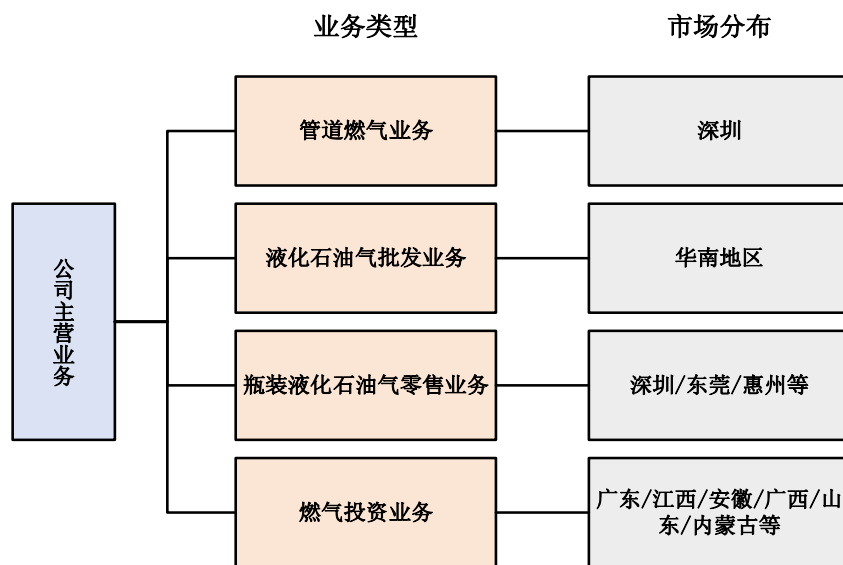
(1) 深圳管道燃气业务。公司拥有深圳市天然气业务特许经营权。在深圳地区，公司从气源方中石油及广东大鹏采购天然气向用户销售。

(2) 液化石油气批发。由子公司华安公司从国际市场采购进口液化石油气通过槽船和槽车批发销售给客户。

(3) 瓶装液化石油气零售。由子公司深燃石油气公司将采购的液化石油气运送到储配站后进行储存、灌瓶后分送给深圳市的居民客户和工商客户。液化石油气批发和零售业务均为完全市场化业务，价格随行就市。

(4) 燃气投资业务。公司不断加大异地燃气公司布局，除深圳外，公司在广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江等 7 省（区）拥有 28 个城市（区）管道燃气特许经营权。公司从中石油、所在省管网公司等气源方采购天然气向特许经营区域内用户销售。

**图 2 深圳燃气主要业务类别及市场分布**



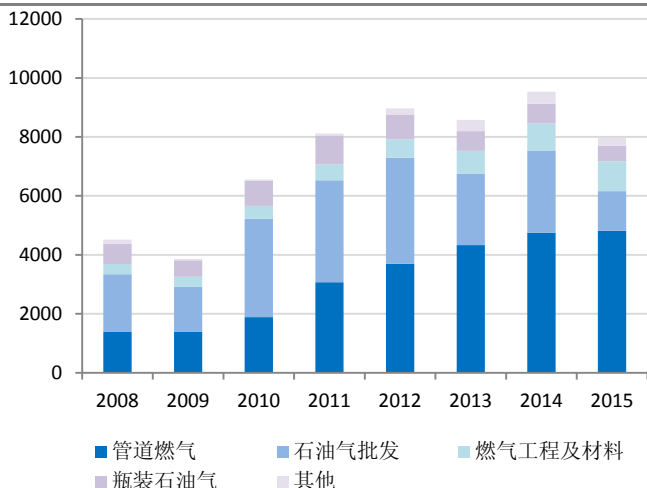
资料来源：公司资料、中国中投证券研究总部

**在西二线通气之前，液化石油气批发、零售业务占公司营业收入比重约为 40%-50%，但由于购销价格紧随市场变化进行波动，整体毛利率较低，对公司利润贡献有限。西二线通气之后，公司石油气批发、零售业务收入占比持续下降，管道燃气（深圳+异地）收入占比和利润占比持续提升，公司业务结构持续优化。**

2015 年公司实现营业收入 79.67 亿元，同比下降 16.40%；实现归属上市公司股东净利润 6.60 亿元，同比减少 8.52%，主要是报液化石油气批发业务亏损及电厂用气销量减少所致。15 年公司天然气销售量 15.02 亿立方米，同比下降 1.31%，其中深圳地区销量 10.88 亿方，异地销量 4.14 亿方。

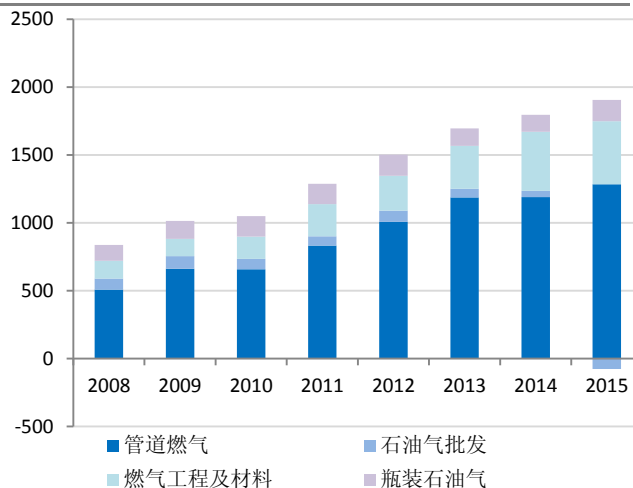
2015 年公司城市管道燃气业务分别贡献了 60.5%、68.7%的收入和毛利。由于国际油价持续下跌，液化石油气批发业务出现亏损。从盈利能力看，管道燃气业务毛利率维持在 27%左右，瓶装石油气零售毛利率有所提升，公司 15 年整体销售毛利率达到 23.48%，净利率与去年持平。

图 3 公司近年来收入结构(百万元)



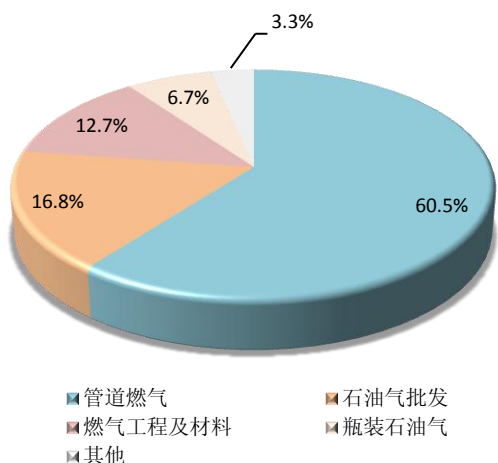
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 4 公司近年来毛利结构(百万元)



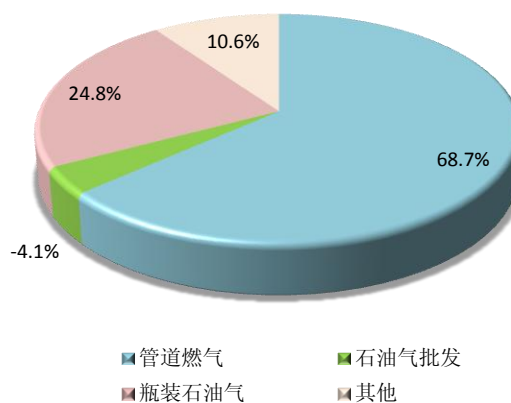
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 5 公司 2015 年收入结构



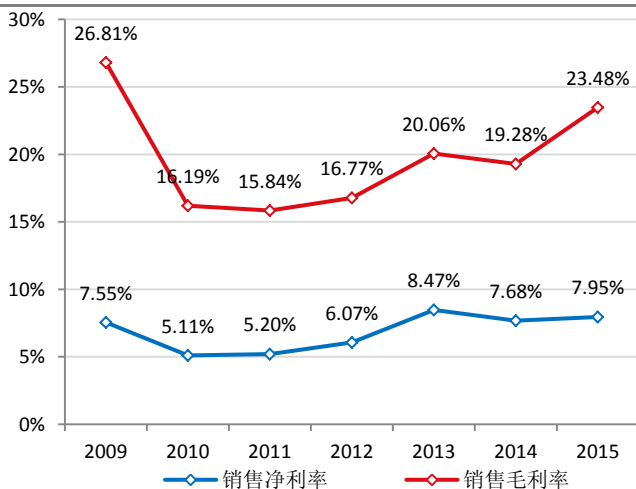
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 6 公司 2015 年毛利结构



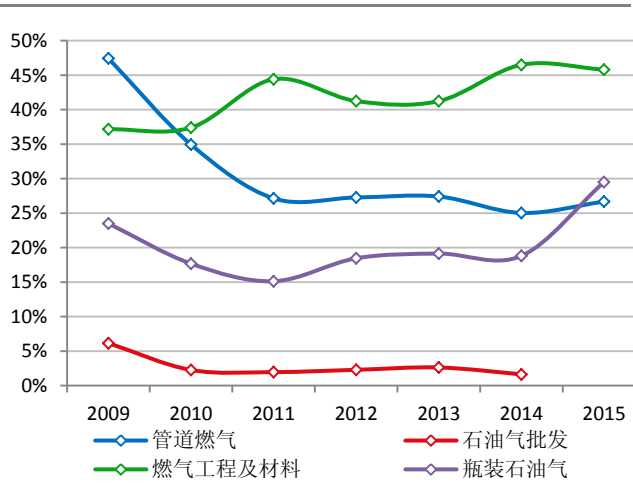
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 公司毛利率与净利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 公司各项业务毛利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 二、深圳天然气消费空间巨大，气价调整驱动内生业绩增长

### 1. 深圳用气基数低，燃气消费量增长空间巨大

由于区位优势，珠三角用气历史较短，在西二线通气之前长期处于气源紧缺状态，珠三角地区燃气消费量基数低、增长迅猛。广东的天然气需求迅猛增长，2008年广东天然气总消耗量约为60亿立方米，2010年需求量猛增至每年约270亿立方米。2011年，西二线全线竣工投产，中亚天然气管道贯通，每年将输送300亿立方米天然气到中国，广东是最大的受益省份之一，送粤气可达输送总量的1/3，西二线极大缓解广东天然气需求增长的压力。

从目前气量消费数据来看，与北京、上海等地燃气消费量相比，广深地区燃气消费增长仍有巨大的空间。北京、上海两市2014年天然气消费量分别达到113亿方、72亿方，而广深两市均为10亿方级别，差距巨大。不考虑供暖因素，从经济体量、常住人口等数据对比，广深两市的合理天然气消费量应该在50-100亿方体量，未来增长空间巨大。

图 9 北上广深经济总量对比（2014）

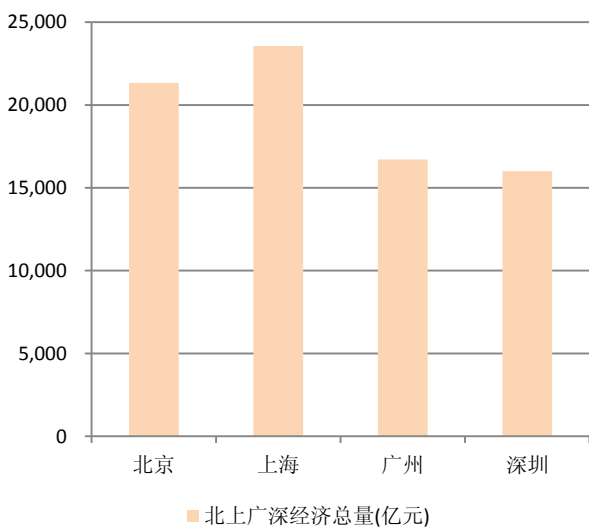
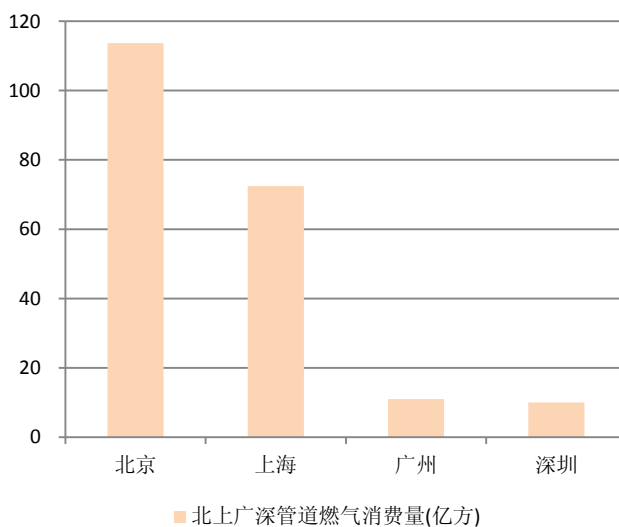


图 10 北上广深管道燃气消费量对比（2014）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2015年公司在深圳地区天然气销售10.88亿立方米，同比下降3.37%，主要是由于电厂用气下滑和高气价导致的终端需求增长疲软。过去三年深圳市管道燃气消费量也处于低速增长阶段，高气价是制约消费量增长的重要原因。

表 2 2012-2015年公司在深圳市管道燃气经营情况

时间	2012	2013	2014	2015.9
销售数量(万吨)	77.34	85.87	89.94	86.44
平均销售价格(元/吨)				
管道天然气	4,283.69	4,190.37	4,046.63	4,188.04



管道石油气	6,311.24	6,475.45	6,452.57	6,494.03
管网长度(公里)	3,570.00	4,007.00	4,645.00	5,073.00
输配能力(万吨/年)	62.50	62.50	62.50	62.50

注：1 吨天然气约为 1390 立方米

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

**我们持续强调，天然气的环保性优势在能源政策制订中显示出越来越重要的作用。**国务院“大气十条”、国务院办公厅《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》等都明确天然气替代目标，尤其京津冀、长三角、珠三角等大气污染重点防控区域。

**表 3 政策推动提高天然气消费比重**

相关举措	主要内容
实施气化城市民生工程	新增天然气应优先保障居民生活和替代分散燃煤，组织实施城镇居民用能清洁化计划，到 2020 年，城镇居民基本用上天然气。
稳步发展天然气交通运输	结合国家天然气发展规划布局，制定天然气交通发展中长期规划，加快天然气加气站设施建设，以城市出租车、公交车为重点，积极有序发展液化天然气汽车和压缩天然气汽车，稳妥发展天然气家庭轿车、城际客车、重型卡车和轮船。
适度发展天然气发电	在京津冀鲁、长三角、珠三角等大气污染重点防控区，有序发展天然气调峰电站，结合热负荷需求适度发展燃气—蒸汽联合循环热电联产。
加快天然气管网和储气设施建设	按照西气东输、北气南下、海气登陆的供气格局，加快天然气管道及储气设施建设，形成进口通道、主要生产区和消费区相连接的全国天然气主干管网。到 2020 年，天然气主干管道里程达到 12 万公里以上。
扩大天然气进口规模	加大液化天然气和管道天然气进口力度。

资料来源：《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》，中国中投证券研究总部

**2013 年 9 月，深圳市政府发布《深圳市大气环境质量提升计划》（“深四十条”），其中提升大气环境质量措施将直接刺激深圳市未来几年对天然气的消费需求，加快深圳市天然气事业发展的步伐。**

“深四十条”要点包括：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 中型、重型载货车 25000 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 10000 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 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。

**我们认为，“十三五”时期公司所在区域天然气消费增长将得到持续提升。**能源部门将持续加大鼓励清洁能源消费政策，新一轮的天然气价格改革将在国际油气价格下跌背景下加速，在“十二五”时期天然气资源开发、大规模管道建设等推动下，珠三角地区天然气销量将步入“放量增长”阶段。

## 2. 多元气源供应保障，供需格局彻底扭转

目前公司在气源供应方面拥有充分保障，西二线气源充足，珠三角天然气供需格局彻底扭转。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。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，与中石油签订了天然气采购照付不议协议，自西气东输二线向深圳供气达产之日起至协议期满（2039 年 12 月 31 日），达产期中石油每年向公司供气 40 亿立方米。

**表 4 公司管道天然气气源结构数据**

时间	2012	2013	2014	2015.9
中石油	36.50	55.27	61.50	51.98
广东大鹏	27.54	28.13	27.11	19.17
现货天然气	13.98	11.65	17.54	6.72
合计	78.02	95.05	106.15	77.87
平均采购价格(元/吨)	2,875.53	2,855.62	2,826.04	2,836.84

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

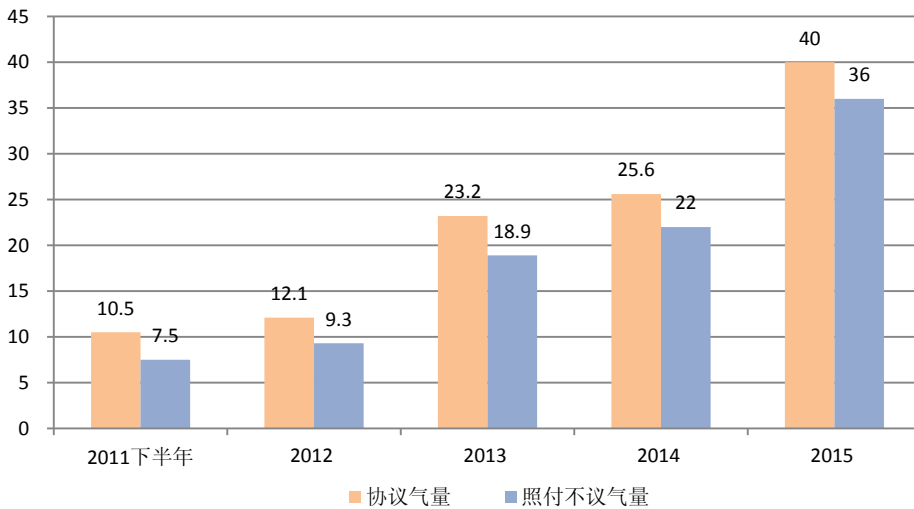
2004 年 4 月 30 日，公司与广东大鹏液化天然气有限公司签订《广东液化天然气项目天然气销售合同》。合同约定自 2006 年起至 2031 年止，公司累计向广东大鹏液化天然气有限公司采购液化天然气 598 万吨。合同基本期限为 25 年，合同约定天然气价格为每立方米约 1.7 元（含税价格，有可能按合同约定的条件向下浮动），达产期（2011 年 4 月 1 日-2027 年 3 月 31 日）每年供应 27.1 万吨天然气，合同总金额约 132 亿元。

**表 5 公司与大鹏公司签订的采购协议供气量**

合同表述	最初 12 个月	第二个 12 个月	第三个 12 个月	第四个 12 个月	渐增期结束后至第二十个合同年每个合同年	第二十二个合同年之后的每一个合同年
时段起始日期	2006/9/28	2007/9/28	2008/9/28	2009/9/28	2010/9/28	2027/9/28
时段截止日期	2007/9/27	2008/9/27	2009/9/27	2010/9/27	2027/9/27	2031/9/27
合同量(百万吉焦)	3.29	8.05	11.13	12.59	14.76	9.96
合同量(万吨)	6	14.8	20.4	23.1	27.1	18.3
备注	第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5-21 年	第 22-25 年

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

2010 年 8 月 10 日，公司与中石油签署《西气东输二线天然气购销协议》，协议约定在西气东输二线向深圳供气达产之日起至协议期满（2039 年 12 月 31 日），公司每年向中石油采购 40 亿立方米天然气，照付不议气量 36 亿立方米；正式供气日至达产期各年公司向中石油采购的天然气数量依次为 10.5 亿立方米、12.1 亿立方米、23.2 亿立方米、25.6 亿立方米、40 亿立方米（达产气量），照付不议气量分别为 7.5 亿立方米、9.3 亿立方米、18.9 亿立方米、22 亿立方米、36 亿立方米。

**图 11 公司与中石油签订的采购协议供气量(亿方)**


资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

此外，公司于 2013 年底发行 16 亿元可转债，用于建设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，目前仍在建设中。储备调峰库具备 80 万吨/年（10 亿立方米/年）的 LNG 周转能力，相当于在深圳市增加一个气源，将有效填补深圳市未来可能出现的天然气供应缺口。近期国际 LNG 价格大幅下降，项目建成后公司可以实现国际市场上自主采购 LNG，在补充气源、调峰和应急的情况需要时使用，募投项目对降低成本有比较好的预期。公司发行的 16 亿元可转换公司债券已在 2015 年 5 月 8 日完成转股、赎回和摘牌。

### 3. 终端气价降幅远小于门站价降幅，有利于提升盈利水平

2015 年 11 月 18 日，国家发改委发布《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》，决定自 2015 年 11 月 20 日起非居民用气最高门站价格下调 0.7 元/方，并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可在基准价格上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。方案实施时门站价格暂不上浮，自 2016 年 11 月 20 日起允许上浮。

此次调价距 4 月份调价仅 7 个月，调价周期大幅缩短。按目前全国非居民用气 600 多亿方测算，每年将直接减轻下游工业、发电、供热、出租车，以及商业、服务业等用气行业企业负担 430 亿元，此前气价高企抑制用气需求的现象将得以扭转，激活终端燃气消费。

**公司天然气采购价格顺应下调，有力的促进拓展下游用户。**2011 年 12 月 26 日国家发展改革委下发《关于在广东省、广西壮族自治区开展天然气价格形成机制改革试点的通知》，公司属于两广试点范围，当时广东省最高门站价格为 2.74 元/立方米。根据 2014 年 8 月 10 日国家发改委发布的《国家发展改革委关于调整非居民用存量天然气价格的通知》，自 2014 年 9 月 1 日起，上述价格调整为 2.86 元/立方米；根据 2015 年 2 月 28 日国家发改委发布的《国家发展改革委关于理顺非居民用天然气价格的通知》，自 2015

年4月1日起，上述价格调整为至2.88元/立方米；根据2015年11月18日国家发改委发布的《关于降低非居民天然气门站价格并进一步推进市场化改革的通知》，自2015年11月20日起，上述价格调整为2.18元/立方米。

**表 6 公司非居民天然气采购价格顺应下调**

调价日期	调价文件	非居民门站价(元/方)
2011/12/26	《关于在广东省、广西自治区开展天然气价格形成机制改革试点的通知》	2.74
2014/9/1	《关于调整非居民用存量天然气价格的通知》	2.86
2015/4/1	《关于理顺非居民用天然气价格的通知》	2.88
2015/11/20	《关于降低非居民天然气门站价格并进一步推进市场化改革的通知》	2.18

资料来源：发改委，中国中投证券研究总部

深圳终端售价方面，深圳市物价局在2008年对深圳市管道燃气价格进行了调整，其中居民生活用气采用阶梯价格，基准气量内价格为3.5元/方，超过部分价格为4.0元/方；工商业用气价格为4.8元/方。**2008年12月1日之后，虽然门站价曾有数次调整，但深圳市终端气价未做相应调整。**直到2015年11月，深圳市发改委发布通知，启动深圳管道天然气工商业用气价格联动机制，**自11月20日起，深圳市工商用气最高限价下调0.23元/立方米至4.57元/立方米**，西气东输二线天然气供应燃气电厂最高限价下调0.70元/立方米至2.58元/立方米，在最高限价内供需双方自主协商价格。

2012-2014年西气东输二线天然气占燃气集团购气比例为38.28%，经深圳市价格认证中心依法依规开展成本监审，结论是燃气集团综合购气成本将下降0.2256元/立方米。**因此，此次深圳工商业用气终端价下调0.23元/方，下调幅度为4.79%，远小于门站价下调幅度24.3%。**

**表 7 深圳市终端用户天然气价格调整**

用气类别	2008年调整	2015年调整
居民生活用气	实行阶梯气价：每年5月至10月每户每月用气量35立方米内及每年11月至次年4月每户每月用气量45立方米以内的部分3.5元/立方米；超出部分4.00元/立方米	实行阶梯气价：每年5月至10月每户每月用气量35立方米内及每年11月至次年4月每户每月用气量45立方米以内的部分3.5元/立方米，超出部分4.00元/立方米
学校教学及学生生活用气	3.50元/立方米	取消，执行居民气价
公福(机关事业单位和企业职工食堂)用气	3.70元/立方米	3.70元/立方米
商业用气	4.80元/立方米	4.57元/立方米
工业用气	4.80元/立方米	4.57元/立方米

资料来源：深圳市发改委，中国中投证券研究总部

**我们认为，西二线已经成为公司气源的主要增量来源，西二线单方气购销价格差从之前的1.92元增加至目前的2.39元，随者公司气源结构变化，此次终端和门站价调价降幅差距对公司业绩和盈利水平的提升将逐步显现。非居民气价下调带来了公司工商业燃气业务的价、量双重拐点，驱动公司工商业燃气业务利润持续增长。**

#### 4. 电厂气价下调幅度大，用气弹性最大，将成重要增长点

**西二线通气极大释放气源供给，公司积极向燃气电厂供应天然气。**公司分别于 2010 年 11 月、2011 年 2 月、2012 年 5 月与深圳钰湖电力有限公司、深圳大唐宝昌燃气发电有限公司、深圳南天电力有限公司签署《天然气购销协议》，协议约定在西气东输二线向深圳供气达产之日起至协议期满（2039 年 12 月 31 日），公司每年分别向三家燃气公司销售天然气 3.74、3.7、2.6 亿方，照付不议气量分别为 3.37、3.33、2.34 亿方。此外，公司还与华电国际电力广东分公司、国电广东电力公司及深圳能源集团签订《天然气购销意向书》，并与深圳钰湖电力和深圳大唐宝昌签订了新增供气量的《天然气购销意向书》。

**表 8 公司电厂天然气用户协议量（亿方）**

已签订《天然气购销协议》的用户	约定年销售量	照付不议气量	协议签订时间
深圳钰湖电力有限公司	3.74	3.37	2010.11.27
深圳大唐宝昌燃气发电有限公司	3.70	3.33	2011.2.13
深圳南天电力有限公司	2.60	2.34	2012.5.6
已签订《天然气购销意向书》的用户	意向销售量		协议签订时间
华电国际电力股份有限公司广东分公司	4.00		2012.8.6
国电广东电力公司	1.80		2012.12.24
	2015 年：0.84		
深圳能源集团股份有限公司	2016 年：7.87		2014.1.26
	2017 年起：8.58		
深圳大唐宝昌燃气发电有限公司	新增供气量 7.5		2012.8.6
	新增供气量 8.0		2012.10.8
深圳钰湖电力有限公司	新增供气量 0.8		2013.12.30

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

根据深发改函[2014]1583 号，深圳市发改委核定公司西二线天然气供应燃气电厂最高销售价格为 3.16 元/方（含税），执行期限为 2013-1-1 至 2014-12-31。随后，根据深发改函[2014]1933 号，最高销售价格上调至 3.28 元/方（含税），调整后最高销售价格自 2014 年 9 月 1 日起开始执行。2015 年 11 月，深圳市发改委发布通知，自 11 月 20 日起，西二线天然气供应燃气电厂最高限价下调 0.70 元/方至 2.58 元/方，在最高限价内供需双方自主协商价格。

2015 年，受电厂检修等因素影响导致电厂天然气销售量下降，公司全年电厂天然气销售量为 3.43 亿立方米，同比下降 17.96%。**我们认为，燃气电厂对于气价敏感度较高，随着天然气供应燃气电厂最高限价大幅下调至盈利临界点以下，燃气电厂小时数将快速提升，燃气消费量也将快速增长。**公司供应燃气电厂用气盈利模式类似管输费，气量大幅上涨将推动业绩快速提升。

### 三、液化石油气贸易 16 年将扭亏为盈

#### 1. 国际油价大跌，2015 年液化石油气批发出现亏损

公司石油气批发业务主要由控股子公司华安公司负责经营，由于购销价格紧随市场变化进行波动，整体毛利率较低，对公司利润贡献有限。公司石油气批发业务占比呈现下降趋势，主要原因是随着广东地区天然气工程的逐步完成，佛山、广州、东莞的管道燃气用户由原使用石油气转为使用天然气，对华安公司的石油气批发业务带来一定程度的影响；另一方面，由于国产气的大量涌入，市场竞争加剧，华安公司的石油气批发业务也受到不同程度的冲击。

公司液化石油气来源基本上都是依赖进口，国际液化石油气价格持续波动，公司液化石油气批发业务将面临较大经营压力。2012-2014 年度，批发业务的液化石油气采购价格（不含税）分别为 5852.21 元/吨、5504.73 元/吨和 5291.33 元/吨；2015 年前三季度，采购价格下降至 3400.47 元/吨，但由于存货时滞，终端价下跌幅度更大。国际油价持续下跌，2015 年三季度国内液化石油气市场呈现供大于求的状况，为释放库存华安公司以低价对外批发销售液化石油气，致使出现“成本价格倒挂”情况，公司液化石油气规模大幅缩小。

图 12 2015 年国际原油价格持续下跌(美元/桶)

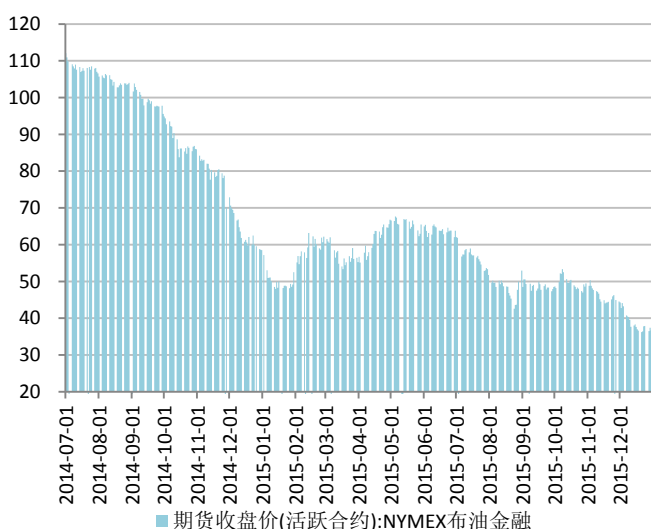
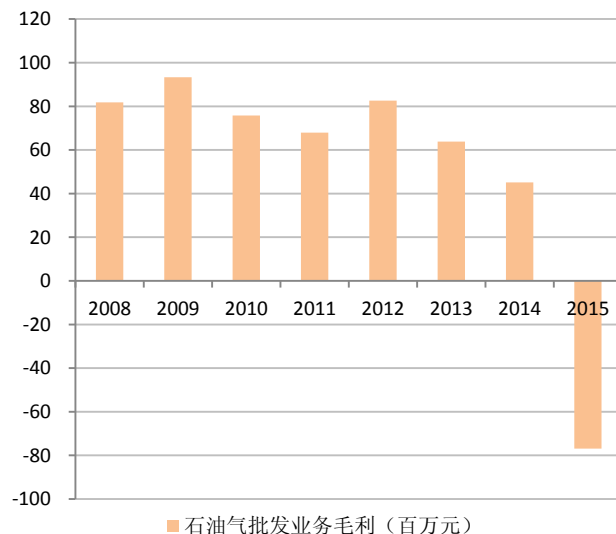


图 13 公司石油气批发业务出现大幅亏损



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 9 公司液化石油气批发业务数据

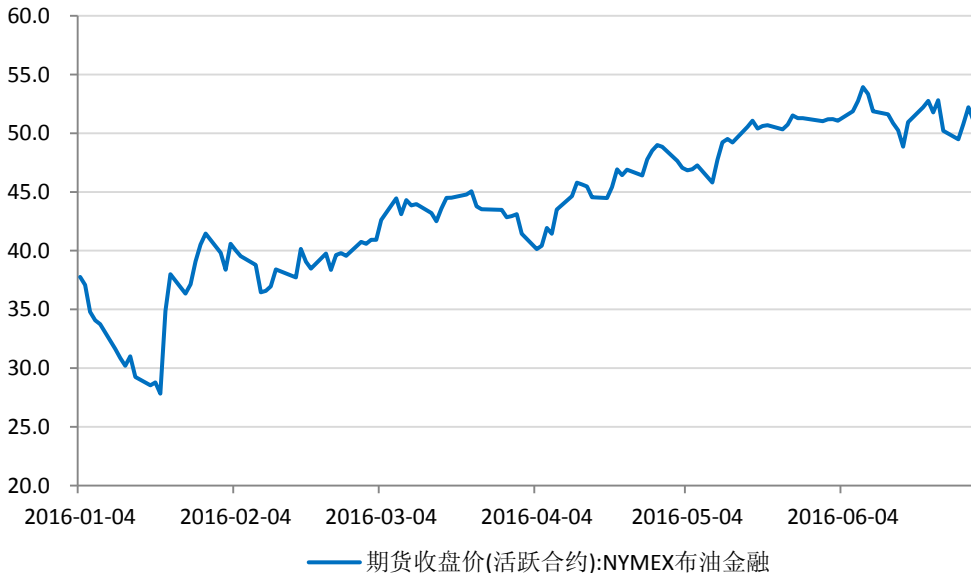
时间	2012	2013	2014	2015.9
采购数量(万吨)	71.88	48.89	74.62	34.37
平均采购价格(元/吨)	5,852.21	5,504.73	5,291.33	3,400.47
销售数量(万吨)	59.80	42.06	51.66	27.32
平均销售价格(元/吨)	6,021.91	5,769.35	5,355.62	3,270.28

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

## 2. 2016 年石油气贸易将扭亏，公司整体业绩提升确定性强

2015 年石油气贸易业务大幅亏损的主要原因仍是国际油气价格的大幅波动。而 2016 年以来，原油价格企稳，持续下跌空间有限，对于公司石油气贸易来说毛利率将迅速回升，是推动公司 16 年整体业绩提升最为确定的一项业务。

图 14 2016 年以来国际原油价格企稳(美元/桶)



资料来源：WIND，中国中投证券研究总部

此外，针对批发业务下滑的情况，华安公司采取措施积极拓展销售渠道，继续加大力度在深圳周边地区开拓新的业务，包括保税仓和出口业务；加大开发工业气和高端用户的力度，开拓汽车用气市场及惠州地区工业气业务；开展国产液化石油气批发业务，扩大销售量，不断提高公司的市场占有率。

除批发业务外，公司瓶装石油气零售业务也是石油气贸易的重要部分，由控股子公司深燃石油气公司和华安利民公司经营。近年来受到深圳地区天然气转换的影响，瓶装石油气零售业务占比下降。目前瓶装气零售业务在公司整体收入比重不大，但 2015 年毛利率提升，主要是零售价格对上游价格黏性较弱，在原油持续下跌情况下，销售价格降幅小于采购价格降幅。但瓶装气零售业务规模有限，不是公司未来拓展业务的重点。

表 10 公司瓶装液化石油气零售业务数据

时间	2012	2013	2014	2015.9
采购数量(万吨)	9.22	7.29	8.95	6.63
平均采购价格(元/吨)	5,852.21	5,504.73	5,186.52	3,755.62
销售数量(万吨)	11.30	9.06	9.05	6.77
平均销售价格(元/吨)	7,464.43	7,417.78	7,288.09	5,828.73

资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

## 四 燃气投资持续布局，外生增长强劲

### 1. 多元化融资，充裕现金流提供项目资金支持

从投资数据看，公司重要的资本开支主要发生在“十二五”期间，公司 IPO、定增、可转债等募投项目的固定资产投资逐步完成，预计未来公司投资将转向外延项目并购。随着投资步伐和投资结构的变化，公司现金流量持续改善，2015 年公司经营性现金流量净额达到 15.6 亿元。

图 15 过去五年公司资本开支较大

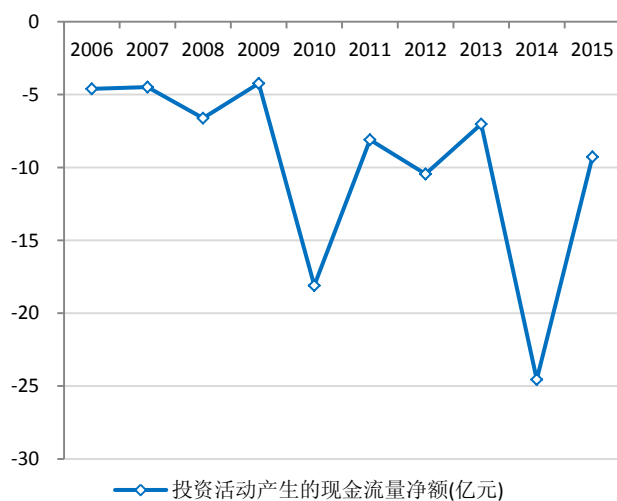
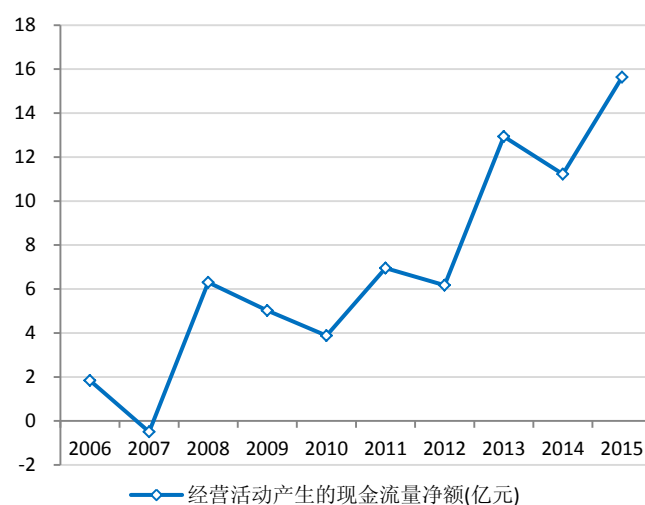


图 16 公司现金流持续改善



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

上市以来，公司通过短期融资券、中期票据、可转债、非公开发行等多种融资工具募集资金，尤其 2015 年以来发行多期滚动的短期债务融资工具。公司充分发挥公用事业上市公司所具备卓越现金流和财务优势，在无风险利率下行的环境下，持续发行低成本短期融资券（2016 第一期短期融资券票面利率低至 2.58%），很好的控制财务费用并满足项目建设资金的需要。截止 2015 年底，公司现金流量表中取得借款收到的现金累计达到 325.48 亿元。

表 11 公司上市以来债券融资数据

公告日期	融资方式	年度	发行价(元)	募资总额(万元)
2016-01-04	其他债券	2016 年	100.00	90,000.00
2016-01-04	其他债券	2016 年	100.00	50,000.00
2015-01-28	其他债券	2015 年	100.00	90,000.00
2015-05-14	其他债券	2015 年	100.00	80,000.00
2015-08-17	其他债券	2015 年	100.00	30,000.00
2015-09-22	其他债券	2015 年	100.00	80,000.00
2014-08-08	其他债券	2014 年	100.00	30,000.00
2013-12-11	可转债	2013 年	100.00	160,000.00
2013-03-14	其他债券	2013 年	100.00	30,000.00



2013-09-17	其他债券	2013年	100.00	50,000.00
2012-09-04	其他债券	2012年	100.00	40,000.00
2012-11-05	其他债券	2012年	100.00	50,000.00
2012-01-10	其他债券	2012年	100.00	30,000.00
2011-03-23	其他债券	2011年	100.00	50,000.00
2011-08-02	其他债券	2011年	100.00	30,000.00

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**表 12 公司上市以来借款及现金流数据**

报告期	短期借款(万元)			长期借款(万元)			现金流量表(万元)
	期初	期末	本期增加	期初	期末	本期增加	取得借款收到的现金
合计	--	--	47,703.41	--	--	-9,800.00	3,254,808.88
2015-12-31	273,663.07	217,324.48	-56,338.59	--	--	--	488,503.97
2014-12-31	206,421.32	273,663.07	67,241.74	13,151.02	--	-13,151.02	419,159.66
2013-12-31	214,474.68	206,421.32	-8,053.35	--	13,151.02	13,151.02	349,436.11
2012-12-31	257,454.13	214,474.68	-42,979.45	12,637.28	--	-12,637.28	479,148.12
2011-12-31	278,232.48	257,454.13	-20,778.35	--	12,637.28	12,637.28	595,993.85
2010-12-31	172,850.25	278,232.48	105,382.23	1,650.00	--	-1,650.00	611,744.34
2009-12-31	169,621.06	172,850.25	3,229.19	9,800.00	1,650.00	-8,150.00	310,822.82

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

## 2. 创新并购模式，异地项目有望持续开花

2015年9月，公司与深圳远致富海燃气产业投资企业签署《合作协议》，双方计划共同投资或者收购燃气项目，在双方投资5年内，由深圳燃气通过现金、定向增发股票等方式，收购燃气产业基金持有的项目股权。

**充裕资金和创新模式保障公司业务运营及加速外延并购拓展。**2015年，公司继续大力推进深圳以外地区燃气项目发展，依托现有项目优势向周边辐射，全年新增3个城市燃气和3个汽车加气项目。公司与燃气产业基金联合收购扬州庆鹏公司和淮安庆鹏公司的控股权，并单独收购新昌县福鑫燃气公司的控股权，继续扩大业务区域，向江浙等经济较发达地区延伸；公司还在梧州、合肥和九江等市收购、成立汽车加气公司，拓展长途运输汽车加气等终端业务。

**表 13 公司主要异地子公司业务情况（2015年前三季度）**

子公司	销售量(万立方米)	销售收入(万元)	管网长度(公里)	服务区域(平方公里)
九江深燃	3,144.09	19,065.64	984.01	270
赣州深燃	5,226.31	23,651.00	1,019.84	800
景德镇深燃	2,019.90	6,818.13	70.11	48
梧州深燃	981.02	6,958.41	193.95	358
肥东深燃	9,645.21	26,999.22	509.14	830
肥西深燃	579.71	1,568.11	312.13	600
明光深燃	311.99	1,156.80	154.47	400
长丰深燃	406.48	1,130.79	175.03	900

请务必阅读正文之后的免责条款部分

瑞金深燃	191.63	1,958.00	82.00	300
宜春深燃	4,063.50	18,181.00	926.32	287
九江县深燃	132.52	858.87	124.29	23
定远县深燃	82.82	245.24	129.01	200
江西铅山深燃	152.80	968.60	61.30	68
赣县深燃	425.00	1,462.11	63.30	300
海丰深燃	135.11	641.00	88.00	231

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

目前公司在深圳以外地区拥有 28 个城市（区）管道燃气特许经营权。2015 年，深圳以外地区公司全年实现销售收入 17.64 亿元，同比下降 0.47%；实现净利润 1.34 亿元，同比增长 30.85%。异地公司 2015 年销售气量 4.14 亿立方米，同比增长 4.55%，其中管道天然气销售量 3.71 亿立方米，同比增长 18.92%；主要受益于深圳以外地区汽车加气业务快速发展，全年汽车加气 0.47 亿立方米，同比增长 67.15%。

随者异地布局不断增多，异地燃气公司销气量持续增长。异地燃气公司也将受益于气价调整带来的销量提升，尤其三四线城市燃气公司本身具有很大的内生增长空间，公司多年来丰富的燃气运营管理经验将驱动并购项目业绩提升。

图 17 异地燃气公司销气量持续增长

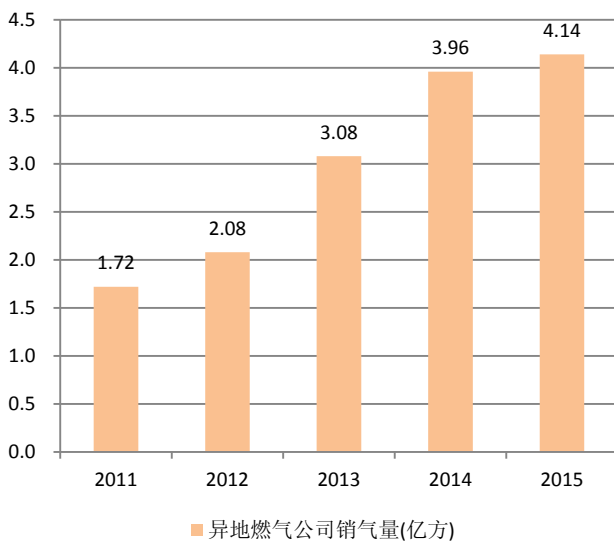
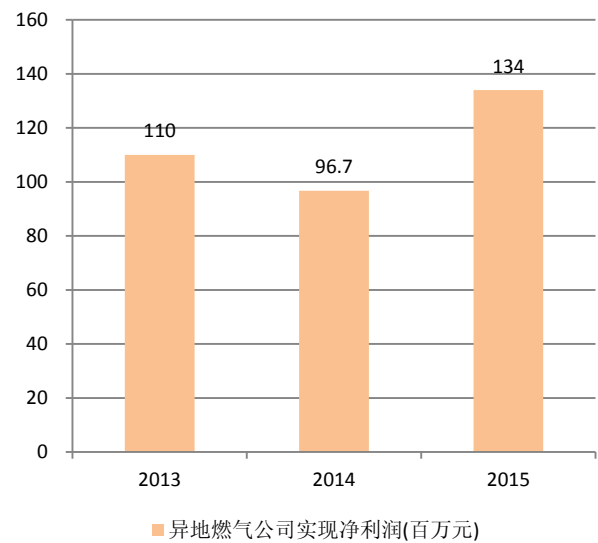


图 18 异地燃气公司是重要业绩增长点



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

**目前国内一二线城市燃气分销市场格局相对稳定，三四线城市燃气公司则仍比较分散，并购整合正当时。**国内三四线城市燃气分销市场是在“十一五”、“十二五”房地产繁荣时期发展起来的。在地产繁荣时期，其燃气入户初装费占燃气公司收入和利润的较大比重。而燃气行业属于重资产行业，在地产市场不景气、初装收入下滑的背景下，三四线燃气公司业务拓展的资金瓶颈逐步凸显。因此，这也成为上市公司凭借其资金、规模实力并购地方燃气分销商的良好时机。**公司有望凭借充裕资金实力、燃气产业基金模式和丰富的燃气领域运营管理经验，在异地项目中不断拓展，外生业绩增长将持续。**

## 五、盈利预测与估值

我们认为，珠三角地区天然气供需格局彻底扭转，气价下调将推动公司管道燃气销售量重回年均 15% 以上增速。公司西二线单方气购销价格差从之前的 1.92 元增加至目前的 2.39 元，随者公司气源结构变化，此次终端和门站价调价降幅差距对公司业绩和盈利水平的提升将逐步显现。考虑到 15 年调价因素，我们预测 16 年管道燃气销售收入增长 6%，低于售气量预计增幅。

随着国际油气价格的企稳，我们预计公司石油气批发业务将在 16 年扭亏为盈，未来三年石油气批发业务收入重回 13-14 年水平，维持毛利率 2%-2.5% 的假设，石油气批发业务扭亏为盈将成为公司 16 年业绩重要增长点。燃气工程及材料和瓶装石油气零售业务维持 10% 左右的平稳增长，毛利率均维持现有水平。

基于以上判断，我们预计公司 16-18 年净利润分别为 9.4、10.66、12.64 亿元，EPS 分别为 0.43、0.49、0.58 元。目前股价对应 PE 分别为 18.4、16.2、13.7 倍。我们认为，公司是 A 股燃气公司龙头，受气价改革、气源放量、管道投资降低等多重因素推动，公司盈利水平将持续提升。在无风险利率下行环境中，公司积极通过短期融资券等多种融资工具降低财务成本并持续外延拓展，打开长期市值成长空间。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。

**表 14 公司分项业务预测**

项目 单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>管道燃气</b>	4332.22	4755.26	4817.41	5106.45	5872.42	6753.29
增长率		9.76%	1.31%	6.00%	15.00%	15.00%
毛利率	27.41%	25.03%	26.67%	27.60%	28.00%	28.20%
<b>石油气批发</b>	2426.49	2769.92	1342.09	1878.93	2348.66	2583.52
增长率		14.15%	-51.55%	40.00%	25.00%	10.00%
毛利率	2.63%	1.63%	0.00%	2.20%	2.50%	2.50%
<b>燃气工程及材料</b>	767.57	937.76	1013.57	1114.93	1226.42	1349.06
增长率		22.17%	8.08%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	41.24%	46.50%	45.80%	46.00%	45.00%	45.00%
<b>瓶装石油气</b>	672.15	663.20	530.83	583.91	630.63	681.08
增长率		-1.33%	-19.96%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利率	19.14%	18.81%	29.51%	28.00%	25.00%	25.00%
<b>其他</b>	376.12	404.73	263.57	316.28	379.54	455.44
增长率		7.61%	-34.88%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	6.37%	10.33%	-13.37%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>营业收入合计</b>	<b>8574.55</b>	<b>9530.87</b>	<b>7967.47</b>	<b>9000.50</b>	<b>10457.66</b>	<b>11822.39</b>
增长率		11.15%	-16.40%	12.97%	16.19%	13.05%
<b>综合毛利率</b>	<b>20.06%</b>	<b>19.28%</b>	<b>23.48%</b>	<b>23.98%</b>	<b>23.43%</b>	<b>23.62%</b>

资料来源：中国中投证券研究总部

## 六 风险提示

1) 经济环境疲软导致市场开拓放缓：目前燃气行业供需格局彻底扭转，下游需求是决定公司业绩成长的关键。宏观经济疲软工商业部门用气增量有限，导致燃气公司业绩增速放缓。

2) 液化石油气价格波动风险：公司 15 年石油气贸易亏损主要原因就是国际油气价格大幅波动，存货时滞导致成本倒挂，影响公司业绩增长。

3) 外延项目并购进展低于预期：外延项目并购进展具备一定不确定性。

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产</b>	4183	4196	5022	6100
现金	3051	2857	3585	4513
应收账款	321	305	365	411
其它应收款	123	132	158	178
预付账款	178	139	166	193
存货	235	319	378	398
其他	274	445	371	407
<b>非流动资产</b>	11085	11193	11483	11723
长期投资	92	79	80	84
固定资产	6106	6674	7249	7700
无形资产	610	692	794	906
其他	4276	3748	3360	3034
<b>资产总计</b>	15268	15389	16505	17823
<b>流动负债</b>	7117	5953	6200	6772
短期借款	2173	2509	2352	2319
应付账款	997	970	1176	1361
其他	3947	2474	2672	3092
<b>非流动负债</b>	700	1256	1397	1263
长期借款	0	-22	-55	-79
其他	700	1278	1452	1342
<b>负债合计</b>	7818	7209	7597	8036
少数股东权益	322	330	333	329
股本	2178	2178	2178	2178
资本公积	2470	2470	2470	2470
留存收益	2460	3202	3927	4811
归属母公司股东权益	7128	7850	8575	9459
<b>负债和股东权益</b>	15268	15389	16505	17823

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	1563	-470	1690	1976
净利润	634	947	1069	1260
折旧摊销	343	367	415	460
财务费用	131	52	45	2
投资损失	-151	-150	-180	-200
营运资金变动	611	-1677	304	461
其它	-4	-10	38	-7
<b>投资活动现金流</b>	-927	-335	-532	-514
资本支出	1519	400	550	550
长期投资	-35	-14	2	3
其他	557	51	19	39
<b>筹资活动现金流</b>	491	611	-430	-533
短期借款	-563	336	-157	-33
长期借款	0	-22	-33	-24
普通股增加	197	0	0	0
资本公积增加	1505	0	0	0
其他	-648	297	-240	-477
<b>现金净增加额</b>	1129	-194	728	928

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	7967	9001	10458	11822
营业成本	6097	6842	8007	9030
营业税金及附加	60	58	69	81
营业费用	878	838	993	1135
管理费用	113	132	151	172
财务费用	131	52	45	2
资产减值损失	10	10	12	11
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	151	150	180	200
<b>营业利润</b>	829	1218	1361	1591
营业外收入	38	50	50	50
营业外支出	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	862	1263	1406	1636
所得税	229	316	338	376
<b>净利润</b>	634	947	1069	1260
少数股东损益	-26	8	3	-4
<b>归属母公司净利润</b>	660	940	1066	1264
EBITDA	1303	1637	1821	2053
EPS (元)	0.30	0.43	0.49	0.58

**主要财务比率**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-16.4%	13.0%	16.2%	13.1%
营业利润	-9.1%	46.9%	11.7%	16.9%
归属于母公司净利润	-8.5%	42.4%	13.4%	18.6%
<b>获利能力</b>				
毛利率	23.5%	24.0%	23.4%	23.6%
净利率	8.3%	10.4%	10.2%	10.7%
ROE	9.3%	12.0%	12.4%	13.4%
ROIC	10.2%	10.9%	12.3%	14.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.2%	46.8%	46.0%	45.1%
净负债比率	27.80%	34.51%	30.24%	27.88%
流动比率	0.59	0.70	0.81	0.90
速动比率	0.55	0.65	0.75	0.84
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.56	0.59	0.66	0.69
应收账款周转率	26	28	30	30
应付账款周转率	5.98	6.96	7.46	7.12
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.30	0.43	0.49	0.58
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.22	0.78	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.60	3.94	4.34
<b>估值比率</b>				
P/E	26.22	18.41	16.23	13.68
P/B	2.43	2.20	2.02	1.83
EV/EBITDA	13	10	9	8

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

徐闯,中国中投证券研究总部环保与公用事业高级分析师,中南财经政法大学投资学硕士,拥有工科、财务、投资复合背景,专注于电力、天然气、节能环保等行业研究。

罗文,中国中投证券研究总部环保与公用事业行业分析师,中山大学岭南学院金融学士,香港中文大学工商管理学院金融硕士

宣宜昊,环保与公共事业分析师,北京大学元培学院物理学学士,斯坦福大学工程学院环境工程硕士。

## 免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：( 021 ) 62171434