

2017年06月06日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

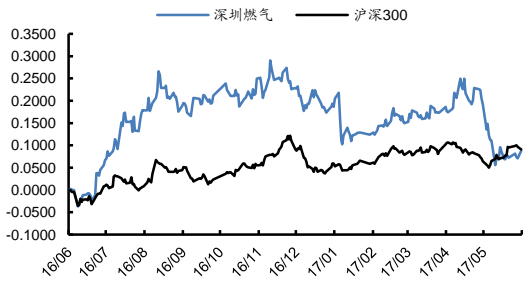
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：邓聿轲 S0350116090024
0755-83702060 dengyk@ghzq.com.cn

白马本色不减，低估值投资价值再现

——深圳燃气（601139）深度报告

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
深圳燃气	-8.8	-5.4	9.1
沪深300	2.5	0.6	9.1

市场数据 2017-06-05

当前价格（元）	8.43
52周价格区间（元）	7.42 - 10.10
总市值（百万）	18666.27
流通市值（百万）	18412.45
总股本（万股）	221426.72
流通股（万股）	218415.82
日均成交额（百万）	36.13
近一月换手（%）	3.24

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ 在国家提升天然气消费比重、促进终端应用前提下，燃气分销企业不缺的是市场空间。2015年调价使天然气在下游各领域性价比提升，尽管政府力推“煤改气”、但与宏观经济走势较为相关的行业的半周期属性决定，消费增速难现2002-2013年年均15%的水平。2020年消费3600亿的用气规划较难按期完成，但行业趋势向好、增速触底回升，依托行业分销企业较高的业绩增长周期也会被拉长。

■ 推荐深燃是因公司经营能力一贯出色、稳健：拥有气源、销售双重优势，综合采购成本逐年走低、29城特许经营权（核心经营区深圳气化率偏低）未来5-10年的成长潜力大；企业经营性现金流充裕、有能力大力拓展客户；并且融资、费用管控能力也堪称燃气股标杆：资本开支最高峰趋末、自由现金流为正逐年增长、经营压力逐步减轻。公司灵活的融资体系能获得低成本资金，投资收益稳定是其一亮点。

■ 盈利预测和投资评级：有别于大众的观点，市场预期深圳非居民终端调价压力较大，但我们认为幅度和进程可能较慢。基于油气改革总体框架、思路虽已出炉，但后续配套文件要求监管层在增加市场竞争、降低准入门槛与维护现有企业投资积极性中寻求平衡。预计深燃2017-2018年整体售气价格下降0.02, 0.04元/m³。2018年LNG储配站投产，公司综合购气成本进一步降低“量价齐升”逻辑不变，长期仍然受益终端消费增长。行业下半年增值税将下调至11%，预计公司2017-2019年EPS分别为0.37、0.44、0.46元，对应PE 22.99、19.23、18.16倍。目标价11.1元，首次覆盖给予增持评级。

■ 风险提示：天然气消费增速低于预期；气改政策推进幅度与非居民终端气价下调幅度超预期；公司LNG储配站投产进度不及预期；

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	8509	9254	10076	10713
增长率（%）	7%	9%	9%	6%
净利润（百万元）	772	811	970	1027
增长率（%）	17%	5%	20%	6%
摊薄每股收益（元）	0.35	0.37	0.44	0.46
ROE（%）	9.58%	9.52%	10.70%	10.67%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、 国企混改先锋	4
1.1、 公司发展历程	4
1.2、 国改“忠实信徒”	5
2、 立足深圳、走向全国	5
2.1、 业务版图	5
2.2、 业务结构	6
2.3、 高毛利天然气业务比重上升、业务结构持续优化，单方售气毛价差扩大、盈利能力持续增强	7
3、 乘价改、消费大船，强核心竞争力长风破浪	9
3.1、 必要条件：天然气价改稳步推进，气价下行、天然气经济性稳步回升，行业消费增长确定	9
3.2、 充分条件：深燃的强核心竞争力	10
4、 未来主要增长看点：电厂用气增长强劲、异地整体消费潜力大、LNG 储备与调峰库成为新亮点	15
4.1、 调价电厂重拾经济性，消费总量提升弹性大	15
4.2、 异地扩张加速，再造一个“深燃”	16
4.3、 优化气源结构，LNG 储备调峰项目打造新利润增长点	17
4.4、 油价上行、交通用气经济性凸显，船舶加气或为新增长点	18
5、 盈利预测与评级	19
6、 风险提示	21

图表目录

图 1: 深燃发展历程	4
图 2: 深燃股权结构图	4
图 3: 深燃业务版图	5
图 4: 公司主营业务及市场分布	5
图 5: 深圳燃气各项业务年度营收(百万元)及总营收增长率	6
图 6: 深圳燃气各项业务毛利(百万元)	7
图 7: 深圳燃气年度净利润(百万元)及增长率	7
图 8: 深圳燃气各项业务毛利率	7
图 9: 深圳燃气综合毛利率与净利率	7
图 10: 深圳燃气天然气销售量(亿 m ³)及用户增长情况	8
图 11: 深圳燃气各业务营收占比	8
图 12: 深圳燃气各业务毛利占比	8
图 13: 公司 LPG 批发业务销售量(万吨)	8
图 14: 天然气价改推进步伐	10
图 15: 国际油价下行带动气价走低	10
图 16: 天然气、LPG、标准煤单位热值价格对比	10
图 17: 深燃天然气平均采购单价(元/m ³)	11
图 18: 上市以来深燃资产规模变化及资产负债率情况	12
图 19: 深燃资本开支及经营活动净现金流情况	13
图 20: 上市以来深燃累计直接融资结构	13
图 21: 上市以来各年深燃融资明细	13
图 22: 上市以来深燃期间费用情况	14
图 23: 国债、长期贷款利率与深燃公司债券利率比较	14
图 24: 深燃电厂售气量(亿 m ³)和增速	15
图 25: 深燃异地气销量(亿 m ³)及增速	16
图 26: 深燃异地用户数量(万户)及增速	16
图 27: 深燃异地收入与净利润增长情况	17
图 28: 广东门站价与进口 LNG 平均单价比较	18
图 29: 深圳区域 0#柴油与 LNG 单位热值价格对比	18
图 30: 深圳区域 LNG 重卡经济性测算	18
表 1: 深燃各气源采购数量、比例及价格	11
表 2: 深圳燃气下游用户销售价格	11
表 3: 深燃与电厂签订协议情况	15
表 4: 深圳区域电厂测算	16
表 5: 深圳燃气 2017-2019 年营收测算	19
表 6: 深圳燃气盈利预测表	22

1、 国企混改先锋

1.1、 公司发展历程

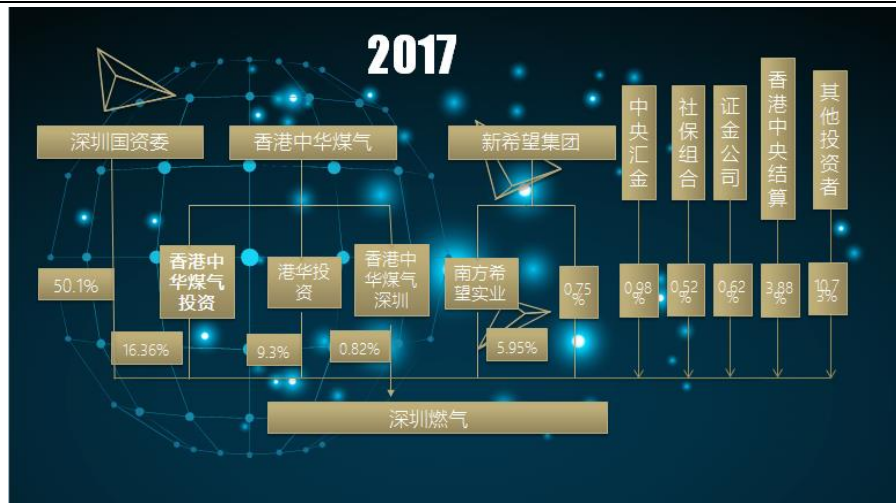
图 1：深燃发展历程



资料来源：公司公告、国海证券研究所

公司为 A 股区域燃气龙头企业，前身深圳燃气集团，成立于 1996 年。由深圳市液化石油气管理公司和深圳市煤气公司合并重组而成。2006 年引进战投香港中华煤气和新希望集团，改制为中外合资。2009 年成功登陆沪市，上市以来业务规模、范围、盈利能力显著提升，迅速成长为仅次于中国燃气、北京燃气、新奥能源等巨头之外最大的地方燃气分销公司。

图 2：深燃股权结构图



资料来源：公司公告、国海证券研究所（截止 2017 年一季度）

截至 2017 年一季，深燃总股本 22.12 亿、流通股 21.82 亿，限售股 3017 万股。

1.2、国改“忠实信徒”

2017 年为国企混改落地之年，政府工作报告强调今年要深化电力、石油、天然气等重要领域和关键环节的改革。引入非公资本和外资参与、股权多元化，推出员工持股和激励方案、完善激励机制是关键。毫无疑问，深燃是国改的坚定实践和受益者，国资控股、外资、民资参与的混合所有制架构，是公司拥有领先于行业的治理机制和管理理念的关键。累计推出二期股权激励方案，公司上下诉求一致，齐心做大、做强深燃。

中外合资，股东背景稳定：公司控股股东为深圳市国资委，香港中华煤气（持股中华煤气投资、港华投资、中华煤气（深圳））和新希望集团（持股南方希望和部分直接投资）为第二、第三大股东。公司上市以来主要以债券融资为主，股东结构稳定。截止 2017 年一季末，深圳国资委、香港中华煤气、新希望集团分别持股 50.1%、26.48%、6.67%。

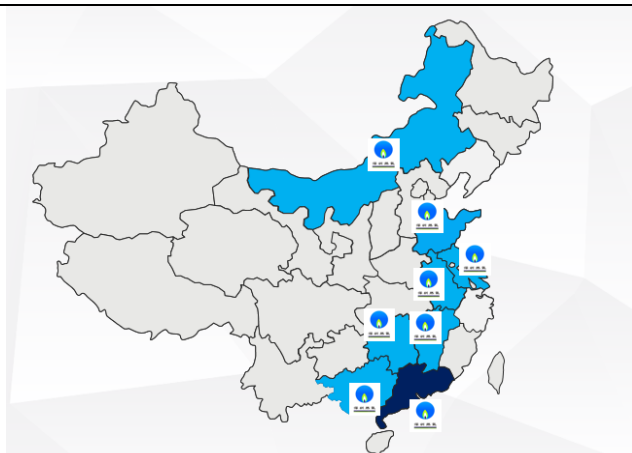
“深燃是我家”：2012 年 9 月首次推出股权激励计划，2016 年 8 月再度向包括董事、高管、中层管理人员及部分核心业务骨干推出 3219 万股的限制性股权激励计划，分 36 个月分批解锁。解锁条件为 2017-2019 年归属母公司 ROE、应收转款周转率不低于 10%、20 次，扣非净利润增长率（2015 年为基数）不低于 20%、30%、40%，且都不低于行业平均水平。第二期方案激励范围、数量都较第一次更广、更大，行权价格 4.57 元/股，充分调动了员工的积极性，展示出公司业绩发展信心与国企少有的更市场化的管理机制。

2、立足深圳、走向全国

2.1、业务版图

公司立足深圳走向全国，2001 年控股国内最大 LPG 进口贸易商（深圳华安液化

图 3：深燃业务版图



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 4：公司主营业务及市场分布



资料来源：公司公告、国海证券研究所

石油气)、2003年获得深圳地区30年的特许经营权,2005年开始异地扩张。截至2016年中公司总资产164亿,年收入超80亿,拥有广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江、内蒙古8省共29个城市或地区的管道燃气特许经营权,总覆盖人口超4000万。拥有地下管网总长超5300公里,管道燃气终端用户254万户(深圳174.22万户、异地79.34万户),建成加气站28座,服务人口近千万。借助上市平台的融资优势,公司资金实力不断增强,资产规模、服务范围 and 人口不断扩张。

2.2、业务结构

按项目公司主营业务可分为管道燃气(深圳+异地燃气投资)、LPG批发、瓶装LPG零售、燃气工程及材料、天然气批发业务。

1) ----管道燃气(深圳):30年特许经营权,气源来源于西二线、广东大鹏、现货气,下游分居民、工商业用户,其中非居中电厂用气占深圳地区总消费量35%以上。

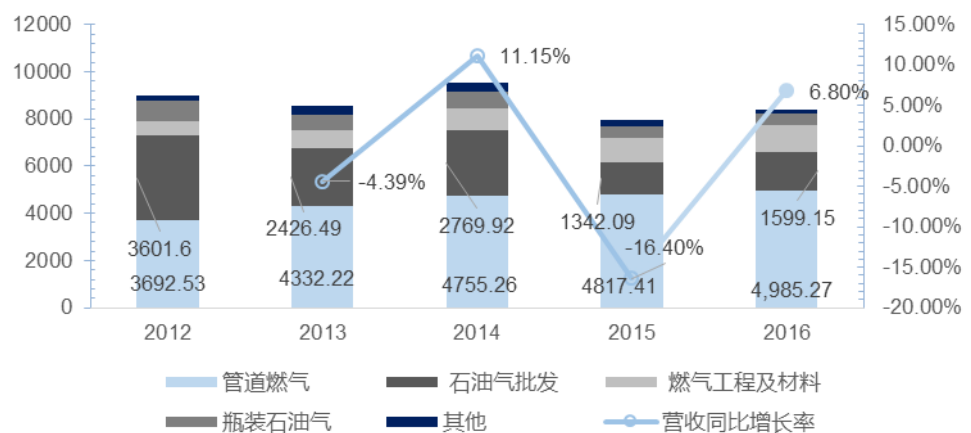
----管道燃气(异地燃气投资):由全资子公司深燃投资掌控,现拥有华南、华东7省区28个城市(区)管道燃气特许经营权,气源从各省中石油分公司采购。公司管道燃气基本全为天然气,购售价格目前暂受国家管控,盈利稳定。

2) LPG批发:通过子公司华安从国际市场采购LPG,通过槽车或槽船销往深圳、东莞、惠州、广州及东南亚地区,客户主要为二级批发商及城市管道气、瓶装气零售商。

3)瓶装LPG零售:由子公司深燃石油气向华安采购,运送到储配站后进行储存、灌瓶后即可分送给居民和工商用户,销售区域主要集中在深圳及周边地区。LPG批发与零售均为完全市场化业务,采购与售价均随行就市。

4)燃气工程及材料:主要燃气管网铺设接入用户的接驳费(业务范围异地)。按收入地区公司的燃气业务习惯上划分为深圳与异地两部分,子公司深燃投资负责业务涉及异地管道燃气、接驳、天然气批发、汽车加气等。

图5:深圳燃气各项业务年度营收(百万元)及总营收增长率

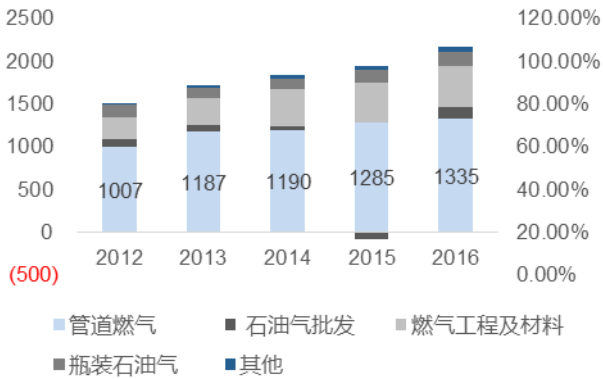


资料来源:wind、国海证券研究所

2016年公司实现营收85.08亿、扣非后归母净利7.58亿,分别同比增6.79%、

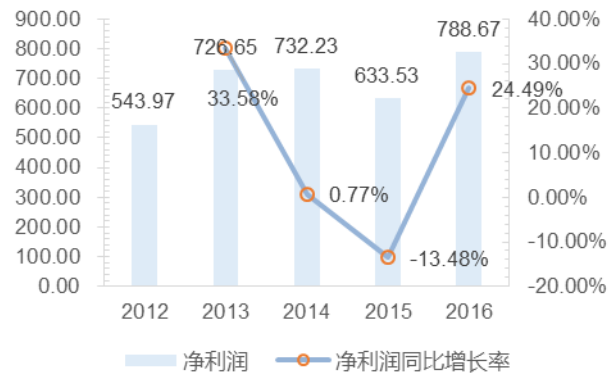
19.44%。其中天然气实现销售收入 51.64 亿、销量 17.75 亿 m³ (电厂用气 4.65 亿 m³、同比增 35.57%，非电厂 13.10 亿 m³、增长 13.03%)，LPG 销售收入 15.99 亿、增长 19.15%。

图 6: 深圳燃气各项业务毛利 (百万元)



资料来源: wind、国海证券研究所

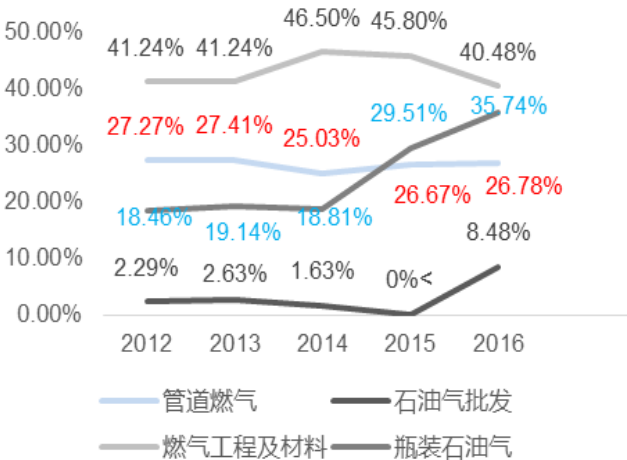
图 7: 深圳燃气年度净利润 (百万元) 及增长率



资料来源: wind、国海证券研究所

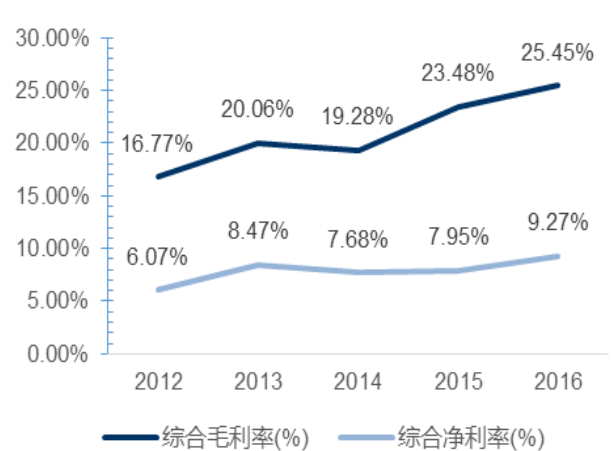
公司 2016 年业绩扭亏为盈、扣非后归母净利润同比增长 17%，主要是天然气销量增长，LPG 高价存货清理完毕、油价回升、其毛利率由负转正。2017 年一季营收同比增 22.4%、扣非归母净利润增长 5.89%，因 2016 年末西二线门站价临时上浮 10%，4 月上浮措施取消。

图 8: 深圳燃气各项业务毛利率



资料来源: wind、国海证券研究所

图 9: 深圳燃气综合毛利率与净利率

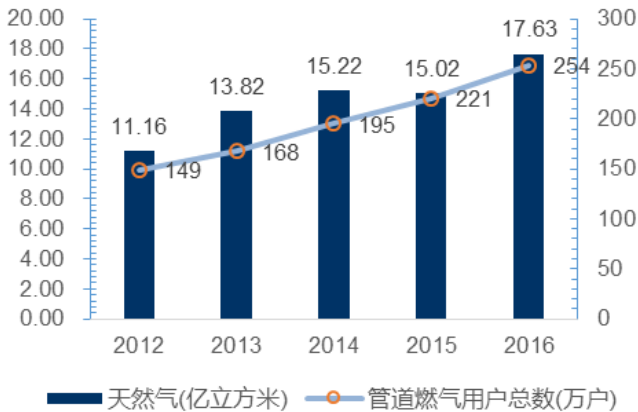


资料来源: wind、国海证券研究所

自 2012 年以来占公司营收毛利比重最大的管道燃气业务毛利率一直稳定维持在 25% 以上，2015 年门站价下调后该业务毛利率呈现逐步上升趋势，毛利率同步走高的还有燃气工程安装业务。LPG 批发及瓶装零售业务毛利率回升，则是因油价上涨、公司高价货清理完毕。

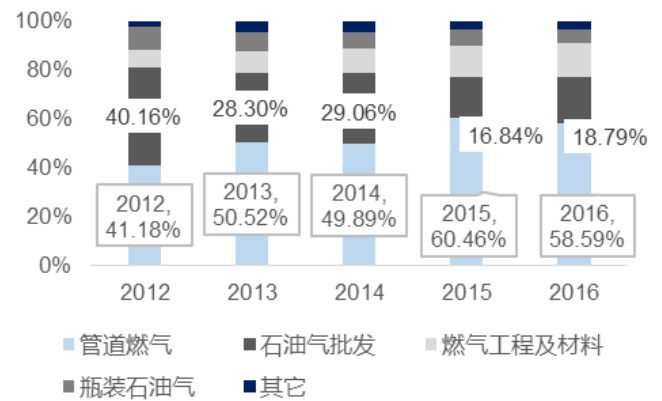
2.3、高毛利天然气业务比重上升、业务结构持续优化，单方售气毛价差扩大、盈利能力持续增强

图 10: 深圳燃气天然气销售量(亿 m³)及用户增长情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

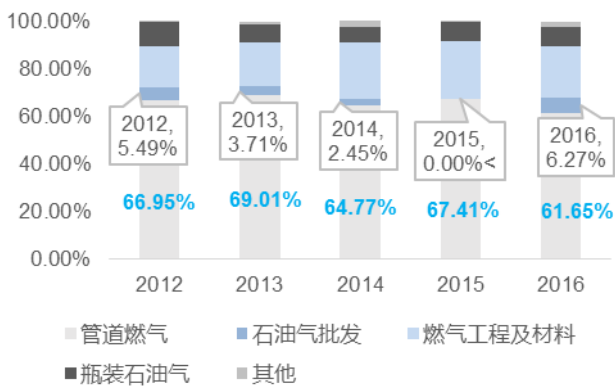
图 11: 深圳燃气各业务营收占比



资料来源: wind、国海证券研究所

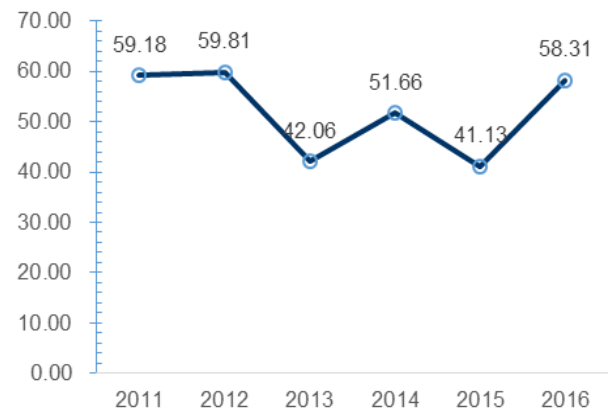
深燃的 LPG 直接从中东地区进行现货采购, 然后通过批发和瓶装零售两种方式进行销售。公司拥有一个 8 万吨储量的 LPG 仓库用于储存和周转。西二线通气以前, LPG 批发业务总营收占比约为 40%。过去五年 LPG 批发业务营收占比基本都接近 30%, 但毛利贡献不超过 6%。虽然 2016 年一季末以来, 油价触底回升带动其毛利率回升, 但由于 LPG 批发购售价随行就市, 该业务毛利率在 6% 以下持续波动, 很难回到 2010 年以前 20% 的水平。销量方面由于管道天然气快速发展和国产 LPG、二甲醚等替代能源的不断挤压, 公司 LPG 整体销量处于下滑通道中。

图 12: 深圳燃气各业务毛利占比



资料来源: wind、国海证券研究所 (2015 年石油批发业务亏损)

图 13: 公司 LPG 批发业务销售量 (万吨)



资料来源: wind、国海证券研究所

长期看公司 LPG 业务无论绝对额及业务占比将持续下滑、毛利率更高且盈利稳定 (25% 以上) 的天然气业务比重将持续上升, 业务结构不断优化。2016 年天然气业务收入占比超 60%、毛利占比 65% 以上, 自身收入增长和毛利率走高两方面原因带动公司综合毛利率、综合净利率双双走高, 达到近五年来最好水平, 盈利能力持续增强。

天然气购销售价格目前还受管制, 公司销气毛利率持续走高在于 2015 年广东下调门站价, 终端气价降幅低于门站降幅 (2015 年末广东门站价每方气下调 0.7 元

至现价后，工商业终端售价仅下调 0.23 元/ m³。西二线单方售气价差扩大至 2.3 元/ m³，综合毛利率提升 4 个百分点)，同时降价刺激了下游消费量提升。虽然今年燃气价改继续推进、珠三角地区终端降价压力较大，但我们预期幅度和进程可能较慢。主要因与油气改革意见的配套性文件如“关于核定配气环节收益率为税后有效资产 6%”的问题目前还在商讨酝酿，前提是必须保证燃气企业的投资积极性、避免与特许经营权方式发生重大出入。预计 2017-2018 年公司整体售气价格下降 0.02、0.04 元/ m³，下半年燃气生产和供应业增值税从 13% 降至 11%，部分程度上减轻了企业税负压力。根据我们测算基本抵消了今年调价可能带来的业绩压力。未来终端价格走低趋势确定，但 2018 年随着深燃年周转 10 亿 m³ 的 LNG 储备站投运（不含税到岸价约 1.5 元/ m³），低价气源比例升高。公司每方售气毛价差扩大、销售“量价齐升”的逻辑不变，推动综合毛利率和综合净利率进一步提升。

3、乘价改、消费大船，强核心竞争力长风破浪

在我国经济减速换挡、能源结构调整、节能减排的大背景下，政府大力促进天然气终端消费（一次能源消费占比 2020 年提升至 10%、消费量翻一番至 3600 亿 m³）。对所有行业下游燃气分销公司而言，待开拓的市场都是增量空间。特许经营权的经营模式在城市管道铺设方面具有排他性，拥有优质低价气源、且管道等基础设施相对完善、能保障供应，地处经济发达地区下游需求旺盛，资本实力雄厚是燃气企业开拓市场的充分条件。天然气相对煤炭、石油等替代能源经济性增强，基础设施完善是客户需求增长的必要条件。

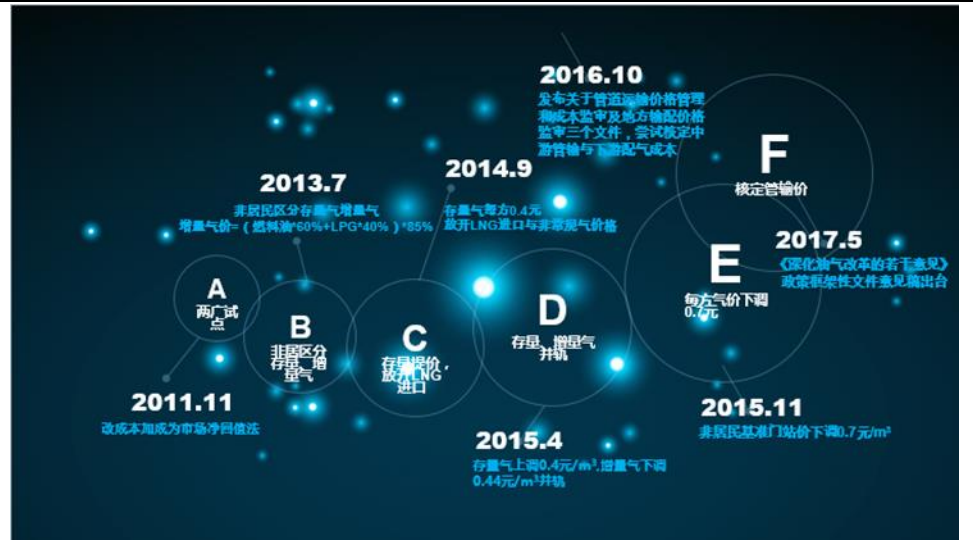
3.1、必要条件：天然气价改稳步推进，气价下行、天然气经济性稳步回升，行业消费增长确定

1) 大的国际、宏观环境及环保压力促进能源清洁化：我国正经历向以消费驱动的技术密集型、内涵集约型的增长方式转变，同时供给侧改革正在煤炭、钢铁、有色等高污染、产能过剩传统行业稳步推进。2030 年单位 GDP CO₂ 较 2005 年下降 60%~65% 的目标（巴黎气候协议）和严重的环境问题逼迫降低煤炭消费、提高清洁能源消费比重，客观上为天然气行业发展提供了有利契机。

2) 政策密集出台、欲打造天然气为煤炭、石油后第三大主体能源：《能源十三五规划》、《大气污染防治计划》、《能源发展战略行动计划（2014-2020）》等重要文件都提出要在民用、交通、发电、工业领域积极推进天然气应用，努力提高消费比重 2020 年至 10%、消费量达 3600 亿 m³，行业整体增长空间可观。政府也积极作为，实施气化民生工程、发展 LNG 车辆、船舶用气、加快管网布局和储气设施建设、推行工业“煤改气”，各领域行动都在稳步前行。

3) 价改推进终端气价走低，气价下行推动调价、天然气经济性回升：油气改革分为两部分，一是“管住中间，放开两头”的体制改革，从中游管网分离、放开进口入手，上游开采引入民资，下游实现充分竞争；二是价格改革，实现居民、非居民“双价并轨”，门站价环节“坑口”行成竞争、核定管输价、压缩配气费中间环节，实现价税、价费分离，最终实现终端售价走低引导消费量提升。

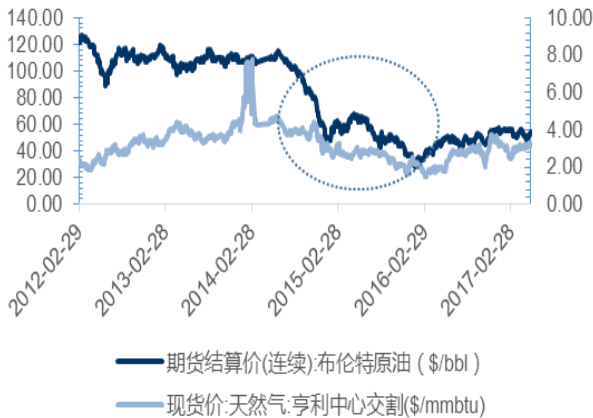
图 14: 天然气价改推进步伐



资料来源: 国家发改委网站、国海证券研究所整理

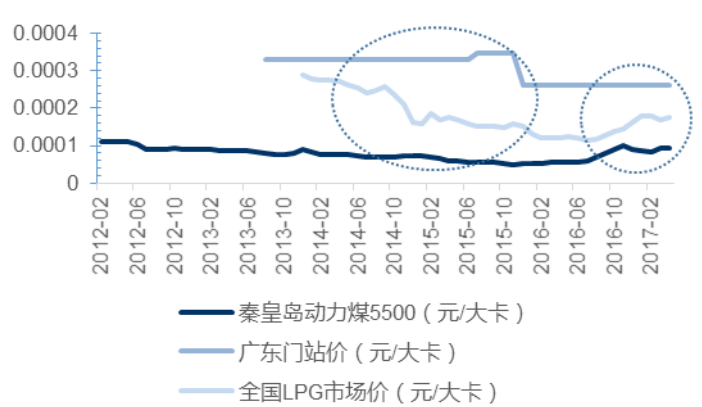
2014 年下半年国际气价随油价开启一轮下跌周期, 目前仍在低位、预期未来因供给宽松、需求疲软, 2020 年前国际气价仍将维持低位。经历 2015 年的两次门站价下调, 天然气单位热值 (大卡) 价格相对标准煤从 2014-2015 年的 4-6 倍逐步缩减到 3 倍左右水平, 相对 LPG 从高点 2 倍多下降至 1.4 倍左右, 其经济性相对回升、对其他燃料的替代需求增加, 消费拐点逐步显现。

图 15: 国际油价下行带动气价走低



资料来源: wind、国海证券研究所

图 16: 天然气、LPG、标准煤单位热值价格对比



资料来源: wind、国海证券研究所

3.2、充分条件: 深燃的强核心竞争力

我们认为公司强核心竞争力源于气源端、销售端的双重优势, 投资收益稳定以及资产质地优良、融资、费用管控能力出色。

气源端: 购气渠道优质稳定、保障供应, 综合采购成本逐年走低。

广东: 1) 西二线, 与中石油签订《西气东输二线购销协议》, 每年向中石油采购 40 亿 m^3 天然气, 照付不议气量 36 亿 m^3 , 有效期至 2039 年。采购单价按广东门站价(现价 2.18 元/ m^3), 公司 2015 年约有 8 亿 m^3 天然气来自西二线; 2) 广东大鹏: 投资广东大鹏 10% 股权, 签订购销协议。自 2006 年至 2031 年累计向广东大鹏采购 LNG598 万吨, 年供应 27.1 万吨。采购单价为 1.70 元/ m^3 , 公司 2015 年约有 3.4 亿 m^3 采购自广东大鹏。

3) 未来气源: 公司发债募投的 LNG 储备调峰项目(年周转 10 亿 m^3) 即将在 2018 年投产。海外气在 2014 年国际油价快速下行时也下探到历史地位, 预期未来更多受自身供给过剩、需求疲软影响, 低位徘徊可能性更大, 现价 7.05\$/mmbtu 约 1.5 元/ m^3 (不含税)。待项目 2018 年正式运行时, 深燃的气源渠道将进一步优化, 综合采购成本更低, 综合单方售气毛价差扩大的逻辑不变。

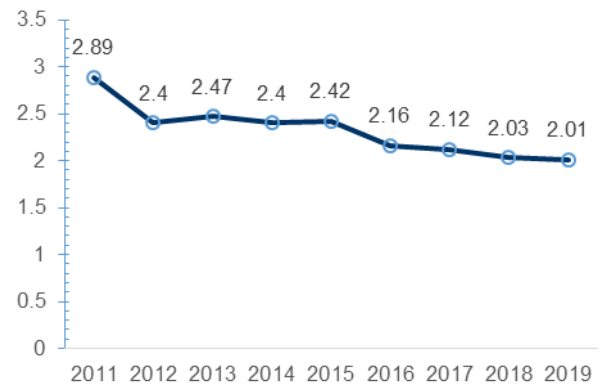
异地: 公司安徽 4 家子公司(气源西气东输一线)和江西和广西 7 家子公司(气源泰安深燃), 落实的气源供应能力可达每年 8 亿立方米。

表 1: 深燃各气源采购数量、比例及价格

气源	2011	2012	2013	2014	2015	采购价格
						2015.6以前 2.77元/ m^3
西二线(万吨)	-	36.5	55.27	61.5	71.16	2015.7-11 2.88元/ m^3
						2015.11-至今 2.18元/ m^3
采购占比(%)	-	47%	58%	58%	67%	
广东大鹏(万吨)	30.7	27.54	28.13	27.11	26.34	1.7元/ m^3
采购占比(%)	52%	35%	30%	26%	25%	-
现货(万吨)	28.12	13.98	11.65	17.54	9.1	2.7-3.5元/ m^3
采购占比(%)	48%	18%	12%	17%	9%	-
LNG储备调峰库(2018)	-	-	-	-	-	现价约1.3-1.5元/ m^3

资料来源: 公司公告、国海证券研究所整理

图 17: 深燃天然气平均采购单价(元/ m^3)



资料来源: 公司公告、国海证券研究所(2017-2019 为预测值)

表 2: 深圳燃气下游用户销售价格

用户类型	2016.1.1前(单位: 元/ m^3)	2016.1.1至今(单位: 元/ m^3)
居民、学校	阶梯气价: 5-10月一档3.5元/ m^3 (35 m^3 以内)、二档4元/ m^3 (35 m^3 以上); 11月-来年4月一档3.5元/ m^3 (45 m^3 以内)、二档4元/ m^3 (45 m^3 以上)	阶梯气价: 5-10月一档3.5元 (30 m^3 以内)、二档4元/ m^3 (30-35 m^3)、三档5.25元/ m^3 (35 m^3 以上); 11月-来年4月小于40 m^3 (3.5元/ m^3)、40-45 m^3 (4元/ m^3)、45 m^3 以上 (5.25元/ m^3)
公福	3.5	3.5
商业用户	3.7	3.7
工业	4.8	4.8
直供用户: 电厂	2.58	2.58

资料来源: 公司公告、国海证券研究所整理(注: 根据《油气改革若干意见》及其配套政策文件, 深燃非居民终端面临调价压力。)

销售端: 拥有华南、华东 8 省经济发达区域 29 市特许经营权、管网布局完善, 下游需求增长稳定、销售具有完整产业链。调价后单方售气价差扩大。

1) **规模优势:** 公司拥有 8 省市 29 个市或区域的特许经营权, 区内人口超 4000 万、GDP 产值超过 2.5 万亿。截至 2016 年末、公司服务用户 254 万户, 人口超千万。

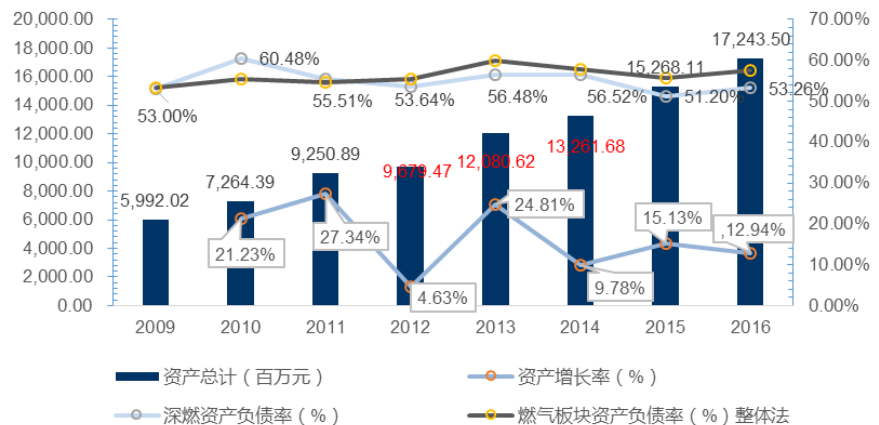
2) 下游需求旺盛, 拓展稳步推进: 公司铺设管网 5300 公里, 近五年用户数量每年增加约 20 万户, 年均复合增速 12% 以上。在 2014、2015 年国内整体消费量增速低迷时期, 用户数量增速平均约为 15%。**看好公司深圳和异地需求增长, 核心经营区深圳常驻人口超 1500 万、10 亿 m³ 的年消费量和 50% 的气化率, 远低于北京、上海近百亿的消费量和接近 90% 的气化率, 无论是居民用气还是非居电厂用气均有巨大空间可挖。同时我们也看好公司天然气业务异地拓展, 基数较低、增速更快、未来潜在市场空间更大。**

3) 销售产业链完善: 除特许经营权外, 公司还投资控股宣城深燃、乌审旗京鹏天然气加工企业, 与中海油在深圳合作建设加气(加油)站、异地全资设立加气站, 业务涉及管道燃气销售、输配管网(投资、建设、经营)、燃气工程建设运营、接驳、天然气批发、汽车加气等各环节, 销售形成完整产业链。公司气源稳定、客户端资源丰富, 经营抗风险能力较强。

质地优良的资产及出色的融资、费用管控能力:

1) 资产重“质”兼重“量”、经营性净现金流持续增加, 预期未来资本开支将下降。

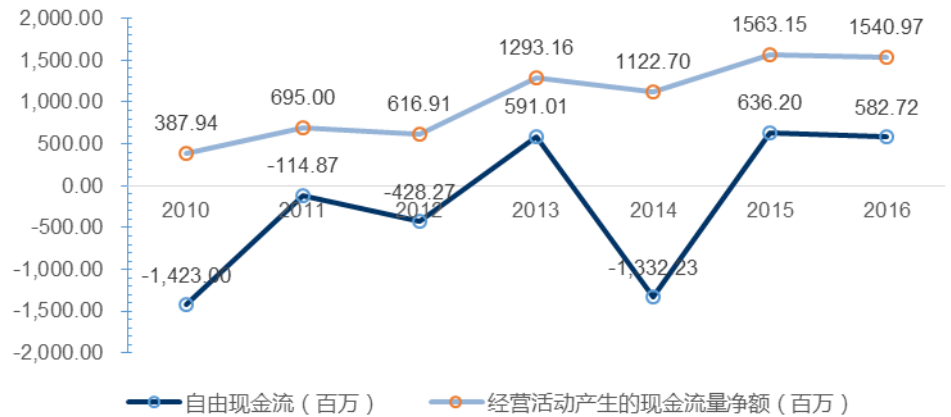
图 18: 上市以来深燃资产规模变化及资产负债率情况



资料来源: wind、国海证券研究所

自 2009 年公司登陆 A 股以来, 资产总规模从 59.99 亿稳步增长至 2016 年三季的 164 亿, 年均资产增长率超过 15%。同期资产负债率基本维持在 55% 以下, 略低于行业平均水平, 特别是 2014 年新一轮降准降息周期以来, 深燃积极通过发行债券降低融资成本, 资产负债率进一步降低。公司的长期资本适合率 2009 年以来也一直维持在 120% 以上的水平, 反映出深燃财务结构稳定、资产较为安全、偿债能力强。

图 19: 深燃资本开支及经营活动净现金流情况

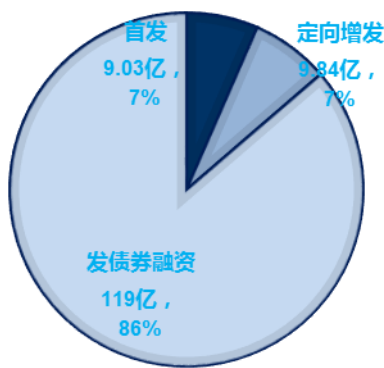


资料来源: wind、国海证券研究所 (注: 自由现金流=经营活动产生的现金流量净额-投资活动产生的现金流净额)

此外公司经营性净现金流持续增加, 重要的固定资产投资资金募集工作 (IPO、定增、可转债) 已在“十二五”期间完成。深圳区域主要的在建工程 (深圳市天然气高压输配系统工程: 预算 15.49 亿, 截至 2016 年年中工程进度 98%; 深圳市求雨岭天然气安全储备库: 预算 4.66 亿, 截至 2016 年年中工程进度 91.60%; 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: 预算 16.73 亿, 截至 2016 年年末工程进 67.71%, 预计 2017 年末投产) 都将于今明两年陆续投产, 资本开支高峰即将过去。预期未来公司的投资重点将偏向异地和外延并购, 在暂无新的重大工程开建情况下, 预计公司未来集中的资本开支压力将趋于下降。

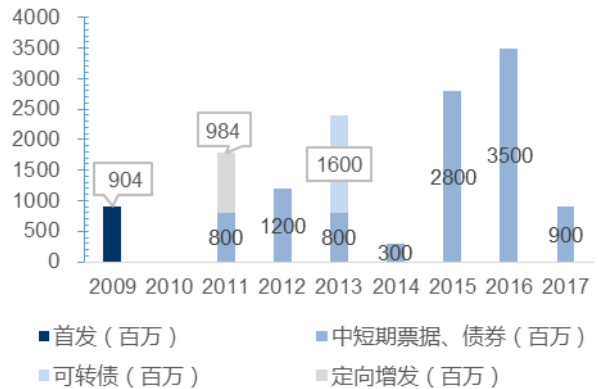
2) 出色融资、费用管控能力。

图 20: 上市以来深燃累计直接融资结构



资料来源: wind、国海证券研究所

图 21: 上市以来各年深燃融资明细

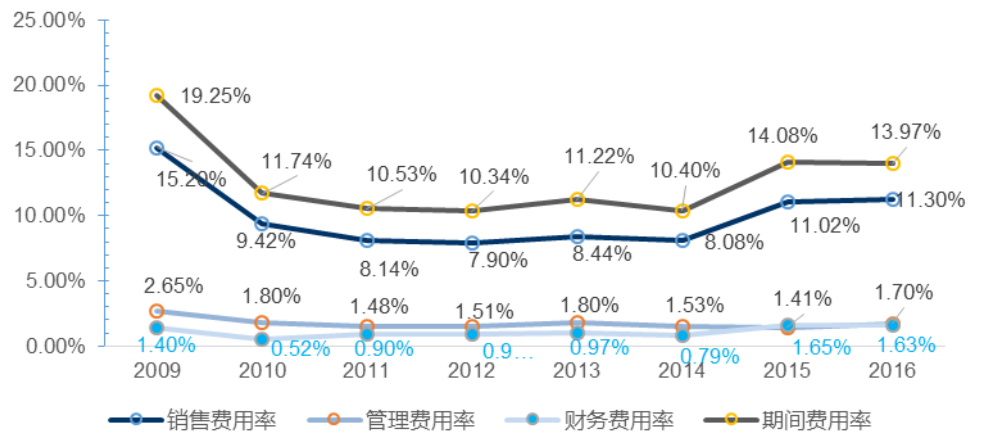


资料来源: wind、国海证券研究所

公司具备良好的现金流和财务优势, 凭借 AAA 级信用评级、滚动发行短融债和公司债券, 上市以来累计直接融资 137.88 亿 (IPO9.03 亿、定增 9.84 亿、中期票据与短融债 119 亿)。特别是 2015 年以来乘基准利率处于下行周期, 公司通

过银行间市场积极发行短融债，票面利率通常只比6个月固定利率国债高约100个基点（1%），比同期短期银行贷款基准利率通常要低200-250个基点（低

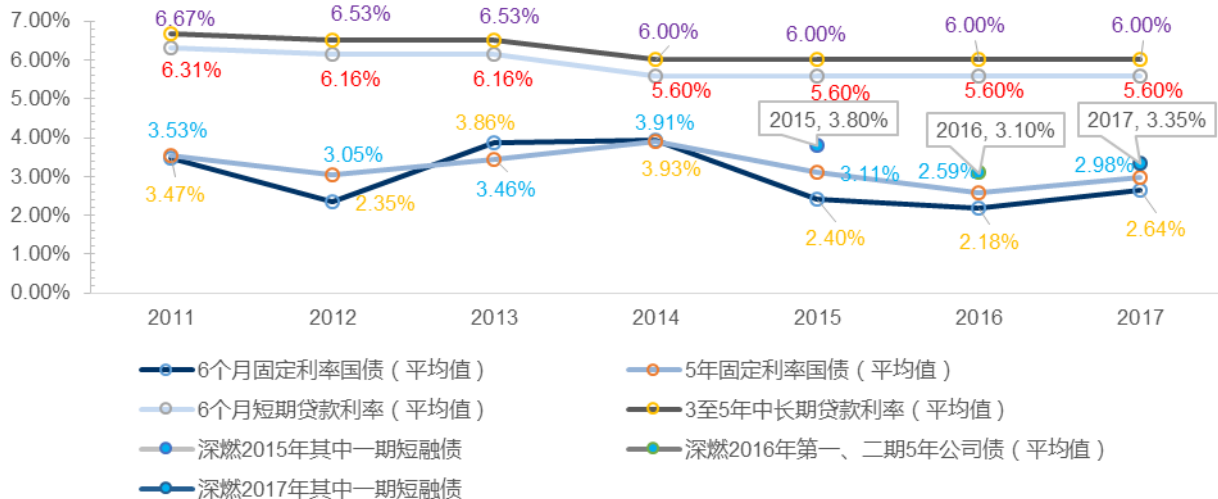
图 22：上市以来深燃期间费用情况



资料来源：wind、国海证券研究所

2%-2.5%)，很好的控制了财务费用。此外公司管理费用率自2011年以来基本维持在1.5%的水平以下且趋于下降，销售费用率整体稳定在10%上下，期间费用率总体稳定，成本控制良好。2016年三费总共12.44亿，期间费用率为14.63%（管理费用率1.70%、财务费用率1.63%、销售费用率11.30%），较去年略微下降0.11%。虽然目前银行间市场利率上行，但公司灵活的融资体系能购保证其获取低成本资金。

图 23：国债、长期贷款利率与深燃公司债券利率比较



资料来源：wind、国海证券研究所

3) 投资收益稳定：公司的主要对外投资为广东大鹏10%的股权，自2010年以来每年可为深燃稳定贡献一个亿以上的投资收益。广东大鹏所售的LNG主要来自澳大利亚，在2006年前气价相对低位时所签订的长协价格低于1元/m³，相对“三桶油”其他LNG接收站的长协价（很多在2014年气价高位时签订，普遍超过3元/m³）具有明显的价格优势。广东大鹏同样受益于国内油气价改、下

游用气需求增长带来的销量提升，2016 年为公司创造投资收益 1.22 亿、看好其为公司持续贡献稳定收益。

4、未来主要增长看点：电厂用气增长强劲、异地整体消费潜力大、LNG 储备与调峰库成为新亮点

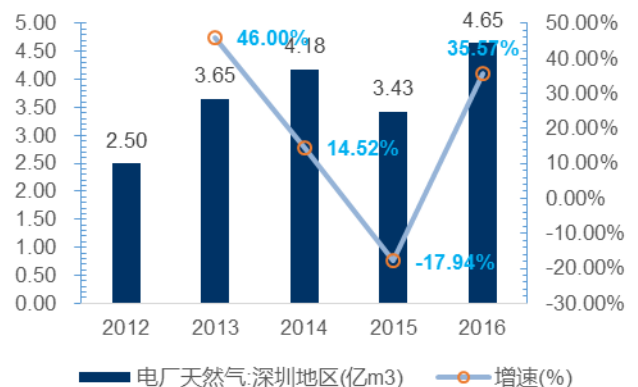
4.1、调价电厂重拾经济性，消费总量提升弹性大

深燃的电厂用户主要位于深圳区内。2012 年西气东输二线达产后，每年 40 亿 m^3 （合同气量）的充足气源为公司拓展电厂这类用气大户提供了坚实后盾。公司已向钰湖电厂（360MW）、大唐宝昌（360MW）、南天电厂（424MW）实际供气，去年 11 月底又新签华电分布式项目、年需求天然气 3.8 亿 m^3 ，预计 2017 年三季度开始供气。截至 2016 年末，公司与 6 家电厂共签署 9 份供气协议文件，其中前面提到的四家电厂已在供或即将供气，剩下的五项协议为和规划在建或已投运项目的后续机组签订的意向供气合同，9 份合同名义年需求量约 40 亿 m^3 。

表 3：深燃与电厂签订协议情况

已签订购气协议的电厂	协议购气量 (亿 m^3)	供气起始日期	协议结束日期
深圳钰湖电厂	3.74	2012年5月	2039年12月
深圳大唐宝昌	3.7	2012年5月	2039年12月
深圳南天电力	2.6	2012年下半年	2039年12月
华电广东分公司	3.8	2017年下半年	2039年12月
签订意向供气协议的电厂	协议签订日期		
国电广东电厂	1.8	2012年12月	2039年12月
深圳能源	8.58	2014年1月	2039年
钰湖电厂	新增8	2012年10月	2039年12月
钰湖电厂	新增0.8	2013年12月	2039年12月
大唐宝昌	新增7.5	2012年8月	2039年12月

图 24：深燃电厂售气量（亿 m^3 ）和增速



资料来源：公司公告、国海证券研究所

资料来源：公司公告、国海证券研究所

电厂用气量大，公司对其售气采取管输费模式（即从西二线购气采取每方加价的方式销售给电厂），单方毛价差为 0.4 元/ m^3 ，小于公司对居民和其他非居用户单方售气价差。

2016 年公司对电厂售气 4.65 亿 m^3 、同比增长 35.57%。主要因 2015 年一季度电厂检修造成同期消费基数偏低和同年 11 月售电厂气价也随各省门站价顺价下调 0.7 元/ m^3 ，机组利用小时数回升、需求增大。2017 年一季电厂用气继续快速提升，增幅 18.75%，燃料成本约占燃气电厂总成本 70%，电厂盈利水平对气价高度敏感。深圳区内目前在运的燃气电厂都为调峰电厂，2015 年 11 月调价之前，电厂大多处于盈亏平衡之下。随着对电厂售气价下调到 2.58 元/ m^3 （从 3.28 元/ m^3 顺价下调 0.7 元/ m^3 ，0.4 元单方毛价差不变），电厂生产成本显著降低，发

电经济性恢复、电厂再度盈利。按每立方米气可发电 4.3 m³、上网电价 0.74 元/度、机组利用小时数 2000 计算,电厂每方气发电毛利约 0.6 元,毛利率可达 19%。

表 4: 深圳区域电厂测算

电厂盈利测算：	2015年11月前	2016年1月后
上网电价 (¥/Kwh)	0.745	0.745
上网补贴 (¥/m3)	0.1	0 (补贴取消)
每立方米平均发电量 (Kwh/m3)	4.3	4.3
气价 (元/m3)	3.3	3.18
每立方米发电上网收入 (¥)	3.28	2.58
盈利状况 (元)	每立方米微亏	每立方米毛利0.6元

资料来源: wind、国海证券研究所

长期来看,气价下调会刺激存量电厂增加用气量、增量电厂和机组投产速度将加快。深圳地方政策明确不再建设新的燃煤电厂并提高新能源发电比例,燃气电厂具备环保优势、将填补部分燃气电厂停建带来的能源缺口,具有较大增长潜力。

4.2、异地扩张加速,再造一个“深燃”

1) 异地燃气业务扩张路径清晰,基数低、消费潜力大:

公司 2005 年便开始异地拓展,业务涉及管道燃气、接驳、天然气批发、汽车加气等,已形成一定的规模和品牌效应。通过成熟项目向周边延伸(收购、建设高压管网、向周边拓展连成片),公司现拥有 7 省 28 个城市或地区的特许经营权,覆盖人口数千万。气源方面深燃与中石油各省分公司签订购气协议、共落实气源总量约 8 亿 m³。截至 2016 年末公司拥有异地用户 79.34 万户、净增 19 万户,2015 年天然气销量 4.14 亿 m³、2016 年销售 5.04 亿 m³,异地用户增加数量、增速及销气量增速均快于深圳地区。但相对于其覆盖范围、异地业务规模仍然偏小,随着近年国内天然气主干与支线管网布局逐步完善,中俄、中亚、中缅管道逐步建成投产,城市化进程加速,公司异地的市场空间广阔,五年内完全可再造一个深圳区域规模的“深燃”。

图 25: 深燃异地气销量(亿 m³)及增速

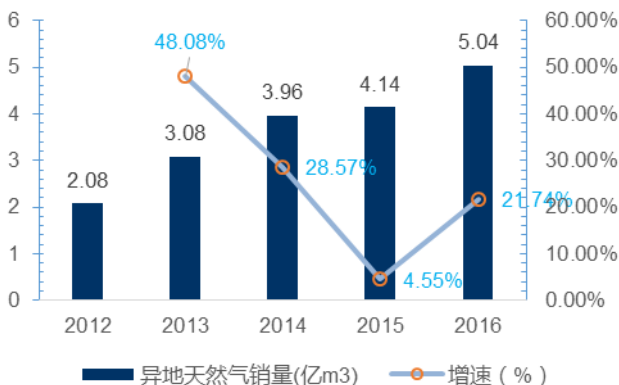
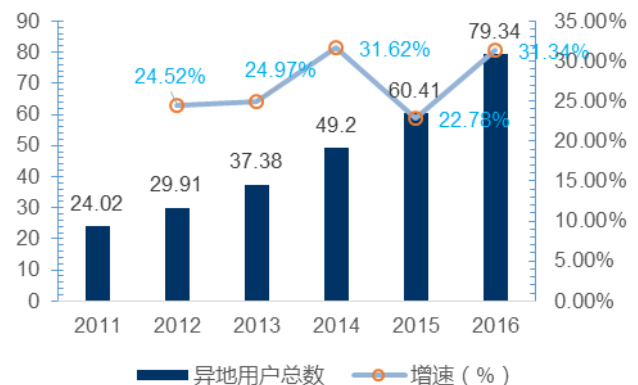


图 26: 深燃异地用户数量(万户)及增速

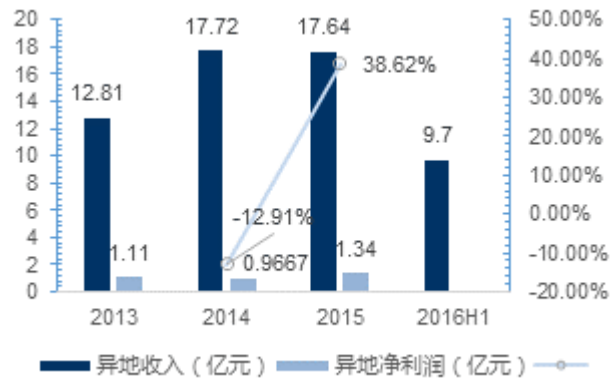


资料来源: wind、国海证券研究所

资料来源: wind、国海证券研究所

异地扩张逐步开花结果，成绩斐然：公司异地的天然气经销执行门站价和销售价联动政策，虽不像深圳区域单方售气毛价差扩大、但也同样受益价格下调带来的

图 27：深燃异地收入与净利润增长情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

销量提升，并存在一定程度的联动时滞差，导致“量价齐升”现象（门站价下调在先、终端售价联动居后）。气源落实到位，加上公司出色的经营管控能力，异地项目的长期盈利增长可观。同时公司异地营收及净利润占比也逐步上升，2015年异地实现净利1.34亿、占总净利21%、增速为31%。公司异地销营收占比2010年为7%、2015年达到22%，2016-2017年依旧增长快速。

参与产业基金，扩张步伐加速：

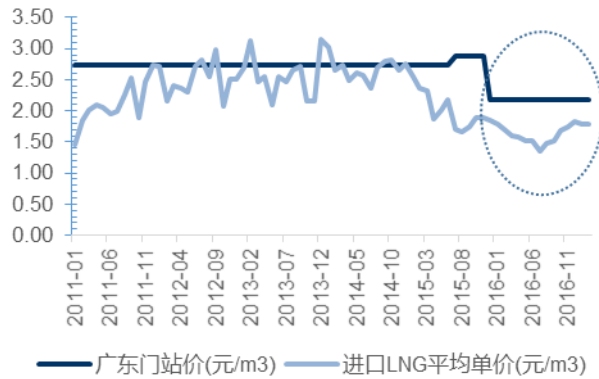
公司异地项目由全资控股的深燃投资公司负责。2015年公司与深圳远致富海燃气产业基金合作、共同投资收购燃气项目，并计划在5年内深燃通过定增等方式、将收购的项目并入公司。参与产业基金当年，新增3个城燃、3个加气站项目，并于2016年并表，扩张步伐进一步加快。我们认为国内一、二线城市分销市场已被各燃气巨头和地方燃气龙头瓜分、分销格局相对稳定，三四线城市特许经营权主要掌握在地方地产开发商手中、现阶段这些地区房产相对滞销、在燃气接驳收入下滑情况下，开发商现金流相对匮乏、出售项目意愿较强。加上新的政策要求企业在拿到地方燃气特许经营权后、一定时期内必须有所作为，否则政府将收回项目。深燃融资渠道广、资金实力雄厚，大背景环境对深燃异地扩张有利，考虑到公司丰富的运作管理经验，持续看好异地项目对公司盈利的长期贡献。

4.3、优化气源结构，LNG储备调峰项目打造新利润增长点

公司2013年发行16亿可转债用于建设自有10亿 m^3 周转LNG储备与调峰项目（实际为一中型LNG接收站），是公司尝试气源自主化、延伸产业链的重要举措。当下国际天然气价供过于求、气价处于低位，未来由于页岩气进入市场、各国大型LNG项目陆续投产、国际气价还将在相当长的时间内低位徘徊。目前远东LNG中国到岸价7.05\$/mmbtu左右、相当于1.5元/ m^3 ，含税气化后成本略高于广东大鹏的1.7元/ m^3 ，相对西二线2.18元/ m^3 具有明显的价格优势。预计公司将采取较为灵活的策略，签订部分期限2-3年较短供货协议、以锁定货源

和价格，并随时保留采购现货的空间。

图 28: 广东门站价与进口 LNG 平均单价比较



资料来源: wind、国海证券研究所 (注: 由于数据限制无法获得广东 LNG 现货到岸价所有历史数据, 该时间序列数据较所有进出口平均单价更有竞争力)

根据工程进度, 预计项目将在 2017 年末投产试运行、2018 年正式商业运营并开始贡献利润。根据项目可行性报告 LNG 储备项目正式投产后, 可直接为公司年贡献营收 15 亿、净利 1 亿 (负荷率 50%), 更看好项目投运带来的综合采购成本降低, 单方售气毛价差提升的协同效应, 业绩增长值得期待。

4.4、油价上行、交通用气经济性凸显, 船舶加气或为新增增长点

冻产协议后国际油价回升趋势确定、油价反弹带动国内成品油价格走高, 增强了 LNG 和 CNG 的性价比。根据单位热值 (大卡) 0#柴油与 LNG 价格差来衡量 LNG 经济性, 2016 年初油气价差企稳并呈现逐步扩大态势。伴随油价逐步走高、柴油价格反弹, LNG 在车船领域的低成本与环保双重优势再次凸显。考虑到中央、地方对购买 LNG 车船进行补贴, 预期交通用气需求回暖。

图 29: 深圳区域 0#柴油与 LNG 单位热值价格对比

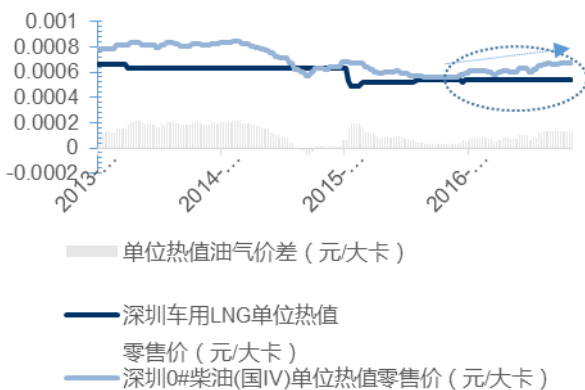


图 30: 深圳区域 LNG 重卡经济性测算

车辆种类 (40吨标准重卡)	百公里 油耗	单位价格 (2017.3)	百公里 节省费用
0#柴油车	40L	6.14元/L	0
LNG重卡	44m ³	7元/kg=4.93元/m ³	28.68元

车辆种类 (40吨标准重卡)	重卡改 造费用	单车购置 改造补贴	收回投资费用 所需公里数
0#柴油车	0	0	0
LNG重卡	5万元	3.5万元	5.23万

资料来源: 百度、wind、国海证券研究所

资料来源: 百度、国海证券研究所 (说明: 表格测算 LNG 重卡相对普通重卡百公里节省费用, 与其投资改造回收周期)

目前公司深圳地区建成加气站 19 座（与“三桶油”合作）、异地 9 座（全资），在建 10 多座。《深圳市大气环境质量提升计划》、《关于推进水运行业应用 LNG 的指导意见》（交通部）等政策规划深圳区域 LNG 重卡和全国 LNG 内河船舶未来渗透率分别达到 50%（约 3.5 万辆）和 20%（2020 年）。目前深圳 LNG 重卡不足 1 万辆，珠江流域内河船只数量庞大、“气化珠江”行动才刚刚起步（公司 2016 年上半年设立深燃宏鸿清洁能源专门负责船舶“油改气”与加气工作），下游车船用市场有很大发展潜力。2016 年公司加气业务实现销气量 0.57 亿 m³，增速 21.2%，该块业务基数较低、但增长迅速，未来随着站点数量增加和服务范围铺开，公司加气业务将继续保持快速增长。

5、盈利预测与评级

深圳市、珠三角地区非居民气终端销售价目前明显高于长三角及京津冀地区，公司面临调价压力。区别于市场观点：油气改革总框架出炉、确立了市场改革方向和总体思路，后续的关于各领域监管细则等配套文件将陆续出台。“关于核定配气环节收益率为税后有效资产 6%”的问题目前还在商讨酝酿，可以确定的是不能与分销企业特许经营权方式发生重大出入，客观前提必须保证燃气企业的投资积极性。对分销企业业绩冲击有限，市场不必过分误读。

关于深圳非居民终端调价预期已有，但幅度和进程可能较慢，客观上 LNG 点供带来的竞争压力促使企业逐步下调非居民终端售价。但长期看下游终端需求会上来，销售“以量补价”，分销公司仍然受益。

预计深燃 2017-2018 年整体售气价格下降 0.02, 0.04 元/m³，2017-2018 年销气量分别为 18.68、21.38 亿 m³。燃气生产和供应业增值税由 13% 下调至 11%，相当程度上减轻了企业税负压力。随着 2018 年 LNG 储配站投产（计税、气化后成本略高于广东大鹏），公司综合购气成本进一步降低，“量价齐升”逻辑仍然不变。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.37、0.44、0.46，对应 PE 22.99 倍、19.23 倍、18.16 倍，目标价 11.1 元，首次覆盖给予增持评级。

表 5：深圳燃气 2017-2019 年营收测算

管道燃气-管道天然气	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
单位价格（元/立方米）	-	3.38	3.30	3.29	3.29	2.94	2.92	2.88	2.86
销售量（亿立方米）	7.74	10.78	13.01	14.37	14.6	16.93	18.68	21.38	23.36
yoy		39.28%	20.69%	10.45%	1.60%	15.96%	10%	14%	9%
销售收入（百万元）	3,067.86	3,643.09	4,289.37	4,721.84	4,809.61	4,984.10	5,455.82	6,158.69	6,681.52
单位成本（元/立方米）	2.89	2.47	2.40	2.47	2.42	2.16	2.12	2.03	2.01
yoy	-	-14.50%	-2.72%	2.77%	-2.01%	-10.88%	-1.43%	-4.43%	-0.99%
销售成本（百万元）	2,235.28	2,661.90	3,125.22	3,547.37	3,531.76	3,649.67	3,970.39	4,342.67	4,697.38
毛利（百万元）	832.58	981.19	1164.15	1174.47	1277.85	1334.43	1485.42	1816.02	1984.14
毛利率	27.14%	26.93%	27.14%	24.87%	26.57%	26.77%	27.23%	29.49%	29.70%
管道燃气-管道石油气	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入（百万元）	38.97	21.79	21.42	18.99	1.67	1.15	1.15	1.15	1.15
yoy	-6.99%	-44.07%	-1.73%	-11.36%	-91.20%	-31.14%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本（百万元）	37.22	23.85	19.69	17.46	1.01	0.66	0.66	0.66	0.66
毛利率	4.48%	-9.43%	8.05%	8.04%	39.59%	42.61%	42.61%	42.61%	42.61%
毛利（百万元）	174.76	-205.57	172.52	152.58	66.16	0.49	0.49	0.49	0.49

管道燃气-开户费	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(百万元)	35.11	27.65	21.43	14.44	6.13	0.02	-	-	-
yoy	-17.84%	-21.26%	-22.48%	-32.61%	-57.55%	-99.67%	-	-	-
毛利(百万元)	35.11	27.65	21.43	14.44	6.13	0.02	-	-	-
液化石油气批发									
单位价格(元/吨)	5848.61	6021.91	5769.35	5355.62	3263.08	2742.50	3565.25	3743.51	3930.68
yoy	13.61%	2.96%	-4.19%	-7.17%	-39.07%	-16%	30%	5%	5%
销售量(万吨)	59.18	59.81	42.06	51.66	41.13	58.31	58.31	58.31	58.31
yoy	-8.72%	1.06%	-29.68%	22.97%	-20.48%	42%	0%	0%	0%
销售收入(百万元)	3,461.36	3,601.60	2,426.49	2,769.92	1,342.09	1,599.15	2,078.90	2,182.84	2,291.98
单位成本(元/吨)	5733.77	5883.83	5617.61	5268.42	3450.1	2509.83	3386.98	3631.20	3812.76
yoy	13.97%	2.62%	-4.52%	-6.22%	-34.51%	-27.25%	34.95%	7.21%	5.00%
销售成本(百万元)	3,393.39	3,519.02	2,362.68	2,724.82	1,419.01	1,463.48	1,974.95	2,117.35	2,223.22
毛利(百万元)	6,796.51	8,258.34	6,381.76	4,510.12	-7,691.91	135.67	103.94	65.49	68.76
毛利率	1.96%	2.29%	2.63%	1.63%	-5.73%	8.48%	5.00%	3.00%	3.00%
瓶装石油气零售									
单位价格(元/吨)	7,063.09	7,464.43	7,417.78	7,288.09	5,742.27	5,330.29	5,432.63	5,658.63	5,715.21
yoy	12.23%	5.68%	-0.62%	-1.75%	-21.21%	-7%	1.92%	4.16%	1.00%
销售量(万吨)	13.97	11.3	9.06	9.06	9.26	9.08	9	8.7	8.5
yoy	2.74%	-19.08%	-19.82%	0.42%	1.59%	-1.94%	-0.88%	-3.33%	-2.30%
销售收入(百万元)	986.49	843.60	672.15	663.20	530.83	483.99	488.94	492.30	485.79
单位成本(元/吨)	5,994.33	6,086.44	5,998.08	5,917.49	4,047.63	3,425.44	4064.38	4261.09	4474.14
yoy	15.71%	1.54%	-1.45%	-1.34%	-31.60%	-15.37%	18.65%	4.84%	5.00%
销售成本(百万元)	837.22	687.87	543.51	538.48	374.17	311.03	365.79	370.71	380.30
毛利(百万元)	149.27	155.74	128.64	124.72	156.66	172.95	123.14	121.59	105.49
毛利率	15.13%	18.46%	19.14%	18.81%	29.51%	35.74%	25.19%	24.70%	21.72%
燃气工程及材料									
销售收入(百万元)	534.99	623.58	767.57	937.76	1,013.57	1,163.57	1,050.00	1,050.00	1050
yoy	22.04%	16.56%	23.09%	22.17%	8.08%	15%	0%	0%	0%
销售成本(百万元)	297.36	366.39	450.99	501.71	549.37	692.51	624.96	624.96	624.96
毛利(百万元)	237.63	257.19	316.58	436.05	464.20	471.06	425.04	425.04	425.04
毛利率(%)	44.42%	41.24%	41.24%	46.50%	45.80%	40.48%	40.48%	40.48%	40.48%
天然气批发									
单位价格(元/立方米)	-	3.18	3.43	3.13	2.79	2.33	2.40	2.40	2.40
yoy	-	-	8.22%	-8.72%	-10.33%	-16.63%	3.10%	0.00%	0.00%
销售量(亿立方米)	0.4	0.43	0.85	0.87	0.43	0.70	0.75	0.80	0.85
yoy	-	7.50%	97.67%	2.35%	-50.57%	62.79%	7%	7%	6%
销售收入(百万元)	-	136.90	291.35	272.21	120.06	162.95	180.00	192.00	204.00
单位成本(元/立方米)	-	3.12	3.39	3.37	3.01	2.27	2.34	2.34	2.34
yoy	-	-	8.61%	-0.60%	-10.72%	-24.53%	2.96%	0.00%	0.00%
销售成本(百万元)	-	134.40	287.07	292.04	128.26	159.01	175.41	187.10	198.80
毛利率	-	1.82%	1.47%	-7.29%	-6.83%	2.41%	2.55%	2.55%	2.55%
毛利(百万元)	-	2.49	4.28	-19.83	-8.2	3.94	4.59	4.896	5.202
其他业务									
销售收入(百万元)	61.75	69.68	84.77	132.52	-	-	-	-	-
yoy	45.84%	12.83%	21.66%	56.33%	-	-	-	-	-
销售成本(百万元)	63.99	70.58	64.95	71.01	-	-	-	-	-
毛利(百万元)	-2.2422	-0.9024	19.82	61.51	-	-	-	-	-
毛利率	-3.63%	-1.30%	23.38%	46.42%	-	-	-	-	-

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入合计 (百万元)	8186.53	8967.89	8574.55	9530.88	7823.96	8394.93	9254.80	10076.98	10714.44
yoy	-	9.54%	-4.39%	11.15%	-17.91%	7.30%	10.24%	8.88%	6.33%
销售成本合计 (百万元)	6864.46	7464.01	6854.11	7692.89	6003.58	6276.36	7112.17	7643.46	8125.32
毛利合计 (百万元)	1322.07	1503.88	1720.44	1837.99	1820.38	2118.57	2142.63	2433.51	2589.12
yoy	-	13.75%	14.40%	6.83%	-0.96%	16.38%	1.14%	13.58%	6.39%
毛利率	16.15%	16.77%	20.06%	19.28%	23.27%	25.24%	23.15%	24.15%	24.16%

资料来源：国海证券研究所

6、风险提示

- 1) 天然气消费增速低于预期;
- 2) 气改政策推进幅度与非居民终端气价下调幅度超预期;
- 3) 公司 LNG 储配站投产进度不及预期;

表 6: 深圳燃气盈利预测表

证券代码:	601139.SH				股价:	8.43	投资评级:	增持		日期:	2017-6-5
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	10%	11%	11%	EPS		0.35	0.37	0.44	0.46	
毛利率	25%	23%	24%	24%	BVPS		3.49	3.69	3.92	4.18	
期间费率	15%	14%	13%	13%	估值						
销售净利率	9%	9%	10%	10%	P/E		24.16	22.99	19.23	18.16	
成长能力					P/B		2.42	2.29	2.15	2.02	
收入增长率	7%	9%	9%	6%	P/S		2.19	2.02	1.85	1.74	
利润增长率	17%	5%	20%	6%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.49	0.51	0.55	0.56	营业收入	8509	9254	10076	10713		
应收账款周转率	14.59	14.59	14.59	14.59	营业成本	6343	7112	7643	8125		
存货周转率	17.20	17.20	17.20	17.20	营业税金及附加	55	59	65	69		
偿债能力					销售费用	961	938	1021	1086		
资产负债率	53%	53%	51%	50%	管理费用	145	158	172	182		
流动比	0.59	0.55	0.46	0.44	财务费用	138	105	90	93		
速动比	0.54	0.50	0.40	0.38	其他费用/(-收入)	132	134	134	134		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	998	1016	1219	1293		
现金及现金等价物	3154	2935	2286	2151	营业外净收支	20	25	25	25		
应收款项	583	634	691	734	利润总额	1018	1041	1244	1318		
存货净额	369	417	448	476	所得税费用	230	212	254	269		
其他流动资产	241	262	285	303	净利润	789	828	991	1049		
流动资产合计	4346	4248	3710	3665	少数股东损益	17	17	21	22		
固定资产	7569	9340	10249	11188	归属于母公司净利润	772	811	970	1027		
在建工程	3335	2447	2425	2302	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	622	622	654	685	经营活动现金流	1541	1209	1320	1440		
长期股权投资	295	295	295	295	净利润	789	828	991	1049		
资产总计	17243	18029	18408	19211	少数股东权益	17	17	21	22		
短期借款	1016	1071	1191	1256	折旧摊销	391	210	208	278		
应付款项	1505	1701	1828	1944	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	876	952	1037	1103	营运资金变动	345	(393)	(323)	(271)		
其他流动负债	3999	3999	3999	3999	投资活动现金流	(958)	(884)	(886)	(817)		
流动负债合计	7396	7724	8056	8302	资本支出	(1542)	(884)	(886)	(817)		
长期借款及应付债券	1500	1500	1000	1000	长期投资	(203)	0	0	0		
其他长期负债	287	287	287	287	其他	787	0	0	0		
长期负债合计	1787	1787	1287	1287	筹资活动现金流	(801)	(316)	(824)	(405)		
负债合计	9183	9511	9343	9589	债务融资	(57)	55	(380)	65		
股本	2212	2212	2212	2212	权益融资	189	0	0	0		
股东权益	8060	8518	9065	9622	其它	(934)	(371)	(444)	(470)		
负债和股东权益总计	17243	18029	18408	19211	现金净增加额	(219)	9	(390)	219		

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【公用事业组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士、经济学学士，2 年证券及其相关行业从业经历，2016 年进入国海证券从事公用事业行业上市公司研究与创新发展服务工作。

【分析师承诺】

谭倩，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，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了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。