

优质城市燃气公司，储备调峰项目投产可期



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

——深圳燃气 (601139)

核心观点

❖ 立足深圳，走向全国，公司是 A 股优质城市燃气上市公司

公司地处深圳，主营业务为城市管道燃气供应，实际控制人为深圳市国资委。截止 2018 年中，包括深圳市在内，公司在广东、广西等 8 省（区）拥有 38 个城市（区）管道燃气特许经营权，管道燃气客户数突破 300 万户；2018 年公司实现天然气销量 27.67 亿立方米，同比增长 25.37%。与 A 股其他城市燃气上市公司相比，公司在天然气销量及增速、用户数及增速方面均位于前列。

❖ 电厂投产叠加城中村改造，公司天然气销量有望持续高增长

公司目前在深圳地区拥有 5 家电厂客户，全部达产后供气量合计可达近 14 亿立方米，较 2017 年供气量提高 112%。此外，已与公司签订天然气购销合同的大唐宝昌、深圳钰湖扩建项目有望于 2019 年投产，将为公司贡献新的电厂用气量。非电厂用户方面，深圳市要求到 2020 年底完成城中村等管道天然气改造超过 99 万户，年均改造用户将超 30 万户；公司加大异地项目拓展力度，2018 年上半年新增 6 个管道燃气项目，新增管道燃气用户 8.77 万户。电厂及非电厂用气需求持续提升，公司天然气销量有望保持高增长。

❖ 储备调峰项目投产可期，有望为公司带来新的业绩增长点

公司 2013 年 11 月募投的天然气储备与调峰库工程已完成工程进度 99%，即将投产。项目投产后，公司可采购现货 LNG 向深圳市管道气用户供气以及向珠三角等地区供应 LNG。以 2018 年 LNG 现货平均价格为基础进行测算，项目满产后有望为公司带来约 4.13 亿元净利润，为公司打造新的业绩增长点。

❖ 首次覆盖予以“增持”评级

我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 127、154、175 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 9.5、12.5、15.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.43、0.53 元/股，对应 PE 分别为 19、14、12 倍。公司是优质的城市燃气公司，天然气销量有望维持高增长，储备调峰项目投产后，将为公司带来新的业绩增长点。综合考虑绝对估值和相对估值结果，公司合理的市盈率区间为 17-20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

❖ 风险提示：电厂用气量低于预期；深圳城中村改造进度低于预期等。

盈利预测与估值

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万)	11059	12741	15412	17510
+/-%	30%	15%	21%	14%
净利润(百万)	887	952	1246	1515
+/-%	15%	7%	31%	22%
EPS(元)	0.31	0.33	0.43	0.53
PE	19.89	18.53	14.16	11.65

资料来源：公司公告、川财证券研究所

📄 证券研究报告

所属部门	股票研究部
报告类别	公司深度
所属行业	公用事业/燃气
报告时间	2019/3/31
前收盘价	6.13 元
公司评级	增持评级

👤 分析师

杨欧雯

证书编号：S1100517070002
010-66495688
yangouwen@cczq.com

👤 联系人

张太勇

证书编号：S1100117100002
0755-25332329
zhangtaiyong@cczq.com

📍 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号
中海国际中心 15 楼，
100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

正文目录

一、A股优质城市燃气上市公司.....	4
1.1. 立足深圳，走向全国.....	4
1.2. 深耕主业，增长稳健.....	6
二、天然气行业发展进入快车道.....	8
2.1. 政策促进天然气消费增长.....	8
2.2. 天然气价格改革持续推进.....	11
三、业绩有望持续增长，储备调峰项目投产可期.....	14
3.1. 公司天然气销量有望持续增长.....	14
3.2. 非居民限价下调，配气价格落地.....	17
3.3. 天然气储备调峰项目投产可期.....	19
四、估值评级：给予“增持”评级.....	21
风险提示.....	23
盈利预测.....	24

图表目录

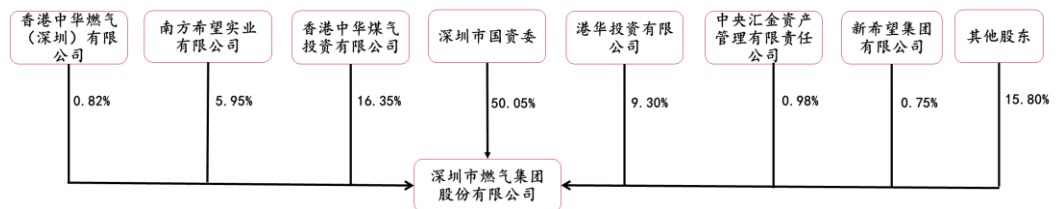
图 1:	深圳燃气股权结构图.....	4
图 2:	深圳燃气公司发展情况.....	4
图 3:	公司业务涉及全国 11 个省份及地区.....	5
图 4:	深圳地区管道燃气用户占比为 64%.....	5
图 5:	深圳燃气天然气销售量增速居前.....	5
图 6:	深圳燃气用户数增速居前.....	5
图 7:	公司主要经营业务内容.....	6
图 8:	管道燃气业务在公司收入中占比最高.....	6
图 9:	管道燃气业务为公司贡献最多毛利.....	7
图 10:	公司管道燃气业务毛利率保持较高水平.....	7
图 11:	公司天然气气源情况.....	7
图 12:	2018 年公司营业收入同比增长 15.22%.....	8
图 13:	2018 年公司归母净利润同比增长 7.33%.....	8
图 14:	2017 年全球天然气消费量占比为 23.4%.....	9
图 15:	2017 年我国天然气消费量占比为 6.6%.....	9
图 16:	2018 年我国天然气消费量同比增长 18.34%.....	11
图 17:	2018 年我国天然气进口量同比增长 31.54%.....	11
图 18:	城市燃气处于天然气产业链下游.....	11
图 19:	天然气价格改革前后示意图.....	12
图 20:	2018 年公司天然气销量同比增长 25.4%.....	14
图 21:	2017 年公司各类型天然气销量占比.....	14
图 22:	2018 年大唐宝昌电厂发电量同比增长 11.04%.....	15
图 23:	2018 年上半年公司电厂天然气销量同比增长 30.04%.....	15
图 24:	公司在深圳地区非电厂管道天然气销量增长稳定.....	16
图 25:	2018 年上半年深圳地区新增管道天然气 6.47 万户.....	16
图 26:	公司在深圳以外地区管道天然气销量增速较快.....	17
图 27:	近年来公司异地管道燃气项目拓展情况.....	17
图 28:	天然气储备与调峰库工程工艺流程.....	19
图 29:	LNG 储备及调峰库将成为公司自有气源.....	20
图 30:	LNG 现货市场购销差价情况.....	20
表格 1:	天然气、石油、煤炭排放比较.....	9
表格 2:	我国出台多项政策鼓励天然气消费.....	10
表格 3:	天然气价格改革相关政策.....	13
表格 4:	《深圳市能源发展“十三五”规划》中燃机重点项目.....	15
表格 5:	深圳市管道天然气销售价格.....	18
表格 6:	深圳市管道天然气配气价格.....	18
表格 7:	天然气储备调峰项目净利润敏感性测算.....	21
表格 8:	公司绝对估值敏感性分析.....	22
表格 9:	可比公司估值比较.....	22

一、A 股优质城市燃气上市公司

1.1. 立足深圳，走向全国

深圳市燃气集团股份有限公司由深圳市燃气集团有限公司于 2006 年 7 月 31 日整体变更设立，于 2009 年 12 月 25 日在上海证券交易所挂牌上市。截止目前，公司现有股本 28.77 亿股，流通股为 28.55 亿股。公司实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，持股比例为 50.05%。以 2019 年 3 月 29 日收盘价计，公司总市值为 176 亿元，流通市值为 175 亿元。

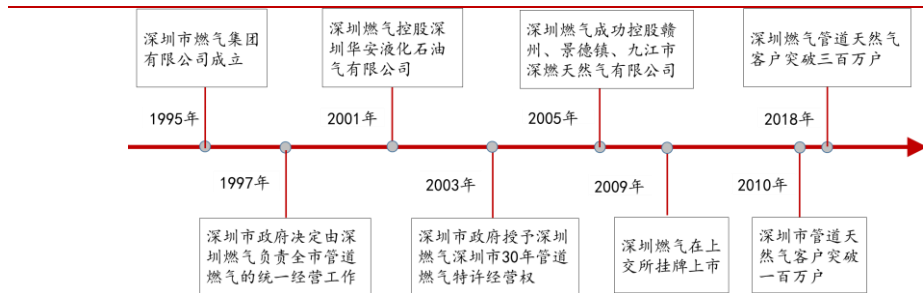
图 1：深圳燃气股权结构图



资料来源：wind，川财证券研究所

“内生+外延”，公司持续成长。公司多年来深耕燃气主业，通过“内生+外延”协同发展，为公司持续成长开拓空间。1997 年公司正式开始负责深圳市管道燃气的统一经营工作；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，开始开展液化石油气批发业务；2003 年，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、景德镇、九江市深燃天然气有限公司，开始向外发展；2010 年公司在深圳市管道天然气客户突破 100 万户；2018 年公司管道燃气客户数突破 300 万户，业绩上了新的台阶。

图 2：深圳燃气公司发展情况



资料来源：wind，川财证券研究所

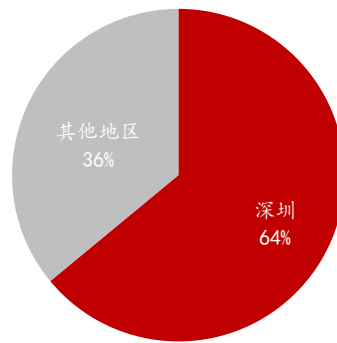
立足深圳，走向全国。公司在不断壮大深圳地区业务的同时，坚持“走出去”发展战略，业务已遍及全国 11 个省份及地区。截止 2018 年中，除深圳外，公司在广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江、云南等 8 省（区）拥有 37 个城市（区）管道燃气特许经营权；拥有管道燃气用户达 304 万户，瓶装石油气客户近 130 万户，覆盖人口超过 1,400 万。

图 3：公司业务涉及全国 11 个省份及地区



资料来源：深圳燃气官网，川财证券研究所

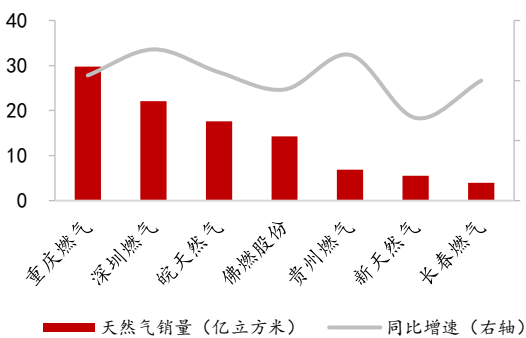
图 4：深圳地区管道燃气用户占比为 64%



资料来源：公司公告，川财证券研究所

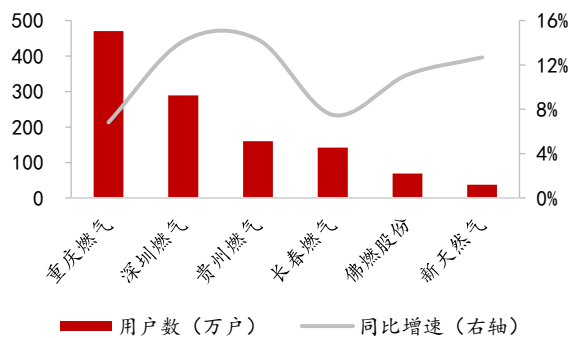
A 股优质城市燃气上市公司。公司地处深圳，享有区位优势。2018 年深圳市 GDP 突破 2.4 万亿元，同比增长 7.5%，经济总量居国内第三。深圳市在经济快速增长的同时，同样注重低碳发展，对天然气的需求强劲。此外，与 A 股其他城市燃气上市公司相比，以各城市燃气上市公司 2017 年年报数据进行对比，公司天然气销售量、销售量增速、用户数、用户数增速均位居前列，是 A 股中优质的城市燃气上市公司。

图 5：深圳燃气天然气销售量增速居前



资料来源：wind，川财证券研究所，各公司 2017 年年报

图 6：深圳燃气用户数增速居前

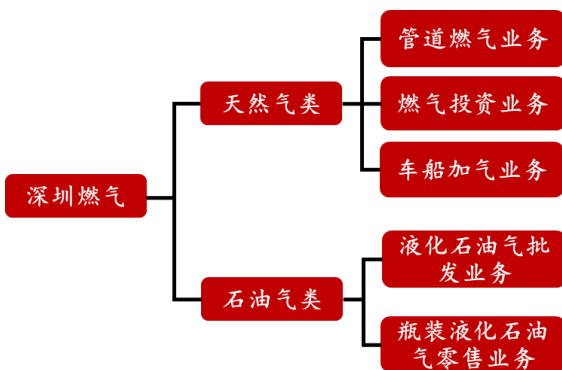


资料来源：公司公告，川财证券研究所，各公司 2017 年年报

1.2. 深耕主业，增长稳健

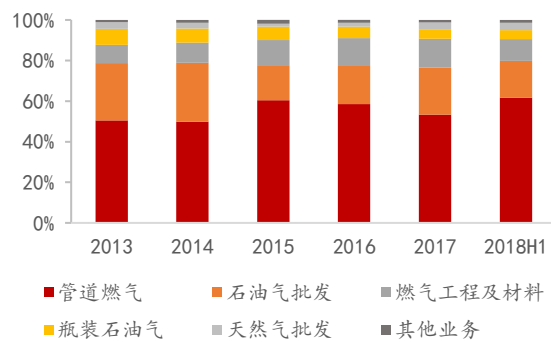
公司主营业务为燃气批发及销售。公司主营业务涉及的领域有燃气批发、管道和瓶装燃气供应、燃气输配管网的投资和建设。其中，管道燃气业务在公司收入中占比最高，2018年上半年，管道燃气业务实现营业收入38.10亿元，占公司营业收入61.75%。公司管道燃气包括管道天然气和管道石油气，其中99%以上为管道天然气。2018年公司天然气销售量27.67亿立方米，同比增长25.37%。

图 7：公司主要经营业务内容



资料来源：深圳燃气官网，川财证券研究所

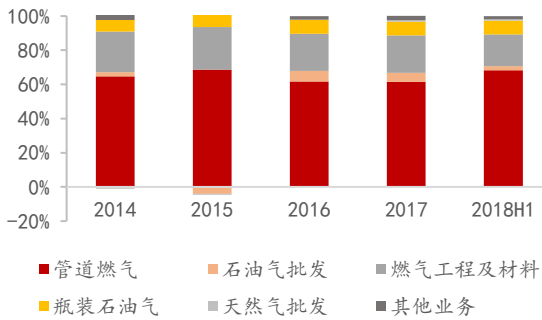
图 8：管道燃气业务在公司收入中占比最高



资料来源：wind，川财证券研究所

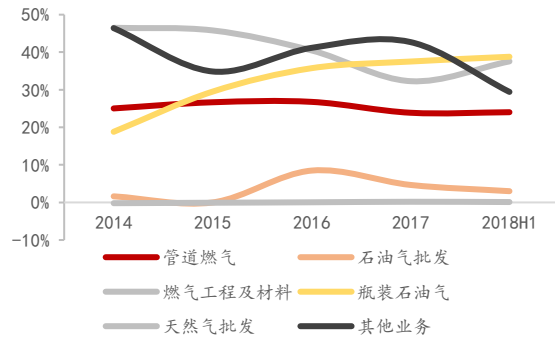
管道燃气业务为公司贡献最多毛利。公司经营的业务中，管道燃气业务通过将天然气输送到终端用户赚取上下游燃气价差，其盈利水平较为稳定且业务规模逐年增长，为公司贡献了最多毛利。2018年上半年管道燃气实现销售收入38.10亿元，占营业总收入的69.84%；销售毛利率24.02%，实现毛利9.15亿元，占总毛利的68.28%。考虑到管道燃气业务以外的其他业务毛利贡献不高且发展情况不及管道燃气业务，本报告将主要侧重于公司管道燃气业务发展分析。

图 9：管道燃气业务为公司贡献最多毛利



资料来源：wind，川财证券研究所

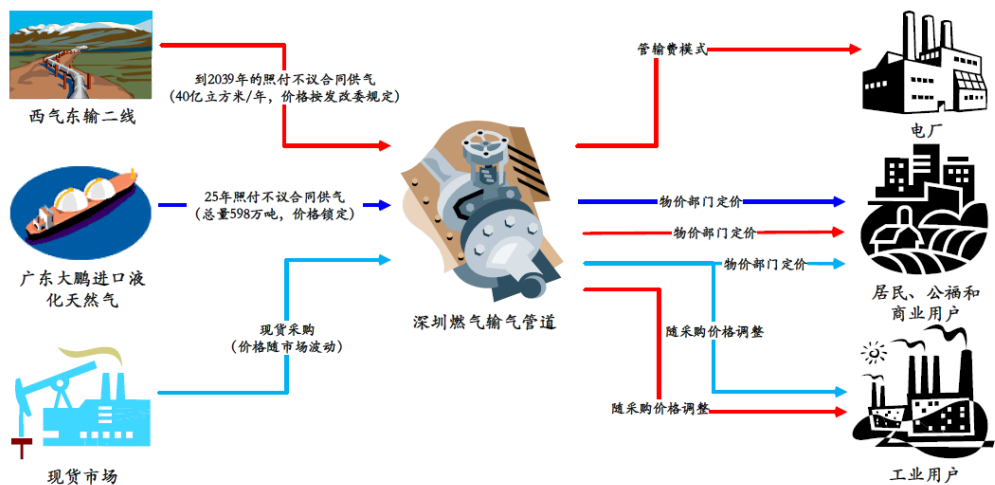
图 10：公司管道燃气业务毛利率保持较高水平



资料来源：wind，川财证券研究所

公司气源充足且稳定，价格具有一定优势。公司天然气气源主要来自西气东输二线、广东大鹏公司与现货市场。2004 年公司与参股的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》，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；2010 年公司与中石油签署《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。价格方面，广东大鹏公司供应的天然气价格为每立方米约 1.70 元（含税价格，有可能按合同约定的条件向下浮动），该价格较目前市场价格具有明显的优势；西气东输二线价格由国家发改委制定；现货天然气价格随行就市。

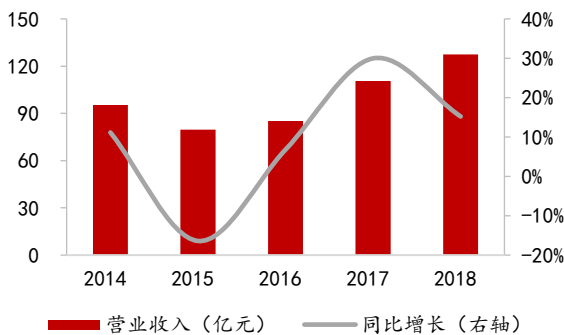
图 11：公司天然气气源情况



资料来源：公司公告，川财证券研究所

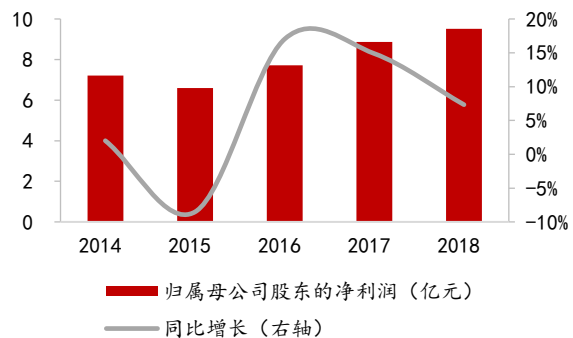
公司业绩保持较快增长。2018年，在公司天然气销量快速增长的带动下，公司业绩保持较快增长。2018年公司实现营业收入127.41亿元，同比增长15.22%；实现归属上市公司股东的净利润9.52亿元，同比增长7.33%；基本每股收益0.33元，同比增长6.45%；加权平均净资产收益率10.87%，同比减少0.13个百分点。

图 12：2018 年公司营业收入同比增长 15.22%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 13：2018 年公司归母净利润同比增长 7.33%



资料来源：wind，川财证券研究所

二、天然气行业发展进入快车道

2.1. 政策促进天然气消费增长

天然气是优质的清洁能源。燃气是气体燃料的总称，它通过燃烧放出热量，供终端居民和工商业用户等使用。按燃气的来源，可以把燃气分为天然气、液化石油气、人工煤气和生物质气。天然气是优质的清洁能源，主要成份是甲烷，其在经济和环保方面具有明显的优势，与煤炭、石油相比，单位质量的天然气热值更高，也更为清洁。天然气燃烧后，二氧化碳排放量是煤炭的59%、燃料油的72%，大型燃气-蒸汽联合循环机组二氧化硫排放浓度几乎为零，燃烧完成后亦无废渣、废水等产生，近年来天然气成为全球各国大力开发的清洁能源之一。

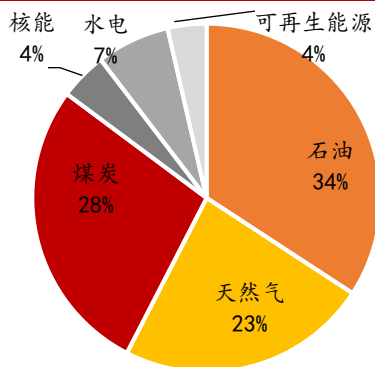
表格 1. 天然气、石油、煤炭排放比较

能源名称	天然气	石油	煤炭
十亿热值 (1GJ)	29.14Nm ³	23.88Kg	47.77Kg
污染物			
二氧化碳	41.64	66.33	125.16
一氧化碳	0.0093	0.0167	0.0478
氮氧化物	0.67	1.24	1.44
二氧化硫	0.011	9.45	10.96
颗粒物	0.025	0.039	14.64
水银	0	0.0032	0.0072

资料来源：贵州燃气招股说明书，川财证券研究所，单位：Kg

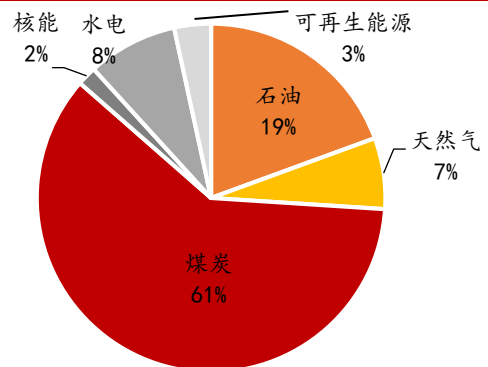
我国天然气消费量低于全球平均水平。天然气与石油、煤炭共同构成一次能源的三大支柱，根据 BP 统计数据，2017 年全球天然气消费量占总的能源消费量的 23.36%，仅次于石油与煤炭；我国 2017 年天然气消费量占总的能源消费量的 6.60%，低于全球平均水平。

图 14：2017 年全球天然气消费量占比为 23.4%



资料来源：BP，川财证券研究所

图 15：2017 年我国天然气消费量占比为 6.6%



资料来源：BP，川财证券研究所

我国出台多项政策鼓励天然气消费。天然气具有的优质、高效、清洁的特点，可与核能及可再生能源等其他低排放能源形成互补。目前我国正处在经济增速换挡、资源环境约束趋紧的新形势下，提高天然气消费比例来替代煤炭、石油等高排放能源是适应当前能源绿色转型的趋势的必然选择之一。同时我国“十三五”城镇化率目标为 60%，城镇化率每提高一个百分点，每年将增加相当于 8000 万吨标煤的能源消费量，新型城镇化对天然气的需求也将不断增长。近年来，国家已出台多个政策鼓励天然气消费，计划到 2020 年，我国天然气消费量在一次能源消费中比重达 10%，天然气利用量达到 3,600 亿立方米。

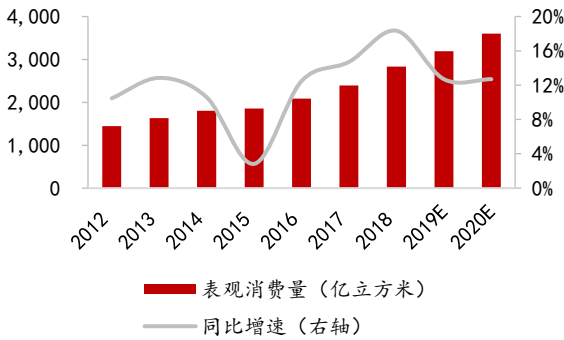
表格 2. 我国出台多项政策鼓励天然气消费

发布时间	政策名称	制定单位	政策主要内容
2017.6	《加快推进天然气利用的意见》	国家发改委	到 2020 年，天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10%左右；到 2030 年，力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15%左右。
2017.6	《天然气发展“十三五”规划》	国家发改委	加大天然气利用、推动天然气消费工程对产业健康发展具有重要作用，天然气占一次能源消费比重力争提高到 10%左右。
2016.12	《能源发展“十三五”规划》	国家发改委、国家能源局	逐步降低煤炭消费比重，提高天然气和非化石能源消费比重，大幅降低二氧化碳排放强度和污染物排放水平。天然气消费比重力争达到 10%。
2014.9	《国家应对气候变化规划（2014-2020 年）》	国家发改委	调整产业结构，优化能源结构，到 2020 年中国天然气消费量在初级能源消费中的比例将达到 10%以上，利用量达到 3,600 亿立方米。
2014.6	《能源发展战略行动计划（2014-2020 年）》	国务院	大力发展天然气。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，煤炭消费比重控制在 62%以内。
2013.9	《大气污染防治计划》	国务院	加大天然气、煤制天然气、煤层气供应，优化天然气使用方式。鼓励发展天然气分布式能源等高效利用项目，有序发展天然气调峰电站。

资料来源：中国政府网，国家发改委，川财证券研究所

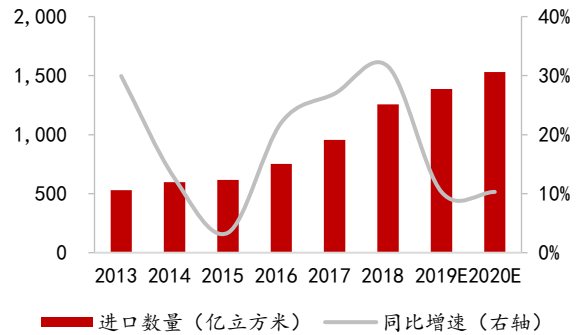
天然气消费量增速维持在较高水平。受益于经济发展对能源需求提升以及“煤改气”等政策对天然气消费的推动，我国天然气消费量保持较快增长。2018 年，我国天然气表观消费量达 2833 亿立方米，同比增长 18.34%；产量为 1610 亿立方米，同比增长 9.24%；进口量为 1257 亿立方米，同比增长 31.54%。按照能源发展“十三五”规划，2020 年我国预计天然气消费量达 3600 亿立方米，预计产量为 2070 亿立方米，若不考虑出口，则 2020 年天然气进口量将达 1530 亿立方米。未来两年我国天然气消费量及进口量均将维持在较高水平，其中消费量复合增速达 12.73%，进口量复合增速达 10.33%。

图 16: 2018 年我国天然气消费量同比增长 18.34%



资料来源: wind, 川财证券研究所

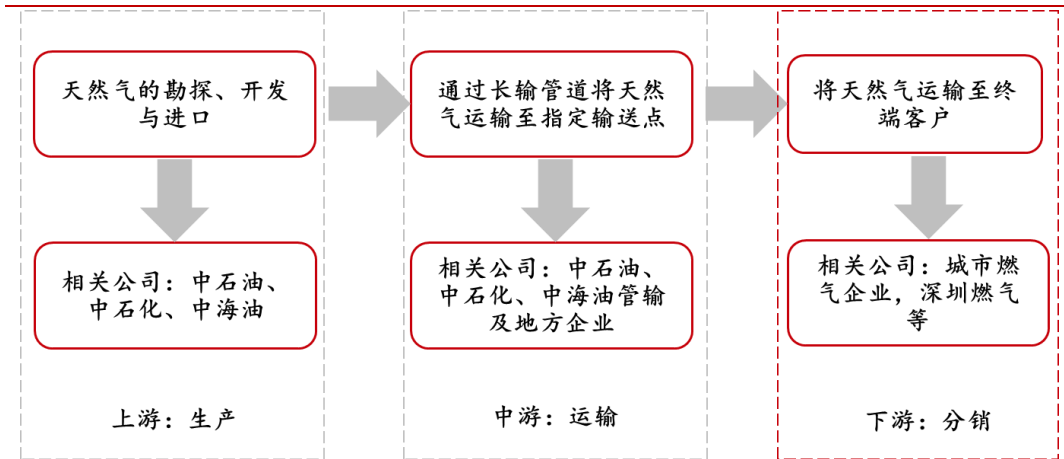
图 17: 2018 年我国天然气进口量同比增长 31.54%



资料来源: wind, 川财证券研究所

天然气产业链有望持续受益。天然气产业链可分为上游生产、中游运输和下游分销综合应用三个环节。其中上游产业主要为天然气的勘探与开发，包括天然气的开采和净化加工等；中游产业主要为通过长输管道将加工过的天然气输送至城镇等指定输送点；下游产业主要为城市燃气企业的输配气系统以管道形式供应给用户使用。若天然气消费量持续较快增长，全产业链都将有望受益。

图 18: 城市燃气处于天然气产业链下游



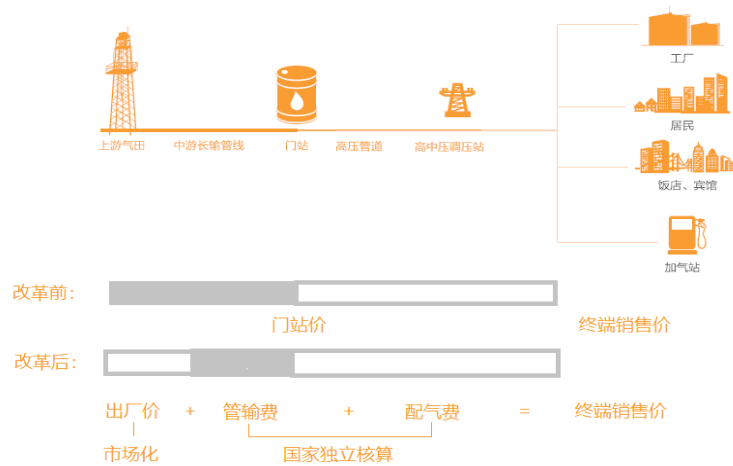
资料来源: 川财证券研究所

2.2. 天然气价格改革持续推进

“管住中间、放开两头”。2015 年 10 月 15 日,《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》发布,意见提到,加快推进能源价格市场化。按

照“管住中间、放开两头”总体思路，推进天然气价格改革。加快放开天然气气源和销售价格，建立主要由市场决定能源价格的机制；按照“准许成本加合理收益”原则，合理制定天然气管网输配价格。与电力体制改革相似，通过理顺天然气管输费及配气费的价格，放开上游气源及下游用户，让市场决定用气价格，从而使天然气回归商品属性。

图 19：天然气价格改革前后示意图



资料来源：川财证券研究所

天然气价格改革持续推进。近年来，我国按照市场化的原则，出台多个政策，持续推进天然气价格改革。实现增量气和存量气并轨，理顺居民及非居民用气价格，放开直供用户用气价格和供需双方自主协商价格空间，成功在上海、重庆搭建了一东一西两个市场化改革平台等。2013年放开页岩气、煤层气等非常规天然气价格；2014年9月放开液化天然气价格；2015年4月放开直供用户（除化肥企业外）用气价格；2016年，放开化肥用气价格，并在福建省开展门站价格市场化改革试点；2017年，明确所有进入交易平台交易的价格由市场交易形成。改革后，占国内消费总量80%以上的非居民用气价格实现由市场主导形成，其中50%以上完全由市场形成，30%左右实行“上浮20%、下浮不限”的弹性机制。

表格 3. 天然气价格改革相关政策

发布时间	政策名称	制定单位	政策主要内容
2018.5	《关于理顺居民用气门站价格的通知》	国家发改委	将居民用气由最高门站价格管理改为基准门站价格管理，供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。
2017.8	《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》	国家发改委	非居民用气基准门站价格每千立方米降低 100 元。鼓励天然气生产经营企业和用户积极进入天然气交易平台交易。
2017.8	《关于核定天然气跨省管道运输价格的通知》	国家发改委	对 13 家跨省管道运输企业进行了定价成本监审，并据此核定了相关管道运输价格，管道运输企业按规定的管道运输价格向用户收取运输费用。
2017.6	《关于加强配气价格监管的指导意见》	国家发改委	配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，准许收益率为税后全投资收益率，按不超过 7% 确定。
2016.8	《关于加强地方天然气输配价格监管降低企业用气成本的通知》	国家发改委	全面梳理天然气各环节价格，降低过高的省内管道运输价格和配气价格。各地制定省内管道运输价格、城镇燃气配气价格具体管理办法。
2015.11	《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》	国家发改委	供需双方可以基准门站价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。非居民用气应加快进入上海石油天然气交易中心，力争用 2-3 年时间全面实现非居民用气的公开透明交易
2015.2	《关于理顺非居民用天然气价格的通知》	国家发改委	实现存量气和增量气价格并轨，理顺非居民用天然气价格。放开天然气直供用户（化肥企业除外）用气门站价格。
2013.7	《关于调整天然气价格的通知》	国家发改委	天然气价格管理由出厂环节调整为门站环节，门站价格为政府指导价，实行最高上限价格管理。

资料来源：国家发改委，川财证券研究所

燃气企业终端销售价格有望合理疏导。我国目前天然气门站价格由国家管理，城市燃气终端销售价格由省级价格行政主管部门制定。在销售定价方式上，终端销售价格由各地综合考虑居民承受能力、燃气企业经营状况和当地财政状况等因素，自主决策具体调整幅度、调整时间等，调价前须按规定履

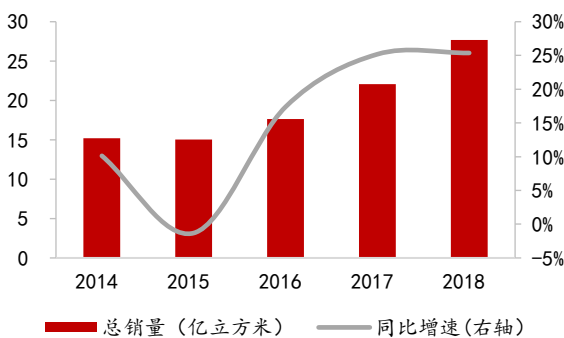
行价格听证等相关程序；对工商业用户的销售价格最高价由当地政府确定，但燃气企业通常有一定比例的浮动权利，可由企业根据市场情况灵活掌握。供需双方充分利用弹性价格机制，形成灵敏反映供求变化的季节性差价体系，消费旺季可在基准门站价格基础上适当上浮，消费淡季适当下浮，引导用户旺季少用气、淡季多用气，促进削峰填谷。同时，鼓励企业通过上海、重庆石油天然气交易中心等平台进行公开透明交易，充分发挥市场机制作用，使得城市燃气企业终端销售价格得到合理疏导。

三、业绩有望持续增长，储备调峰项目投产可期

3.1. 公司天然气销量有望持续增长

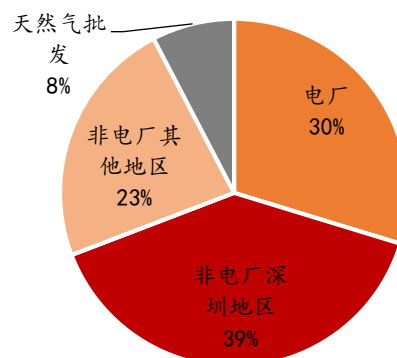
公司天然气销量增速较快。公司近年来天然气销量保持较快增长，2018年公司天然气总销量27.67亿立方米，同比增长25.37%。2017年，公司天然气总销量22.07亿立方米，同比增长25.18%；具体来看，2017年，公司电厂天然气销量为6.56亿立方米，同比增长41.08%，占比为29.72%；深圳地区非电厂天然气销量为8.71亿立方米，同比增长9.70%，占比为39.47%；深圳以外地区管道天然气销量5.11亿立方米，同比增长17.74%，占比为23.15%。根据公司天然气销售情况，电厂新增用气、深圳城中村改造等新增用气、异地项目开拓将有望成为未来公司天然气销售增量的主要来源。

图 20：2018 年公司天然气销量同比增长 25.4%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 21：2017 年公司各类型天然气销量占比

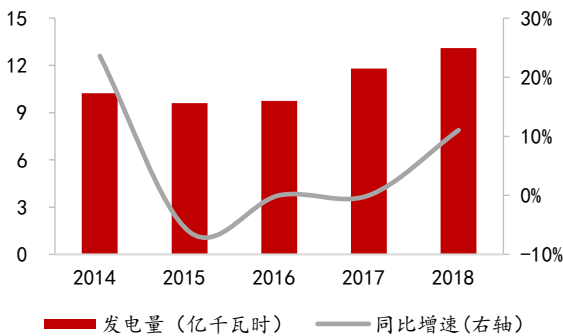


资料来源：wind，川财证券研究所

电厂用气增量来自存量机组利用率提升及新机组投产。2018年，受益于全社会用电量较快增长及调峰需求增加，公司存量电厂客户（大唐宝昌、深圳钰湖、深圳南天）燃气机组利用率提升；同时南山热电及华电坪山电厂新机

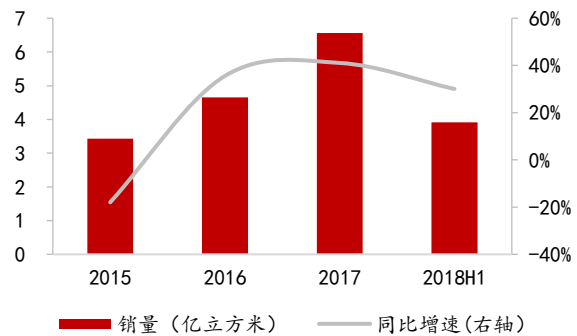
组投产也带来的新增用气需求，公司电厂天然气销量增速较快。2018 年上半年，电厂天然气销量为 3.91 亿立方米，同比增长 30.04%。考虑到全社会用电量高增速维持的可能性较低且调峰需求存在不确定性，未来存量机组新增用气需求或存在不确定性，但新投产机组的需求是未来公司电厂天然气新增销量的较为确定的来源。

图 22：2018 年大唐宝昌电厂发电量同比增长 11.04%



资料来源：wind，川财证券研究所

图 23：2018 年上半年公司电厂天然气销量同比增长 30.04%



资料来源：wind，川财证券研究所

公司电厂天然气销量有望继续增加。根据《深圳市能源发展“十三五”规划》，深圳将停止新建燃煤发电项目，在建及规划项目以燃气机组为主。“十三五”期间在建燃机项目包括大唐国际宝昌燃气热电扩建项目（2X400MW）、深圳钰湖燃气热电扩建项目（2X400MW）、华电坪山分布式能源项目（3X100MW）。这三个项目均已与公司签订了天然气供销合同，其中华电坪山项目已于 2018 年底投产，已开始为公司贡献新的用气增量，待其余项目投产后，公司电厂天然气销量有望继续增加。

表格 4. 《深圳市能源发展“十三五”规划》中燃机重点项目

项目名称	规划容量	预计用气量	备注
在建项目			
大唐国际宝昌燃气热电扩建项目	2X400MW	4 亿立方米/年	预计 2019 年投产，已签订意向协议（7.5 亿立方米/年）。
深圳钰湖燃气热电扩建项目	2X400MW	4 亿立方米/年	预计 2019 年投产，已签订意向协议（7.5 亿立方米/年）。
华电坪山分布式能源项目	3×100MW	1.5 亿立方米/年	2018 年底已投产，已签订意向协议

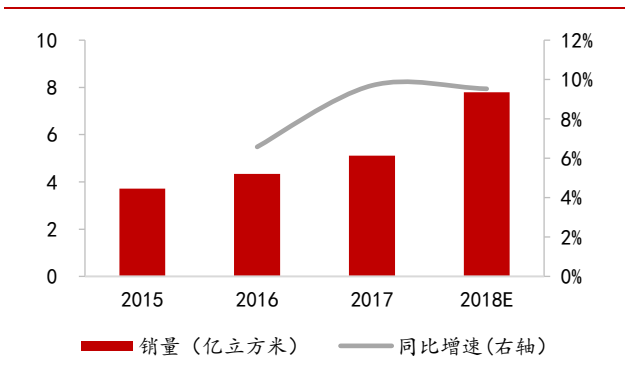
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

			向协议。
争取开工项目			
国际低碳城分布式能源项目	5×9MW	0.5 亿立方米/年	
光明燃机电厂项目	2×400MW	4 亿立方米/年	
规划储备项目			
东部电厂二期项目	3×400MW	6.1 亿立方米/年	
前湾电厂二期项目	3×400MW	6.1 亿立方米/年	
国电坪山分布式能源项目	3×40MW	0.6 亿立方米/年	
华电坪山分布式能源二期项目	适当规模		

资料来源：深圳市发改委，川财证券研究所

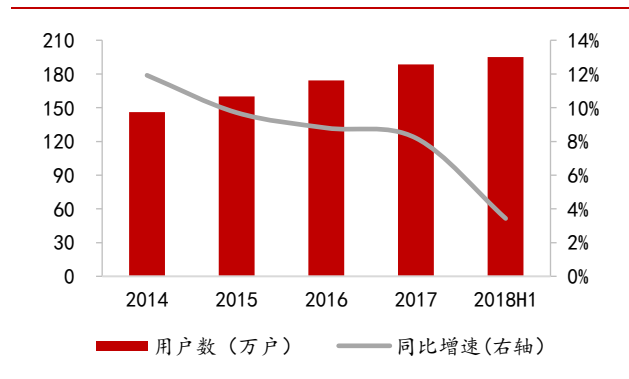
深圳地区城中村管道燃气改造贡献稳定增量。2016 年 12 月，深圳市住建局印发了《深圳市老旧住宅区、城中村普及管道天然气工作方案》，要求逐步开展城中村改造工作，力争到 2020 年完成城中村和老旧住宅区管道天然气改造超过 99 万户，年均改造涉及用户超过 30 万户。2017 年 10 月，深圳市出台了《深圳市“城中村”综合治理行动计划（2018-2020 年）》，要求实现燃气管道全覆盖，提高管道气使用率。公司作为供气单位，除配合城中村管道天然气改造以外，公司还积极推动食街、学校、医院等场所的管道气改造。2018 年上半年，公司在深圳地区新增管道天然气用户 6.47 万户，进场施工 15.7 万户，新增工商用户 811 户。

图 24：公司在深圳地区非电厂管道天然气销量增长稳定



资料来源：wind，川财证券研究所

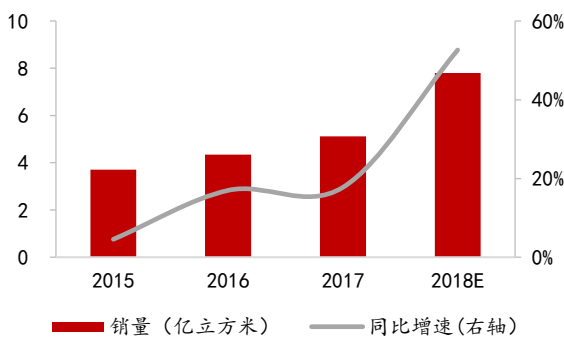
图 25：2018 年上半年深圳地区新增管道天然气 6.47 万户



资料来源：wind，川财证券研究所

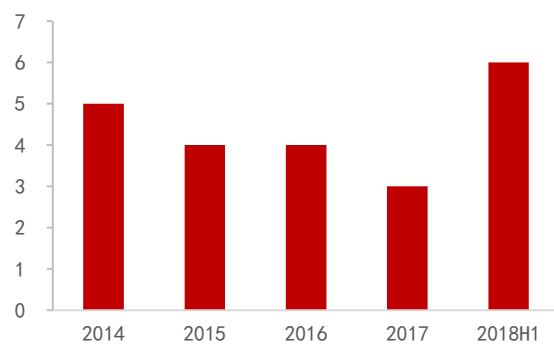
异地管道燃气项目持续推进。近年来，公司顺应国家“煤改气”的政策，通过拓展新项目及已有项目天然气销量，积极开拓深圳以外地区管道燃气业务。截止2018年6月30日，公司在江西、安徽、广西等37个深圳以外地区城市（区域）开展管道燃气业务经营。2018年上半年，公司在深圳以外地区新增6个管道燃气项目：江西上犹、江西高安、云南石林、云南弥勒巨鹏、云南建水、云南玉溪市江川。新增管道燃气用户8.77万户。未来公司还将继续加大异地城市燃气市场拓展力度，挖掘优质标的项目，进一步推动外延式扩张。

图 26：公司在深圳以外地区管道天然气销量增速较快



资料来源：wind，川财证券研究所

图 27：近年来公司异地管道燃气项目拓展情况



资料来源：wind，川财证券研究所，单位：个

3.2. 非居民限价下调，配气价格落地

深圳地区工商业用户最高限价有所下调。公司在深圳地区的管道燃气销售价格可分为两类，一类是居民、公福用户的销售价格，由政府物价主管部门直接定价，近年来变化不大；另一类是工商业用户，由政府核定最高价格，公司可以对优质客户给与一定的优惠，近年来有所下调。2018年12月29日，深圳市发改委发布《关于调整我市管道天然气非居民用气销售价格的通知》，将工商业用气最高限价由4.49元/立方米下调至4.39元/立方米；将西气东输二线管道天然气供应燃气电厂最高限价由2.48元/立方米下调至2.33元/立方米（若中石油因冬季保障供应等因素调整现行基准门站价格，则最高限价作相应调整）。

表格 5. 深圳市管道天然气销售价格

用气类别	2019 年 1 月 1 日之前	2019 年 1 月 1 日之后
居民生活用气	超额累进加价：3.5 元/立方米起	超额累进加价：3.5 元/立方米起
学校教学及学生生活用气	3.70 元/立方米	3.70 元/立方米
社会福利机构等非居民用户用气	3.70 元/立方米	3.70 元/立方米
工商业用气	4.49 元/立方米	4.39 元/立方米
西气东输二线供电厂	2.48 元/立方米	2.33 元/立方米

资料来源：公司公告，深圳市发改委，川财证券研究所

深圳市配气价格落地。为提升天然气气源和销售竞争性环节的市场化程度，按照“管住中间、放开两头”的总体思路，明确“准许成本+合理收益”的定价机制，2017 年国家发改委出台了《关于加强配气价格监管的指导意见》，2018 年广东省发改委出台《关于推进天然气价格改革加强配气价格监管的通知》。深圳市响应国家政策，在完成了公司配气管网成本监察的基础上，于 2018 年 12 月 29 日出台《关于我市管道天然气配气价格的通知》，明确管道天然气综合配气价格为 0.9618 元/立方米，非居民用气配气价格实行基准价管理，供需双方可以基准价格为基础，在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体配气价格。对于电厂用气，门站价若按照 2.04 元/立方米计算，叠加配气价格后总价格为 2.2213 元/立方米，已接近西气东输二线供电厂最高限价，公司天然气销售价格下调的空间已不大。考虑到深圳市再次下调了非居民用户最高限价，公司天然气销售价格下调风险已基本释放。

表格 6. 深圳市管道天然气配气价格

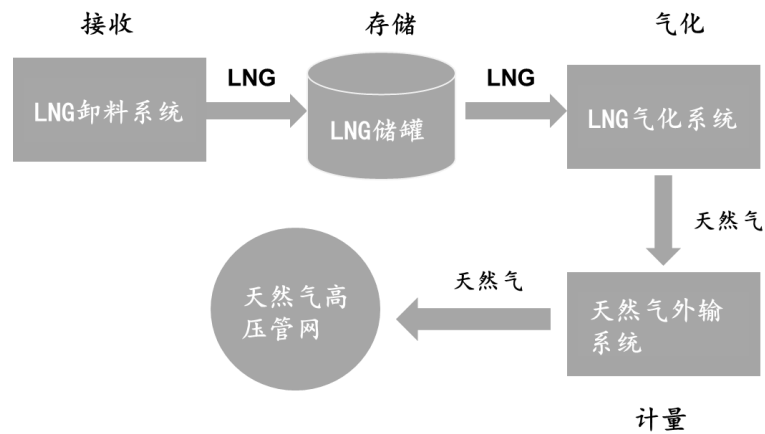
用气类别	配气价格
非居民用气	0.7902 元/立方米
工商业用气	1.4612 元/立方米
电厂用气	0.1813 元/立方米

资料来源：深圳市发改委，川财证券研究所

3.3. 天然气储备调峰项目投产可期

发行可转换公司债券建设天然气储备与调峰库工程。2013年11月公司发行可转换公司债券16亿元获得批准，全部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。项目建成后，公司将拥有LNG接收及储存设施，从而可以在国际市场上自主采购LNG，在补充气源、调峰和应急的情况时，避免为保障天然气供应而采购高价气，降低公司成本，提升公司盈利能力。

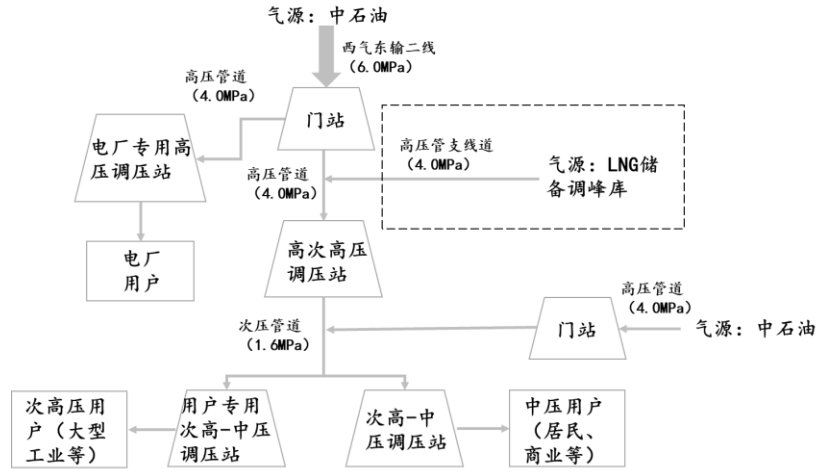
图 28： 天然气储备与调峰库工程工艺流程



资料来源：公司公告，川财证券研究所

LNG储备及调峰库将成为公司自有的稳定气源。公司分别与中石油和广东大鹏两家管道天然气供应商签订了长期的照付不议购气协议，拥有广东大鹏LNG项目及西气东输二线作为深圳市天然气供应的气源。其虽然较为稳定，但并不会随着下游管道的用气量而进行调整。在建的天然气储备与调峰库工程具备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公司自有气源，将有效填补深圳市未来天然气供应缺口。同时项目具备8万立方米的LNG储备能力，可以将深圳市储备用气量提升到10天，在上游管线发生事故或者供应较为紧缺的情况下，保障深圳市天然气安全稳定供应。

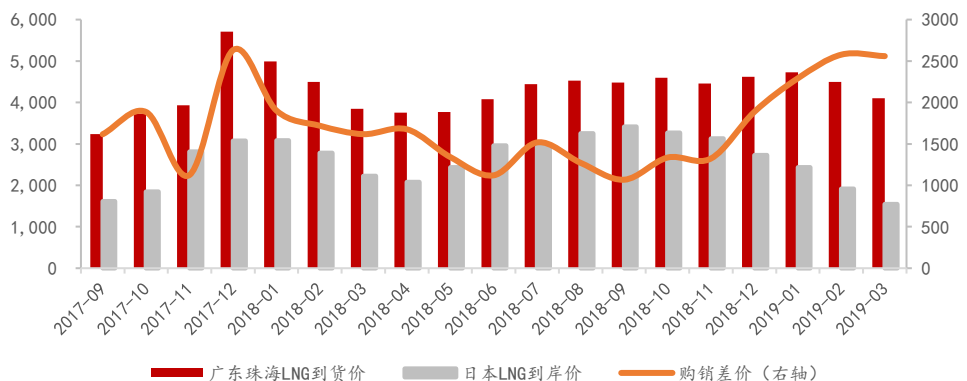
图 29：LNG 储备及调峰库将成为公司自有气源



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司有望拓展新的业绩增长点。截止目前，天然气储备与调峰库工程已完成工程进度 99%，预计将于 2019 年年中正式投运。项目投产后，公司不仅可将采购的现货 LNG 气化后直接向深圳市管道气用户供气，还可以通过槽车向珠三角等地区供应 LNG。考虑到目前国际 LNG 供需较为宽松，LNG 现货价格走低，而我国天然气需求旺盛，国内 LNG 价格较高，公司有望通过采购国际现货 LNG 在国内销售获利。目前日本 LNG 现货到岸价为 4.37 美元/百万英热单位，折合成人民币约 1297 元/吨（按照 1 吨 LNG=1250 立方米天然气计算）珠海 LNG 到货价为 4050 元/吨，购销差价达 2753 元/吨。

图 30：LNG 现货市场购销差价情况



资料来源：wind，川财证券研究所

LNG 接收站满产后有望为公司带来超 4 亿元净利润。由于冬季采暖需求增

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

加，LNG 现货价格在冬季较高。考虑到 LNG 现货价格随季节波动的特点，我们以 2018 年 LNG 现货平均价格为基础进行测算。2018 年日本 LNG 到岸平均价格为 9.77 美元/百万英热单位，广东珠海 LNG 到货价为 4366 元/吨，平均供销差价为 1474 元/吨。工程投产后，按总投资额 15.91 亿元进行折旧，折旧年限为 20 年，综合考虑人工、运维费用及所得税，满产后有望为公司带来 4.13 亿元净利润。

表格 7. 天然气储备调峰项目净利润敏感性测算

接收站 利用率	LNG 现货购销价差 (元/吨)									
	500	600	700	800	900	1000	1100	1200	1300	1400
150%	1.84	2.74	3.64	4.54	5.44	6.34	7.24	8.14	9.04	9.94
125%	1.37	2.12	2.87	3.62	4.37	5.12	5.87	6.62	7.37	8.12
100%	0.90	1.50	2.10	2.70	3.30	3.90	4.50	5.10	5.70	6.30
75%	0.43	0.88	1.33	1.78	2.23	2.68	3.13	3.58	4.03	4.48
50%	-0.03	0.27	0.57	0.87	1.17	1.47	1.77	2.07	2.37	2.67

资料来源：公司公告，川财证券研究所，单位：亿元

四、估值评级：给予“增持”评级

关键假设：1) 到 2020 年，深圳市完成 99 万户城中村改造；2) 南山热电厂、华电坪山电厂用气量逐渐达产，大唐宝昌、深圳钰湖、深圳南天电厂用电量不变；3) 公司天然气储备调峰项目 2019 年中投产运营。

盈利预测：我们预计 2018-2020 年公司营业收入分别为 127、154、175 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 9.5、12.5、15.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.33、0.43、0.53 元/股。

绝对估值：公司业绩稳定，现金流充足，我们用 FCFF 模型对公司进行估值。假设 β 值为 0.8、无风险利率为 3.1%、市场的预期收益率 9.0%、股权资本成本为 7.5%、债务成本为 4.05%、债务比率为 31.5%，则对应的 WACC 为 7.0%。假设永续增长率为 0%，计算得到公司权益价值为 248 亿元，对应每股权益价值 8.62 元。对公司 WACC 和永续增长率进行敏感性分析，当 WACC 在 6.2%-7.2%、永续增长率在 -0.5%-0.5% 范围内时，公司每股权益价值范围为 7.48-10.13 元，对应 2019 年业绩市盈率范围为 17-24 倍。

表格 8. 公司绝对估值敏感性分析

WACC (%)	永续增长率				
	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%
4.0%	12.74	14.13	15.87	18.11	21.09
5.0%	10.44	11.37	12.49	13.85	15.56
6.0%	8.79	9.46	10.23	11.15	12.24
6.5%	8.13	8.70	9.36	10.13	11.03
7.0%	7.56	8.05	8.62	9.27	10.03
7.5%	7.05	7.48	7.97	8.53	9.18
8.0%	6.60	6.98	7.41	7.89	8.45
9.0%	5.83	6.13	6.47	6.84	7.26
10.0%	5.20	5.45	5.72	6.01	6.34

资料来源：公司公告，川财证券研究所，单位：元/股

相对估值：截止 2019 年 3 月 29 日收盘价，燃气行业平均市盈率为 34 倍，可比燃气公司市盈率(TTM)范围为 14-33 倍，可比公司平均市盈率为 22 倍，公司 2018-2020 年业绩对应市盈率为 19、14、12 倍。考虑到公司是优质的城市燃气公司，天然气销量有望维持高增长，储备调峰项目投产后，将为公司带来新的业绩增长点，给予公司 20-22 倍市盈率目标估值。

评级：综合考虑绝对估值和相对估值结果，取两种方法的最低估值，公司合理市盈率区间为 17-20 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

表格 9. 可比公司估值比较

股票代码	证券简称	EPS (元/股)				PE (X)				PB (X)	现价 (元)	总市值 (亿元)
		2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E			
601139.SH	深圳燃气	0.3	0.3	0.4	0.5	19.8	18.5	14.2	11.6	2.1	6.1	176.4
600917.SH	重庆燃气	0.2	0.2	-	-	32.0	33.4	-	-	2.9	7.4	114.4
002911.SZ	佛燃股份	0.6	0.7	-	-	28.2	26.9	-	-	3.8	17.5	97.2
603393.SH	新天然气	1.7	2.1	2.9	3.7	24.5	19.3	13.8	10.9	2.9	40.4	64.6
600681.SH	百川能源	0.8	1.0	1.2	1.4	15.9	13.4	10.7	9.3	3.0	13.2	135.7
1193.HK	华润燃气	1.4	1.8	2.3	2.6	26.4	20.7	16.1	14.1	3.4	37.0	822.9
0384.HK	中国燃气	1.2	1.6	1.8	2.2	23.0	17.5	15.0	12.8	4.9	27.6	1400.8
2688.HK	新奥能源	2.6	2.6	4.1	4.8	29.3	29.6	18.7	15.9	3.5	75.9	853.1
可比公司平均		-	-	-	-	24.9	22.4	14.7	12.4	-	-	

资料来源：wind，川财证券研究所，股价为 2019/3/29 收盘价，深圳燃气数据来自川财预测，其余数据来自万得一致预期

风险提示

电厂气用气量低于预期

若上游燃气价格大幅上调或者后续新电厂投产不及预期，公司电气燃气销量将受到影响。

深圳城中村改造进度低于预期

若深圳城中村改造不及预期，公司天然气销售量增长将受到影响。

天然气储备调峰项目投产低于预期

公司天然气储备调峰项目若不投产，公司将无相关方面的收入。

上游气源价格大幅上涨

若上游中石油、LNG 现货价格大幅上涨，公司电厂用户等对天然气需求将下降。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	4619	4863	5862	7849	营业收入	11059	12741	15412	17510
现金	2712	2933	3574	5308	营业成本	8767	10067	12146	13721
应收账款	388	505	604	676	营业税金及附加	57	76	89	101
其他应收款	151	204	244	272	营业费用	938	1080	1276	1415
预付账款	236	281	337	380	管理费用	165	197	240	270
存货	458	524	646	722	财务费用	105	165	118	106
其他流动资产	675	416	457	490	资产减值损失	10	7	7	8
非流动资产	14162	14193	14337	14429	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	315	271	290	288	投资净收益	118	118	118	118
固定资产	7864	7944	8003	8041	营业利润	1151	1266	1654	2008
无形资产	773	882	990	1098	营业外收入	29	0	0	0
其他非流动资产	5210	5095	5054	5002	营业外支出	11	11	11	11
资产总计	18781	19056	20199	22277	利润总额	1169	1256	1643	1997
流动负债	8219	7696	7893	8858	所得税	255	274	359	436
短期借款	4049	2975	2493	2985	净利润	914	981	1284	1561
应付账款	1715	1970	2377	2685	少数股东损益	27	29	38	46
其他流动负债	2454	2751	3023	3188	归属母公司净利润	887	952	1246	1515
非流动负债	1772	1787	1782	1780	EBITDA	1735	1848	2211	2575
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.31	0.33	0.43	0.53
其他非流动负债	1772	1787	1782	1780					
负债合计	9990	9482	9674	10638	主要财务比率				
少数股东权益	375	404	442	489	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	2214	2878	2878	2878	成长能力				
资本公积	2658	1994	1994	1994	营业收入	30.0%	15.2%	21.0%	13.6%
留存收益	3668	4297	5210	6278	营业利润	15.3%	10.0%	30.6%	21.4%
归属母公司股东权益	8416	9169	10082	11151	归属于母公司净利润	14.9%	7.4%	30.8%	21.6%
负债和股东权益	18781	19056	20199	22277	获利能力				
					毛利率(%)	20.7%	21.0%	21.2%	21.6%
					净利率(%)	4.6%	8.0%	7.5%	8.1%
					ROE(%)	10.5%	10.4%	12.4%	13.6%
					ROIC(%)	8.6%	10.1%	12.7%	15.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.2%	49.8%	47.9%	47.8%
					净负债比率(%)	40.53%	32.78%	27.14%	29.10%
					流动比率	0.56	0.63	0.74	0.89
					速动比率	0.51	0.56	0.66	0.80
					营运能力				
					总资产周转率	0.61	0.67	0.79	0.82
					应收账款周转率	27	27	27	26
					应付账款周转率	5.46	5.46	5.59	5.42
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.31	0.33	0.43	0.53
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.63	0.71	0.78
					每股净资产(最新摊薄)	2.92	3.19	3.50	3.87
					估值比率				
					P/E	19.89	18.53	14.16	11.65
					P/B	2.10	1.92	1.75	1.58
					EV/EBITDA	12	11	9	8

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	1394	1819	2045	2254
净利润	914	981	1284	1561
折旧摊销	479	417	439	460
财务费用	105	165	118	106
投资损失	-118	-118	-118	-118
营运资金变动	-18	372	314	239
其他经营现金流	32	3	8	6
投资活动现金流	-2173	-311	-469	-435
资本支出	1400	400	400	400
长期投资	-2	-44	19	-2
其他投资现金流	-775	45	-51	-37
筹资活动现金流	214	-1287	-934	-85
短期借款	3033	-1074	-482	492
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	2	664	0	0
资本公积增加	38	-664	0	0
其他筹资现金流	-2859	-213	-452	-577
现金净增加额	-570	221	641	1735

分析师声明

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，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应聘请法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明 C0004