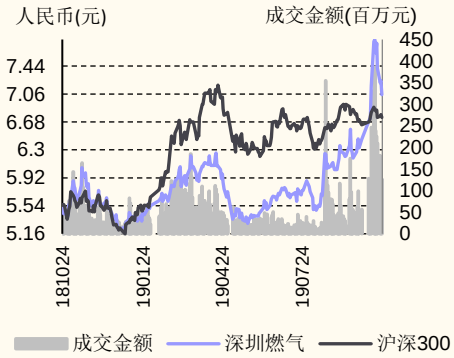
深圳燃气 (601139.SH) 买入（首次评级）

公司深度研究

市场价格（人民币）：7.05 元
目标价格（人民币）：8.10-8.10 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	28.77
已上市流通 A 股(亿股)	28.66
总市值(亿元)	202.82
年内股价最高最低(元)	7.80/6.27
沪深 300 指数	3871
上证指数	2942



城市燃气龙头，市场空间与上游气源优势突出

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.401	0.358	0.387	0.477	0.569
每股净资产(元)	3.80	3.20	3.43	3.76	4.13
每股经营性现金流(元)	0.64	0.65	0.68	0.87	1.03
市盈率(倍)	20.22	14.99	16.36	13.26	11.13
净利润增长率(%)	14.88%	16.24%	7.97%	23.38%	19.12%
净资产收益率(%)	10.54%	11.21%	11.27%	12.69%	13.77%
总股本(百万股)	2,214.09	2,877.80	2,876.85	2,876.85	2,876.85

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **城市燃气龙头，高毛利管道天然气业务占比不断提升：**公司主营管道燃气、液化石油气和异地燃气投资，业绩增长稳健，2009-2018 年营收、扣非归母净利润 CAGR 分别为 14.2%、15.7%。核心主业管道天然气业务占比不断提升，目前贡献 61.4%营收、62.9%毛利，平均毛利率 28%，高于其他主业。
- **全国天然气增速放缓背景下，深圳燃气增量空间广阔：**受过去两年高基数、宏观经济下行压力以及煤改气工程有序稳健推进影响，预计 2019 年全国天然气消费 3100 亿立方米，增速放缓至 11%左右。相比较而言，深圳燃气下游市场需求增量空间广阔：①城中村改造进程加快，大幅提升深圳市气化率，预计 19-20 年新增居民用气量 1.7 亿方；②本地电厂用气量远期增长可观，近三年电厂售气量 CAGR36%，20-21 年宝昌、钰湖扩建，光明燃机新建项目投产，满产后或新增近 10 亿方需求；③异地燃气项目持续扩张，特许经营权已达 40 个，异地售气量 5 年 CAGR28%，用户占比提升至 38%。
- **中石油西二线气合力 LNG 接收站，低成本保证公司充足利润空间：**我国天然气对外依存度 45%，天然气需通过陆上天然气管道或沿海 LNG 接收站进口。公司从三个方面降低成本，保障利润空间：①公司与中石油签订天然气购销协议，西二线深港气体直送，无需经过广东省管网，节省管网费用、购气成本降低；②公司参股广东大鹏，获得国内最便宜的 LNG 进口气源之一；③公司 LNG 接收站已于 2019 年 8 月投产，巩固低气源价格优势。
- **国家石油天然气管网公司即将挂牌，利好城市燃气公司：**2019 年即将挂牌成立的国家石油天然气管网公司将在未来几年彻底改变我国天然气市场长期以来垂直一体化、产运不分的状况，引导推动天然气行业进入“N+1+N”的运营模式，提振管道建设、并促进天然气供应向更加安全、更加高效的发展演进。公司作为城市燃气龙头，有望将从中受益。

投资建议

- 基于以上对公司业务的分析与假设，我们预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 143/164/192 亿元，归母净利润分别为 11.1/13.7/16.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.57 元，当前股价对应 P/E 为 16.4/13.3/11.1X，给予 2019 年 21 倍 PE，对应目标价 8.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 国内天然气价格剧烈波动；上游气源大幅上涨；政策变化或执行不达预期；“城中村”改造进度放缓；电厂利用小时数降低；限售股解禁。

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号：S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

内容目录

1. 深圳燃气：城燃龙头，持续增长 4
2. 全国天然气增速放缓背景下，深圳燃气增量空间广阔 6
2.1 全国天然气消费增速趋缓，2019 年或为短期需求拐点 6
2.2 深圳燃气增量空间一：城中村改造进程加快，大幅提升深圳市气化率 8
2.3 深圳燃气增量空间二：本地电厂用气量远期增长可观 10
2.4 深圳燃气增量空间三：异地燃气项目持续扩张 11
2.5 高终端售价凸显毛差优势，助力公司壁垒不断加厚 12
3. 中石油西二线气合力大鹏 LNG，低成本保证公司充足利润空间 13
3.1 我国天然气对外依存度 45%，LNG 进口是主要增长来源 13
3.2 全球 LNG 供需基本呈现整体宽松局部紧张的格局 14
3.3 中石油西二线气体直送，不经广东管网费用降低 14
3.4 广东大鹏 LNG 价格便宜，自有 LNG 接收站保证公司利润空间 16
4. 盈利预测和投资建议 17
5. 风险提示 19

图表目录

图表 1：深圳燃气 09-18 年营收 CAGR14.2% 4
图表 2：深圳燃气 09-18 年扣非归母净利润 CAGR15.7% 4
图表 3：公司营收、净利润（2018）、总市值（右轴）均领先 A 股燃气企业 4
图表 4：深圳燃气管道燃气业务流程 5
图表 5：深圳燃气液化石油气批发销售量情况 5
图表 6：深圳燃气瓶装液化石油气销售量情况 5
图表 7：深圳燃气各业务板块营收占比 6
图表 8：深圳燃气主要业务板块毛利率水平 6
图表 9：2014-2018 年天然气销售结构 6
图表 10：国家陆续推出天然气相关的鼓励政策 7
图表 11：全国天然气消费量 17、18 年高速增长 8
图表 12：国产气、管道气、LNG 进口及表观消费量增速 8
图表 13：天然气表观消费量月度值增速放缓 8
图表 14：深圳天然气普及率远低于北京、上海 9
图表 15：深圳市城中村改造相关政策 9
图表 16：居民用户天然气销售量及增速 10
图表 17：管道天然气居民用户数量 10
图表 18：深圳燃气现有及未来潜在电厂用户 10
图表 19：深圳地区电厂售气量近年来高增长 11
图表 20：公司管道燃气特许经营权数量 11
图表 21：深圳燃气主要异地子公司管网长度及服务区域 11

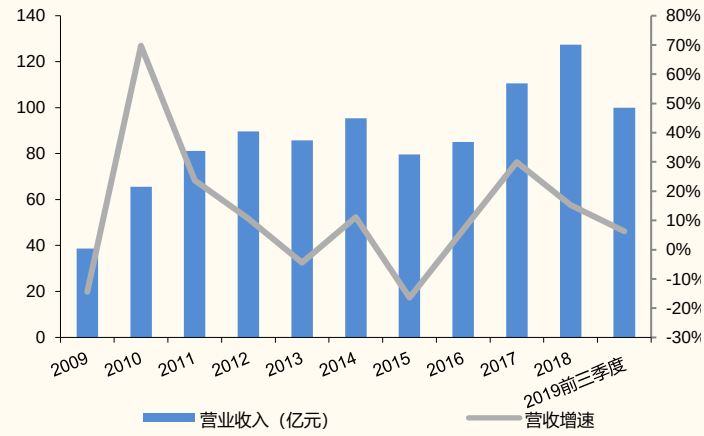
图表 22：异地管道天然气销售量 5 年 CAGR28% 12
图表 23：异地管道天然气用户数稳定增长 12
图表 24：深圳居民、非居民用气价格高于可比地区 12
图表 25：深圳天然气配气价格 12
图表 26：深圳燃气毛利率高于同行 13
图表 27：深圳燃气单方毛利高于同行 13
图表 28：深圳天然气销售最高限价调整 13
图表 29：19 年深圳电厂最高限价下调 13
图表 30：天然气供应结构及对外依存度 14
图表 31：主要管道气与 LNG 进口来源国 14
图表 32：2016-2020 年全球 LNG 产能变化情况（亿方） 14
图表 33：月度进口管道气、LNG 到岸价（$/MMBtu） 14
图表 34：公司气体来源（亿方） 15
图表 35：月度进口管道气、LNG 到岸价 15
图表 36：LNG 长约与现货价格（$/MMBtu） 15
图表 37：西气东输二线达产期逐年供气量（亿方） 16
图表 38：公司直接从西气东输二线深港支线购气 16
图表 39：国内 LNG 平均进口单价和广东大鹏气源价差 17
图表 40：国内 LNG 和 JKM 价差 17
图表 41：公司各业务版块收入盈利情况预测（百万元，%） 18

1. 深圳燃气：城燃龙头，持续增长

■ **城市燃气龙头，业绩持续增长。**深圳燃气是以管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资为主的城市燃气企业。前身为 1996 年成立的深圳市燃气集团有限公司，2006 年公司进行股份制改造，引入中华煤气投资、港华投资、中华煤气（深圳）、联华信托、四川希望投资成立中外合资股份有限公司，并于 2009 年 12 月挂牌上市。公司实际控制人为深圳市国资委，持股比例 50.07%。

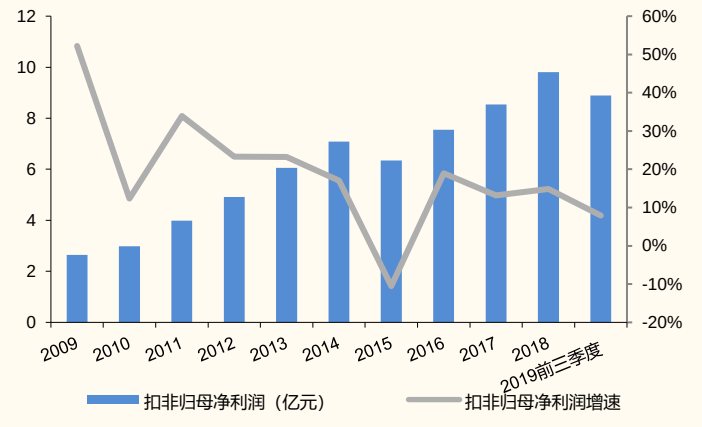
公司业绩增长稳定，2009-2018 年营业收入年均复合增速 14.2%，扣非归母净利润复合增速 15.7%。2019 年前三季度营业收入 100 亿元，同比增长 6.25%，扣非归母净利润 8.9 亿元，同比增长 7.94%。同时，深圳燃气也是 A 股最大的城燃龙头，以营收、净利润与总市值计，均领先其他 A 股城燃企业。

图表 1：深圳燃气 09-18 年营收 CAGR14.2%



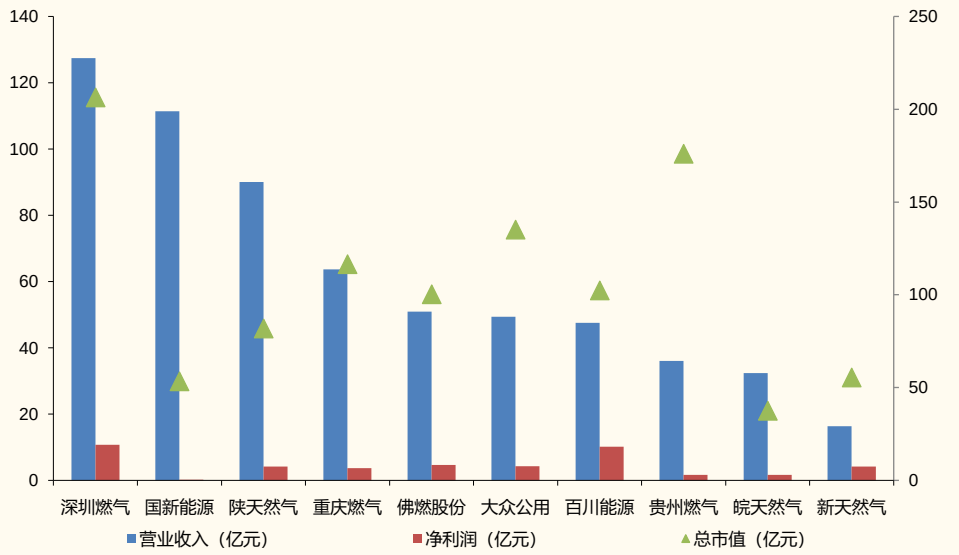
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：深圳燃气 09-18 年扣非归母净利润 CAGR15.7%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：公司营收、净利润（2018）、总市值（右轴）均领先 A 股燃气企业



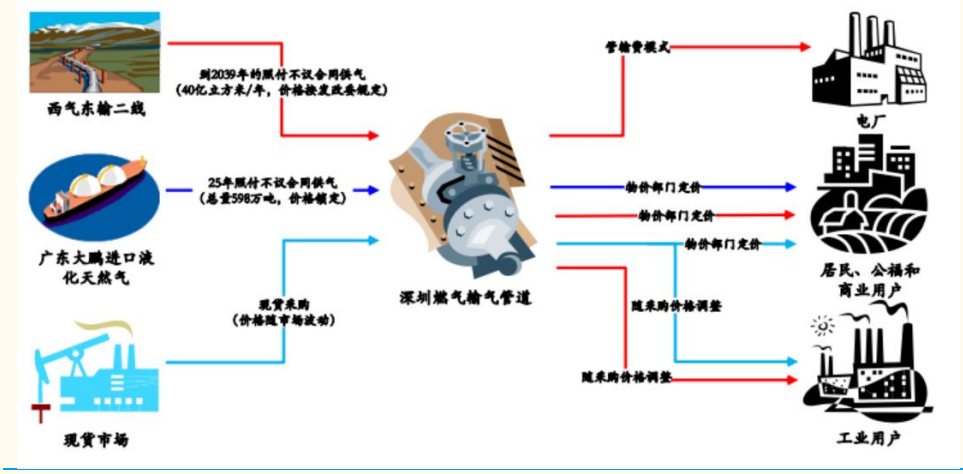
来源：Wind，国金证券研究所

注：总市值以 2019 年 10 月 11 日收盘价为基准

■ **聚焦管道燃气主业，内生外延多元化发展。**公司主营深圳地区管道燃气业务，同时通过旗下华安公司、深燃石油气公司开展华南周边地区液化石油气批发、瓶装液化石油气零售等业务；依托自身经营优势，近年来公司不断向外拓展异地燃气项目投资，目前在广西、江西、安徽等 8 省 40 市拥有管道燃气特许经营权。

管道燃气业务：包括管道天然气和管道石油气，其中 99%以上为天然气。公司自中石油、广东大鹏、所在省管网公司（异地项目）等气源方采购天然气，经过储配、运输、气化、调压、输送等环节最终向居民、商业、公福以及电厂用户销售。

图表 4：深圳燃气管道燃气业务流程



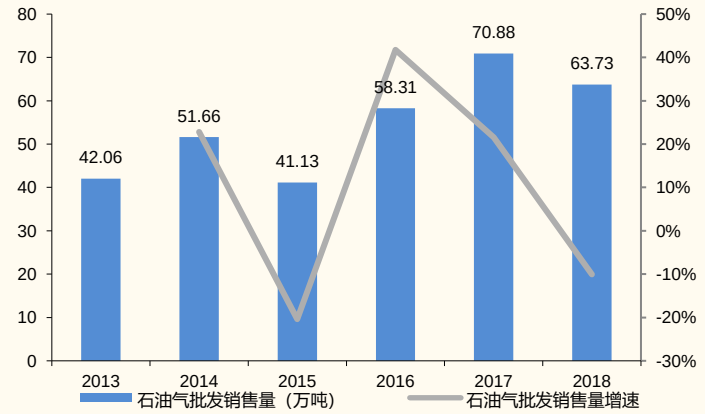
来源：公司公告，国金证券研究所

液化石油气批发：由子公司华安公司经营，为我国最大的进口液化石油气批发商之一，通过招标形式向国际供应商进口，主要销售渠道为深圳、东莞、广州等珠江三角洲地区，客户为二级批发商及城市管道气、瓶装气零售商。近年来业务收入出现下滑，公司采取措施积极调整销售策略，通过退出三级站经营、客户梳理调整门店布局等方式提高运营效率。

瓶装石油气零售：由子公司深燃石油气公司运营，主要从华安公司处采购液化石油气，销路为深圳边远地区村镇的居民、商业用户及珠三角地区中高端工商业用户市场。

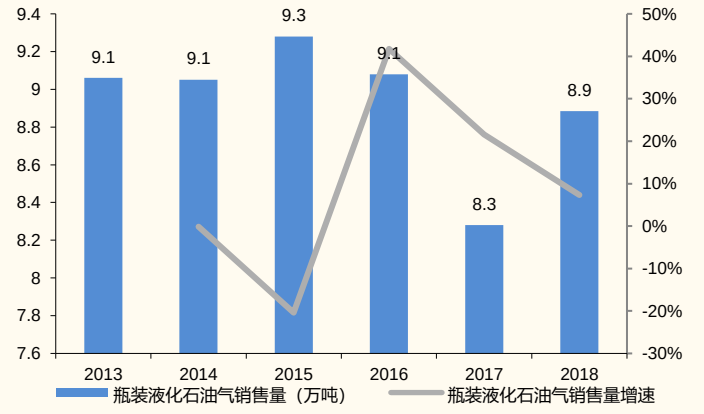
燃气工程及材料业务：主要为向居民用户及工商业用户等提供初装（深圳地区以外居民用户）、安装服务、改管服务、上门服务，需求源自于公司管道天然气业务的扩张。同样面临业务下行，公司通过推出橙色钢瓶提高产品识别度、装钢瓶二维码等方式，加强精细化管理。

图表 5：深圳燃气液化石油气批发销售量情况



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 6：深圳燃气瓶装液化石油气销售量情况

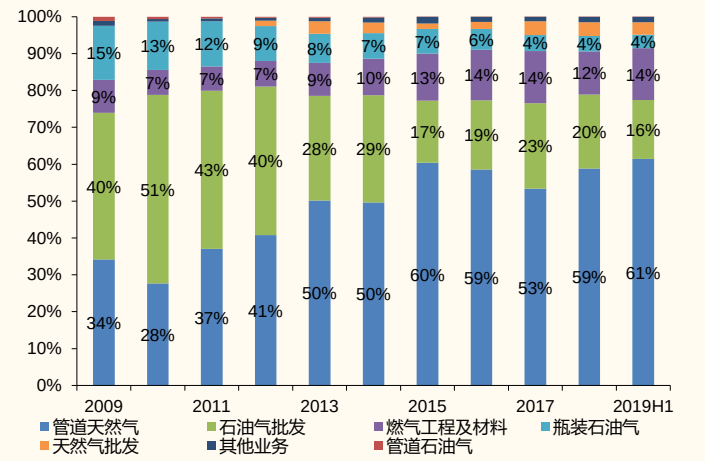


来源：公司公告，国金证券研究所

■ **高毛利管道天然气业务占比不断提升，贡献 60%以上收入与毛利。**随着天然气利用工程的推进，公司管道天然气业务收入占比不断提升，由 2013 年的 34.2%提升至 1H2019 的 61.4%，毛利贡献约 63%，成为公司最主要的收入、利润来源；而液化石油气批发则受到天然气替代、油价波动等影响，占比从 40%降至 16%。毛利率方面，管道天然气近十年平均值 28%，为主业中最高，管道石油气、瓶装石油气分别为 20.0%、26.4%，而液化石油气批发、天然气批发最低，仅为 3.4%、3.2%。

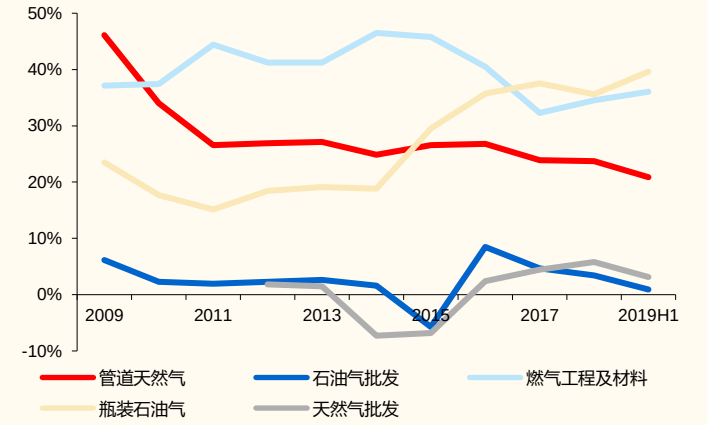
天然气销售结构上，客户主要为深圳地区电厂（目前 5 家）、非电厂客户（居民用户、工商业客户）以及异地燃气项目，2018 年占比分别为 31%、35%、28%，另外，天然气批发占比 6%。近年来，随着新增电厂客户、异地燃气项目拓展加速，电厂、异地售气量占比不断提升。

图表 7：深圳燃气各业务板块营收占比



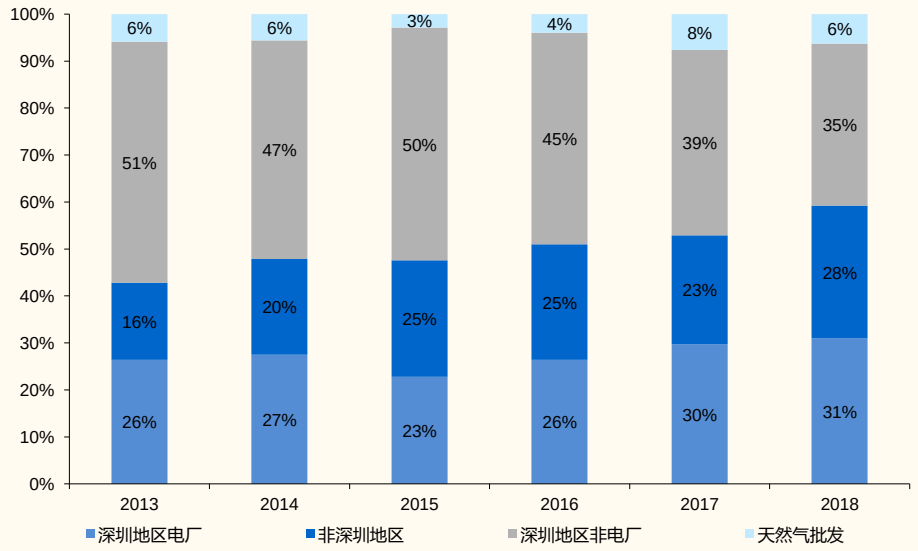
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：深圳燃气主要业务板块毛利率水平



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：2014-2018 年天然气销售结构



来源：公司公告，国金证券研究所

2. 全国天然气增速放缓背景下，深圳燃气增量空间广阔

2.1 全国天然气消费增速趋缓，2019 年或为短期需求拐点

- **环保政策与“煤改气”工程刺激 2017-2018 年全国天然气需求迅速攀升。**“十二五”期间，我国开始将节能减排、低碳发展、绿色经济列为能源发展的重点，此后国务院印发《大气污染防治行动计划》（简称“国十条”）进一步强调能源转型升级方向。2017 年 1 月，国家发改委先后下发《能源十三五规划》和《天然气十三五规划》，明确指出到 2020 年我国天然气消费占一次能源消费比例达到 8.3%-10%，为天然气需求高增长奠定政策基础。2017 年开始，政府出台一系列政策，在全国范围内推行大规模“煤改气”工程， 2017 年下半年，“2+26” 城市规划推出，围绕京津冀地区的煤改气政策执行力度加大。

图表 10：国家陆续推出天然气相关的鼓励政策

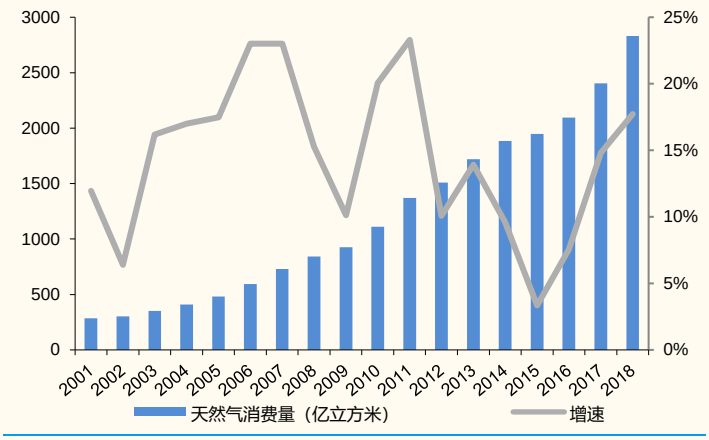
时间	鼓励政策	内容摘要
2012年6月	《节能与新能源汽车产业发展规划》	鼓励天然气、生物燃料等资源丰富的地区发展替代燃料汽车。
2012年8月	《节能减排“十二五”规划的通知》	开展交通运输节油技术改造，鼓励以洁净煤、石油焦、天然气替代燃料油。在有条件的城市公交客车、出租车、城际客货运输车等推广使用天然气和煤层气。
2012年9月	《重点区域大气污染防治“十二五”规划的通知》	强化机动车污染防治，有效控制移动源排放，鼓励节能环保车型，推广使用天然气汽车和新能源汽车，并逐步完善相关基础配套设施。
2012年12月	《天然气利用政策》	实施天然气替代工程，在经济相对发达地区和天然气产区，按照科学规划、因地制宜原则稳步实施以气替油工程。
2012年12月	发改委修订2007年8月发布的《天然气利用政策》	把天然气汽车，包括城市公交车、出租车、物流配送车、载客汽车、环卫车和载货汽车等以天然气为燃料的运输车辆和在内河、湖泊和沿海航运的以天然气为燃料的运输船舶列入天然气利用第一类用户，予以保证气源供应。
2013年2月	《国务院办公厅关于加强内燃机工业节能减排的意见》	要求积极发展车船用“柴油/天然气双燃料内燃机”，实施“替代燃料内燃机应用示范工程”，开展天然气单一燃料及天然气/柴油双燃料燃烧技术在车船用发动机上的推广应用。
2013年9月	《大气污染防治计划》	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。
2014年6月	《能源发展规划战略行动计划（2014-2020年）》	大力发展天然气，积极发展交通燃油替代，实行绿色交通行动计划，稳步发展天然气交通运输，结合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。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。
2014年9月	《国家应对气候变化规划（2014-2020年）》	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。
2016年12月	《能源发展“十三五”规划》	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%。
2016年12月	《天然气发展十三五规划》	2020 年国内天然气综合保供能力达到 3600 亿立方米以上。
2017年5月	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	推进非居民用气价格市场化，进一步完善居民用气定价机制；完善油气储备体系，提升油气战略安全保障供应能力；改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力。
2017年6月	《加快推进天然气利用的意见》	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年8月	《京津冀及周边地区2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》	2017 年10 月底前，“2+26”城市完成以电代煤、以气代煤300 万户以上；对完成以电代煤、以气代煤的地区，地方人民政府应将其划定为高污染燃料禁燃区，禁用燃用散煤；纳入2017 年度淘汰清单中的4.4 万台燃煤锅炉全部“清零”。2017 年，北京市压减煤炭消费量 260 万吨、天津市260 万吨、河北省 600 万吨以上，山东省完成《大气十条》 确定的煤炭消费减量任务， 河南和山西省大气污染传输通道城市煤炭消费总量实现负增长。
2017年12月	《北方地区冬季清洁取暖规划（2017-2021 年）》	1. 到2019 年，北方地区清洁取暖率达到50%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）7400 万吨。到2021 年，北方地区清洁取暖率达到70%，替代散烧煤（含低效小锅炉用煤）1.5 亿吨。2. 2019 年，“2+26”重点城市城区清洁取暖率要达到90%以上，县城和城乡结合部（含中心镇，10下同）达到70%以上，农村地区达到40%以上。2021 年，城市城区全部实现清洁取暖，35 蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除；县城和城乡结合部清洁取暖率达到80%以上，20 蒸吨以下燃煤锅炉全部拆除；农村地区清洁取暖率60%以上。
2018年8月	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	各油气企业全面增加国内勘探开发资金和工作量投入，力争到2020年底前国内天然气产量达到2000亿立方米以上；加快推进进口国别（地区）、运输方式、进口通道、合同模式以及参与主体多元化；建立以地下储气库和沿海液化天然气（LNG）接收站为主、重点地区内陆集约规模化LNG储罐为辅、管网互联互通为支撑的多层次储气系统。

来源：政府网站，公司公告，国金证券研究所

- 在环保政策刺激以及煤改气工程的加速推进下，全国对天然气的需求在短时间内集中爆发，在 2016 年下半年开始走出 2014-2015 年的疲态，重回两位数增长。2017-2018 年全国天然气消费量分别达到 2404、2830 亿立方米，同比增长 15%、18%。

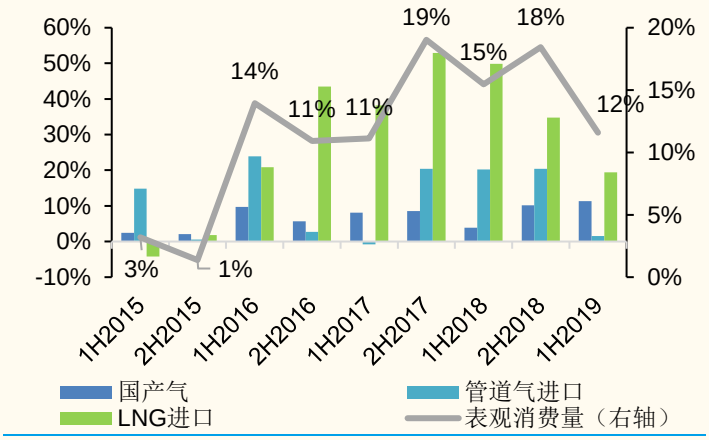
  同时由于国产气增速慢于消费增速，直接导致我国天然气进口的快速增长，2018 年我国天然气进口依存度为 45%。由于 LNG 进口比管道气更加灵活，因此 LNG 进口量大幅攀升以满足快速增长的消费需求。LNG 进口从 2016 年下半年开始维持了 30%以上的增速，在 2017 年下半年，LNG 进口增速超过 50%。中国也于 2017 年超过韩国，成为仅次于日本第第二大 LNG 进口国。随着进口量的继续攀升，中国在 2018 年成为了全球最大的天然气进口国（包括 LNG 与管道气）。进口 LNG 是满足过去两年高涨的天然气需求的重要途径。

图表 11：全国天然气消费量 17、18 年高速增长



来源：Wind，国金证券研究所

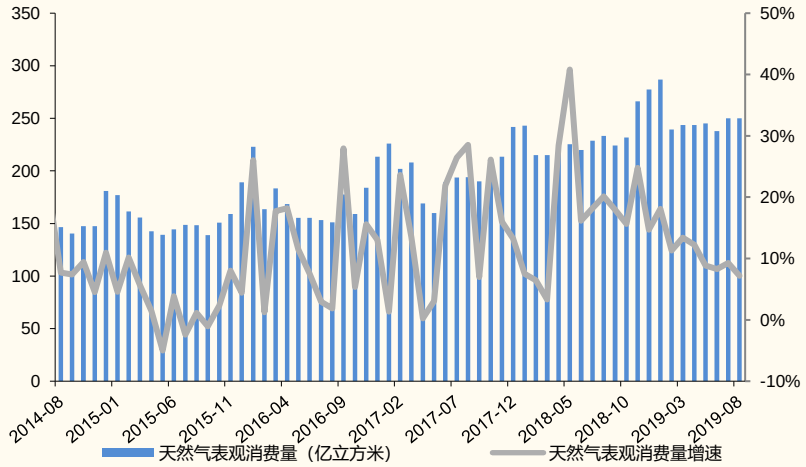
图表 12：国产气、管道气、LNG 进口及表观消费量增速



来源：中国海关，统计局，Wind，国金证券研究所

- **“煤改气”工程逐渐稳定，全国天然气消费增速趋缓。**2017 年全国共完成“煤改气”、“煤改电”578 万户，远远超出最初 300 万户的规划目标。其中“2+26”城市新增农村煤改气用户 394 万户，占全国“煤改气”用户 68%。2018 年起，“煤改气”政策执行较往年更加强调注重质量、保障民生，总体进程趋缓。在前两年高基数以及宏观经济下行压力加大、中美贸易摩擦升级的形势下，2019 年 1-8 月天然气表观消费量 1,996.9 亿立方米，同比增长 11.1%，表明天然气增长仍存在韧性，但增速较去年同期下滑 5.4 pct.，放缓态势明显。我们预计 2019 年天然气消费 3096 亿立方米，同比增长 11.3%，17-18 年的高速增长短期内难以复制，全国天然气需求增长趋稳。

图表 13：天然气表观消费量月度值增速放缓

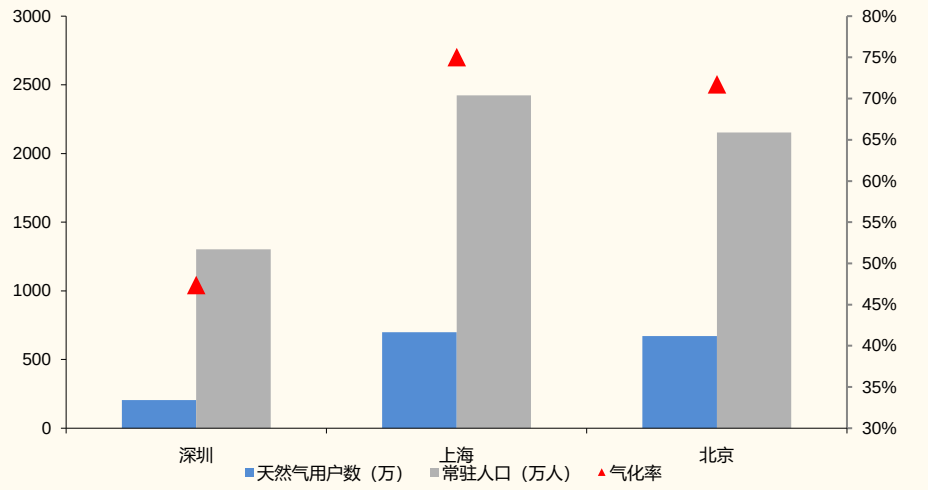


来源：Wind，国金证券研究所

2.2 深圳燃气增量空间一：城中村改造进程加快，大幅提升深圳市气化率

- **深圳市气化率远低于北京、上海，具备较大提升空间。**由于深圳市管道燃气业务发展较晚，天然气普及率较低，深圳市规划到 2020 年管道天然气用户数超 260 万户，普及率提高至 61.5%，以此为基数 2018 年深圳地区天然气用户数 205.88 万户，天然气普及率近 50%左右。根据各市国民经济和社会发展统计公报，2018 年北京、上海天然气用户分别为 672、700 万户，气化率 70%、75%，远高于深圳。同时深圳地区整体天然气销售量 18.11 亿立方米，北京、上海分别为 180、77.2 亿立方米，分别为深圳的 9.9、2.3 倍。

图表 14：深圳天然气普及率远低于北京、上海



来源：公司公告，各市国民经济和社会发展统计公报，国金证券研究所

- **提升气化率的主要途径：城中村改造进程加快，19-20 年预计新增居民用户售气量 1.7 亿方。**2016 年，深圳地区推进“城市管理治理年”行动方案，开展老旧住宅区及城中村管道天然气改造，替换原有的液化石油气。根据深圳市住房和建设局印发《深圳市老旧住宅区、城中村普及管道天然气工作方案》要求，2020 年目标完成城中村和老旧住宅区管道天然气改造超过 99 万户，对应天然气覆盖率 61.5%，年均新增天然气用户超过 30 万户。

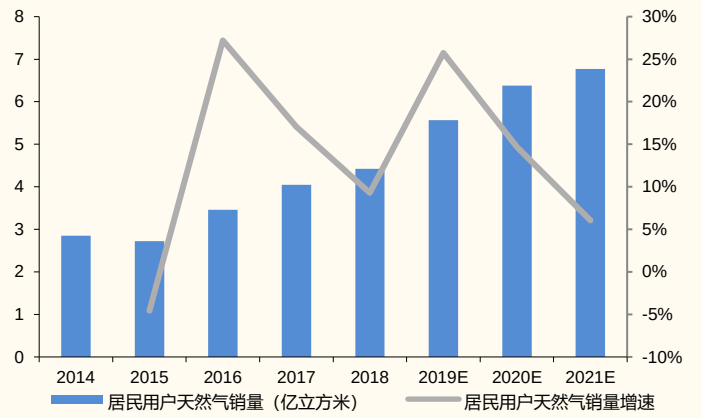
  2016-2018 年分别完成城中村改造 7、9、8.27 万户，19H1 改造 10 万户。考虑到前期各区规划流程导致改造速度慢，统筹关系理顺后预计改造将进一步提速。预计 19-20 年增量在 45、30 万户左右，合计新增居民用户天然气需求量约 1.7 亿立方米，较 18 年增长 44%。

图表 15：深圳市城中村改造相关政策

时间	政策	具体内容
2015年6月	《2015年深圳市人民政府工作报告》	加快城中村、旧工业区和旧商业区改造
2016年11月	《深圳市能源发展“十三五”规划》	加快推进老旧住宅区和城中村管道燃气改造，2020年居民管道天然气用户数达225万户，普及率提高到60%。
2016年11月	《深圳市城市更新“十三五”规划》	提倡有机更新，规划期内力争完成100个城中村或旧住宅区、旧商业区综合整治项目。
2016年12月	《深圳市老旧住宅区、城中村普及管道天然气工作方案》	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11月	《深圳市“城中村”综合治理行动计划（2018-2020年）》	2020年前分三步完成1600个城中村综合治理，18、19年各完成40%，2020年全面完成剩余工作

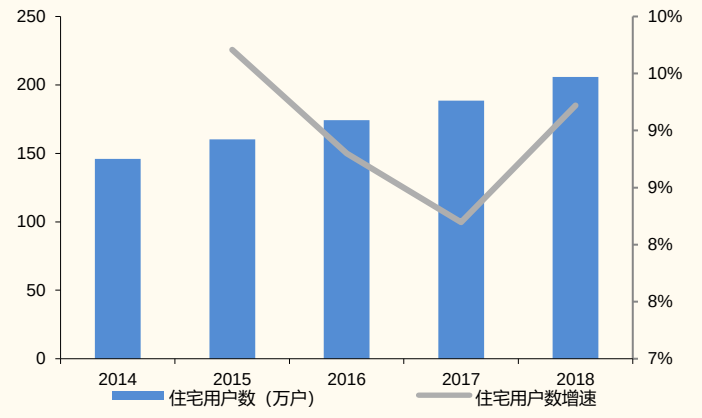
来源：政府网站，国金证券研究所

图表 16：居民用户天然气销售量及增速



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 17：管道天然气居民用户数量



来源：公司公告，国金证券研究所

2.3 深圳燃气增量空间二：本地电厂用气量远期增长可观

- **充分挖掘本地电厂客户，近三年电厂售气量 CAGR35.7%。**公司依托环保政策支持的良好机遇以及自身气源优势，大力拓展电厂等工业用户，充分挖掘本地电厂客户，先后于 2010-2016 年与深圳钰湖、大唐宝昌、南天电力、华电国际签订《天然气购销协议》，协议截至日期均为 2039 年底，合计约定年供气量约 14 亿立方米。电厂售气量增长迅速，由从 2013 年的 3.65 亿方上升至 2018 年的 8.56 亿方，年均增速 18.6%，16-18 年 CAGR 更是高达 35.7%。

图表 18：深圳燃气现有及未来潜在电厂用户

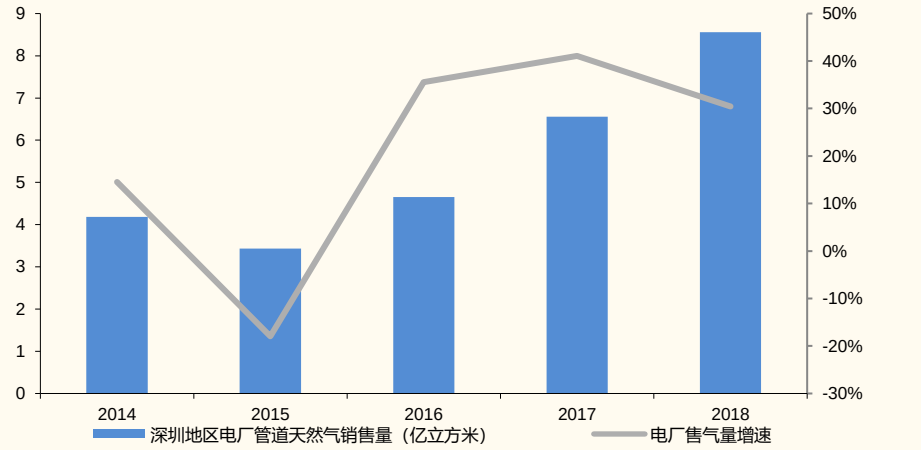
签约电厂用户	约定年供气量（亿方）	照付不议气量（亿方）	协议签约时间
深圳钰湖电力有限公司	3.74	3.37	2010年11月
深圳宝昌电力有限公司	3.7	3.33	2011年2月
深圳南天电力有限公司	2.6	2.34	2012年5月
华电国际电力深圳公司	3.8		2016年11月
深圳南山热电股份有限公司			2018年5月
在建/拟建电源项目	**建设装机容量**	**新增装机容量（万千瓦）**	**投产时间**
大唐国际宝昌燃气热电扩建项目	2×400MW	80	2020年
深圳钰湖燃气热电扩建项目	2×400MW	80	2021年
光明燃机电厂项目	2×400MW	80	2021年
规划储备电源项目	**项目内容**		
妈湾电厂改建项目	现有 6×300MW 级燃煤发电机组逐步改建 为 3×660MW 燃煤机组或燃气机组方案		
南山热电厂迁建项目	现有 3×180MW 级燃气蒸汽联合循环调峰 发电机组迁建方案		
东部电厂二期项目	扩建装机容量为 3×400MW 级的燃气蒸汽联合 循环调峰发电机组		
前湾电厂二期项目	扩建装机容量为 3×400MW 级的燃气蒸汽联合 循环调峰发电机组		
国电坪山分布式能源项目	建设总装机容量为 3×40MW 级的燃气蒸汽联 合循环热电联供机组，配套建设热网工程		
华电坪山分布式能源二期项目	扩建适当规模的燃气蒸汽联合循环热电联供机组，配套建设热网工程		

来源：公司公告，《深圳市能源发展“十三五”规划》，国金证券研究所

- **深圳宝昌、钰湖电厂扩建项目、光明燃机新建项目预计于 20-21 年投产，满产后或新增电厂售气量近 10 亿方。**根据《深圳市能源发展“十三五”规划》，大唐国际宝昌燃气热电扩建项目、深圳钰湖燃气热电扩建项目预计于 20-21 年投产，同时新建装机容量为 2×400MW 级的燃气蒸汽联合循环热

电联供机组及配套建设热网工程，三大项目满产后合计或贡献电厂售气量 9.6 亿立方米。

图表 19：深圳地区电厂售气量近年来高增长

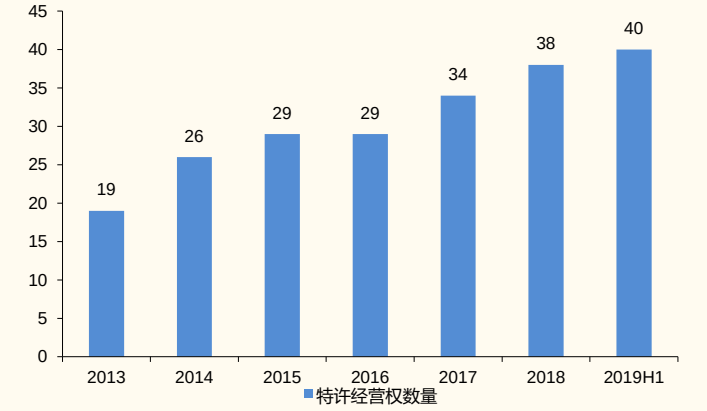


来源：公司公告，国金证券研究所

2.4 深圳燃气增量空间三：异地燃气项目持续扩张

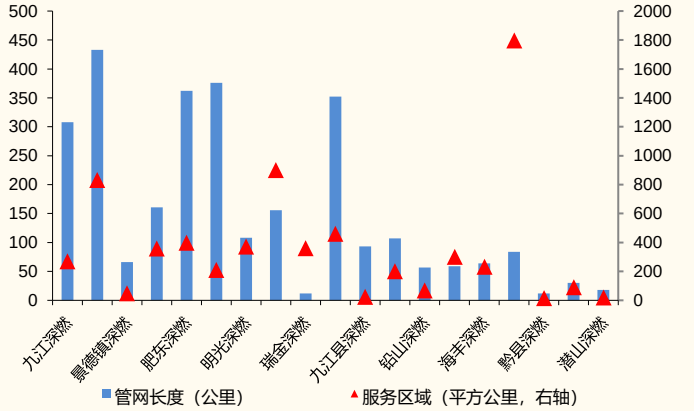
- **特许经营权达 40 个，异地燃气持续扩张。**目前公司在广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江、云南等 8 省（区）拥有 40 个城市（区）管道燃气特许经营权。近年来，公司凭借在燃气业务运营上的优势，不断拓展异地燃气项目，异地投资进程加快，1H2019 公司新增 2 个燃气项目，分别为：梧州市鑫林新能源投资有限公司、邵东县泰华管道燃气工程建设投资有限公司。
- **异地天然气销售量 5 年 CAGR28%，深圳以外地区用户占管道天然气总用户比例逐年提升至 37.6%。**公司深圳以外地区管道天然气销售量由 2013 年的 2.27 亿方提升至 2018 年的 7.83 亿方，年均增速超 28%。同时异地用户数不断提升，1H2019 达 127.91 万户，占比同比增长 1.6pct 至 37.6%，贡献用户增量的 53.2%。

图表 20：公司管道燃气特许经营权数量



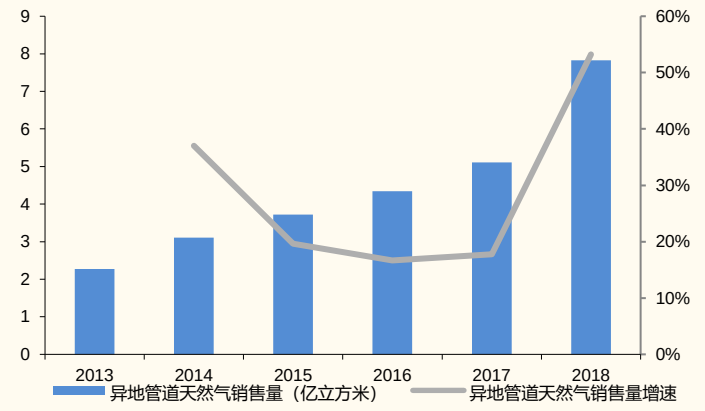
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 21：深圳燃气主要异地子公司管网长度及服务区域



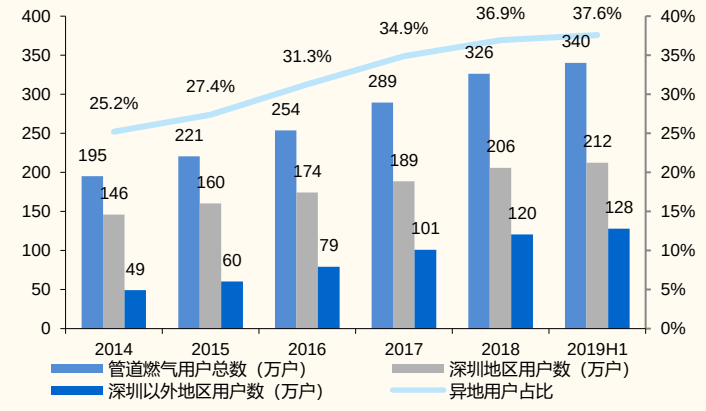
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 22：异地管道天然气销售量 5 年 CAGR28%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：异地管道天然气用户数稳定增长



来源：公司公告，国金证券研究所

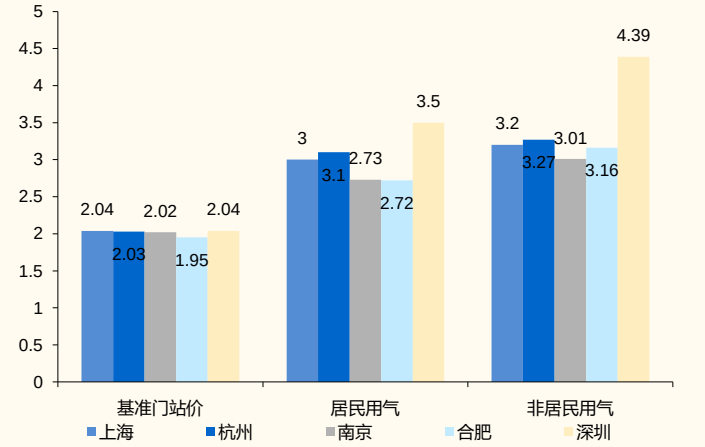
2.5 高终端售价凸显毛差优势，助力公司壁垒不断加厚

- **深圳地区天然气终端售价高于其他地区：**2007 年广东省颁布《关于规范我省管道燃气价格管理的通知》，明确规定停止收取燃气初装费、增容费、开户费等接驳费用，这部分成本传导至终端，使得深圳天然气零售价比上海、杭州等可比地区更高。

  深圳市对天然气消费按不同的用气途径、不同用气量进行定价，并于 2016 年 1 月进行了天然气销售价格的调整。当地终端售价总体上分居民用气、学校用气、公用用户用气、一般工商业用户、电厂用气五种，其中居民用气又按用气量、季节进行分档计价。

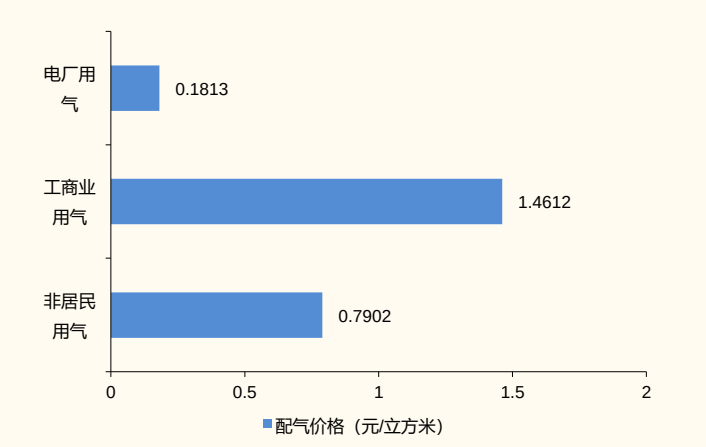
  2019 年 1 月 1 日，深圳再次调整天然气最高限价。对比深圳地区的天然气终端售价和其他基准门站价相近的地区，无论是居民用气还是工业用气气价，上海、南京、杭州、合肥等其他地区的用气价格都在 2-3 元/方左右，而深圳市居民用气一档气价为 3.5 元/方，工业用气最高限价为 4.39 元/方，均远高于其他地区价格。

图表 24：深圳居民、非居民用气价格高于可比地区



来源：政府网站，国金证券研究所

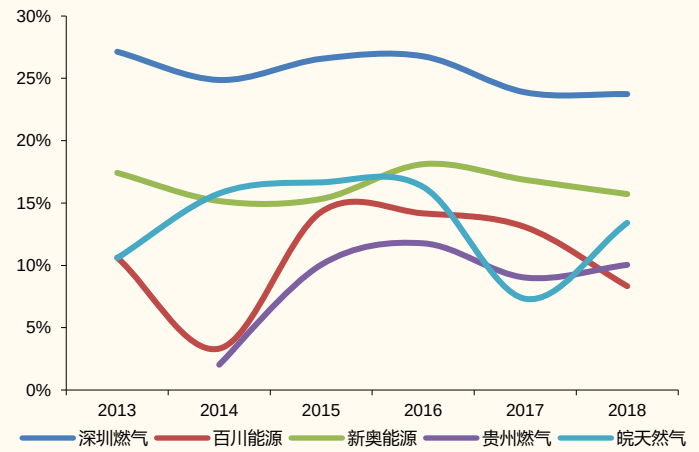
图表 25：深圳天然气配气价格



来源：深圳发改委，国金证券研究所

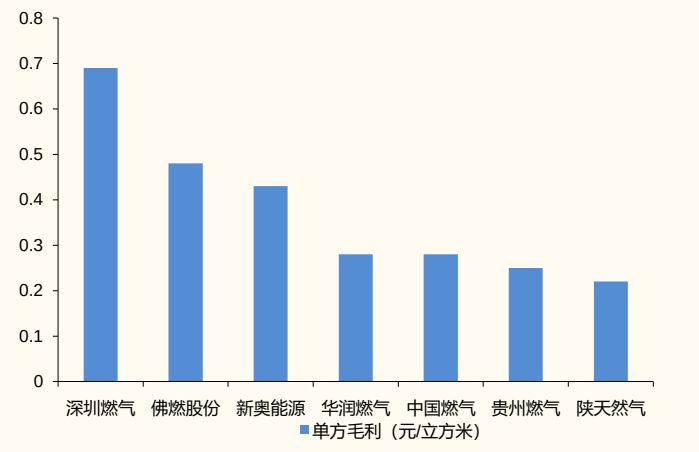
- **高终端燃气售价助推公司高毛利：**深圳市经济发达，公司下游客户较为优质，终端客户对燃气售价承受能力较高，公司燃气售价相对较高，致使单方毛利也处于较高位置。受益于更高的燃气终端售价，公司实现毛利率 24%，远高于可比上市公司。公司单方毛利 0.69 元/立方米，在同行中也处于突出地位。

图表 26：深圳燃气毛利率高于同行



来源：Wind，国金证券研究所

图表 27：深圳燃气单方毛利高于同行



来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

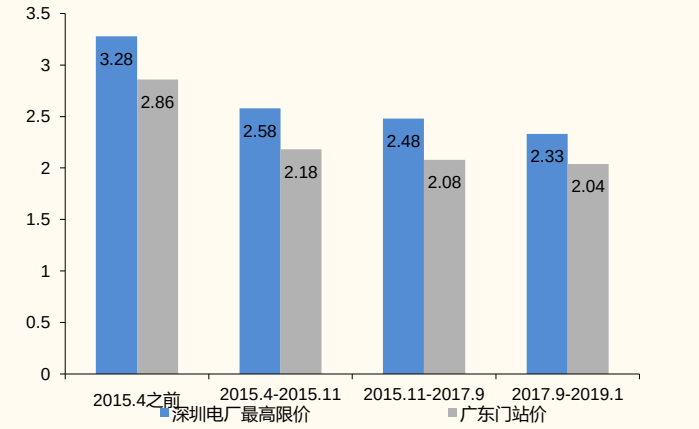
- **深圳市电厂最高限价下调，短期影响不大，长期看气价下降或为以价换量：**2019 年深圳市国资委发布深圳市内城市燃气业务成本监审结果，西气东输二线管道天然气供应燃气电厂最高限价由 2.48 元/立方米下调至 2.33 元/立方米。目前门站价+配气价合计 2.2213 元/立方米，与最高限价已较为接近，未来电厂售气价进一步下降的空间有限。长期看，气价的下调虽然影响公司单位利润，但对电厂来说能降低成本，或进一步刺激电厂用气需求量。

图表 28：深圳天然气销售最高限价调整

	2019年1月1日之前	2019年1月1日之后
居民生活用气	3.5元/立方米起	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

来源：深圳发改委，国金证券研究所

图表 29：19 年深圳电厂最高限价下调



来源：国家发改委，深圳市发改委，国金证券研究所

3. 中石油西二线气合力大鹏 LNG，低成本保证公司充足利润空间

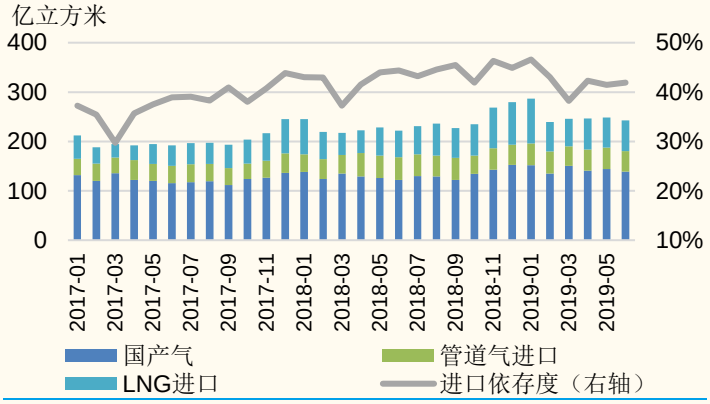
3.1 我国天然气对外依存度 45%，LNG 进口是主要增长来源

- **我国天然气对外依存度不断提高，LNG 进口是主要增长来源：**顺应能源清洁化趋势，中国天然气市场在 2016 年下半年开始走出 2014-2015 疲态，重回两位数增长。2017 年开始，中国天然气需求激增，但国内天然气产量增速不及消费增速，导致天然气进口量大幅增长，对外依存度迅速攀升。
- **目前我国天然气对外依存度达到 45%：**在天然气进口来源中，LNG 进口比管道气进口具有更大的灵活性，因此在短期激增需求的刺激下，LNG 进口量随之大幅快速增长，从 2016 年下半年开始即维持了 30%以上的增速，甚至在 2017 年下半年 LNG 进口增速超过 50%。2016 年，中国天然气对外依存度为 35%，2017 年上升至 40%，并在 2018 年进一步攀升至 45%。中国也于 2017 年超过韩国成为仅次于日本的第二大 LNG 进口国。随着进

口量的继续攀升，中国在 2018 年成为了全球最大的天然气进口国（包括 LNG 与管道气）。事实上，进口 LNG 是满足过去两年高涨的天然气需求的重要途径。直到 2019 年上半年，消费增速放缓，国产增速提升，管道进口与 LNG 进口增速明显放缓，预计未来对外依存度将稳定在目前的水平。

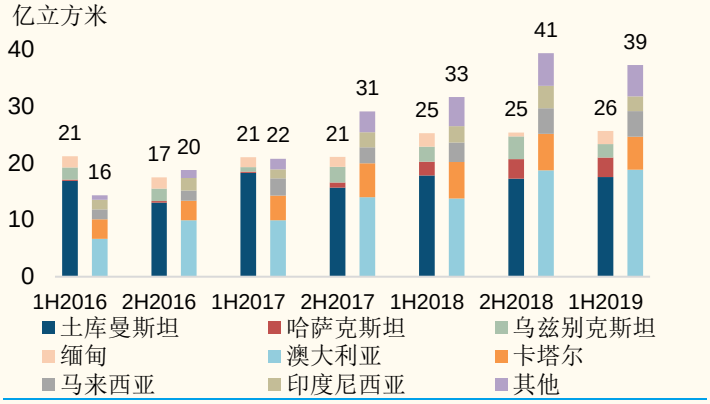
- **我国天然气进口 56%来自土库曼斯坦和澳大利亚：**在我国目前的天然气进口结构中，40%为管道气，60%为 LNG 进口。我国最大的管道气供应国为土库曼斯坦，最大的 LNG 供应国为澳大利亚，这两个国家的进口量占天然气总进口的 56%，集中程度相对较高。

图表 30：天然气供应结构及对外依存度



来源：中国海关，Wind，国金证券研究所

图表 31：主要管道气与 LNG 进口来源国



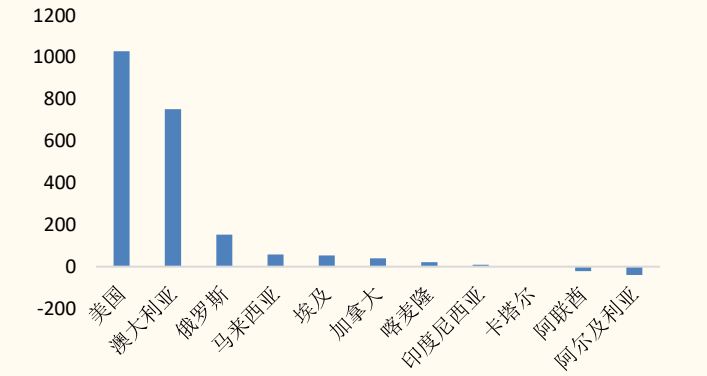
来源：中国海关，Wind，国金证券研究所

3.2 全球 LNG 供需基本呈现整体宽松局部紧张的格局

- **2015 年-2020 年全球 LNG 产能增长近 50%，整体供给宽松：**2016-2020 年期间有 21 个 LNG 项目 30 条生产线投产，累计新建产能 2170 亿方/年，主要来自澳大利亚、美国、马来西亚和俄罗斯，占全球 LNG 新增产能的 92%。其中，作为我国最主要 LNG 进口国的澳大利亚将有 10 条生产线投产，产能从 2015 年底的 476 亿方/年提高到 1228 亿方/年。卡塔尔将继续保持目前的 1081 亿方/年产能，2020 年预计成为全球第二大的 LNG 生产国和出口国。美国 LNG 产能均为新增产能，并于 2016 年起陆续投产，并在 2020 年-2022 年进入投产高峰期。

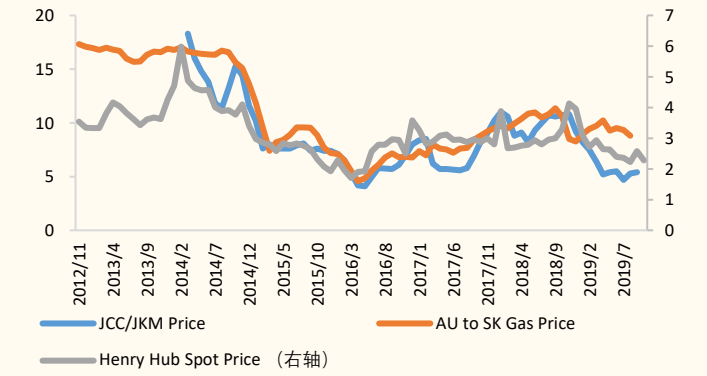
- **预计亚洲 JKM 价格中枢未来保持较低的位置：**受亚洲地区尤其我国近两年快速增长的 LNG 需求拉动，亚洲 JKM 价格曾上涨至 10 美元/百万英热单位以上。2019 年以来，随着中国 LNG 进口增速放缓，以及新的供应产能投产，亚洲现货价格下降至 4 美元/百万英热单位左右。未来几年，虽然亚洲地区可能出现供应局部紧张，但是在全球 LNG 供给宽松的大背景下，预计亚洲 JKM 价格中枢依然能够保持较低的位置。

图表 32：2016-2020 年全球 LNG 产能变化情况（亿方）



来源：《全球 LNG 市场前景展望》，国金证券研究所

图表 33：月度进口管道气、LNG 到岸价（$/MMBtu）

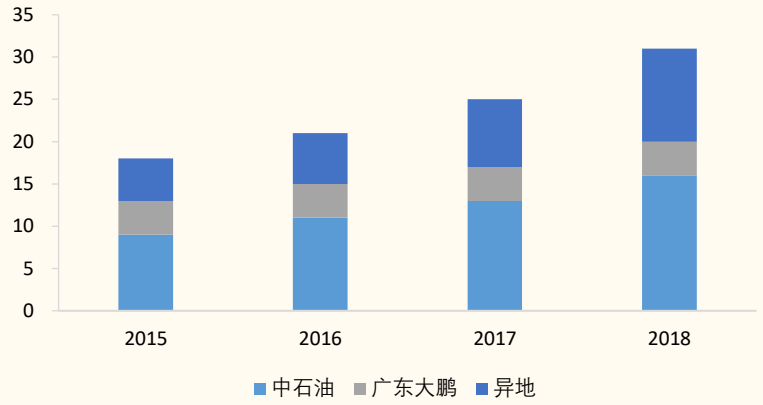


来源：Bloomberg，国金证券研究所

3.3 中石油西二线气体直送，不经广东管网费用降低

- 公司在深圳市的管道燃气业务气源相对稳定，目前主要的天然气供应商为中石油和广东大鹏。异地项目则根据当地供应情况，选择气源供应方。随着深圳燃气 LNG 接收站在 2019 年 8 月份投产，公司已开始在现货市场陆续采购 LNG。

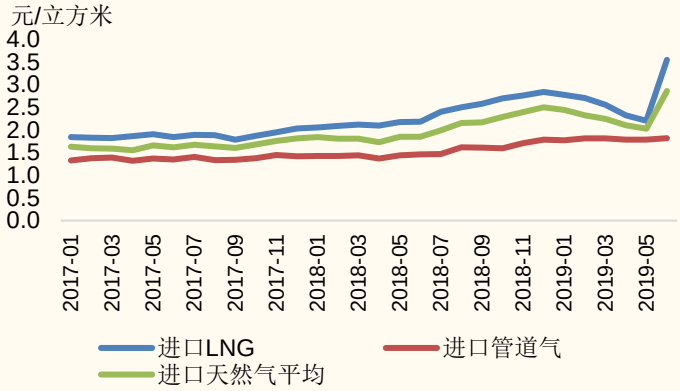
图表 34：公司气体来源（亿方）



来源：公司公告，国金证券研究所

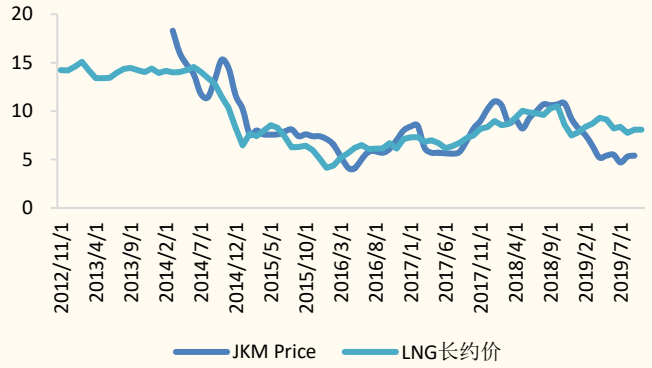
- **管道气和 LNG 进口对比，管道气价格便宜：**我国进口天然气与国际油价、LNG 现货价格及美国亨利港气价等国际价格指标相关。2019 年以来，受国际油价及全球 LNG 市场供需宽松等因素影响，我国进口 LNG 到岸价逐月下降，从 2.77 元/立方米下降到 2.07 元/立方米，上半年进口 LNG 平均到岸价为 2.41 元/立方米，同比上涨 14%，环比下降 9%。2019 年上半年，进口管道气到岸价格 1.8 元/方，比去年同期上涨 26%，环比上涨 10%。在管道气和 LNG 两种进口气源中，后者价格相对更贵。总的来说，我国 LNG 进口价格比管道气高 26%左右。

图表 35：月度进口管道气、LNG 到岸价



来源：《全球 LNG 市场前景展望》，国金证券研究所

图表 36：LNG 长约与现货价格（$/MMBtu）



来源：中国海关，Wind，国金证券研究所

- **公司与中石油签订西气东输二线供应协议：**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市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 40.0 亿立方米天然气，照付不议气量为 36.0 亿立方米（即买方必须购买、卖方必须供应的最低年协议气量）；约定正式供气日（实际 2012 年 5 月 10 日，中石油通过西气东输二线向公司试供气，同年 8 月 8 日向公司正式供气）至达产期（预计达产期为 5 年）各年，公司向中石油采购的天然气数量分别为 10.5 亿立方米、12.1 亿立方米、23.2 亿立方米、25.6 亿立方米和 40.0 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、22.0 亿立方米和 36.0 亿立方米。采购价格按国家价格主管部门制定的价格执行。

图表 37：西气东输二线达产期逐年供气量（亿方）

年份	采购量	照付不议气量
2012	10.5	7.5
2013	12.1	9.3
2014	23.2	18.9
2015	25.6	22
2016	40	36

来源：公司公告，国金证券研究所

- **西二线深港支线气体直送，无需管网费用成本降低：**西气东输二线工程外连源自土库曼斯坦的中亚天然气管道，西起霍尔果斯，南至广州、深圳和香港。为了促进西气东输气源的消纳并在天然气消费潜力巨大的深港地区提前布局，中石油在西气东输二线建设深港支线。深圳市的天然气直接从西气东输二线深港支线采购，不需要经过广东省省管网。中石油在供气合同中规定公司从西二线深港支线采购可以广东省基准门站价进行交易，不需要缴纳省管网管输费，公司从中石油购买的西气东输二线气源平均进气价格即为广东省基准门站价 2.04 元/方。

图表 38：公司直接从西气东输二线深港支线购气

来源：中国能源网，国金证券研究所

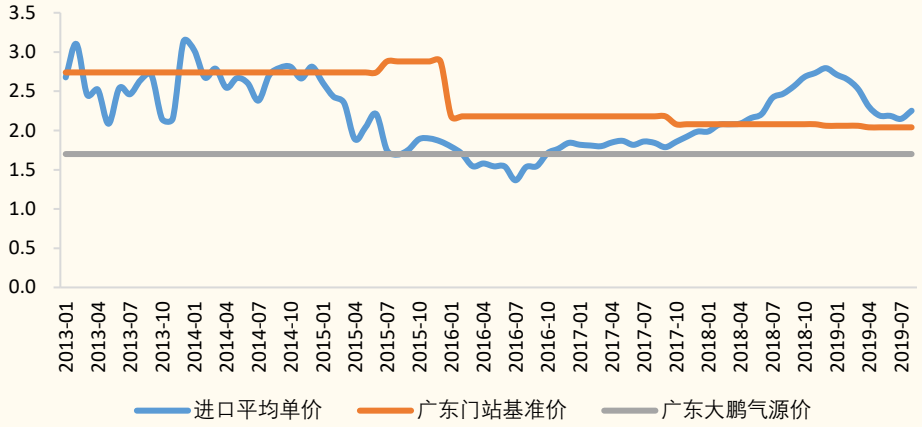
3.4 广东大鹏 LNG 价格便宜，自有 LNG 接收站保证公司利润空间

- **国内 LNG 价格对供需的敏感性更高：**在国内，LNG 价格与 LNG 进口到岸价概念不同。近几年，我国天然气液态市场发展迅速，液态市场的上游为陆基 LNG 工厂与沿海 LNG 接收站，通常不经气化，采用“液来液走”的模式用 LNG 槽车直接运到终端用户所在地。这种 LNG 点供模式的终端用户通常为工业用户或车船加注站。

  国内 LNG 液态市场化程度非常高，价格由供需双方自主确定，因此 LNG 价格与政府管制的门站价格相比波动剧烈频繁，对国内天然气市场供需情况更加敏感。例如，2017 年采暖季，全国尤其是北方地区出现严重的季节性供应紧张局面时，国内 LNG 价格也从 3000 元/吨（约合 2.17 元/立方米）飙升至 7000 元/吨（约合 5.07 元/立方米）以上，个别地方甚至出现价格过万的情况。

- **广东大鹏是国内最便宜的 LNG 来源之一：**广东大鹏（公司持股 10%）是公司天然气的又一来源。广东大鹏气源来自于澳大利亚西北大陆架公司，该公司拥有大规模的天然气储备。2004 年 4 月 30 日，公司与广东大鹏签订了《广东液化天然气项目天然气销售合同》，合同约定 2006~2031 年深圳燃气累计向广东大鹏采购 598 万吨 LNG，其中稳产期（2011 年 4 月 1 日~2027 年 3 月 31 日）天然气年供气量为 27.1 万吨，采购价格约为 1.70 元/立方米，远低于管道天然气门站价以及 LNG 进口价格，是国内最便宜的 LNG 长约价格之一。

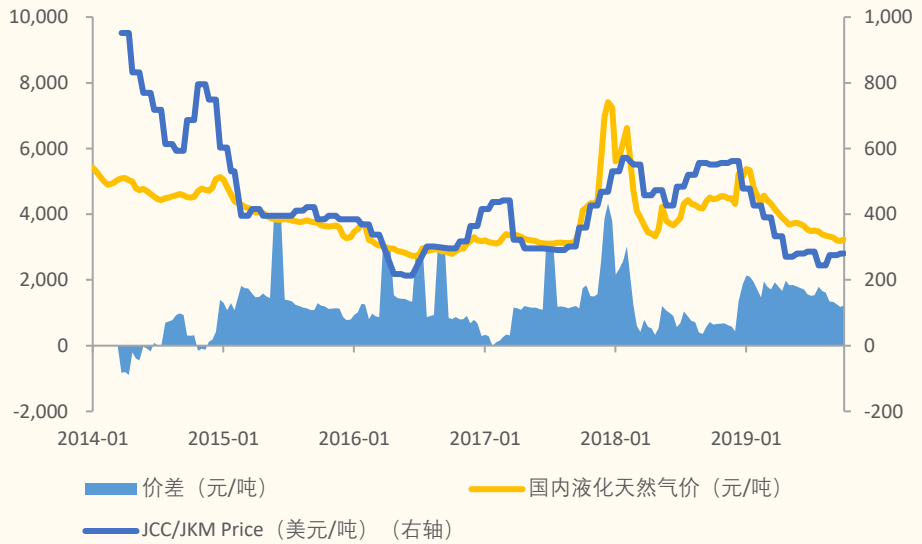
图表 39：国内 LNG 平均进口单价和广东大鹏气源价差



来源：海关总署，金联创，公司公告，国金证券研究所

- **公司自有 LNG 接收站充分保证利润空间：**目前公司在深圳的 LNG 储备调峰站已经投产，陆续开始在国际现货市场上采购 LNG 资源，气源得到进一步保障。预计未来国际 LNG 市场供应相对宽松，LNG 亚洲现货价格中枢处于低位；而国内即将进入采暖季，天然气需求旺盛，预计对国内供需更加的敏感国内 LNG 价格中枢上移，公司自有 LNG 接收站能够充分保证公司享受到取暖旺季国内 LNG 价格和 LNG 进口价的价差带来的利润空间。

图表 40：国内 LNG 和 JKM 价差



来源：国家统计局，Wind，国金证券研究所

4. 盈利预测和投资建议

- **全国天然气增速放缓背景下，深圳燃气增量空间广阔：**随着“煤改气”进程趋稳，预计 2019 年全国天然气需求为 3100 亿立方米，增速放缓至 11%左右。而相比较而言，深圳燃气需求增量空间广阔：①城中村改造进程加快，大幅提升深圳市气化率，预计 19-20 年完成改造 75 万户，新增居民用气量 1.7 亿方；②本地电厂用气量远期增长可观，近三年电厂售气量 CAGR 35.7%，随着 20-21 年宝昌、钰湖扩建，光明燃机新建项目投产，满产后或新增近 10 亿方需求；③异地燃气项目持续扩张，特许经营权已达 40 个，异地售气量 5 年 CAGR28%，用户占比逐年提升至 37.6%。
- **中石油西二线气合力大鹏 LNG，低成本保证公司充足利润空间：**我国天然气对外依存度 42%，管道气和进口 LNG 是进口主要来源。公司从三个方面降低成本，保障利润空间：①公司与中石油签订天然气购销协议，西二线深港气体直送，无需经过广东省管网，节省管网费用成本降低；②公司参股广东大鹏，获得国内最便宜的 LNG 进口气源之一；③公司的 LNG 储备调峰站投产，进一步巩固了天然气供应和价差壁垒。
- **国家石油天然气管网公司即将挂牌，利好城市燃气公司：**国内天然气市场一直以来都是政策驱动为主，而 2019 年即将挂牌成立的国家石油天然气管网公司也将在未来几年彻底改变我国天然气市场长期以来垂直一体化、产运不分的状况，引导推动天然气行业进入“N+1+N”的运营模式，即上游多个主体，中游为一家国家管网公司，下游多家城燃公司。提振管道建设、并促进天然气供应向更加安全、更加高效的发展演进。天然气行业将进入下一个稳定、健康增长的新阶段，公司作为城市燃气龙头，有望将从中受益。
- **基于以上公司基本面情况，我们做出如下核心假设：**
  管道燃气业务绝大部分以管道天然气业务为主，深圳地区电厂用户考虑新增燃机发电产能投产和初期利用率，预计 2020 年、2021 年新增燃气需求 2.5、5.0 亿方；深圳地区居民用户 2019-2021 年管道天然气用气率分别提升至 60%、70%、75%；非深圳地区管道燃气 2019-2021 年用户增速分别为 18%、17%、16%。
  LNG 接收站业务中，考虑到 LNG 接收站于 3Q2019 试运行，预计 10 月投产，正式经营时间计算 11-12 月，假设 LNG 接收站初期 70%用于供气，30%用于 LNG 贸易。
  燃气工程及材料业务中，考虑到深圳地区新增居民用户数以及公司异地扩张推进，对应的燃气工程及材料需求稳定增长，1H2019 增速 40%以上，预计 2019-2021 年增速分别为 40%、20%、10%。石油气批发和瓶装石油气业务缓慢萎缩， 天然气批发业务平稳增长。

图表 41：公司各业务版块收入盈利情况预测（百万元，%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总计	**8,508.95**	**11,058.78**	**12,741.39**	**14,348.08**	**16,424.98**	**19,219.56**
增速	6.8%	30.0%	15.2%	12.6%	14.5%	17.0%
毛利率	25.4%	20.7%	21.0%	20.4%	21.1%	21.1%
管道燃气	4,985.27	5,904.90	7,494.10	8,481.60	9,827.56	11,707.37
管道天然气	4,984.10	5,903.96	7,493.12	8,480.60	9,826.56	11,706.37
管道石油气	1.15	0.94	0.97	1.00	1.00	1.00
开户费	0.02					
增速	3.5%	18.4%	26.9%	13.2%	15.9%	19.1%
毛利率	26.8%	23.9%	23.7%	20.9%	22.0%	20.9%
LNG 接收站				166.32	528.00	1,188.00
增速					217.5%	125.0%
毛利率				32.6%	32.6%	32.6%

石油气批发	1,599.15	2,565.07	2,560.02	2,421.74	2,373.31	2,349.57
增速	19.2%	60.4%	-0.2%	-5.4%	-2.0%	-1.0%
毛利率	8.5%	4.7%	3.4%	3.5%	3.3%	3.3%
燃气工程及材料	1,163.57	1,559.67	1,487.94	2,083.12	2,499.74	2,749.71
增速	14.8%	34.0%	-4.6%	40.0%	20.0%	10.0%
毛利率	40.5%	32.3%	34.5%	35.0%	32.0%	32.0%
瓶装石油气	483.99	486.38	536.27	483.32	453.12	453.12
增速	-8.8%	0.5%	10.3%	-9.9%	-6.3%	0.0%
毛利率	35.7%	37.5%	35.6%	36.0%	32.0%	32.0%
天然气批发	162.95	406.51	477.81	498.93	508.91	514.00
增速	35.7%	149.5%	17.5%	4.4%	2.0%	1.0%
毛利率	2.4%	4.4%	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
其他业务	114.03	136.25	185.26	213.05	234.35	257.79
增速	-20.5%	19.5%	36.0%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	41.2%	42.7%	38.4%	40.0%	38.0%	35.0%

来源：公司公告，国金证券研究所

- 基于以上对公司业务的分析与假设，我们预测公司 2019~2021 年营业收入分别为 143/164/192 亿元，归母净利润分别为 11.1/13.7/16.4 亿元，对应 EPS 分别为 0.39/0.48/0.57 元，当前股价对应 P/E 为 16.4/13.3/11.1X，给予 2019 年 21 倍 PE，对应目标价 8.1 元，首次覆盖给予“买入”评级。

5. 风险提示

- **国内天然气价格剧烈波动：**经过接近两年的努力，我国“煤改气”政策推进逐渐稳健，冬季保供已有成效，预计 2017 年冬季天然气暴涨行情复现可能性很低。若国内天然气价格出现大幅上涨，电厂等对天然气价格敏感度高客户需求将下降，可能影响公司盈利能力。
- **上游气源大幅上涨：**公司通过大鹏 LNG 接收站进口的 LNG 价格较低，并且刚刚投产的储气调峰站没有长协负担。但若上游中石油、LNG 现货价格大幅上涨，公司成本上升，将可能影响公司利润。
- **政策变化或执行不达预期：**公司燃气售价和下游客户开拓受政策影响较大，如果出台价格管控政策、推广天然气消费利用的政策落地不及预期、或国家石油天然气管网公司推进不力等，可能对公司盈利能力产生负面影响。
- **“城中村”改造进度放缓：**若深圳城中村改造进度延期，公司天然气销售量增长将受到影响。
- **电厂利用小时数降低：**若公司客户电厂利用小时数降低，对燃料天然气需求降低，可能会影响公司天然气销量。
- **2019 年 8 月限售股解禁：**公司 2019 年 8 月 29 日解禁股权激励限制股份 1102.84 万股，占解禁后流通股 0.38%，占总股本 0.38%。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	**8,509**	**11,059**	**12,741**	**14,348**	**16,425**	**19,220**
增长率		30.0%	15.2%	12.6%	14.5%	17.0%
主营业务成本	-6,343	-8,767	-10,071	-11,424	-12,952	-15,163
%销售收入	74.6%	79.3%	79.0%	79.6%	78.9%	78.9%
毛利	2,166	2,292	2,670	2,924	3,473	4,057
%销售收入	25.4%	20.7%	21.0%	20.4%	21.1%	21.1%
营业税金及附加	-55	-57	-58	-72	-82	-96
%销售收入	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-961	-938	-957	-1,076	-1,232	-1,441
%销售收入	11.3%	8.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
管理费用	-145	-165	-173	-187	-214	-250
%销售收入	1.7%	1.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	0	0	-219	-251	-292	-346
%销售收入	0.0%	0.0%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润（EBIT）	1,005	1,132	1,263	1,339	1,653	1,923
%销售收入	11.8%	10.2%	9.9%	9.3%	10.1%	10.0%
财务费用	-138	-105	-161	-114	-114	-70
%销售收入	1.6%	0.9%	1.3%	0.8%	0.7%	0.4%
资产减值损失	-1	-10	1	-6	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	133	118	125	130	130	130
%税前利润	13.1%	10.1%	9.8%	9.5%	7.7%	6.5%
营业利润	998	1,151	1,273	1,359	1,677	1,992
营业利润率	11.7%	10.4%	10.0%	9.5%	10.2%	10.4%
营业外收支	20	19	-4	15	15	15
税前利润	1,018	1,169	1,269	1,374	1,692	2,007
利润率	12.0%	10.6%	10.0%	9.6%	10.3%	10.4%
所得税	-230	-255	-195	-206	-254	-301
所得税率	22.6%	21.8%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	789	914	1,075	1,168	1,438	1,706
少数股东损益	17	27	44	55	65	70
归属于母公司的净利润	**772**	**887**	**1,031**	**1,113**	**1,373**	**1,636**
净利率	9.1%	8.0%	8.1%	7.8%	8.4%	8.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	789	914	1,075	1,168	1,438	1,706
少数股东损益	17	27	44	55	65	70
非现金支出	418	490	559	530	563	602
非经营收益	15	-4	41	88	118	129
营运资金变动	334	9	195	170	372	521
经营活动现金净流	**1,556**	**1,409**	**1,869**	**1,956**	**2,491**	**2,958**
资本开支	-1,599	-1,394	-1,173	-965	-945	-1,045
投资	-204	-229	-340	-1,385	-30	0
其他	845	-550	792	130	130	130
投资活动现金净流	**-958**	**-2,173**	**-720**	**-2,220**	**-845**	**-915**
股权募资	189	27	20	1	0	0
债权募资	207	655	-188	1,212	92	421
其他	-366	-473	-495	-671	-699	-854
筹资活动现金净流	**31**	**210**	**-664**	**543**	**-607**	**-433**
现金净流量	**628**	**-555**	**485**	**279**	**1,040**	**1,610**

资产负债表（人民币百万元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,154	2,712	3,021	3,300	4,339	5,949
应收款项	584	573	646	680	774	900
存货	369	458	519	589	685	823
其他流动资产	240	876	403	454	521	574
流动资产	4,346	4,619	4,588	5,022	6,319	8,245
%总资产	25.2%	24.6%	23.3%	22.9%	26.7%	31.7%
长期投资	531	551	548	1,881	1,881	1,881
固定资产	11,004	11,998	12,667	12,891	12,986	13,151
%总资产	63.8%	63.9%	64.3%	58.7%	54.9%	50.5%
无形资产	1,171	1,452	1,713	1,895	2,168	2,432
非流动资产	12,897	14,162	15,125	16,922	17,325	17,790
%总资产	74.8%	75.4%	76.7%	77.1%	73.3%	68.3%
资产总计	**17,243**	**18,781**	**19,712**	**21,945**	**23,644**	**26,035**
短期借款	1,416	4,049	1,393	2,598	2,691	3,112
应付款项	3,611	3,717	3,858	4,116	4,629	5,357
其他流动负债	2,369	453	929	951	1,037	1,148
流动负债	7,396	8,219	6,180	7,665	8,357	9,618
长期贷款	0	0	200	200	200	200
其他长期负债	1,787	1,772	3,655	3,665	3,665	3,665
负债	9,183	9,990	10,036	11,530	12,222	13,483
普通股股东权益	7,713	8,416	9,197	9,880	10,822	11,883
其中：股本	2,212	2,214	2,877	2,877	2,877	2,877
未分配利润	2,581	3,170	3,781	4,462	5,404	6,465
少数股东权益	347	375	480	535	600	670
负债股东权益合计	**17,243**	**18,781**	**19,712**	**21,945**	**23,644**	**26,035**

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.349	0.401	0.358	0.387	0.477	0.569
每股净资产	3.487	3.801	3.197	3.434	3.761	4.130
每股经营现金净流	0.703	0.636	0.650	0.680	0.866	1.028
每股股利	0.105	0.150	0.150	0.150	0.150	0.200
回报率						
净资产收益率	10.01%	10.54%	11.21%	11.27%	12.69%	13.77%
总资产收益率	4.48%	4.72%	5.23%	5.07%	5.81%	6.28%
投入资本收益率	7.09%	6.17%	7.29%	6.85%	7.93%	8.48%
增长率						
主营业务收入增长率	6.80%	29.97%	15.22%	12.61%	14.48%	17.01%
EBIT 增长率	22.52%	12.64%	11.59%	6.04%	23.43%	16.38%
净利润增长率	17.03%	14.88%	16.24%	7.97%	23.38%	19.12%
总资产增长率	12.94%	8.92%	4.96%	11.33%	7.74%	10.11%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.3	12.9	11.8	11.7	11.6	11.5
存货周转天数	17.4	17.2	17.7	19.0	19.5	20.0
应付账款周转天数	71.8	66.9	62.9	58.0	56.0	54.0
固定资产周转天数	324.7	259.5	251.7	224.1	195.7	168.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-2.95%	32.27%	20.38%	27.83%	17.09%	6.08%
EBIT 利息保障倍数	7.3	10.8	7.8	11.8	14.4	27.5
资产负债率	53.26%	53.19%	50.91%	52.54%	51.69%	51.79%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	5	13	23
增持	0	2	2	4	9
中性	0	0	0	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.40**	**1.29**	**1.33**	**1.38**

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持 ； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

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%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH