

深圳燃气 (601139)

证券研究报告

2020年02月09日

优质区域燃气供应商，产业链延伸踏上新征程

深圳燃气：A股城燃的龙头公司

深圳燃气创立于1982年，是一家以城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资为主的大型燃气企业。公司近几年的业绩稳定增长，15-19年公司营业收入复合增速达到15.2%，归母净利润复合增速达到12.4%。

公司目前是国内A股燃气上市公司的龙头企业，其业务规模处于行业前列。2019年上半年，公司天然气销售量达到14亿方，在国内A股燃气公司中排名第二，仅次于重庆燃气，占国内消费量比例接近1%。从市值上看，A股排名第一。

立足深圳、异地扩张，销量CAGR预计18%

假定20/22年深圳天然气用户达到250/350万户，我们测算15-20年深圳家庭用气量CAGR为9.7%，20-22年CAGR为18.3%。

若未来三个电厂项目在20-21年投产，22年达到满产条件，不考虑存量机组利用小时变化，则未来三年电厂用气CAGR预计为28%。

根据新增特许经营权情况，预计未来3年异地项目有望维持7%的销气量增速。

毛差高于同业，结构性下滑

过去几年，公司毛差受到国内气荒、以及公司自身气源结构、销气结构因素影响，持续下降。未来3年，假设公司采购的进口LNG销售给电厂和做贸易套利的数量为40%/60%，因进气结构优化，电厂毛差为0.74/0.70/0.66元/方。但考虑到低毛差的电厂销售比例提升，公司综合毛差为0.83/0.80/0.77元/方。

接收站试投产，实现产业链延伸

2019年8月，随着首船LNG的成功接卸，接收站正式试投产运行，正式投产后，公司天然气储备调峰和供应保障能力将大幅提升，同时公司气源采购通道将被打通，实现产业链延伸。我们假定公司采购的进口LNG销售给电厂和做贸易套利的数量为40%/60%，未来价格分别为2.14/2.4元/方(不含税)且保持稳定，接收站负荷率19-22年分别达到16%/55%/80%/100%，测算19-22年接收站盈利分别为0.8/3.5/5.1/6.4亿。

我们预计公司19-21年净利润为11/15/17亿，EPS为0.37/0.51/0.60元/股，给予15倍的估值水平，目标价7.65元，“买入”评级。

风险提示：国内气价下跌，进口气价涨价，深圳电厂项目和城中村改造项目不达预期，异地业务拓展不达预期的风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,058.78	12,741.39	13,894.76	17,192.14	19,780.03
增长率(%)	29.97	15.22	9.05	23.73	15.05
EBITDA(百万元)	1,884.01	2,132.51	1,986.04	2,557.70	2,933.01
净利润(百万元)	886.88	1,030.93	1,056.68	1,463.17	1,735.88
增长率(%)	14.88	16.24	2.50	38.47	18.64
EPS(元/股)	0.31	0.36	0.37	0.51	0.60
市盈率(P/E)	22.15	19.06	18.59	13.43	11.32
市净率(P/B)	2.33	2.14	1.98	1.81	1.65
市销率(P/S)	1.78	1.54	1.41	1.14	0.99
EV/EBITDA	10.92	8.11	9.37	6.85	4.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	公用事业/燃气
6个月评级	买入(首次评级)
当前价格	6.83元
目标价格	7.65元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,876.77
流通A股股本(百万股)	2,865.71
A股总市值(百万元)	19,648.32
流通A股市值(百万元)	19,572.78
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	46.98
一年内最高/最低(元)	8.88/5.41

作者

张樨樨 分析师
SAC执业证书编号：S1110517120003
zhangxixi@tfzq.com

贾广博 分析师
SAC执业证书编号：S1110519010002
jiaguangbo@tfzq.com

刘子栋 分析师
SAC执业证书编号：S1110519090001
liuzidong@tfzq.com

石家骏 分析师
SAC执业证书编号：S1110516110001
shijiajun@tfzq.com

郑小兵 联系人
zhengxiaobing@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 深圳燃气：A 股城燃的龙头公司	4
2. 行业分析：天然气需求长期增长，管网独立或重塑城燃格局	6
2.1. 城市燃气和工业燃料引领天然气需求长期增长	6
2.2. 天然气市场化改革逐步推进，管网独立有望重塑城燃格局	6
2.3. 全球 LNG 项目进入投产期，接收站套利增强	7
3. 公司销气量分析：立足深圳、异地扩张，CAGR 预计 18%	8
3.1. 居民气：深圳市燃气渗透率有提升空间，CAGR 预计 18.3%	8
3.2. 电厂用气：短期受电价下调抑制，长期增量可观	9
3.3. 异地业务：有望不断拓展	11
4. 公司毛差分析：高于同业，结构性下滑	12
4.1. 横向比较：毛差水平高于同业，为平衡接驳费取消因素	12
4.2. 未来趋势：毛差预计随电厂用气增加而继续结构性下滑	13
5. 接收站试投产，实现产业链延伸	14
5.1. 西二线和大鹏接收站是公司主要的长协气源	14
5.2. 接收站试投产，盈利前景可观	15
6. 盈利预测与估值分析	17
7. 风险提示	18

图表目录

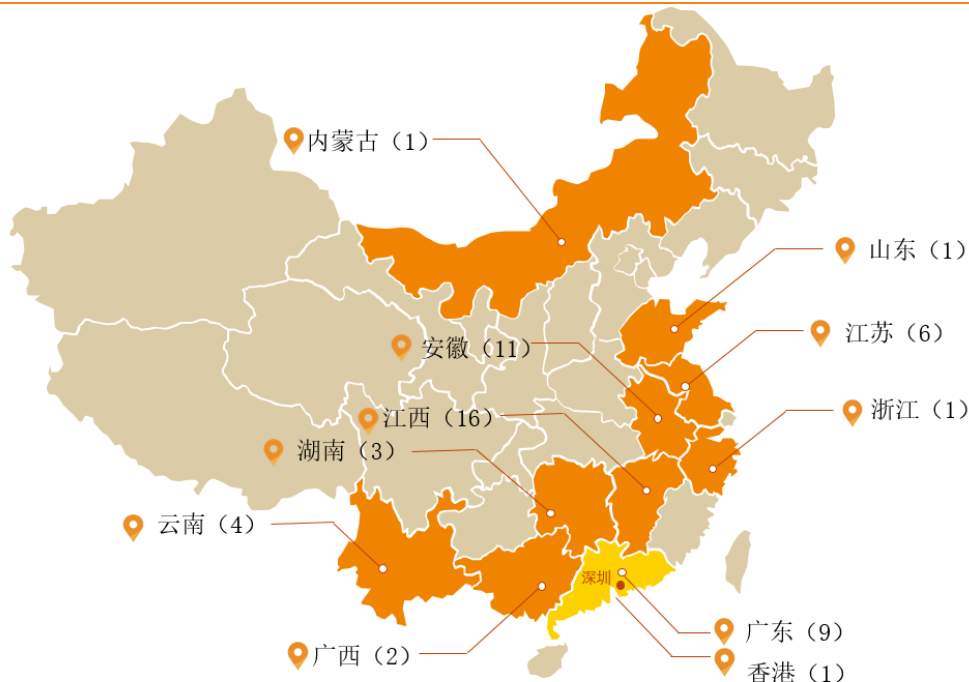
图 1：公司业务版图（个）	4
图 2：公司股权结构（截至 2019 年三季报）	4
图 3：公司营业收入结构	5
图 4：公司毛利结构	5
图 5：公司营业收入持续增长（亿元）	5
图 6：公司净利润持续增长（亿元）	5
图 7：A 股燃气企业市值（亿元，左）与售气量（亿方，右）	5
图 8：A 股燃气企业毛利率与 ROE	5
图 9：全球主要地区一次能源结构	6
图 10：天然气消费结构（亿方）	6
图 11：主要国家人均天然气消费量（桶油当量/人）	6
图 12：管道天然气定价市场化逐步推进	7
图 13：全球 LNG 出口量及利用率（十亿立方米）	8
图 14：JKM-HH 价差（美元/百万英热）	8
图 15：上海 LNG-JKM 价差（美元/百万英热）	8
图 16：公司城中村改造完成情况（万户）	9
图 17：公司深圳本地燃气管网长度（公里）	9

图 18: 公司深圳地区销气情况 (万吨)	9
图 19: 公司深圳地区用户数 (万户)	9
图 20: 公司电厂用气情况 (亿方)	10
图 21: 广东用电量占全国 9%以上 (亿千瓦时)	10
图 22: 2020 年广东电源结构规划	10
图 23: 公司特许经营权数量 (个)	11
图 24: 异地管道气销量 (亿方)	11
图 25: 异地用户数 (万户)	11
图 26: 异地管网长度 (公里)	11
图 27: 燃气公司毛差比较 (元/方)	12
图 28: 各地气价-门站价价差 (元/方)	12
图 29: 公司毛差变化 (元/方)	13
图 30: 公司深圳地区气源结构变化	13
图 31: 电厂用气占比不断提升	13
图 32: 深圳天然气销售价格 (元/方)	13
图 33: 公司管道燃气板块 ROA	13
图 34: 公司气源结构 (万吨)	14
图 35: 国内 LNG 景气度 (百万吨)	15
图 36: 广东 LNG (左, 元/吨) 与 JKM 价差 (右, 美元/百万英热)	16
图 37: 广东 LNG (左, 元/吨) 与 HH 价差 (右, 美元/百万英热)	16
表 1: 18-19 年燃气企业垂直一体化与并购事例	7
表 2: 2018 年一线城市天然气渗透率对比	8
表 3: 深圳家庭用气量测算	9
表 4: 深圳燃气天然气购销协议 (亿方)	11
表 5: 2018 年公司主要异地燃气子公司经营情况	12
表 6: 深圳燃气价格表	14
表 7: 公司与大鹏接收站长协	15
表 8: 接收站盈利测算 (不含税)	16
表 9: 公司主要业务盈利预测 (亿元)	17
表 10: A 股和 H 股可比公司盈利预期 (元/股)	17

1. 深圳燃气：A 股城燃的龙头公司

深圳燃气创立于 1982 年，是一家以城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资为主的大型燃气企业。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。

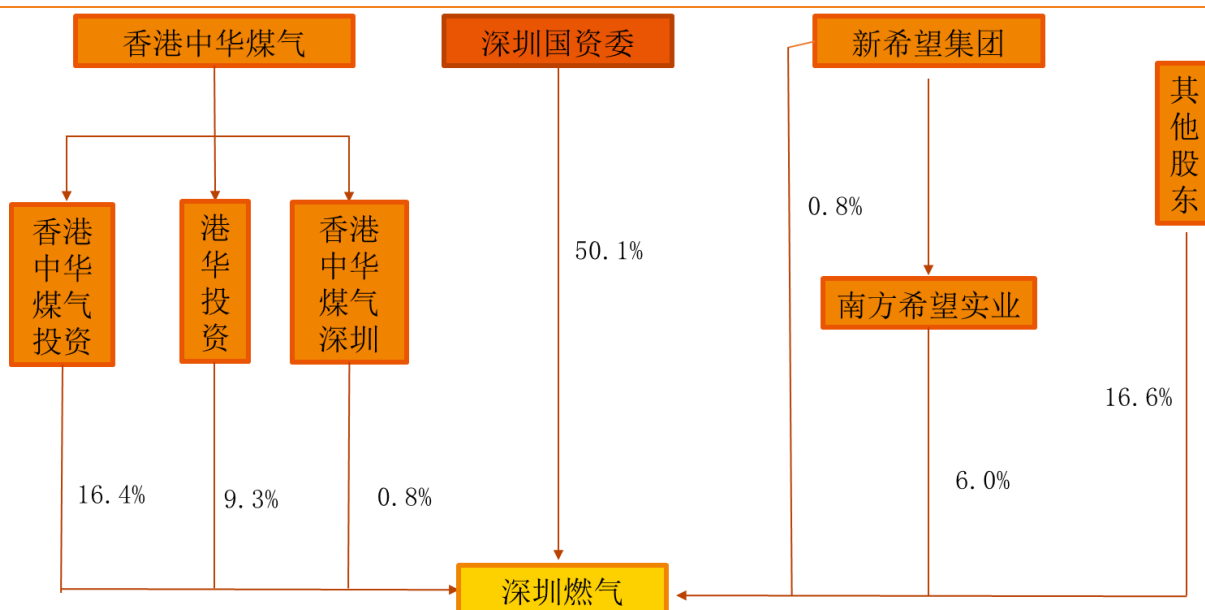
图 1：公司业务版图（个）



资料来源：公司官网，天风证券研究所 注：数字代表当地子公司个数

公司在深圳区域的业务发展上具有得天独厚的优势，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 50.07%。公司成功吸引香港中华煤气有限公司、南方实业集团等战略投资者，实现了国有独资企业向中外合资企业的转型，在企业治理、成本管控等方面更具优势。

图 2：公司股权结构（截至 2019 年三季报）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司作为传统的燃气企业，管道燃气销售与安装业务是公司业绩的最大来源，业绩贡献接

近 80%。受益于我国天然气行业的快速发展和深圳城市化进程，公司近几年的业绩稳定增长，15-19 年公司营业收入复合增速达到 15.2%，归母净利润复合增速达到 12.4%。2019 年公司实现营业收入 140 亿元，同比增长 10%；归母净利润 11 亿元，同比增长 2.3%。

图 3：公司营业收入结构

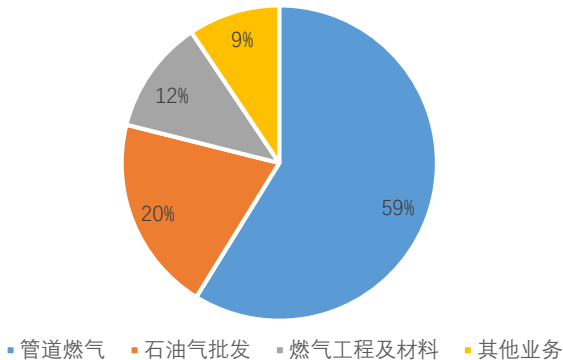
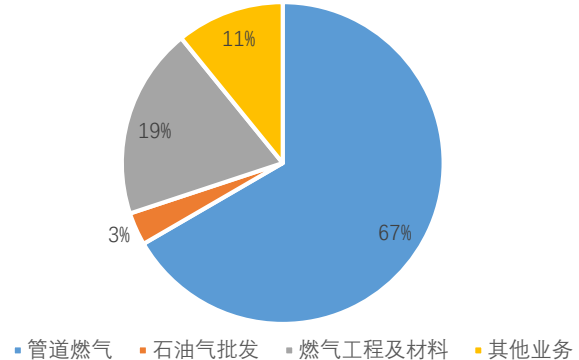


图 4：公司毛利结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：公司营业收入持续增长（亿元）

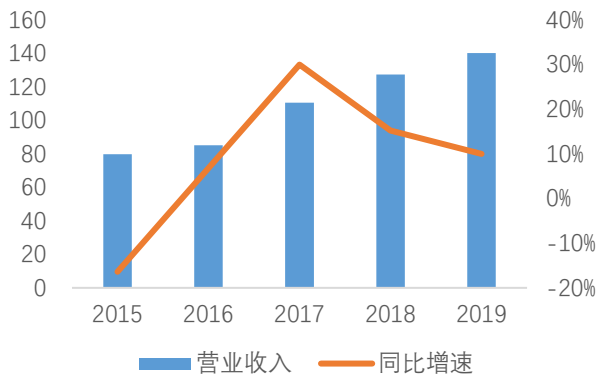
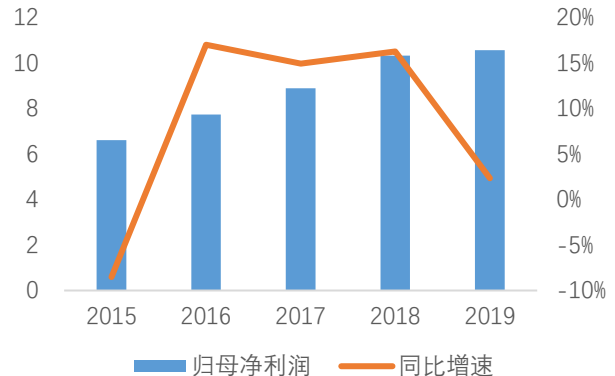


图 6：公司净利润持续增长（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司目前是国内 A 股燃气上市公司的龙头企业，其业务规模处于行业前列。2019 年上半年，公司天然气销售量达到 14 亿方，在国内 A 股燃气公司中排名第二，仅次于重庆燃气，占国内消费量比例接近 1%。从市值上看，A 股排名第一。

公司盈利（ROE 和毛利率）处于行业中等水平，原因在于：1）高毛利率的燃气安装工程业务占比低，公司在深圳区域内不收取燃气初装费，来自其他地区的安装业务占总收入比重仅 12%，同行公司百川、长春燃气占比分别达到 30%、17%；2）公司电厂用气比重较大，而电厂售气毛差低于居民气和工商业气拉低售气毛利率。（详见第 4 部分）

图 7：A 股燃气企业市值（亿元，左）与售气量（亿方，右）

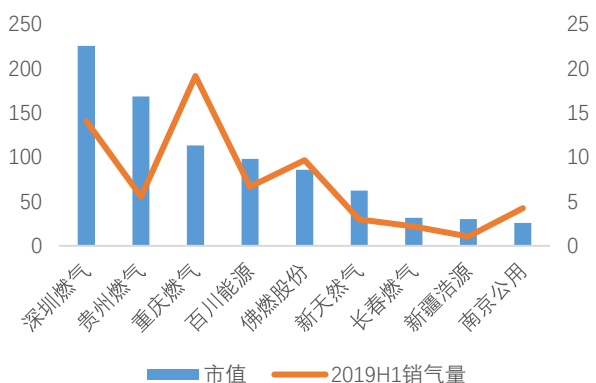
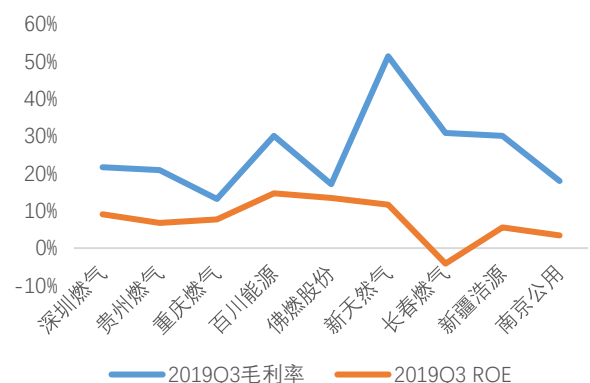


图 8：A 股燃气企业毛利率与 ROE



资料来源：wind，天风证券研究所 注：市值为 2019.12.31 日

资料来源：wind，天风证券研究所

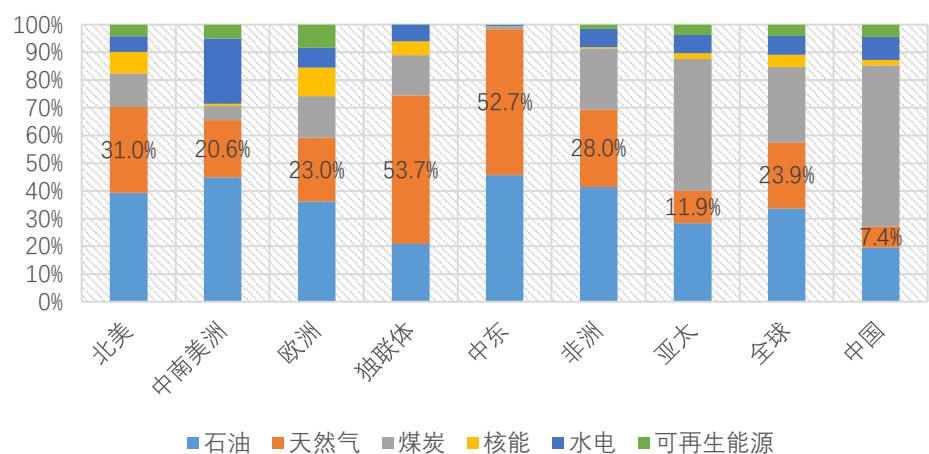
2. 行业分析：天然气需求长期增长，管网独立或重塑城燃格局

2.1. 城市燃气和工业燃料引领天然气需求长期增长

目前全球一次能源消费中，石油排在首位，煤炭次之，天然气第三。在比较发达的国家中，天然气的消费均占有较高的比重，而我国一次能源消费结构中天然气占比仍然偏小，2018 年仅为 7.4%，距离世界平均水平还有很大差距。从人均天然气消费情况看，我国人均天然气消费量与世界主要发达国家还有很大差距，是美国的 1/12、日韩的 1/5，甚至也只有世界平均水平的 1/3。

我国天然气需求的长期发展有巨大空间，随着居民和工业用户对天然气使用习惯的增强，天然气在能源中的地位将逐步提升。根据发改委《加快推进天然气利用的意见》，天然气在一次能源消费结构中的占比，到 2020 年力争达到 10% 左右，到 2030 年力争提高到 15% 左右，天然气消费的长期增长任重而道远。

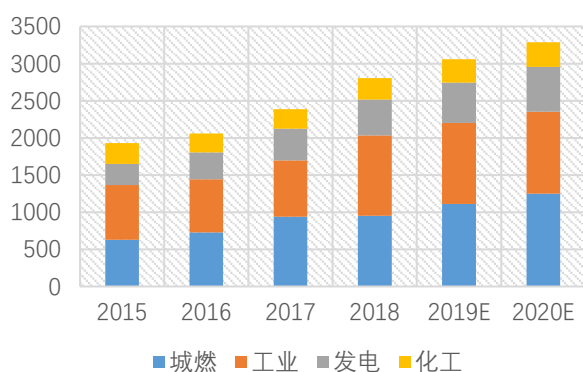
图 9：全球主要地区一次能源结构



资料来源：BP，天风证券研究所

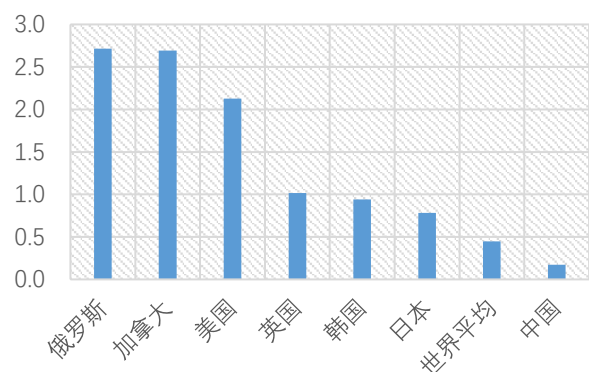
天然气四大消费领域中，城市燃气、工业燃料、天然气发电、化工原料 18 年占比分别为 34%、39%、17%、10%，城市燃气和工业燃料合计占据 70% 以上的份额，是天然气需求增长的主要动力。

图 10：天然气消费结构（亿方）



资料来源：《2017 国内外油气行业发展报告》，天风证券研究所预测

图 11：主要国家人均天然气消费量（桶油当量/人）

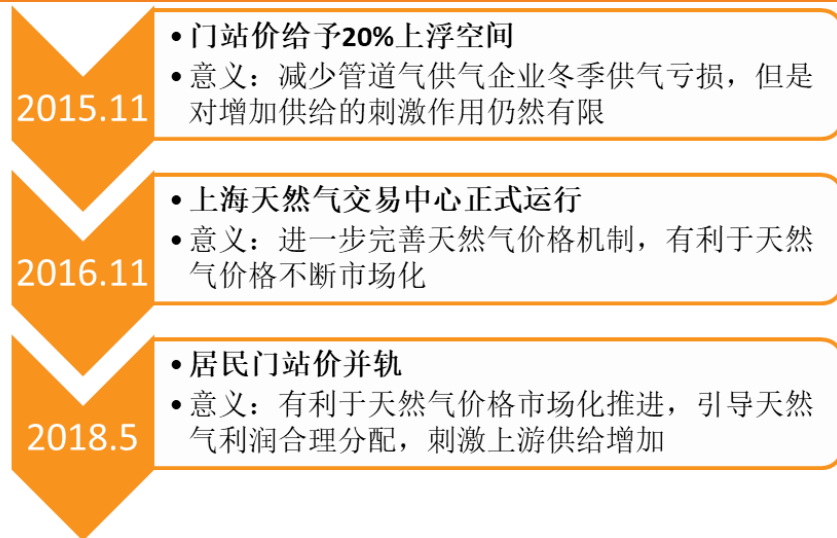


资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 天然气市场化改革逐步推进，管网独立有望重塑城燃格局

中国天然气定价自 2011 年开始走向市场化，目前气源和消费端定价均有一定市场化推进。天然气定价体系未来的趋势是“管住中间、放开两头”，即气价由上游气源方、下游用气方商定，而中间环节的管输费用（包括长输管网、省管网、城市输配气管网）由国家监管。

图 12：管道天然气定价市场化逐步推进



资料来源：发改委，上海石油天然气交易中心网站，天风证券研究所

国家管网公司于 2019 年 12 月正式挂牌，将给下游燃气公司带来一定的机遇与挑战：1) 增量气源的不确定性，一方面管网公司成立后将会促进上游的市场化竞争，扩大燃气公司的气源选择范围，另一方面传统大型上游气源供应商将优先保障自身下游的发展，对燃气公司的增量拓展形成一定压力；2) 议价能力的不确定性，规模较大、定价机制比较灵活的燃气公司，对上下游具有一定议价能力，涨价很大程度上也可以进行顺价，而议价能力较弱的公司，或将独立承担涨价的负面影响。

因此，未来燃气企业或将呈现两极分化的趋势，有实力的公司通过“垂直一体化”或横向并购的方式越来越强，而实力弱的公司则将面临更大压力，甚至被并购、被淘汰的命运。城市燃气公司快速的头部集中，有望在 3 年后成长出一批真正有规模、且对上游有一定议价能力的燃气公司。

表 1：18-19 年燃气企业垂直一体化与并购事例

	公司名称	事件
垂直一体化	新奥能源	新奥集团建设舟山 LNG 接收站，公司已与国外资源方签订 144 万吨长协，
	深圳燃气	自建 80 万吨 LNG 应急调峰站，可从海外进口 LNG
	新天然气	收购亚美能源，获得上游煤层气资源
	北京燃气	在天津南港建立 LNG 接收站
横向并购	昆仑能源	公司公告 16.55 亿收购金鸿控股旗下 17 家燃气资产
	中裕燃气	公司公告 1.5 亿收购濮阳天润燃气及沔源天然气，4.6 亿收购高远天然气
	百川燃气	公司公告 2.2 亿收购涿鹿大地及绥中大地，13.44 亿元收购国祯燃气
	新疆火炬	公司公告 2.73 亿收购光正燃气
	天伦燃气	公司公告 1.52 亿收购西平凯达燃气，2.65 亿收购金明燃气，1.22 亿收购米脂长兴及吴堡长兴
	陕天然气	公司公告 1.47 亿收购吴起宝泽
	大众公用	公司公告 16 亿收购江阴天力
	胜利股份	公司公告 6.64 亿收购重庆胜邦燃气

资料来源：公司公告，天风证券研究所

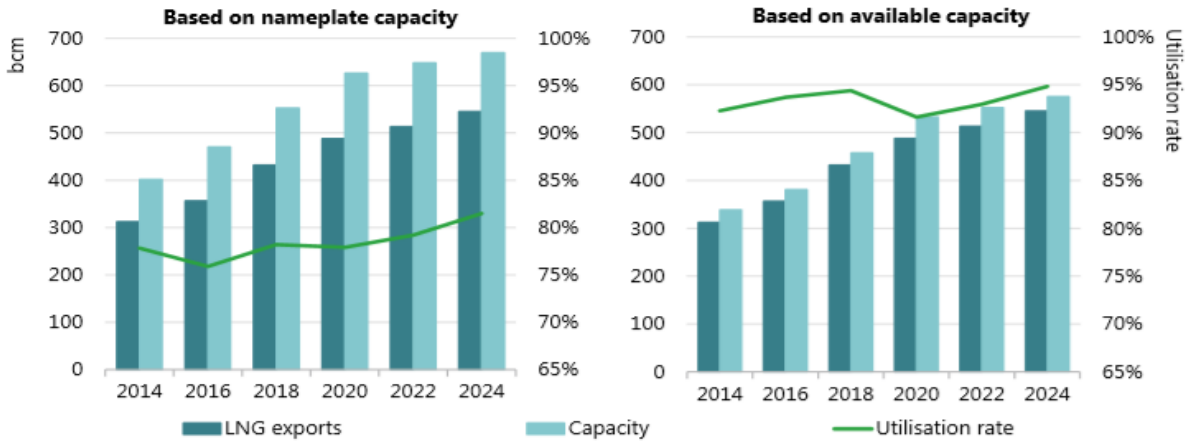
2.3. 全球 LNG 项目进入投产期，接收站套利增强

本轮全球 LNG 液化能力的增长主要源于 14 年之前的投资。2011~2014 年是上一轮 LNG

项目获批的高峰期，这部分项目在 2019~2020 年进入投产期，导致这两年全球 LNG 供需将相对宽松。

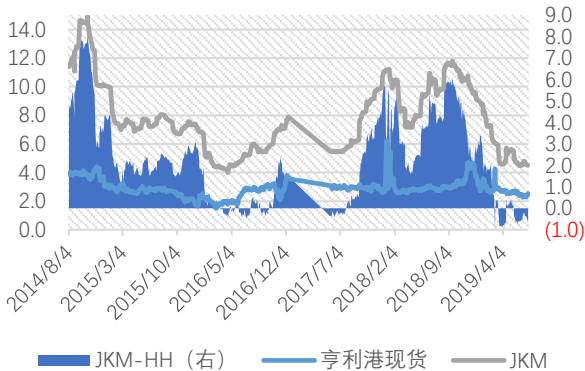
2019 年亚太天然气现货价格 (JKM) 跌至接近 2015 年以来最低水平。原因：一是美国 LNG 出口终端能力大增，二是中美贸易战导致中国从美国进口 LNG 降到 0，因而美国不得不将大量过剩的 LNG 低价卖给日韩。极低的 JKM 价格，导致从美国出口天然气到亚太市场没有利润，然而亚太现货到中国市场的贸易利润却有所修复。

图 13：全球 LNG 出口量及利用率（十亿立方米）



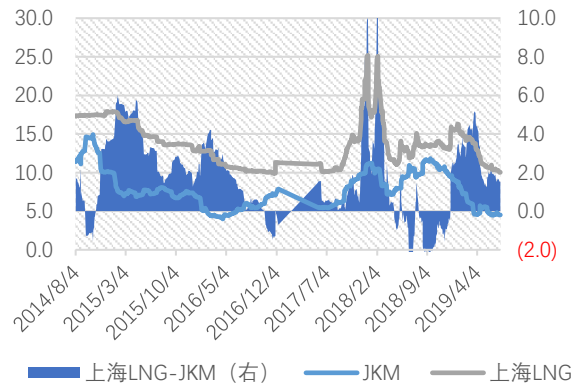
资料来源：IEA，天风证券研究所

图 14：JKM-HH 价差（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg, wind, 天风证券研究所

图 15：上海 LNG-JKM 价差（美元/百万英热）



资料来源：bloomberg, wind, 天风证券研究所

3. 公司销气量分析：立足深圳、异地扩张，CAGR 预计 18%

预计公司深圳市内居民用气 CAGR=18%，深圳燃气电厂用气 CAGR=28%，异地项目销气量 CAGR=7%；整体销气量 CAGR=18%。

3.1. 居民气：深圳市燃气渗透率有提升空间，CAGR 预计 18.3%

与北京、上海相比，深圳地区目前天然气渗透率较低，未来有巨大的提升空间。2018 年北京、上海目前天然气渗透率分别达到 80.5%、70.1%，而深圳不足 50%，因此深圳天然气的发展仍具备广阔的开拓空间。我们假定 20/22 年深圳天然气用户达到 250/350 万户，根据《深圳市人口与社会事业发展“十三五”规划》对人口的预测，保守估算深圳天然气渗透率将达到 50.7%/63.6%。我们测算 15-20 年深圳家庭用气量 CAGR 为 9.7%，20-22 年 CAGR 为 18.3%。

表 2：2018 年一线城市天然气渗透率对比

	天然气家庭用户 (万户)	平均每户人口 (人/户)	用气总人口 (万人)	常住人口 (万人)	天然气渗透率
北京	672	2.58	1734	2154	80.5%
上海	700	2.43	1700	2424	70.1%

深圳 206 3.02 622 1303 47.7%

资料来源：2018 年各省市区国民经济和社会发展统计公报，深圳燃气 2018 年年报，wind，天风证券研究所

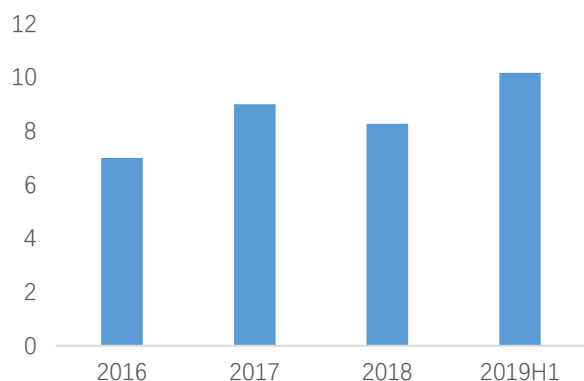
表 3：深圳家庭用气量测算

	2015	2016	2017	2018	2020E	2022E
天然气家庭用户（万户）	160	174	189	206	250	350
平均每户人口（人/户）	3.23	3.1	3.05	3.02	3	3
用气总人口（万人）	517	540	575	622	750	1050
常住人口（万人）	1138	1191	1253	1303	1480	1650
天然气渗透率	45.5%	45.4%	45.9%	47.7%	50.7%	63.6%
家庭用气量（万方）	34624	36628	40525	44264	55000	77000
平均每户用气量（方/户）	216	210	215	215	220	220
增速	2015-2020 CAGR =9.7%			2020-2022 CAGR =18.3%		

资料来源：《2018 年深圳市国民经济和社会发展统计公报》，《深圳市人口与社会事业发展“十三五”规划》，wind，天风证券研究所测算

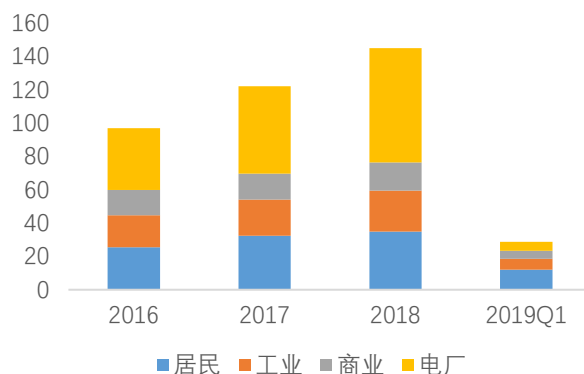
老旧住宅区和城中村改造是加快天然气渗透率提升的主要途径。根据《深圳市老旧住宅区、城中村普及管道天然气工作方案》，深圳 16-20 年目标改造老旧住宅区和城中村 99.16 万户，远期目标 2025 年前完成全市符合条件的老旧住宅区和城中村管道天然气普及。在改造节奏上，《深圳市“城中村”综合治理行动计划（2018-2020 年）》计划 18/19 年各完成总量的 40%，20 年 7 月完成剩余的 20%。截至 19 年上半年，公司已经累计完成改造 34 万户，剩下 65 万户的目标要在 19 年下半年和 20 年完成，改造步伐将进一步加快。假定每户年用气量 220 方，则 19 年下半年至 20 年将会有 1.4 亿方的增量。

图 16：公司城中村改造完成情况（万户）



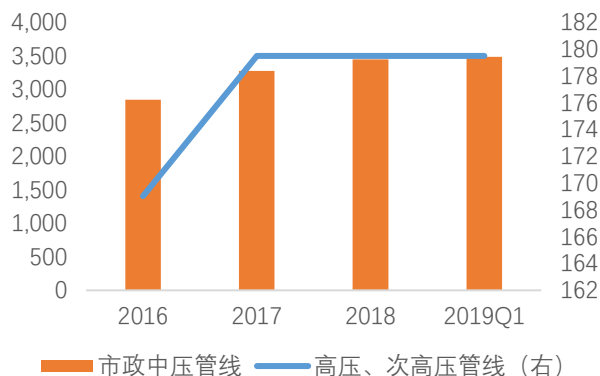
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：公司深圳地区销气情况（万吨）



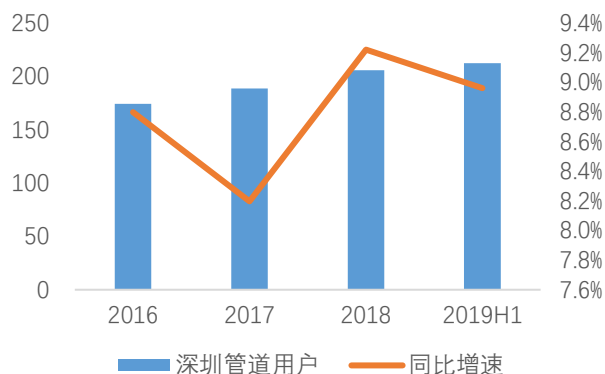
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司深圳本地燃气管网长度（公里）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 19：公司深圳地区用户数（万户）



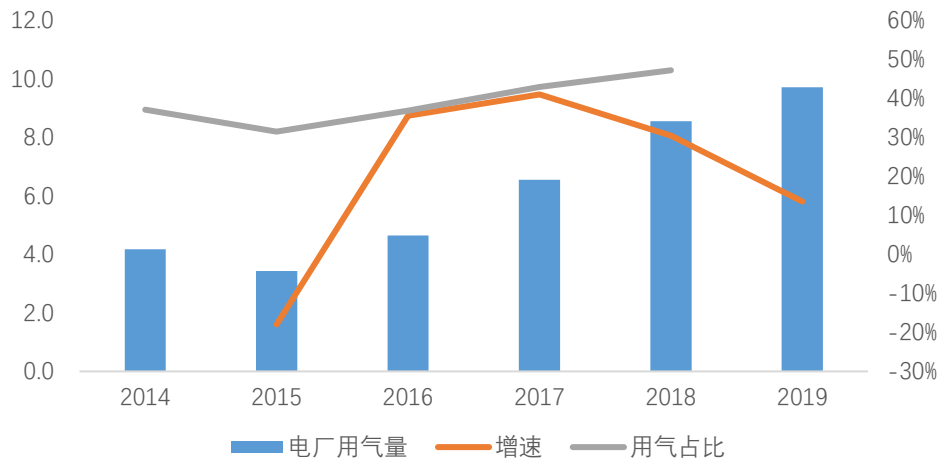
资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 电厂用气：短期受电价下调抑制，长期增量可观

近几年电厂用气在公司总销售气量中重要性提升，占比从 15 年的 32%逐步提升至 18 年

47%，电厂用气量 CAGR 达到 35.6%。2019 年虽然受发电成本上涨、电价下调的影响，但公司电厂用气销量仍增长 14%，达到 9.72 亿方。

图 20：公司电厂用气情况（亿方）



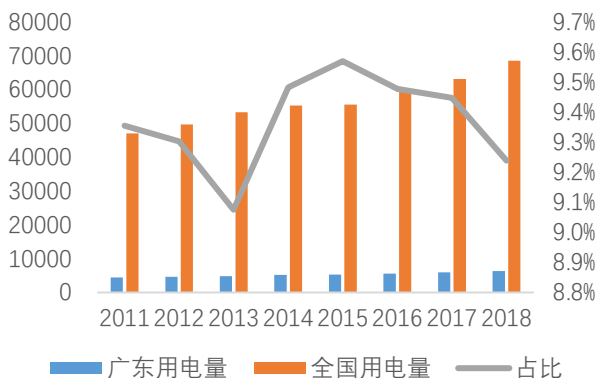
资料来源：公司公告，天风证券研究所

与全国整体气电占比不高的情况相反，公司深圳地区的电厂用气反而占比较高，主要原因在于广东省用电量高、调峰需求大且环保要求高。2018 年广东省全社会用电量居全国第一，占全国用电量比例超过 9%，据广东电力市场 2019 年半年报告，截至 6 月底，广东省电网统调装机容量 12084 万千瓦，其中气电装机为 2209 万千瓦，占比 18.3%。

广东电网峰谷差大，夏季最高负荷超过 1 亿千瓦，春节最低负荷仅 1900 万千瓦，调峰压力大。从调峰性能来看，天然气调峰电源有着启动速度快、运行方式灵活、环保性能好、占地面积小、效率高等特点，能有效缓解调峰压力，对于广东省尤其珠三角地区的电网运行有重大的保障意义。

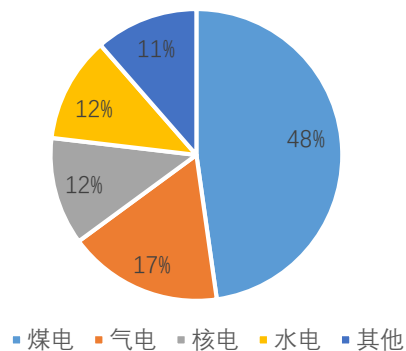
此外，珠三角地区是国家大气污染防治重点区域，因此受环保因素制约，难以兴建大型燃煤机组。广东省可发展的大型支撑电源类型主要有清洁煤电、核电和气电，其中煤电受煤炭消费总量控制约束，核电由于能源资源条件和厂址条件的关系，发展受到限制，因此气电的发展空间相对较大。

图 21：广东用电量占全国 9%以上（亿千瓦时）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 22：2020 年广东电源结构规划



资料来源：《广东省“十三五”能源结构调整实施方案》，天风证券研究所

目前公司已经与钰湖电力、宝昌电力、南天电力、华电国际、南山电力五家电厂签订《天然气购销协议》，合约气量约 12.84 亿方以上，照付不议气量 10.54 亿方以上。根据《深圳市能源发展“十三五”规划》，深圳还将陆续建设光明燃气电厂项目、宝昌电厂和钰湖电厂的扩建项目，合计增加 2400MW 的装机容量。假设电厂每天发电 5 小时，1MWh 需要 300 方天然气，每年工作 300 天，则未来增加 10.8 亿方/年天然气需求增量。若三个项目在 20-21 年投产，22 年达到满产条件，不考虑存量机组利用小时变化，则未来三年用气

CAGR 预计为 28%。

表 4: 深圳燃气天然气购销协议 (亿方)

签订时间	电厂	长约气量	照付不议气量	合约期限
2010	钰湖电力	3.74	3.366	2011-2039
2011	宝昌电力	3.7	3.33	2011-2039
2012	南天电力	2.6	2.34	2012-2039
2016	华电国际	2.8	1.5	2017-2039
2018	南山热电	-	-	-

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

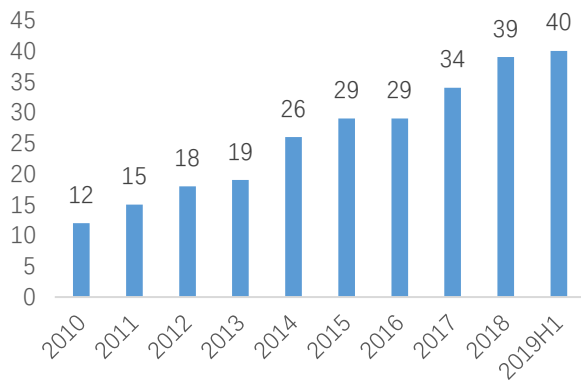
3.3. 异地业务: 有望不断拓展

公司异地 (深圳以外地区) 燃气业务主要涵盖异地城市管道燃气供应业务及异地天然气分销业务。18 年至今公司异地项目不断扩张: 公司首次进入云南市场, 新增云南建水、江川、石林、弥勒项目; 新增江西上犹、高安项目; 新增广西梧州项目; 新增湖南邵东项目。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, 公司异地管道燃气业务规模快速上涨, 14-18 年复合增速达到 19%, 2018 年公司异地管道气销量达到 7.8 亿方, 同比增长 53%。同时, 公司异地管道燃气用户数量快速增长, 2019 年上半年已达到 128 万户, 为公司业务规模的扩大提供了一定支持。此外, 公司异地管网不断拓展, 管网总长度及输配能力逐年上升, 截至 2019 年一季度, 公司在异地拥有高压、次高压管线 347 公里, 市政中压管线 3638 公里, 管网长度仍在不断增长。

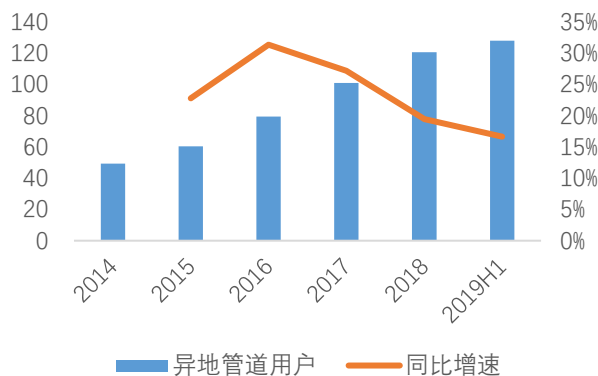
根据新增特许经营权情况, 预计未来 3 年异地项目有望维持 7% 的销气量增速。

图 23: 公司特许经营权数量 (个)



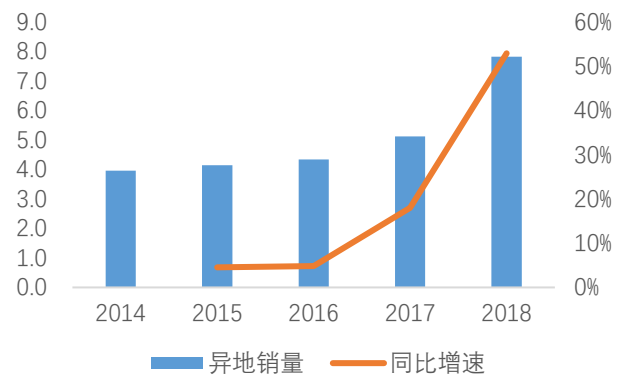
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 25: 异地用户数 (万户)



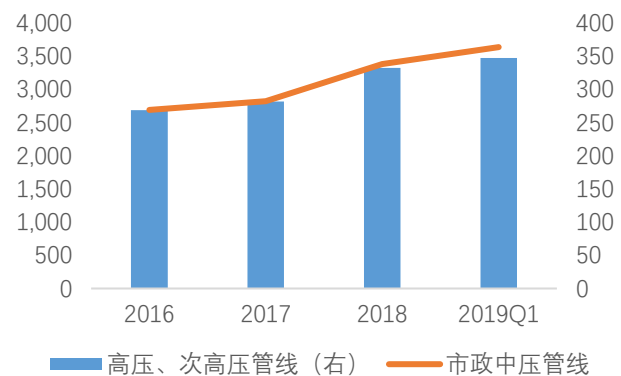
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 24: 异地管道气销量 (亿方)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 26: 异地管网长度 (公里)



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

表 5：2018 年公司主要异地燃气子公司经营情况

子公司	管网长度 (公里)	服务区域 (平方公里)	2018 年销售量 (万立方米)	2018 年营业收入 (万元)
九江深燃	308	270	7,517	35,153
赣州深燃	433	830	9,645	41,825
景德镇深燃	66	48	3,497	10,308
梧州深燃	161	358	7,030	22,116
肥东深燃	362	397	16,042	53,088
肥西深燃	376	210	3,698	16,613
明光深燃	108	370	1,210	5,300
长丰深燃	156	900	3,199	11,023
瑞金深燃	12	360	458	2,926
宜春深燃	352	460	11,045	38,866
九江县深燃	93	23	517	1,802
定远县深燃	107	200	575	2,321
江西铅山深燃	57	68	622	2,728
赣县深燃	59	300	1,194	3,874
海丰深燃	64	231	627	4,633
南康深燃	84	1,796	978	3,955
黟县深燃	12	15	187	1,153
江西深燃	30	89	358	3,313
潜山深燃	18	20	485	3,179

资料来源：公司公告，天风证券研究所 注：各异地燃气子公司营业收入含燃气销售收入以及燃气工程、配套费收入等

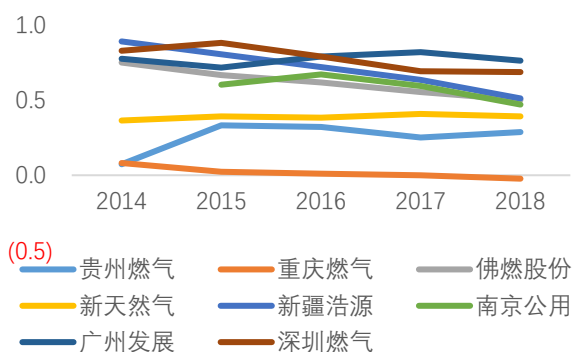
4. 公司毛差分析：高于同业，结构性下滑

过去几年，公司毛差受到国内气荒、以及公司自身气源结构、销气结构因素影响，持续下降。未来 3 年，假设公司采购的进口 LNG 销售给电厂和做贸易套利的数量为 40%/60%。因进气结构优化，电厂毛差为 0.74/0.70/0.66 元/方。但考虑到低毛差的电厂销售比例提升，公司综合毛差为 0.83/0.80/0.77 元/方。

4.1. 横向比较：毛差水平高于同业，为平衡接驳费取消因素

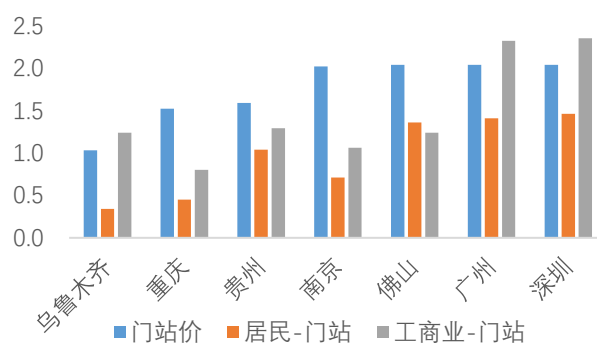
公司毛差水平在同行业处于领先地位，主要原因一方面公司与内地公司相比有大鹏低价 LNG 长协的优势，另一方面公司所在广东地区的气价水平要高于其他地区。我们分析，广东气价高于全国其他地区的原因是通过取消管道燃气初装费而提高了气价。广东物价局规定自 06 年底各地必须停止以管道燃气初装费、增容费、开户费等名目收取的费用，部分城市可能相应提高气价。这种做法相当于将初装费进行摊销，对燃气公司而言放弃了短期利润而获得了长远增长。

图 27：燃气公司毛差比较 (元/方)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：各地气价-门站价价差 (元/方)

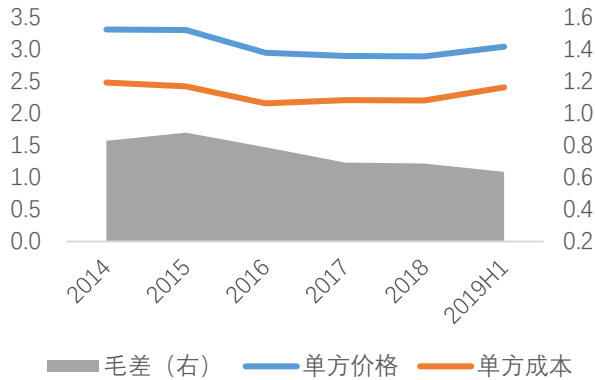


资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 未来趋势：毛差预计随电厂用气增加而继续结构性下滑

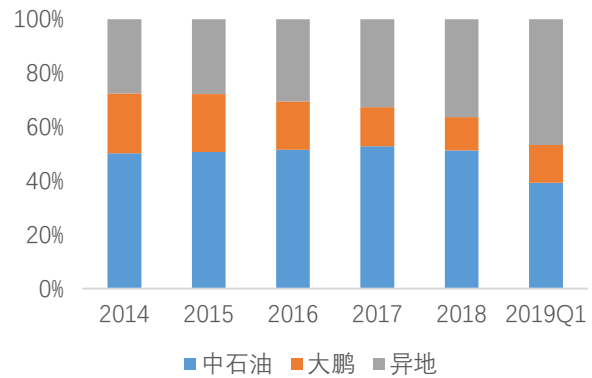
公司的销气毛差近几年一直处在下降的趋势，我们分析原因在于：1) 公司气源结构中低价的大鹏气占比在不断下降，而价格相对较高的中石油气和异地气源占比在不断提升；2) 自 2017 年“气荒”开始，国内天然气供需格局发生重大变化，并且在顺价机制不能完全传导的情况下，燃气公司自身将会承担部分气源涨价的风险；3) 毛差较小的电厂用气比例在不断提升，而毛差较高的工商业占比在不断减小。

图 29：公司毛差变化（元/方）



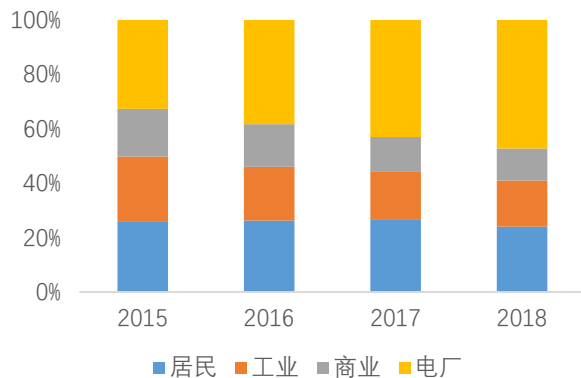
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 30：公司深圳地区气源结构变化



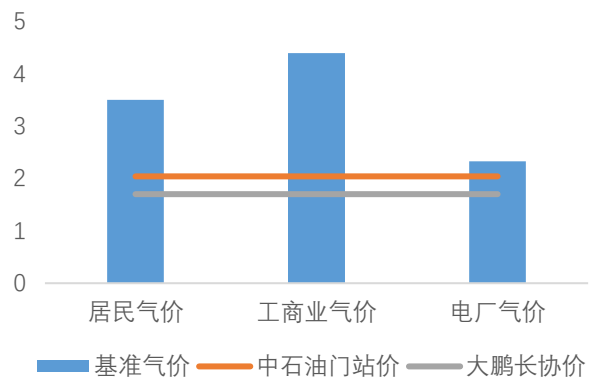
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 31：电厂用气占比不断提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 32：深圳天然气销售价格（元/方）



资料来源：wind，天风证券研究所

展望未来，公司毛差变化将主要取决于三因素：

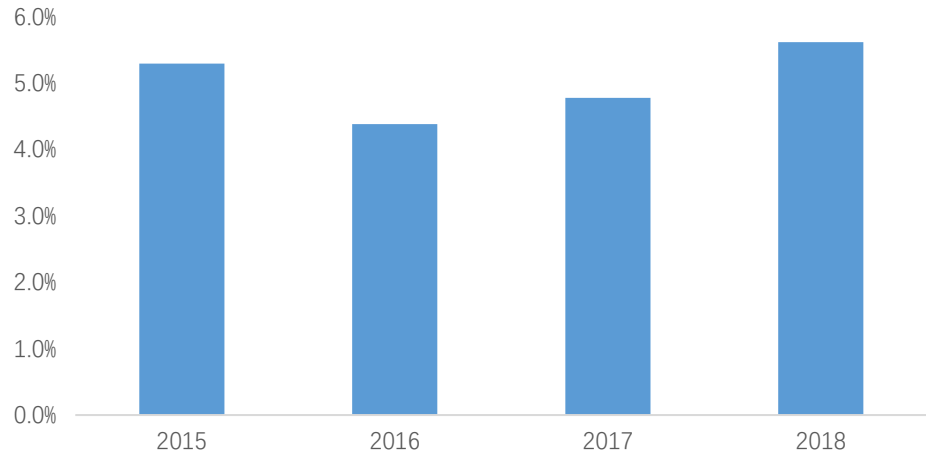
1) 定价机制：随着天然气市场化改革的逐步推进，定价政策和顺价机制或趋于平稳，公司毛差因此而受到的影响或越来越小。2018 年广东省发改委发布《广东省发展改革委城镇管道燃气价格管理办法》，规定准许收益率为税后全投资收益率不超过 7%，而公司在 18 年管道燃气的 ROA 为 5.6%，受定价政策影响的风险较小。

深圳市阶梯气价的影响有限，根据深圳居民气的定价规则，夏季/冬季第一档用气量为 30/40 方气，但目前平均每户家庭年用气量不足 240 方，平均每月不足 20 方，一般难以达到第二档用气量，因此我们认为居民用气量增加带来公司销气价差的提升有限。

2) 销气量结构：销气增量大多来自低毛差电厂用气。

3) 气源结构：公司自有 LNG 接收站投产后，结合当前国际 LNG 市场低价环境，有助于降低进气成本，或者提供贸易利润。

图 33：公司管道燃气板块 ROA



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：深圳燃气价格表

燃气种类	用气性质	季节	阶梯分档	户月用量（立方米）	单价（元/立方米）	
管道天然气	居民居家生活和集体宿舍用气	夏季（5月-10月）	第一档	0-30（含）	3.50	
			第二档	30-35（含）	4.00	
			第三档	35以上	5.25	
		冬季（11月-次年4月）	第一档	0-40（含）	3.50	
			第二档	40-45（含）	4.00	
			第三档	45以上	5.25	
	学校教学和学生生活、社会福利院机构等非居民用气					3.70
	公用性质用户（党政军机关及其所属事业单位、社会团体、医院和企业职工食堂等公共服务机构）					3.70
	工商业用户					4.39

资料来源：公司官网，天风证券研究所

5. 接收站试投产，实现产业链延伸

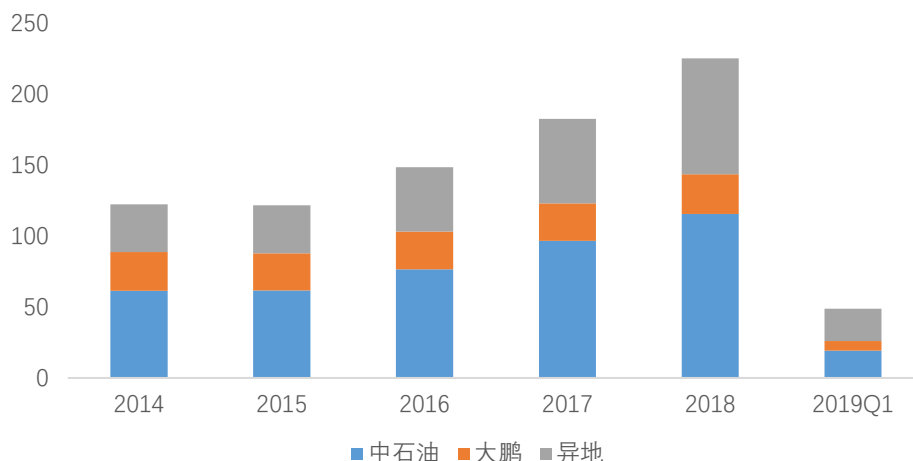
5.1. 西二线和大鹏接收站是公司主要的长协气源

目前公司在深圳地区的气源主要来自大鹏接收站和中石油西气东输二线，异地业务的气源则根据当地条件，灵活选择气源。

2004年，公司与广东大鹏公司签订了为期25年（2006-2031年）的照付不议的采购合同，总供货量598万吨，稳产期（2010-2017年）每年供应27.1万吨。采购价格以广东大鹏公司向资源方采购LNG离岸价加上运输费、气化费确定，折算1.54-1.70元/方，合同总价款约132亿人民币。

2007年公司与中石油签署了25年天然气采购照付不议框架协议，稳产期中石油每年向公司供应天然气320万吨。2010年公司与中石油签署《西气东输二线天然气购销协议》，约定在西二线向深圳供气达产之日起至协议期满（2039年底），公司每年向中石油采购40亿方天然气，照付不议气量36亿方，采购价格按省门站价执行，目前为2.04元/方。

图 34：公司气源结构（万吨）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7: 公司与大鹏接收站长协

合同表述	最初十二个月	第二个十二个月	第三个十二个月	第四个十二个月	渐增期结束后至第二十二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	
对应时段	始	2006 年 9 月 28 日	2007 年 9 月 28 日	2008 年 9 月 28 日	2009 年 9 月 28 日	2010 年 9 月 28 日	2027 年 9 月 28 日
	止	2007 年 9 月 27 日	2008 年 9 月 27 日	2009 年 9 月 27 日	2010 年 9 月 27 日	2027 年 9 月 27 日	2031 年 9 月 27 日
合同量	百万吉焦	3.29	8.05	11.13	12.59	14.76	9.96
	万吨	6.0	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 年-第 21 年	第 22 年-第 25 年

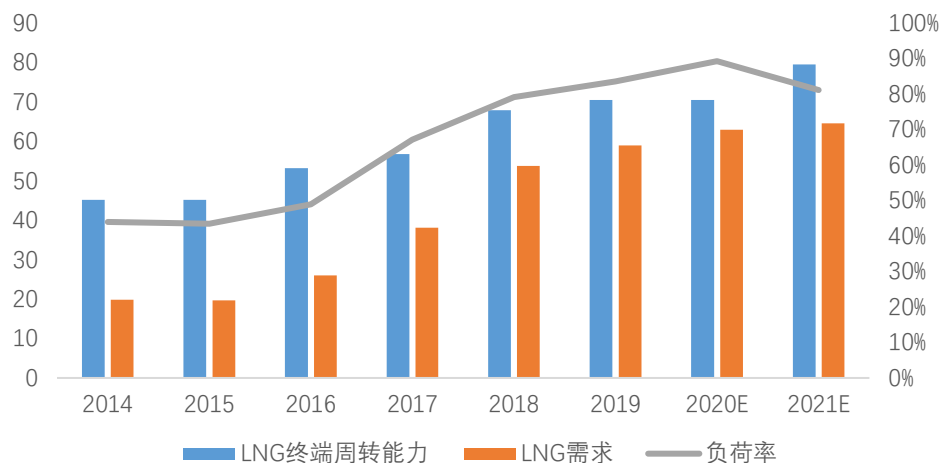
资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

5.2. 接收站试投产，盈利前景可观

2013 年底公司发行 16 亿可转债投资建设 LNG 接收站及高压管线。项目总投资 16.73 亿，建有一座 8 万立方米 LNG 储罐、一座 5 万吨级 LNG 接卸码头，并与深圳市天然气高压输配系统工程实现了互联互通，具备 24 万立方米/小时的气化外输能力。2019 年 8 月，随着首船 LNG 的成功接卸，该工程正式试投产运行，正式投产后，公司天然气储备调峰和供应保障能力将大幅提升，同时公司气源采购通道将被打通，实现产业链延伸。

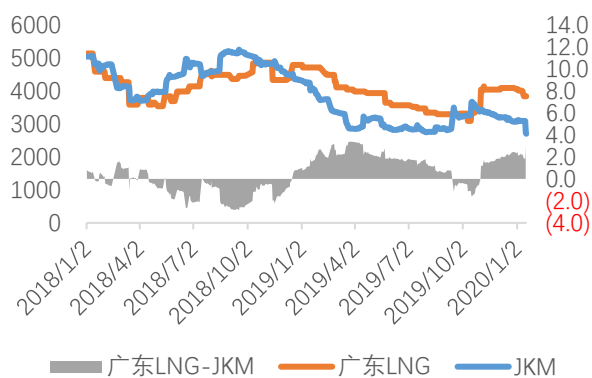
LNG 内外价差可观，公司将受益。我们以接收站负荷率来代表国内 LNG 市场的景气度，80%的负荷率水平基本可认作是高景气的状态，在此基础上，未来国内 LNG 市场价格有望维持较高水平。随着亚洲现货价格持续低迷，LNG 进口仍然有较好的价差空间。这将给公司带来良好的贸易利润，或者降低气销售板块的进气成本、提升毛差。

图 35: 国内 LNG 景气度 (百万吨)



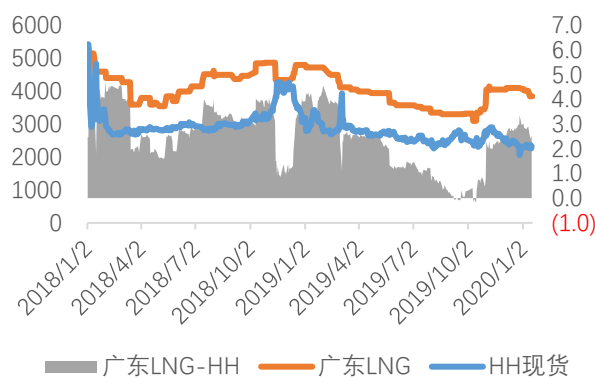
资料来源: wind, bloomberg, 天风证券研究所

图 36: 广东 LNG (左, 元/吨) 与 JKM 价差 (右, 美元/百万英热)



资料来源: wind, bloomberg, 天风证券研究所

图 37: 广东 LNG (左, 元/吨) 与 HH 价差 (右, 美元/百万英热)



资料来源: wind, bloomberg, 天风证券研究所

我们假定公司采购的进口 LNG 销售给电厂和做贸易套利的数量为 40%/60%，未来价格分别为 2.14/2.4 元/方(不含税)且保持稳定,接收站负荷率 19-22 年分别达到 16%/55%/80%/100%，测算 19-22 年接收站盈利分别为 0.8/3.5/5.1/6.4 亿。

表 8: 接收站盈利测算 (不含税)

	2019E	2020E	2021E	2022E
设计产能 (亿方)	10	10	10	10
负荷率	16%	55%	80%	100%
周转量 (亿方)	1.6	5.5	8	10
贸易商价格 (元/方)	2.6	2.4	2.4	2.4
电厂价格 (元/方)	2.14	2.14	2.14	2.14
总收入 (亿元)	3.86	12.62	18.36	22.95
LNG 进口成本 (元/方)	1.5	1.5	1.5	1.5
接收站折旧 (亿元)	0.2	0.8	0.8	0.8
气化费 (元/方)	0.1	0.1	0.1	0.1
运营成本 (元/方)	0.05	0.05	0.05	0.05
总成本 (亿元)	2.84	9.88	14.00	17.30
毛利 (亿元)	1.02	4.70	6.84	8.55
毛利率	20.50%	15.80%	16.99%	17.52%
净利润 (亿元)	0.77	3.53	5.13	6.41

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所测算

6. 盈利预测与估值分析

我们假设：

- 1) 预计整体销气量 CAGR=18%。具体而言，深圳电厂、深圳居民及其他、异地分别增长 28%、15%、7%。
- 2) 销气毛差受益气源结构优化，但销气结构中低毛利的电厂比例提高。双重影响下，预计 2019/2020/2021 为 0.83/0.83/0.80 元/方。
- 2) 石油气业务盈利保持稳定。石油气批发/瓶装石油气分别保持 1%/35%的毛利率水平。
- 3) 工程与材料业务假定 35%毛利率，每年 15%增速。
- 4) 公司自有接收站预计 19 年四季度投产，预计 19/20/21 年周转量 1.6/5.5/8 亿方。假设接收站周转量 40%用于电厂销售，计入销气板块；60%用于贸易，计入天然气批发板块。另外考虑到公司拿到大鹏接收站 27 万吨/年代加工权益，基于 19 年以来较好的 LNG 内外价差，预计接收站和大鹏代加工贸易带来的 19/20/21 年利润贡献 2.4/5.2/6.3 亿。

表 9：公司主要业务盈利预测（亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
管道燃气								
收入	47.55	48.17	49.85	59.05	74.94	86.41	105.83	124.52
成本	35.65	35.33	36.50	44.95	57.15	68.53	84.99	101.19
毛利	11.90	12.85	13.35	14.10	17.79	17.88	20.85	23.33
毛利率	25.03%	26.68%	26.78%	23.88%	23.74%	20.69%	19.70%	18.74%
天然气批发								
收入	2.72	1.20	1.63	4.07	4.78	7.50	17.92	21.52
成本	2.92	1.28	1.59	3.89	4.50	5.10	12.73	15.20
毛利	-0.20	-0.08	0.04	0.18	0.28	2.39	5.20	6.32
毛利率	-7.35%	-6.67%	2.45%	4.42%	5.86%	31.91%	28.99%	29.37%
石油气批发								
收入	27.70	13.42	15.99	25.65	25.60	19.8	19.8	19.8
成本	27.25	14.19	14.63	24.45	24.72	19.60	19.60	19.60
毛利	0.45	-0.77	1.36	1.20	0.88	0.20	0.20	0.20
毛利率	1.62%	-5.74%	8.51%	4.68%	3.44%	1%	1%	1%
瓶装石油气								
收入	6.63	5.31	4.84	4.86	5.36	4.41	4.41	4.41
成本	5.38	3.74	3.11	3.04	3.45	2.87	2.87	2.87
毛利	1.25	1.57	1.73	1.83	1.91	1.54	1.54	1.54
毛利率	18.85%	29.57%	35.74%	37.65%	35.63%	35%	35%	35%
燃气工程及材料								
收入	9.38	10.14	11.64	15.60	14.88	20.83	23.96	27.55
成本	5.02	5.49	6.93	10.56	9.75	13.54	15.57	17.91
毛利	4.36	4.64	4.71	5.04	5.13	7.29	8.38	9.64
毛利率	46.48%	45.76%	40.46%	32.31%	34.48%	35%	35%	35%

资料来源：公司公告，天风证券研究所测算

对比 A 股和 H 股的城燃公司，19/20 年合理 PE 估值水平在 14-17 倍左右。

表 10：A 股和 H 股可比公司盈利预期（元/股）

	EPS			PE		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E

A 股						
百川	0.78	0.86	0.98	8	7	6
皖天然气	0.67	0.8	0.91	17	13	12
重庆燃气	0.26	0.26	0.27	28	24	24
广州发展	0.34	0.41	0.49	17	14	12
平均				17	15	13
H 股						
新奥能源	4.72	5.35	6.37	16	14	12
中国燃气	1.7	2.03	2.31	16	13	11
华润燃气	2.05	2.31	2.58	17	15	14
平均				16	14	12

资料来源：wind 一致预期，天风证券研究所

我们预计公司 19-21 年净利润为 11/15/17 亿，EPS 为 0.37/0.51/0.60 元/股，根据可比公司目前估值情况，给予 15 倍的 PE，目标价 7.65 元，“买入”评级。

7. 风险提示

公司面临的风险主要包括：国内气价下跌，进口气价涨价，深圳电厂项目和城中村改造项目不达预期，异地业务拓展不达预期的风险等。

因公司主营业务为燃气销售，因此国内气价下跌意味着公司销售价格面临下降的风险，将对公司业绩产生不利影响。

公司接收站投产后，气源来自于海外进口 LNG，因此进口价格的上涨意味着公司将面临成本上升的风险，对公司业绩将产生不利影响。

公司在深圳的业务发展主要依靠电厂项目的拓展以及城中村的改造，如果两类项目的拓展进度不达预期，则公司的燃气销售量也将受到不利影响。

因公司在异地也有燃气接驳和销气业务，因此异地项目若拓展不达预期，公司业绩也将产生不利影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	2,711.67	3,020.58	5,458.53	6,773.19	10,441.80
应收票据及应收账款	421.99	476.22	603.68	163.60	212.86
预付账款	235.61	243.74	315.84	349.94	421.71
存货	458.13	518.71	533.70	772.75	732.68
其他	791.81	328.53	532.46	597.63	581.71
流动资产合计	4,619.21	4,587.78	7,444.21	8,657.11	12,390.74
长期股权投资	315.29	312.12	312.12	312.12	312.12
固定资产	7,863.83	8,786.73	9,890.92	10,347.76	10,403.17
在建工程	4,134.37	3,880.50	2,364.30	1,466.58	909.95
无形资产	773.40	899.73	823.39	747.05	670.70
其他	1,075.38	1,245.56	1,198.25	1,161.50	1,133.83
非流动资产合计	14,162.25	15,124.64	14,588.98	14,035.01	13,429.77
资产总计	18,781.46	19,712.42	22,033.19	22,692.12	25,820.52
短期借款	4,048.95	1,383.94	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	1,715.41	1,755.80	2,308.04	2,615.91	3,017.09
其他	2,454.14	3,040.38	4,666.67	3,852.41	5,168.37
流动负债合计	8,218.51	6,180.12	8,974.71	8,468.32	10,185.45
长期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00
应付债券	1,500.00	3,400.00	2,133.33	2,344.44	2,625.93
其他	271.89	255.45	271.53	266.29	264.42
非流动负债合计	1,771.89	3,855.45	2,604.87	2,810.73	3,090.35
负债合计	9,990.39	10,035.57	11,579.58	11,279.05	13,275.80
少数股东权益	375.40	479.89	523.92	584.88	657.21
股本	2,214.09	2,877.09	2,876.77	2,876.77	2,876.77
资本公积	2,658.44	2,014.28	2,014.28	2,014.28	2,014.28
留存收益	6,326.82	6,381.66	7,052.93	7,951.41	9,010.74
其他	(2,783.68)	(2,076.07)	(2,014.28)	(2,014.28)	(2,014.28)
股东权益合计	8,791.07	9,676.85	10,453.62	11,413.07	12,544.72
负债和股东权益总	18,781.46	19,712.42	22,033.19	22,692.12	25,820.52

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	913.93	1,074.75	1,056.68	1,463.17	1,735.88
折旧摊销	479.16	559.10	548.34	597.23	627.56
财务费用	126.22	181.56	138.95	154.73	158.24
投资损失	(118.14)	(124.65)	(150.00)	(150.00)	(150.00)
营运资金变动	(2,502.72)	1,079.68	1,696.12	(285.24)	1,661.76
其它	2,495.36	(915.75)	44.03	60.97	72.33
经营活动现金流	1,393.80	1,854.68	3,334.12	1,840.85	4,105.78
资本支出	1,755.53	1,465.74	43.92	85.24	51.87
长期投资	20.07	(3.17)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,948.72)	(2,182.84)	46.08	(15.24)	48.13
投资活动现金流	(2,173.12)	(720.27)	90.00	70.00	100.00
债权融资	5,548.95	4,992.94	4,469.67	4,592.89	4,890.52
股权融资	(57.11)	(78.55)	(77.48)	(154.73)	(158.24)
其他	(5,277.99)	(5,580.83)	(5,378.36)	(5,034.35)	(5,269.45)
筹资活动现金流	213.85	(666.45)	(986.17)	(596.19)	(537.17)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(565.47)	467.96	2,437.95	1,314.66	3,668.61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	11,058.78	12,741.39	13,894.76	17,192.14	19,780.03
营业成本	8,636.44	10,071.44	10,964.75	13,575.09	15,676.14
营业税金及附加	57.21	58.26	69.47	77.36	79.12
营业费用	872.95	957.23	1,042.11	1,203.45	1,285.70
管理费用	165.03	172.62	180.63	206.31	217.58
研发费用	195.63	219.22	250.11	309.46	356.04
财务费用	104.84	160.84	138.95	154.73	158.24
资产减值损失	10.39	(0.56)	100.00	10.00	10.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	118.14	124.65	150.00	150.00	150.00
其他	(252.69)	(295.82)	(300.00)	(300.00)	(300.00)
营业利润	1,150.84	1,273.49	1,298.75	1,805.74	2,147.21
营业外收入	29.26	9.33	24.00	20.86	18.06
营业外支出	10.74	13.37	12.38	12.16	12.63
利润总额	1,169.36	1,269.45	1,310.37	1,814.44	2,152.63
所得税	255.43	194.71	209.66	290.31	344.42
净利润	913.93	1,074.75	1,100.71	1,524.13	1,808.21
少数股东损益	27.05	43.82	44.03	60.97	72.33
归属于母公司净利润	886.88	1,030.93	1,056.68	1,463.17	1,735.88
每股收益(元)	0.31	0.36	0.37	0.51	0.60

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	29.97%	15.22%	9.05%	23.73%	15.05%
营业利润	15.32%	10.66%	1.98%	39.04%	18.91%
归属于母公司净利润	14.88%	16.24%	2.50%	38.47%	18.64%
获利能力					
毛利率	21.90%	20.95%	21.09%	21.04%	20.75%
净利率	8.02%	8.09%	7.60%	8.51%	8.78%
ROE	10.54%	11.21%	10.64%	13.51%	14.60%
ROIC	13.59%	10.98%	10.94%	18.50%	22.25%
偿债能力					
资产负债率	53.19%	50.91%	52.56%	49.70%	51.42%
净负债率	32.27%	20.38%	-9.46%	-19.10%	-44.25%
流动比率	0.56	0.74	0.83	1.02	1.22
速动比率	0.51	0.66	0.77	0.93	1.14
营运能力					
应收账款周转率	26.47	28.37	25.73	44.81	105.09
存货周转率	26.75	26.09	26.41	26.32	26.28
总资产周转率	0.61	0.66	0.67	0.77	0.82
每股指标(元)					
每股收益	0.31	0.36	0.37	0.51	0.60
每股经营现金流	0.48	0.64	1.16	0.64	1.43
每股净资产	2.93	3.20	3.45	3.76	4.13
估值比率					
市盈率	22.15	19.06	18.59	13.43	11.32
市净率	2.33	2.14	1.98	1.81	1.65
EV/EBITDA	10.92	8.11	9.37	6.85	4.86
EV/EBIT	14.34	10.76	12.95	8.94	6.18

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com