

## 深圳燃气 (601139)

# 稳中求进，转型综合能源运营商

### 推荐 (首次)

现价: 7.2 元

#### 主要数据

行业	电力
公司网址	www.szgas.com.cn
大股东/持股	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会/50.07%
实际控制人	深圳市人民政府国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,877
流通 A 股(百万股)	2,866
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	207.13
流通 A 股市值(亿元)	206.33
每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	47

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**严家源** 投资咨询资格编号  
S1060518110001  
021-20665162  
YANJIAYUAN712@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 平安观点:

- **得天独厚的优质城燃运营商:** 公司主营业务包括城市管道燃气、天然气和液化石油气批发及零售、燃气工程及材料三大板块，其中城燃业务稳步成长，在公司营收、毛利中的占比分别接近六成、七成。深圳作为粤港澳大湾区龙头城市、中国特色社会主义先行示范区，社会经济、工业生产、居民人口持续高速增长，公司作为拥有全市管道燃气特许经营权的本地国资运营商，必将受益于深圳快速发展的红利。
- **三箭齐发，管道燃气空间广阔:** 随着城中村改造的提速，公司在深圳地区的居民用气规模有望持续放量，2022 年公司在深管道燃气用户数有望达到 390 万户，较 2018 年接近翻番。与五大全国性城燃集团相比，虽然在布局范围和业务规模上仍有较大差距，但深圳以外地区稳定且持续的扩张有利于公司在规模和利润两者间取得平衡。公司储备的 6 个电厂供气项目意向售气量合计达 26.68 亿立方米，在大湾区和先行示范区的发展建设需求以及能源清洁化要求之下，未来有望陆续开工，提升公司电厂气的销量规模。2020 年初公司收购东莞唯美电厂，配合 2019 年 8 月投产的 LNG 储气调峰库，打造从上游气源、到中游管网、再到下游电厂的全产业链协同机制，推动公司向综合能源运营商转型。
- **三足鼎立，保障气源供应:** 广东大鹏 LNG 接收站是中国首个引进 LNG 的试点项目，公司一方面通过长协合同锁定低价优质气源，另一方面参股 10% 每年获取过亿分红。公司与中石油签署的西二线购气协议照付不议气量 36 亿立方米、采购价参照广东省门站价，因下游电厂用户数量及需求增长不及预期尚未达到稳产期协议气量，即使规划燃气电厂的建设能继续推进，西二线的供应裕量仍能满足需求增量。2019 年 8 月，经历了 5 年建设期的 LNG 接收站进入投产试运行阶段，相当于给公司增加了第三个气源，极大地增强了公司气源供应的灵活性。随着 LNG 价格下行，项目盈利空间有望进一步增加。

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11059	12741	14009	15074	15971
YoY(%)	30.0	15.2	10.0	7.6	5.9
净利润(百万元)	887	1031	1055	1303	1347
YoY(%)	14.9	16.2	2.3	23.5	3.3
毛利率(%)	20.7	21.0	20.6	21.6	21.8
净利率(%)	8.0	8.1	7.5	8.6	8.4
ROE(%)	10.4	11.1	10.6	12.1	11.6
EPS(摊薄/元)	0.31	0.36	0.37	0.45	0.47
P/E(倍)	23.4	20.1	19.6	15.9	15.4
P/B(倍)	2.5	2.3	2.1	1.9	1.8

- **三管齐下，压制气源价格：**“煤改气”政策调整、经济增长放缓且全年未出现极端天气，导致国内用气增速下降，2019年国内天然气表观消费量3043亿立方米，同比增长7.4%，比上年同期回落10.9个百分点。2019年12月，中俄东线天然气管道正式进气投产，开辟了我国自中亚线、中缅线和海上气之后的第四大进口渠道，庞大的增量气源势必对现有的中亚气、缅甸气、海气产生巨大的压力，压制其市场份额及议价能力。因管道气供给变化较小，LNG是国内主要的调节性气源。愈演愈烈的新冠疫情叠加暖冬气候，造成国内以及全球天然气需求遇冷，原本即已供给过剩的全球LNG市场进一步失衡，市场价格大幅走低。随着供需关系的变化，以及部分挂钩油价的LNG长协受油价下跌的影响，近两年全球LNG价格或将持续下行。
- **投资建议：**公司扎根于大湾区龙头及先行示范区城市深圳，受益于深圳快速发展带来的用气需求增长。上游建设LNG接收站、下游收购燃气电厂，打造全产业链协同机制，公司逐步向综合能源运营商转型。大鹏、西二线、自有接收站三线保障公司气源供应，需求放缓、供给增长有望带来气源价格持续下行。我们预计公司20/21年EPS分别为0.45/0.47元，对应3月27日收盘价PE分别为15.9/15.4倍。给予公司2020年18倍PE的估值，对应目标价8.10元，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、用气需求：宏观经济运行状态影响工商业用户的用气需求；外来电增加、气价大幅上涨、设备检修等原因可能导致燃气电厂发电量和利用小时下降，影响公司天然气销售量。2、售气价格：销售价格仍在一定程度上受政府管控，可能因为政策调整发生变化。3、气源供应：中石油西二线、广东大鹏可能由于进口气源问题减少供应量。4、气源价格：上游管道天然气、液化天然气的价格可能受供需影响出现大幅波动；国际原油价格和液化石油气价格的波动影响公司液化石油气批发业务的经营。5、汇兑损失：人民币汇率波动使公司在外汇结算时可能面临汇兑风险。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>得天独厚的优质城燃运营商</b>	<b>6</b>
1.1	扎根深圳，乘大湾区和先行示范区的东风	6
1.2	管道燃气业务持续增长，贡献主要利润	8
<b>二、</b>	<b>三箭齐发，管道燃气空间广阔</b>	<b>10</b>
2.1	城中村改造提速，本地居民用气放量	10
2.2	异地稳步扩张，规模与利润并重	11
2.3	电厂气潜力大，收购东莞唯美电厂转型综合能源运营商	13
<b>三、</b>	<b>三足鼎立，保障气源供应</b>	<b>14</b>
3.1	长协锁定低价大鹏气	14
3.2	西二线供应量仍有充裕空间	16
2.3	LNG 接收站投产，增强气源灵活性	17
<b>四、</b>	<b>三管齐下，压制气源价格</b>	<b>18</b>
4.1	煤改气政策调整，天然气消费增长放缓	18
4.2	中俄东线投运，管道气源大幅提升	19
4.3	全球 LNG 供给偏向宽松	20
<b>五、</b>	<b>投资建议</b>	<b>21</b>
5.1	盈利预测	21
5.2	估值分析	23
5.3	投资建议	24
<b>六、</b>	<b>风险提示</b>	<b>24</b>

## 图表目录

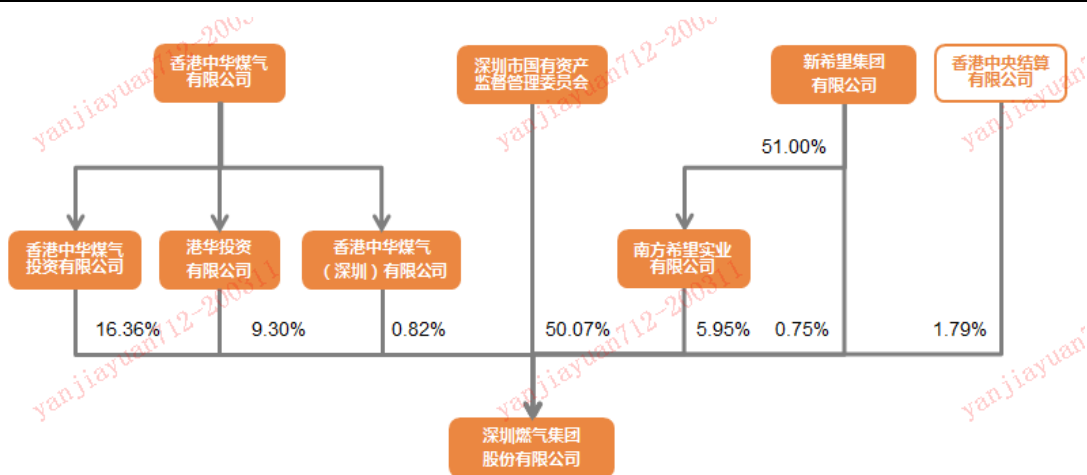
图表 1	深圳燃气股权结构（3Q19），控股股东深圳市国资委持股 50.07%.....	6
图表 2	2001-2018 年深圳市常住人口持续增长 .....	7
图表 3	四大一线城市 GDP 对比 .....	7
图表 4	深圳燃气 2004-2018 年营业收入构成 .....	8
图表 5	深圳燃气 2004-2018 年毛利润构成 .....	9
图表 6	深圳燃气 2011-2018 年营业收入占比 .....	9
图表 7	深圳燃气 2011-2018 年营业成本占比 .....	9
图表 8	深圳燃气 2011-2018 年毛利润占比 .....	9
图表 9	深圳燃气 2011-2018 年主营业务毛利率对比 .....	9
图表 10	2011-2018 年深圳市非电厂管道燃气销量 .....	10
图表 11	2011-2018 年深圳市管道燃气用户数 .....	10
图表 12	2013-2016 年深圳市用气户均人口约 3.5 人 .....	11
图表 13	2013-2016 年深圳市非电厂/家庭户均用气量 .....	11
图表 14	深圳燃气在全国范围内的业务布局 .....	12
图表 15	2011-2018 年深圳燃气异地管道燃气销量 .....	12
图表 16	2011-2018 年深圳燃气异地管道燃气用户数 .....	12
图表 17	2011-2018 年深圳燃气异地管道燃气户均用气量 .....	13
图表 18	2011-2018 年深燃投资公司营业收入 .....	13
图表 19	2011-2018 年深燃投资公司净利润 .....	13
图表 20	2012-2019 年深圳地区电厂用户管道燃气销量 .....	14
图表 21	深圳燃气已签约电厂用户 .....	14
图表 22	日本进口原油复合指数（JCC） .....	15
图表 23	第四至第十四合同年大鹏 LNG 基准门站价 .....	15
图表 24	2006-2018 年深圳燃气采购大鹏 LNG 数量 .....	15
图表 25	2011-2018 年大鹏 LNG 公司营业收入 .....	16
图表 26	2011-2018 年大鹏 LNG 公司净利润 .....	16
图表 27	国内石油及天然气管道分布图 .....	16
图表 28	2012-2018 年深圳燃气采购西二线 PNG 数量 .....	17
图表 29	广东省非居民用天然气基准门站价 .....	17
图表 30	深圳市燃气储备与调峰库 .....	18
图表 31	2019 年天然气表观消费量同比增长 7.4% .....	18
图表 32	2018 年国内天然气消费结构 .....	18
图表 33	中俄东线天然气管道线路图 .....	19
图表 34	2019 年 PNG 进口量同比减少 0.8% .....	20
图表 35	2019 年 PNG 气源结构 .....	20
图表 36	国内天然气产销平衡比例 .....	20

图表 37	国内天然气供给增量平衡结构 .....	20
图表 38	2019 年 LNG 进口量同比增长 12.6% .....	21
图表 39	2019 年 LNG 气源结构 .....	21
图表 40	LNG 市场价和进口价 .....	21
图表 41	LNG 到岸价 .....	21
图表 42	2019-2024 年深圳燃气主营业务营收预测 .....	22
图表 43	2019-2024 年深圳燃气营收、成本、毛利预测 .....	23
图表 44	深圳燃气与 A/H 股可比上市公司的盈利预测及估值对比 .....	23
图表 45	估值参数设定 (WACC 与永续增长率) .....	24
图表 46	深圳燃气 DCF 估值敏感性分析 .....	24

## 一、得天独厚的优质城燃运营商

深圳燃气集团股份有限公司主要从事城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资业务，前身为由成立于 1982 年的深圳市液化石油气管理公司和深圳市煤气公司在 1996 年 4 月 30 日合并重组而成的深圳市燃气集团有限公司。公司 2002 年被深圳市政府列为全市首批国际招募招标试点企业，2004 年完成引战，通过增资扩股引入香港中华煤气和四川新希望，成为中外合资公司，完善了公司的治理结构。2009 年 12 月 25 日，公司股票在上海证券交易所上市，控股股东为深圳市国资委。

图表1 深圳燃气股权结构（3Q19），控股股东深圳市国资委持股 50.07%

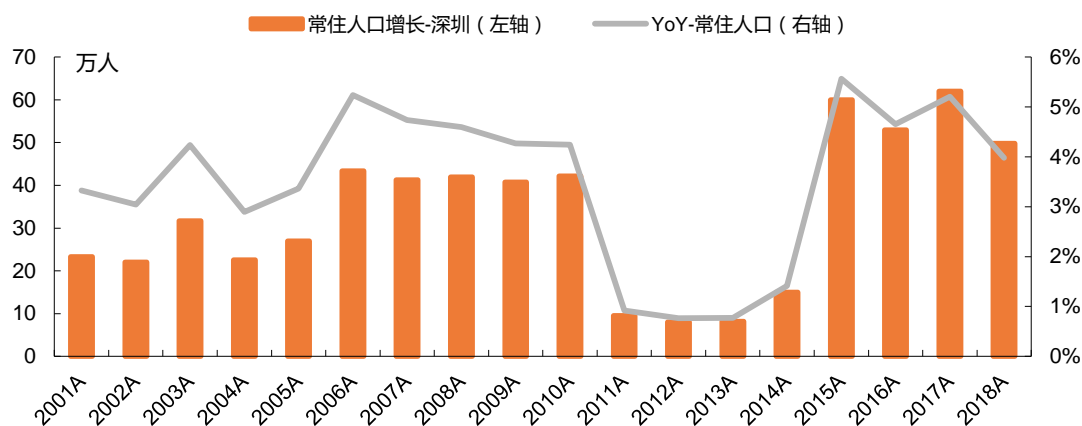


资料来源:公司公告, 平安证券研究所

### 1.1 扎根深圳，乘大湾区和先行示范区的东风

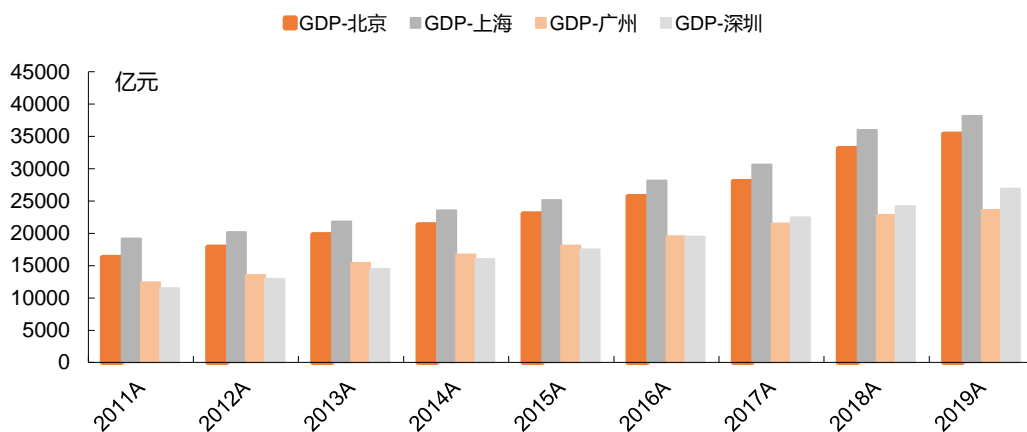
作为我国最早实施改革开放、影响最大、建设最好的经济特区，深圳已成为全国经济中心城市、科技创新中心、区域金融中心、商贸物流中心，综合实力和发展潜力在全国名列前茅，在全球各大城市中也榜上有名。截至 2018 年底，深圳市常住人口 1302.66 万人，同比净增长 49.83 万人。2019 年，深圳市地区生产总值 26927.09 亿元，同比增长 6.7%；全市规模以上工业增加值增长 4.7%。在四大一线城市中，深圳 GDP 位列第三，高于广州。

图表2 2001-2018年深圳市常住人口持续增长



资料来源:深圳市统计局, Wind, 平安证券研究所

图表3 四大一线城市 GDP 对比



资料来源:Wind, 平安证券研究所

2004年5月1日起正式实施的《市政公用事业特许经营管理办法》规定,城市供水、供气、供热、公共交通、污水处理、垃圾处理等行业可以依法实施特许经营;直辖市、市、县政府市政公用事业主管部门负责行政区域内特许经营权的实施。早在2003年8月,深圳市政府即将深圳市30年管道燃气业务特许经营权授予公司;翌年9月,公司与深圳市建设局正式签订《深圳市管道燃气特许经营协议》,协议约定授予公司统一经营深圳市行政区域内的一切管道燃气业务,特许经营权期限自2003年9月1日至2033年9月1日。

2019年2月18日,中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》。纲要第五章第三节“建设能源安全保障体系”提出:

- 优化能源供应结构。大力推进能源供给侧结构性改革,优化粤港澳大湾区能源结构和布局,建设清洁、低碳、安全、高效的能源供给体系。

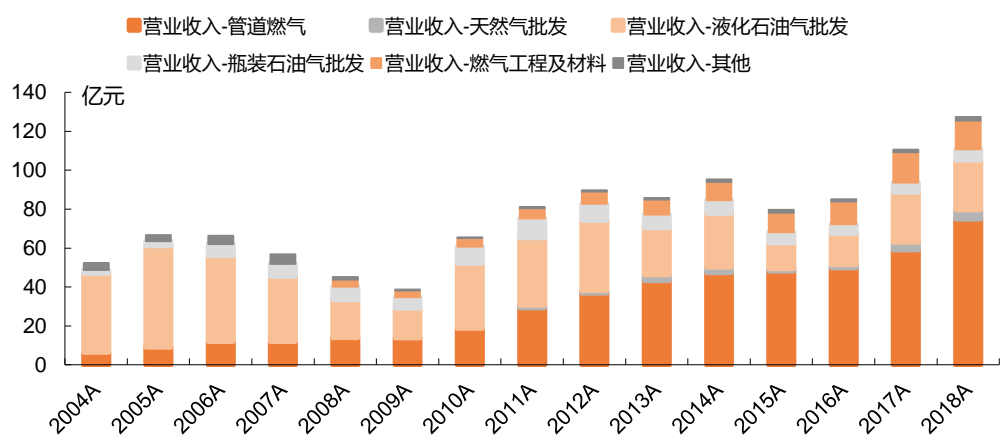
- 大力发展绿色低碳能源，加快天然气和可再生能源利用，有序开发风能资源，因地制宜发展太阳能光伏发电、生物质能，安全高效发展核电，大力推进煤炭清洁高效利用，控制煤炭消费总量，不断提高清洁能源比重。
- 强化能源储运体系。加强周边区域向大湾区以及大湾区城市间送电通道等主干电网建设，完善城镇输配电网络，提高电网输电能力和抗风险能力。
- 加快推进珠三角大型石油储备基地建设，统筹推进新建液化天然气（LNG）接收站和扩大已建 LNG 接收站储转能力，依托国家骨干天然气管线布局建设配套支线，扩大油气管道覆盖面，提高油气储备和供应能力。
- 推进广州、珠海等国家煤炭储备基地建设，建成煤炭接收与中转储备梯级系统。研究完善广东对香港、澳门输电网络、供气管道，确保香港、澳门能源供应安全和稳定。

天然气作为绿色低碳能源的代表之一，在大湾区的推广应用有望加快，相应 LNG 接收站和燃气管道的建设也有望提速。8 月 9 日，中共中央、国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确提出到 2025 年将深圳建成现代化国际化创新型城市、到 2035 年建成具有全球影响力的创新创业创意之都、到本世纪中叶建成全球标杆城市。公司作为掌握着全市管道燃气特许经营权的本地运营商，必将受益于深圳新一轮快速发展的红利。

## 1.2 管道燃气业务持续增长，贡献主要利润

公司的主营业务包括城市管道燃气、天然气和液化石油气批发及零售、燃气工程及材料三大板块。其中，城市管道燃气业务稳步成长，自 2004 年起步时期在公司总营收和毛利中占比 12.3%、34.9%，到 2018 年在公司总营收中的占比已接近六成、在毛利中的占比接近七成。而受上游国际油价波动和下游用户需求变化的影响，原第一大业务液化石油气批发在营收中的占比持续下滑，从 2004 年的八成降至 2018 年的二成，在毛利中的占比也从四成下降到不足 5%。随着深圳外异地项目的不断扩张，燃气工程及材料业务的收入和利润同步持续增长，已成为公司第三大营收和第二大利润来源。

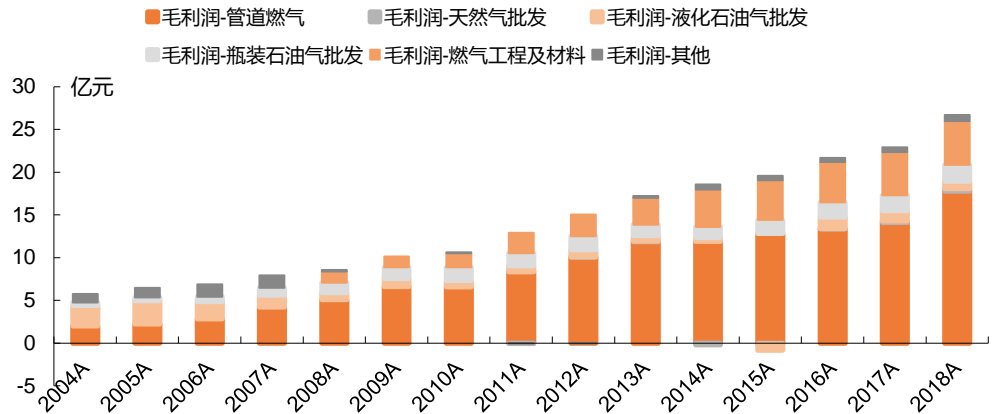
图表4 深圳燃气 2004-2018 年营业收入构成



资料来源:公司公告, 平安证券研究所 注: 2008 年起将燃气工程及材料业务从其他业务中分离并单独披露; 2012 年起将天然气批发业务从管道燃气业务中分离并单独披露, 2011 年数据据此进行调整。

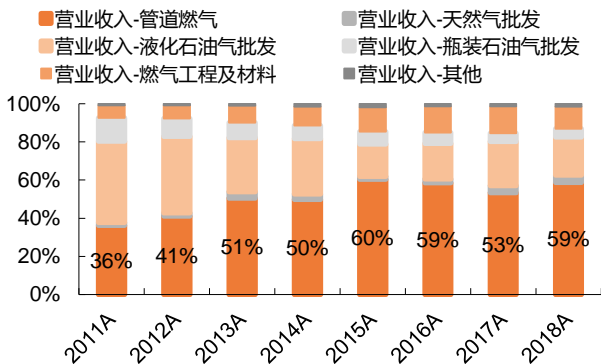


图表5 深圳燃气 2004-2018 年毛利润构成



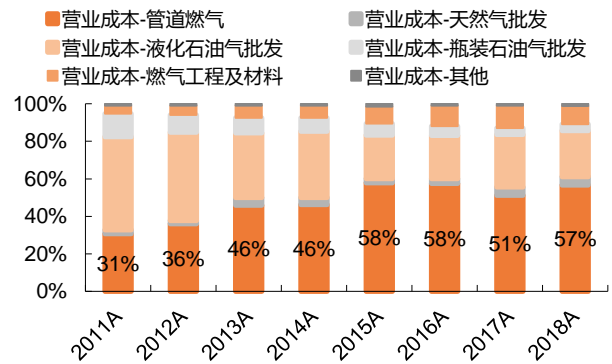
资料来源:公司公告, 平安证券研究所 注:2008年起将燃气工程及材料业务从其他业务中分离并单独披露;2012年起将天然气批发业务从管道燃气业务中分离并单独披露,2011年数据据此进行调整。

图表6 深圳燃气 2011-2018 年营业收入占比



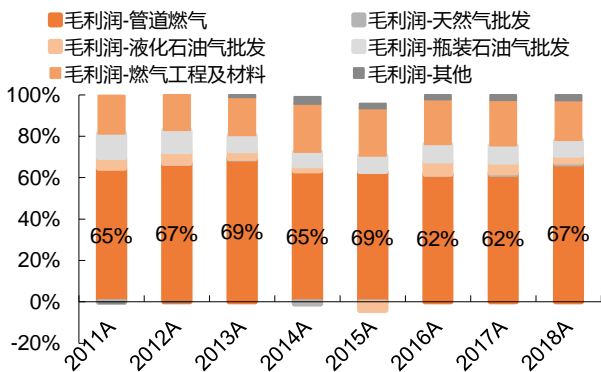
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表7 深圳燃气 2011-2018 年营业成本占比



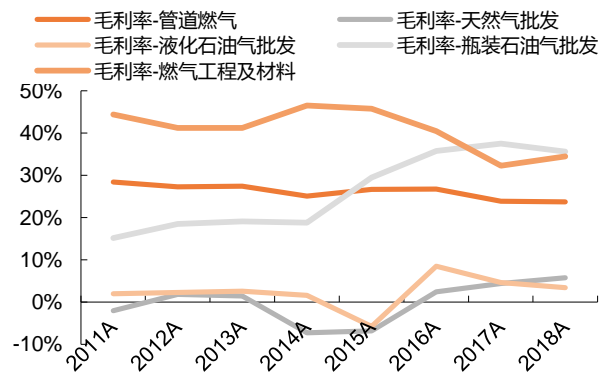
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表8 深圳燃气 2011-2018 年毛利润占比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表9 深圳燃气 2011-2018 年主营业务毛利率对比



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

## 二、三箭齐发，管道燃气空间广阔

管道燃气与相关的燃气工程及材料业务作为公司的核心利润来源，在公司毛利中的占比合计超过八成，在营收中的占比也超过七成。因此，对于管道燃气业务的分析，即是对公司进行分析的重点。

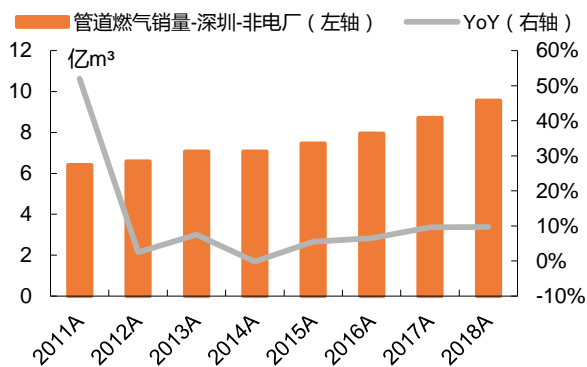
### 2.1 城中村改造提速，本地居民用气放量

2017年底，深圳市政府发布《深圳市“城中村”综合治理行动计划（2018-2020年）》，将燃气安全治理列为城中村十项治理任务之一，要求所有符合管道天然气改造条件的城中村实现管道天然气普及率100%。2018年上半年，深圳市住建局发布《深圳市加快推进管道天然气进村入户工作方案》，要求自2018至2020年，对438个城中村共计100.39万户完成地下燃气管道敷设和地上燃气管道安装，实现管道天然气入户；对381个城中村103.06万户完成地下燃气管道敷设，实现管道天然气进村。按照深圳市住建局有关人士在“深圳市管道燃气客户数突破200万户暨上沙社区管道天然气改造通气点火仪式”上的发言，2021至2022两年内将完成这381个城中村管道燃气入户，确保到2022年管道燃气覆盖率达到80%左右，城中村改造进一步提速。据此测算，到2022年，公司在深圳地区的管道燃气居民用户数将达到390万户，较2018年的200万户增加190万户。

从两个角度推算深圳本地除电厂气以外的用气增量空间，因电厂用户数、工商业用户数与居民用户数不在同一数量级，即在总用户数中占比极小，假设居民用户数约等于非电厂气用户数且约等于总用户数。

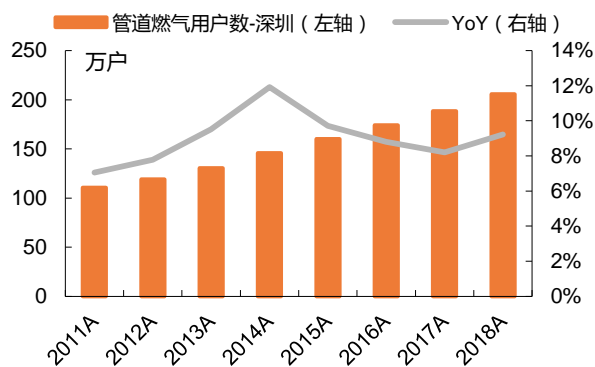
- 仅考虑居民用气：根据可查询到的深圳地区2013-2016年用气人口数和家庭用气总量，计算可得期间用气户均人口约3.5人、家庭人均年用气量约65立方米，则户均年用气量约228立方米、190万户对应约4.3亿方的用气增量。
- 考虑工商业和居民用气：根据公司公布的深圳地区非电厂用气量和用户数，计算可得2013-2016年户均年用气量约487立方米，190万户对应约9.3亿方的用气增量。

图表10 2011-2018年深圳市非电厂管道燃气销量



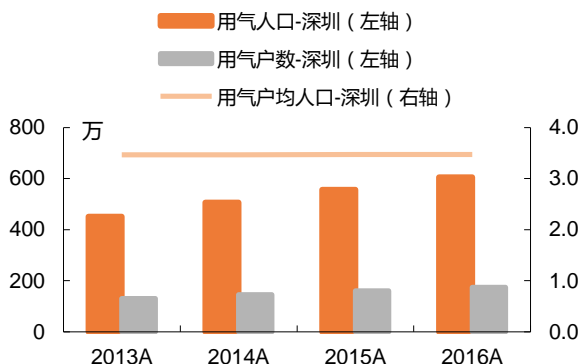
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表11 2011-2018年深圳市管道燃气用户数



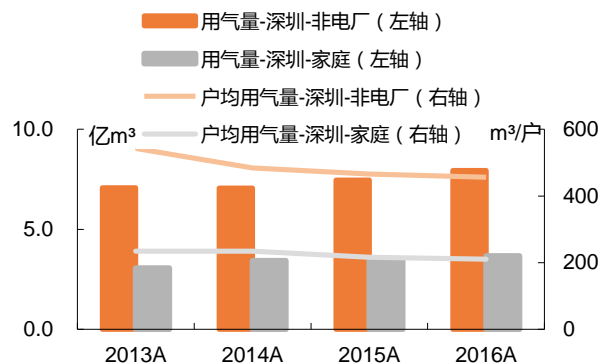
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图12 2013-2016年深圳市用气户均人口约3.5人



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

图13 2013-2016年深圳市非电厂/家庭户均用气量



资料来源:公司公告, Wind, 平安证券研究所

2016年11月23日,深圳市发改委发布《深圳市能源发展“十三五”规划》,规划提出:到2020年底,深圳市居民管道天然气用户数约达225万户,管道天然气普及率提高到60%。据此估算,2016年底深圳市居民户数约375万。而在2018年中深圳管道天然气居民用户数突破200万后,公司提出到2020年深圳居民用户数超过260万,普及率提到至61.5%。据此测算,是年深圳市居民户数约423万。观察1981-2010三十年中深圳市户籍人口数和户数,可以发现上世纪八十年代、九十年代和本世纪前十年中,户籍人口的户均人数分别为4.08、3.47、3.26,据此假设2011-2020年户均人数为3,按照2018年深圳市常住人口测算,居民户数约434万户。而根据深圳市政府在2018年10月18日公布的《深圳市可持续发展规划(2017-2030年)》,2016年末深圳市实际管理人口规模即已达到2000万。“十三五”前三年深圳市常住人口年均增加约55万人,其中2018年增加50万人,假设后两年年均增加约50万人,则到2020年末,深圳市管理人口将超过2200万人。按照3人/户的假设测算,在深居民户数将超过700万户。随着城中村改造的提速,公司在深圳地区的居民用气量规模有望持续放量。

## 2.2 异地稳步扩张, 规模与利润并重

早在2005年,公司就已经通过收购的方式取得了江西赣州、九江、景德镇地区的城燃业务特许经营权,并在当年7月设立全资子公司深燃投资公司,在深圳以外的异地城市开展管道燃气投资和天然气加工业务。在公司上市前,深燃投资公司通过收购和投资等方式又陆续取得了广西的梧州,江西的瑞金、宜春,安徽的长丰、明光、肥东、肥西等地的城燃业务特许经营权。截至目前,公司在广东、广西、湖南、江西、江苏、浙江、安徽、云南、山东等多个省区约四十个城市(区域)获得了管道燃气业务的特许经营权。

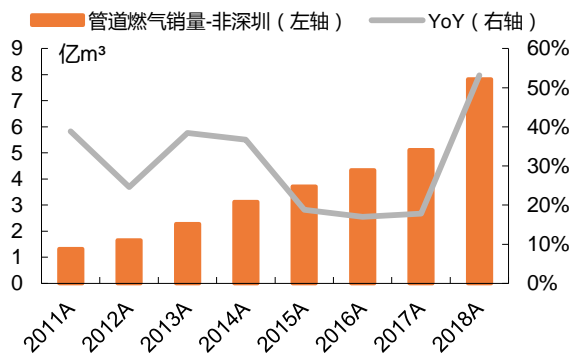
截至2018年底,公司异地管道燃气用户数达到120.49万户,在总用户数中占比36.9%;异地高压、次高压和市政中压管网长度合计3715.36公里,在总管网长度中占比50.6%。2018年全年异地管道燃气销量7.83亿立方米,在管道燃气总销量中占比30.2%。与昆仑、中燃、华润、新奥、港华这五大全国性城燃集团相比,虽然公司在布局范围和业务规模上仍有较大差距,但稳定且持续的扩张有利于公司在规模和利润两者间取得平衡,自2008年起至2018年,深燃投资公司始终保持盈利。

图表14 深圳燃气在全国范围内的业务布局



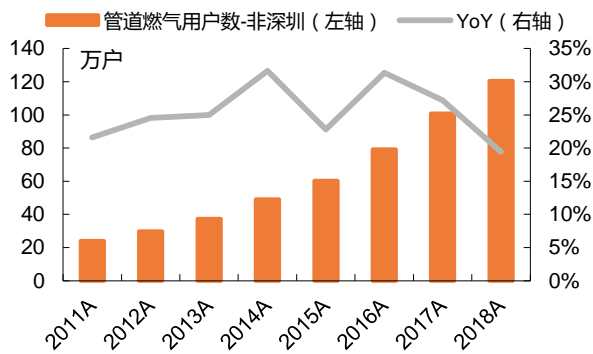
资料来源:公司官网, 平安证券研究所

图表15 2011-2018年深圳燃气异地管道燃气销量



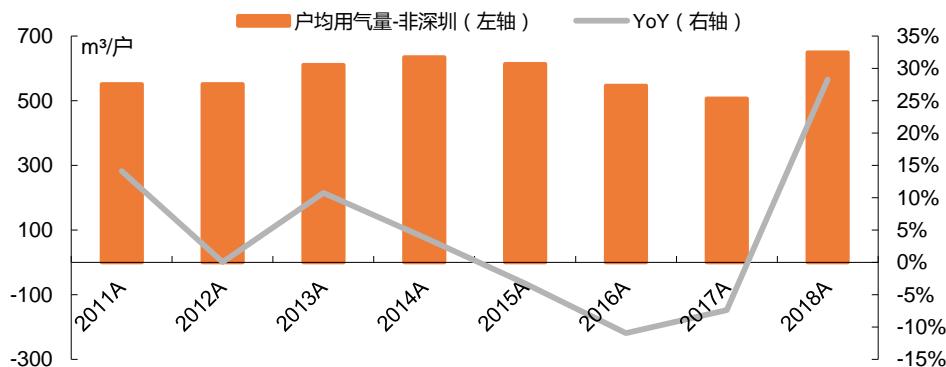
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表16 2011-2018年深圳燃气异地管道燃气用户数



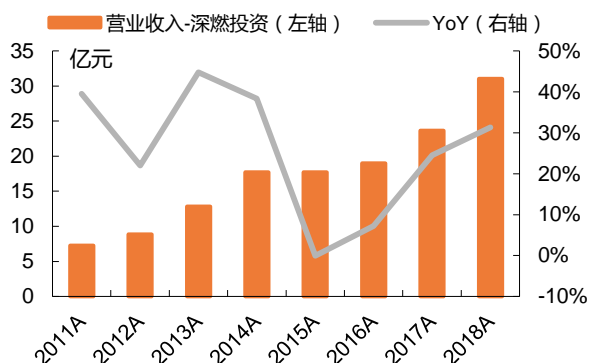
资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表17 2011-2018年深圳燃气异地管道燃气户均用气量



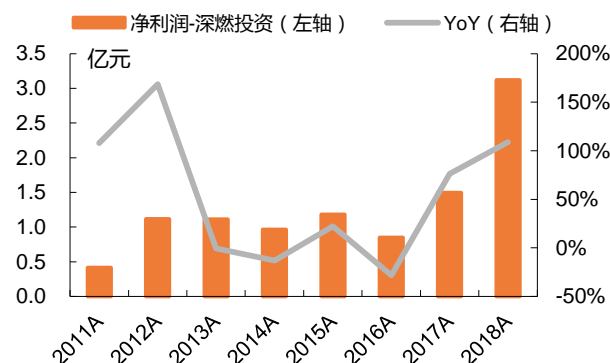
资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表18 2011-2018年深燃投资公司营业收入



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表19 2011-2018年深燃投资公司净利润



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

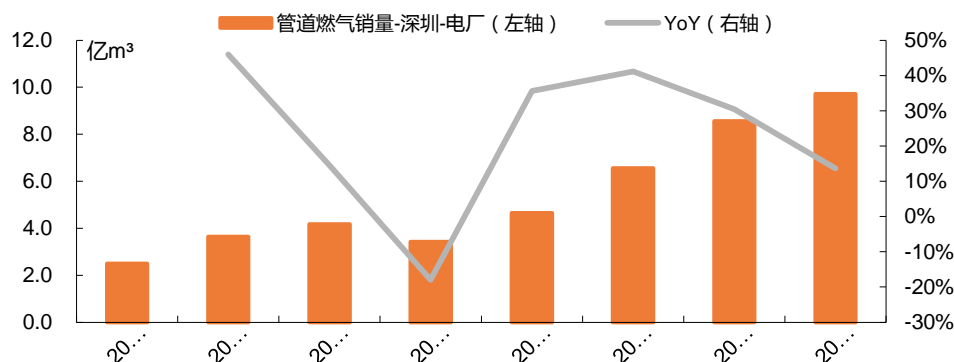
## 2.3 电厂气潜力大, 收购东莞唯美电厂转型综合能源运营商

2010年底和2011年初, 公司分别与深圳钰湖电力有限公司和深圳宝昌电力有限公司签署《天然气购销协议》(电厂专用), 约定在西气东输二线向深圳供气达产之日起至协议期满, 每年向钰湖电厂和宝昌电厂销售3.74、3.70亿立方米天然气, 照付不议气量分别为3.366、3.33亿方。在西二线通气前, 公司即已开始向钰湖电厂供气。此后, 公司又先后与深圳南天电力有限公司、华电国际电力股份有限公司深圳公司签订《天然气购销协议》, 达产期供气量2.6、3.8亿方。2018年, 公司电厂气销量8.56亿方, 在深圳地区管道燃气销量中占比47.3%、在总销量中占比33.0%。

在《深圳市能源发展“十三五”规划》的重点建设电源项目中, 公司已经储备了宝昌燃机2×9F级扩建工程、钰湖燃机2×9F级扩建工程、光明燃机2×9F级、国际低碳城分布式能源、国电坪山分布式能源、华电坪山分布式能源二期共6个项目, 意向达产期售气量合计达26.68亿立方米。虽然短期内因深圳市气电上网电价下调和西电东送增长的影响, 这几个项目建设和投产的进度延缓, 但在大湾区和先行示范区的发展建设需求以及能源清洁化要求之下, 未来仍有望陆续开建, 提升公司电厂气的销量规模。

2019年9月4日，深圳南山热电股份有限公司公开挂牌转让控股子公司东莞唯美电厂70%股权。公司随后向深南电提出合作意向，一方面助其在2019年度完成扭亏为盈，实现净利润1003.43万元；另一方面也对冲了其他合作电厂在2019年用气量的下滑，实现了电厂气销量同比增长13.6%。2020年3月7日，公司正式公告收购唯美电厂70%股权，配合2019年8月投产的LNG储气调峰库，打造从上游气源、到中游管网、再到下游电厂的全产业链协同机制，推动公司向综合能源服务商转型。

图表20 2012-2019年深圳地区电厂用户管道燃气销量



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表21 深圳燃气已签约电厂用户

类别	电厂用户	装机容量	达产期供气量 (亿m³)	照付不议气量 (亿m³)
投产	京能钰湖电厂	2×180MW	3.74	3.366
	大唐宝昌电厂	2×183.4MW	3.7	3.33
	深圳南天电厂 (原美视电厂)	1×180MW+1×244MW+1×260MW	2.6	2.34
	华电坪山分布式	1×83WM+1×83WM+1×81WM	3.8	
	东莞唯美电厂	2×180MW		
规划	京能钰湖扩建	2×400MW级	8	
	大唐宝昌扩建	2×400MW级	7.5	
	深能光明电厂	2×400MW级	8.58	
	京能国际低碳城分布式能源	5×9MW级	0.8	
	国电坪山分布式能源	3×40MW级	1.8	
	华电坪山分布式能源二期			

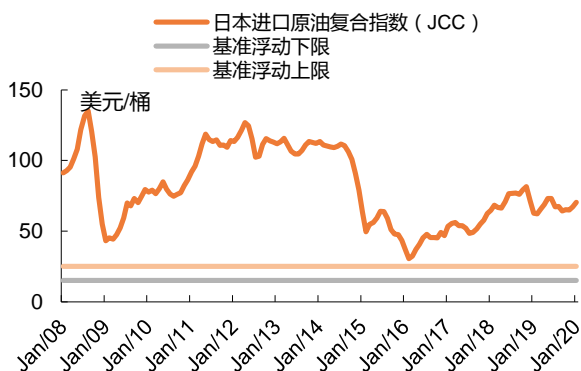
资料来源: 深圳市发改委, 北极星电力网, 公司公告, 平安证券研究所

## 三、三足鼎立，保障气源供应

### 3.1 长协锁定低价大鹏气

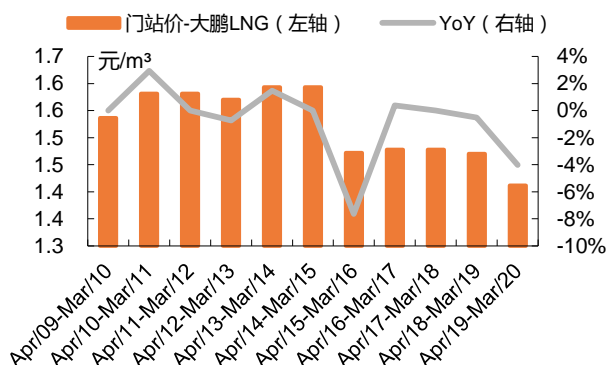
广东大鹏 LNG 接收站是中国首个引进 LNG 的试点项目,由中海油、BP 联合多家中外股东共同投资建设,2006 年 9 月项目建成投产并开始供气。广东省物价局同步印发了《广东大鹏公司进口液化天然气门站和用户销售价格作价办法》(粤价[2006]225 号),办法规定:大鹏公司一期工程进口 LNG 门站销售价格由落地价、站线项目输配费用、应缴税金和合理利润构成;落地价由 LNG 离岸成本(FOB)、运费、装载港和卸载港有关费用、货运保险费等部分组成,其中基准气源单价按原油价格(JCC,即日本进口原油复合指数)15-25 美元和即期人民币兑换美元的汇率确定;具体落地价由供需双方在上下 8% 的浮动范围内按商务合同的要求确定。观察 JCC 指数的变化,可以发现其始终高于 25 美元/桶的联动区间上限,长协合同锁定了低价优质的气源。

图表22 日本进口原油复合指数 (JCC)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 第四至第十四合同年大鹏 LNG 基准门站价

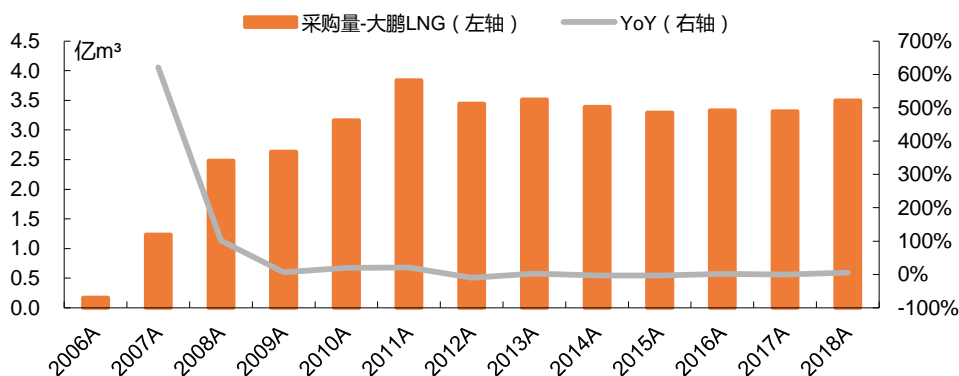


资料来源: 广东省发改委, 平安证券研究所

2004 年 4 月 30 日,公司与广东大鹏液化天然气有限公司签订《广东液化天然气项目天然气销售合同》。合同约定,自 2006 年起至 2031 年止,公司累计向广东大鹏液化天然气有限公司采购液化天然气 598 万吨;基本期限为 25 年;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);达产期(2011 年 4 月 1 日-2027 年 3 月 31 日)每年供应 27.1 万吨天然气;合同总金额约 132 亿元。

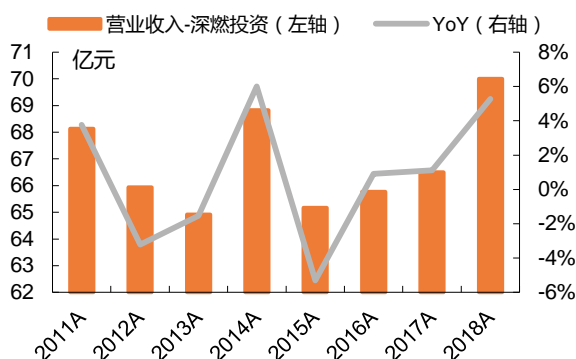
经过初期的产能爬坡阶段后,自 2010、2011 年起,大鹏公司每年均稳定地向公司供应约 27 万吨 LNG,按照 1250 立方米/吨换算即对应约 3.4 亿方气。此外,公司在大鹏公司中持股 10%,每年可获得超过 1 亿元的分红。

图表24 2006-2018 年深圳燃气采购大鹏 LNG 数量



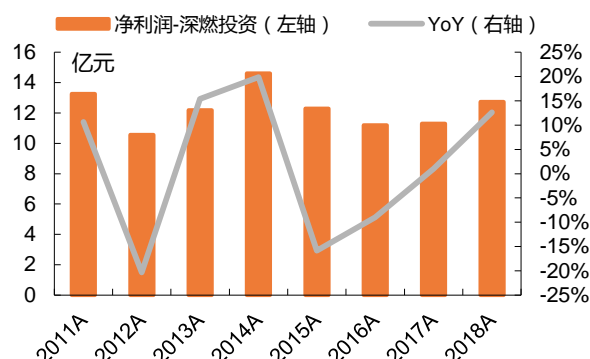
资料来源:公司公告, 平安证券研究所 注: LNG 气化按照 1250m³ /吨换算。

图表25 2011-2018年大鹏 LNG 公司营业收入



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

图表26 2011-2018年大鹏 LNG 公司净利润



资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

### 3.2 西二线供应量仍有充裕空间

2011 年底, 公司定增募资 9.84 亿元, 用于深圳市天然气高压输配系统工程 (西气东输二线深圳配套工程)。西气东输二线是中国首条引进境外天然气资源的战略通道工程, 是目前世界上线路最长、工程量最大的天然气管道。管线起于新疆霍尔果斯首站, 途经全国 15 个省区市、192 个县级单位, 止于香港; 工程全长 8704 公里, 其中干线霍尔果斯至广州段全长 4978 公里, 8 条支干线总长 3726 公里; 总投资约 1422 亿元, 设计年输气能力 300 亿立方米, 可稳定供气 30 年以上, 主供气源来自土库曼斯坦。

图表27 国内石油及天然气管道分布图



资料来源: 中国石油官网, 平安证券研究所

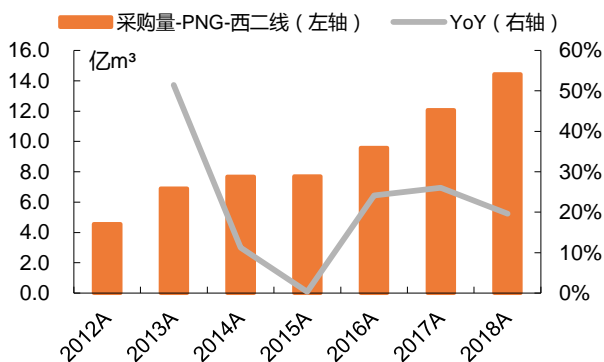


2006 年深圳市开展天然气转换以来，天然气需求量急剧增长。为了保障能源供应，2007 年 9 月，深圳市政府与中石油公司就合作推进建设西气东输二线广深支线及香港支线等事项达成重要共识，并在北京签署了战略合作框架协议。2008 年 2 月，国家发展改革委核准西气东输二线西段工程，明确建设广深支干线，向深圳每年供气 40 亿立方米，占全线可分配气量的 15.3%，并对供深气量实行计划单列。

为迎接西气东输二线天然气的到来，公司于 2009 年开始建设深圳市天然气高压输配系统工程。工程总投资 16 亿元，东起大鹏湾，西至大铲岛，行经大鹏、坪山、龙岗、龙华、宝安、南山、福田七个区，建设天然气高压管道 135 公里，城市门站 3 座，城市民用调压站 1 座，电厂专用调压站 8 座，建成最大满足年 80 亿立方米的供气规模。2010 年 8 月 10 日，公司与中石油签署《西气东输二线天然气购销协议》，协议约定在西气东输二线向深圳供气达产之日起至协议期满（2039 年 12 月 31 日），公司每年向中石油采购 40 亿立方米天然气，照付不议气量 36 亿立方米；采购价格参照西二线广东省门站价。

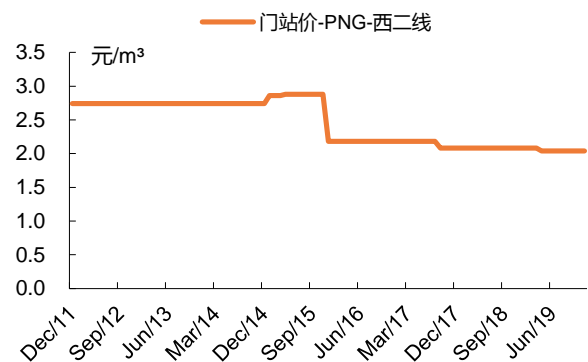
由于下游电厂用户数量及需求增长不及预期等原因，公司尚未达到稳产期协议气量，2018 年采购西二线气量 115.51 万吨，按照 1250 立方米/吨换算即 14.44 亿方。即使后期深圳地区燃气电厂的建设能按计划推进，西二线供应裕量仍将足够满足电厂气的需求增量。

图表28 2012-2018 年深圳燃气采购西二线 PNG 数量



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表29 广东省非居民用天然气基准门站价



资料来源:国家发改委, 广东省发改委, 平安证券研究所

## 2.3 LNG 接收站投产，增强气源灵活性

公司在 2013 年底发行可转债募资 16 亿元，用于投资建设深圳市天然气储备与调峰库工程及其配套的天然气高压管道支线项目。该项目是粤港澳大湾区第一个具备自主采购的城市燃气储备库，总投资约 16 亿元；2014 年正式开工建设，建有 1 座 8 万立方米的 LNG 储罐、24 万立方米/小时的气化调峰设施、5 套 LNG 槽车装卸系统，以及 1 座 5 万吨级 LNG 码头，能够接卸 1 至 9 万立方米 LNG 船舶；配套建设的高压和中压燃气管道连接了深圳市天然气高压输配系统，实现了储备库与城市天然气管网的互联互通。2019 年 8 月 18 日，深圳市天然气储备与调峰库首船 LNG 接卸仪式在大鹏举行，标志着经历了 5 年建设期的 LNG 接收站项目进入投产试运行阶段，可保障深圳 7 天以上的应急用气需求。LNG 接收站投产后，相当于给公司增加了第三个气源，极大地增强了公司气源供应的灵活性。

根据募集说明书中的项目可行性分析，在 10 亿立方米的满产期年周转气量下，按照 3.00 元/立方米的采购价、3.425 元/立方米的销售气价测算，不含税气价购销差价 0.376 元/立方米，年税后利润约 1.53 亿元。随着 LNG 价格下行，项目盈利空间有望进一步增加。

图表30 深圳市燃气储备与调峰库



资料来源:公司官网, 平安证券研究所

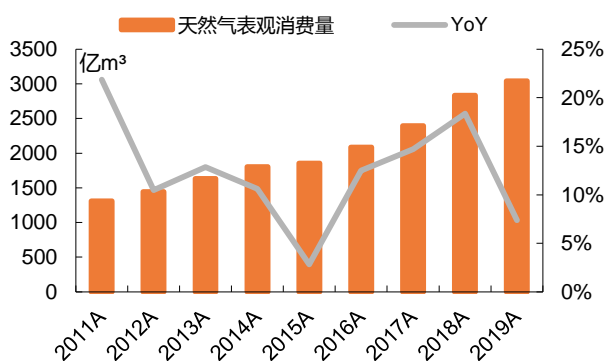
## 四、三管齐下，压制气源价格

### 4.1 煤改气政策调整，天然气消费增长放缓

2017年末、2018年初的冬季严寒天气，叠加京津冀地区大气污染治理和“煤改气”工程急速推进，天然气消费量持续高速增长，年均复合增速16.5%。但用气需求的超预期增长和供气能力的建设进度发生冲突，造成一些社会民生问题，因此相关政策也得以调整。2018年6月27日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，计划强调坚持从实际出发，宜电则电、宜气则气、宜煤则煤、宜热则热；要求“煤改气”坚持“以气定改”。

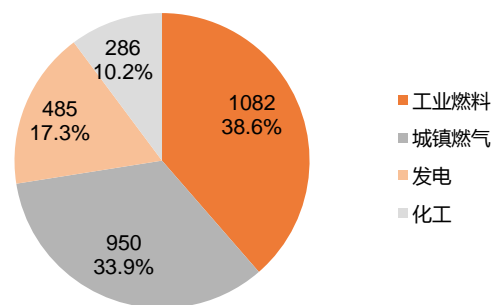
2019年国内经济增长放缓且全年未出现极端天气，导致用气需求增速下降。根据国家统计局和海关总署的数据，2019年国内天然气表观消费量3043亿立方米，同比增长7.4%，比上年同期回落10.9个百分点。

图表31 2019年天然气表观消费量同比增长7.4%



资料来源:国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

图表32 2018年国内天然气消费结构



资料来源:《中国天然气发展报告(2019)》平安证券研究所

## 4.2 中俄东线投运，管道气源大幅提升

2019年12月2日，中俄东线天然气管道正式进气投产。中俄东线天然气管道项目包括俄罗斯境内的西伯利亚力量管道和中俄东线天然气管道过境段及中国境内段，主供气源地为俄东西伯利亚的伊尔库茨克州科维克金气田和萨哈共和国(雅库特)恰扬金气田。中俄东线中国境内管道北起黑龙江黑河市，南至上海，是我国目前口径最大、压力最高的长距离输送天然气管道。中方境内管道全长5111公里，北起黑龙江省黑河市，途径黑龙江、吉林、内蒙古、辽宁、河北、天津、山东、江苏、上海等9省市，是中国东北方向首条陆上天然气跨境战略通道，也是我国继中亚管道、中缅管道后第三条跨国天然气长输管道。按照计划，中俄东线天然气管道中国境内段将采取分段建设、分段投产，此次投产的为北段（黑河-长岭）管道，中段（长岭-永清）、南段（永清-上海）管道计划于2020年和2023年分别投产。2014年5月，中石油与俄罗斯天然气工业股份公司签署《中俄东线管道供气购销合同》，约定项目投产后，俄罗斯将开始通过该管道向中国供气，输气量逐年增长，最终将达到每年380亿立方米，合同期限30年。

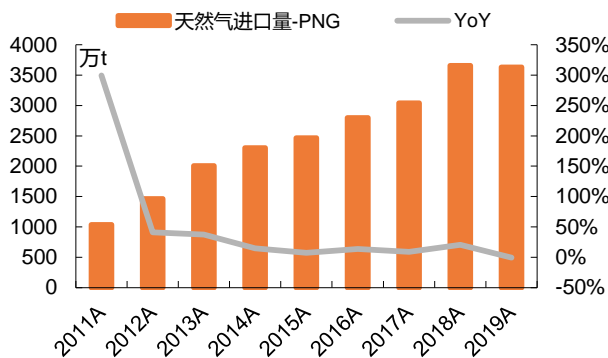
进口管道气基本不受天气因素影响，但是由于地缘政治和冬季中亚地区需求旺盛等因素影响，中亚管道气近年来多次出现供气压力不足等问题。中俄天然气东线的投产通气，开辟了我国自中亚线、中缅线和海上气之后的第四大进口渠道。根据协议，2020年供气量50亿方，折算约400万吨，在2019年我国进口天然气中占比近4%、在进口管道气中占比超过10%；达产后年供气量380亿方，以2019年进口总量计算占比约28%、以2019年管道气进口量计算占比约八成。如此庞大的增量气源，势必对现有的中亚气、缅甸气、海气产生巨大的压力，压制其市场份额及议价能力。

图表33 中俄东线天然气管道线路图



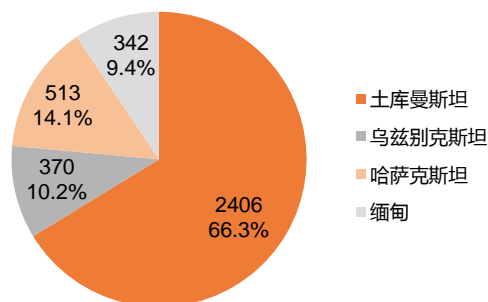
资料来源:中石油官网, 平安证券研究所

图表34 2019年PNG进口量同比减少0.8%



资料来源: 国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

图表35 2019年PNG气源结构



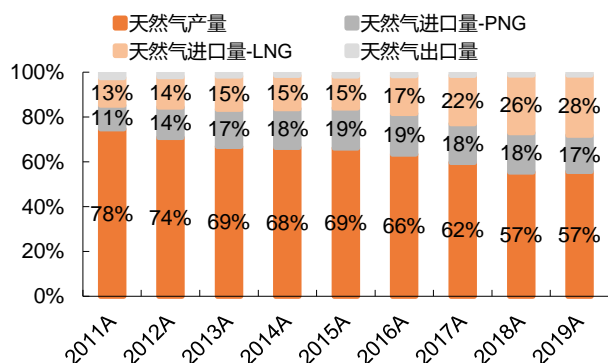
资料来源: 国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

### 4.3 全球 LNG 供给偏向宽松

我国天然气自给率不足 60%，进口依赖度超过 40%。因为管道气供给变化较小，所以 LNG 是主要的调节性气源。在进口气中，2019 年管道气占比下滑至不足四成、LNG 占比超过六成。在国内天然气需求旺盛的时期，LNG 进口受益显著；但当国内需求减缓后，LNG 进口的下滑也同样明显。2019 年，国内进口液化天然气 6057 万吨，同比增长 12.6%，结束了连续三年近 40% 的高速增长期，回到 2014 年的增速水平。

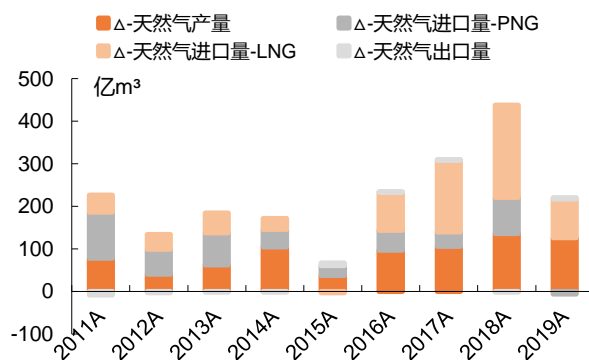
2020 年新年伊始，愈演愈烈的新冠疫情叠加暖冬气候，造成国内甚至全球天然气需求遇冷，原本即已供给过剩的全球 LNG 市场进一步失衡，市场价格大幅走低。在疫情爆发前，全球主要 LNG 生产国的液化产能持续增长，LNG 市场已经处于供大于求的状态。根据壳牌公司 (Shell) 发布的《2020 年 LNG 展望报告》，2019 年全球 LNG 新增供应能力 4000 万吨、获批项目产能合计 7100 万吨。随着供需关系的变化，以及部分挂钩油价的 LNG 长协受近期油价大幅下跌的影响，近两年 LNG 价格或将继续下行。

图表36 国内天然气产销平衡比例



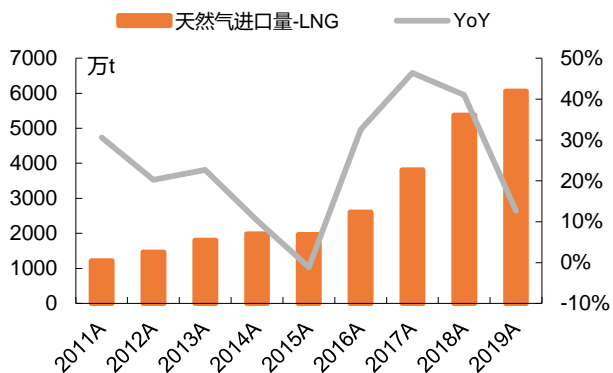
资料来源: 国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

图表37 国内天然气供给增量平衡结构



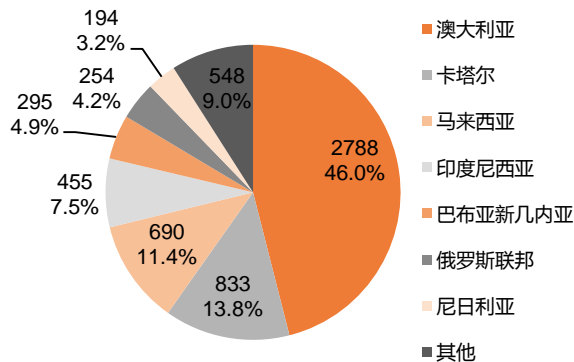
资料来源: 国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

图表38 2019年LNG进口量同比增长12.6%



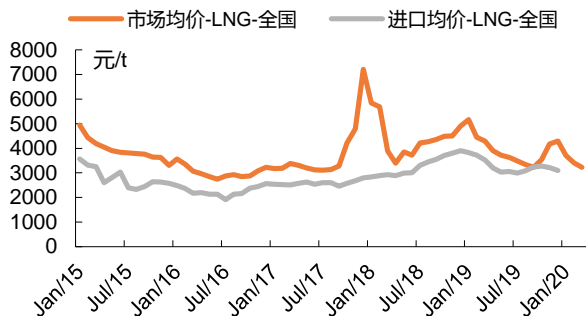
资料来源: 国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

图表39 2019年LNG气源结构



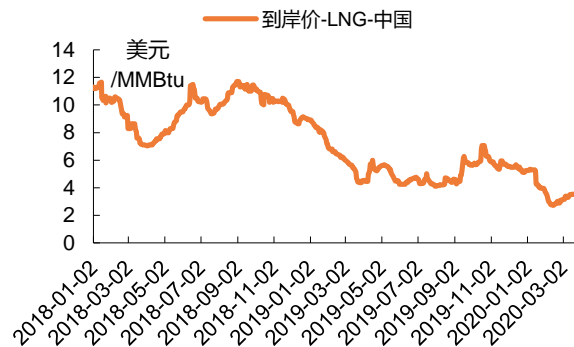
资料来源: 国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

图表40 LNG 市场价和进口价



资料来源: 国家统计局, 海关总署, Wind, 平安证券研究所

图表41 LNG 到岸价



资料来源: 金联创, Wind, 平安证券研究所

## 五、投资建议

### 5.1 盈利预测

对于公司 2019-2024 年的盈利预测, 我们首先做以下几点假设:

- 管道燃气用户数: 深圳地区每年新增 48、50、50、40、30、20 万户, 非深圳地区每年均新增 20 万户。
- 管道燃气户均用气量: 深圳地区非电厂用户每年户均用气量为 460 立方米, 非深圳地区每年户均用气量为 600 立方米。
- 管道燃气毛差: 保持在 0.80 元/立方米左右。
- 其他主营业务: 天然气批发业务毛差为 0.20 元/立方米, 液化石油气批发业务毛差为 150 元/吨, 瓶装石油气批发业务毛差为 1400 元/吨, 燃气工程及材料业务毛差为 1200 元/户。
- 所得税优惠: 公司 2018-2020 年享受高新技术企业相关优惠政策, 假设 2021 年起恢复至 2017 年的税率水平。

由此得到公司 2019-2024 年各主营业务的收入及成本预测如下:

**图表42 2019-2024 年深圳燃气主营业务营收预测**

关键指标	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
管道燃气							
用户数 (万户)	326.37	394.37	464.37	534.37	594.37	644.37	684.37
户均用气 (m <sup>3</sup> /户)	794.80	756.34	739.24	707.90	687.58	674.27	665.84
实际销量 (亿 m <sup>3</sup> )	25.94	29.83	34.33	37.83	40.87	43.45	45.57
平均售价 (元/m <sup>3</sup> , 不含税)	2.89	2.90	2.87	2.85	2.91	2.86	2.89
平均采购价 (元/m <sup>3</sup> , 不含税)	2.07	2.12	2.07	2.05	2.11	2.06	2.09
营业收入 (亿元)	74.94	86.51	98.52	107.78	118.75	124.43	131.54
营业成本 (亿元)	57.15	68.61	76.96	83.80	92.58	96.44	102.10
毛利润 (亿元)	17.79	17.90	21.56	23.98	26.17	27.99	29.44
毛利率	23.7%	20.7%	21.9%	22.2%	22.0%	22.5%	22.4%
天然气批发							
实际销量 (亿 m <sup>3</sup> )	1.73	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70	1.70
平均售价 (元/m <sup>3</sup> , 不含税)	2.76	2.49	2.38	2.38	2.38	2.38	2.38
平均采购价 (元/t, 不含税)	2.54	2.29	2.18	2.18	2.18	2.18	2.18
营业收入 (亿元)	4.78	4.24	4.04	4.04	4.04	4.04	4.04
营业成本 (亿元)	4.50	4.00	3.80	3.80	3.80	3.80	3.80
毛利润 (亿元)	0.28	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24	0.24
毛利率	5.8%	5.7%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
液化石油气批发							
实际销量 (万 t)	63.73	55.24	50.00	50.00	50.00	50.00	50.00
平均售价 (元/t, 不含税)	4017	3600	3600	3600	3600	3600	3600
平均采购价-LPG (元/t, 不含税)	3850	3450	3450	3450	3450	3450	3450
营业收入 (亿元)	25.60	19.89	18.00	18.00	18.00	18.00	18.00
营业成本 (亿元)	24.72	19.25	17.44	17.44	17.44	17.44	17.44
毛利润 (亿元)	0.88	0.64	0.56	0.56	0.56	0.56	0.56
毛利率	3.4%	3.2%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
瓶装石油气批发							
实际销量 (万 t)	8.41	8.00	8.00	7.00	7.00	6.00	6.00
平均售价 (元/t, 不含税)	6377	5400	5200	5200	5200	5200	5200
平均采购价-LPG (元/t, 不含税)	4081	4000	3800	3800	3800	3800	3800
营业收入 (亿元)	5.36	4.32	4.16	3.64	3.64	3.12	3.12
营业成本 (亿元)	3.45	3.22	3.06	2.68	2.68	2.30	2.30
毛利润 (亿元)	1.91	1.10	1.10	0.96	0.96	0.82	0.82
毛利率	35.6%	25.5%	26.4%	26.4%	26.4%	26.3%	26.3%
燃气工程及材料							
新增用户 (万户)	36.97	68.00	70.00	70.00	60.00	50.00	40.00
平均售价 (元/户)	4025	3400	3400	3400	3400	3400	3400
户均成本 (元/户)	2636	2200	2200	2200	2200	2200	2200
营业收入 (亿元)	14.88	23.12	23.80	23.80	20.40	17.00	13.60
营业成本 (亿元)	9.75	14.96	15.40	15.40	13.20	11.00	8.80
毛利润 (亿元)	5.13	8.16	8.40	8.40	7.20	6.00	4.80
毛利率	34.5%	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%	35.3%

资料来源: 公司公告, 平安证券研究所

加上其他业务的盈利预测，得到公司 2019-2024 年营收、成本、毛利：

图表43 2019-2024 年深圳燃气营收、成本、毛利预测

	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入（亿元）	140.09	150.74	159.71	167.52	169.55	173.56
YoY	10.0%	7.6%	5.9%	4.9%	1.2%	2.4%
营业成本（亿元）	111.26	118.22	124.84	131.58	133.06	136.72
YoY	10.5%	6.3%	5.6%	5.4%	1.1%	2.8%
毛利润（亿元）	28.84	32.53	34.87	35.93	36.50	36.84
YoY	8.0%	12.8%	7.2%	3.1%	1.6%	0.9%
毛利率	20.6%	21.6%	21.8%	21.5%	21.5%	21.2%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

## 5.2 估值分析

### 5.2.1 相对估值

从同业对比的角度分析公司的相对估值水平。

- A 股可比公司：选取 4 家区域性城燃运营商；
- H 股可比公司：选取 5 家全国性城燃运营商。

对应 3 月 27 日的收盘价，A 股 4 家可比公司 2018、2019、2020 年 PE 均值分别为 23.3、20.5、18.9 倍，H 股 5 家可比公司 2018、2019、2020 年 PE 均值分别为 19.3、17.0、14.5 倍。而深圳燃气同期 PE 为 20.1、19.6、15.9 倍。综上，我们给予公司 2020 年 18 倍 PE 的估值水平，对应 2020 年 EPS 的股价为 8.10 元人民币/股。

图表44 深圳燃气与 A/H 股可比上市公司的盈利预测及估值对比

代码	简称	股价			EPS			市盈率		
		03-27	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601139.SH	深圳燃气	7.20	0.36	0.37	0.45	0.47	20.1	19.6	15.9	15.4
	以下均值						23.3	20.5	18.9	16.9
603053.SH	成都燃气	15.01	0.48	0.50	0.54	0.56	31.2	29.9	27.8	26.8
600917.SH	重庆燃气	6.41	0.22	0.26	0.26	0.30	28.7	24.6	24.7	21.4
603393.SH	新天然气	38.18	1.49	1.87	2.27	2.74	25.6	20.4	16.8	13.9
600681.SH	百川能源	5.45	0.70	0.76	0.88	1.00	7.8	7.2	6.2	5.5
	以下均值						19.3	17.0	14.5	13.0
0003.HK	香港中华煤气	12.48	0.55	0.41	0.52	0.56	22.7	30.3	24.0	22.2
0384.HK	中国燃气	27.45	1.58	1.89	2.25	2.61	17.4	14.5	12.2	10.5
1193.HK	华润燃气	41.80	2.04	2.32	2.58	2.84	20.5	18.0	16.2	14.7
2688.HK	新奥能源	73.35	2.50	5.04	5.38	6.40	26.8	13.3	12.5	10.5
1083.HK	港华燃气	3.94	0.43	0.46	0.51	0.54	9.2	8.6	7.8	7.3

资料来源：公司公告，Wind，平安证券研究所 注：1、股价采用原始货币单位，EPS 采用公布货币单位，PE 按照股价当日汇率换算；2、出深圳燃气外的盈利预测采用 Wind 一致预期或公司公布的业绩预告。

### 5.2.2 绝对估值

采用 DCF 法进行估值，假设第二阶段过渡期增长率为 0.0%、永续增长率为 0.0%，其他关键假设如下，测算得到公司每股价值为 9.45 元。

图表45 估值参数设定 (WACC 与永续增长率)

贝塔值 (β)	0.90	股权资本成本 (Ke)	7.50%
无风险利率 (%)	3.00%	债务成本 Kd (%)	3.88%
市场收益率 (%)	8.00%	目标负债率	42.76%
WACC	5.95%	第二阶段增长率/永续增长率(%)	0%/0%

资料来源：平安证券研究所

图表46 深圳燃气 DCF 估值敏感性分析

	永续增长率 (g)									
	-2.00%	-1.50%	-1.00%	-0.50%	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	
Ke	4.66%	14.45	14.45	14.45	14.45	14.45	14.45	14.45	14.45	14.45
	5.12%	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25	13.25
	5.63%	12.16	12.16	12.16	12.16	12.16	12.16	12.16	12.16	12.16
	6.20%	11.17	11.17	11.17	11.17	11.17	11.17	11.17	11.17	11.17
	6.82%	10.27	10.27	10.27	10.27	10.27	10.27	10.27	10.27	10.27
	7.50%	9.45	9.45	9.45	9.45	9.45	9.45	9.45	9.45	9.45
	8.25%	8.70	8.70	8.70	8.70	8.70	8.70	8.70	8.70	8.70
	9.08%	8.02	8.02	8.02	8.02	8.02	8.02	8.02	8.02	8.02
	9.98%	7.40	7.40	7.40	7.40	7.40	7.40	7.40	7.40	7.40
	10.98%	6.84	6.84	6.84	6.84	6.84	6.84	6.84	6.84	6.84
12.08%	6.32	6.32	6.32	6.32	6.32	6.32	6.32	6.32	6.32	

资料来源：平安证券研究所

### 5.3 投资建议

公司扎根于大湾区龙头及先行示范区城市深圳，受益于深圳快速发展带来的用气需求增长。上游建设 LNG 接收站、下游收购燃气电厂，打造全产业链协同机制，公司逐步向综合能源运营商转型。大鹏、西二线、自有接收站三线保障公司气源供应，需求放缓、供给增长有望带来气源价格持续下行。我们预计公司 20/21 年 EPS 分别为 0.45/0.47 元，对应 3 月 27 日收盘价 PE 分别为 15.9/15.4 倍。给予公司 2020 年 18 倍 PE 的估值，对应目标价 8.10 元，首次覆盖给予“推荐”评级。

## 六、风险提示

- 用气需求：宏观经济运行状态影响工商业用户的用气需求；外来电增加、气价大幅上涨、设备检修等原因可能导致燃气电厂发电量和利用小时下降，影响公司天然气销售量。
- 售气价格：销售价格仍在一定程度上受政府管控，可能因为政策调整发生变化。



- 气源供应：中石油西二线、广东大鹏可能由于进口气源问题减少供应量。
- 气源价格：上游管道天然气、液化天然气的价格可能受供需影响出现大幅波动；国际原油价格和液化石油气价格的波动影响公司液化石油气批发业务的经营。
- 汇兑损失：人民币汇率波动使公司在外汇结算时可能面临汇兑风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	4588	6706	8652	10732
现金	3021	5008	6875	8851
应收票据及应收账款	476	511	551	575
其他应收款	170	183	196	206
预付账款	244	283	284	317
存货	519	560	586	625
其他流动资产	159	159	159	159
<b>非流动资产</b>	15125	16418	16232	16147
长期投资	312	305	298	292
固定资产	8787	10892	11250	11507
无形资产	900	945	981	1006
其他非流动资产	5126	4275	3704	3342
<b>资产总计</b>	19712	23123	24884	26879
<b>流动负债</b>	6180	7962	8255	9300
短期借款	1384	1384	1384	1384
应付票据及应付账款	1756	2079	1996	2307
其他流动负债	3040	4499	4875	5609
<b>非流动负债</b>	3855	4815	5355	5475
长期借款	3600	4560	5100	5220
其他非流动负债	255	255	255	255
<b>负债合计</b>	10036	12777	13610	14776
少数股东权益	480	526	582	640
股本	2877	2877	2877	2877
资本公积	2014	2014	2014	2014
留存收益	4367	5018	5777	6582
<b>归属母公司股东权益</b>	9197	9820	10692	11463
<b>负债和股东权益</b>	19712	23123	24884	26879

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	1855	2262	1829	2618
净利润	1075	1101	1360	1405
折旧摊销	559	596	690	744
财务费用	161	189	130	93
投资损失	-125	-125	-125	-125
营运资金变动	174	521	-207	521
其他经营现金流	10	-20	-20	-20
<b>投资活动现金流</b>	-720	-1745	-361	-514
资本支出	1198	1300	-179	-79
长期投资	0	7	7	7
其他投资现金流	477	-438	-532	-586
<b>筹资活动现金流</b>	-666	1471	398	-128
短期借款	-2665	0	0	0
长期借款	2100	960	540	120
普通股增加	663	0	0	0
资本公积增加	-644	0	0	0
其他筹资现金流	-120	511	-142	-248
<b>现金净增加额</b>	471	1988	1867	1976

利润表

单位:百万元

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	12741	14009	15074	15971
营业成本	10071	11126	11822	12484
营业税金及附加	58	64	69	73
营业费用	957	1052	1133	1200
管理费用	173	190	204	216
研发费用	219	241	259	275
财务费用	161	189	130	93
资产减值损失	-1	-1	-1	-1
其他收益	27	27	27	27
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	125	125	125	125
资产处置收益	20	20	20	20
<b>营业利润</b>	1273	1319	1629	1802
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	13	10	10	10
<b>利润总额</b>	1269	1318	1628	1801
所得税	195	218	269	396
<b>净利润</b>	1075	1101	1360	1405
少数股东损益	44	46	56	58
<b>归属母公司净利润</b>	1031	1055	1303	1347
EBITDA	1974	2047	2433	2622
EPS (元)	0.36	0.37	0.45	0.47

主要财务比率

会计年度	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	15.2	10.0	7.6	5.9
营业利润(%)	10.7	3.6	23.5	10.6
归属于母公司净利润(%)	16.2	2.3	23.5	3.3
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	21.0	20.6	21.6	21.8
净利率(%)	8.1	7.5	8.6	8.4
ROE(%)	11.1	10.6	12.1	11.6
ROIC(%)	8.3	7.1	7.7	7.2
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	50.9	55.3	54.7	55.0
净负债比率(%)	23.0	22.5	12.6	-0.1
流动比率	0.7	0.8	1.0	1.2
速动比率	0.6	0.7	0.9	1.0
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.7	0.7	0.6	0.6
应收账款周转率	28.4	28.4	28.4	28.4
应付账款周转率	5.8	5.8	5.8	5.8
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.37	0.45	0.47
每股经营现金流(最新摊薄)	0.90	0.79	0.64	0.91
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.41	3.72	3.98
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	20.1	19.6	15.9	15.4
P/B	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	11.9	11.5	9.3	8.1

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2020 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

上海

北京

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编: 518033

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编: 200120  
传真: (021) 33830395

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层  
邮编: 100033