

深圳燃气 (601139): 渐入发展快车道

2020年04月01日

推荐/首次

深圳燃气 公司报告

在人口增长, 城市化不断推进和人均年用气量提升的推动下, 公司燃气销量将继续保持快速增长; 气源结构丰富, 近期公司气源成本有望下降。

“量增+价稳”助力公司管道燃气业务打开向上空间。覆盖地区人口增长、燃气普及率提高、人均用气量上升推动未来用气需求将持续增长, 预计到2030年销售气量将达到69.57亿立方米。目前燃气开支占居民可支配收入很小, 在居民可支配收入不断增长的背景下, 居民燃气价格有提升空间, 我们认为未来燃气销售价格会比较稳定且有提升可能。

深圳电网最高用电负荷持续增长, 电力调峰需求推动燃气电厂新建、扩建。近年深圳电网最大负荷屡创历史新高, 2019年达1910万千瓦, 较2018年增长11.0%。依照电网预测, 未来深圳的电力瞬时负荷还将出现较大增幅, 到2035年将达到3350万千瓦。不断增高的本地最大用电负荷使得电力调峰需求增加, 推动了对调峰燃气电厂的需求。我们预计, 到2030年本地新增燃气发电厂或将为公司额外创造16.52亿立方米的年销量。

公司液化天然气(LNG)接收站投产, 气源结构丰富, 目前国际LNG价格低于中石油公司气价情况, LNG供气比例的增加将改善公司气源成本。公司当前上游气源主要来自广东大鹏及西气东输二线, 2019年旗下LNG接收站投产, 今后国际LNG比例将增加。目前国际LNG价格持续走弱(3.5美元/百万英热合0.866元/立方米)已远低于广东大鹏(1.7元/立方米)及西气东输二线供气价格(2.04-2.45元/立方米), 公司LNG接收站的不断增产将提升低价气源所占比例, 改善公司气源成本。我们预计公司液化天然气接收站全面达产将在2022年左右, 届时公司气源1/4左右将来自进口LNG。

公司盈利预测及投资评级:我们预计公司2019-2021年净利润分别为10.51、11.94和16.34亿元, 对应EPS分别为0.37、0.42和0.57元。当前股价对应2019-2021年PE值分别为19.20、16.89和12.34倍。看好燃气业务发展和近期起源成本降低给公司带来的价值提升, 首次覆盖给予“推荐”评级。
风险提示: 国际液化天然气价格大幅上升。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,058.78	12,741.39	14,085.05	14,585.47	15,933.98
增长率(%)	29.97%	15.22%	10.55%	3.55%	9.25%
归母净利润(百万元)	886.88	1,030.93	1,050.68	1,194.15	1,634.49
增长率(%)	14.88%	16.24%	1.92%	13.65%	36.88%
净资产收益率(%)	10.54%	11.21%	10.62%	11.26%	14.11%
每股收益(元)	0.31	0.36	0.37	0.42	0.57
PE	22.74	19.56	19.20	16.89	12.34
PB	2.40	2.19	2.04	1.90	1.74

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司是一家以燃气批发、管道和瓶装燃气供应、燃气输配管网的投资和建设企业, 主营城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资业务。在全国拥有深圳等40余个城市的管道特许经营权。

未来3-6个月重大事项提示:

2020-04-29 2019年年报披露。

2020-04-03 召开临时股东大会, 对选举董事, 为唯美电力提供担保和转让黄山市深燃清洁能源公司等议案进行表决。

发债及交叉持股介绍:

2020-01-20 发行19亿元5年期公司债

2016-12-08 发行5亿元5年期公司债

2016-08-08 发行5亿元5年期公司债

交易数据

52周股价区间(元)	8.39-5.3
总市值(亿元)	207.13
流通市值(亿元)	206.33
总股本/流通A股(万股)	287,677/286,571
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.45

52周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

研究助理: 徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

研究助理: 沈一凡

010-66554026

shenyf@dxzq.net.cn

研究助理: 薛阳

010-66554090

xueyang@dxzq.net.cn

目 录

1. 价稳量升支撑公司燃气营收连年攀升	4
1.1 天然气销售收入持续上升 15 至 18 年 CAGR 达 12.76%	4
1.2 未来用气需求持续增长 打开公司成长空间	4
1.2.1 居民用气需求对价格不敏感 未来有提升空间	5
1.2.2 三因素推动深圳地区管道用气需求上升	5
1.2.3 异地管道燃气主要覆盖三线城区及县城 城市化带动用气需求提升	7
1.2.4 燃气发电未来市场依旧 有望继续拉动用气量增长	8
2. 气源结构逐渐多元 国际 LNG 价格下跌推动气源成本下降	8
2.1 广东大鹏气价稳定 合同价格优于市场	9
2.2 中石油气价较高主要因为进口气价较贵 管输距离较远	9
2.2.1 国产气开采成本稳定 进口管道气价格略高	9
2.2.2 进口气价格相对较高	10
2.2.3 输气距离远 管输费用高	10
2.3 布局上游 近期气源成本有望降低	11
3. 公司市值未来有向上空间	12
4. 风险提示	13
相关报告汇总	15

插图目录

图 1: 2015-2019Q3 深圳燃气天然气销售收入	4
图 2: 深圳燃气管道燃气营收拆分	4
图 3: 深圳燃气用气量变化-总量 (亿立方米)	5
图 4: 深圳燃气用气量变化-分用途 (亿立方米)	5
图 5: 深圳地区人口数量预测	6
图 6: 深圳市工商用气与居民用气比值	6
图 7: 深圳地区燃气普及率	7
图 8: 公司非深圳地区管道燃气销气量 (亿立方米)	7
图 9: 部分公司覆盖地区城镇化率	7
图 10: 深圳电网最高负荷 (万千瓦)	8
图 11: 2018 年公司气源结构	9
图 12: 公司 LNG 接收站投产后预计气源结构	9
图 13: 公司采购气价对比	9
图 14: 我主要油田天然气井口价	10
图 15: LNG 市场价与进口价价差	11
图 16: LNG 进口价格 (元/吨)	12
图 17: 2019 年中国天然气进口来源	12

表格目录

表 1: 居民可承受天然气价格测算.....	5
表 2: 公司覆盖地区燃气电厂新建计划	8
表 3: 西气东输二线天然气进口情况	10
表 4: 西二线跨省管道运输价格表.....	11
表 5: 由西气东输二线送至广东的管道天然气输气费	11
表 6: 使用公司自由现金流模型计算公司合理市值	13

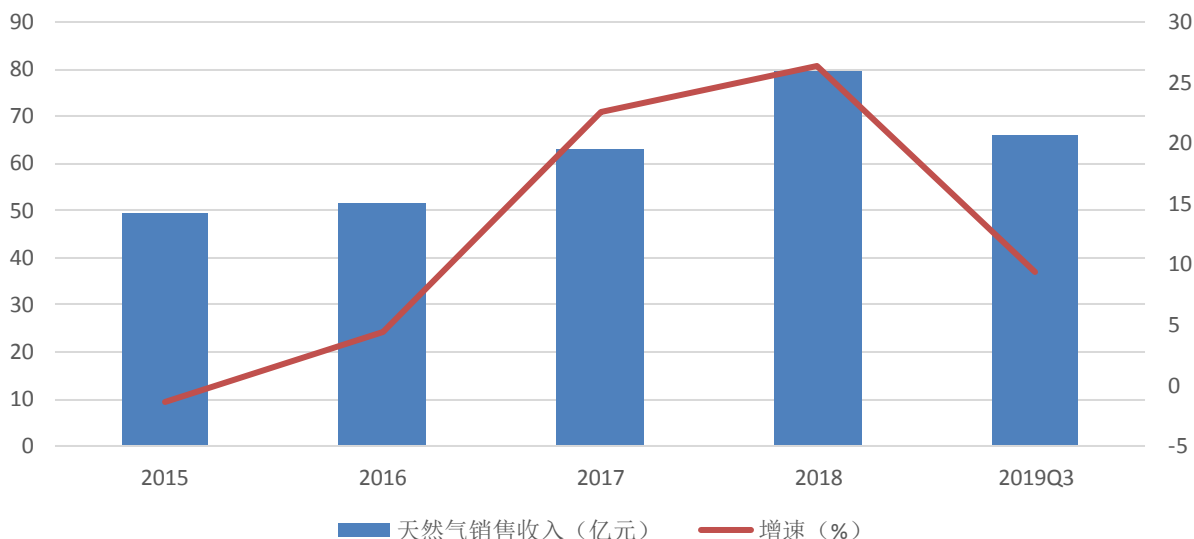
1. 价稳量升支撑公司燃气营收连年攀升

公司近5年燃气销售量高速增长，增速与全国燃气用量增速相当；未来在人口增长，城市化不断推进和人均年用气量提升的推动下，公司燃气销量将继续保持快速增长。

1.1 天然气销售收入持续上升 15至18年 CAGR 达 12.76%

公司近五年天然气销售收入保持高速增长，年复合增长率达到 **12.76%**。受益于深圳市城中村及旧城改造规划、当地环保政策趋严，公司供气用户数量及天然气销售收入持续高增。截至2019年第三季度，公司天然气销售收入达到66.09亿元，同比增长9.30%，前三季度已经实现2018年全年销售收入的82.91%。

图1：2015-2019Q3 深圳燃气天然气销售收入



资料来源：公司年报、公司季报、东兴证券研究所

1.2 未来用气需求持续增长 打开公司成长空间

“价稳+量增”助力公司营收打开向上空间。我们将公司天然气板块业务拆分为量、价两个部分进行分析：受到覆盖地区人口增长、燃气普及率提高、人均用气量上升三因素影响，公司未来用气需求持续增长；供气价格则按照当地发改委规定的居民生活用气价格执行，价格比较稳定，且燃气开支占居民可支配收入占比很小，在居民可支配收入不断增长的背景下，居民燃气价格有提升空间。

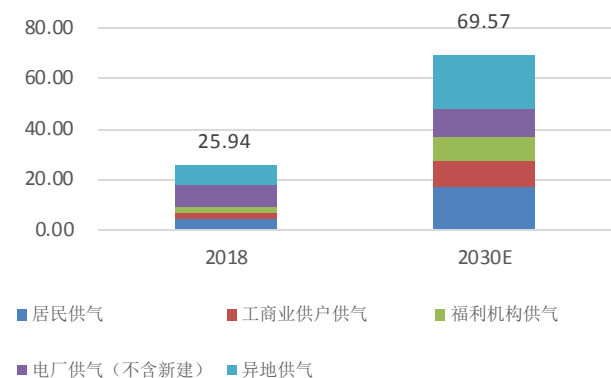
图2：深圳燃气管道燃气营收拆分



资料来源：东兴证券研究所

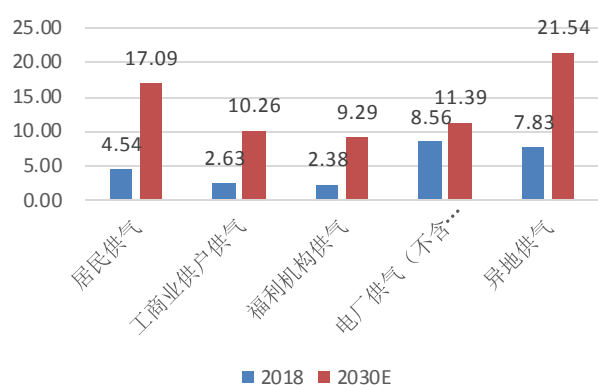
到 2030 年，深圳燃气供气量有望从 2018 年的 25.94 亿立方米提升至 69.57 亿立方米。其中，深圳地区供气量预计从 2018 年的 18.11 亿立方米升至 48.03 亿立方米，其增长主要是伴随燃气覆盖率提高与当地人口增长；我们预计当地工商业、福利机构用户用气与居民管道用气量将以年均 8% 的速率同步增长。深圳以外地区供气量预计从 7.83 亿立方米升至 21.54 亿立方米（未计入未来新增特许经营城市），主要是由于覆盖的二三线城市城镇化率提升，农村人口向城市转移，拉动居民用气需求增长。此外，深圳地区最大电力负荷的高速增长导致其调峰需求增加，可参与灵活调峰的新、扩建燃气电厂还可能为公司创造额外的 16.52 亿立方米供气需求（未计入以上总量）。

图3：深圳燃气用气量变化-总量（亿立方米）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图4：深圳燃气用气量变化-分用途（亿立方米）



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.2.1 居民用气需求对价格不敏感 未来有提升空间

深圳地区管道燃气销售价稳定按照 3.50 元/立方米执行，由于居民用气多为刚性需求，用量受到价格影响较小。管道燃气业务的供气对象主要为城镇居民，燃气的终端销售价格严格执行当地发改委的定价标准，深圳地区管道燃气稳定执行 3.50 元/立方米的政府定价；此外，由于居民用气多用于日常生活，主要满足刚性需求，同时燃气开支占居民可支配收入占比很小，按照居民平均用气量和低收入户可支配收入的 3% 作为居民燃料开支的上限测算，居民可接受的天然气价格为 5.70 元/立方米。因此，在居民可支配收入不断增长的背景下，居民燃气价格尚存提升空间。

表1：居民可承受天然气价格测算

收入分组	人均可支配收入 (元/年)	居民燃料开支上限 (元/年)	居民平均用气量 (立方米/年)	天然气可承受价格 (元/立方米)
高	56389	1692	60	28.2
中等偏上	32415	972		16.2
中等	24518	736		12.3
中等偏下	18483	554		9.2
低	11434	343		5.7

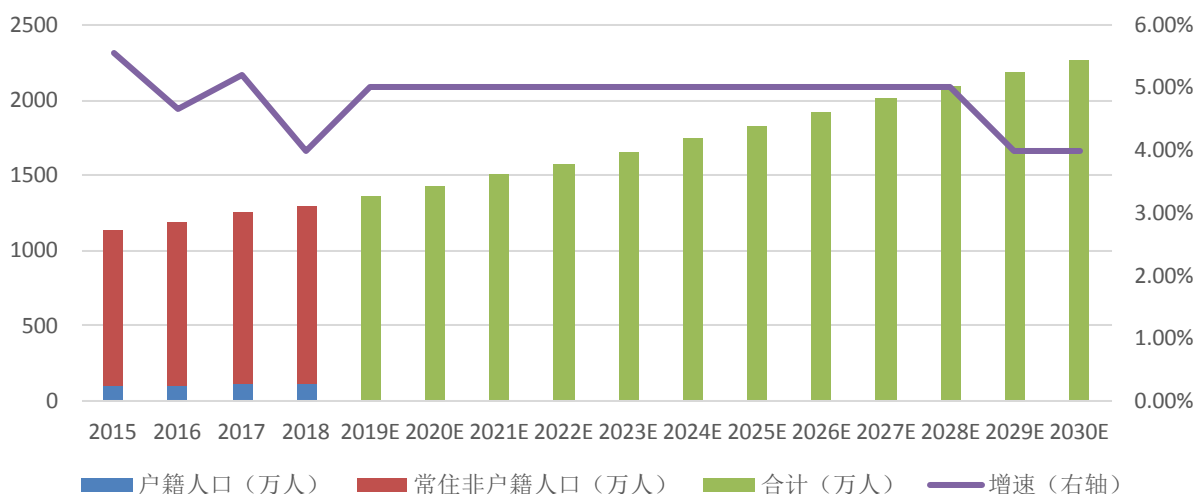
资料来源：国务院发展研究中心、壳牌国际有限公司、东兴证券研究所

1.2.2 三因素推动深圳地区管道用气需求上升

人口增长, 燃气覆盖率提升, 人均用气量提升推动深圳地区管道用气增长。

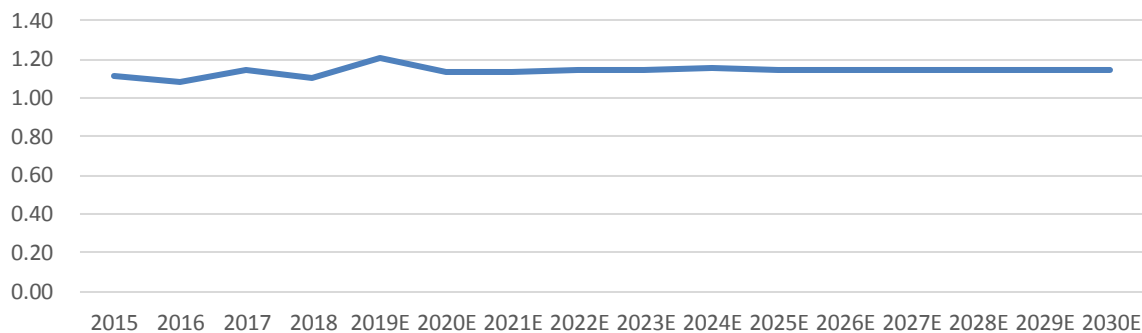
首先, 公司近七成管道燃气收入来自深圳, 当地年均 5% 的人口增长速率为需求增长提供充足基数。根据当地统计局数据, 2015 年至 2018 年间, 深圳地区常住人口数量每年增加约 50 万人, 增长速率保持在 5% 上下。未来, 在深圳高 GDP 增速、宽松落户政策吸引下, 预计人口将持续向当地迁移, 年均常住人口数量增速可以维持在 5% 的水平, 为深圳地区用气量提供稳定的基数增长。此外, 深圳作为发展较为成熟的一线城市, 医院、餐厅、酒店等工商用户与居民用户比例基本稳定, 过去几年内其用电量比例也基本稳定在 1.1: 1, 作为基础设施完备的一线城市, 我们预计, 未来深圳市工商用户用气量将和居民用管道燃气用气量基本保持同步增长。

图5: 深圳地区人口数量预测



资料来源: 深圳市统计局、东兴证券研究所

图6: 深圳市工商用气与居民用气比值

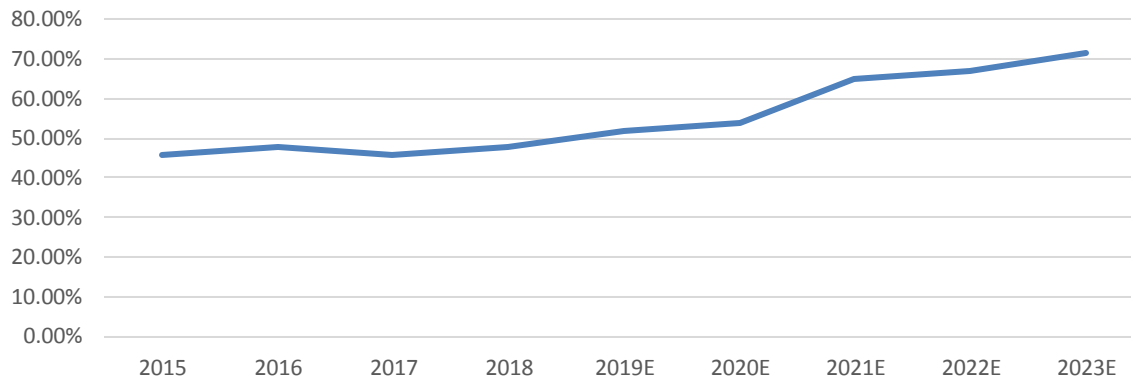


资料来源: 公司年报、东兴证券研究所

其次, 深圳地区燃气普及率低于同类型城市, 城中村改造高峰即将到来, 推动公司供气量继续增长。截至 2018 年, 深圳地区的居民管道燃气普及率约为 47.77%, 相比之下, 同属于一线城市的北京、上海燃气普及率则已经接近 100%, 远高于深圳地区。未来三年, 深圳城中村燃气改造加速, 居民管道燃气用户数将高速增长; 根据深圳市城中村及旧城改造规划, 十三五期间公司将完成居民管道天然气改造 100 万户, 即到 2020

年管道燃气居民用户将达到 260 万户，在 2022 年左右再完成居民天然气改造 100 万户，即到 2023 年左右管道燃气居民用户将达到 350 万户左右。我们认为，深圳地区燃气普及率有较大提升空间，且步入快速提升阶段，未来地区居民管道燃气供应量将快速提升。

图7：深圳地区燃气普及率



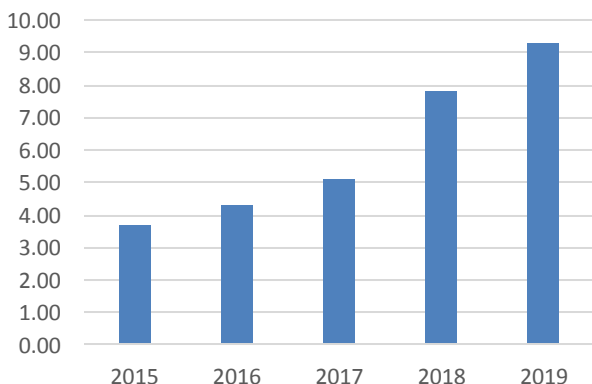
资料来源：统计年鉴、东兴证券研究所

最后，伴随城市逐渐发展和管道燃气的普及，人均用气量稳中有升。目前深圳本地的人均燃气用量约为 73 立方米/年，低于一线城市平均人均用气 80 立方米/年，鉴于深圳地区人口年轻化程度较高，燃气炊事使用量应略低于其他一线城市，我们认为远期深圳人均用气应在 76 立方米/年。

1.2.3 异地管道燃气主要覆盖三线城区及县城 城市化带动用气需求提升

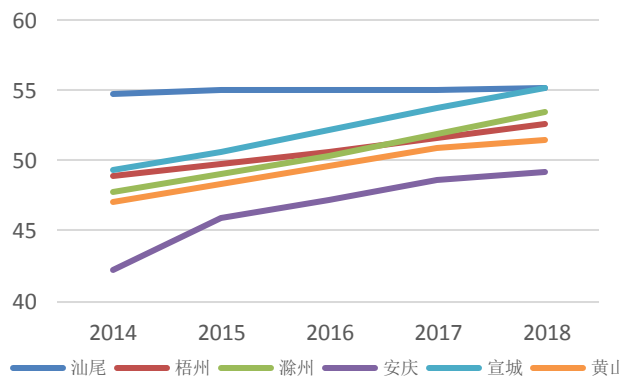
公司另有约三成天然气收入来源于发展中的二三线城市及县城，覆盖地区用气需求也呈现出增长趋势。2019 年公司在非深圳地区销气量增长至 9.3 亿立方米，同比增加 19.40%。一方面，公司积极拓展业务覆盖范围，去年公司特许经营权数量增至 40 个，获得宜都县特许经营权，带来外生增长。另一方面，由于公司管网主要布局在安徽合肥，江西九江，广西梧州等二三线城市及县城，覆盖地区大多仍然处于快速发展时期。过去五年内，其城镇化率平均以每年 1.5 个百分点的速率增长。目前，公司异地供气地区城镇化率多处于 50%-55% 之间，预计到 2030 年，其城镇化率可以提升至 70%。在城镇人口不断增多的背景下，我们测算，深圳燃气异地供气量年均增速可以达到 6%。

图8：公司非深圳地区管道燃气销气量（亿立方米）



资料来源：公司年报、东兴证券研究所

图9：部分公司覆盖地区城镇化率

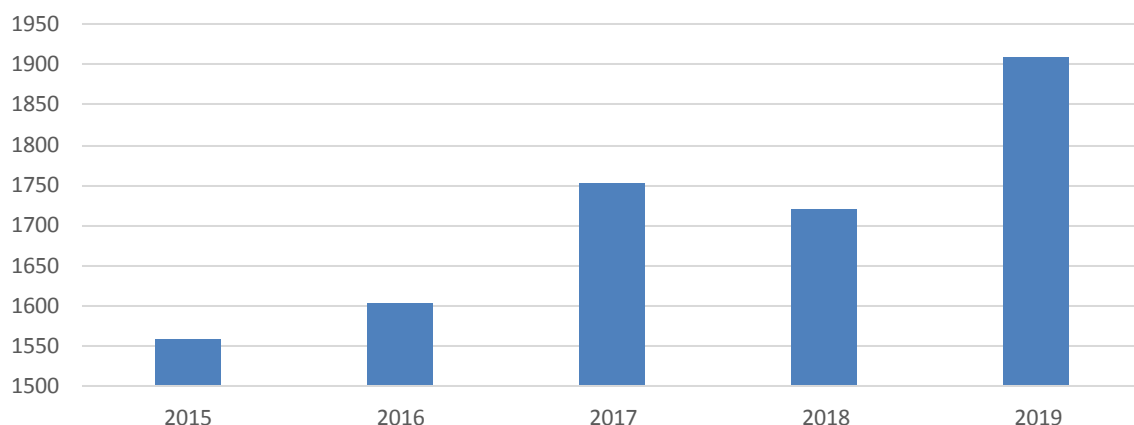


资料来源：Wind、东兴证券研究所

1.2.4 燃气发电未来市场依旧有望继续拉动用气量增长

深圳电网最高用电负荷高速增长，电力调峰需求推动高灵活度燃气电厂的新建、扩建，预计到 2029 年，新增燃气电厂可能为公司创造 16.52 亿立方米/年的用气需求。2019 年，深圳电网负荷屡创历史新高，最高达 1910 万千瓦，较去年增长 11.0%。未来深圳的电力负荷还将出现较大增幅，当地规划部门通过多方论证，预计 2035 年深圳负荷达到 3350 万千瓦。因此，最高用电负荷的增长对可参与灵活调峰的燃气电厂有较高需求。目前公司覆盖地区已确认四家燃气发电厂有新、扩建计划，我们测算，到 2029 年新增燃气发电装机或为公司创造 16.52 亿立方米的年需求量。

图10: 深圳电网最高负荷 (万千瓦)



资料来源: 深圳供电局、东兴证券研究所

表2: 公司覆盖地区燃气电厂新建计划

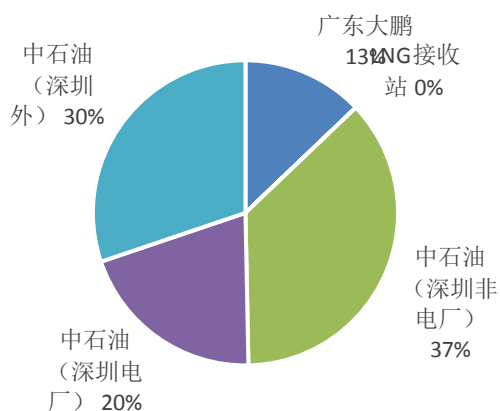
新增机组	机组规模	利用小时数 (小时)	单位用气量 (标方/千瓦时)	年用气量 (亿立方米)	预计投产年份
宝昌燃气扩建	2x400MW	2700	0.17	3.67	2023
深圳钰湖燃机扩建	2x400MW			3.67	2025
光明燃机电厂项目	2x400MW			3.67	2027
东部电厂二期项目	3x400MW			5.51	2029

资料来源: 公司报告、东兴证券研究所

2. 气源结构逐渐多元 国际 LNG 价格下跌推动气源成本下降

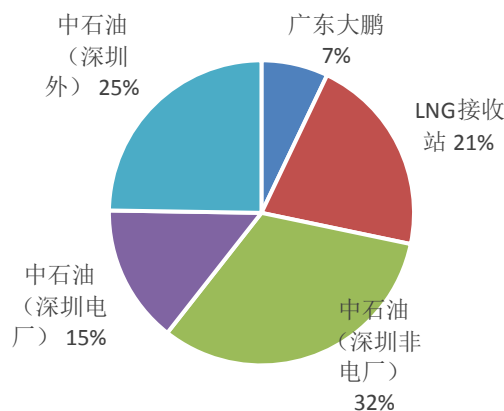
公司液化天然气 (以下简称 LNG) 接收站投产，海外 LNG 占比将提升，且国际 LNG 价格低于中石油公司气价，公司气源成本将改善。深圳地区，公司当前上游气源主要来自广东大鹏及中石油西二线，2019 年旗下 LNG 接收站投产，今后国际 LNG 比例将增加。目前国际 LNG 价格 (3.5 美元/百万英热合 0.866 元/立方米) 远低于广东大鹏 (1.7 元/立方米) 及中石油西二线供气价格 (2.04-2.45 元/立方米)，公司 LNG 接收站的不断增产将提升低价气源所占比例，改善公司气源成本。在深圳以外地区，公司从省管网公司采购天然气，气源价格以省门站价格为基准，随中石油、中石化供气价格波动。

图11：2018 年公司气源结构



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图12：公司 LNG 接收站投产后预计气源结构

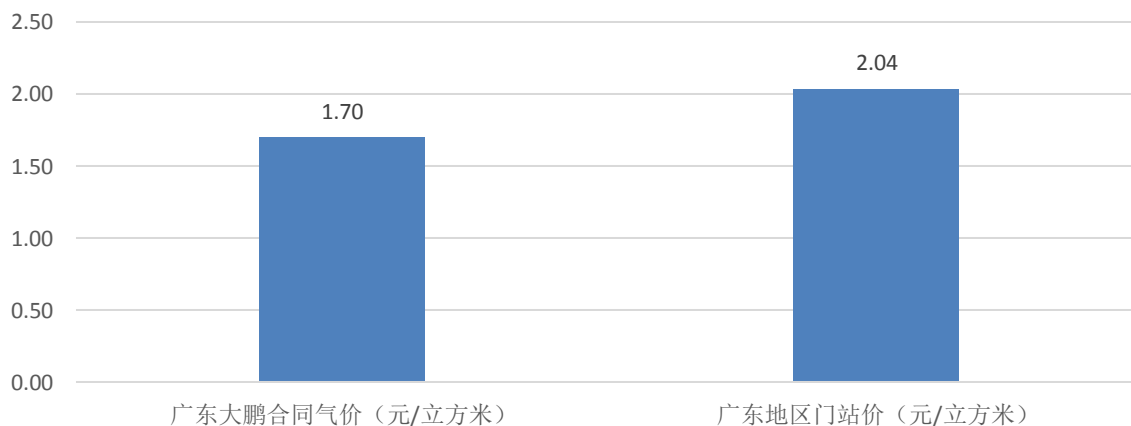


资料来源：东兴证券研究所

2.1 广东大鹏气价稳定 合同价格优于市场

公司深圳地区约 18%的天然气从广东大鹏采购，采购单价优势明显。公司拥有广东液化天然气项目广东大鹏公司 10%股权，并于 2004 年起与广东大鹏签订了为期 25 年（2006 年-2031 年）的天然气销售合同，约定天然气价格（含税）为每立方米 1.70 元（低于广东天然气门站价格 2.04 元/立方米），每年向公司供应 27.1 万吨天然气（约为 3.32 亿立方米），保证公司上游天然气供应量稳定，价格稳定。

图13：公司采购气价对比



资料来源：公司公告、发改委、东兴证券研究所

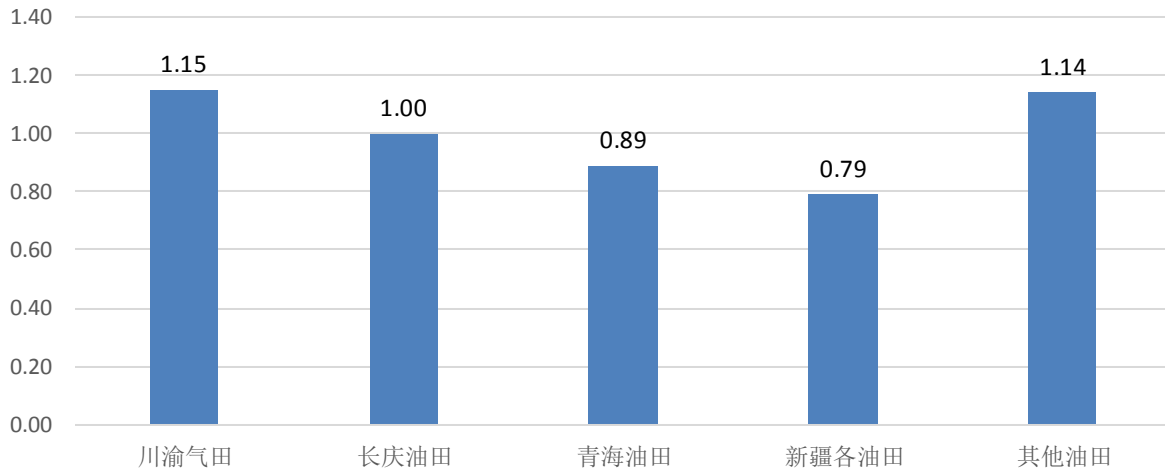
2.2 中石油气价较高主要因为进口气价较贵 管输距离较远

当前公司另一主要天然气供应商为中石油，其气源按照产地划分为国产气与进口气，前者井口价格主要受到开采成本影响，后者进入中国的价格则与 LNG 进口价格和长期供气合同价格息息相关。此外，两者到达深圳的价格还需要在井口价格/进入中国的价格之上再加上西气东输二线输气费和广东省输气费。

2.2.1 国产气开采成本稳定 进口气管道气价格略高

常规气成本较低，非常规气开采成本较高。国产气分为常规气和非常规气。自上世纪 50 年代我国对四川盆地的气田进行规模化开发以来，常规气的开采技术已得到长足发展，常规气开采成本也降至相对较低水平。根据中石油、中石化披露，我国天然气单位产气成本处在 0.7-1.2 元/方之间。而非常规气由于开采技术难度大，仍然面临着较高的成本，以页岩气为例，目前我国的单位采气成本还处在 0.9-1.8 元/方之间。

图14：我主要油田天然气井口价



资料来源：wind、东兴证券研究所

2.2.2 进口气价格相对较高

我国是天然气需求大国，对国际天然气供需影响巨大，在国际天然气贸易中有很强需求拉动作用，取得相对较低的国际管道天然气气价相对困难。近年，我国天然气进口管道气价多在 10 美元/百万英热左右（2.48 元/立方米），远高于我国天然气开采成本。

表3：西气东输二线天然气进口情况

进口国	平均进口量（亿方）	进口价格（\$/MMBtu）	进口价格（元/立方米）
土库曼斯坦	244	9.6	2.375
乌兹别克斯坦	29	9	2.226
哈萨克斯坦	1	3.5	0.866
缅甸	10	11.5	2.845

资料来源：东兴证券研究所注：人民币兑美元汇率以 1 比 7 计算

2.2.3 输气距离远 管输费用高

中石油通过西二线为公司供气，管输费由发改委核定，到达广东的全线费用约为 1.08 元/立方米。参照“价格管理办法”，发改委于 2017 年公布了 13 家天然气管道运输企业经过核定后的管道运输价格，西二线西段管输费为 0.1416 元/（千立方米·公里），东段管输费则为 0.2386 元/（千立方米·公里）。深圳燃气主要覆盖的深圳地区位于西二线东部的末端，管输费用约为 1.1 元/立方米。

据此测算，通过西气东输二线到达广东的天然气成本价应为 3.58 元/立方米，远高于广东省门站价格 2.04 元/立方米。

表4: 西二线跨省管道运输价格表

企业名称	管道名称	管道运输价格 (元/千立方米·公里)
中石油管道联合有限公司	西二线西段 (新疆霍尔果斯-宁夏中卫)	0.1416
中石油东部管道有限公司	西二线东段 (宁夏中卫-广东广州)	0.2386

资料来源: 发改委、东兴证券研究所

表5: 由西气东输二线送至广东的管道天然气输气费

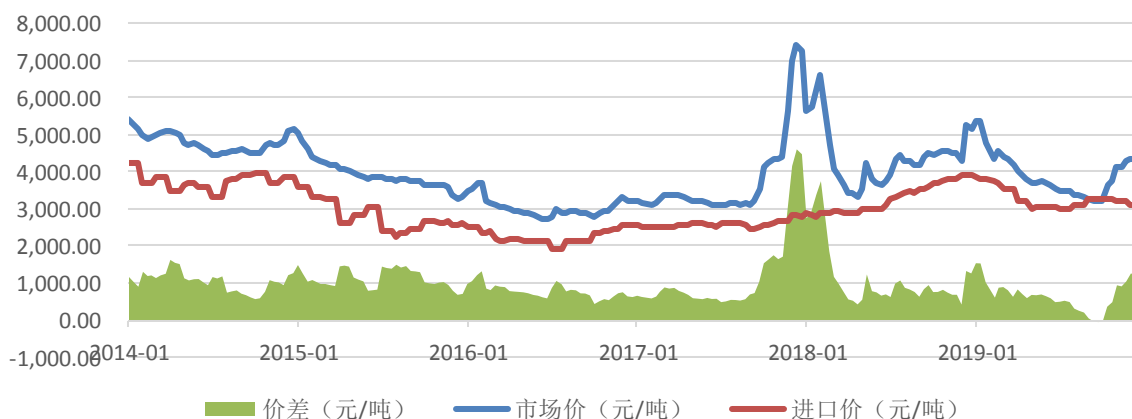
西段输气费 (元/立方米)	东段输气费 (元/立方米)	跨省总输气费 (元/立方米)	广东非电 输气费	广东电 厂输气 费	深圳市 非居民 输气费	深圳工 商输气 费	深圳电 厂输气 费	非电总 输气费	电厂总 输气费
0.34	0.61	0.95	0.2	0.15	0.7902	1.4612	0.1813	1.15	1.10

资料来源: 国家发展改革委、广东省发展改革委、深圳市发展改革委、东兴证券研究所

2.3 布局上游 近期气源成本有望降低

公司投资兴建年周转能力为 10 亿立方米的深圳市天然气储备与调峰库, 2019 年底投入运营, 项目建成投产后可以满足公司天然气的调峰需要、丰富公司天然气来源。尽管公司与中石油、广东大鹏签署有长期照付不议购气协议, 但在下游用户用气量短期大幅增长的情况下, 公司还须通过采购现货气的方式补充供应量, 以满足下游用户需求。而公司投建的 LNG 接收站建成后, 将丰富公司气源, 项目具备 24 万立方米/小时的气化调峰能力, 基本可以保证公司在深圳地区的气源稳定、供应稳定。此外, 公司 LNG 接收站直接接收进口液化天然气, 将为公司提供单价相对较低的气源, 从而节约管道燃气成本。2019 年, 我国 LNG 进口均价为 3259.21 元/吨 (2.34 元/立方米), 而市场均价则达到 3922.73 元/吨 (2.82 元/立方米), 平均价差为 0.48 元/立方米, LNG 接收站投产后为公司节省的价差部分成本将增厚公司利润。

图15: LNG 市场价与进口价价差

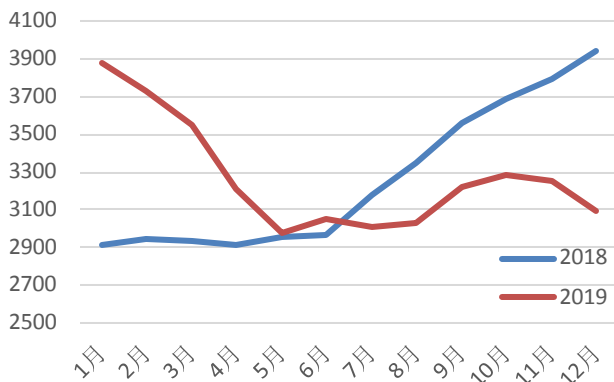


资料来源: Wind、东兴证券研究所

短期内全球 LNG 供大于求, 助力价格下跌。2019 年我国 LNG 年均市场价同比下降 10.76%, 为 2.82 元/立方米。2018、2019 年, 全球 LNG 需求量分别为 3.19 亿吨、3.54 亿吨, 年均增速均为 9% 左右。但近年天然气开采量的增多, 到 2030 年北美地区已经规划 6 亿吨产能, 中短期天然气供应较充足, 国内 LNG 以及进口气数量均较为宽裕, 市场呈现出供大于求局面。因此, 2019 年国内进口液化天然气价格持续下行, 未出现价

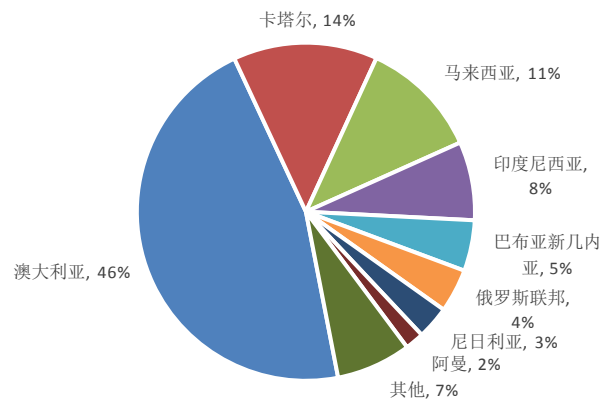
格大幅上涨的情况,明显区别于 2018 年的上升走势。而步入 2020 年以来,国际 LNG 现货价格更一路走低,亚洲现货已低至 3.5 美元/百万英热单位左右,折合约 0.83 元/方。我们认为,在全球开采量增多的背景下,未来三年 LNG 进口价格将在 3.5-4.5 美元/百万英热 (0.866 元/立方米-1.113 元/立方米) 徘徊,考虑天然气投资开采周期、国际开采成本(7 美元/百万英热)和到达中国的平均运费(2.5-3 美元/百万英热),在 2025-2026 年天然气进口价格左右逐渐恢复到 10 美元/百万英热 (2.473 元/立方米)。

图16: LNG进口价格(元/吨)



资料来源:海关总署、东兴证券研究所

图17: 2019年中国天然气进口来源



资料来源:海关总署、东兴证券研究所

3. 公司市值未来有向上空间

在各种常用的估值方法中,我们认为自由现金流模型(DCF)的适用度更高,我们这么认为主要因为三点。首先,公司管道燃气发展比较确定,公司营收的增长比较稳定。其次,虽然公司燃气成本尤其是 LNG 价格呈现一定程度的周期波动,但对远期来说天然气的供需会逐渐走向平衡,价格会充分反映开采和销售的各环节成本,远期价格会逐渐稳定。再次,使用自由现金流模型作为框架,能从经营、融资和投资三个方面比较完整的反应公司的未来价值。

相关参数讨论:

第一阶段选择 2019-2023 年。该阶段深圳本地的燃气覆盖率迅速提升,公司财务情况变化较大。

第二阶段选择 8 年。从 2023 年到 2030 年,公司燃气销售在人口增长的推动下稳定增长。

第二阶段增长率选 7%。按照深圳城市规划和城市化进程估算,深圳和公司其他特许经营地区,人口负荷增长为 7%,在人均燃气用量相对稳定的背景下,燃气销量增长速度与人口增长速度相当。

永续增长率选 0%。在燃气覆盖率逐渐逼近 90%~100%后,尚难看到公司有额外的成长。

β 选 0.87。我们用公司 2014 年以来股价和沪深 300 指数拟合,求出 β 。选择沪深 300 的理由是,沪深 300 指数包括的主要是大盘龙头股票,既代表了大盘的总体走势,也剔除了小盘股由于投资者情绪或其他因素带来的波动。

R_m 选 8%。公用事业项目年资本回报率为 6-8%,城市燃气公司一般为 8%。

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) = 6.29\%$$

$K_d = \text{债务成本} = \text{平均债务利率} (1 - \text{税率}) = \text{短期借款} \times \text{短期借款利率} + \text{长期借款} \times \text{长期借款利率} + \text{长期应付债券} \times \text{长期应付债券利率} / (\text{长期借款} + \text{长期应付债券}) \times (1 - \text{所得税率})$

$$WACC = [(K_e \times V_e) + (K_d \times V_d)] / (V_e + V_d)$$

表6：使用公司自由现金流模型计算公司合理市值

假设	数值/区间	FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	2019-2023	第一阶段	1,474.16	5.84%
第二阶段年数	8	第二阶段	7,844.69	31.05%
第二阶段增长率	7.00%	第三阶段（终值）	15,942.30	63.11%
永续增长率	0.00%	企业价值 AEV	25,261.16	100.00%
无风险利率 Rf	4.80%	+ 非核心资产价值	5,515.58	21.83%
β	0.87	- 少数股东权益	524.55	-2.08%
Rm	8.00%	- 净债务	7,489.78	-29.65%
Ke	7.41%	总股本价值	22,762.41	90.11%
税率	15.34%	股本（百万股）	2,877.09	
Kd	3.28%	每股价值（元）	7.91	
Ve（百万）	20,168.39			
Vd（百万）	7,489.78			
WACC	6.29%			

资料来源：东兴证券研究所

4. 公司盈利预测及投资评级

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 10.51、11.94 和 16.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.37、0.42 和 0.57 元。当前股价对应 2019-2021 年 PE 值分别为 19.20、16.89 和 12.34 倍。看好燃气业务发展和近期起源成本降低给公司带来的价值提升，首次覆盖给予“推荐”评级。

5. 风险提示

国际液化天然气价格大幅上升。

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产合计	4,619.21	4,587.78	5,199.70	5,372.80	5,917.21	营业收入	11,058	12,741.3	14,085.0	14,585.4	15,933.9
货币资金	2,711.67	3,020.58	3,396.42	3,487.42	3,826.06	营业成本	8,766.	10,071.4	11,114.8	11,360.7	12,023.5
应收账款	388.18	438.52	489.59	504.48	552.49	营业税金及附加	57.21	58.26	68.63	68.88	76.45
其他应收款	150.58	167.77	185.46	192.05	209.80	营业费用	938.28	957.23	1,126.61	1,131.21	1,255.15
预付款项	235.61	243.74	281.39	305.21	338.18	管理费用	165.03	172.62	200.51	202.62	224.09
存货	458.13	518.71	576.64	587.26	622.66	财务费用	104.84	160.84	166.39	206.21	212.81
其他流动资产	640.32	159.01	226.19	251.21	318.64	研发费用	0.00	219.22	247.00	210.00	210.00
非流动资产合计	14,162.2	15,124.6	17,735.2	19,045.7	20,236.0	资产减值损失	10.39	-0.56	-0.56	-0.58	-0.63
长期股权投资	315.29	312.12	315.12	315.12	315.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	7,863.83	8,786.73	10,038.7	10,340.3	10,598.6	投资净收益	118.14	124.65	113.00	207.08	310.58
无形资产	773.40	899.73	1,034.75	1,160.32	1,195.13	加:其他收益	14.78	26.88	29.71	30.77	33.61
其他非流动资产	120.41	149.65	0.00	0.00	0.00	营业利润	1,150.	1,273.49	1,307.14	1,655.43	2,283.75
资产总计	18,781.4	19,712.4	22,934.9	24,418.5	26,153.2	营业外收入	29.26	9.33	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,218.51	6,180.12	8,658.62	9,375.03	10,059.5	营业外支出	10.74	13.37	13.37	185.00	99.18
短期借款	4,048.95	1,383.94	3,880.78	4,401.14	4,707.05	利润总额	1,169.	1,269.45	1,293.78	1,470.43	2,184.57
应付账款	1,715.41	1,753.26	2,026.74	2,011.10	2,160.43	所得税	255.43	194.71	198.44	225.53	480.60
预收款项	1,031.88	1,217.62	1,419.68	1,630.62	1,860.13	净利润	913.93	1,074.75	1,095.34	1,244.90	1,703.96
一年内到期的非流动负债	0.00	9.00	9.00	9.00	9.00	少数股东损益	27.05	43.82	44.66	50.75	69.47
非流动负债合计	1,771.89	3,855.45	3,852.98	3,852.98	3,852.98	归属母公司净利润	886.88	1,030.93	1,050.68	1,194.15	1,634.49
长期借款	0.00	200.00	200.00	200.00	200.00	主要财务比率					
应付债券	1,500.00	3,400.00	3,400.00	3,400.00	3,400.00		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	9,990.39	10,035.5	12,511.6	13,228.0	13,912.5	成长能力					
少数股东权益	375.40	479.89	524.55	575.30	644.77	营业收入增长	29.97%	15.22%	10.55%	3.55%	9.25%
实收资本(或股本)	2,214.09	2,877.09	2,877.09	2,877.09	2,877.09	营业利润增长	15.32%	10.66%	2.64%	26.65%	37.95%
资本公积	2,658.44	2,014.28	2,014.28	2,014.28	2,014.28	归属于母公司净利润增长	14.88%	16.24%	1.92%	13.65%	36.88%
未分配利润	3,170.46	3,780.90	4,327.46	4,945.00	5,792.76	获利能力					
归属母公司股东权益合计	8,415.67	9,196.96	9,889.16	10,605.6	11,586.3	毛利率(%)	20.73%	20.95%	21.09%	22.11%	24.54%
负债和所有者权益	18,781.4	19,712.4	22,934.9	24,418.5	26,153.2	净利率(%)	8.26%	8.44%	7.78%	8.54%	10.69%
现金流量表						总资产净利润(%)	4.72%	5.23%	4.58%	4.89%	6.25%
						ROE(%)	10.54%	11.21%	10.62%	11.26%	14.11%
经营活动现金流	1,393.80	1,854.68	1,586.33	2,037.19	2,512.20	偿债能力					
净利润	913.93	1,074.75	1,095.34	1,244.90	1,703.96	资产负债率(%)	53.19%	50.91%	54.55%	54.17%	53.20%
折旧摊销	449.12	525.46	0.00	563.40	606.65	流动比率	0.56	0.74	0.60	0.57	0.59
财务费用	104.84	160.84	166.39	206.21	212.81	速动比率	0.51	0.66	0.53	0.51	0.53
应收帐款减少	0.00	0.00	-51.07	-14.90	-48.01	营运能力					
预收帐款增加	0.00	0.00	202.06	210.93	229.51	总资产周转率	0.61	0.66	0.66	0.62	0.63
投资活动现金流	-2,173.1	-720.27	-3,099.3	-1,782.7	-1,612.8	应收账款周转率	28.35	30.82	30.35	29.34	30.15
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	6.88	7.35	7.45	7.22	7.64
长期投资减少	0.00	0.00	-1,571.0	-156.81	-172.49	每股指标(元)					
投资收益	118.14	124.65	113.00	207.08	310.58	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.36	0.37	0.42	0.57
筹资活动现金流	213.85	-666.45	1,888.82	-163.50	-560.70	每股净现金流(最新摊薄)	-0.26	0.16	0.13	0.03	0.12
应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	3.80	3.20	3.44	3.69	4.03
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
普通股增加	1.97	663.00	0.00	0.00	0.00	P/E	17.53	19.47	19.20	16.89	12.34
资本公积增加	38.22	-644.16	0.00	0.00	0.00	P/B	1.84	2.19	2.04	1.90	1.74
现金净增加额	-565.47	467.96	375.84	91.00	338.64	EV/EBITDA	10.77	11.30	11.92	9.89	7.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	后疫情时代系列报告之七：逆周期调节时代，环保基建补短板力度可期	2020-03-30
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：垃圾发电项目进入首批财政补贴目录条件已明确	2020-03-23
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：山西规划 2030 年前建设 33 个垃圾焚烧发电项目	2020-03-17
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：中办国办发文推进环境治理	2020-03-09
行业普通报告	环保行业报告：中办国办发文推进环境治理，环保补短板重要地位确立	2020-03-04
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：辽宁推进实现风电低价上网目标	2020-03-02
行业普通报告	公用事业及环保行业报告：阶段性降低企业用电用气成本	2020-02-24
行业深度报告	环卫行业深度报告：战疫情，逆行而上的环卫服务	2020-02-24

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

研究助理简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月加盟东兴证券研究所。

薛阳

清华大学化学系硕士，在 *Chemical Science* 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526