

LNG接收站带来业绩新增量，城燃业务稳健成长

——深圳燃气首次覆盖报告

公司深度

● 拥有优质现金流的国内一流清洁能源综合运营商：

公司深耕天然气清洁能源领域，立足深圳，稳步向外扩张，近十年扣非净利润复合增长率为14.45%，现金流质量高于行业平均，目前已经成为国内一流的清洁能源综合运营商。

● 中国天然气消费仍有巨大空间，国家管网公司促使行业效率提升：

我们预计到2025年天然气消费总量将达到5041亿方，是2019年天然气表观消费量的1.64倍，未来5年的年均增长率将达到9%左右。国家管网公司的成立将推动全国油气干线管道形成全国一张网，使国内供应主体更多元化，提升天然气产业链运转效率，降低用气成本，促进终端需求。

● 城中村旧改推动深圳居民天然气需求稳定增长，深圳气化率仍有空间

2017年深圳市政府逐步出台政策，对城中村管道天然气提出改造的具体性要求。公司将2018年定为“城中村改造攻坚年”，全力开展城中村管道气改造。深圳每提高100万户燃气用户，将带来每年4.63亿方的用气需求。城中村改造还在持续推进，未来深圳地区的居民天然气需求仍有较大空间。

● 深圳着力构建清洁能源体系，燃气电厂迎来发展机遇

深圳禁止新建燃煤燃油电厂和煤耗项目，着力构建绿色清洁能源体系。未来深圳燃气电厂远期规划装机容量达4920MW，用气需求可达44.58亿方。而且公司签订的框架协议和意向书计划未来购售电厂用气合计达33.38亿方，相当于2019年深圳燃气电厂销气量9.72亿方的3.43倍。

● 异地项目扩张稳步进行，燃气消费量增速快于深圳地区

经过多年的异地扩张后，公司异地管道燃气项目获得了极大进展。2018年公司异地燃气销气量达到7.83亿方，占管道燃气总销气量比例的30.19%；异地用户数占比36.92%。但是异地燃气业务管道利用效率远低于深圳，随着异地气化率的上升，有望实现燃气销量的快速增长。

● **盈利预测、估值与评级：**随着深圳城中村改造将推进深圳居民用气稳步增长，燃气电厂迎来发展机遇，LNG项目试投产后带来新的业绩增量。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.37、0.41和0.48元，当前股价对应2019-2021年PE分别为19.5、17.4和15.0倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：燃气需求下滑、城中村改造不及预期，LNG接收站亏损

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	11,059	12,741	14,009	15,323	17,890
增长率(%)	30.0	15.2	9.9	9.4	16.7
净利润(百万元)	887	1,031	1,056	1,185	1,375
增长率(%)	14.9	16.2	2.4	12.2	16.0
毛利率(%)	20.7	21.0	21.5	21.7	21.1
净利率(%)	8.0	8.1	7.5	7.7	7.7
ROE(%)	10.4	11.1	10.6	11.1	11.8
EPS(摊薄/元)	0.31	0.36	0.37	0.41	0.48
P/E	23.2	20.0	19.5	17.4	15.0
P/B	2.4	2.2	2.1	1.9	1.8

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测，股价时间为2020年4月9日

推荐（首次评级）

邱懿峰（分析师）

010-69004648

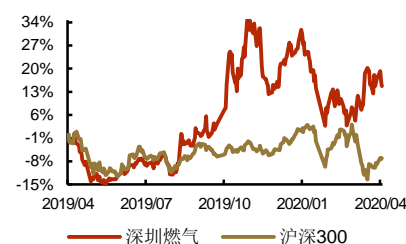
qiuyifeng@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080002

市场数据 时间 2020.04.09

收盘价(元):	7.15
一年最低/最高(元):	5.41/8.88
总股本(亿股):	28.77
总市值(亿元):	205.69
流通股本(亿股):	28.66
流通市值(亿元):	204.9
近3月换手率:	29.97%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与评级

1) 盈利预测: 我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 140.01、153.23、178.90 亿元, 对应的增速分别为 9.95%、9.38%、16.75%;

2) 估值指标: 我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.37、0.41 和 0.48 元, 当前股价对应 2019-2021 年 PE 分别为 19.5、17.4 和 15.0 倍;

3) 投资评级: 首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

1) 从 2020 年到 2025 年, 中国城市化率每年将增长 1 个百分点;

2) 天然气占一次能源比例逐年增长, 到 2030 年达到 15%;

3) 由于 2020 年疫情影响, 将对工业燃料消费和其他天然气消费造成短暂冲击;

4) 假设深圳地区天然气用气量增长率与天然气供需平衡表中的城市燃气消费量增长率一致, 即 2019-2021 年增速分别为 10.52%、10.17%、9.81%;

5) 我们预计石油气批发营收在 2020 年将出现 10.41% 的下滑, 并假设瓶装石油气零售营收每年将出现 5% 的下幅;

6) 假设深圳燃气 LNG 接收站将在 2020 至 2022 年的产能利用率分别为 25%、50%、65%;

所以, 我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 140.01、153.23、178.90 亿元, 对应的增速分别为 9.95%、9.38%、16.75%。

我们与市场的观点的差异

1, 市场观点认为深圳城市化率达到 100% 后, 深圳城燃空间很小。我们认为深圳地区的燃气需求仍有巨大空间, 2018 年北京的气化率为 66.61%, 上海为 74.45%, 深圳气化率近为 54.84%, 随着城中村规划旧改的推进, 深圳气化率有望向上海靠近, 还有巨大的提升空间;

2, 市场观点认为深圳电厂用气增量不足。我们认为从未来深圳电厂用气增量来看, 燃气电厂远期规划装机容量可达 4920MV, 用气需求可达 44.58 亿方。而且公司签订的框架协议和意向书计划未来购售电厂用气合计达 33.38 亿方, 相当于 2019 年深圳燃气电厂销气量 9.72 亿方的 3.43 倍;

3, 市场观点认为液化石油气业务将拖累公司发展。我们认为虽然液化石油气业务波动较大, 在 2018 年公司总体毛利占比仅有 10.44%, 影响较小。而且其中毛利率比较高的液化石油气瓶装零售业务总体趋势较为稳定, 而且在城市管道燃气管网覆盖不到的地区, 作为城市燃气的重要气源之一, 我们预计液化石油气将长期存在。

股价上涨的催化因素

我们认为随着深圳城中村改造的推进, 深圳燃气居民用户有望稳步增长; 由于深圳地区禁止新建燃煤电厂, 再加上加快淘汰临近退役的燃煤电厂后, 电厂用气需

求空间有望释放；LNG 项目试投产后将带来新的业绩增量。

投资风险

城市燃气需求下滑，深圳城中村改造推进速度不及预期，上游天然气价格大幅涨价，LNG 接收站运转不及预期。

公司收入历史及盈利预测的详细拆分

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
合计	营业收入（万元）	1105877.8	1274139.0	1400897.0	1532315.0	1788962.9
	YOY（%）	30.0%	15.2%	9.9%	9.4%	16.7%
	毛利（万元）	229204.2	266994.6	301039.0	331956.3	378326.7
	毛利率（%）	20.7%	21.0%	21.5%	21.7%	21.1%
管道燃气	营业收入（万元）	590490.0	749409.5	853952.1	953190.6	1108705.6
	YOY（%）	18.4%	26.9%	14.0%	11.6%	16.3%
	毛利（万元）	141012.6	177893.4	202728.2	226287.5	263206.7
	毛利率（%）	23.9%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
天然气批发	营业收入（万元）	40651.5	47780.6	51566.9	51566.9	51566.9
	YOY（%）	149.5%	17.5%	7.9%	0.0%	0.0%
	毛利（万元）	1795.7	2769.6	2990.9	2990.9	2990.9
	毛利率（%）	4.4%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
石油气批发	营业收入（万元）	256506.8	256002.0	198863.0	178168.0	178168.0
	YOY（%）	60.4%	-0.2%	-22.3%	-10.4%	0.0%
	毛利（万元）	11962.7	8777.1	6821.0	6111.2	6111.2
	毛利率（%）	4.7%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
燃气工程及材料	营业收入（万元）	155967.0	148794.0	170961.3	196431.1	225695.4
	YOY（%）	34.0%	-4.6%	14.9%	14.9%	14.9%
	毛利（万元）	50365.0	51343.2	58998.7	67788.4	77887.5
	毛利率（%）	32.3%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
瓶装石油气	营业收入（万元）	48637.9	53626.8	61670.8	58587.2	55657.9
	YOY（%）	0.5%	10.3%	15.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利（万元）	18250.8	19099.4	21967.1	20868.8	19825.3
	毛利率（%）	37.5%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%
LNG 接收站	营业收入（万元）			44260.7	73767.8	147535.6
	YOY（%）				66.7%	100.0%
	毛利（万元）			1075.6	6253.6	19198.5
	毛利率（%）			2.4%	8.5%	13.0%
其他业务	营业收入（万元）	13624.7	18526.2	19622.3	20603.4	21633.5
	YOY（%）	19.5%	36.0%	5.9%	5.0%	5.0%
	毛利（万元）	5817.4	7111.9	7533.0	7909.6	8305.1
	毛利率（%）	42.7%	38.4%	38.4%	38.4%	38.4%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

目 录

1、 深圳燃气——国内一流的清洁能源综合运营商.....	7
1.1、 国内一流的清洁能源综合运营商.....	7
1.2、 业绩稳定增长，现金流优质的标的.....	8
1.3、 气源稳定，LNG 或成最大增量.....	9
2、 城市燃气——中国城市天然气发展空间潜力巨大.....	10
2.1、 中国天然气产业发展空间巨大.....	10
2.2、 城市燃气具备完善的产业链，天然气成为城燃行业的主要气源.....	13
2.3、 城市化的持续推进将促使城市燃气行业长期健康发展.....	14
2.4、 中国 2025 年天然气消费总量有望超过 5000 亿方.....	16
2.4.1、 我国天然气表观消费量 25 年增长 16.7 倍，复合增长率达到 12.18%.....	16
2.4.2、 近两年“煤改气”跟清洁供暖是天然气需求增长的主要动力之一.....	17
2.4.3、 天然气供需平衡表：2025 年天然气消费将达到 5041 亿方，未来 5 年将保持 9%左右的年均增长率.....	17
3、 城燃业务稳健增长，LNG 接收站带来业绩增量.....	20
3.1、 管道燃气-深圳气化率仍有空间，异地项目扩张稳步进行.....	21
3.1.1、 深圳地区：城中村改造加速，电厂需求仍有巨大空间.....	22
3.1.1.1、 城中村改造攻坚推动居民天然气需求稳定增长，居民用气未来仍有空间.....	22
3.1.1.2、 深圳着力构建清洁能源体系，燃气电厂迎来发展机遇.....	24
3.1.2、 异地项目扩张稳步进行，燃气消费量增速快于深圳地区.....	28
3.2、 液化石油气：盈利水平随市场波动，业务规模呈现逐渐下降趋势.....	29
3.3、 LNG 接收站试投产，到 2022 年有望贡献 2.7 亿毛利润.....	31
3.3.1、 中国 LNG 进口快速发展.....	31
3.3.2、 深圳燃气 LNG 接收站试投产，满足深圳燃气调峰储备需求，带来业绩新增量.....	31
3.3.3、 LNG 接收站收益敏感性分析.....	32
4、 关键假设和盈利预测：LNG 接收站带来业绩增量，深圳地区居民及电厂用气空间仍然巨大.....	33
4.1、 天然气供需平衡表：2025 年天然气消费总量将达到 5041 亿方.....	33
4.2、 公司业务拆分及预测：.....	34
5、 估值分析.....	36
6、 风险提示.....	38
附：财务预测摘要.....	39

图表目录

图 1： 深圳燃气拥有多个省区近 40 个城市的管道燃气业务特许经营权.....	7
图 2： 深圳燃气营业收入 10 年 CAGR 为 13.75%.....	8
图 3： 深圳燃气扣非净利润 10 年 CAGR 为 14.45%.....	8
图 4： 现金流质量公用事业排名第一.....	8
图 5： 深圳燃气 2018 年主营业务毛利结构.....	9
图 6： 深圳燃气的现金流在行业中排名前列.....	9
图 7： 中国一次能源消费占比（2018 年）.....	10
图 8： 世界一次能源消费占比（2018 年）.....	10
图 9： 城市燃气已经形成了优先采用天然气的格局.....	13

图 10: 城市燃气产业链.....	14
图 11: 改革开放后中国城镇化进程迅速推进.....	15
图 12: 世界各国城市化率进程.....	15
图 13: 城镇化的快速推进促进了城燃行业的快速发展.....	16
图 14: 天然气表观消费量快速增长.....	16
图 15: 城市天然气管道长度和城市燃气普及率.....	16
图 16: 天然气各行业消费量.....	17
图 17: 天然气生活消费量.....	17
图 18: 公司燃气总销量中管道燃气占主导地位.....	21
图 19: 公司液化石油气销售业务情况.....	21
图 20: 公司管道燃气中深圳地区占比最大.....	22
图 21: 深圳电厂用气增速较快, 非电厂增速稳定.....	22
图 22: 深圳的高速城镇化形成了大量城中村.....	23
图 23: 深圳城中村管道燃气改造完成用户数.....	23
图 24: 深圳地区燃气用户数以及增量.....	23
图 25: 深圳用气人口以及气化率.....	24
图 26: 一线城市气化率.....	24
图 27: 2015 年深圳一次能源消费结构.....	25
图 28: 2015 年深圳市电力装机容量分布.....	25
图 29: 深圳市用电总量持续增长.....	26
图 30: 深圳市用电分布情况.....	26
图 31: 2020 年深圳市一次能源消费结构目标.....	26
图 32: 深圳电厂用气增速快于居民增速.....	26
图 33: 异地管道燃气随着公司异地扩张快速增长.....	28
图 34: 异地管道燃气销气量占比逐年上涨.....	28
图 35: 液化石油气占总营收比重逐渐下降.....	30
图 36: 批发跟瓶装业务营收都呈现下降趋势.....	30
图 37: 进口液化气(LNG)数量快速增长.....	31
图 38: 2018 年中国进口液化天然气来源国.....	31
图 39: 深圳市天然气储备与调峰库工程项目工艺流程.....	32
图 40: LNG 进口平均单价.....	32
图 41: 2020 年全国液化气市场价快速下降.....	32
图 42: 深圳燃气历史估值变化.....	37
图 43: 深圳燃气 PE-band.....	37
表 1: 深圳燃气天然气采购情况.....	10
表 2: “十三五”天然气行业发展主要指标.....	11
表 3: 天然气行业相关政策梳理.....	12
表 4: 城市化推进带来的天然气消费增长量.....	18
表 5: 天然气供需平衡表-需求端.....	18
表 6: 主要进口管道气建设投产情况.....	19
表 7: 天然气供需平衡表-供给端.....	19
表 8: 天然气供需平衡表-总量表.....	20
表 9: 深圳燃气已供气电厂用户.....	27
表 10: 深圳燃气未来电厂用气潜在增量.....	27

表 11: 深圳燃气拥有管道情况.....	28
表 12: 2018 年公司主要异地燃气子公司经营情况.....	29
表 13: 公司液化石油气销售数量和价格情况.....	30
表 14: 深圳燃气 LNG 接收站 2022 年收益敏感性分析.....	33
表 15: 天然气供需平衡表.....	34
表 16: 公司燃气销量预测.....	35
表 17: 公司燃气用户数量预测.....	35
表 18: 财务预测的关键假设.....	36
表 19: 可比公司估值情况.....	37

1、深圳燃气——国内一流的清洁能源综合运营商

1.1、国内一流的清洁能源综合运营商

深圳燃气由成立于1982年的深圳市煤气公司和深圳市液化石油气管理公司合并重组而成，2004年引入战略投资者实现混合所有制合资经营，2007年整体改制为中外合资股份有限公司，在2009年12月成功上市。一直以来，深圳燃气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。

2005年，深圳燃气成功控股赣州深燃天然气有限公司迈出向外发展的第一步后，到目前为止公司拥有广东、广西、湖南、江西、江苏、浙江、安徽、云南、山东多个省区近40个城市（区域）的管道燃气业务特许经营权，运营燃气管道14000多公里，城市管道燃气用户340万户，覆盖人口1600万，年销气量达到31.53亿立方米。

近年来，随着传统能源引起的温室效应导致全球气候变暖，危害逐渐呈现，应对气候变化已经达成全球共识。未来能源必将继续向着绿色、低碳、高效方向发展，而我国在经济高速发展下，面临的环境保护和节能减排压力与日俱增，大力发展清洁能源势在必行。在市场需求和政策支持的双重推动下，清洁能源产业不断壮大。深圳燃气深耕天然气清洁能源领域，凭借深圳经济的快速发展，依托深圳燃气市场迅速扩大的优势，从深圳逐步向外扩张。目前，深圳燃气的版图已经扩展到全国10个省区40个城市，公司已经成为国内一流的清洁能源综合运营商

图1：深圳燃气拥有多个省区近40个城市的管道燃气业务特许经营权

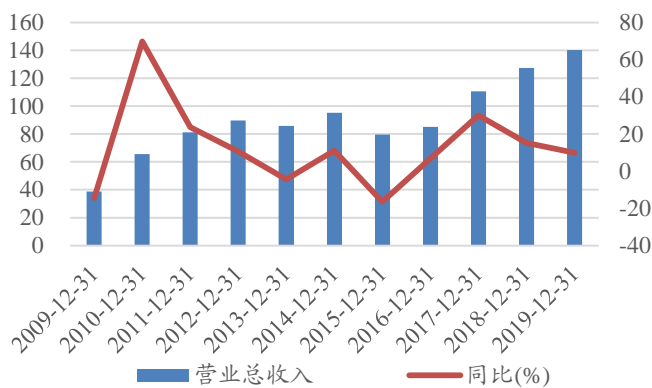


资料来源：公司官网，新时代证券研究所

1.2、业绩稳定增长、现金流优质的标的

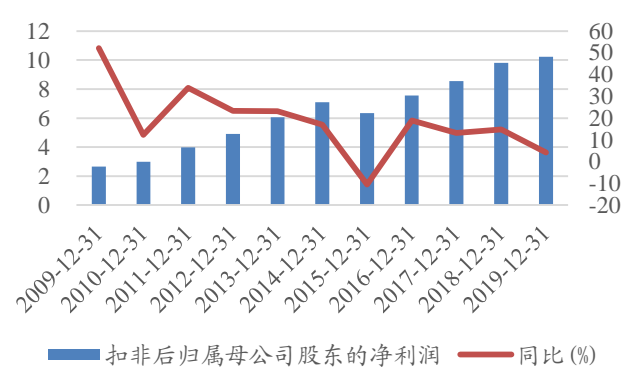
从2009年上市以来，公司业绩维持稳健增长的趋势。营业总收入从2009年的38.64亿元增长到了2019年业绩快报的140.09亿元（CAGR为13.75%）；从扣非净利润来看，上市后十年扣非净利润复合增长率达到14.45%。总资产从2009年的59.92亿元增长到了2019年的234.54亿元，翻了3.91倍。而在收入利润稳定增长的同时，公司ROE和毛利率也保持相对稳定，2018年ROE为11.21%（十年平均ROE为11.49%），销售毛利率为20.95%（十年平均毛利率为20.56%），销售净利润为8.44%（十年平均净利率为7.4%）。

图2：深圳燃气营业收入10年CAGR为13.75%



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

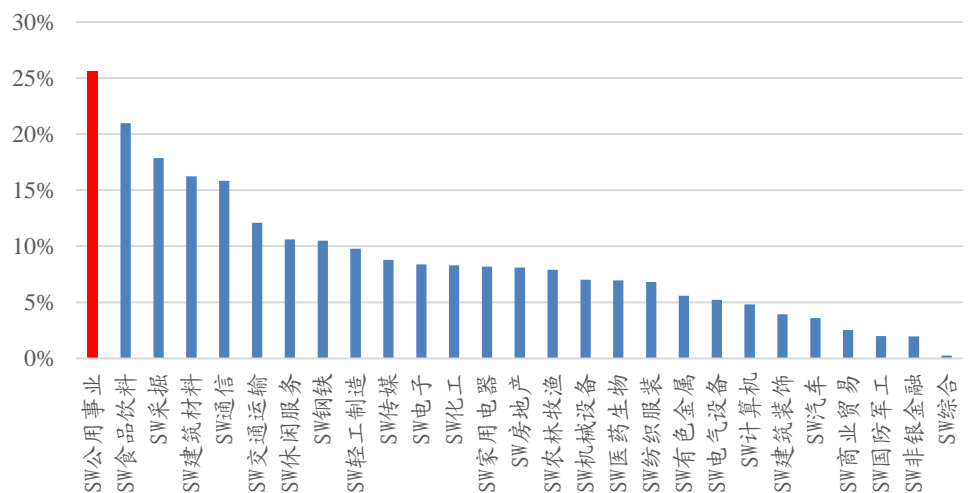
图3：深圳燃气扣非净利润10年CAGR为14.45%



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

公司拥有优质的现金流，公司现有四项主要业务是管道燃气、天然气批发、石油气批发、瓶装石油气，其中管道燃气毛利占比达到66.63%，是公司核心业务之一。城市燃气的公用属性的特点、特许经营权的排他性和居民用气的依赖性，使得公司的燃气销售收入较为稳定，而且拥有优质的现金流。

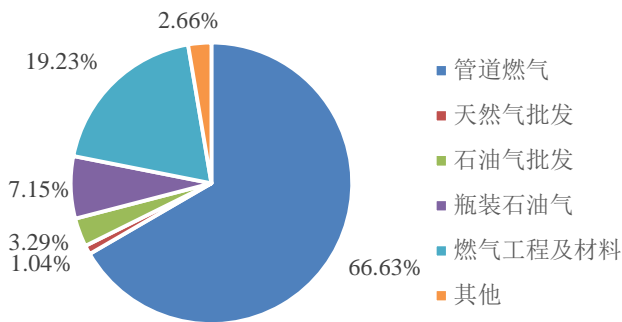
图4：现金流质量公用事业排名第一



资料来源：Wind，新时代证券研究所

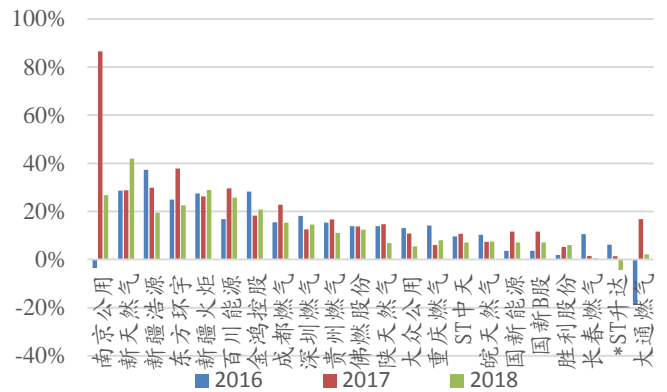
从现金流质量来看，公用事业近三年（经营活动产生的现金流量净额/营业收入）的比率平均值为 25.64%，剔除银行后在申万一级行业划分的 27 个行业中公用事业排名第一，现金流净额与营业收入的比例越高越能说明公用事业的现金流质量优质。而在公用事业细分行业中，燃气行业的现金流质量略次于水务跟电力，燃气行业近三年经营活动产生的现金流量净额与营业收入的比例平均为 13.41%，而深圳燃气近三年平均值为 15.09%，高于行业平均水平。公用事业的行业属性跟格局带给了行业长期稳固的优质现金流。

图5: 深圳燃气 2018 年主营业务毛利结构



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图6: 深圳燃气的现金流在行业中排名前列



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

1.3、气源稳定，LNG 或成最大增量

公司采取多种方式保障气源的稳定供应。公司天然气气源主要有三个来源：LNG，管道气和现货采购，其中签订有协议的 LNG 跟管道气占主导地位，能够在较长时间内稳定保障公司的气源供应。

第一是 LNG，公司拥有广东大鹏 10% 股权，是继中海油和英国 BP 石油公司后的第三大股东，并且与广东大鹏公司签订了 25 年天然气的照付不议采购合同（总供货量 598 万吨、稳产期每年供应 27.1 万吨）。其次，公司新建的年周转能力 10 亿立方米的深圳市天然气储备与调峰库已与 2019 年 8 月 19 日试投产，预计未来将成为公司气源供应的新来源，也是公司未来业绩的新增量。

第二是管道气，主要是跟中石油签订的购气合约，其次是跟所在地省管网公司购气。2010 年公司与中石油签订 25 年照付不议的天然气采购框架（稳产期年供 40 亿立方米，约合 320 万吨，来自西气东输二线工程），主要供气深圳地区。公司其他部分地区天然气供应部分来自西气东输一线工程，采购量、采购价以 20 年照付不议合同锁定。西气东输二线工程在 2012 年投产后，公司天然气供应在未来较长时间内得到了有效保障，长远可以满足深圳市工商业用户的用气需求。

第三是现货采购，公司现货采购从天然气现货市场采购，采购价格随行就市，主要是对协议气的补充以及调整，现货气量占公司天然气总采购量的比例较小。

表1: 深圳燃气天然气采购情况 (单位: 万吨)

	2016	2017	2018	2019Q1
中石油-深圳	76.62	96.57	115.51	19.25
广东大鹏	26.66	26.5	27.97	6.85
异地	45.27	59.53	81.81	22.8

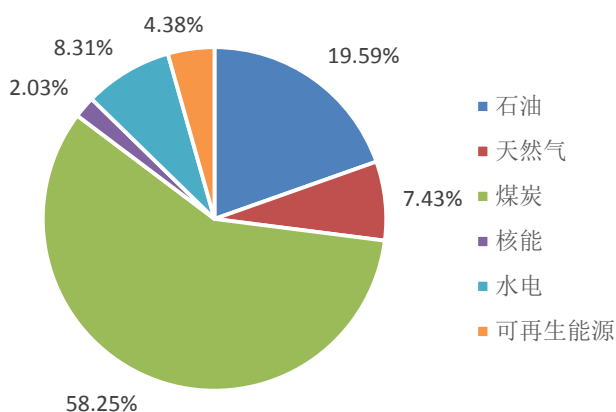
资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所 (注: 异地包含管道燃气跟天然气批发业务采购量)

2、城市燃气——中国城市天然气发展空间潜力巨大

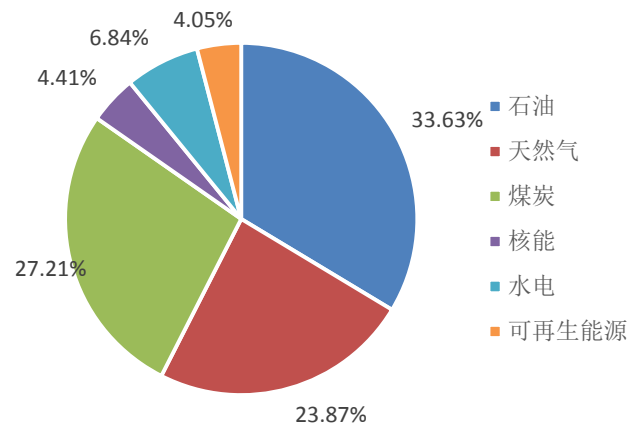
2.1、中国天然气产业发展空间巨大

根据 BP 英国石油公司发布的《BP 世界能源统计年鉴》2019 版, 从全球一次能源消费占比来看, 2018 年全球石油、天然气、煤炭的占比分别为 33.63%、23.87%、27.21%; 其中, 天然气占比达到了 23.87%。与之相对应的, 中国的一次能源消费中石油、天然气、煤炭的占比分别为 19.59%、7.43%、58.25%; 其中天然气的占比仅为 7.43%, 远低于全球平均水平。

而且根据 BP 预测, 到 2040 年, 全球能源结构将呈现最为多元化的态势, 石油、天然气、煤炭和非化石燃料各占四分之一。对比目前的能源结构来看, 由于资源禀赋的原因, 中国一次能源消费中煤炭占比过高, 核能、水电和可再生能源代表的清洁能源加总后占比为 14.73%, 与世界清洁能源占比 15.3% 相差较小, 而中国天然气占比与世界平均水平相差达到 16.44 个百分点, 从中国的能源未来结构发展趋势上来看, 天然气的提升空间也是最大的。

图7: 中国一次能源消费占比 (2018 年)

资料来源: 《BP 世界能源统计年鉴》2019 版, 新时代证券研究所

图8: 世界一次能源消费占比 (2018 年)

资料来源: 《BP 世界能源统计年鉴》2019 版, 新时代证券研究所

政策持续推进，天然气在能源结构中的重要性与日俱增。在中国天然气产业占比远低于全球平均水平的情况下，未来天然气产业发展规划占据了我国能源发展的重要地位，同时也是政策推动的主要方向。2017年1月，国家能源局发布《天然气发展“十三五”规划》，规划到2020年我国天然气占一次能源消费比例达到8.3-10%。《能源发展“十三五”规划》也指出，要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，非化石能源消费比重重要提高到15%以上，天然气消费比重力争达到10%。发改委《加快推进天然气利用的意见》指出，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。2018年9月，国务院印发《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，明确两大主线：（一）加强产供储销体系建设，促进天然气供需动态平衡；（二）深化天然气领域改革，建立健全协调稳定发展体制机制。我们认为，从政策的推动力度上来看，目前天然气在能源结构中的重要性是坚定和明确的。

表2：“十三五”天然气行业发展主要指标

指标	2015年	2020年	年均增速	属性
累计探明储量（常规气，万亿方）	13	16	4.3%	预期性
产量（亿方/年）	1350	2070	8.9%	预期性
天然气占一次能源消费比例（%）	5.9	8.3-10	-	预期性
气化人口（亿人）	3.3	4.7	10.3%	预期性
城镇人口天然气气化率（%）	42.8	57	-	预期性
管道里程（万公里）	6.4	10.4	10.2%	预期性
管道一次运输能力（亿立方米）	2800	4000	7.4%	预期性
地下储气库工作气量（亿立方米）	55	148	21.9	约束性

资料来源：《天然气发展“十三五”规划》，新时代证券研究所

国家管网挂牌成立，天然气产业链迎来重要发展机遇。从2017年发改委发布《加快推进天然气利用的意见》、到《中长期油气管网规划》，油气管网运营机制改革的目标和方向基本确立。2019年3月，《石油天然气管网运营机制改革实施意见》通过，推动石油天然气管网运营机制改革，组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司（提出组建石油天然气管网公司），国家管网公司组建开始进入筹备阶段。2019年5月24日，国家发展改革委、国家能源局、住房和城乡建设部、市场监管总局联合印发了《油气管网设施公平开放监管办法》，从监管角度为国家管网公司成立做好了准备。

12月9日，国家石油天然气管网集团有限公司挂牌成立，其主要职责是负责全国油气干线管道形成“全国一张网”，负责全国油气干线管网运行调度。国家管网公司成立后，天然气实行运销分离，（1）可以利用现有管网、接收站使得国内供应主体更加多元化，提升天然气整体生产供应能力，由此也能够促进终端需求；（2）促进管网建设，提高管网投资效益。目前来看，我国天然气管网建设滞后于产业发展速度。国家管网的成立可以拓宽管网建设资金的来源，提高管网投资收益；（3）全国一张网，能够提高效率减少资源浪费，以前在油气领域，管网互联互通程度不够、协同难度大、重复建设、运行效率慢等问题突出。国家管网公司将形成全国一张网，能够实现管道资源共享，避免重复建设提高能源运输效率并降低运输成本。所以国家管网公司的成立是近年来天然气体制改革中重大改革措施之一，会对中国

天然气市场产生深远影响。

表3: 天然气行业相关政策梳理

时间	发布机构	政策名称	内容
2017年1月	国家能源局	《能源发展“十三五”规划》	到2020年能源消费总量控制在50亿吨标准煤以内。“十三五”时期非化石能源消费比重提高至15%以上，天然气消费比重力争达到10%，煤炭消费比重降低到58%以下。
2017年1月	发改委	《天然气发展十三五规划》	提升天然气在一次能源消费比例，增强天然气供应能力，大力开发非常规气，引导中游基础设施建设和下游市场开发。提出发展的储量目标、供应能力、基础设施、市场体系建设目标。 至2020年，累计探明储量16万亿立方米，产量2070亿方每年，天然气占一次能源消费比例8.3%-10%，气化人口4.7亿人，城镇人口天然气气化率57%，管道里程10.4万公里，管道一次运输能力4000亿立方米，地下储气库工作气量148亿立方米。
2017年2月	国家能源局	《2017能源工作指导意见》	2017年天然气消费比重提高到6.8%左右，天然气产量1700亿立方米（含页岩气产量100亿立方米左右）。调峰用天然气电站，在负荷集中和天然气气源有保障的地区，建设天然气调峰电站，年内计划新增装机规模100万千瓦；油气管网，积极推进已开工项目建设，年内计划建成中俄原油管道二线、陕京四线；天然气调峰设施，积极推进金坛盐穴、双6、相国寺等已投运储气库扩容达容，推进中原文23等地下储气库建设，年内计划开工建设中原文23、华北及大港储气库扩容改造，全年新增工作气量3亿立方米以上。
2017年5月	发改委、国家能源局	《中长期油气管网规划》	对于天然气，一要拓展“一带一路”进口通道，扩大陆上油气管道进口的能力，稳定海上石油接驳能力，大力提升LNG接收能力。二要加强天然气管道布局，完善主干管网和联络线，强化基础网络。 到2020年，全国油气管网规模达到16.9万公里，天然气管道10.4万公里。到2025年，天然气管网16.3万公里，天然气管道进口能力1500亿立方米，LNG接卸能力1亿吨，天然气储存能力400亿立方米，城镇天然气用气人口达5.5亿。
2017年5月	国务院	《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》	明确了深化石油天然气体制改革的指导思想、基本原则、总体思路和主要任务，包括完善油气进出口管理体制，提升国际国内资源利用能力和市场风险防范能力；改革油气管网运营机制，提升集约输送和公平服务能力；深化下游竞争性环节改革，提升优质油气产品生产供应能力；改革油气产品定价机制，有效释放竞争性环节市场活力；完善油气储备体系，提升油气战略安全保障供应能力。
2017年6月	发改委	《加快推进天然气利用的意见》	总体目标在于要逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一， 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，地下储气库形成有效工作气量148亿立方米。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，地下储气库形成有效工作气量350亿立方米以上。
2018年9月	国务院	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	明确天然气在能源结构中的重要性，研究将非常规天然气补贴延续至“十四五”时期。
2019年3月	国家能源局	《关于促进生物天然气产业化发展的指导意见（征求意见稿）》	在大力发展生物天然气项目，推进生物天然气分布式生产消费，并能够在消费侧替代燃煤供热
2019年5月	发改委、国家能源局、住建部、市场监管总局	《油气管网设施公平开放监管办法》	国家鼓励和支持油气管网设施互联互通和公平接入，逐步实现油气资源在不同管网设施间的灵活调配。油气管网设施运营企业不得阻碍符合规划的其他管网设施接入，并应当为接入提供相关便利。油气管网设施运营企业应当对输送、储存、气化、装卸、转运等运营业务实行独立核算，并按照国家有关规定推进油气管网设施独立运营，实现和其他油气业务的分离。

时间	发布机构	政策名称	内容
2019年12月	自然资源部	《自然资源部关于推进矿产资源管理改革若干事项的意见(试行)》	自然资源部表示,我国将全面开放油气勘查开采市场,允许民企、外资企业等社会各界资本进入油气勘探开发领域。《意见》主要包括矿业权出让制度改革、油气勘查开采管理改革、储量管理改革3方面内容

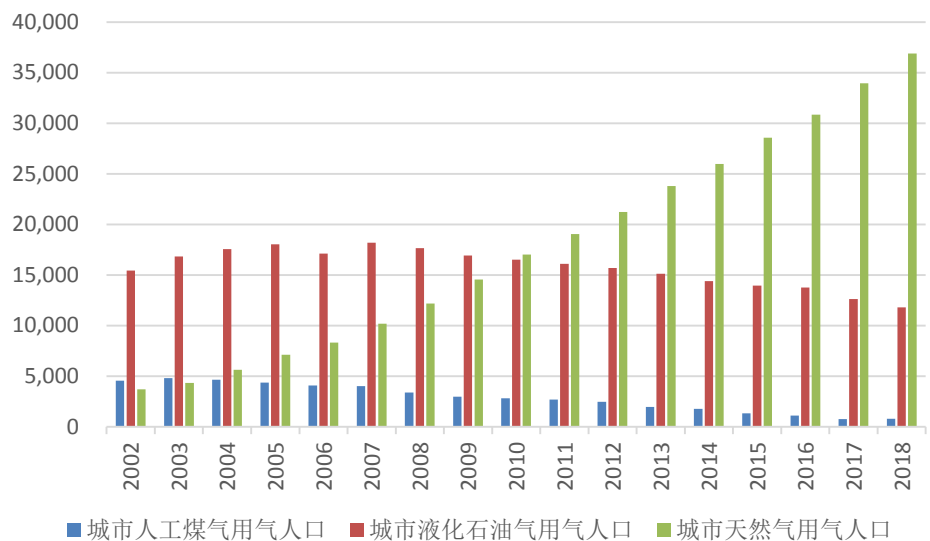
资料来源:国家能源局,国务院,发改委,自然资源部,住房城乡建设部,市场监管总局,新时代证券研究所

2.2、城市燃气具备完善的产业链,天然气成为城燃行业的主要气源

工业革命之后,机械力开始大规模代替人力,能源逐渐由煤炭和石油主导。早期的天然气仅作为煤矿中的煤层气的身份出现,天然气小规模被用做商业照明。直到二十世纪初,美国发现大型气田,使得天然气进入现代开采使用阶段,由此第一个完整的天然气产业链成型。随后天然气产业不断发展完善,大规模商业化运用使得天然气产业链直至成熟。与传统化石能源相比,天然气有无色、无味、无毒的特性,燃烧后无残渣,仅排放产生少量的二氧化碳和二氧化硫,而且具有使用安全、热值高、洁净等优势。因此天然气在能源结构上的占比逐渐提升,目前国际上天然气能源结构占比已经达到了23.87%,未来预计将维持在25%左右。

从城市燃气的气源角度来看,城市燃气的气源主要有人工煤气、液化石油气和天然气三大类。由于人工煤气由于成本高、安全差,逐渐被淘汰;液化石油气曾是我国广泛应用的城燃气,随着天然气在全国普及,凭借天然气的价格、效率、清洁度等优势促使液化石油气逐步退出城市燃气的舞台;目前来看,城市燃气天然气用气人口占比从2002年的15.58%提升到2018年的74.60%,已经远超人工煤气和液化石油气,城市燃气已经形成了优先采用天然气的格局。

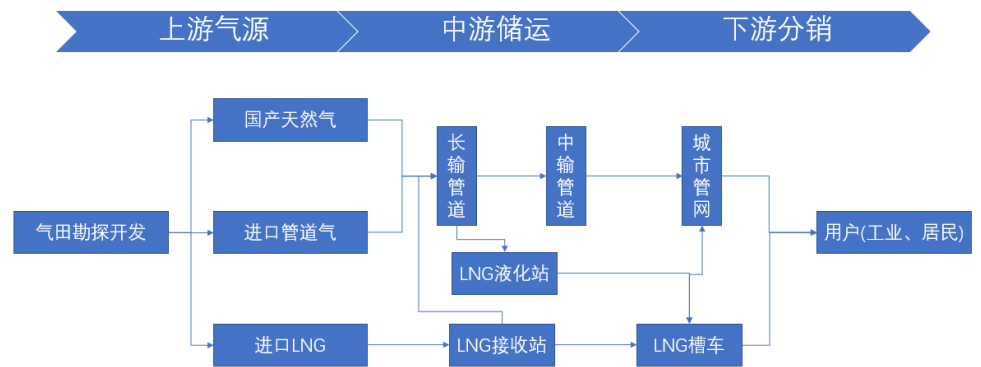
图9: 城市燃气已经形成了优先采用天然气的格局(单位:万人)



资料来源: Wind, 《中国天然气发展报告》, 新时代证券研究所

城市燃气产业链主要是由上游气源的天然气开采、中游输配送系统，以及下游分销系统组成。上游天然气气源主要是来自于气田，油气开采企业是城市燃气企业气源的主要供应商；中游的输配送系统可以分为长输管线或者液化天然气输配送系统；下游的城市分销系统就是城市燃气的核心运营模式。城市燃气运营商在通过市场竞争取得特许经营权之后，首先在城市中投资建设城市输配售系统，然后从长输或中输管道和门站取得天然气气源，再通过输配售系统将燃气输送至终端客户。城市燃气行业目前的主要业务为燃气销售和燃气工程安装。

图10： 城市燃气产业链



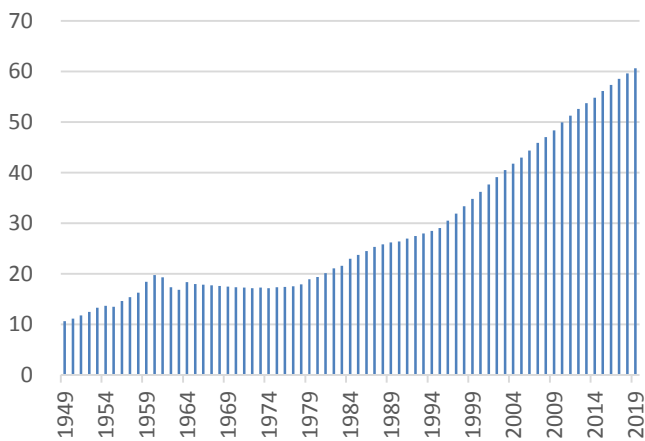
资料来源：新时代证券研究所

2.3、城市化的持续推进将促使城市燃气行业长期健康发展

城市化进程扩大用气人口基数，加快城市燃气行业发展。1949年，我国常住人口城镇化率仅有10.64%，直到改革开放后，在国民经济高速增长的推动下，中国城市化进程才开始迅速推进。国内市场经济活力持续增强，农村人口快速向城市流动，经济特区、沿海城市的城市群逐步成形，中小城镇数量也迅速增加，城市集聚效应开始显现。到2019年，我国常住人口城镇化率达到60.60%，完成了《国家新型城镇化规划》60%的目标，比1949年新中国成立的时候提高了49.96个百分点，这70年以来我国城镇化率年均提高0.71个百分点；从1978年改革开放以来，我国城镇化率年均提高了1.04个百分点。

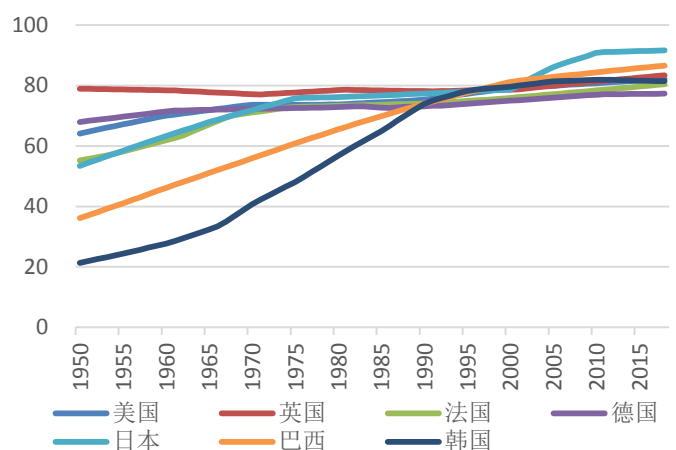
未来城市化进程有望在经济增长推动下继续保持增长。《国家新型城镇化规划》目标是到2020年常住人口城镇化率达到60%左右，2019年我国常住人口城镇化率已经达到60.60%，提前完成了城镇化率目标。一般情况下，城市化率将与相对应的经济发展水平匹配，经济发展水平较高的国家，城市化率也较高。根据世界城市化的一般规律，我国仍然处在城镇化率30%-70%的城镇化率快速增长阶段，未来随着我国经济的不断发展，城市的集聚效应和规模经济将使得城镇化率持续提升，而当城镇化率超过70%时便趋于稳定。

图11: 改革开放后中国城镇化进程迅速推进(单位:%)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图12: 世界各国城市化率进程(单位:%)

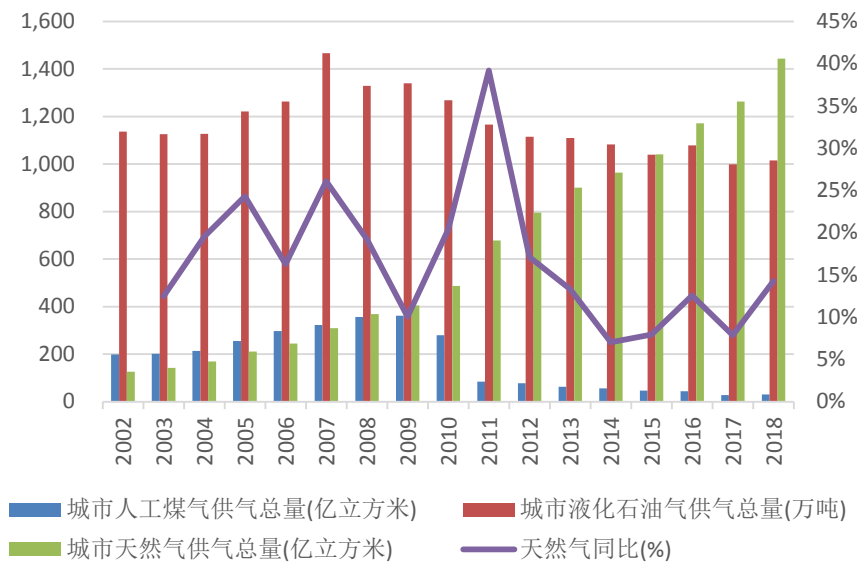


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

城市化率提升的核心动力是工业化进程,在工业化进程推进的同时,城镇化进程就在持续增长。我国目前仍处于工业化的中后期,正在进行产业结构调整升级。在高新技术创新的推动下,我国由重工业和低端制造业向高端制造和智能制造业升级。而工业化带来的推动力仍然存在。此外,我国地域间的城镇化水平差异客观存在,东部地区的城镇化率要远高于中西部地区。未来的城镇化趋势中,中西部地区城镇化率速度预计要明显快于东部地区。

从国内外城镇化率增长经验来看,中国“十一五”期间城镇化率平均每年提高1.39个百分点;“十二五”期间平均每年提高1.23个百分点;截止2019年,“十三五”期间平均每年提高1.13个百分点。从国外经验来看,在城市化率快速增长阶段(30%-70%),国内工业基础明显增强,经济增长明显,劳动力人口向城市净流入,城市人口超过农村人口,国内消费市场不断扩大,消费支出快速增长。美国、日本、韩国城市化率都曾步入快速增长阶段。美国城市化率从1950年的64.15%增长到1960年的70%,城市化率在10年内年均增长0.585个百分点。日本的城市化率从1957年的60.39%增长到1968年的70.32%,城市化率在11年内年均增长0.90个百分点;韩国的城市化率从1982年的60.06%增长到1988年的70.39%,城市化率在6年内年均增长1.72个百分点。所以结合国内外的历史经验,我们预计中国在随后的十年内,城镇化率在经济增长的带动下仍然能够保持稳定增长,假设城镇化率每年以1%的速度增长,到2030年我国城镇化率或将达到71.60%。

城镇化的快速推进促进了城燃行业的快速发展。一方面城镇化率的推进使得城镇居住人口快速增加,而城市居住人口就是潜在的用气人口,为城市燃气提供了巨大的潜在市场发展空间;另一方面,在城镇化率提升农村人口涌入城市的同时,近年来存量城市居民住房条件的改善需求也在增加,在人们追求美好生活的前提下,环保和生活质量越来越受到重视,这也将使得环保、安全、经济的天然气在城市能源消费中占据主导地位。

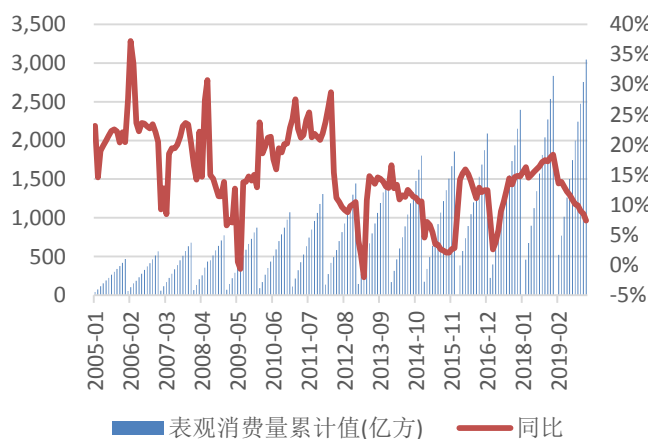
图13: 城镇化的快速推进促进了城燃行业的快速发展

资料来源: Wind, 《中国天然气发展报告》, 新时代证券研究所

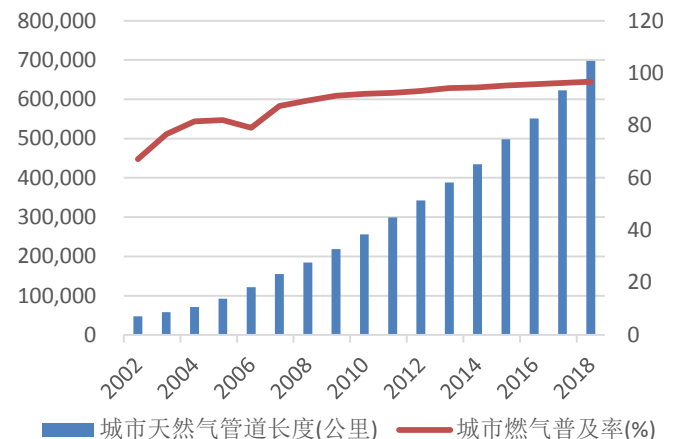
2.4、中国 2025 年天然气消费总量有望超过 5000 亿方

2.4.1、我国天然气表观消费量 25 年增长 16.7 倍，复合增长率达到 12.18%

我国的天然气表观消费量从 1994 年的 173.2 亿方增长到 2019 年的 3067 亿方，年均复合增长达到了 12.18%。从城市燃气的角度来看，2018 年我国城市天然气供气量为 1443.95 亿立方米（2002 年以来的 CAGR 为 16.47%）；天然气用气人口达到 3.69 亿（2002 年以来的 CAGR 为 15.49%），城镇燃气管道总长度达到 69.8 万公里（2002 年以来的 CAGR 为 18.27%），而且城市燃气普及率已经达到了 96.70%。从更具代表性的天然气生活消费数据来看，到 2017 年生活消费量已经达到了 420 亿立方米，从 1994 以来的复合增长率为 14.17%，高于同期天然气消费总量复合增长率的 12.01%。

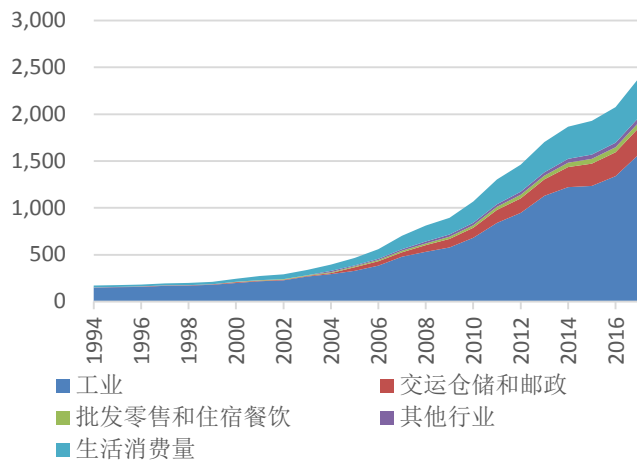
图14: 天然气表观消费量快速增长

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图15: 城市天然气管道长度和城市燃气普及率

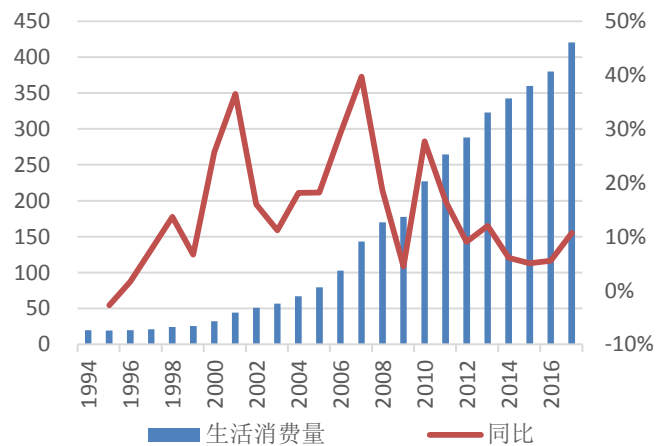
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图16: 天然气各行业消费量(单位: 亿立方米)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图17: 天然气生活消费量(单位: 亿立方米)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.4.2、近两年“煤改气”跟清洁供暖是天然气需求增长的主要动力之一

十九大报告指出: 要推进绿色发展, 着力解决突出环境问题, 推动形成人与自然和谐发展现代化建设新格局。作为三大攻坚战之一的污染防治攻坚战, 大气治理是生态文明建设中的重点领域和关键环节。从2017年开始, 为了改善空气质量, 国家出台多项政策持续推进大气污染防治工作, 强化重点地区多行业煤改气跟清洁供暖。《中国清洁供热产业发展报告》显示, 截至2017年底我国北方地区供热面积232亿平方米, 其中41%实现了清洁供热, 面积达到95亿平方米。北方地区清洁供热在政策的推动下将实现快速增长, 预计2021年将达到约180亿平方米, 清洁供热率达到70%。根据《北方地区冬季清洁取暖规划(2017-2021年)》的目标, 到2021年, 北方地区清洁取暖率达到70%, 也与预测相符合。

从用能结构来看, 此前北方地区取暖使用能源以燃煤为主, 燃煤取暖面积约占总取暖面积的83%, 天然气、电、地热能、生物质能、太阳能、工业余热等合计约占17%。取暖用煤年消耗约4亿吨标煤, 其中散烧煤(含低效小锅炉用煤)约2亿吨标煤, 主要分布在农村地区。如果根据规划, 到2021年, 北方地区清洁取暖率达到70%, 将替代散烧煤1.5亿吨。在“煤改气”跟清洁供暖的政策刺激下, 全国天然气消费量快速增长, 中国天然气的表观消费量2017、2018、2019年的同比增速分别为15.94%、17.48%和9.42%。

2.4.3、天然气供需平衡表: 2025年天然气消费将达到5041亿方, 未来5年将保持9%左右的年均增长率

根据我们预计, 到2025年, 天然气消费总量将达到5041亿方, 城市燃气消费量将达到1876亿方, 工业燃料消费量将达到1583亿方。

根据“十三五”规划, 城镇化率每提高一个百分点, 每年将增加相当于8000万吨标煤的能源消费量, 也相当于658.83亿方天然气的热量。随着城市化的推进, 天然气消费量将随之增长; 另外天然气占一次能源占比也在逐年增长。结合我们此

前的城镇化率增长假设与能源占比假设：1) 城市化率每年增长 1 个百分点；2) 天然气占一次能源比例逐年增长，到 2030 年达到 15%；3) 城市燃气消费量的增长率约等于天然气生活消费量的增长率。我们测算出中国城市燃气消费量在 2025 年将达到 1876.08 亿方。

表4： 城市化推进带来的天然气消费增长量（单位：亿方）

项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
城市燃气消费量	950.2	1059.2	1174.5	1298.1	1430.0	1570.3	1719.0	1876.1
YOY	1.4%	11.5%	10.9%	10.5%	10.2%	9.8%	9.5%	9.1%
生活消费量	472.2	526.4	583.6	645.0	710.6	780.3	854.2	932.3
YOY	12.3%	11.5%	10.9%	10.5%	10.2%	9.8%	9.5%	9.1%
因城镇化率提升导致的天然气消费增量	51.9	54.2	57.3	61.4	65.6	69.7	73.9	78.0
天然气占一次能源比例	7.4%	8.1%	8.7%	9.3%	10.0%	10.6%	11.2%	11.8%
当年城镇化率提升百分比	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从中国天然气需求消费总量来看，我们假设：1) 工业燃料消费增长率跟 GDP 增长率相关，并假设 2020 年 GDP 受到疫情冲击有所下滑，2021 年恢复正常增速；2) 其他项目中包括了天然气发电消费量、化工消费量等，由于历史增速稳定，假设未来增速等于 2017 年到 2019 年 3 年平均增速，2020 年受疫情影响增速减半，2021 年开始恢复正常增长。

所以最后我们测算出到 2025 年，中国天然气消费总量将达到 5041 亿方，未来 5 年的平均增速为 8.99%。其中，城市燃气消费量将达到 1876 亿方，工业燃料消费量将达到 1583 亿方。

表5： 天然气供需平衡表-需求端（单位：亿方）

项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
消费量总量	2803.0	3067.0	3278.4	3580.1	3905.7	4256.5	4634.4	5041.1
YOY	17.5%	9.4%	6.9%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%
城市燃气消费量	950.2	1059.2	1174.5	1298.1	1430.0	1570.3	1719.0	1876.1
YOY	1.4%	11.5%	10.9%	10.5%	10.2%	9.8%	9.5%	9.1%
工业燃料消费量	1082.0	1148.0	1193.9	1265.5	1340.2	1417.9	1498.7	1582.7
YOY	42.4%	6.1%	4.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%
其他	770.8	859.8	910.1	1016.6	1135.5	1268.3	1416.6	1582.3
YOY	11.9%	11.5%	5.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

从天然气的供给端来看，国内天然气产量稳步增加，LNG 建设加码。受需求拉动，我国天然气进口量持续高速增长，2019 年天然气进口数量达到 1343 亿方（同比增长 6.83%），天然气进口数量在 2018 年就已经超越日本成为全球第一大天然气

进口国。

(1) 国产气方面，分为常规气和非常规气。根据《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》，力争到 2020 年底国内天然气产量达到 2000 亿立方米以上；《页岩气发展规划（2016-2020 年）》预计到 2020 年，页岩气产量力争达到 300 亿立方米，2030 年实现页岩气产量 800-1000 亿立方米；《煤层气（煤矿瓦斯）开发利用“十三五”规划》：2020 年，地面煤层气产量 100 亿立方米。

(2) 进口管道气方面，目前的存量有中亚 A/B 线的 300 亿方/年输气能力、中亚 C 线的 250 亿方/年输气能力和中缅油气管道的 120 亿方/年输气能力。增量方面，2019 年 12 月 2 日中俄东线天然气管道正式投产通气，一年内将引进 50 亿方天然气，以后将逐年增加输量，最终达到 380 亿立方米/年。

表6：主要进口管道气建设投产情况

管线	运营方	设计输气能力（亿方/年）	（预计）投产年份
中亚 A/B 线	中石油	300	2009/2010
中亚 C 线	中石油	250	2014
中亚 D 线	中石油	300	—
中缅管线	中石油	120	2013
中俄东线	中石油	380	2019 年 12 月
中俄西线	中石油	300	—

资料来源：商务部、中石油官网、人民网，发改委，中国新闻网，新时代证券研究所

(3) LNG：根据我们的统计，2019 年末国内已经投运的 LNG 接收站接卸能力已达 6885 万吨/年。2019 年 1 月，中海油防城港接收站投产，设计规模 60 万吨/年；2019 年 8 月，深圳燃气 LNG 接收站试投产，设计规模 80 万吨/年，带来 LNG 的新增量。我们预计 2020 年 LNG 产能将释放 780 万吨/年，未来全国各地仍有新的项目在规划中。目前 LNG 接收站是我国目前天然气供给端的主要弹性，假如遇到需求端超预期增长，或国产气增量低预期，LNG 接收站产能供应可以快速有效解决供气市场危机。

表7：天然气供需平衡表-供给端（单位：亿方）

项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
供给量总量	2867.0	3078.8	3314.8	3616.4	3942.0	4292.8	4670.7	5077.4
YOY	18.0%	7.4%	7.7%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%
国内产气总量	1610.2	1736.2	1890.7	2059.0	2242.2	2441.8	2659.1	2895.8
YOY	9.2%	7.8%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
国内常规气	1428.8	1467.4	1490.7	1589.0	1702.2	1831.8	1979.1	2145.8
国内非常规气-页岩气	108.8	180.0	300.0	350.0	400.0	450.0	500.0	550.0
国内非常规气-煤层气	72.6	88.8	100.0	120.0	140.0	160.0	180.0	200.0
进口天然气总量	1256.8	1342.6	1424.0	1557.4	1699.7	1851.0	2011.6	2181.6
YOY	31.5%	6.8%	6.1%	9.4%	9.1%	8.9%	8.7%	8.5%
进口管道气	509.2	505.1	555.1	655.1	735.0	735.0	735.0	735.0

项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
进口管道气产能	670.0	670.0	1050.0	1050.0	1050.0	1050.0	1050.0	1050.0
进口管道气产能利用率	76.0%	75.4%	52.9%	62.4%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
进口 LNG	747.9	842.4	869.0	902.4	964.7	1116.0	1276.6	1446.6
YOY	41.0%	12.6%	3.2%	3.8%	6.9%	15.7%	14.4%	13.3%

资料来源：Wind，新时代证券研究所

所以，总的来看，根据我们预计到 2025 年天然气消费总量将达到 5041 亿方，是 2019 年天然气表观消费量的 1.64 倍，未来 5 年的年均增长率将达到 9% 左右。中国天然气消费需求空间仍然非常巨大。供给方面国产气受到政策支持，管道气中俄东线投产为近期主要增量，LNG 成为天然气供给的主要弹性。此外，国家管网挂牌成立，全国油气干线管道形成全国一张网，未来将利用现有管网使国内供应主体更多元化，提升天然气整体生产供应能力，促进终端需求，实现天然气产业的繁荣发展。

表8：天然气供需平衡表-总量表（单位：亿方）

项目	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
消费总量	2803.0	3067.0	3278.4	3580.1	3905.7	4256.5	4634.4	5041.1
YOY	17.5%	9.4%	6.9%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%
供给总量	2867.0	3078.8	3314.8	3616.4	3942.0	4292.8	4670.7	5077.4
YOY	18.0%	7.4%	7.7%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%
出口	33.9	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、城燃业务稳健增长，LNG 接收站带来业绩增量

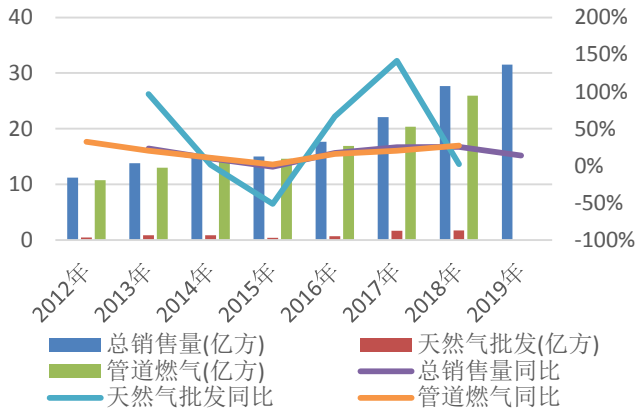
公司从深圳地区起家，在 1996 年由深圳市煤气公司和深圳市液化石油气管理公司合并重组成为深圳市燃气集团，2004 年引进了中华煤气和新希望集团等战略投资者，改组为中外合资企业，2007 年整体改制为中外合资股份有限公司，2009 年上市。公司是深圳市唯一的管道燃气运营商，拥有深圳管道燃气 30 年的特许经营权。

在燃气销售方面，占主导地位的是管道燃气，天然气批发业务占比相对较小。2005 年深圳燃气成功控股赣州深燃天然气有限公司迈出向外发展的第一步后，到目前为止公司拥有广东、广西、湖南、江西、江苏、浙江、安徽、云南、山东多个省区近 40 个城市（区域）的管道燃气业务特许经营权，运营燃气管道 14000 多公里，城市管道燃气用户 340 万户，覆盖人口 1600 万，2019 年年销气量达到 31.53 亿立方米。

在液化石油气批发业务方面，由控股子公司华安公司负责，其所需液化石油气全部进口，通过招标形式向国际供应商采购。客户主要集中在珠江三角洲地区，主要为二级批发商及城市管道气、瓶装气零售商。在瓶装液化石油气零售业务方面，

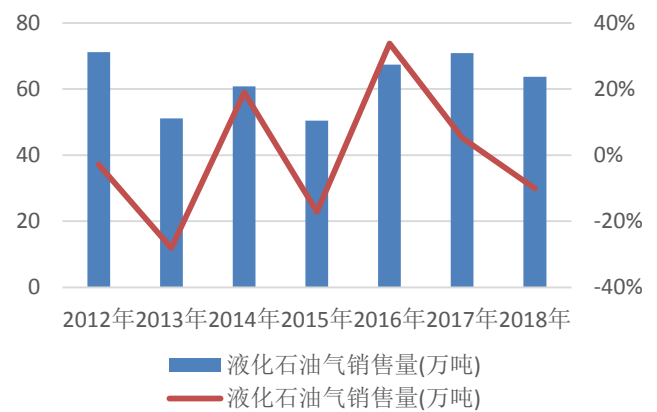
公司负责将采购的液化石油气运送到储配站后进行储存、灌瓶后分送给居民客户和工商客户。

图18: 公司燃气总销量中管道燃气占主导地位



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图19: 公司液化石油气销售业务情况



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

3.1、管道燃气-深圳气化率仍有空间，异地项目扩张稳步进行

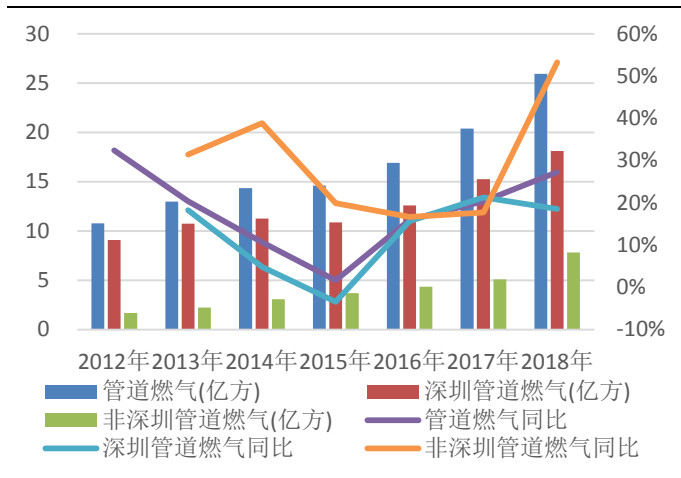
天然气销售方面，管道燃气占主导地位，而公司管道燃气分为深圳地区和非深圳地区两块业务。

其中，深圳地区的管道燃气销售主要对象是电厂以及非电厂的居民工商业两部分。电厂销气是近年来深圳地区燃气销售增长的主要动力，由于深圳禁止新建燃煤电厂以及政策推进清洁能源发展，能源缺口使得电厂用气迅速增长。非电厂端（除电厂用气之外的居民工商业等）主要是由于居民燃气需求内生增长、深圳气化率上升以及城中村改造提供新用户增量使得非电厂用气量保持平稳增速。从复合增长率上来看，深圳地区电厂用气2012年到2018年的复合增长率达到22.77%，远高于非电厂的6.4%。

非深圳地区的管道燃气业务也在迅速增长，在气化率低基数的情况下，燃气销气量增速高于深圳地区。从2005年公司开始异地扩张之后，到2018年公司异地燃气销气量达到7.83亿方，占管道燃气总销气量的比例达到30.19%；异地用户总数已经达到了120.49万户，占比36.92%，异地燃气业务已经成为公司业务板块的主要组成部分。异地燃气业务管道利用效率远低于深圳，随着气化率的上升，燃气销售量仍有空间。

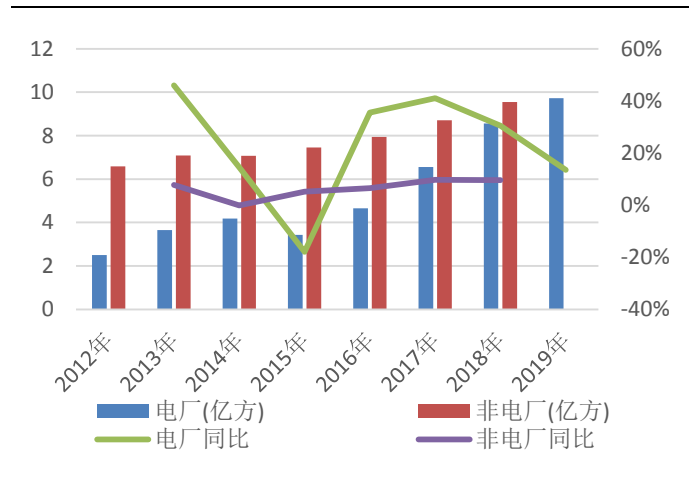
未来随着中国经济水平的持续提升，全国气化率将不断提升，全国的管道燃气业务有望稳步发展。此外，在“十三五”期间，公司以“立足深圳，加快扩张，创新驱动，再造深燃”为主线，异地扩张加速，公司已经成为国内一流的清洁能源综合运营商。

图20: 公司管道燃气中深圳地区占比最大



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图21: 深圳电厂用气增速较快, 非电厂增速稳定



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

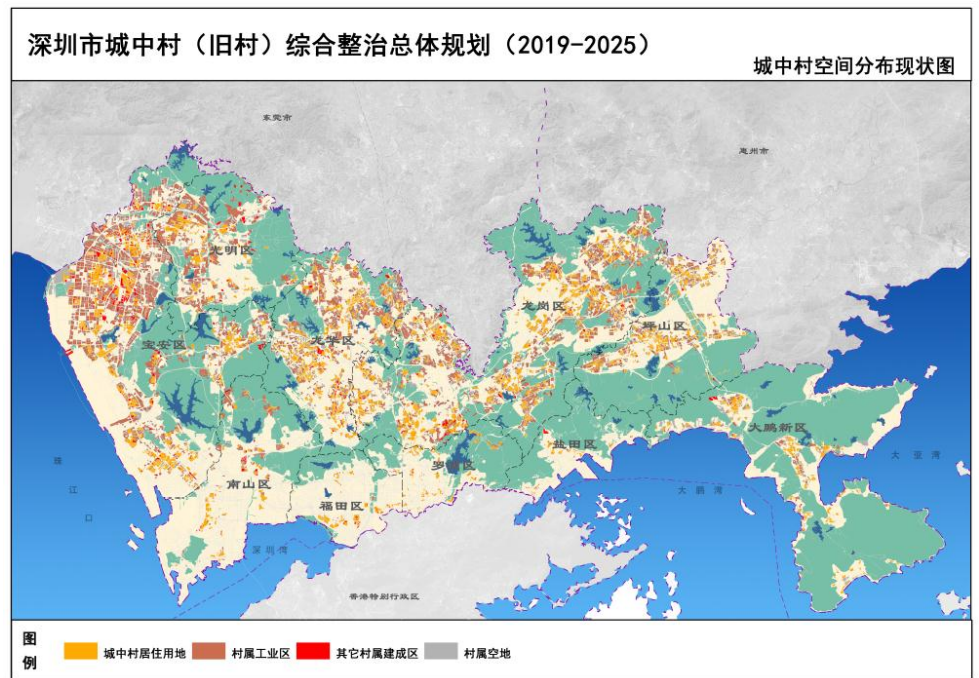
3.1.1、深圳地区: 城中村改造加速, 电厂需求仍有巨大空间

3.1.1.1、城中村改造攻坚推动居民天然气需求稳定增长, 居民用气未来仍有空间

1979年深圳市成立, 1980年成为中国第一个经济特区, 随后经历了极快的城镇化。深圳市常住人口从1979年的31.41万人增长到了2018年1302.66万人, 40年左右的时间常住人口增长了40.47倍, 城镇化率达到100%, 是中国第一个全部城镇化的城市。但在城镇化的过程中, 外来人口比例较高, 高速城镇化带来的外来人口住房问题在客观上导致了深圳大量城中村的形成。据初步统计, 深圳全市有1836个城中村, 涉及居民382万户, 绝大多数城中村居民仍在使用瓶装气。

城中村给大量外来人口提供了便利的同时, 也存在种种弊端, 城中村缺乏统一规划, 内部结构布局复杂, 人口密度大, 管理混乱, 环境成本高。其住户所用燃料以瓶装液化石油气为主, 价格更高的同时, 安全性也相对较差。深圳市政府对城中村用气安全问题十分重视。从2017年开始, 深圳市政府逐步出台政策, 对城中村管道天然气提出改造的具体性要求。深圳市住房和建设局印发的《深圳市老旧住宅区、城中村普及管道天然气工作方案》要求, 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)》将燃气安全治理作为城中村十项治理任务之一。《深圳市加快推进管道天然气进村入户工作方案》预计到2020年, 完成全市100万户的城中村管道天然气改造, 使深圳居民用户数超过260万户, 管道天然气普及率提高到61.5%。

图22: 深圳的高速城镇化形成了大量城中村

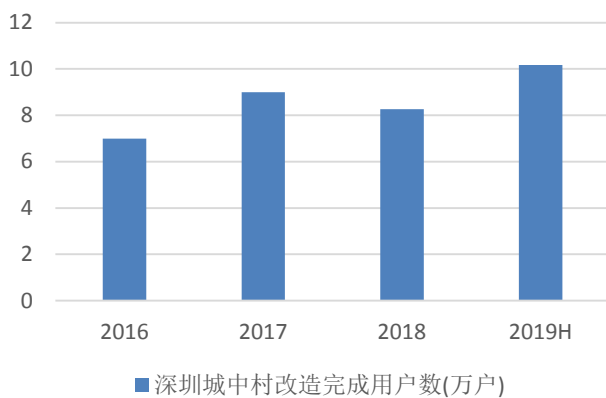


资料来源:《深圳市城中村(旧村)综合整治总体规划(2019-2025)》, 新时代证券研究所

深圳燃气将 2018 年定为“城中村改造攻坚年”，全力开展城中村管道气改造。一方面是加快城中村改造以及老旧管网更新工程建设；另一方面在完成全市 1,836 个城中村改造条件核实后，推动管道天然气进村入户方案落地。从 2016 年到 2019 年上半年，深圳燃气共计完成改造 34.44 万户。到 2019 年 6 月，公司管道燃气用户总数 340.37 万户，其中深圳地区 212.46 万户。

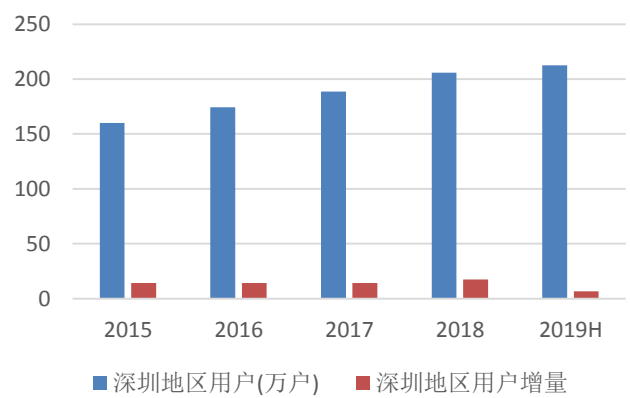
按照深圳市政府要求，到 2020 年城中村管道燃气改造超过 99 万户、深圳居民用户超过 260 万户。我们预计城中村燃气改造的步伐不会停止，未纳入规划内的地区仍有空间。

图23: 深圳城中村管道燃气改造完成用户数(万户)



资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

图24: 深圳地区燃气用户数以及增量(单位: 万户)

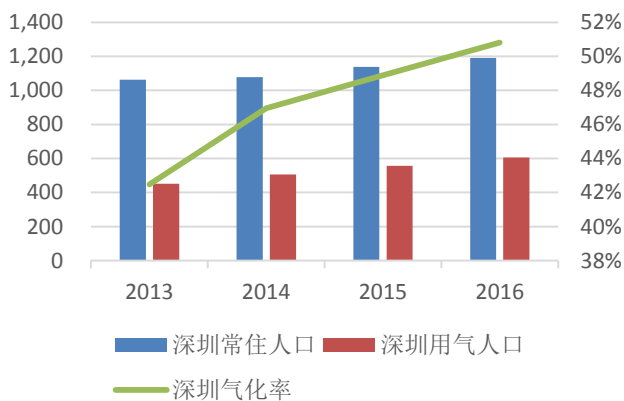


资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

深圳市气化率仍有空间。根据国家统计局数据，深圳市 2016 年用气人口为 605 万人，相对于 2016 年 1190.84 万人的常住人口，气化率为 50.8%。我们根据 2016 年深圳燃气用户数推算出平均一户有 3.47 人，2018 年深圳燃气用户为 205.88 万户，我们预计 2018 年深圳燃气用气人口有 714.4 万人，2018 年深圳气化率仅为 54.84%。

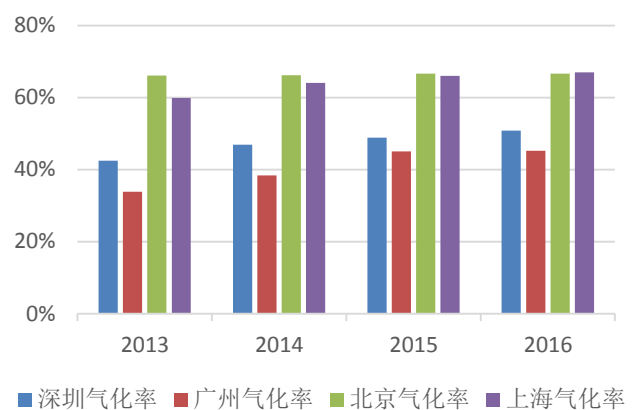
相比其他一线城市，根据我们的计算，2018 年北京气化率为 66.61%，上海气化率为 74.45%，我们预计的 2018 年深圳气化率 54.84% 相对低于北京跟上海，在未来城中村旧改持续推进的情况下，深圳居民用气人口有望持续增长，深圳市的气化率有望向上海靠近。如果按照规划城中村改造完成 100 万户，深圳市每户每年用气约 462.96 方，这 100 万户将带来每年 4.63 亿方的用气需求。如果在 2018 年的用气基础上考虑，未来 100 万户改造完成后将在 2018 年的基础上增加 75.73 万户用气基数，相对 2018 年深圳燃气每年也将额外获得约 3.51 亿方的居民消费用气增量，是 2018 年深圳地区居民用气总数的 36.72%。除了规划的 100 万户城中村改造之外，还有其他没有列入规划范围的区域，如果城中村改造在规划之外持续推进，未来深圳地区的居民天然气需求仍有较大空间。

图25: 深圳用气人口(万人)以及气化率



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图26: 一线城市气化率



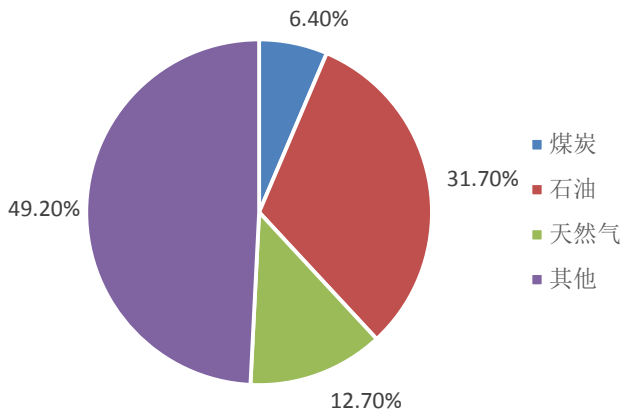
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.1.1.2、深圳着力构建清洁能源体系，燃气电厂迎来发展机遇

1) 禁止新建燃煤燃油电厂和煤耗项目，关停小煤电，加快燃煤工业锅炉替代及清洁改造，着力构建绿色清洁能源体系

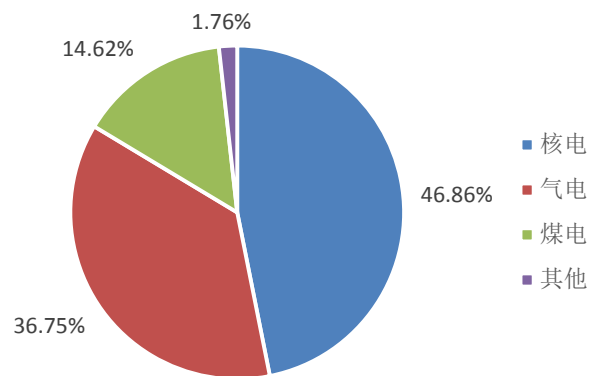
从深圳的用能结构来看，清洁能源供电量占比达到 **90.5%**，能源结构持续优化。从 2010 年到 2015 年，深圳市的一次能源消费结构，煤炭从 12.5% 下降至 6.4%；石油从 32.4% 下降至 31.7%；天然气从 10.2% 上升至 12.7%；其它能源从 45.0% 上升至 49.2%，清洁能源比重提高了 6.7 个百分点，能源消费结构不断优化。到 2015 年，深圳市气电装机容量 480 万千瓦 (占比 36.75%)，气电、核电等清洁能源装机容量已经占到全市总装机容量的 85.4%，而且清洁能源供电量占全市用电量的比例大幅提升至 90.5%，煤电供电量比例下降至 9.5%。

图27: 2015年深圳一次能源消费结构



资料来源:《深圳市能源发展“十三五”规划》,新时代证券研究所

图28: 2015年深圳市电力装机容量分布



资料来源:《深圳市能源发展“十三五”规划》,新时代证券研究所

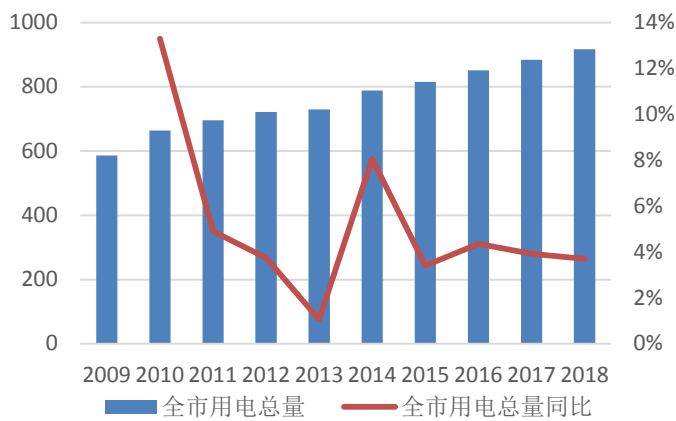
深圳禁止新建燃煤燃油电厂, 关停小火电。在2019年1月发布的《广东省打赢蓝天保卫战实施方案(2018—2020年)》中明确指出要升级产业结构, 推动产业绿色转型并且要优化能源结构, 构建绿色清洁能源体系。一方面是珠三角地区包括深圳, 禁止新建、扩建燃煤燃油火电机组, 禁止新建每小时35蒸吨以下燃煤锅炉, 并禁止新建煤耗项目; 另一方面关停环保、能耗、安全等不达标的30万千瓦以下煤电机组, 及时退役服役期满煤电机组, 推进运行时间长的煤电机组提前退役, 并加快燃煤工业锅炉替代及清洁改造。其中深圳关停燃油小火电机组累计达175.8万千瓦, “十一五”以来累计关停约288万千瓦小火电机组, 超额完成了国家下达的关停任务。

从未来的能源结构来看, 到2020年深圳市的目标是, 一次能源消费结构中煤、油、气、其它能源的比例为4.6: 28: 17.2: 50.2, 清洁能源占一次能源消费比例达到67.4%, 非化石能源占一次能源消费比例达15%; 本地清洁能源装机的比例达89%。

2) 能源需求仍将平稳增长, 气电迎来发展机遇

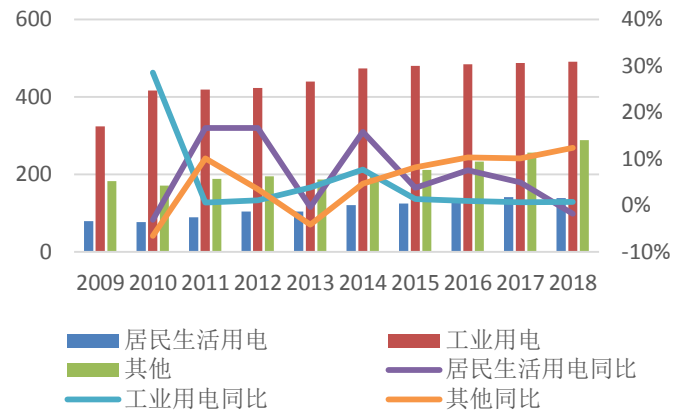
深圳的能源需求仍将保持不断增长。目前深圳正在转变经济发展方式, 目标是以高新技术和现代服务业为主的产业结构, 随着经济总量和人民生活水平的提高, 全市能源需求仍将持续增长, 但增速预计相比之前将有所放缓。在能源、用电需求不断增长, 又禁止新建燃煤电厂, 供电主体以清洁能源(深圳气电、核电清洁能源装机容量占比为85.4%)为主的情况下, 由于核电建设期较长、装机容量和发电量稳定, 其他新能源装机存量小, 我们预计新的用电增量释放在燃气电厂上可能性最大, 燃气电厂将填补燃煤电厂停建带来的能源缺口。

图29: 深圳市用电总量持续增长(单位: 亿千瓦时)



资料来源: 《深圳统计年鉴 2019》, 新时代证券研究所

图30: 深圳市用电分布情况(单位: 亿千瓦时)

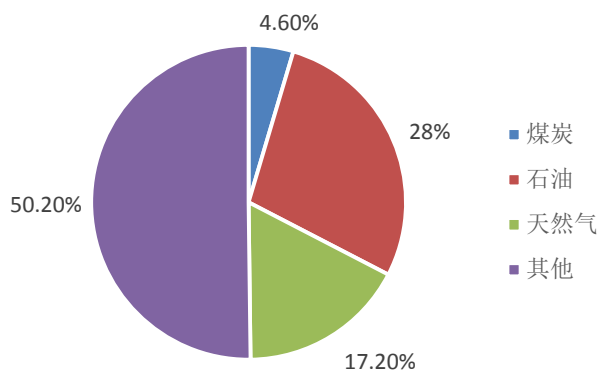


资料来源: 《深圳统计年鉴 2019》, 新时代证券研究所

从未来深圳的能源结构跟增量来看, 深圳市的目标是到 2020 年, 一次能源消费结构中天然气占比要达到 17.2%, 本地清洁能源装机的比例达 89%; 全市能源消费总量控制在 4500 万吨标准煤以内; 全社会用电量控制在 995 亿千瓦时以内; 市内发电装机容量争取达 1738 万千瓦; 天然气供应能力 150 亿立方米。

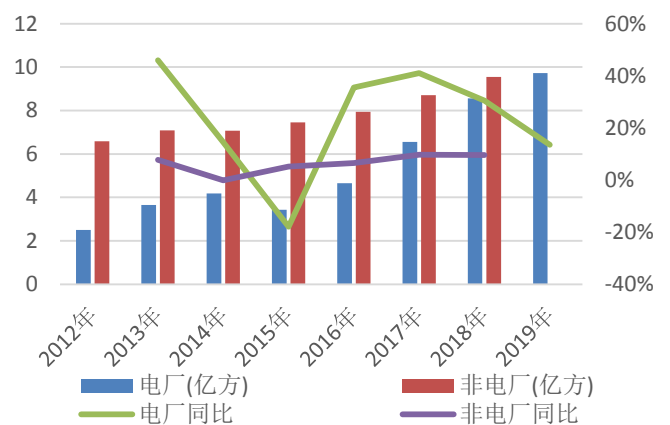
而深圳市 2018 年用电总量为 917.23 亿千瓦时 (自 1994 年以来的 CGAR 为 9.78%), 如果 2019、2020 年两年的复合增长率达到 4.15%, 到 2020 年就能达到 995 亿千瓦时。在 2014 至 2018 年 5 年复合增长率为 4.68% 的情况下, 我们预计深圳市用电量到 2020 年达到 995 亿千瓦时的可能性比较大。假设到 2020 年, 天然气一次性能源达到 17.2% 以及用电量达到 995 亿千瓦时的情况下, 那么深圳市未来燃气发电的需求仍有较大空间。

图31: 2020 年深圳市一次能源消费结构目标



资料来源: 《深圳市能源发展“十三五”规划》, 新时代证券研究所

图32: 深圳电厂用气增速快于居民增速



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3) 燃气电厂远期规划装机容量达 4920MW，用气需求可达 44.58 亿方

由于深圳禁止新建燃煤电厂导致能源缺口的存在和政策对清洁能源的偏好使得深圳地区的电厂用气迅速增长。

公司在 2012 年实现向钰湖电力和大唐宝昌供气，2014 年实现向南天电力供气；并在 2016 年与华电国际电力股份有限公司深圳公司签署了《天然气购销协议》，协议约定 2017 年下半年开始供气，供气期约为 23 年；2018 年与深圳南山热电股份有限公司签订《天然气购销协议》，约定于 2018 年 5 月 18 日起供气，试运营期不超过 60 日。公司已经签订《天然气购销协议》的约定年销售量合计可达 12.84 亿方。

表9：深圳燃气已供气电厂用户

已签订《天然气购销协议》的用户	约定年销售量 (亿方/年)	照付不议气量(亿 方/年)	协议签订时间
深圳钰湖电力有限公司	3.74	3.37	2010 年 11 月 27 日
深圳大唐宝昌燃气发电有限公司	3.7	3.33	2011 年 2 月 13 日
深圳南天电力有限公司	2.6	2.34	2012 年 5 月 26 日
华电国际电力股份有限公司深圳公司	2.8	1.5	2016 年 11 月 10 日
深圳南山热电股份有限公司	-	-	2018 年 5 月 14 日

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

从未来深圳电厂用气增量来看，燃气电厂远期规划装机容量达 4920MW，用气需求可达 44.58 亿方，存在巨大天然气需求空间。深圳燃气在 2012 年与宝昌电力、钰湖电力和国电广东电力分别签订了《天然气购销意向书》，计划未来对宝昌、钰湖扩建项目以及国电坪山分布式能源项目供气；2014 年与深圳能源签订了《天然气购销意向书》，计划未来对光明燃机项目供气；2016 年与南天电力公司签订《天然气购销意向书》，计划未来对新建的深圳求雨岭燃机电厂供气。综合来看，公司签订的框架协议和意向书计划未来购售电厂用气合计达 33.38 亿方，相当于 2019 年深圳燃气电厂销气量 9.72 亿方的 3.43 倍，所以我们认为公司深圳地区电厂用气未来有足够的增量空间。

表10：深圳燃气未来电厂用气潜在增量

未来潜在增量	装机容量	需求气量(亿方/年)
钰湖电力扩建	2*400MW	8
大唐宝昌电力扩建	2*400MW	7.5
前湾二期	3*400MW	10.51
东部二期	3*400MW	10.51
国电坪山分布式能源	3*40MW	1.80
深圳光明燃机电厂项目	2*400MW	8.58
深圳求雨岭燃机电厂项目	-	7.5
华电坪山分布式能源二期	-	-
未来潜在增量合计	4920MW	54.40

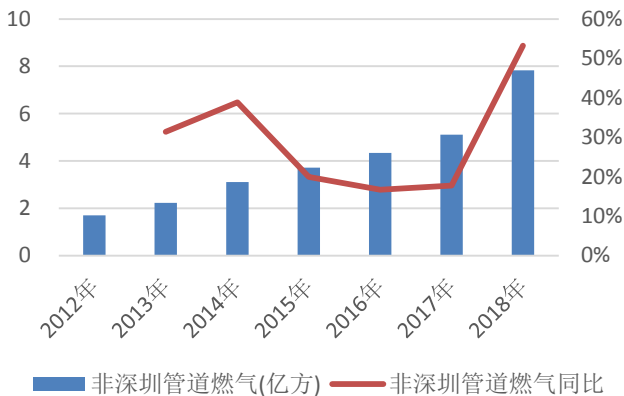
资料来源：《深圳市能源发展“十三五”规划》，各公司公告，新时代证券研究所

3.1.2、异地项目扩张稳步进行，燃气消费量增速快于深圳地区

2005年，深圳燃气成功控股赣州深燃天然气有限公司迈出向外发展的第一步后，到目前为止公司拥有广东、广西、湖南、江西、江苏、浙江、安徽、云南、山东多个省区近40个城市（区域）的管道燃气业务特许经营权，运营燃气管道14000多公里，城市管道燃气用户340万户，覆盖人口1600万，年销气量达到27.67亿立方米。

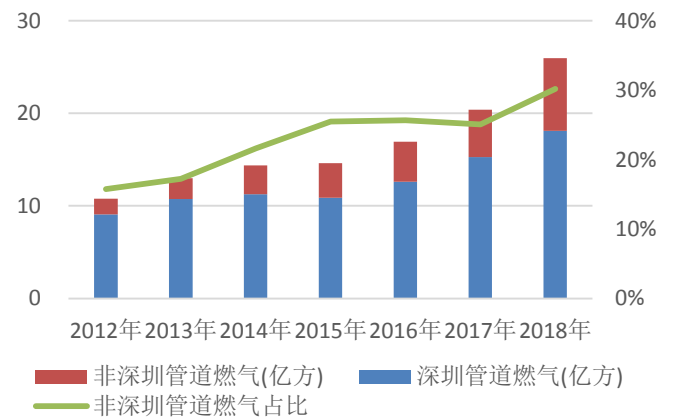
经过多年的异地扩张后，公司异地管道燃气项目获得了极大进展。从2005年公司开始异地扩张之后，到2018年公司异地燃气销气量达到7.83亿方，占管道燃气总销气量的比例达到30.19%；异地用户总数已经达到了120.49万户，占比36.92%，异地燃气业务已经成为公司业务板块的主要组成部分。

图33： 异地管道燃气随着公司异地扩张快速增长



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图34： 异地管道燃气销气量占比逐年上涨



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

表11： 深圳燃气拥有管道情况

项目(公里)	2016	2017	2018	2019.Q1
深圳管网长度	3,014.6	3,455.9	3,627.9	3,661.9
高压、次高压管线	169.0	179.5	179.5	179.5
市政中低压管线	2,845.6	3,276.4	3,448.4	3,482.4
异地管网长度	2,960.4	3,105.5	3,715.4	3,985.3
高压、次高压管线	269.0	281.8	332.2	347.5
市政中低压管线	2,691.3	2,823.7	3,383.1	3,637.8
总管网长度	5,975.0	6,561.4	7,343.2	7,647.1

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

异地燃气业务管道利用效率远低于深圳，随着气化率的上升，有望实现燃气销量的快速增长。管道燃气业务实行特许经营制度，具有自然垄断性，管网投资大，但是每增加一个客户所要支出的边际成本较低，收益稳定性较强。公司拥有的管网长度在2019年第一季度末为7647.42公里，其中异地占比已经达到52.11%。相对于异地30.19%的燃气销气量来讲，异地燃气管道的利用效率相比深圳来讲还有很

大的提升空间。我们认为未来随着中国经济水平的提高，全国气化率将不断提升，异地管道燃气业务有望稳步发展。此外，在“十三五”期间，公司以“立足深圳，加快扩张，创新驱动，再造深燃”为主线，异地扩张加速，逐步将公司打造成为国内一流的清洁能源综合运营商。

表12： 2018年公司主要异地燃气子公司经营情况

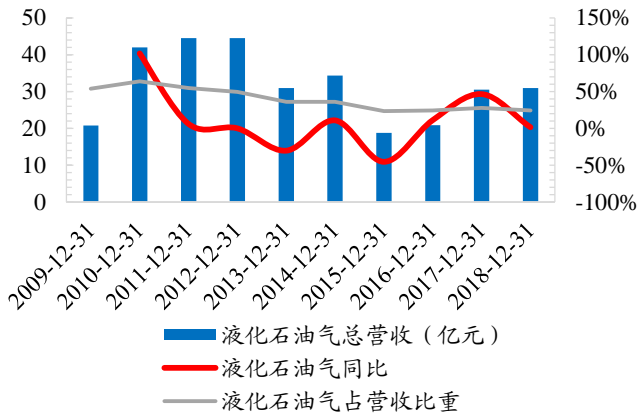
子公司	管网长度(公里)	服务区域(平方公里)	2018年销售量(万立方米)	2018年营业收入(万元)
九江深燃	308	270	7,517	35,153
赣州深燃	433	830	9,645	41,825
景德镇深燃	66	48	3,497	10,308
梧州深燃	161	358	7,030	22,116
肥东深燃	362	397	16,042	53,088
肥西深燃	376	210	3,698	16,613
明光深燃	108	370	1,210	5,300
长丰深燃	156	900	3,199	11,023
瑞金深燃	12	360	458	2,926
宜春深燃	352	460	11,045	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，新时代证券研究所（注：各异地燃起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）

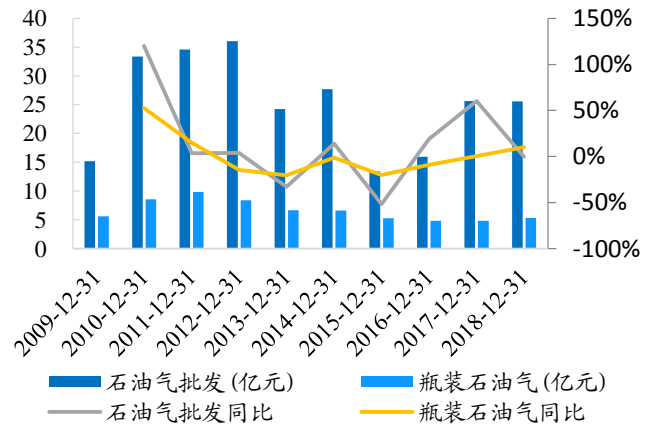
3.2、液化石油气：盈利水平随市场波动，业务规模呈现逐渐下降趋势

公司液化石油气分为批发跟瓶装零售。其中石油气批发主要由控股子公司华安公司负责，华安是中国最大的进口液化石油气批发商之一，拥有库容16万立方米、周转能力为96万吨的低温常压液化石油气储存基地。液化石油气通过招标形式向国际供应商采购，下游客户集中在珠江三角洲地区，主要为二级批发商、城市管道气和瓶装气零售商。公司的瓶装零售由控股子公司深燃石油气经营。瓶装所需的液化石油气从华安采购，每年深燃石油气与华安签订一年期的供销合同，将采购来的液化石油气灌瓶后分销给深圳居民及工商业用户。

公司的液化石油气业务呈现下行趋势。液化石油气的营收从2011年的44.47亿元下降到2018年的30.96亿元，营收占比也从2010年的63.94%降到了2018年的24.30%；一方面是因为下游客户珠江三角洲地区的天然气工程逐步完成，佛山、广州、东莞的管道燃气用户由石油气转为使用天然气，对石油气批发业务带来负面冲击；另一方面，在管道覆盖范围逐渐扩大的情况下，瓶装零售液化石油气的下游客户也逐渐转向管道天然气。

图35: 液化石油气占总营收比重逐渐下降


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图36: 批发跟瓶装业务营收都呈现下降趋势


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

液化石油气业务完全市场化，价格受国际油价影响波动较大。公司石油气批发2018年销售63.73万吨，销售收入25.60亿元，毛利率仅为3.43%，购销价格紧随市场变化进行波动，利润空间比较小。瓶装零售业务总体趋势较为稳定，2018年毛利率为35.63%，近年来受到管道燃气的冲击，再加上城中村改造的加速，瓶装零售的用户正在逐步转化为管道燃气用户，业务规模呈现逐渐下降趋势。但是由于城市管道燃气不能覆盖到所有地区，作为城市燃气的重要气源之一，我们认为液化石油气将长期存在，深燃石油气的瓶装气业务也在向未开通管道燃气的区域转移。

表13: 公司液化石油气销售数量和价格情况

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
液化石油气批发				
采购数量 (万吨)	63.0	67.4	71.6	16.5
平均采购价格 (元/吨)	2551.2	3401.7	3804.5	3522.3
销售数量 (万吨)	58.3	70.9	63.7	14.4
平均销售价格 (元/吨)	2742.5	3618.9	3947.0	3606.6
液化石油气瓶装零售				
采购数量 (万吨)	8.7	7.9	8.1	1.8
平均采购价格 (元/吨)	3330.4	3582.9	4031.7	3756.3
销售数量 (万吨)	9.1	8.3	8.4	1.9
平均销售价格 (元/吨)	3425.9	5872.3	6368.8	6426.2

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

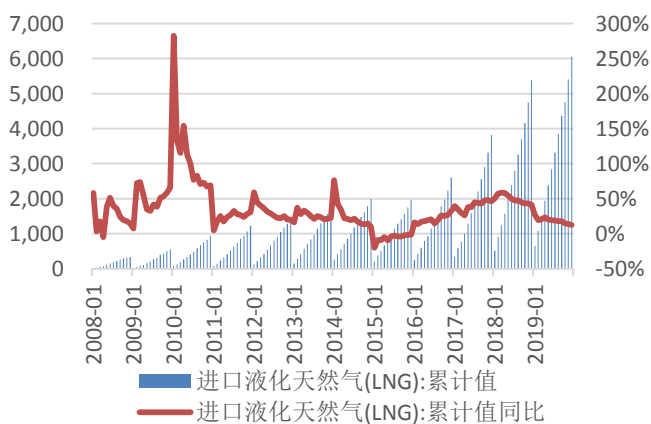
3.3、LNG 接收站试投产，到 2022 年有望贡献 2.7 亿毛利润

3.3.1、中国 LNG 进口快速发展

在中国天然气资源有限，天然气产量远远小于需求的情况下，供需缺口逐年扩大，天然气进口数量也逐年扩大。由于国产气增速有限，进口管道气供给刚性，进口 LNG 就凭借灵活的运输供给方式，快速有效连接供应端和需求端的特点，使得 LNG 进口数量增长速度快于进口管道气，相关产业发展迅速。

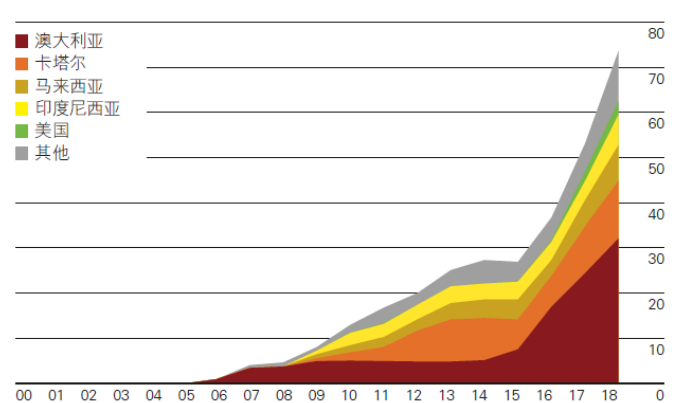
2006 年广东大鹏 LNG 接收站的建成投产，拉开了中国进口 LNG 的序幕。到 2019 年，国内进口液化天然气 6056.80 万吨，2006 年到 2019 年的复合增长率达到 41.12%，十多年保持高速增长。海上液化气进口主要来自：澳大利亚、卡塔尔、马来西亚、印度尼西亚、美国。目前国际上 LNG 供给格局较为宽松，随着国内各地 LNG 接收站、储备调峰库等基础设施的逐步建成与 LNG 进口贸易向更多企业放开，未来我国天然气消费需求的增长将可得到充分的满足，LNG 产业也将快速发展。

图37： 进口液化气(LNG)数量快速增长



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图38： 2018 年中国进口液化天然气来源国



资料来源：BP，新时代证券研究所

3.3.2、深圳燃气 LNG 接收站试投产，满足深圳燃气调峰储备需求，带来业绩新增量

2019 年 8 月 18 日，公司总投资约 16 亿元、历经 5 年建设的燃气储备与调峰库首船 LNG 接卸，标志着项目正式进入投产试运行阶段，项目建成包括一座 8 万立方米 LNG 储罐、一座 5 万吨级 LNG 接卸码头以及 5 套 LNG 槽车装卸系统，能够接卸 1 万至 9 万立方米 LNG 船舶，并建设了约 6.4 公里的高压和中压燃气管道，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。

深圳处于西气东输二线供气末端，管道燃气气源不稳定性极高，LNG 接收站建成后，可增加每年 10 亿立方米（80 万吨/年）的天然气周转量，深圳的液化天然气应急储备库容也从原有的 2 万立方米提升至 10 万立方米，燃气应急保障能力从原来的 2 天提升到了 7 天以上，足以深圳市天然气调峰储备需求，保障深圳市天然气的稳定供应。

而且深圳用气需求空间极大，随着能源结构绿色升级、节能减排和环境保护的需要，电厂用气量将稳定增长。深圳未来天然气电厂远期规划装机容量可达4920MW，用气需求可达44.58亿方，存在巨大天然气需求空间，而且公司已经签订的框架协议和意向书计划未来购售电厂用气合计达33.38亿方，我们预计深圳天然气使用量将保持持续增长。

图39: 深圳市天然气储备与调峰库工程项目工艺流程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

3.3.3、LNG接收站收益敏感性分析

1) 根据我们的天然气供需平衡表的预测，2017至2019年近三年全国LNG接收站产能利用率为81.30%，而2020至2022年将分别达到81.51%、75.05%、72.67%，那么我们假设深圳燃气LNG接收站将在2020至2022年的产能利用率分别为25%、50%、65%；

2) 假设公司未来管道天然气平均销售价格为公司近三年(2016-2018年)均价：3688.39元/吨（即2.95元/立方米）

3) 假设未来LNG进口平均单价为近三年（2017-2019年）均价：450.54美元/吨，汇率按为近三年平均6.75，那么预计公司LNG的平均采购成本为2.43元/立方米。

4) 假设深圳燃气LNG接收站直线折旧25年，那么平均每年折旧额约为6691万元。

图40: LNG进口平均单价

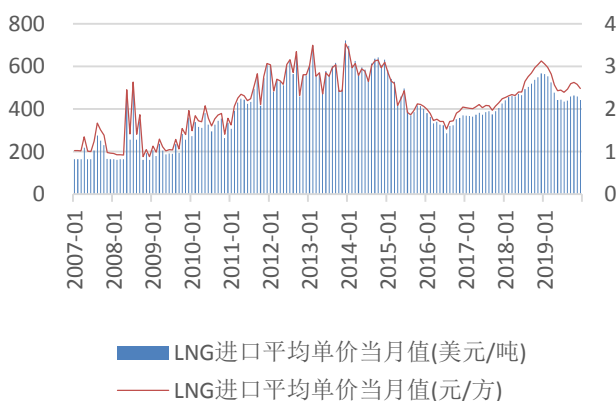


图41: 2020年全国液化气市场价快速下降



资料来源：Wind，海关总署，新时代证券研究所

资料来源：Wind，新时代证券研究所

由此可以分别推算出，LNG接收站将在2020年至2021年分别给公司贡献0.63、1.92、2.70亿元的毛利润。根据我们计公司LNG接收站2022年对LNG采购及销售价格的敏感性分析可以得出，销售价格跟采购价格的差值每上涨100元/吨，将给2022年LNG接收站带来0.52亿元毛利润的增长。

表14：深圳燃气LNG接收站2022年收益敏感性分析

销售价格 采购价格	销售价格						
	3388.4	3488.4	3588.4	3688.4	3788.4	3888.4	3988.4
2741.1	2.7	3.2	3.7	4.3	4.8	5.3	5.8
2841.1	2.2	2.7	3.2	3.7	4.3	4.8	5.3
2941.1	1.7	2.2	2.7	3.2	3.7	4.3	4.8
3041.1	1.1	1.7	2.2	2.7	3.2	3.7	4.3
3141.1	0.6	1.1	1.7	2.2	2.7	3.2	3.7
3241.1	0.1	0.6	1.1	1.7	2.2	2.7	3.2
3341.1	-0.4	0.1	0.6	1.1	1.7	2.2	2.7
3441.1	-0.9	-0.4	0.1	0.6	1.1	1.7	2.2

资料来源：新时代证券研究所（注：销售价格跟采购价格单位为元/吨，输出值为毛利润，单位为亿元）

4、关键假设和盈利预测：LNG接收站带来业绩增量，深圳地区居民及电厂用气空间仍然巨大

4.1、天然气供需平衡表：2025年天然气消费总量将达到5041亿方

本文第二章所论述的城镇化率增长假设与能源占比假设以及其他假设为：

- 1) 从2020年到2025年，中国城市化率每年将增长1个百分点；
- 2) 天然气占一次能源比例逐年增长，到2030年达到15%；
- 3) 城市燃气消费量的增长率约等于天然气生活消费量的增长率；

4) 假设工业燃料消费增长率跟GDP增长率相关，2020年GDP受到疫情冲击增速有所下滑，2021年恢复正常增速并逐年温和下降；

5) 其他项目中包括了天然气发电消费量、化工消费量等等，由于历史增速稳定，假设未来增速等于2017年到2019年3年平均增速，2020年受疫情影响增速减半，2021年开始恢复正常增长。

根据我们预计，到2025年天然气消费总量将达到5041亿方，是2019年天然气表观消费量的1.64倍，未来5年的年均增长率也将达到9%左右。中国天然气消费需求空间仍然非常巨大。供给方面国产气受到政策支持，管道气中俄东线投产为近期主要增量，LNG成为天然气供给的主要弹性，供气能力稳中有升。

表15: 天然气供需平衡表

项目(单位: 亿方)	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
消费总量	2803.0	3067.0	3278.4	3580.1	3905.7	4256.5	4634.4	5041.1
YOY	17.5%	9.4%	6.9%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%
供给总量	2867.0	3078.8	3314.8	3616.4	3942.0	4292.8	4670.7	5077.4
YOY	18.0%	7.4%	7.7%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%
出口	33.9	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3	36.3
消费量总量	2803.0	3067.0	3278.4	3580.1	3905.7	4256.5	4634.4	5041.1
YOY	17.5%	9.4%	6.9%	9.2%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%
城市燃气消费量	950.2	1059.2	1174.5	1298.1	1430.0	1570.3	1719.0	1876.1
YOY	1.4%	11.5%	10.9%	10.5%	10.2%	9.8%	9.5%	9.1%
工业燃料消费量	1082.0	1148.0	1193.9	1265.5	1340.2	1417.9	1498.7	1582.7
YOY	42.4%	6.1%	4.0%	6.0%	5.9%	5.8%	5.7%	5.6%
其他	77082.5%	85981.8%	91010.3%	101655.6%	113546.1%	126827.4%	141662.1%	158232.1%
YOY	11.9%	11.5%	5.8%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%	11.7%
供给量总量	2867.0	3078.8	3314.8	3616.4	3942.0	4292.8	4670.7	5077.4
YOY	18.0%	7.4%	7.7%	9.1%	9.0%	8.9%	8.8%	8.7%
国内产气总量	1610.2	1736.2	1890.7	2059.0	2242.2	2441.8	2659.1	2895.8
YOY	9.2%	7.8%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%
国内常规气	1428.8	1467.4	1490.7	1589.0	1702.2	1831.8	1979.1	2145.8
国内非常规气-页岩气	108.8	180.0	300.0	350.0	400.0	450.0	500.0	550.0
国内非常规气-煤层气	72.6	88.8	100.0	120.0	140.0	160.0	180.0	200.0
进口天然气总量	1256.8	1342.6	1424.0	1557.4	1699.7	1851.0	2011.6	2181.6
YOY	31.5%	6.8%	6.1%	9.4%	9.1%	8.9%	8.7%	8.5%
进口管道气	509.2	505.1	555.1	655.1	735.0	735.0	735.0	735.0
进口管道气产能	670.0	670.0	1050.0	1050.0	1050.0	1050.0	1050.0	1050.0
进口管道气产能利用率	76.0%	75.4%	52.9%	62.4%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
进口 LNG	747.9	842.4	869.0	902.4	964.7	1116.0	1276.6	1446.6
YOY	41.0%	12.6%	3.2%	3.8%	6.9%	15.7%	14.4%	13.3%

资料来源: Wind,《天然气发展“十三五”规划》,《中国天然气发展报告》,《中国能源统计年鉴》,海关总署,发改委,新时代证券研究所

4.2、公司业务拆分及预测:

公司业务可以拆分为管道燃气、天然气批发、石油气批发、燃气工程及材料、瓶装石油气、LNG接收站收益、其他业务。

管道燃气和天然气批发的营业收入与对应的天然气销气量的增长率一致。公司的管道燃气又分为深圳和非深圳两部分。

1) 由于深圳地区燃气开发度较高,假设未来用气量增长率与天然气供需平衡

表中的城市燃气消费量增长率一致，即 2019-2021 年增速分别为 10.52%、10.17%、9.81%；

2) 非深圳地区由于基数低，异地扩张迅速，增长率较快，假设未来增速等于近五年(2014-2018)平均增速 29.28%，2020 年考虑疫情影响，增速减半。

表16: 公司燃气销量预测

项目(单位: 亿方)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
管道燃气销气量	16.9	20.4	25.9	29.7	33.1	38.5	45.0
YOY		20.4%	27.3%	14.4%	11.6%	16.3%	16.8%
深圳	12.6	15.3	18.1	20.0	22.1	24.2	26.5
电厂	4.7	6.6	8.6	9.7	11.0	12.5	14.1
居民工商	7.9	8.7	9.6	10.3	11.0	11.7	12.4
非深圳	4.3	5.1	7.8	9.6	11.1	14.3	18.5
天然气批发量	0.7	1.7	1.7	1.9	1.9	1.9	1.9
总销售量	17.6	22.1	27.7	31.5	35.0	40.4	46.9
YOY		25.2%	25.4%	14.0%	10.9%	15.4%	16.0%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

表17: 公司燃气用户数量预测

项目(单位: 万户)	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
深圳地区用户	174.2	188.5	205.9	219.0	234.1	249.2	264.3
非深圳地区用户	79.3	100.9	120.5	135.4	152.0	168.7	185.3
总用户	253.6	289.4	326.4	354.4	386.1	417.8	449.5

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

液化石油气可以分为石油气批发和瓶装石油气零售。石油气批发业务盈利水平随市场价格波动较大，瓶装零售的用户正在逐步转化为管道燃气用户，业务规模呈现逐渐下降趋势。但是我们认为液化石油气将长期存在于管道燃气未覆盖的区域。由于疫情影响，我们预计石油气批发营收在 2020 年将出现 10.41% 的下滑，并假设瓶装石油气零售营收每年将出现 5% 的下幅。

燃气工程及材料主要是异地用户接入管网的接驳费以及燃气工程材料收入，毛利保持相对稳定，假设未来增长速度为近 5 年平均增长率 14.90%。假设其他业务在未来保持 5% 的增长。

LNG 新增量: 1) 我们假设深圳燃气 LNG 接收站将在 2020 至 2022 年的产能利用率分别为 25%、50%、65%；2) 我们预计公司未来管道天然气平均销售价格为 2.95 元/立方米；公司 LNG 的平均采购成本为 2.43 元/立方米。

所以，我们预计公司 2019-2021 年的收入分别为 140.01、153.23、178.90 亿元，对应的增速分别为 9.95%、9.38%、16.75%。

表18: 财务预测的关键假设

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
合计	营业收入 (万元)	1105877.8	1274139.0	1400897.0	1532315.0	1788962.9
	YOY (%)	30.0%	15.2%	9.9%	9.4%	16.7%
	毛利 (万元)	229204.2	266994.6	301039.0	331956.3	378326.7
	毛利率 (%)	20.7%	21.0%	21.5%	21.7%	21.1%
管道燃气	营业收入 (万元)	590490.0	749409.5	853952.1	953190.6	1108705.6
	YOY (%)	18.4%	26.9%	14.0%	11.6%	16.3%
	毛利 (万元)	141012.6	177893.4	202728.2	226287.5	263206.7
	毛利率 (%)	23.9%	23.7%	23.7%	23.7%	23.7%
天然气批发	营业收入 (万元)	40651.5	47780.6	51566.9	51566.9	51566.9
	YOY (%)	149.5%	17.5%	7.9%	0.0%	0.0%
	毛利 (万元)	1795.7	2769.6	2990.9	2990.9	2990.9
	毛利率 (%)	4.4%	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
石油气批发	营业收入 (万元)	256506.8	256002.0	198863.0	178168.0	178168.0
	YOY (%)	60.4%	-0.2%	-22.3%	-10.4%	0.0%
	毛利 (万元)	11962.7	8777.1	6821.0	6111.2	6111.2
	毛利率 (%)	4.7%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
燃气工程及材料	营业收入 (万元)	155967.0	148794.0	170961.3	196431.1	225695.4
	YOY (%)	34.0%	-4.6%	14.9%	14.9%	14.9%
	毛利 (万元)	50365.0	51343.2	58998.7	67788.4	77887.5
	毛利率 (%)	32.3%	34.5%	34.5%	34.5%	34.5%
瓶装石油气	营业收入 (万元)	48637.9	53626.8	61670.8	58587.2	55657.9
	YOY (%)	0.5%	10.3%	15.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利 (万元)	18250.8	19099.4	21967.1	20868.8	19825.3
	毛利率 (%)	37.5%	35.6%	35.6%	35.6%	35.6%
LNG 接收站	营业收入 (万元)			44260.7	73767.8	147535.6
	YOY (%)				66.7%	100.0%
	毛利 (万元)			1075.6	6253.6	19198.5
	毛利率 (%)			2.4%	8.5%	13.0%
其他业务	营业收入 (万元)	13624.7	18526.2	19622.3	20603.4	21633.5
	YOY (%)	19.5%	36.0%	5.9%	5.0%	5.0%
	毛利 (万元)	5817.4	7111.9	7533.0	7909.6	8305.1
	毛利率 (%)	42.7%	38.4%	38.4%	38.4%	38.4%

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

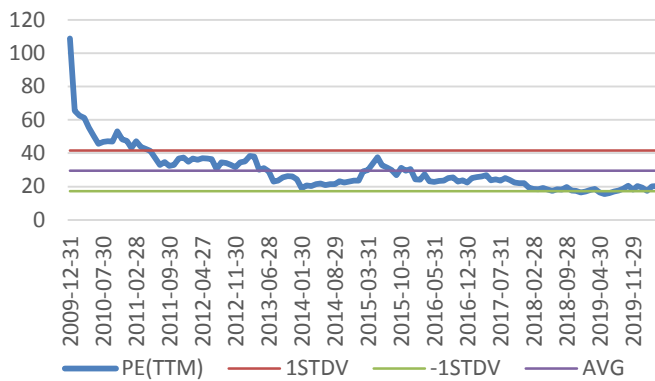
5、估值分析

从深圳燃气历史估值变化的角度来看,公司上市时估值较高,但是随着公司业绩稳健增长,营业总收入增长到了2019年业绩快报的140.09亿元,是2009年38.64亿元的3.63倍;归母净利润增长到2019年的10.55亿元,是2009年2.69亿元的3.92倍;总资产也增长到达到2019年的234.54亿元,是2009年59.92亿元的3.91

倍。

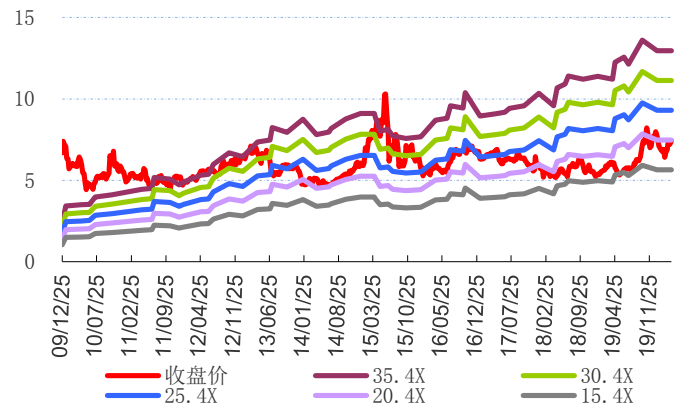
快速增长的业绩逐渐消化了高估值,2020年4月9日公司的PE(TTM)为18.59倍,远低于公司历史估值中枢29.5倍,处于公司历史估值均值负一倍标准差附近,也处于历史估值最低区域范围。我们认为随着深圳城中村改造的推进,城燃消费有望持续增长,电厂用气需求空间仍然巨大,LNG项目投产带来新的业绩增量,公司估值有望回升。

图42: 深圳燃气历史估值变化



资料来源: 海关总署, 新时代证券研究所

图43: 深圳燃气 PE-band



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

从可比公司的角度来看,公司估值显著低于A股可比上市公司,与港股燃气龙头估值相近,但是考虑到A股跟港股的估值差异以及流动性溢价,我们认为深圳燃气的估值更有吸引力。

表19: 可比公司估值情况

代码	简称	总市值(亿元)	EPS				PE				ROE(%)
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
0384.HK	中国燃气	1,320.3	1.6	1.9	2.3	2.6	15.5	13.4	11.2	9.7	25.8
1193.HK	华润燃气	918.5	2.0	2.1	2.5	2.8	20.2	19.9	16.4	14.7	19.3
601139.SH	深圳燃气	205.7	0.4	0.4	0.4	0.5	19.9	19.3	16.6	14.9	11.7
603053.SH	成都燃气	133.8	0.5	0.6	0.5	0.6	28.4	26.9	27.9	26.7	22.3
600917.SH	重庆燃气	99.6	0.2	0.3	0.3	0.3	29.1	24.6	24.9	21.6	9.0
603393.SH	新天然气	100.8	2.1	1.9	2.4	2.8	21.5	23.8	18.9	16.0	15.9

资料来源: Wind, 新时代证券研究所(注: 数据时间为2020年4月9日收盘价, 深圳燃气采用新时代公用环保团队预测, 其他公司使用wind一致预期)

我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.37、0.41和0.48元, 当前股价对应2019-2021年PE分别为19.5、17.4和15.0倍。考虑到城燃消费有望持续增长, 电厂用气需求空间仍然巨大, 公司LNG项目试投产带来新的业绩增量, 我们看好公司未来的成长空间, 首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

城市燃气需求下滑，深圳城中村改造推进速度不及预期，上游天然气价格大幅涨价，LNG接收站运转不及预期

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4619	4588	6622	5900	6988	营业收入	11059	12741	14009	15323	17890
现金	2712	3021	4935	4061	4754	营业成本	8767	10071	10999	12004	14106
应收票据及应收账款合计	422	476	511	569	692	营业税金及附加	57	58	75	77	89
其他应收款	151	170	183	203	248	营业费用	938	957	1275	1394	1533
预付账款	236	244	285	292	382	管理费用	165	173	212	232	268
存货	458	519	548	616	752	研发费用	0	219	241	264	304
其他流动资产	640	159	159	159	159	财务费用	105	161	68	57	52
非流动资产	14162	15125	16028	16768	18316	资产减值损失	10	-1	0	0	0
长期投资	315	312	308	305	301	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	7864	8787	10170	11384	13288	其他收益	15	27	27	27	27
无形资产	773	900	966	1025	1076	投资净收益	118	125	135	135	135
其他非流动资产	5210	5126	4584	4054	3651	营业利润	1151	1273	1320	1476	1718
资产总计	18781	19712	22650	22668	25304	营业外收入	29	9	11	17	12
流动负债	8219	6180	8857	8487	10364	营业外支出	11	13	12	12	13
短期借款	4049	1384	2716	2050	2383	利润总额	1169	1269	1319	1480	1717
应付票据及应付账款合计	1715	1756	2035	2102	2760	所得税	255	195	218	245	284
其他流动负债	2454	3040	4106	4334	5221	净利润	914	1075	1101	1235	1433
非流动负债	1772	3855	3447	3032	2789	少数股东损益	27	44	45	50	58
长期借款	1500	3600	3192	2776	2534	归属母公司净利润	887	1031	1056	1185	1375
其他非流动负债	272	255	255	255	255	EBITDA	1785	1961	1868	2102	2428
负债合计	9990	10036	12304	11519	13153	EPS(元)	0.31	0.36	0.37	0.41	0.48
少数股东权益	375	480	525	575	634						
股本	2214	2877	2877	2877	2877	主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
资本公积	2658	2014	2014	2014	2014	成长能力					
留存收益	3668	4367	5076	5864	6755	营业收入(%)	30.0	15.2	9.9	9.4	16.7
归属母公司股东权益	8416	9197	9821	10574	11517	营业利润(%)	15.3	10.7	3.7	11.8	16.4
负债和股东权益	18781	19712	22650	22668	25304	归属于母公司净利润(%)	14.9	16.2	2.4	12.2	16.0
						获利能力					
						毛利率(%)	20.7	21.0	21.5	21.7	21.1
						净利率(%)	8.0	8.1	7.5	7.7	7.7
						ROE(%)	10.4	11.1	10.6	11.1	11.8
						ROIC(%)	9.4	11.1	10.1	10.6	11.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	53.2	50.9	54.3	50.8	52.0
						净负债比率(%)	35.3	23.0	19.6	17.1	12.1
						流动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
						速动比率	0.4	0.6	0.6	0.6	0.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
						应收账款周转率	26.5	28.4	28.4	28.4	28.4
						应付账款周转率	5.4	5.8	5.8	5.8	5.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.31	0.36	0.37	0.41	0.48
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.40	0.90	0.68	0.62	1.05
						每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.20	3.41	3.68	4.00
						估值比率					
						P/E	23.4	20.1	19.7	17.5	15.1
						P/B	2.5	2.3	2.1	2.0	1.8
						EV/EBITDA	13.6	12.0	12.5	11.1	9.4

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1394	1855	1963	1786	3016
净利润	914	1075	1101	1235	1433
折旧摊销	479	559	514	599	699
财务费用	105	161	68	57	52
投资损失	-118	-125	-135	-135	-135
营运资金变动	-18	174	436	48	986
其他经营现金流	32	10	-20	-20	-20
投资活动现金流	-2173	-720	-1263	-1184	-2093
资本支出	1400	1198	907	743	1552
长期投资	2	0	4	4	4
其他投资现金流	-771	477	-352	-437	-538
筹资活动现金流	214	-666	1214	-1475	-230
短期借款	3033	-2665	1333	-666	333
长期借款	0	2100	-408	-416	-243
普通股增加	2	663	0	0	0
资本公积增加	38	-644	0	0	0
其他筹资现金流	-2859	-120	290	-393	-321
现金净增加额	-570	471	1915	-874	693

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017年加入新时代证券，现任公用环保行业首席分析师

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>