



其他公用事业/公用事业

深圳燃气(601139)

管道燃气稳步发展，LNG 接收站有望显著增厚业绩

——深圳燃气深度报告

周妍(分析师) 张爱宁(研究助理)
 010-83939828 010-83939820
 zhoyuan016534@gtjas.com zhanganing@gtjas.com
 证书编号 S0880518020003 S0880118090014

本报告导读:

A 股城燃龙头，管道燃气业务有望继续增长；受益于国内外天然气价差扩大，公司的 LNG 接收站有望为公司提供较大业绩弹性。

投资要点:

- **投资建议：**上调目标价至 9.3 元，维持“增持”。考虑到进口 LNG 接收站有望显著增厚公司业绩，上调 2020-2022 年 eps 预测为 0.46/0.52/0.58 元（调整前分别为 0.45/0.50/0.54 元），综合 PE 与 DCF 估值结果，上调目标价至 9.3 元，维持“增持”。
- **与众不同的认识：**市场认为公司管道燃气业务毛差将持续收窄，业绩增长空间有限；我们认为在国内外 LNG 价差持续扩大的背景下，公司 2019 年投产的 LNG 接收站有望为公司提供较大业绩弹性。
- **深圳本地与异地项目共同推动，管道燃气业务有望继续增长。**管道燃气销售是公司的核心业务，贡献利润的约 70%。1) **深圳地区电厂售气有望高增长，城中村改造提升非电需求：**占公司管道燃气销售量的 65% 以上，主要包括电厂售气和非电售气，电厂售气方面，公司 2020 年拟收购唯美电力，唯美电力年用气量预计可达 6 亿方，有望为公司电厂售气提供显著增量（公司 2019 年电厂售气量为 9.72 亿方）；非电售气方面，深圳市城中村改造加速推进，公司 2020-2023 年还需完成约 140 万户改造，有望为公司带来约 2 亿方/年的居民用气增量。2) **异地项目增长迅速：**公司近年来加快异地扩张步伐，目前已在 9 省经营了 40 余个城燃项目，异地管道燃气业务规模增长迅速。
- **LNG 接收站有望显著增厚公司业绩。**近年来国际 LNG 项目开发大增，全球各地新增的液化天然气进入市场，全球液化天然气市场供需继续宽松，叠加 2020 年全球疫情蔓延等因素，原油价格大幅跳水，2020 年以来国际 LNG 价格持续下行。我们认为在国际 LNG 价格持续走低的背景下，公司的 LNG 接收站有望充分利用境内外天然气价差获取丰厚利润。假设接收站 2020-2022 年负荷率分别为 60%/80%/100%，测算得 2020-2022 年接收站毛利可分别达到 4.7/6.6/8.5 亿元。
- **风险因素：**天然气需求增长不达预期，LNG 接收站运转不及预期

| 财务摘要(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12,741 | 14,025 | 16,523 | 18,449 | 20,491 |
| (+/-)% | 15% | 10% | 18% | 12% | 11% |
| 经营利润(EBIT) | 1,263 | 1,389 | 1,654 | 1,849 | 2,011 |
| (+/-)% | 12% | 10% | 19% | 12% | 9% |
| 净利润(归母) | 1,031 | 1,058 | 1,316 | 1,508 | 1,657 |
| (+/-)% | 16% | 3% | 24% | 15% | 10% |
| 每股净收益(元) | 0.36 | 0.37 | 0.46 | 0.52 | 0.58 |
| 每股股利(元) | 0.15 | 0.18 | 0.22 | 0.26 | 0.28 |
| 利润率和估值指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营利润率(%) | 9.9% | 9.9% | 10.0% | 10.0% | 9.8% |
| 净资产收益率(%) | 11.2% | 9.6% | 11.3% | 12.1% | 12.5% |
| 投入资本回报率(%) | 7.2% | 7.0% | 8.5% | 9.0% | 9.3% |
| EV/EBITDA | 9.69 | 12.06 | 12.22 | 10.21 | 8.67 |
| 市盈率 | 18.92 | 18.44 | 14.82 | 12.93 | 11.77 |
| 股息率(%) | 2.2% | 2.7% | 3.3% | 3.8% | 4.2% |

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 9.30

上次预测: 9.00

当前价格: 6.98

2020.05.25

交易数据

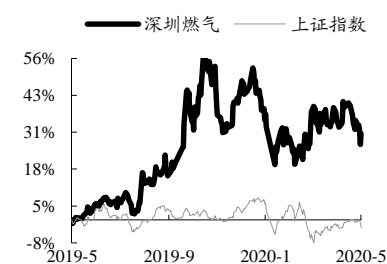
| | |
|-----------------|-------------|
| 52 周内股价区间(元) | 5.44-8.39 |
| 总市值(百万元) | 20,080 |
| 总股本/流通 A 股(百万股) | 2,877/2,866 |
| 流通 B 股/H 股(百万) | 0/0 |
| 流通股比例 | 100% |
| 日均成交量(百万股) | 13134132.13 |
| 日均成交值(百万元) | 92254892.95 |

资产负债表摘要

| | |
|-----------|--------|
| 股东权益(百万元) | 11,241 |
| 每股净资产 | 3.91 |
| 市净率 | 1.8 |
| 净负债率 | 4.61% |

| EPS(元) | 2019A | 2020E |
|--------|-------|-------|
| Q1 | 0.08 | 0.08 |
| Q2 | 0.12 | 0.14 |
| Q3 | 0.11 | 0.14 |
| Q4 | 0.05 | 0.10 |
| 全年 | 0.37 | 0.46 |

52周内股价走势图



| 升幅(%) | 1M | 3M | 12M |
|-------|-----|----|-----|
| 绝对升幅 | -3% | 1% | 30% |
| 相对指数 | -2% | 8% | 33% |

相关报告

LNG 接收站弹性逐渐释放，2020 业绩高增可期 2020.04.30
 天然气消费高景气，两大主线掘金投资机会 2018.11.05

模型更新时间: 2020.05.25

股票研究

公用事业

其他公用事业

深圳燃气(601139)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **9.30**

上次预测: 9.00

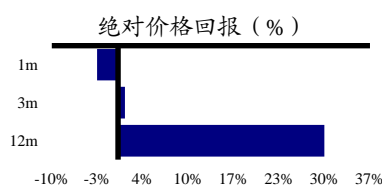
当前价格: 6.98

公司网址

www.szgas.com.cn

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。公司运用市场化手段,成功控股深圳市及江西、安徽、广西等多个异地城市的燃气项目。



52 周内价格范围

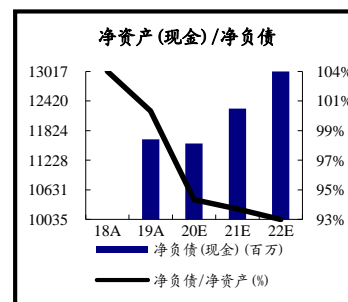
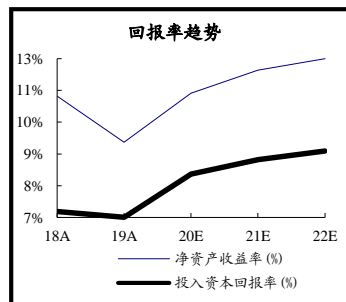
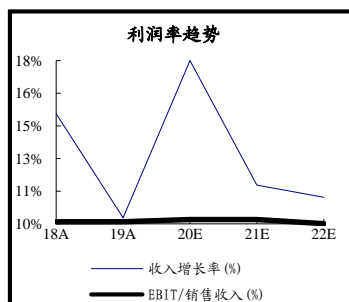
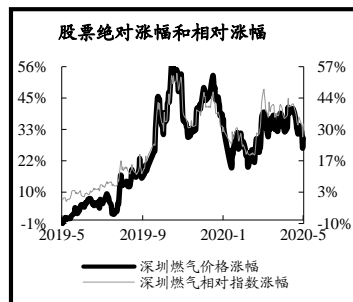
5.44-8.39

市值 (百万)

20,080

财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12,741 | 14,025 | 16,523 | 18,449 | 20,491 |
| 营业成本 | 10,071 | 11,007 | 12,949 | 14,457 | 16,100 |
| 税金及附加 | 58 | 86 | 101 | 113 | 126 |
| 销售费用 | 957 | 1,092 | 1,287 | 1,437 | 1,596 |
| 管理费用 | 173 | 219 | 258 | 288 | 320 |
| EBIT | 1,263 | 1,389 | 1,654 | 1,849 | 2,011 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 125 | 137 | 162 | 181 | 201 |
| 财务费用 | 161 | 181 | 204 | 182 | 182 |
| 营业利润 | 1,273 | 1,329 | 1,648 | 1,889 | 2,075 |
| 所得税 | 195 | 215 | 268 | 307 | 337 |
| 少数股东损益 | 44 | 51 | 64 | 73 | 81 |
| 净利润 | 1,031 | 1,058 | 1,316 | 1,508 | 1,657 |
| 资产负债表 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 货币资金、交易性金融资产 | 3,021 | 3,389 | 3,763 | 5,095 | 6,550 |
| 其他流动资产 | 159 | 155 | 155 | 155 | 155 |
| 长期投资 | 312 | 313 | 313 | 313 | 313 |
| 固定资产合计 | 8,787 | 11,677 | 11,677 | 11,677 | 11,677 |
| 无形及其他资产 | 1,285 | 1,359 | 1,359 | 1,359 | 1,359 |
| 资产合计 | 19,712 | 23,216 | 23,865 | 25,410 | 27,094 |
| 流动负债 | 6,092 | 8,523 | 8,436 | 9,137 | 9,895 |
| 非流动负债 | 3,943 | 3,127 | 3,127 | 3,127 | 3,127 |
| 股东权益 | 9,677 | 11,566 | 12,302 | 13,145 | 14,072 |
| 投入资本(IC) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 投入资本(IC) | 14,759 | 16,614 | 16,358 | 17,201 | 18,128 |
| 现金流量表 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| NOPLAT | 1,069 | 1,163 | 1,385 | 1,548 | 1,684 |
| 折旧与摊销 | 544 | 652 | 0 | 0 | 0 |
| 流动资金增量 | 16 | -677 | -630 | -488 | -529 |
| 资本支出 | -1,173 | -986 | -1 | -1 | -1 |
| 自由现金流 | 457 | 151 | 754 | 1,059 | 1,154 |
| 经营现金流 | 1,855 | 2,445 | 2,054 | 2,072 | 2,249 |
| 投资现金流 | -720 | -2,249 | 161 | 180 | 200 |
| 融资现金流 | -666 | -161 | -1,841 | -920 | -993 |
| 现金流净增加额 | 468 | 36 | 374 | 1,332 | 1,456 |
| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 成长性 | | | | | |
| 收入增长率 | 15.2% | 10.1% | 17.8% | 11.7% | 11.1% |
| EBIT 增长率 | 11.6% | 10.0% | 19.1% | 11.8% | 8.8% |
| 净利润增长率 | 16.2% | 2.6% | 24.4% | 14.6% | 9.9% |
| 利润率 | | | | | |
| 毛利率 | 21.0% | 21.5% | 21.6% | 21.6% | 21.4% |
| EBIT 率 | 9.9% | 9.9% | 10.0% | 10.0% | 9.8% |
| 净利润率 | 8.1% | 7.5% | 8.0% | 8.2% | 8.1% |
| 收益率 | | | | | |
| 净资产收益率(ROE) | 11.2% | 9.6% | 11.3% | 12.1% | 12.5% |
| 总资产收益率(ROA) | 5.5% | 4.8% | 5.8% | 6.2% | 6.4% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 7.2% | 7.0% | 8.5% | 9.0% | 9.3% |
| 运营能力 | | | | | |
| 存货周转天数 | 18.8 | 15.5 | 15.5 | 15.5 | 15.5 |
| 应收账款周转天数 | 12.6 | 17.4 | 17.4 | 17.4 | 17.4 |
| 总资产周转率 | 564.7 | 604.2 | 527.2 | 502.7 | 482.6 |
| 净利润现金含量 | 1.8 | 2.3 | 1.6 | 1.4 | 1.4 |
| 资本支出/收入 | 9.2% | 7.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 50.9% | 50.2% | 48.5% | 48.3% | 48.1% |
| 净负债率 | 103.7% | 100.7% | 94.0% | 93.3% | 92.5% |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 18.92 | 18.44 | 14.82 | 12.93 | 11.77 |
| PB | 1.68 | 2.04 | 1.67 | 1.57 | 1.47 |
| EV/EBITDA | 9.69 | 12.06 | 12.22 | 10.21 | 8.67 |
| P/S | 1.53 | 1.39 | 1.18 | 1.06 | 0.95 |
| 股息率 | 2.2% | 2.7% | 3.3% | 3.8% | 4.2% |



目 录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 投资故事..... | 4 |
| 2. A 股城燃龙头..... | 4 |
| 2.1. 立足深圳，向外扩张..... | 4 |
| 2.2. 管道燃气为核心业务，近年来业绩稳健增长..... | 5 |
| 3. 深圳本地与异地项目共同推动，管道燃气业务有望持续增长..... | 7 |
| 3.1. 深圳：电厂售气有望高增长，城中村改造持续提升非电需求.. | 7 |
| 3.2. 异地：加速异地扩张步伐，异地销气规模快速增长..... | 13 |
| 4. 气源稳定充足，LNG 接收站投产有望显著增厚公司业绩..... | 14 |
| 4.1. 本地及异地气源均较为稳定，长期合同锁定低成本气源..... | 14 |
| 4.2. LNG 接收站投产，有望显著增厚公司利润..... | 16 |
| 5. 战略性收购唯美电力，实现产业链延伸..... | 17 |
| 6. 盈利预测及估值..... | 18 |
| 6.1. 盈利预测..... | 18 |
| 6.2. 估值..... | 19 |
| 7. 风险因素..... | 20 |

1. 投资故事

上调目标价至 9.3 元，维持“增持”。公司的华安 LNG 接收站于 2019 年 8 月试投产，2020 年以来国际 LNG 价格持续下行，我们认为公司有望充分利用境内外天然气价差获取丰厚利润。考虑到进口 LNG 接收站有望显著增厚公司业绩，上调 2020-2022 年 eps 预测为 0.46/0.52/0.58 元(调整前分别为 0.45/0.50/0.54 元)，综合 PE 与 DCF 估值结果，上调目标价至 9.3 元，维持“增持”。

LNG 接收站有望显著增厚公司业绩。近年来国际 LNG 项目开发大增，全球各地新增的液化天然气进入市场，全球液化天然气市场供需继续宽松，叠加 2020 年全球疫情蔓延等因素，原油价格大幅跳水，2020 年以来国际 LNG 价格持续下行。我们认为在国际 LNG 价格持续走低的背景下，公司的 LNG 接收站有望充分利用境内外天然气价差获取丰厚利润。假设接收站 2020-2022 年负荷率分别为 60%/80%/100% (华安 LNG 接收站于 2019 年 8 月试投产)，测算得 2020-2022 年接收站毛利可分别达到 4.7/6.6/8.5 亿元，有望显著增厚公司业绩。

深圳本地与异地项目共同推动，管道燃气业务有望继续增长。深圳燃气的核心业务为管道燃气销售，贡献利润的约 70%。**1) 深圳地区电厂售气有望高增长，城中村改造提升非电需求：**深圳地区售气量占公司管道燃气销售量的 65%以上，主要包括电厂售气和非电售气，电厂售气方面，公司 2020 年拟收购唯美电力，唯美电力年用气量预计可达 6 亿方，有望为公司电厂售气提供显著增量(公司 2019 年电厂售气量为 9.72 亿方)；非电售气方面，深圳市城中村改造加速推进，公司 2020-2023 年还需完成约 140 万户改造，未来有望为公司带来约 2 亿方/年的居民用气增量。**2) 异地项目增长迅速：**公司近年来加快异地扩张步伐，目前已在全国 9 省经营了 40 余个城燃项目，异地管道燃气业务规模增长迅速。

催化剂：国际 LNG 价格下行

风险因素：天然气需求增长不达预期，LNG 接收站运转不及预期

2. A 股城燃龙头

2.1. 立足深圳，向外扩张

立足深圳，向外扩张。深圳燃气创立于 1982 年，2004 年引入香港中华煤气和新希望集团等战略投资者实现混合所有制合资经营，2009 年在上交所挂牌上市，是一家以城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资为主的大型燃气企业。公司主要业务位于深圳，近年来坚持“走出去”发展战略不断向外拓展业务，目前公司已在广东、广西、湖南、江西、江苏、浙江、安徽、云南、山东等多个省区的 40 余个城市(区域)取得管道燃气业务特许经营权。

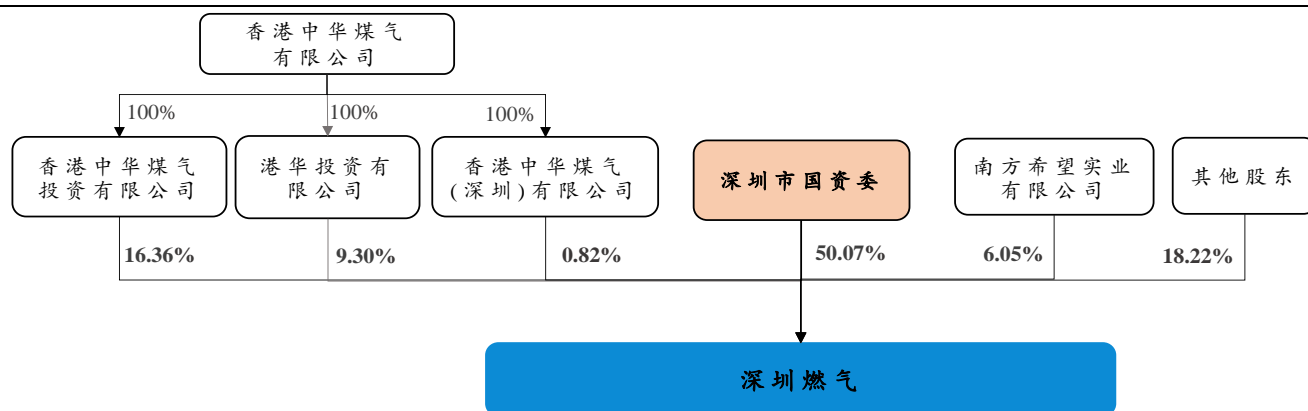
图 1: 深圳燃气拥有全国多省区 40 余个特许经营权



数据来源: 公司官网

深圳市国资委控股，股权结构稳定。截至 2020 年 3 月 31 日，深圳燃气的控股股东为深圳市国资委，持股比例为 50.07%，此外战略投资者香港中华煤气有限公司通过香港中华煤气投资有限公司、港华投资有限公司和香港中华煤气（深圳）有限公司三家全资子公司对深圳燃气持股 26.48%。自深圳燃气 2009 年上市以来，深圳市国资委的持股比例一直高于 50%，香港中华煤气有限公司也一直保持着 25% 以上的持股比例，稳定的股权结构为深圳燃气的长久发展提供了保障。

图 2: 深圳燃气由深圳市国资委控股



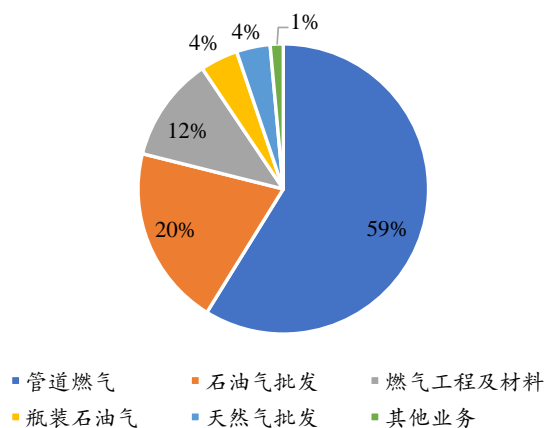
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 管道燃气为核心业务，近年来业绩稳健增长

管道燃气为公司的核心业务，利润贡献约 70%。公司业务主要包括管道燃气供应、石油气批发等，其中管道燃气为公司的核心业务。管道燃气供应即公司通过管道输送形式向电厂用户、工商业用户和居民用户提供燃气。截至 2019 年底，公司在全国 9 省（区）45 个城市（区）取得管道燃气业务特许经营权，积累管道气用户 379.41 万户，其中深圳地区 229.08 万户，异地 150.33 万户，拥有高压、次高压管线 527.13 公里，市政中压管线 7665.67 公里。2019 年公司管道燃气销售量 29.05 亿立方米，销售收入 83.92 亿元，对公司营业收入和毛利的贡献率分别为 59% 和 67%，

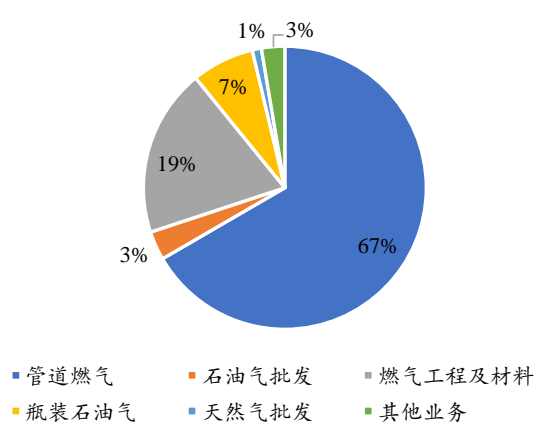
是公司主要利润来源。石油气批发是公司的第二大收入来源，但受国际油价波动和市场需求影响，2019 年毛利率下降至 1.92%，利润贡献有限。

图 3: 公司收入主要来源于管道燃气与石油气批发



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

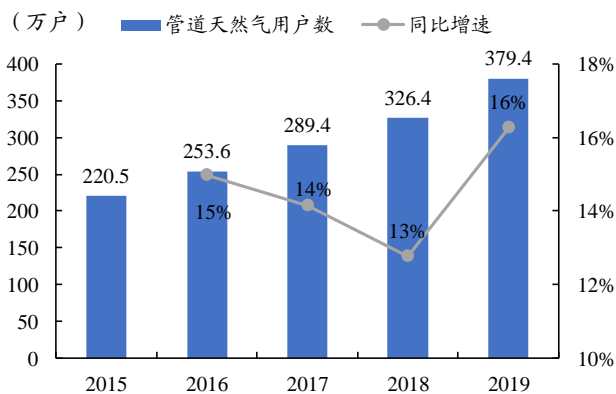
图 4: 公司毛利主要来源于管道燃气与燃气工程



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

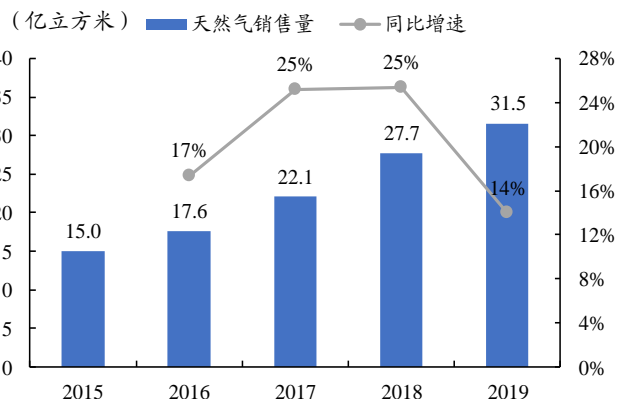
管道燃气业务规模持续增长，拉动公司业绩稳健增长。随着城中村改造和异地扩张的推进，近年来公司的管道燃气业务持续增长，2019 年管道天然气用户数达 379.41 万户，2015-2019 四年 CAGR 为 14.5%，管道天然气销售量达 29.05 亿立方米，2015-2019 四年 GAGR 为 18.8%。同时新接入用户带来管网接驳费和燃气工程材料收入，近年来燃气工程及材料业务收入也同步增长。石油气批发、瓶装石油气业务受管道燃气替代和国际油价波动影响，收入波动较大，但对利润的影响有限。毛利率方面，近年来管道燃气及燃气工程的毛利率略有下滑但相对较为稳定，石油气批发毛利率较低，天然气批发毛利率 2019 年显著上升（由 2018 年的 5.8% 上升至 2019 年的 18.0%），主要受益于 LNG 接收站投产后气源成本下降。在管道燃气及燃气工程业务的拉动下，2019 年公司实现营业收入 140.25 亿元，同比增长 10.1%；归属于上市公司股东的净利润 10.58 亿元，同比增长 2.6%。

图 5: 公司管道天然气用户数持续增长



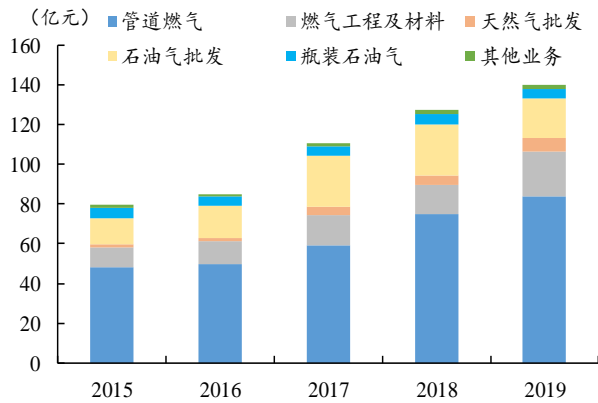
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 公司管道天然气销售量不断提升



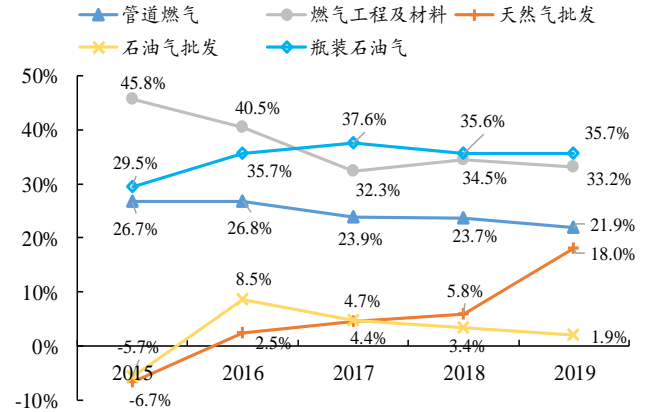
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 7: 管道燃气业务收入不断增长



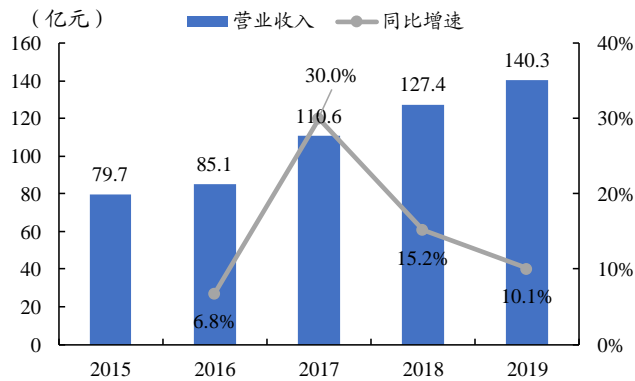
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 8: 管道燃气毛利率略有下滑但相对稳定



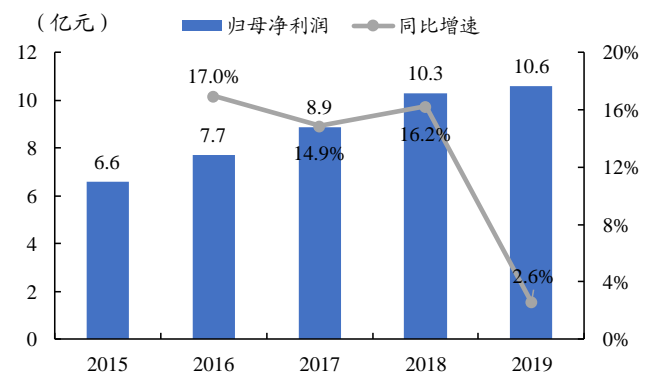
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2015-2019 年营业收入年复合增速为 15%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 2015-2019 年归母净利润年复合增速为 12.5%



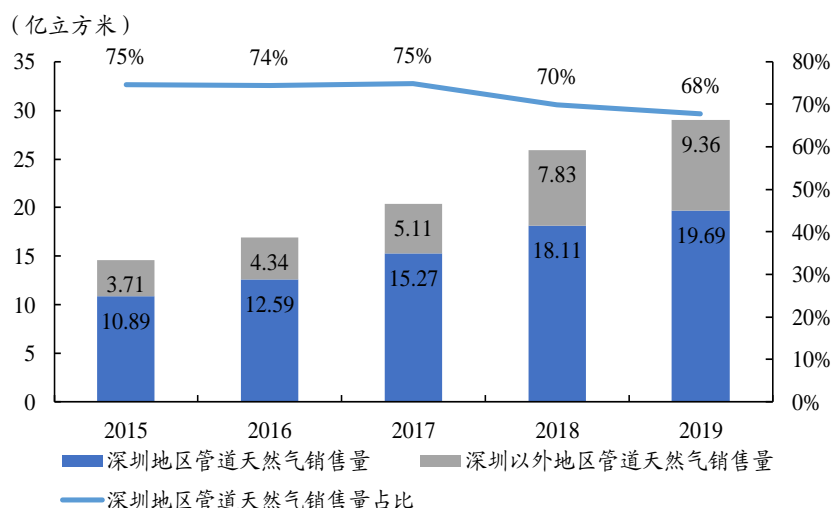
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 深圳本地与异地项目共同推动, 管道燃气业务有望持续增长

3.1. 深圳: 电厂售气有望高增长, 城中村改造持续提升非电需求

深圳地区是公司最重要的售气市场, 售气量占比超过 65%。近年来由于异地项目持续快速扩张, 深圳以外地区售气量快速增长, 深圳地区售气量占比略有下滑, 但深圳仍是公司最重要的售气市场, 2015-2019 年深圳地区管道天然气销售量占比均超过 65%。我们预计中短期内深圳将仍然是公司的主要市场 (一方面, 唯美电力短期内将提供显著售气增量, 另一方面, 深圳城中村改造将带来居民用气持续增加)

图 11: 公司在深圳地区的售气量占比超过 65%



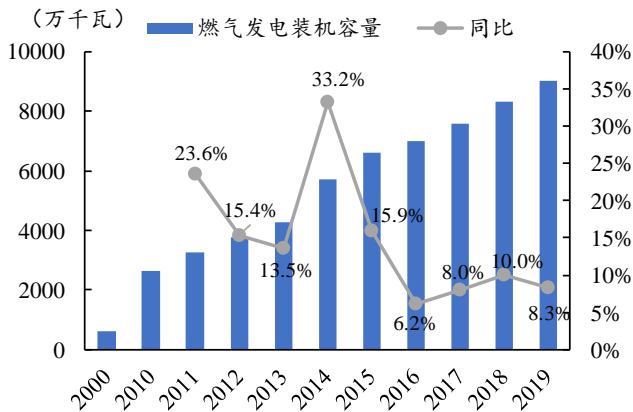
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

(一) 电厂售气: 短期唯美电力提供显著增量, 长期深圳电厂燃气需求空间广阔

燃气发电优势较多, 我国燃气发电发展较为缓慢, 近年来有所加速。燃气发电具有能源利用效率高、污染物排放少、同时运行灵活, 启停迅速等众多优势, 在国际上被广泛应用。我国的燃气发电起始于上世纪 60 年代, 总的来看发展速度相对缓慢, 我国天然气发电的发展可以分为三个阶段:

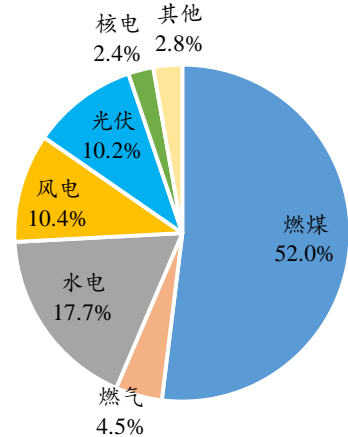
- 1) **第一阶段 (2000 年之前): 以自备电厂为主。**此阶段的燃气电厂主要是油气田附近的大型工业企业自用的燃气电厂, 截止 2000 年底, 燃气发电装机仅 600 万千瓦, 占总装机的比例不足 2%。
- 2) **第二阶段 (2000-2015 年): 受益于燃气管道建设及 LNG 项目发展, 燃气发电快速发展。**燃气从“十五”规划开始, 我国利用天然气战略发生了较大调整, 同时随着广东 LNG 项目和西气东输两个项目的配套工程上马 (如西气东输一线工程在江苏、河南配套建设了多家燃气电厂, 中海油气集团为广东大鹏及福建莆田 LNG 接收站均建设了配套电站), 天然气发电呈现快速发展的趋势。
- 3) **第三阶段 (2016 年之后): 能源结构调整叠加环保压力, 国家进一步刺激燃气发电发展。**2016 年发改委发布《电力发展“十三五”规划(2016-2020 年)》, 提出“十三五”期间气电装机增加 5000 万千瓦, 2020 年天然气发电装机要达到 1.1 亿千瓦以上, 占比超过 5%。此阶段国家进一步刺激气电发展, 为天然气发电提供了众多政策支持。

图 12: 我国燃气发电装机容量不断增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

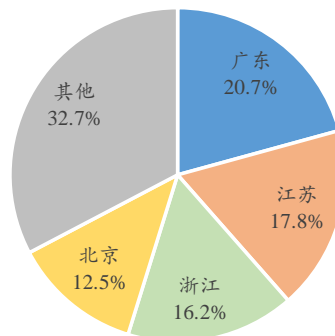
图 13: 2019 年我国燃气发电装机占比为 4.5%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

我国天然气发电主要集中于珠三角、长三角和京津冀地区。受资源、管线建设以及电价承受能力影响，我国天然气发电发展较不均衡，主要集中在珠三角、长三角和京津冀地区。这三个区域经济发达省份较多，电量需求及负荷峰谷差较大，除部分地区（如北京）为供热机组外，我国的燃气发电机组大部分以调峰调频为主。截至 2017 年底，我国气电装机容量超过千万千瓦的省份共有 3 个，其中广东 1569 万千瓦，位居全国之首，江苏和浙江分别以 1348 万千瓦和 1230 万千瓦的装机容量紧随其后。北京为 947 万千瓦，位列第四。

图 14: 我国燃气装机主要分布在珠三角、长三角和京津冀地区(图 为 2017 年的装机数据)

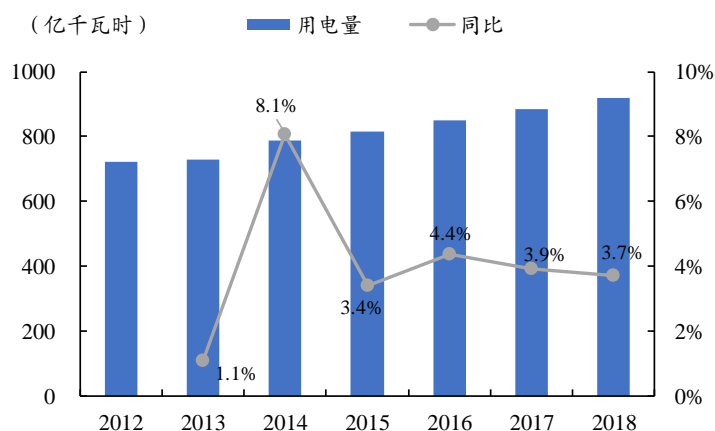


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

深圳市用电需求稳定增长，积极发展燃气发电。从 2006 年建成深圳大鹏 LNG 接收站和珠海横琴岛海上天然气接收站开始，广东省的天然气利用就进入了快速发展时期。“十二五”至“十三五”期间，在政策导向下，广东省开始了大规模发展天然气发电机组的建设，深圳市也随之开始积极发展燃气机组。2016 年 11 月，《深圳市能源发展“十三五”规划》提出要调整优化能源结构，原则上不再新建燃煤电厂，关停小型火电项目，因此未来深圳市本地新增电源将以燃气发电为主。从电力需求来看，近年来深圳市用电量稳定增长，年均用电增速为 3-5%，未来随着大湾区的发展，深圳市用电量仍有进一步增长的空间，除增加接收外来电以外，

也必须加大深圳本地电源的支撑，燃气发电是满足清洁电力需求的唯一选择。

图 15: 深圳市用电量持续稳定增长



数据来源：深圳市统计局，国泰君安证券研究（2019 年数据未公布）

表 1: 近年来广东省频繁出台有关燃气消费的文件

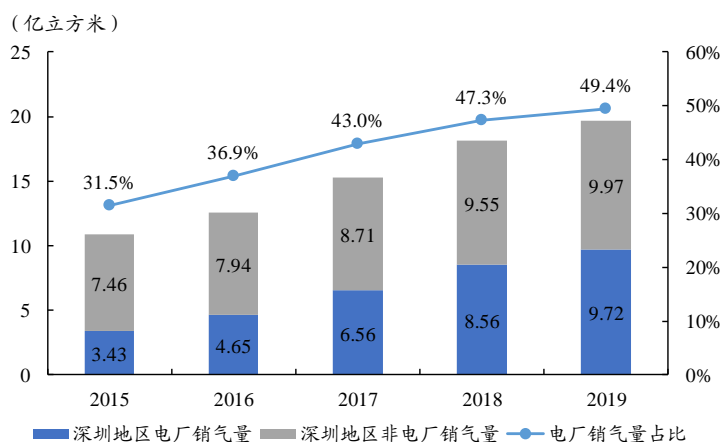
| 时间 | 文件名 | 具体内容 |
|------------|--------------------|--|
| 2013/9/26 | 广东省能源发展“十二五”规划 | 珠江三角洲地区原则上不再规划新建、扩建燃煤燃油火电厂，东西北地区适当建设大型环保型燃煤电厂，热负荷集中的工（产）业园区适度建设热电联产电厂，推进煤气化整体联合循环（IGCC）洁净煤发电试点项目建设。 “十二五”期间，新增燃煤发电装机容量约 2000 万千瓦（其中热电联产机组 250 万千瓦），新增天然气发电装机容量约 710 万千瓦（其中热电联产机组和小型分布式能源站约 630 万千瓦）。 |
| 2016.11.23 | 深圳市能源发展“十三五”规划 | 到 2020 年底，天然气占一次能源消费比重由 2015 年的 12.7% 上升至 17.2%。 积极调整优化能源结构，提高清洁能源供应比例，2020 年一次能源结构中煤炭、石油比重与 2015 年相比共下降 5.5 个百分点，天然气比重上升 4.5 个百分点，清洁能源比重上升 5.5 个百分点，非化石能源占一次能源消费比例高于 15%。 |
| 2017/12/25 | 广东省“十三五”能源结构调整实施方案 | 有序发展气电。合理确定机组选型，鼓励发展分布式能源项目和背压式热电联产项目，杜绝以热电联产名义建设以发电为主的气电项目，根据国家依据总量控制制定的规划建设气电纯发电项目。积极做好气电“放管服”工作，明确天然气分布式能源站有关建设要求和管理办法，完善热电项目热负荷在线监测和监督管理，提高天然气热电联产项目热电比和市场竞争能力。 到 2020 年气电规模达 2300 万千瓦。 |
| 2018/7/6 | 广东省能源发展“十二五”规划 | 优化发展煤电。实施燃煤电厂超低排放和节能改造。珠三角地区禁止新建、扩建煤电机组和企业自备电厂，开展煤电机组节煤减排改造升级；在东西两翼沿海地区适度建设大型清洁高效煤电机组。 提高天然气利用水平。多渠道争取增加天然气供应，全面推进天然气在城镇燃气、工业燃料、燃气发电、交通燃料等领域的高效科学利用，大力发展城镇燃气，加快推进工业燃料和交通燃油替代，鼓励大型建筑、工业园区建设分布式能源系统，根据电力调峰和工业园区、产业集聚区集中供热需求进一步扩大天然气发电规模。 到 2020 年天然气利用规模比 2015 年翻一番，燃气发电规模达 2300 万千瓦。 |

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司电厂售气占比不断提升。受益于深圳市燃气电厂快速发展，因此公司的电厂售气量增长较快，是公司在深圳区域售气的重要组成部分，

2015-2019 年深圳地区电厂天然气销售量占深圳地区管道天然气销售量的比例从 31.5% 快速上升至 49.4%。

图 16: 近 5 年公司在深圳地区电厂天然气销售量占比不断提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5 家签约供气电厂客户保障电厂售气量稳定。深圳燃气目前拥有 6 家电厂客户，包括 5 家签约供气客户（钰湖电力、宝昌电力、南天电力、华电国际深圳公司、深南电）和 1 家控股子公司唯美电力。公司自 2010 年起陆续与几家公司签订了《天然气购销协议》，约定了每年的约定量，其中钰湖、宝昌、南天、华电、深南电 5 家公司的年约定售气量达 12.84 亿方（每年会根据电厂实际用气量进行调整）。电厂售气的盈利模式为管输费模式（即以从西二线购气每方加价的方式销售给电厂），公司盈利大约为 0.2 元/立方米左右。

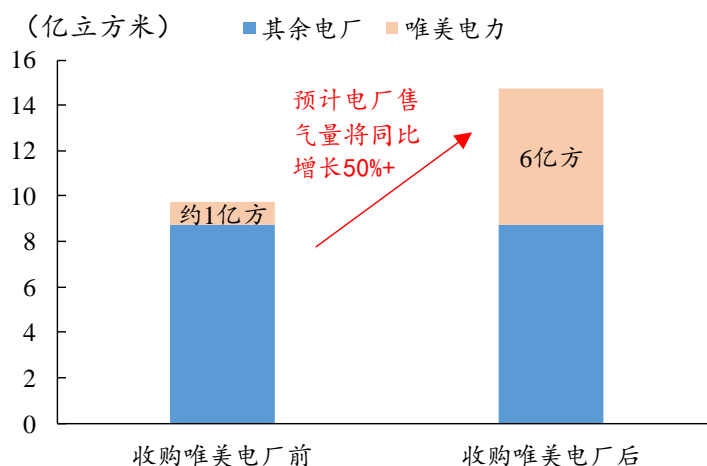
表 2: 深圳燃气自 2010 年起陆续与几家电厂签订《天然气购销协议》

| 《天然气购销协议》签约供气电厂客户 | 天然气销售量 (亿立方米/年) | 照付不议气量 (亿立方米/年) | 签约时间 |
|-------------------|--------------------|--------------------|------------|
| 深圳钰湖电力有限公司 | 3.74 | 3.37 | 2010/11/27 |
| 深圳大唐宝昌燃气发电有限公司 | 3.7 | 3.33 | 2011/2/13 |
| 深圳南天电力有限公司 | 2.6 | 2.34 | 2012/5/26 |
| 华电国际电力股份有限公司深圳公司 | 2.8 | 1.5 | 2016/11/10 |
| 深圳南山热电股份有限公司 | - | - | 2018/5/14 |
| 深南电（东莞）唯美电力有限公司 | - | - | 2019/8/21 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

唯美电力有望在短期内为公司电厂售气提供显著增量。2019 年，公司成功拓展唯美电力成为第 6 家电厂用户（2019 年 8 月 21 日，公司与深南电（东莞）唯美电力有限公司签订《天然气购销协议》），2019 年全年供气约 1 亿方。2020 年，公司收购唯美电力 70% 股份，成为唯美电力控股股东（收购前持有 10% 股份）。唯美电力的 2 台机组在 2020 年可实现满负荷运作后，此后预计每年用气量可达 6 亿立方米，唯美电力有望为公司的电厂售气提供显著增量。

图 17: 唯美电力有望为电厂售气提供显著增量



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

储备客户丰富，电厂售气远期增长空间广阔。目前公司已与深圳地区 5 个新建/扩建的燃机项目签署了《天然气购销意向书》，涉及装机容量不低于 2520MW，意向每年售气量合计 33.38 亿立方米，是公司当前电厂年售气量的 3 倍多。此外《深圳市能源发展“十三五”规划》规划还储备了包括东部电厂二期项目、前湾电厂二期项目、华电坪山分布式能源二期项目和国际低碳城分布式能源在内的燃机项目，我们预计这些意向客户与深圳市储备的燃机项目均有望成为公司电厂用气的新增量，电厂售气增长空间广阔。

表 3: 公司与深圳地区多个新建、扩建燃机项目签订了《天然气购销意向书》

| 《天然气购销意向书》签约潜在电厂客户 | 装机容量 | 意向每年售气量 (亿立方米/年) | 签约年份 |
|--------------------|-----------|---------------------|------|
| 宝昌燃机 2.9F 级扩建 | 2 × 400MW | 7.5 | 2012 |
| 钰湖燃机 2.9F 级扩建 | 2 × 400MW | 8 | 2012 |
| 国电坪山分布式能源 | 3 × 40MW | 1.8 | 2012 |
| 光明燃机 2.9F 级项目 | 2 × 400MW | 8.58 | 2014 |
| 深圳求雨岭燃机电厂 | - | 7.5 | 2016 |
| 合计 | 2520MW | 33.38 | |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 4: 《深圳市能源发展“十三五”规划》中的多个燃机电厂是公司的潜在客户

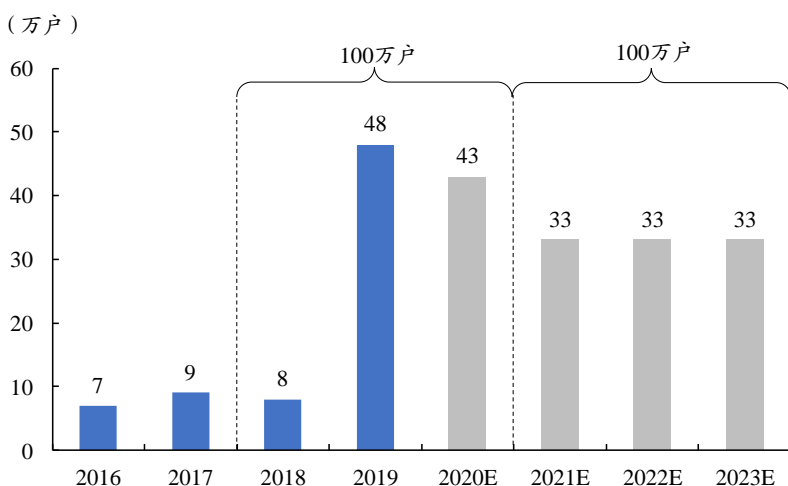
| 《“十三五”规划》潜在电厂客户 | 装机容量 |
|-----------------|-----------|
| 东部电厂二期项目 | 3 × 400MW |
| 前湾电厂二期项目 | 3 × 400MW |
| 华电坪山分布式能源二期项目 | - |
| 国际低碳城分布式能源 | - |

数据来源: 《深圳市能源发展“十三五”规划》，国泰君安证券研究

(二) 非电厂售气：城中村改造深入推进，有望持续提升非电需求

深入推进深圳市城中村改造，居民用气有望增长。据官方数据统计，截止 2018 年底，深圳市拥有 1836 个城中村，居住着超过 1000 万人口，约有 300 万户。2017 年以来，深圳市政府将城中村改造作为一项重要工作主题，先后印发了《深圳市老旧住宅区、城中村管道天然气普及工作方案》和《深圳市“城中村”综合治理行动计划（2018—2020 年）》，提出对城中村燃气安全问题进行治理，加快推进城中村燃气管道建设。公司配合深圳市政府，全力推进城中村管道燃气改造工作，2019 年完成改造 48 万户，预计 2020 年至少完成改造 43 万户，实现 2018-2020 年第一阶段 100 万户改造目标。2021-2023 年是城中村管道燃气改造的第二阶段，预计公司将再完成 100 万户改造目标。假设城中村用户每户的用气量约为 140 立方米/年，预计 2020-2023 年城中村改造将为公司带来约 2 亿立方米的居民用气增量。

图 18：2020-2023 年公司将继续完成城中村改造约 140 万户

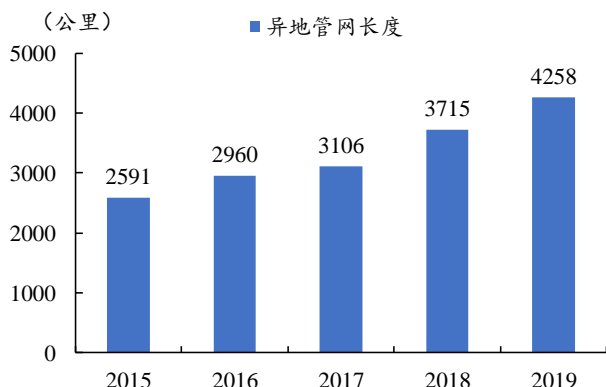


数据来源：Wind，国泰君安证券研究（假设 2021-2023 年每年改造数量相同）

3.2. 异地：加速异地扩张步伐，异地销气规模快速增长

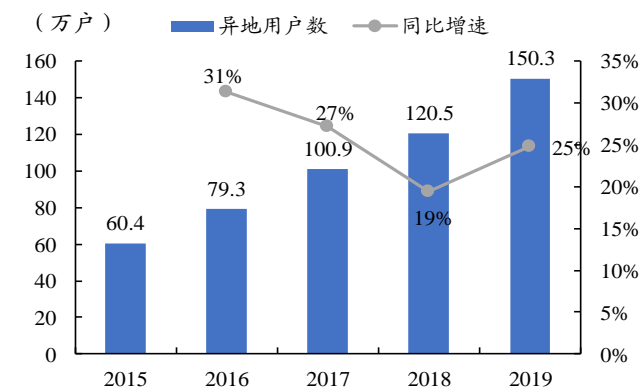
加速异地扩张步伐，异地售气规模快速上涨。自 2005 年成功控股赣州深燃天然气有限公司迈出向外发展的第一步后，公司多年来持续积极向外扩张。2019 年公司新增湖南邵东、湖北宜都、长阳，浙江慈溪，云南巨鹏系等 11 个城市燃气项目。截止 2019 年底，公司已在广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江、云南、湖北等省份以全资或控股方式经营了 40 余个城市管道天然气项目。近年来公司异地管网不断拓展，管网总长度及输配能力也逐年上升，截至 2019 年底，公司在异地拥有高压、次高压管线 347.64 公里、市政中压管线 3910.81 公里。燃气销售方面，异地用户数及天然气销售量持续增长，2019 年异地用户数达 150.33 万户，异地管道天然气销售量 9.36 亿立方米，异地燃气销售量占公司总管道售气量的比例已由 2015 年的 25% 提升至 2019 年的 32%。

图 19: 异地管网长度逐年上升



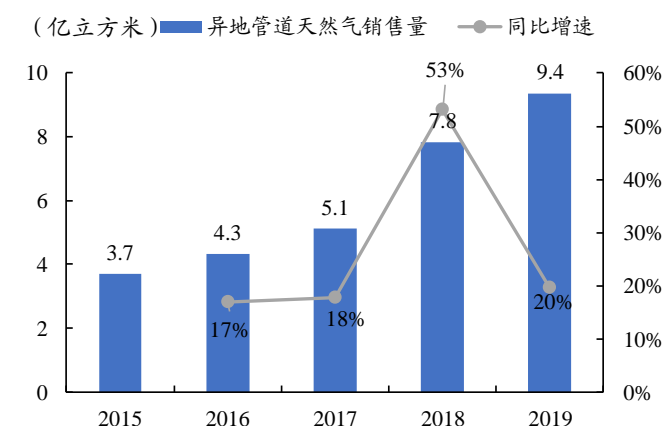
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 20: 异地用户数快速增长



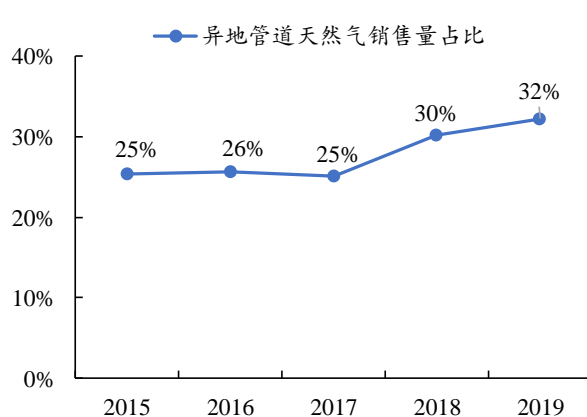
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 异地天然气销售量快速增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 22: 异地售气量占管道售气量的比例不断提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 气源稳定充足, LNG 接收站投产有望显著增厚公司业绩

4.1. 本地及异地气源均较为稳定, 长期合同锁定低成本气源

深圳本地气源较为稳定, 长期合同锁定低成本气源。公司在深圳市的管道燃气业务气源相对稳定, 主要的天然气供应商为广东大鹏液化天然气有限公司 (LNG 接收站) 和中石油。2004 年, 公司与广东大鹏签订了采购合同, 约定稳产期 (2011 年 4 月 1 日-2027 年 3 月 31 日) 天然气年供气量为 27.1 万吨, 采购价格约为 1.70 元/立方米; 2010 年公司与中石油签订采购协议, 约定在西气东输二线向深圳市供气达产之日 (自正式供气日 2012 年 8 月 8 日至达产期预计为 5 年) 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, 照付不议气量为 36.0 亿立方米, 采购价格按国家价格主管部门制定的价格执行, 夏季 2.08 元/立方米, 冬季 2.29 元/立方米。

表 5: 公司与广东大鹏、中石油签订了天然气长期采购合同

| 气源供应方 | 到期时间 | 采购量 | 采购价格 (元/立方米) | 说明 |
|-------|--------|-----------------------------|-----------------|-----------------------|
| 广东大鹏 | 2031 年 | 共 598 万吨, 达产期 27.1 万吨/年 | 1.70 | 含税价格, 有可能按合同约定的条件向下浮动 |
| 中石油 | 2039 年 | 40 亿立方米/年, 照付不议气量 36 亿立方米/年 | 2.08/2.29 | 采购价格按国家价格主管部门制定的价格执行 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

异地气源基本能够满足公司供气需要。公司异地燃气项目主要向中石油、安徽宣城深燃天然气有限公司、中海石油气电集团有限责任公司、深圳大鹏液化天然气销售有限公司（公司参股 10%，是继中海油和英国 BP 石油公司后的第三大股东）等管输天然气供应方采购天然气，基本能够满足公司供气需要。

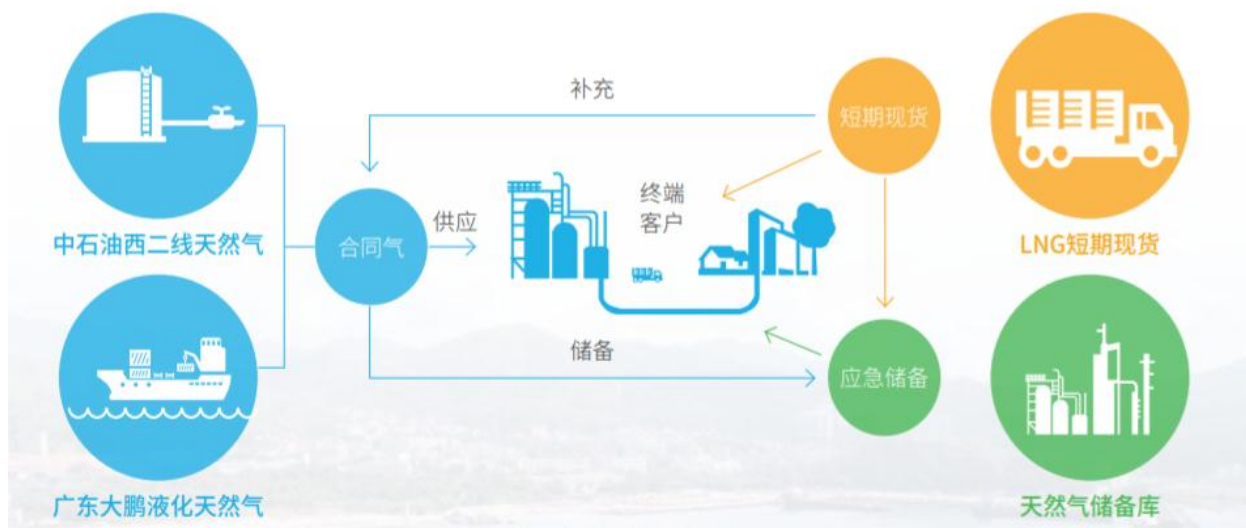
表 6: 深圳本地气源主要来自于中石油与广东大鹏

| 单位(万吨) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------|-------|-------|--------|--------|
| 本地-中石油 | 76.62 | 96.57 | 115.51 | 108.73 |
| 本地-广东大鹏 | 26.66 | 26.50 | 27.97 | 50.17 |
| 异地 | 45.27 | 59.53 | 81.81 | 85.33 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

华安储备调峰库投产，公司气源更加多元化。2019 年 8 月 18 日，公司的华安 LNG 储备调峰库试投产，2019 年 10 月 8 日正式进入运营期，华安 LNG 储备调峰库的投产使得公司天然气储备调峰和供应保障能力大幅提升。同时公司 2019 年落实了大鹏 TUA（接收站使用协议）资源的利用，因此公司目前已形成中石油西二线、广东大鹏、广东大鹏 TUA、迭福、储备与调峰库等共同组成的 5 路气源，气源更加多元化，且气源成本有望降低。

图 23: 公司气源结构较为多元化



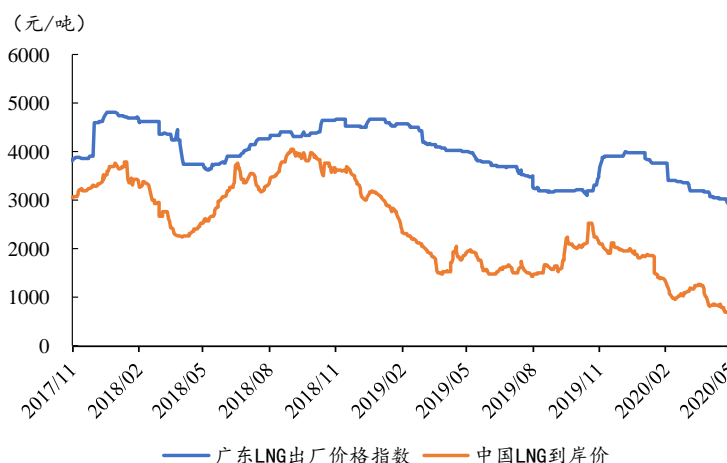
数据来源: 公司官网

4.2. LNG 接收站投产，有望显著增厚公司利润

历经 5 年建设期，华安 LNG 接收站投产。华安 LNG 接收站于 2014 年 8 月开始建设，总投资约 16 亿元，包括一座 5 万吨级可接卸 9 万立方米 LNG 的专用码头，一座 8 万立方米的 LNG 全容储罐、5 套 LNG 装车台、蒸发气压缩机和 24 万立方米/小时的高压气体外输设施，年加工能力 80 万吨。该项目同时修建了作为深圳市天然气储备与调峰库出站的 6 公里天然气高压管线，与深圳市天然气高压输配系统工程实现了互联互通。2019 年 8 月，经过 5 年的建设期，华安 LNG 接收站试投产，2019 年 10 月 8 日正式进入运营期。

国际 LNG 价格下跌，境内外价差扩大，LNG 接收站有望赚取丰厚利润。近年来国际 LNG 项目开发大增，全球各地新增的液化天然气进入市场，全球液化天然气市场供需继续宽松，叠加全球疫情蔓延等因素，原油价格大幅跳水，2020 年以来国际 LNG 价格持续下行。我国 LNG 到岸价从 2019 年末的 1820 元/吨（约 1.3 元/立方米）降至 2020Q1 的 1210 元/吨（约 0.87 元/立方米），4 月到岸价进一步降至 730 元/吨（约 0.53 元/立方米）。我们认为在国际 LNG 价格持续走低的背景下，公司的 LNG 接收站有望充分利用境内外天然气价差获取丰厚利润。假设接收站 2020-2022 年负荷率分别为 60%/80%/100%，假设进口 LNG 60%进管网，40%销售给贸易商，测算得 2020-2022 年接收站毛利可分别达到 4.7/6.6/8.5 亿元。

图 24：2020 年以来进口 LNG 与国内 LNG 市场价价差持续扩大



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 7：预计 LNG 接收站 2020-2022 年毛利可分别达到 4.7/6.6/8.5 亿元

| | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|-------|-------|-------|
| 产能利用率 | 60% | 80% | 100% |
| 周转量（亿方/年） | 6 | 8 | 10 |
| 进官网的销售价格（元/方，含增值税） | 2.4 | 2.4 | 2.4 |
| 销售给贸易商的价格（元/方，含增值税） | 2.24 | 2.24 | 2.24 |
| 收入（亿元） | 12.6 | 16.8 | 21.0 |

| | | | |
|------------------------|------|------|------|
| 进口 LNG 到岸价 (元/方, 含增值税) | 1.05 | 1.05 | 1.05 |
| 气化费 (元/方) | 0.1 | 0.1 | 0.1 |
| 折旧、运营成本等 (亿元/年) | 1 | 1 | 1 |
| 成本 (亿元) | 7.9 | 10.2 | 12.5 |
| 毛利润 (亿元) | 4.7 | 6.6 | 8.5 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注 1: 2020 年进口 LNG 到岸价降幅较大, 假设全年平均价为 1400 元/吨, 假设 2021 年和 2022 年到岸价保持 2020 年水平, 增值税为 11%;

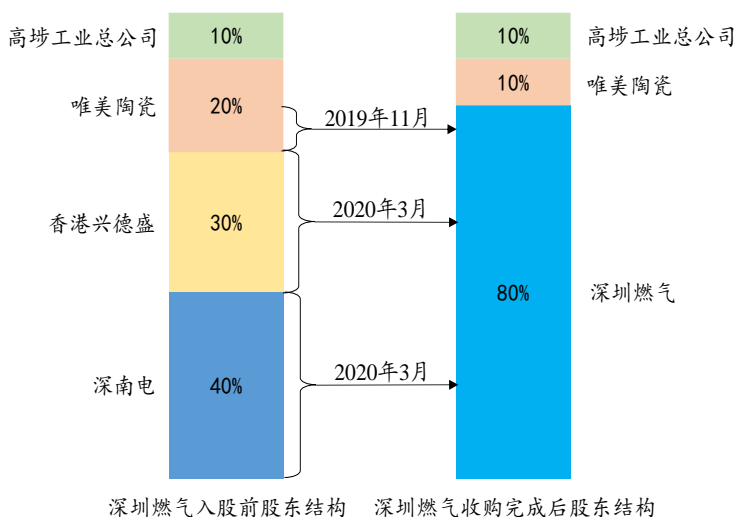
注 2: 假设进口 LNG 中 60%进管网, 40%销售给贸易商, 进管网的销售价格参考公司当前的气源成本, 贸易商售价参考广东省 LNG 出厂价格指数, 假设全年平均价为 3300 元/吨;

注 3: 假设项目总投资 16.73 亿元 25 年折旧完毕, 每年折旧费用 0.67 亿元, 假设人工、管理等其他费用为 0.3 亿元/年。

5. 战略性收购唯美电力, 实现产业链延伸

收购唯美电力, 进军天然气热电联产领域。唯美电力位于东莞市高埗镇, 成立于 2004 年 10 月, 拥有两套 9E 级燃气-蒸汽联合循环热电联产机组, 总装机容量 360MW, 在发电的同时为周边工业用户供应蒸汽。2019 年 11 月, 深圳燃气收购东莞唯美陶瓷持有的 10% 股权, 成功入股唯美电力。2020 年 3 月, 公司公告拟以 10498 万元协议收购深南电持有的 40% 股权和深南电全资子公司香港兴德盛持有的 30% 股权, 收购完成后, 公司将持有唯美电力 80% 股权, 实现绝对控股。通过本次收购唯美电力, 公司成功进军天然气热电联产领域, 实现了燃气产业链的延伸。

图 25: 收购完成后, 公司将持有唯美电力 80% 股份

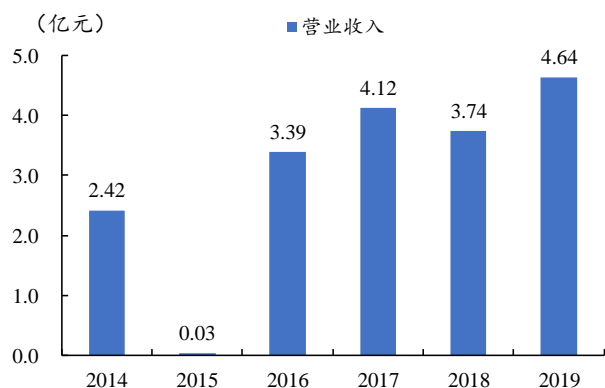


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

唯美电力盈利有望显著改善, 并表后有望增厚公司业绩。2014-2018 年, 虽然营收有所增长, 但受上网电价下调、天然气采购价格同比上涨等因素影响, 唯美电力连续五年亏损。2019 年 8 月, 深南电与深圳燃气签订《天然气购销协议》, 借助深圳燃气的多气源和管网优势, 降低唯美电力气价成本, 2019 年唯美电力实现扭亏为盈。我们预计在公司控股唯美电力后, 将进一步完善唯美电厂周边热网建设, 提升能源综合利用效率,

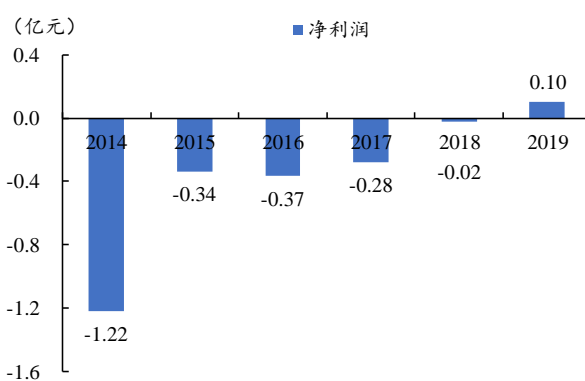
提高唯美电力的综合竞争力。东莞市位于粤港澳大湾区的核心区域，工业企业多，热用户集中，市场潜力大，唯美电力盈利水平有望显著改善，唯美电力于2020年4月开始并表，有望增厚公司业绩。

图 26: 2019 年唯美电力营收同比增长 24%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (注: 2015 年唯美电力未发电)

图 27: 2019 年唯美电力扭亏为盈



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

6. 盈利预测及估值

6.1. 盈利预测

核心假设:

- 1) 深圳地区新增用户: 随着城中村改造加快, 2020-2022 年深圳地区新增用户分别为 25 万、35 万、40 万户;
- 2) 异地新增用户: 假设受疫情影响, 2020 年异地扩张速度略有放缓, 2020 年深圳以外地区新增用户降至 25 万户, 2021-2022 年恢复每年 30 万户的增幅;
- 3) 管道燃气业务毛差: 假设 2020-2022 年毛差略有收窄, 每年收窄 0.05 元/方;
- 4) LNG 接收站周转量: LNG 接收站处于产能爬坡期, 假设 2020 年-2022 年产能利用率分别为 60%, 80% 和 100%;
- 5) 燃气工程和石油气批发和瓶装石油气销量保持 2018 和 2019 年平均水平。

盈利预测:

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 13.16 亿元、15.08 亿元和 16.57 亿元, 对应 EPS 分别为 0.46、0.52、0.58 元。

表 8: 深圳燃气盈利预测表

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (亿元) | 85.1 | 110.6 | 127.4 | 140.3 | 165.2 | 184.5 | 204.9 |
| yoy | | 30.0% | 15.2% | 10.1% | 17.8% | 11.7% | 11.1% |
| 管道燃气 | 49.9 | 59.1 | 74.9 | 83.9 | 96.9 | 111.8 | 127.9 |
| yoy | | 18.5% | 26.9% | 12.0% | 15.4% | 15.4% | 14.4% |
| 石油气批发 | 16.0 | 25.7 | 25.6 | 19.9 | 22.7 | 22.7 | 22.7 |
| yoy | | 60.4% | -0.2% | -22.3% | 13.9% | 0.0% | 0.0% |

| | | | | | | | |
|------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 燃气工程及材料 | 11.6 | 15.6 | 14.9 | 22.8 | 18.8 | 18.8 | 18.8 |
| yoy | | 34.0% | -4.6% | 53.2% | -17.4% | 0.0% | 0.0% |
| 瓶装石油气 | 4.8 | 4.9 | 5.4 | 5.0 | 5.2 | 5.2 | 5.2 |
| yoy | | 0.4% | 10.3% | -6.4% | 4.2% | 0.0% | 0.0% |
| 天然气批发 | 1.6 | 4.1 | 4.8 | 6.6 | 6.6 | 6.6 | 6.6 |
| yoy | | 149.7% | 17.4% | 38.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| LNG 接收站 | | | | | 13.0 | 17.3 | 21.7 |
| yoy | | | | | | 133.3% | 125.0% |
| 其他 | 1.1 | 1.4 | 1.9 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| yoy | | 19.3% | 36.0% | 8.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 营业成本 (亿元) | 63.43 | 87.67 | 100.71 | 110.07 | 129.49 | 144.57 | 161.00 |
| 毛利 (亿元) | 21.7 | 22.9 | 26.7 | 30.2 | 35.74 | 39.92 | 43.92 |
| 毛利率 | 25.5% | 20.7% | 21.0% | 21.5% | 21.6% | 21.6% | 21.4% |
| 归母净利润 (亿元) | 7.7 | 8.9 | 10.3 | 10.6 | 13.2 | 15.1 | 16.6 |
| yoy | | 14.9% | 16.2% | 2.6% | 24.4% | 14.6% | 9.9% |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

6.2. 估值

1) 相对估值法: PE 估值法

我们选取与公司业务相似的 A 股地方城燃公司新天然气、重庆燃气、百川能源作为可比公司, 可比公司 2020 年平均 PE 为 20 倍, 给予公司 2020 年行业平均 20 倍 PE, 2020 年合理估值为 9.2 元。

表 9: 可比公司 2020 年平均 PE 为 20 倍

| | 股价 (元) | EPS | | | PE | | |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E |
| 新天然气 | 37.66 | 1.78 | 2.17 | 2.59 | 21 | 17 | 15 |
| 重庆燃气 | 7.04 | 0.25 | 0.29 | 0.34 | 28 | 24 | 21 |
| 百川能源 | 5.11 | 0.52 | 0.58 | 0.60 | 10 | 9 | 9 |
| | | | | | 20 | 17 | 15 |
| 深圳燃气 | 6.98 | 0.46 | 0.52 | 0.58 | 15 | 13 | 12 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 (新天然气、重庆燃气、百川能源盈利预测为 wind 一致预期, 股价对应 2020 年 5 月 22 日收盘价)

2) 绝对估值法: 折现现金流法 (DCF)

无风险利率取十年期国债收益率 2.7%, 假设市场收益率为 10%, 公司股票 β 系数为 0.85, 假设公司的债务结构维持当前水平, 税后债务成本为 4.5%, 永续增长率假设为 0%, 计算公司的股权成本 k_e 为 8.94%, WACC 为 7.11%。

估值结果: FCFF 结果显示, 公司股权价值 270.6 亿元, 公司每股内在价值为 9.41 元。

表 10: 公司自由现金流预测 (单位: 百万)

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|

| | | | | | | | | | | | |
|--------------------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| EBIT | 1389.0 | 1653.9 | 1848.8 | 2010.7 | 2155.9 | 2252.7 | 2301.1 | 2349.6 | 2398.0 | 2446.4 | 2494.8 |
| 息前税后利润 (NOPLAT) | 1163.2 | 1385.1 | 1548.3 | 1683.9 | 1805.6 | 1886.6 | 1927.2 | 1967.7 | 2008.3 | 2048.8 | 2089.4 |
| +折旧与摊销 | 651.6 | 723.6 | 791.1 | 858.6 | 926.1 | 993.6 | 1061.1 | 1128.6 | 1196.1 | 1263.6 | 1331.1 |
| -营运资金的净变动 | -677.5 | -182.8 | -344.0 | -462.4 | -299.4 | -199.6 | -99.8 | -99.8 | -99.8 | -99.8 | -99.8 |
| -资本性投资 | 1861.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 | 1500.0 |
| +递延税项变动 | -27.7 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| +资产损失准备 | 45.9 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 公司自由现金流量 FCFF | 649.5 | 791.5 | 1183.4 | 1504.9 | 1531.0 | 1579.8 | 1588.1 | 1696.1 | 1804.2 | 1912.2 | 2020.3 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 11: DCF 每股合理估值结果对永续增长率 (TV) 和加权平均资本成本 (WACC) 的敏感性

| | TV=0% | TV=1% | TV=2% |
|------------------|-------|-------|-------|
| WACC=6.6% | 10.06 | 11.3 | 13.09 |
| WACC=7.1% | 9.41 | 10.47 | 11.93 |
| WACC=7.6% | 8.85 | 9.75 | 10.97 |

出于谨慎性考虑, 综合 PE 估值与 DCF 估值两种估值方法, 取二者平均值 9.3 元作为公司目标价, 给予“增持”评级。

7. 风险因素

城市燃气需求下滑: 公司的主要利润来源为管道燃气销售, 若城市燃气需求下滑, 则公司利润将受到负面影响;

LNG 接收站运转不及预期: 公司的 LNG 接收站目前处于产能爬坡期, 若运转不及预期, 则对公司的业绩贡献将低于预期。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

| | 评级 | 说明 |
|--|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持 | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上 |
| | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
| | 中性 | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5% |
| | 减持 | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上 |
| 2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。 | 增持 | 明显强于沪深 300 指数 |
| | 中性 | 基本与沪深 300 指数持平 |
| | 减持 | 明显弱于沪深 300 指数 |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址 | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编 | 200120 | 518026 | 100140 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 59312799 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |