

公用事业/燃气供应

2009 年 12 月 7 日



新股研究

申购建议：申购

深圳燃气（601139）：立足深圳、稳步拓展的城市燃气运营商

核心观点

核心观点

申购建议：公司估值区间为4.62-5.67元/股。建议申购价为5.2元。

主要依据：

1、公司是立足深圳、稳步拓展的城市燃气运营商。公司前身——深圳市燃气集团有限公司，主营管道天然气销售，兼营 LPG 批发、零售业务。管道天然气业务在深圳及异地均特许经营，异地运营跨越 5 省的 11 个项目，领先国内同行。LPG 批发、零售业务分别在广东和深圳处于领导者地位。

2、我国城市燃气行业发展空间较大。天然气在我国能源消费结构中所占比重将由目前的 3%提高到 2010 年的 7%和 2015-2020 年的 10%。我国天然气消费结构正在从以化工消费为主的多行业、多用途的方向发展，城市管道天然气行业发展空间巨大。

3、公司管道天然气业务显著受益于价差稳定于高水平。管道天然气已然成为公司新的核心业务。根据预测，09 年天然气毛利贡献将达 60%左右。公司购销价差处于较高水平，尤其是 09 年现货天然气价格大幅下跌的情况下。09 年上半年深圳和异地天然气销售的单位毛利分别为 1.6 和 0.62 元/立方米。深圳民用天然气的购销差价率在各大城市中处于前列，达 140%；而商业用户大部分来自广东大鹏现货，但销价较居民高而维持较高购销差价率。

4、公司售气量未来 3 年年均增长 20%-25%。公司层面看，07、08 年公司天然气销售量受益于深圳地区石油气替代分别维持 420%和 110%的高增长。不考虑 2011 年下游电厂可能的巨额耗气增量情况下，未来 3 年天然气总销售量将维持 20%-25%的年均复合增长水平。

5、预计公司 2009-2011 年实现收入为 34.73、41.08 以及 49.96 亿元，分别同比增长-23%、18%和 22%；实现归属母公司净利润为 2.59、2.92 和 3.61 亿元，分别同比增长 36%、13%和 24%，实现每股收益分别为 0.21、0.24 和 0.29 元。给予公司 22-27 倍市盈率，预计 09 年公司 EPS0.21 元，对应估值区间为 4.62-5.67 元/股。建议申购价为 5.2 元。

发行数据

	数值
发行股本（万股）	13000 万股
发行日期	2009 年 12 月 10 日
预期上市价格（元）	4.62-5.67

国都证券研究所

北京市东城区东直门南大街3号国华投资大厦

联系人：鲁儒敏

电话：010-84183246

E-mail:lurumin@guodu.com

联系人：周红军

电话：010-84183380

E-mail:zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、本次发行一般情况

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	深圳市燃气集团股份有限公司
公司简称	深圳燃气
发行地	上海
发行日期	12 月 10 日
申购代码	601139
发行股数	13000 万股
发行方式	网下询价，网上定价
发行后总股本	123000 万股
每股盈利（2008）	0.17
发行后全面摊薄每股收益（2008）	0.15
发行前每股净资产（2009 年 6 月 30 日）	1.33

资料来源：招股意向书

2、公司概况

2.1 公司是立足深圳、稳步拓展的城市燃气运营商

公司前身——深圳市燃气集团有限公司，于 1996 年 4 月由深圳石油气管理公司和煤气公司合并重组而成。经多次股权转让和增资，从国有独资企业改制为中外合资企业，07 年 1 月整体变更为深圳市燃气集团股份有限公司。

公司主营管道天然气销售，兼营 LPG 批发、零售业务。管道天然气业务在深圳及异地均特许经营，异地运营跨越 5 省的 11 个项目，领先国内同行。LPG 批发、零售业务分别在广东和深圳处于领导者地位。

受深圳石油气替代以及 LNG 项目冲击，近几年公司核心业务从“LPG 批发”转向“管道天然气”，未来业绩增长动力在于管道天然气业务。LPG 业务虽有所回升但总体上贡献已较小。

2.2 公司实际控制人为深圳市国资局

本公司控股股东及实际控制人为深圳市国资局，发行前持有 60%股份，发行后持有 52.6%。

表 2: 发行前后公司股本结构

股东	发行前		发行后	
	持股数量 (万股)	持股比例	持股数量(万股)	持股比例
深圳市国资局(SS)	66,000	60%	64,700	52.60%
社保基金会(SS)			1,300	1.06%
中华煤气投资	22,000	20%	22,000	17.89%
港华投资	9,900	9%	9,900	8.05%
中华煤气(深圳)	1,100	1%	1,100	0.89%
新希望集团	1,100	1%	1,100	0.89%
联华信托	9,900	9%	9,900	8.05%
社会公众股			13,000	10.57%
合计	110,000	100%	123,000	100.00%

资料来源：招股意向书

2.3 公司主要财务指标

表 3：公司主要财务指标

财务指标	2009. 6. 30	2008. 12. 31	2007. 12. 31	2006. 12. 31
流动比率	0.48	0.63	0.6	0.79
速动比率	0.42	0.51	0.39	0.61
资产负债率（母公司）	54.93%	55.18%	53.22%	50.18%
无形资产（扣除土地使用权） 占净资产的比例	2.14%	1.33%	1.37%	0.37%
财务指标	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度	2006 年度
应收账款周转率（次/年）	19.5	24.06	30.28	36.36
存货周转率（次/年）	10.44	9.46	13.25	15.41
息税折旧摊销前利润（万元）	30,799.17	46,074.32	37,113.83	29,927.04
利息保障倍数	7.18	4.22	7.78	6.97
每股经营活动产生的现金流 量	0.16	0.57	-0.05	不适用
每股净现金流量（元）	-0.09	0.32	-0.27	不适用
基本每股收益（元）	0.15	0.17	0.13	不适用
稀释每股收益（元）	0.15	0.17	0.13	不适用
净资产收益率（全面摊薄）	11.06%	13.59%	11.97%	8.98%
净资产收益率（加权平均）	11.11%	14.30%	12.39%	11.33%

资料来源：招股意向书

2.4 募投项目分析

主要运用于深圳市天然气利用工程（广东天然气试点工程总体项目一期工程的配套工程之一）。新建输配天然气的门站、调峰站、气化站和高压管道等设施。深圳市利用工程总投资 21.38 亿元，公司利用自筹资金已完成投资 10.35 亿元。本次拟发行约 1.3 亿股（占发行后总股本的 10.57%），募集约 7 亿元用于该项目 09-10 年的投资。

募集资金将加快深圳天然气利用工程进度，满足管道天然气用户增长需求。预计 09-11 年深圳地区管道天然气销量将分别达到 28、32 和 39 万吨左右，而目前的供气能力仅为 45 万吨/年。前几年公司通过自筹资金完成了部分投资，但近两年来进度变慢，无法满足所规划天然气用户增长的需求。

资金运用影响分析：预计 2010 年项目投产后输配能力将提高至 80 万吨/年左右，不仅可以满足 2010 年约 110 万居民用户和 3300 万工商用户的需求，还可以满足之后多年的用户增长需求。根据公司测算，09、10 年项目投资当年新增毛利将分别达 0.7 和 0.6 亿。

表 4：深圳燃气 09 年投资计划

投 资 项 目	
福永抢险服务中心及调压站	282
沙井抢险服务中心及调压站	273
龙华抢险服务中心及调压站	272
横岗抢险服务中心及调压站	743
滨海调压站	100
方正微电子专用调压站	145
中部综合工业（卷烟厂）专用调压站	159
葵涌抢险服务中心及调压站	279
宝安区天然气调度抢险中心	16,348
回龙埔天然气管理调度中心	4,640
坪地抢险服务中心及调压站	174
坪山抢险服务中心及调压站	277
布吉西郊抢险服务中心及调压站	295
光明 LNG 调峰站	7,176
高压管线 37km	27,000
中压管线 70km	8,361
抢险抢修机具	1,500
自动控制系统	480
合 计	68,504

资料来源：招股意向书

3、行业发展趋势及公司竞争力分析

3.1 我国城市燃气行业发展空间较大

目前，我国天然气消费主要集中在工业和生活消费两个领域。工业消费包括化工、工业燃料、发电等。根据预测，随着我国经济快速持续发展和人民环保意识的提高，2006-2008 年我国天然气消费量分别为 556 亿立方米、693 亿立方米和 807 亿立方米。预计到 2012 年达到 1,400 亿立方米，2020 年将达到 2,000 亿立方米。天然气在我国能源消费结构中所占比重将由目前的 3% 提高到 2010 年的 7% 和 2015-2020 年的 10%。我国天然气消费结构正在从以化工消费为主的多行业、多用途的方向发展，城市管道天然气行业发展空间巨大。

3.2 管道天然气业务显著受益于价差稳定于高水平

管道天然气已然成为公司新的核心业务。根据预测，09 年天然气毛利贡献将达 60% 左右。国内管道天然气分销业务仍主要是成本加成定价模式，业绩增长因素主要分两方面：（1）价差；（2）售气量。

公司购销价差处于较高水平，尤其是 09 年现货天然气价格大幅下跌的情况下。09 年上半年深圳和异地天然气销售的单位毛利分别为 1.6 和 0.62 元/立方米。深圳民用天然气的购销差价率在各大城市中处于前列，达 140%；而商业用户大部分来自广东大鹏现货，但销价较居民高而维持较高购销差价率。这主要源于：

“能耗自给率低”维持较高售价。整个广东省能源贫乏，自给率不到 20%；由于暂时没有长输管道，国内天然气若运送到广东其低价优势也将消失。前些年广东省以高价的 LPG 为主要能源，引进国外 LNG 后，当前较高售价下（相比于国内其它城市）的天然气仍较 LPG 来得经济。

低采购成本。当前深圳地区售气量占公司总量的 90%，气源是广东大鹏

签订的澳大利亚进口气，稳供期 27 万吨/年，价格不高于 1.7 元/立方米（含税），大大低于广东省其它途径可获得的气价，甚至低于其它城市可获得的国内气价。

“西二线” 2011 年开始成为深圳主要气源，首年协议价不超过 3 元/立方米（含税）；稳供期 320 万吨/年，考虑天然气价长期上涨以及该部分气主要以收取固定管输费盈利，该项采购价对公司长期盈利十分有利。

清晰的定价机制。深圳燃气是国内公用事业特许经营权的最早实践者，其定价机制以及相关管网产权关系都非常明晰。

3.3 公司售气量：未来 3 年年均增长 20%-25%

行业层面看，我国天然气消费量非常小，07 年仅占到世界总消费量的 2.3%，与我国经济发展规模不相匹配。行业发展尚处起步阶段：（1）人均消耗水平低，人均仅 40 立方米/年，为发达国家的 1/10；（2）消费以居民为主，达 70%，而发达国家天然气发展到后期工商用户占据主要；（3）气化率低，城市管道气化率仅为 42%，约为发达国家的 1/2。但天然气具有环保性和消费的经济性，单位热值价格便宜，如深圳居民用天然气价格为 3.5 元/立方米，不到同等热值 LPG 的 2/3。这都决定了天然气将成为城市燃气的发展方向。

公司层面看，07、08 年公司天然气销售量受益于深圳地区石油气替代分别维持 420% 和 110% 的高增长。不考虑 2011 年下游电厂可能的巨额耗气增量情况下，未来 3 年天然气总销售量将维持 20%-25% 的年均复合增长水平。

深圳天然气居民用户数未来几年将维持稳定增长，源于：（1）剩余的管道石油气用户替换，当前仍有 2.7 万户管道石油气用户；部分小区实施瓶组站供气情况最终将实现替代。（2）气化率提升，根据深圳市燃气发展规划，2010、2015 年居民天然气气化率分别达 45% 和 60%，用户数分别达 110 万和 180 万；（3）人口增长，08 年底深圳常住人口达 877 万，户籍人口达 232 万并且快速增长。根据深圳气化率规划，09-10 年、2011-2013 年居民用户将分别维持约 17%、10% 的复合增长。

异地天然气居民用户数未来 3 年平均每年增加约 1.5 万户，保持 15%-20% 的增速，主要源于：（1）项目运营步入成熟：公司异地用户数 07-08 年年均增加 1.45 万户左右，当前项目多处于运营初期，随着气化率提升用户数将进一步增加。（2）项目扩张：异地经营的经验将为公司进一步“圈地”，实现外延扩张奠定基础。公司规划异地经营管道燃气的城市数量由 2008 年的 11 个发展到 2010 年的 15 个。

根据规划，深圳地区 2010 年天然气工商业用户数达到 3300 户，维持 11%-12% 的年均增长。我们认为深圳地区工业用气得以大幅增长主要源于地区自身优势：（1）经济可行：当前深圳工业用户燃料 50% 来自重油。按同等热值计算，09 年深圳工业用户使用重油成本相当于天然气 3.5-3.6 元/立方米，比公司实际销售价 4.0-4.3 元/立方米低 10%-20%。但天然气较为清洁，可以降低产品次品率（如玻璃厂）和环保成本。总体上当天然气价格在 4 元左右时，容易实现重油替代。（2）环保要求：广东作为能耗大省自给率却不到 20%，经济发展和环境保护的矛盾最为突出，珠江三角洲因燃煤电站环境污染严重，政府对此极为重视。若政府方面提高环保要求，更将加大工业用户油改气意愿。（3）LNG 发展领先：在国家和地区政府大力支持下，广东省 LNG 项目（国内首个）06 年投产；而深圳则作为首批供气城市之一，06 年 8 月开始接收天然气。LNG 发展走在全国前列。

电厂售气将成为 2011 年后强劲增长点。2011 年中期，西气东输二线将向深圳供气，稳供期达到 40 亿立方米/年（折合 320 万吨），其中有 80% 供给当

地新建电厂，20%供给其它工商业用户。电厂天然气供应需采用高压输配系统，公司目前正着手建设深圳市天然气高压输配系统工程（西二线配套工程）。

电厂用气将成为公司 2011 年后业绩强劲的增长点，源于：（1）“管输”模式。届时电厂用气的盈利模式采取“管输”模式，即收取管输费，管输价格初步定在 0.33 元/立方米左右，这将保证业绩的稳定性。（2）巨大销售量。电厂用户是耗气量最大的用户，其对深圳能源结构调整至关重要。1 台 18 万 KW 的 9E 机组按每年发电 5000 小时算其用气量就可达 1.7 亿立方米/年（约 13.6 万吨）。而根据《深圳市电力管网专项规划（2004~2010）》，深圳计划“油改气”的中小型燃油电厂就达 430 万 KW。

3.4 天然气参股项目进入回报期

广东大鹏公司（参股 10%），主营 LNG 进口及销售，与澳大利亚西北大陆架公司签订 25 年（2006 年起至 2031 年止）照付不议的购气合同，累计采购量约 8,956 万吨；销售地主要集中于深圳、惠州、东莞、广州和佛山。该公司具两大特点：（1）高盈利，受益于 0.731 元-0.897 元/立方米（离岸价）的极低采购成本；（2）高分红，受益于分散且平均的股东结构，最大股东中海油持股 33%，除提取必须的公益金外净利基本于当年分红。该项目近 2 年开始进入回报期，08 年获得 07 年度分红 2,200 万元，09 年获得 08 年度分红约 6,000 万元。预计 2010-2012 年（2011 年进入稳产期）分红将随大鹏产量增加分别维持 30%、10% 和 10% 的增速，之后保持相对稳定，成为公司稳定的投资收益来源。

深圳大鹏公司（参股 10%），从 07 年开始经营现货天然气批发业务，09 年度获得 08 年分红 422 万元，其股东结构以及购气增长趋势与广东大鹏一致。预计 2010-2012 年分红将分别维持 20%、10% 和 10% 增速，成为稳定的投资收益来源。

4、盈利预测

预计公司 2009-2011 年实现收入为 34.73、41.08 以及 49.96 亿元，分别同比增长-23%、18% 和 22%；实现归属母公司净利润为 2.59、2.92 和 3.61 亿元，分别同比增长 36%、13% 和 24%，实现每股收益分别为 0.21、0.24 和 0.29 元。

表 5：深圳燃气盈利预测（单位：百万元）

利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	5679.56	4514.62	3473.00	4108.00	4996.00
减：营业成本	4887.34	3659.57	2562.00	3120.00	3890.00
营业税金及附加	9.61	9.58	7.37	8.72	10.60
营业费用	462.52	504.13	524.77	597.71	642.49
管理费用	99.36	96.60	109.40	115.02	124.90
财务费用	6.50	30.41	42.75	1.92	-15.20
资产减值损失	2.24	-0.01	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	-1.63	29.82	90.00	100.00	110.00
营业利润	210.36	244.16	316.71	364.63	453.21
加：其他非经营损益	21.46	10.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	231.82	254.36	316.71	364.63	453.21
减：所得税	33.27	33.90	15.87	24.87	33.29
净利润	198.55	220.47	300.84	339.75	419.92
减：少数股东损益	42.08	30.80	42.03	47.47	58.67

归属母公司股东净利润	156.47	189.66	258.81	292.28	361.25
每股收益	0.14	0.17	0.21	0.24	0.29

资料来源：国都证券研究所

5、估值定价及申购建议

公司在业务结构上与港股城市燃气运营商非常相似，我们分别选取香港市场相类似的城市燃气运营商对比分析。港股中，郑州燃气由于规模小不具可比性，天津天联公用的一致预期数据不全；A 股中长春燃气和大通燃气预期数据不全，将这几个公司剔除。由于同属于公用事业行业，可以参考 A 股电力行业上市公司估值水平。

A 股城市管道天然气业务规模较大的中能股份和华闻传媒 09 年平均市盈率为 39 倍，电力行业平均市盈率为 35 倍。香港可比公司 09 年平均 PE 水平为 23.69，平均 PB 水平为 2.61。A 股可比公司由于基本上涉及其余业务，可比性相对较弱，而港股公司大部分经营的是内地城市燃气业务，业务模式与深圳燃气非常接近。由于所处地区深圳经济发展、能源结构、环保要求等方面的特殊性，深圳燃气与传统意义上的居民用气为主、稳定增长的燃气厂商有所不同，未来几年普通工商业及电厂用气将带来业绩的高成长，同时异地项目存在进一步外延扩张的可能。考虑到当前 A/H 股溢价水平，给予公司 22-27 倍市盈率，预计 09 年公司 EPS0.21 元，对应估值区间为 4.62-5.67 元/股。建议申购价为 5.2 元。

表 6：A 股类比公司市盈率统计表

证券代码	证券简称	PE (2009E)	PE (2010E)	PE (2011E)
600642.SH	中能股份	18.84	17.11	15.79
000793.SZ	华闻传媒	59.60	53.48	50.13
平均值		39.22	35.30	32.96
000027.SZ	深圳能源	15.00	16.82	16.32
000539.SZ	粤电力 A	19.34	19.24	16.77
000543.SZ	皖能电力	50.14	42.59	45.38
000600.SZ	建投能源	36.71	27.26	21.11
000601.SZ	韶能股份	71.92	30.34	29.38
000690.SZ	宝新能源	18.73	19.11	14.05
000899.SZ	赣能股份	66.91	59.68	49.35
600011.SH	华能国际	19.55	17.60	15.37
600021.SH	上海电力	46.87	21.58	13.82
600027.SH	华电国际	29.91	23.48	17.98
600098.SH	广州控股	25.27	23.03	17.20
600642.SH	中能股份	18.84	17.11	15.79
600674.SH	川投能源	48.80	31.67	36.22
600795.SH	国电电力	24.52	20.75	17.31
600863.SH	内蒙华电	39.85	23.51	19.18
600886.SH	国投电力	46.43	27.41	21.88
601991.SH	大唐发电	54.88	39.67	31.20

000993.SZ	闽东电力	30.04	27.12	
600101.SH	明星电力	24.52	20.40	19.71
600131.SH	岷江水电	44.78	26.32	14.37
600236.SH	桂冠电力	28.74	25.22	21.00
600310.SH	桂东电力	49.47	42.32	
600505.SH	西昌电力	25.45	34.40	28.28
600900.SH	长江电力	28.12	19.26	18.55
600969.SH	郴电国际	27.20	23.17	18.67
600995.SH	文山电力	26.24	20.52	17.23
000531.SZ	穗恒运 A	19.16	18.31	15.38
600396.SH	金山股份	66.02	21.72	15.17
600578.SH	京能热电	29.05	20.32	18.33
600982.SH	宁波热电	41.04	37.47	35.91
平均值		35.78	26.58	20.70

资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

表 7：香港燃气上市公司估值指标统计表

代码	国家	公司简称	PE			PB		
			09E	10E	11E	09E	10E	11E
1083	HK	港华燃气	22.03	17.2	14.69	0.86	0.82	0.77
2688	HK	新奥燃气	18.27	15.05	12.86	3.01	2.62	2.27
384	HK	中国燃气	26.54	20.73	14.87	2.64	2.56	2.2
0003	HK	香港中华煤气	27.9	27.55	26.06	3.94	3.67	3.45
平均值			23.69	20.13	17.12	2.61	2.42	2.17

资料来源：wind 资讯，国都证券研究所

6、风险提示

（1）天然气现货价短期暴涨而售价未即时联动

我们认为未来几年内天然气现货价格将处于上升趋势，但短期出现暴涨概率不大，09 年现货价格处于较低水平时公司已主动降低工商业售价。我们假设未来几年工商业销售价格基本稳定，价差随进价上升而缩小，但由于公司售价具有上浮空间而将维持较高水平。但若现货价短期内暴涨，售价未能即时联动将影响短期业绩。

（2）气化率目标无法按计划实现

根据历史经验，深圳的燃气发展规划一般都超预期实现，但也可能面临政策上的风险。政府可能受经济环境影响，推迟项目的实施。而当公司的计划投资项目与市政规划项目不一致时，公司的投资计划可能得不到批准，从而影响公司发展计划的按期实施，进而影响到用户的增长。

（3）LNG 项目充分实施对石油气业务的冲击

广东省 LNG 项目一期覆盖城市主要为广州、深圳、东莞、佛山等，其投产已经对所在城市的 LPG 市场造成了一定冲击，主要的 LPG 批发公司由于销售

区域涉及相关城市而不能幸免。如果 LNG 项目实施的进程加快，并且城市覆盖更加充分，则容易在短期内对整个 LPG 市场造成较大冲击，使得 LPG 批发厂商加剧对未覆盖区域市场的争夺，公司控股的华安公司可能就无法按照所假设的“LNG 消费最低增速”增长。

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。