

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209080266

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

植根深圳天然气市场，静待气从西边来

事件描述

近日我们对深圳燃气（601139）进行了调研，与高管就公司经营情况和未来发展进行沟通。

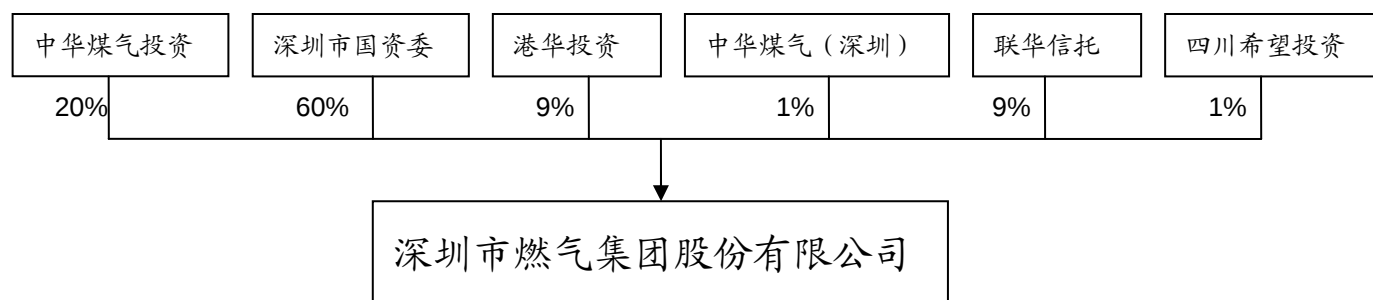
事件评论

- 公司是深圳地区唯一的燃气供应商，在全国燃气供应规模中排第三位。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。目前拥有深圳市及江西、安徽、广西三省区共 12 个城市的管道燃气 30 年特许经营权（独家经营权）。
- 公司目前主要服务区域为深圳，供气收入占公司整个天然气供应收入的 90%，在其他地区的供气量相对较少，一般多为一个地区的某个区域，而这些区域居民接驳户数比较少，没有形成规模效应，整体收入占整个天然气收入的 10%。公司与大鹏签订 25 年照付不议合同，前期签订的合同已经具有价格优势的前提下，同时随着人民币不断升值，其实在上游价格以美元计价时，支付人民币减少，相当于购气成本下降。
- 西气东输二线在 2011 年底将通气，公司与中石油签订 25 年照付不议合同，协议为 40 亿立方（达产气量），我们预计西气二线到达深圳的价格为 3 元/立方米水平，按照现行深圳市的供气价格，整体上还是存在盈利空间的。目前居民和工业用气分别占比为 1: 1，西气二线开通后，公司供气量在 2012 年之后将会大幅增加，现在市场上每吨天然气整体上要比柴油要便宜 30%，因此在一定程度上为清洁能源的广泛使用提供的发展依据。
- 管道石油气：今年随着深圳最后一个区域的转换工作完成后，管道石油气将完全改为天然气，今年供应量为 2 万吨，预计 2011 年之后可以初步认为没有管道石油气供应。液化石油气：公司今年目标是 10-11 万吨，上半年已经完成 6.75 万吨，预计今年可以达到 14 万吨，液化石油气业务相对稳定，在某些未有管网的地区，仍然需要使用瓶装石油气，因此这一块在未来维持稳定态势。
- 我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.26 元、0.35 元和 0.47 元，对应动态市盈率为 45.17、32.92 和 24.86 倍。公司估值相对于天然气行业的估值水平偏高，但考虑到公司从 2012 年起西气二线开通之后，管输业务有一个大幅的增长，公司管输收入将有一个较大幅度的提升，我们首次给予“谨慎推荐”评级。

公司概况

公司是深圳地区唯一的燃气供应商，在全国燃气供应规模中排第三位。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。目前拥有深圳市及江西、安徽、广西三省区共 12 个城市的管道燃气 30 年特许经营权（独家经营权）。

图 1：公司股权结构图



资料来源：长江证券研究所

地区供气垄断优势明显，供气在 2012 年后将出现激增

公司目前主要服务区域为深圳，供气收入占公司整个天然气供应收入的 90%，在其他地区的供气量相对较少，一般多为一个地区的某个区域，而这些区域居民接驳户数比较少，没有形成规模效应，整体收入占整个天然气收入的 10%。公司不断对深圳老城区管网改造，并铺建新城区管网设施，气源来自于广州大鹏 LNG，25 年照付不议合同，价格为 1.70 元/立方米，下游终端居民用气价格为 3.5 元/立方米；目前亨利港天然气现货价格已经在 4 美元/MMBTU 以上，按照大鹏的签订的合同价格为 2.85 美元/MMBTU，公司与大鹏签订 25 年照付不议合同，前期签订的合同已经具有价格优势的前提下，同时随着人民币不断升值，其实在上游价格以美元计时，支付人民币减少，相当于购气成本下降。

图 2：亨利港天然气价格走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

表 1：深圳天然气价格

用气类别	价格（元/立方米）
1、居民生活用气	实行阶梯气价，具体为：每年5月至10月每户每月用气量35立方米内及每年11月至次年4月每户每月用气量45立方米以内部分3.5元/立方米，超出部分4.00元/立方米。
2、学校教学及学生生活用气	3.5
3、公福（机关事业单位和企业职工食堂）用气	3.7
4、商业用气	一般商业用户 4.9
	特种商业（桑拿、歌舞厅） 5.8
5、工业用气	4.8

资料来源：招股书，长江证券研究所

西气东输二线在2011年底将通气，签订25年照付不议合同，协议为40亿立方（达产气量），我们预计西气二线到达深圳的价格为3元/立方米水平，按照现行深圳市的供气价格，整体上还是存在盈利空间的。

目前居民和工业用气分别占比为1:1，西气二线开通后，公司供气量在2012年之后将会大幅增加，现在市场上每吨天然气整体上要便宜30%，因此在一定程度上为清洁能源的广泛使用提供的发展依据。

在公司燃气满足民用的同时，可能适当扩充到电厂大客户的用气合同签订，由于燃气特许经营权存在，要求深圳在建的所有新燃气电厂都必须由深圳燃气供气，因此加大了下游电厂对公司的依赖性，公司的天然气输送量增加，势必公司的管网输送收入也会随着提高。

表2：深圳燃气与广东大鹏公司签订的合同内容

合同表述	最初十二个月	第二个十二个月	第三个十二个月	第四个十二个月	渐增期结束后至第二十个合同年每个合同年	第二十二个合同年之后的没一个合同年
始	2006年9月28号	2007年9月28号	2008年9月28号	2009年9月28号	2010年9月31号	2027年9月32号
止	2007年9月27号	2008年9月27号	2009年9月28号	2010年9月29号	2027年9月30号	2031年9月31号
合同量						
百万吉焦	3.29	8.05	11.13	12.59	14.76	9.96
万吨	6	14.8	20.4	23.1	27.1	18.3
备注	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年-第21年	第22年-第25年

资料来源：招股书，长江证券研究所

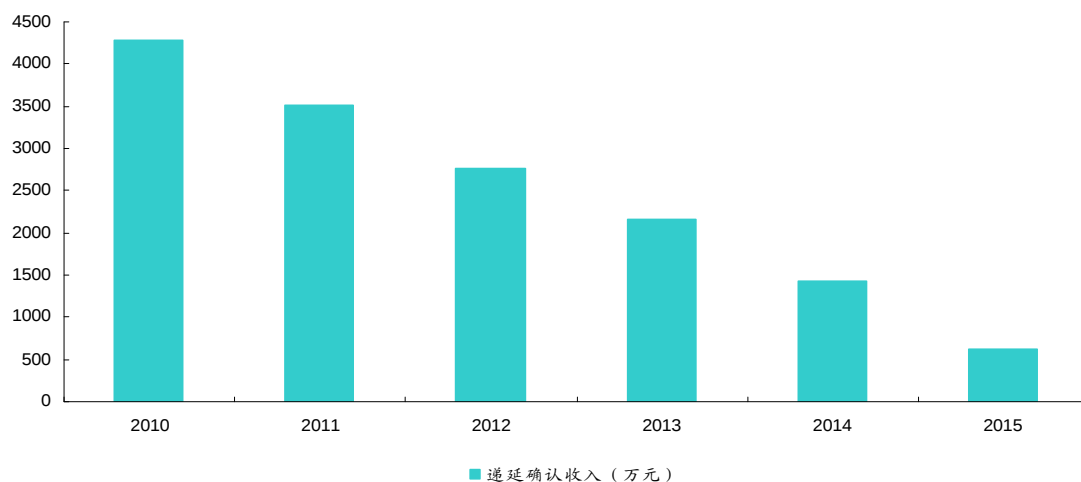
表3：西气东输二线合同内容

	2012	2013	2014	2015	2016	2016年以后
采购气量上限（亿立方米）	10.5	12.1	23.2	25.6	40	40
照付不议气量（亿立方米）	7.5	9.3	18.9	22	36	40

资料来源：长江证券研究所

在管网建设上，公司之前在深圳的管网是以 1 元钱从政府手中租用的，因此没有考虑管网折旧成本。而在其他地区的管网都是公司投资建设，前期向居民收取接驳费，计入后几年的递延收入，之后公司在深圳和其他地区的管网建设都要求自己和政府出资建设，折旧一般为 30 年，目前公司投资 15.5 亿建设深圳管网和募投项目天然气利用工程 14 亿，预计公司每年折旧费用达到 1 亿元。

图 3：公司管网接驳递延收入逐年下降



资料来源：长江证券研究所

表 4：公司在建工程中管网建设开始加力

项目名称	预算数
深圳市宝安天然气调度抢险服务中心及调压站用地	13661
天然气生产调度大厦工程	37984
深圳市天然气高压输配系统工程 1 标段	4433
深圳市天然气高压输配系统工程 2 标段	4609
深圳市天然气高压输配系统工程 3 标段	5280
深圳市天然气高压输配系统工程 6 标段	4479.2
深圳市天然气高压输配系统工程 7 标段	6495.5
深圳市天然气高压输配系统工程 9 标段	8668
深圳市天然气高压输配系统工程 10 标段	5779.4
深圳市天然气高压输配系统工程 11 标段	9040.9
合计	100430

资料来源：公司公告，长江证券研究所

管道石油气逐步被天然气所取代，液化石油气相对平稳

- 管道石油气：今年随着深圳最后一个区域的转换工作完成后，管道石油气将完全改为天然气，今年供应量为 2 万吨，预计 2011 年之后可以初步认为没有管道石油气供应。
- 液化石油气：公司今年目标是 10-11 万吨，上半年已经完成 6.75 万吨，预计今年可以达到 14 万吨，液化石油气

业务相对稳定，在某些未有管网的地区，仍然需要使用瓶装石油气，因此这一块在未来维持稳定态势。

盈利预测

盈利预测主要假设：

- 管网天然气每年供应量达到照付不议协议量；
- 管道石油气供应量从 2011 年开始降为 0；
- 石油气业务稳定；

根据上述假设，我们预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.26 元、0.35 元和 0.47 元，对应动态市盈率为 45.17、32.92 和 24.86 倍。公司估值相对于天然气行业的估值水平偏高，但考虑到公司从 2012 年起西气二线开通之后，管输业务大幅的增长，公司管输收入将有一个较大幅度的提升，我们首次给予“谨慎推荐”评级。

表 5：A 股天然气输送公司估值情况一览

证券代码	公司简称	股价	EPS（元）			P/E（X）		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
000593.SZ	大通燃气	8.22	0.320	0.000	0.000	25.69	/	/
002267.SZ	陕天然气	18.63	0.700	0.780	0.813	26.63	23.88	22.92
600256.SH	广汇股份	32.16	0.564	0.538	1.092	57.01	59.78	29.46
600333.SH	长春燃气	9.34	0.160	0.000	0.000	58.38	/	/
600635.SH	大众公用	7.43	0.150	0.172	0.200	49.53	43.07	37.06
600642.SH	申能股份	8.16	0.554	0.446	0.533	14.73	18.29	15.32
行业中值						38.08	33.48	26.19
601139.SH	深圳燃气	11.59	0.240	0.265	0.347	48.29	43.72	33.40

资料来源：wind，长江证券研究所

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	3864	5104	5864	6852	货币资金	1754	510	586	685
营业成本	2828	3822	4308	4933	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1036	1282	1556	1919	应收账款	333	440	506	591
% 营业收入	26.8%	25.1%	26.5%	28.0%	存货	435	588	663	759
营业税金及附加	15	19	22	26	预付账款	161	217	245	281
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	1	1	2	2
销售费用	587	776	891	1042	流动资产合计	2752	1847	2105	2438
% 营业收入	15.2%	15.2%	15.2%	15.2%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	102	135	155	182	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	长期股权投资	269	279	288	298
财务费用	54	50	25	21	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.4%	1.0%	0.4%	0.3%	固定资产合计	2418	2854	3263	3648
资产减值损失	5	3	2	3	无形资产	292	277	263	250
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	171	171	171	171
投资收益	56	100	110	110	递延所得税资产	3	0	0	0
营业利润	328	398	570	756	其他非流动资产	87	87	87	87
% 营业收入	8.5%	7.8%	9.7%	11.0%	资产总计	5992	5516	6178	6893
营业外收支	5	5	5	5	短期贷款	1810	573	572	428
利润总额	333	403	575	761	应付款项	488	660	744	852
% 营业收入	8.6%	7.9%	9.8%	11.1%	预收账款	254	336	386	450
所得税费用	41	60	104	137	应付职工薪酬	93	126	142	163
净利润	292	343	472	624	应交税费	25	35	56	72
归属于母公司所有者					其他流动负债	489	657	744	855
的净利润	269.3	315.6	433.1	573.4	流动负债合计	3159	2388	2643	2820
少数股东损益	22	27	39	51	长期借款	17	17	17	17
EPS（元/股）	0.22	0.26	0.35	0.47	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	502	602	676	869	负债合计	3176	2404	2659	2836
取得投资收益	82	90	100	100	归属于母公司	2441	2709	3077	3565
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	375	402	441	492
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2816	3112	3518	4057
固定资产投资	-556	-601	-609	-619	负债及股东权益	5992	5516	6178	6893
其他	133	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-424	-511	-509	-519		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.219	0.257	0.352	0.466
股权融资	896	0	0	0	BVPS	1.98	2.20	2.50	2.90
银行贷款增加（减少）	1	-1237	-2	-144	PE	52.93	45.17	32.92	24.86
筹资成本	190	-98	-90	-107	PEG	1.85	1.58	1.15	0.87
其他	-385	0	0	0	PB	5.84	5.26	4.63	4.00
筹资活动现金流净额	702	-1334	-91	-251	EV/EBITDA	26.51	22.81	17.62	13.69
现金净流量	780	-1244	76	99	ROE	11.0%	11.6%	14.1%	16.1%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。