

增持 首次

燃气行业

2011 年 05 月 19 日

关注掌握上游气源的优势企业—— 燃气行业 2010 年报及 2011 一季报点评

公共事业行业分析师：陆凤鸣
SAC 执业证书编号：0190210030002
lufm@htsec.com
021-23219415

公共事业行业助理分析师：白瑜
SAC 执业证书编号：0850209010592
baiy@htsec.com
021-23219430

总体观点：

城市燃气天然气气源年需求增速 25%以上。城市燃气作为现代经济社会的基础设施，其普及率正逐年提升。而我国天然气城市燃气目前的占比仅为 42%，参考发达国家 60-70%的比例、及我国的“十二五”能源规划，未来 5 年我国天然气城市燃气增速将保持在 25%以上。随着我国国内天然气管网的铺设加速，主干管线（如西气东输一线、二线）附近的省份其天然气使用比率有望率先明显提升，未来天然气城市燃气的使用地区将从目前的新疆、青海、陕西、四川等天然气气田沿线，逐步辐射全国。

行业评级：增持（首次）。从收入增速来看，城市燃气全行业的收入在过去 5 年持续保持 20%以上的高速增长；而从上市公司来看，2010 年燃气营业收入总体同比增长 16%。从盈利能力来看，全行业从 2006 年初的盈亏平衡线到目前平均 9%左右的利润率；上市燃气公司加权综合毛利率为 15.95%，行业平均燃气业务毛利率为 19%，期间费用率稳定在 10%左右。现金流稳定，而受到近期燃气建设加快的带动，上市公司资产负债率提升，未来可能有一定的股权融资需求。

行业总体呈现收入增速较快，盈利能力稳定的特征。考虑到未来行业巨大的成长空间、及相关政策扶持，首次给予城市燃气行业“增持”评级。

重点关注公司。在下游需求旺盛，而上游油气资源紧张的背景下，我们认为天然气上市公司中未来增长较快的企业主要还是在于其是否掌握上游气源，领先科技（改组后为“中油金鸿”）正是凭借着其与中石油的良好合作关系，开拓了众多中部省份的城市燃气市场，其后续发展值得关注。

1. 燃气行业相关政策、供需、行业盈利数据跟踪

- **城市燃气蓬勃发展，气源成瓶颈：**城市燃气作为现代经济社会的基础设施，其普及率正逐年提升，从供给结构来看，以天然气为气源是长期发展方向。当前制约城市燃气发展的因素主要有 2 个：一方面是气源的制约，为此我国积极开拓国内油气田（包括煤制气、煤层气等多种方式），同时加快海外气源的引进；另一方面是价格的制约，由于我国之前一直采用较低的天然气价格以鼓励使用，而随着国内开采成本、以及国外引进气源的价格攀升，未来国内城市燃气（天然气）的价格还将持续上升，由此将带来一定的通货膨胀压力。
- **天然气城市燃气需求增速 25%以上：**2009 年城市燃气总体表现出较快的增长，其中，城市燃气用煤气、液化石油气、天然气的使用量为 361 亿立方米、1340 万吨、405 亿立方米，分别同比增长 1.61%、0.82%、10.07%。与国外天然气占比达 60-70%的水平相比，我们以天然气作为城市燃气气源占比仅为 42%，未来还有较大的成长空间。随着经济各领域、以及居民消费的增加，预计未来 5 年我国天然气城市燃气增速将保持在 25%以上。
- **天然气在城市燃气供给占比快速提升：**从城市燃气使用人口的比例来看，随着我国天然气开发利用的成熟，使用天然气作为气源在总城市燃气人口中的占比从 1996 年的 10%，提升到 2009 年底的 42%，尤其是进入 2000 年之后，年复合增速超过 20%。目前天然气的主要使用地区仍旧集中在新疆、青海、陕西、四川等天然气气田沿线。随着我国国内

天然气管网的铺设加速，主干管线（如西气东输一线、二线）附近的省份其天然气使用比率有望率先明显提升，并逐步辐射全国。

- 燃气行业收入、盈利能力持续提升：**我国城市燃气的收入在过去 5 年持续保持 20%以上的高速增长，这一方面得益于我国城市燃气的普及率提高、居民用气量的快速提升；另一方面也得益于城市燃气价格的缓步提高。这也直接带动了燃气企业的盈利能力持续提升，从 2006 年初的盈亏平衡线到目前平均 9%左右的利润率。

2. 燃气行业及个股市场表现跟踪

- 燃气指数表现一般，08 年后享受高估值溢价：**从过去 1 年的市场走势来看，海通燃气大部分时间跑输沪深 300 指数，累计超额收益率为-5.63%。过去 12 个月中，有 4 个月燃气板块月度涨幅超过沪深 300，总体表现一般。估值来看，不论从 PE 还是 PB 来看，燃气板块估值溢价水平都高于历史平均。但从估值溢价率变化能看到，燃气类上市公司近年来的溢价率在持续提升，我们认为这与行业所处的大背景有关。正如图 9（行业收入及利润水平变化），2008 年后行业企业平均利润率回升到 6-8%的正常水平，才逐步具备投资吸引力。
- 个股市场表现普遍不佳：**2010 年，燃气上市公司股价涨幅为正的有领先科技（+220.82%）、长春燃气（+7.82%）。2011 年以来，股价涨幅为正的上市公司有深圳燃气（+5.08%），大众公用（0%）。重组变身后的领先科技以其特有的上游气源优势、较高的管理水平成为投资者最为青睐的燃气类上市公司。
- 关注掌握上游气源的优势企业：**在下游需求旺盛，而上游油气资源紧张的背景下，我们认为天然气上市公司中未来增长较快的企业主要还是在于其是否掌握上游气源，领先科技（改组后为“中油金鸿”）正是凭借着其与中石油的良好合作关系，开拓了众多中部省份的城市燃气市场，其后续发展值得关注。

3. 燃气上市公司经营性数据跟踪

- 2010 年燃气公司燃气业务收入同比增长 16%：**2010 年燃气上市公司的营业总收入同比增长 30.35%，增速比 2009 年提高 31 个百分点。收入增速较快的有陕天然气（+24%）、深圳燃气（+70%）。剔除其他业务后，燃气上市公司整体城市燃气业务收入同比增长 16%。
- 2010 年燃气公司综合净利润率下滑 2%：**2010 年，上市燃气公司加权综合毛利率为 15.95%，同比下降约 5 个百分点，其中，行业平均燃气业务毛利率为 19%，同比下降约 3 个百分点；加权净利润率为 8.12%，同比下降近 2 个百分点。造成上市燃气公司的盈利能力下滑的原因，我们猜测主要是因为 2010 年 6 月开始，国家提高了天然气出厂价格，而到 2010 年下半年各地要求提高天然气销售价格的时候恰逢通货膨胀快速提升，所以提价要求都被暂时压制，因而挤压了燃气销售类企业的盈利空间。
- 2011 年 1 季度收入增长 20%、盈利水继续下滑：**2011 年 1 季度燃气上市公司的营业总收入同比增长 22.74%，2011 年 1 季度来看，上市燃气公司的综合毛利率和净利润率分别下滑 2 个百分点、0.8 个百分点，只有深圳燃气净利润率水平有所提升，其 2011 年 1 季度净利润率为 6.37%，较 2010 年 1 季度上升 0.36 个百分点。
- 费用率略降 3%，负债率提高，融资需求加大。**从上市燃气公司 2010 年总体期间费用率为 10.7%，较 2009 年 13.3%下降约 3 个百分点。2011 年 1 季度则进一步下降为 8.6%；2010 年行业平均负债率有所提升，从 2009 年底的 44.64%提高到 50.81%。2011 年 1 季度为 50.95%，较 2010 年 1 季度同比增加 5 个百分点。上市公司经营性现金流基本与上年持平。结合其负债率及现金流的变化，我们认为随着“十二五”我国城市燃气的快速推进，大量基础设施建设将促使上市公司对外投资力度加大，未来不排除上市公司股权融资的需求较大（如，深圳燃气 2011 年 4 月已经公布非公开增发方案）。

燃气行业相关政策、需求供给、盈利等数据跟踪

近期政策跟踪点评

城市燃气作为现代经济社会的基础设施，其普及率正逐年提升，从供给结构来看，以天然气为气源是长期发展方向。当前制约城市燃气发展的因素主要有 2 个：

一方面是气源的制约，为此我国积极开拓国内油气田（包括煤制气、煤层气等多种方式），同时加快海外气源的引进；另一方面是价格的制约，由于我国之前一直采用较低的天然气价格以鼓励使用，而随着国内开采成本、以及国外引进气源的价格攀升，未来国内城市燃气（天然气）的价格还将持续上升，由此将带来一定的通货膨胀压力。

表 1 过去一年国内燃气相关行业政策跟踪（2010/1-2011/5）

2010-1-14	海关总署的报告称，今年中国国内天然气供需缺口估计为 300 亿立方米，到 2015 年将扩大至 400 亿立方米。
2010-4-27	天津、辽宁、吉林、黑龙江、山东、河南、重庆、四川、云南、青海在内的多个省份，均收到了国家发改委下发的《关于调整天然气管道运输价格的通知》。据悉，本次调整将根据输气距离的不同，相应地在现行管输价格上，每立方米上涨 0.08 元。
2010-5-31	国家发改委公布《关于提高国产陆上天然气出厂基准价格的通知》，自 2010 年 6 月 1 日零时起，中国国产陆上天然气出厂基准价格由每千立方米 925 元提高到 1155 元，每立方米提高 0.23 元，提价幅度为 24.9%。
2010-6-18	国家发改委下发通知明确指出，在国家尚未制定明确的产业政策前，各级地方政府不得擅自核准或备案煤制天然气项目，煤制天然气及配套项目由国家发改委统一核准。这不但意味着今后各地新上煤制天然气项目越来越难，而且意味着目前各大能源企业正在积极上马的煤制天然气项目也可能会暂缓。
2010-11-17	在 IEA 发布的《世界能源展望》(World Energy Outlook)年度报告中，该机构预计，到 2035 年，全球天然气消费量将在 2008 年 3.1 万亿立方米的基础上增长 44%，达到 4.5 万亿立方米。中国将在今后 20 年里推动全球能源需求飙升，预计 2008 年至 2035 年期间，中国能源需求将飙升 75%，在全球能源使用量预期增长中占到 36%。
2010-11-25	河南平顶山、辽河、大庆、长春、河南文留、鄂尔多斯、河北雁翎、江苏淮安、湖北潜江、湖北应城、云南安宁等 11 地已被列入国家油气储备选址。目前已建和在建的储气库有四个，分别为大港储气库群，京 58、京 51、永 22 储气库，苏南金坛储气库，苏北刘庄储气库。在 2012 年之前上述四个储气库将全部投产。加大储气库建设，是国家能源发展的重要战略之一。知情者告诉记者，国家能源局要求天然气储备量占天然气需求量 20%-25%，以确保天然气稳定供应。中国石油规划总院预测，2020 年国内天然气需求将达 3500 亿-4000 亿立方米，意味着届时国内天然气储气量应达 700 亿-1000 亿立方米。
2010-11-25	《莫斯科时报》24 日报导，俄罗斯总理普京周二表示，俄中两国就天然气出口价格谈判已经取得阶段性进展，两国最快将于明年中签署协议。报导说，中国方面要求俄罗斯在坚持输华天然气价格与欧洲看齐的基础上给予适当折扣优惠。俄气在这次谈判中同意给予中国价格折扣及其他优惠，但是折扣幅度和具体优惠办法目前还没有确定。
2010-12-3	国家发改委稳定物价的措施一出，全国多地的天然气涨价计划紧急刹车。目前，广东、江苏、河南等正在酝酿天然气调价的省份已经暂停计划。河北省物价局则强调，天然气今年年底前不涨价。
2010-12-28	山西省政府新闻办 12 月 23 日召开新闻发布会，省发改委副主任李永平在会上说，2010 年底山西煤层气瓦斯气抽采量达 44 亿立方米，煤层气利用率达 40%，居全国首位。
2011-1-21	“2011 年度全国能源工作会议”上，国家能源局并未公布天然气“十二五”规划的正式文本，但关于天然气“十二五”发展的几大目标却已基本确立：消费量年均增速 25%以上，到 2015 年，我国天然气消费目标初步定为 2600 亿立方米。天然气价格调整步伐加快，专家认为，“十二五”期间天然气提价进程将对消费造成一定影响。
2011-4-25	美国能源情报署(EIA)近日经过计算，认为全球范围内至少拥有可以按目前的价格经济开采出来的天然气储量 9270 万亿立方英尺，比上一次的估计数增加了 2650 万亿立方英尺，增加了 40%以上。

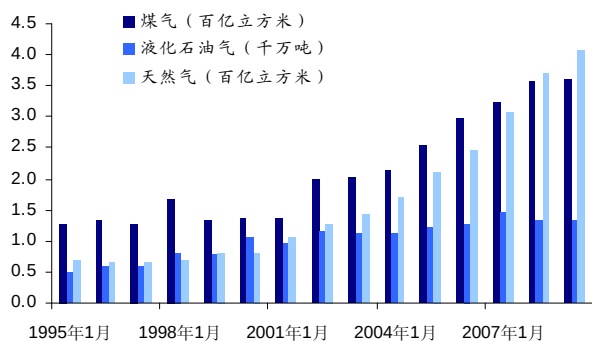
资料来源：WIND、海通证券研究所

城市燃气使用增速分析

2009 年城市燃气总体表现出较快的增长，其中，城市燃气用煤气、液化石油气、天然气的使用量为 361 亿立方米、1340 万吨、405 亿立方米，分别同比增长 1.61%、0.82%、10.07%。从燃气使用人口占比可以看到，截至到 2009 年底，我国使用煤气、液化石油气、天然气的人口分别占 9%、49%、42%。与国外天然气占比达 60-70%的水平相比，我们以天然气作为城市燃气气源还有较大的成长空间。随着经济各领域、以及居民消费的增加，预计未来 5 年我国天然气城市燃气增速将保持在 25%以上。

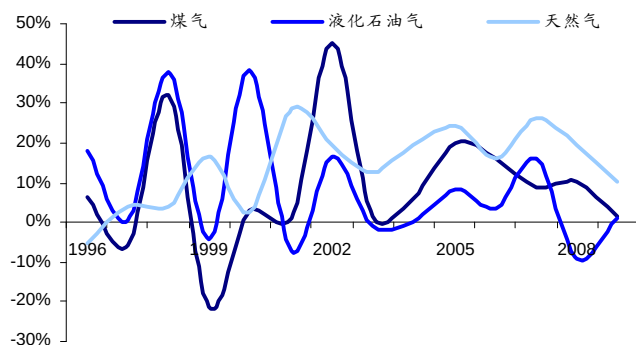
从城市燃气普及率来看，2009 年全国平均为 91%，较 2005 年末增加近 10 个百分点。区域分布来看，沿海经济发达地区的燃气普及率均在 95%以上，其中，北京、天津、上海均已经达到 100%；普及率最低的 5 个省市依次是贵州（68%）、河南（73%）、甘肃（73%）、内蒙古（75%）、云南（78%）。

图 1 我国不同气源城市燃气使用量 (1995-2009)



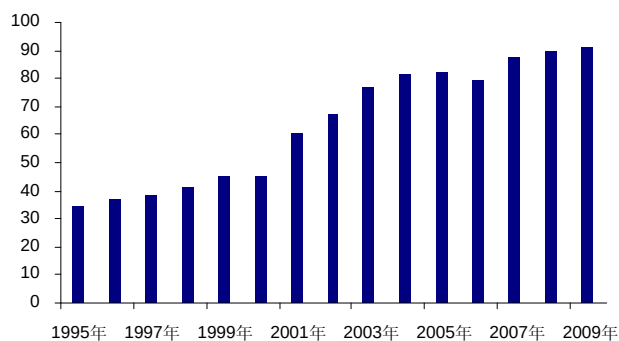
资料来源：统计局、海通证券研究所

图 2 我国不同气源城市燃气使用量同比增速 (1996-2009)



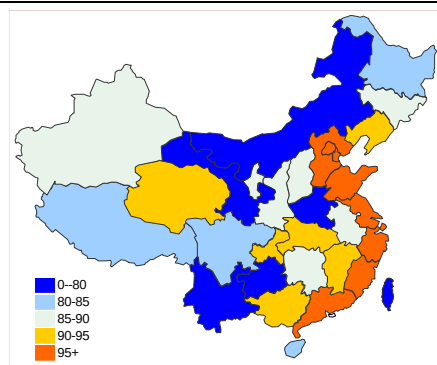
资料来源：统计局、海通证券研究所

图 3 我国城市燃气普及率 (1995-2009) (%)



资料来源：统计局、海通证券研究所

图 4 各地城市燃气普及率 (2009) (%)

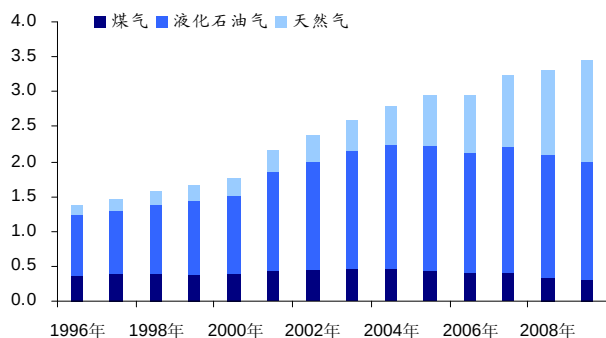


资料来源：统计局、海通证券研究所

城市燃气供给结构分析

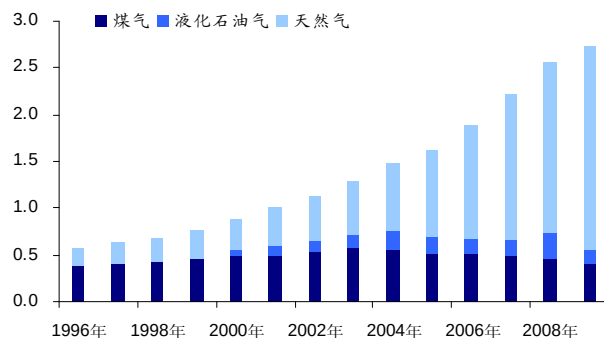
从城市燃气使用人口的比例来看，随着我国天然气开发利用的成熟，使用天然气作为气源在总城市燃气人口中的占比从 1996 年的 10%，提升到 2009 年底的 42%，尤其是进入 2000 年之后，年复合增速超过 20%。而从城市燃气管道长度的比例变化也可以看到，清洁便利的天然气正在逐步替代传统煤气，截至到 2009 年底，城市燃气的总管道长度达到 27 万公里，其中，天然气管道长度达到 22 万。

图 5 不同气源城市燃气的使用人口占比 (1996-2009) (亿人)



资料来源：统计局、海通证券研究所

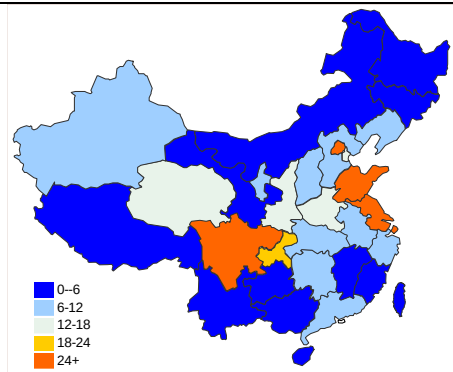
图 6 不同气源的城市燃气管道长度 (1996-2009) (十万公里)



资料来源：统计局、海通证券研究所

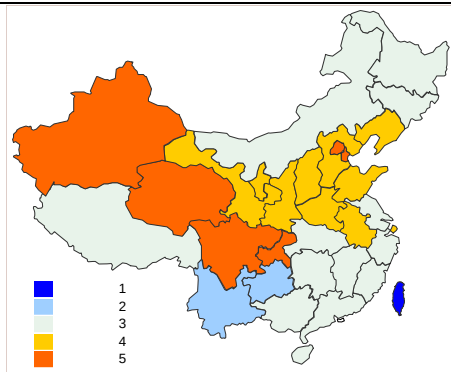
从区域来看，2009 年底我国使用天然气作为城市燃气气源，供气量最大的 5 个省市，依次是北京（68 亿立方米）、四川（51 亿立方米）、江苏（34 亿立方米）、上海（33 亿立方米）、山东（24 亿立方米）；而如果观察各地区城市燃气使用中天然气所占的比例大小，可以看到，目前天然气的主要使用地区仍旧集中在新疆、青海、陕西、四川等天然气气田沿线。随着我国国内天然气管网的铺设加速，主干管线（如西气东输一线、二线）附近的省份其天然气使用比率有望率先明显提升，并逐步辐射全国。

图 7 各省市城市燃气天然气供气量（2009）（亿立方米）



资料来源：统计局，海通证券研究所

图 8 各省市城市燃气各类气源占比（2009）



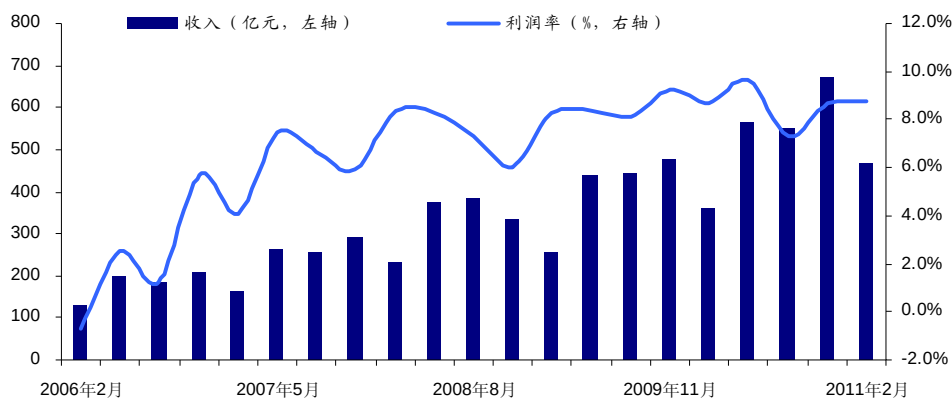
资料来源：统计局，海通证券研究所（天然气为 5，LNG 为 3，煤气为 1）

燃气行业盈利

从下图中可以看到，我国城市燃气的收入在过去 5 年持续保持 20% 以上的高速增长，这一方面得益于我国城市燃气的普及率提高、居民用气量的快速提升；另一方面也得益于城市燃气价格的缓步提高。这也直接带动了燃气企业的盈利能力持续提升，从 2006 年初的盈亏平衡线到目前平均 9% 左右的利润率。

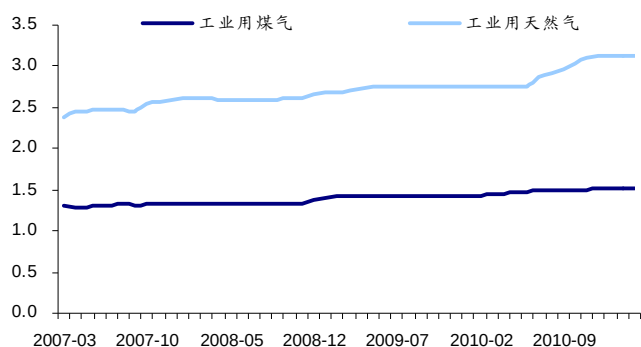
展望未来，随着我国能源规划中将天然气使用比例从目前的 4% 提高到 8%，未来我国城市燃气的普及率有望进一步提升。另一方面，随着我国引入国外气源作为补充，国内外天然气价格差势必将逐步缩小，因此未来较长一段时间我国的天然气价格将持续上升。总体来看，燃气行业的盈利规模将继续保持较高的增速。

图 9 燃气行业单季度收入及其利润水平（2006/2-2011/2）



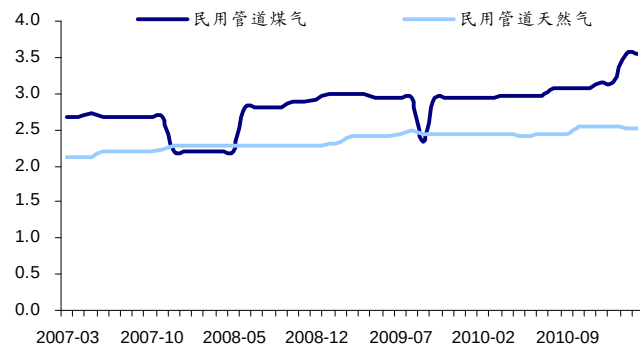
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 10 工业用煤气、天然气零售价 (2007-2011) (元/立方米)



资料来源：统计局，海通证券研究所

图 11 民用管道煤气、天然气价格 (2007-2011) (元/立方米)



资料来源：统计局，海通证券研究所

燃气行业及个股市场表现跟踪

从过去 1 年的市场走势来看，海通燃气大部分时间跑输沪深 300 指数，累计超额收益率为-5.63%。过去 12 个月中，有 4 个月燃气板块月度涨幅超过沪深 300，总体表现一般。

估值来看，不论从 PE 还是 PB 来看，燃气板块估值溢价水平都高于历史平均。

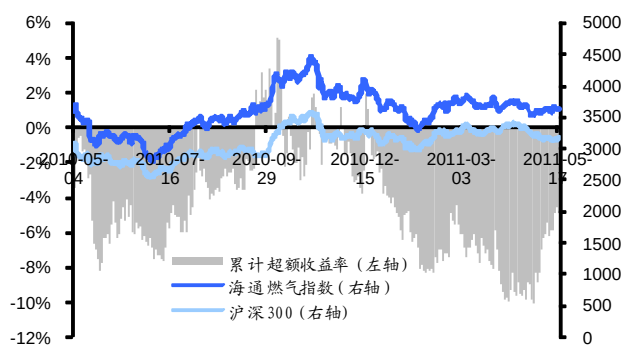
目前海通燃气指数 PB 为 4.5，较沪深 300 估值溢价率为 92.3%，而从历史平均溢价率水平来看，过去 6 年、过去 3 年、过去 1 年的燃气指数 PB 平均溢价率分别为 29.3%、67.8%、84.6%。

目前海通燃气指数 PE 为 42.7，溢价率为 189.3%。从历史平均溢价率水平来看，过去 6 年、过去 3 年、过去 1 年的燃气指数 PE 平均溢价率分别为 133.7%、143.7%、155.2%。

从估值溢价率变化能看到，燃气类上市公司近年来的溢价率在持续提升，我们认为这与行业所处的大背景有关。正如上图 9（行业收入及利润水平变化），2008 年后行业企业平均利润率回升到 6-8% 的正常水平，才逐步具备投资吸引力。

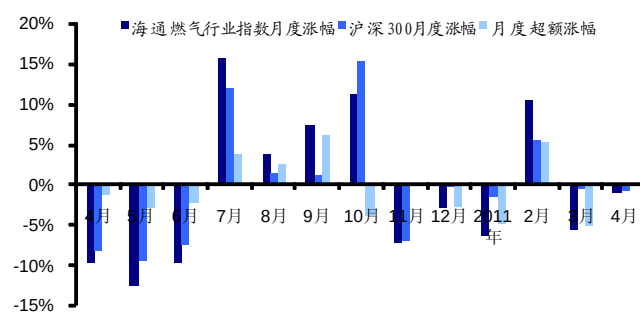
2010 年，燃气上市公司股价涨幅为正的有领先科技（+220.82%）、长春燃气（+7.82%）。2011 年以来，股价涨幅为正的上市公司有深圳燃气（+5.08%）。重组变身后的领先科技以其特有的上游气源优势、较高的管理水平成为投资者最为青睐的燃气类上市公司。

图 12 海通燃气相对沪深 300 超额收益率 (2010/4-2011/5)



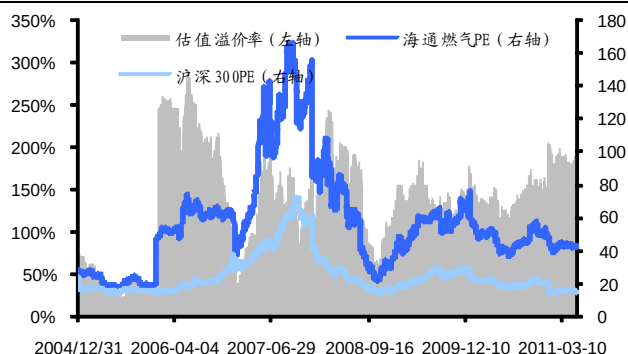
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 13 海通燃气相对沪深 300 月度涨跌幅 (2010/4-2011/4)



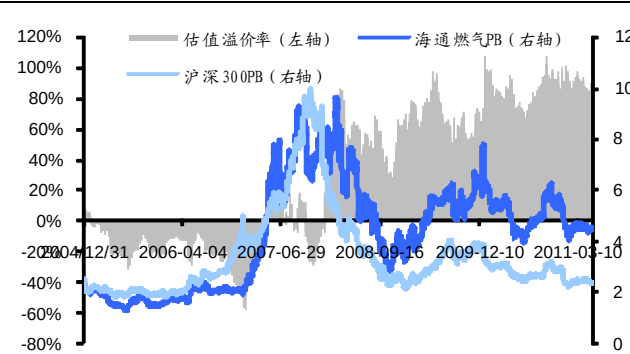
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 14 海通燃气、沪深 300 的 PE、及溢价率(2004/12-2011/5)



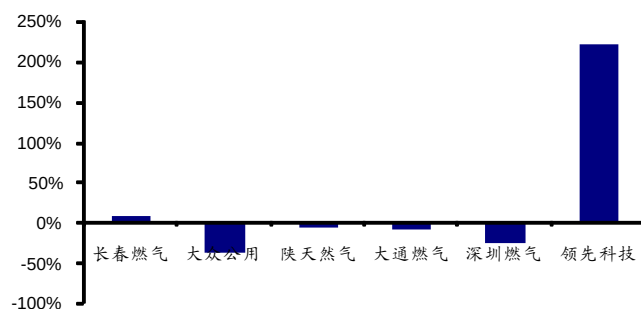
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 15 海通燃气、沪深 300 的 PB、及溢价率(2004/12-2011/5)



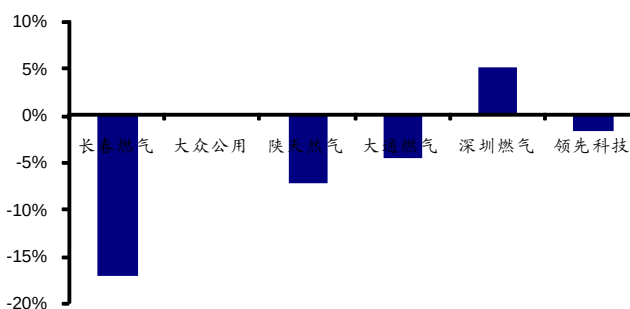
资料来源：WIND、海通证券研究所

图 16 燃气上市公司 2010 年涨跌幅



资料来源：WIND、海通证券研究所

图 17 燃气上市公司 2011 年以来涨跌幅



资料来源：WIND、海通证券研究所（截至 2011 年 5 月 18 日）

关注掌握上游气源的优势企业

从能源安全角度出发，我国未来将进一步提高天然气在整个能源使用中的占比，由此将极大的促进天然气在我国城市燃气中的发展。现阶段制约我国城市燃气中天然气发展的主要瓶颈在于气源问题，从“十二五”规划来看，未来我国将在加大西部地区天然气开采的同时，积极引入中亚、俄罗斯等国外气源。

在下游需求旺盛，而上游油气资源紧张的背景下，我们认为天然气上市公司中未来增长较快的企业主要还是在于其是否掌握上游气源，领先科技（改组后为“中油金鸿”）正是凭借着其与中石油的良好合作关系，开拓了众多中部省份的城市燃气市场，其后续发展值得关注。

表 2 燃气上市公司静态估值水平（2010 年年报）

	总股本 (亿股)	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	净资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	静态估值水平（倍）		
							市净率	市销率	市盈率 (2010)
陕天然气	5.08	19.39	98.58	24.65	24.80	4.04	4.00	3.98	24.41
大众公用	16.45	6.67	109.71	34.62	35.40	3.15	3.17	3.10	34.84
平均	40.68	58.30	436.62	102.02	146.47	11.28	4.28	2.98	38.70
深圳燃气	12.30	13.04	160.39	26.32	65.59	3.20	6.09	2.45	50.12
长春燃气	4.62	10.52	48.55	13.62	17.84	0.83	3.57	2.72	58.24
大通燃气	2.23	8.68	19.39	2.82	2.84	0.06	6.88	6.83	324.56

资料来源：WIND、海通证券研究所（取 5 月 18 日收盘价）

燃气上市公司经营性数据跟踪

上市公司收入分析

2010 年燃气上市公司的营业总收入同比增长 30.35%，增速比 2009 年提高 31 个百分点。收入增速较快的有陕天然气（+24%）、深圳燃气（+70%）。2011 年 1 季度燃气上市公司的营业总收入同比增长 22.74%，收入增速超过行业平均的有大通燃气（+23%）、陕天然气（42%）。

表 3 燃气上市公司收入相关数据（2007-2011Q1）

	营业总收入（亿元）					同比增长（%）			
	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2008	2009	2010	2011Q1
大通燃气	3.02	2.81	3.30	2.84	0.97	-7.03	17.38	-13.93	23.44
大众公用	25.90	30.31	34.16	35.40	11.13	17.03	12.67	3.65	9.71
长春燃气	13.14	18.44	16.28	17.84	5.36	40.35	-11.72	9.60	22.54
陕天然气	15.79	17.50	20.00	24.80	11.00	10.84	14.28	24.02	41.89
加权平均						-0.38	-1.61	30.35	22.74
深圳燃气	56.80	45.15	38.64	65.59	18.28	-20.51	-14.41	69.73	21.68

资料来源：WIND、海通证券研究所

剔除其他业务后，燃气上市公司整体城市燃气业务收入同比增长 16%，其中，只有大通燃气收入下滑，其主要是因为 2009 年公司下属牡丹江燃气公司转让。行业平均毛利率为 19%，同比下降约 3 个百分点，其中，大通燃气因为其下属的上饶燃气供气用户增加、气价上调等原因所以拉升了综合毛利率。

表 4 燃气上市公司城市燃气业务收入及盈利情况

	燃气供应收入			燃气供应毛利率		
	2009	2010	同比变化	2009	2010	同比变化
深圳燃气	13.96	18.85	35.03%	47.42%	34.96%	-12.46%
长春燃气	5.16	5.51	6.78%	16.47%	11.07%	-5.40%
加权平均			16.10%	22.06%	19.14%	-2.92%
陕天然气	19.77	24.55	24.18%	25.70%	23.30%	-2.40%
大众公用	27.13	28.17	3.83%	6.60%	5.64%	-0.95%
大通燃气	0.99	0.72	-27.27%	44.44%	52.78%	8.33%

资料来源：公司年报海通证券研究所

上市公司盈利分析

2010 年，上市燃气公司加权综合毛利率为 15.95%，同比下降约 5 个百分点。其中，高于行业毛利率的有深圳燃气（16%）、陕天然气（24%）、大通燃气（32%）。上市公司加权净利润率为 8.12%，同比下降近 2 个百分点。其中，高于行业毛利率的有大众公用（10%）、陕天然气（16%）。

2011 年 1 季度来看，上市燃气公司的综合毛利率和净利润率都略有下滑，只有深圳燃气净利润率水平有所提升，其 2011 年 1 季度净利润率为 6.37%，较 2010 年 1 季度上升 0.36 个百分点。

造成上市燃气公司的盈利能力下滑的原因，我们猜测主要是因为 2010 年 6 月开始，国家提高了天然气出厂价格，而到 2010 年下半年各地要求提高天然气销售价格的时候恰逢通货膨胀快速提升，所以提价要求都被暂时压制，因而挤压了燃气销售类企业的盈利空间。

表 5 燃气上市公司年报盈利相关数据 (2008-2011Q1)

	综合毛利率 (%)					净利率 (%)				
	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1
大通燃气	28.13	30.52	32.02	34.10	26.56	1.08	21.65	2.13	6.12	0.76
长春燃气	19.92	18.52	14.48	14.95	9.26	4.99	4.68	4.80	1.95	-1.14
深圳燃气	18.94	26.81	16.19	19.40	19.32	4.88	7.55	5.11	6.01	6.37
加权平均	18.26	20.84	15.95	19.21	17.11	7.31	9.83	8.12	8.97	8.15
大众公用	11.09	11.19	9.60	11.68	9.46	7.38	9.06	10.16	6.07	5.61
陕天然气	25.61	26.06	23.61	29.59	24.20	16.89	17.79	16.27	22.79	18.87

资料来源: WIND、海通证券研究所

从上市燃气公司的期间费用率变化来看, 2010 年总体为 10.7%, 较 2009 年 13.3% 下降约 3 个百分点。2011 年 1 季度则进一步下降为 8.6%。费用控制较好的公司主要有陕天然气, 其 2010 年全年总体期间费用率仅为 4.3%。

表 6 燃气上市公司主要期间费用率变化 (2007-2011Q1)

	销售费用率					管理费用率					财务费用率				
	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2007	2008	2009	2010	2011Q1	2007	2008	2009	2010	2011Q1
陕天然气	0.2%	0.1%	0.3%	0.3%	0.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	1.4%	3.1%	1.9%	1.0%	0.7%	0.6%
加权平均	5.7%	6.4%	7.5%	6.0%	4.9%	3.6%	3.5%	4.0%	3.4%	2.4%	1.9%	2.1%	1.9%	1.2%	1.3%
深圳燃气	6.3%	5.8%	7.0%	7.2%	6.2%	3.5%	3.9%	4.0%	3.9%	4.3%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%
长春燃气	2.9%	2.9%	2.8%	2.6%	3.0%	7.1%	5.0%	5.6%	5.8%	3.7%	5.2%	5.1%	3.5%	3.4%	3.3%
大众公用	8.1%	11.2%	15.2%	9.4%	8.2%	1.7%	2.1%	2.7%	1.8%	1.4%	0.1%	0.7%	1.4%	0.5%	0.7%
大通燃气	10.5%	9.6%	10.1%	13.5%	12.0%	9.4%	9.5%	9.5%	10.2%	9.2%	7.3%	7.4%	4.8%	3.2%	2.5%

资料来源: WIND、海通证券研究所

从上市燃气公司的负债率及现金流来看, 2010 年行业平均负债率有所提升, 从 2009 年底的 44.64% 提高到 50.81%。2011 年 1 季度为 50.95%, 较 2010 年 1 季度同比增加 5 个百分点。上市公司经营性现金流基本与上年持平。

结合其负债率及现金流的变化, 我们认为随着“十二五”我国城市燃气的快速推进, 大量基础设施建设将促使上市公司对外投资力度加大, 未来不排除上市公司股权融资的需求较大 (如, 深圳燃气 2011 年 4 月已经公布非公开增发方案)。

表 7 燃气上市公司资产负债率及经营现金流变化 (2008-2011Q1)

	资产负债率 (%)					经营现金流 (亿元)				
	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1	2008	2009	2010	2010Q1	2011Q1
陕天然气	29.45	27.36	37.94	26.77	36.30	4.01	5.96	7.32	2.18	1.23
长春燃气	34.42	32.68	40.94	37.27	41.17	2.25	1.07	0.98	0.25	0.14
平均	51.27	44.64	50.81	45.23	50.95	3.31	3.40	3.11	0.99	0.83
大众公用	64.34	58.21	56.34	59.01	56.39	3.57	4.40	2.81	1.52	1.57
大通燃气	65.13	51.96	58.34	48.94	59.30	0.41	0.53	0.54	-0.09	0.30
深圳燃气	63.04	53.00	60.48	54.19	61.57	6.30	5.02	3.88	1.11	0.93

资料来源: WIND、海通证券研究所

风险提示

宏观经济增速波动, 以及原材料价格波动, 可能影响行业需求及上市公司盈利水平。

信息披露

分析师声明

陆凤鸣：公共事业行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

覆盖上市电力公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、九龙电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、中能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。