



深圳燃气

区域燃气龙头：内生增长稳健，外延扩张有望提速

首次覆盖

投资亮点

稳健的区域城市燃气分销商。公司 2014 年天然气销售量为 15.2 亿立方米，预计 2015~2017 年将保持 10~15% 的售气量年均复合增速。同时，公司计划设立燃气并购基金，外延式扩张有望提速。

深圳车用气和燃气发电的增长潜力较大。考虑到 LNG 车辆补贴，以及下半年非居民气价有望下调 0.6 元/立方米，我们预计 LNG 车辆的投资回收期将从目前的 86 个月下降到 20 个月，LNG 车用气的增长可能恢复，预计深圳燃气的车用售气量在 2015~2017 年分别为 0.2、0.5 和 1 亿立方米，中长期市场规模在 6~7 亿立方米左右。考虑到气价的下调以及燃气发电容量电价的可能实施，预计深圳地区的天然气发电企业将由目前的亏损状态，RoE 提升到 2~5%，如果政策补贴能够同时落实，深圳天然气发电新项目将加快开工，公司在 2017~2020 年的电厂用气有望实现快速增长。

受益于全球 LNG 市场供大于求，公司 LNG 进口项目盈利有望超预期。预计 2015~20 年全球 LNG 迎来投产高峰，供大于求造成 LNG 进口价格可能持续低迷。深圳燃气 80 万吨的 LNG 进口项目有望在 2017 年投产，即使下半年国内天然气价格下调 0.6 元/立方米，我们预计 LNG 进口项目投产后，公司仍有望实现每年 2 亿元人民币的净利润。

财务预测

我们预计公司 2015~2017 年售气量的增速分别为 10%、15% 和 18%，全面摊薄的每股盈利分别为 0.34、0.39 和 0.49 元人民币。

估值与建议

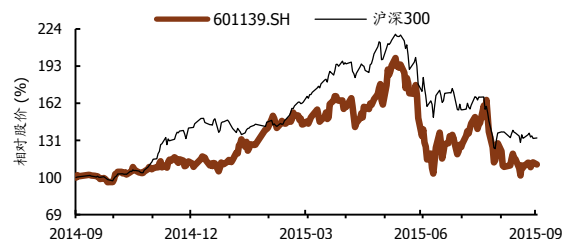
首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 10.3 元人民币，对应 30 倍的 2015 年市盈率；目前股价对应 25、22 和 17 倍的 2015~2017 年市盈率，以及 2.3、2.2 和 2.0 倍的市净率。

风险

气量增长放缓；天然气调价力度低于预期；燃气发电的政策力度低于预期；油价、全球 LNG 价格大幅波动；外延式扩张进度低于预期等。

首次覆盖推荐

股票代码	601139.SH
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 8.31
目标价	人民币 10.30
52 周最高价/最低价	人民币 15.30~7.16
总市值(亿)	人民币 181
30 日日均成交额(百万)	人民币 67.65
发行股数(百万)	2,178
其中：自由流通股(%)	46
30 日日均成交量(百万股)	7.99
主营行业	石油天然气



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	8,575	9,531	8,879	9,666
增速	-4.4%	11.2%	-6.8%	8.9%
归属母公司净利润	707	721	736	844
增速	33.8%	2.0%	2.0%	14.7%
每股净利润	0.32	0.33	0.34	0.39
每股净资产	2.40	2.63	3.59	3.84
每股股利	0.13	0.14	0.16	0.18
每股经营现金流	0.59	0.51	0.49	0.58
市盈率	25.7	25.2	24.7	21.6
市净率	3.5	3.2	2.3	2.2
EV/EBITDA	15.7	15.1	14.8	13.2
股息收益率	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%
平均总资产收益率	6.5%	5.7%	5.5%	6.2%
平均净资产收益率	14.5%	13.1%	10.8%	10.4%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

何帅

分析师
shuai.he@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511120001
SFC CE Ref: BCH499

关滨

分析师
bin.guan@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080511080005
SFC CE Ref: AGL097

王苗子

联系人
vivian.wang@cicc.com.cn
SAC 执证编号：S0080115080056
SFC CE Ref: BFJ414



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	8,575	9,531	8,879	9,666	营业收入	-4.4%	11.2%	-6.8%	8.9%
营业成本	6,854	7,693	7,098	7,686	营业利润	30.3%	10.7%	2.1%	17.3%
营业税金及附加	54	55	53	58	EBITDA	18.1%	12.6%	3.9%	12.4%
营业费用	724	770	710	773	净利润	33.8%	2.0%	2.0%	14.7%
管理费用	154	146	142	155	盈利能力				
财务费用	84	76	67	48	毛利率	20.1%	19.3%	20.1%	20.5%
其他	4	15	15	15	营业利润率	8.2%	8.2%	8.9%	9.6%
营业利润	702	777	793	931	EBITDA 利润率	13.2%	13.4%	14.9%	15.4%
营业外收支	235	152	152	152	净利率	8.2%	7.6%	8.3%	8.7%
利润总额	936	929	945	1,083	偿债能力				
所得税	210	197	199	227	流动比率	0.78	0.67	0.58	0.60
少数股东损益	20	11	11	11	速动比率	0.72	0.59	0.51	0.52
归属母公司净利润	707	721	736	844	现金比率	0.61	0.38	0.29	0.30
EBITDA	1,134	1,277	1,327	1,491	资产负债率	56.5%	56.5%	41.4%	40.0%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	10.8%	12.9%	11.3%
货币资金	2,981	2,112	1,487	1,552	回报率分析				
应收账款及票据	549	579	553	600	总资产收益率	6.5%	5.7%	5.5%	6.2%
预付款项	101	89	97	105	净资产收益率	14.5%	13.1%	10.8%	10.4%
存货	307	432	389	421	每股指标				
其他流动资产	-78	468	460	452	每股净利润 (元)	0.32	0.33	0.34	0.39
流动资产合计	3,860	3,679	2,986	3,130	每股净资产 (元)	2.40	2.63	3.59	3.84
固定资产及在建工程	7,115	8,185	8,978	9,427	每股股利 (元)	0.14	0.16	0.16	0.18
无形资产及其他长期资产	771	1,063	1,088	1,111	每股经营现金流 (元)	0.59	0.51	0.49	0.58
非流动资产合计	7,425	8,255	9,048	9,496	估值分析				
资产合计	12,081	13,262	13,386	14,003	市盈率	25.7	25.2	24.7	21.6
短期借款	2,064	2,737	2,500	2,500	市净率	3.5	3.2	2.3	2.2
应付账款及票据	1,528	1,785	1,681	1,697	EV/EBITDA	15.7	15.1	14.8	13.2
其他流动负债	1,334	968	951	1,000	股息收益率	1.6%	1.7%	1.9%	2.1%
流动负债合计	4,926	5,489	5,132	5,196					
应付长期债券	132	0	0	0					
非流动负债合计	390	306	306	306					
负债合计	6,823	7,495	5,537	5,602					
股东权益合计	5,258	5,767	7,849	8,402					
少数股东权益	277	337	348	360					
负债及股东权益合计	12,081	13,262	13,386	14,003					
现金流量表									
净利润	727	732	747	855					
折旧和摊销	247	289	332	378					
营运资本变动	312	3	-52	-14					
其他	246	249	0	0					
经营活动现金流	1,293	1,123	1,076	1,268					
投资活动现金流入	849	4,753	0	0					
投资活动现金流出	1,551	7,208	1,200	900					
投资活动现金流	-702	-2,455	-1,200	-900					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	5,055	4,192	2,500	2,500					
其他	800	300	0	0					
筹资活动现金流	1,004	-227	-502	-303					
汇率变动对现金的影响	0	0	0	0					
现金净增加额	1,595	-1,559	-625	65					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

深圳燃气是稳健的区域城市燃气分销商，以及华南地区领先的液化石油气批发和零售商。公司 2014 年天然气销售量为 15.2 亿立方米，其中深圳地区售气量 11.3 亿立方米，异地售气量约 3.9 亿立方米；公司 LPG 批发量为 52 万吨，瓶装 LPG 的销售量为 9 万吨。公司异地燃气项目主要位于江西和安徽等地；截至 2014 年底，公司管道燃气用户总数已达 195 万户，其中深圳市 146 万户。



目录

投资要点	4
深圳车用气和燃气发电潜力较大	4
异地项目发展稳健，计划设立燃气并购基金，外延式扩张有望加速	6
公司 LNG 进口项目有望在 2017 年投产，受益于全球 LNG 价格的持续低迷	8
公司简介	11
稳健的区域城市燃气龙头	11
盈利预测、估值和投资建议	13
盈利预测和经营数据假设	13
首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 10.3 元人民币	15
风险提示	17

图表

图表 1：深圳 LNG 车用市场规模	4
图表 2：相同行驶里程下，深圳液化天然气（LNG）与柴油的比价关系（左）；购置 LNG 车辆的成本效益分析（右）	4
图表 3：深圳燃气与天然气发电企业签署的天然气供应协议	5
图表 4：广东和浙江天然气发电企业的成本效益分析	6
图表 5：深圳异地燃气项目一览	7
图表 6：深圳燃气 LNG 项目的盈利能力分析	8
图表 7：2015~2020 年全球持续 LNG 供大于求（左）；在建和做出 FID 的 LNG 出口项目投产进度（右）	8
图表 8：即将做出 FID 的 LNG 出口项目	9
图表 9：2000~2025 年全球不同地区的 LNG 需求及预测	9
图表 10：亚洲进口 LNG 现货价格走势（左）；中国进口管道天然气和 LNG 平均价格（右）	10
图表 11：全球现货 LNG 交易量和占比逐步提升	10
图表 12：深圳燃气分板块的收入（左）；深圳燃气分板块的营业利润（右）	11
图表 13：深圳燃气不同业务板块的毛利率（左）；深圳燃气的不同类型用户的管道燃气销售量（右）	12
图表 14：深圳燃气的股权结构	12
图表 15：深圳燃气的经营数据及预测	13
图表 16：深圳燃气的历史财务报表及预测	14
图表 17：深圳燃气的 DCF 估值	15
图表 18：WACC 假设以及 DCF 估值的敏感性分析	15
图表 19：城市燃气可比公司估值表	16
图表 20：深圳燃气领先市盈率和市净率	16



投资要点

深圳车用气和燃气发电潜力较大

深圳“油改气”政策支持力度大，未来几年 LNG 车用市场将迎来快速增长

2015 年 2 月，深圳市政府出台政策补贴，推广使用液化天然气（LNG）运输车，包括渣土车、搅拌车、环卫车、邮政车、物流运输车等；对于新购买的 LNG 车辆，市、区政府合计补贴 3 万元，其中深圳市政府补贴 2 万元；对于黄标车的补贴额度更大，约 3~5 万元/辆。

我们预计，未来 3~5 年深圳 LNG 车用市场将可能迎来快速增长，预计 LNG 运输车将由目前的 2,000 辆，增加到 2020 年以后的 38,000 辆左右，深圳 LNG 车用消费量有望达到 14 亿立方米，其中深圳燃气的市场份额可能达到 50% 左右，对应 6~7 亿立方米的车用售气量。

深圳燃气发展 LNG 车用市场的优势明显。深圳燃气目前在建一个 80 万吨/年的 LNG 接收和储存设施，项目在 2017 年达产后，公司可以在国际市场以较低的价格采购 LNG，气源成本是公司发展 LNG 车用市场的优势。我们认为，公司凭借低成本的进口 LNG 资源、市场网络优势以及政策支持，打通 LNG 采购、储存和直接利用的产业链，在深圳 LNG 车用市场有望取得快速增长。

天然气降价趋势有利于 LNG 汽车推广。我们测算（图表 2），按照深圳市场目前的柴油和 LNG 价格，并考虑政府补贴，购置 LNG 车辆的投资回收期在 86 个月。假设柴油价格保持在目前水平，下半年非居民天然气和 LNG 零售价格下调 0.6 元/立方米，购置 LNG 车辆的投资回收期在 20 个月，LNG 车用市场的增长届时可能开始发力。

图表 1：深圳 LNG 车用市场规模

车辆种类	数量 辆	行驶里程 公里/天	耗气量 立方米/百公里	年用气量 百万立方米
搅拌车	4,000	200	60	175
货柜、物流车	24,000	150	60	788
渣土、环卫、邮政车	10,000	200	60	438
合计	38,000			1,402

资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 2：相同行驶里程下，深圳液化天然气（LNG）与柴油的比价关系（左）；购置 LNG 车辆的成本效益分析（右）



	购置 成本增加 千元	政府 补贴 千元	柴油 价格 元/升	耗油量 升/百公里	LNG 价格 元/立方米	投资 回收期 月
目前	90	30	5.5	50	4.41	86
调价后 (*)	90	30	5.5	50	3.81	20

资料来源：万得资讯、安迅思、公司报告、中金公司研究部；注释(*)：假设 LNG 价格下降 0.6 元/立方米



等待气价下调及政策春风，深圳燃气发电大有可为

2011~2014 年公司电力用气增速缓慢，主要源于深圳地区天然气发电盈利能力较弱。深圳天然气发电厂的利用小时数目前仅为 2,000 小时，较北京天然气发电项目的利用小时数低 50% 以上；此外，天然气上网电价和政府补贴偏低，燃气发电项目的盈利能力较差，甚至录得亏损，导致深圳地区存量天然气发电项目开工率偏低，新项目进展较为缓慢，而深圳燃气 2011~2014 年的天然气发电售气量复合增速仅为 7%。

深圳燃气与 6 家公司签署了 9 个天然气发电项目的供气协议，合计 40 亿立方米/年的供应量。目前正常供气的仅有三家电厂，约 8~9 亿立方米的天然气协议供应量，而公司在 2014 年向电厂销售的天然气仅 4.2 亿立方米，占当初协议供应量的比例仅为 50%。

浙江实施两部制电价，天然气发电企业盈利能力好转。浙江省物价局在 2015 年 6 月 25 日《试行两部制电价的通知》，决定从 2015 年 4 月 1 日起，按照天然气发电机组型号不同，电量电价为 0.67~0.73 元每千瓦时，容量电价为 1 年 360 元、470 元和 680 元 3 个档次。对于不服从调度、不承担顶峰发电任务的天然气发电企业，扣发一定的容量电费；热电联产机组因供热需要超计划发电的，其上网电价按省统调燃煤机组标杆上网电价 0.458 元/千瓦时结算。根据我们测算，浙江实施两部制电价后，假设全年天然气发电企业的利用小时数为 1,800 小时，天然气发电企业有望从原来的亏损或者微利状态，到 RoE 有望提升到 2%（50% 的财务杠杆，下同）；假设下半年国内非居民天然气价格下调 0.6 元/立方米，RoE 可能进一步提升到 4%。

下半年天然气价格下调和“两部制”电价出台，深圳燃气发电大有可为。我们认为，天然气发电“两部制”电价，考虑了天然气发电的环保和调峰收益，有望推广到广东等东南沿海地区。根据我们的测算（图表 4），假设容量电价实施后，深圳地区的天然气发电企业将由目前的亏损状态，RoE 提升到 2%；下半年国内非居民天然气价格下调 0.6 元/立方米之后，RoE 可能进一步提高至 5%。电厂收益率正常化，从而使得深圳地区的天然气发电新建项目加快开工。我们预计，华电广东、大唐宝昌、钰湖电力、国电广东、深圳能源的天然气发电新项目，有望在未来几年达产，2017~2019 年深圳燃气的电厂用气有望快速增长。

图表 3：深圳燃气与天然气发电企业签署的天然气供应协议

百万立方米	状态	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
钰湖电力	运营	262	281	299	318	337	337	337	337	337	337
大唐宝昌	运营	259	278	296	315	333	333	333	333	333	333
南天电力	运营		35	64	208	221	234	234	234	234	234
华电广东	即将开工							400	400	400	400
大唐宝昌	尚未开工								750	750	750
钰湖电力	尚未开工								800	800	800
国电广东	尚未开工								180	180	180
钰湖电力	尚未开工								80	80	80
深圳能源	尚未开工								858	858	858
合计		521	593	659	840	891	904	1,304	3,972	3,972	3,972

资料来源：公司报告、中金公司研究部



图表 4：广东和浙江天然气发电企业的成本效益分析

	单位	浙江			广东		
		实施前	情景一	情景二	目前	情景一	情景二
上网电价	人民币/千瓦时	0.960	0.730	0.730	0.745	0.745	0.745
容量电价	人民币/千瓦年	-	470	470	-	470	470
补贴	人民币/千瓦时	-	-	-	0.100	-	-
实现上网电价	人民币/千瓦时	0.960	0.991	0.991	0.845	0.980	0.980
气价	人民币/立方米	3.360	3.360	2.760	3.280	3.280	2.680
除税暗差价		0.226	0.252	0.359	0.142	0.257	0.363
利用小时数		1,800	1,800	1,800	2,000	2,000	2,000
总发电量	百万千瓦时	1,440	1,440	1,440	1,600	1,600	1,600
毛利	百万人民币	325	363	516	227	411	581
折旧	百万人民币	-122	-122	-122	-122	-122	-122
管理费用	百万人民币	-58	-58	-58	-64	-64	-64
财务费用	百万人民币	-91	-91	-91	-91	-91	-91
所得税	百万人民币	-14	-23	-61	13	-34	-76
净利润	百万人民币	41	70	184	-38	101	228
ROE		1%	2%	4%	-1%	2%	5%
基本假设							
装机量	兆瓦	800					
单位发电投资	人民币/千瓦	3,800					
发电气耗	立方米/千瓦时	0.20					
管理费用	人民币/千瓦时	0.04					
折旧年限	年	25					
投资杠杆比例		50%					
利率		6%					
税率		25%					
情景一：假设政府给予燃气电厂每年680元/千瓦的容量电价							
情景二：假设气价下调0.6元/立方米，同时政府给予燃气电厂每年680元/千瓦的容量电价							

资料来源：公司报告、浙江省物价局、中金公司研究部

异地项目发展稳健，计划设立燃气并购基金，外延式扩张有望加速

目前公司在深圳以外地区运营 33 个城市燃气项目，包括城市燃气特许经营权、工业园区、CNG 加气站和 LNG 液化工厂等；其中，公司在 2011~2014 每年新增 4~7 个天然气项目，异地燃气项目稳健扩张。

此外，公司积极实施整合战略，计划依托资本市场平台，通过设立燃气产业并购基金等方式，大力推进燃气项目收购兼并，提升公司售气量和盈利增速。2015 年 9 月 8 日，深圳燃气与深圳远致富海燃气产业投资企业（燃气产业基金）签署《合作协议》，双方计划共同投资或者收购燃气项目，在双方投资 5 年内，由深圳燃气通过现金、定向增发股票等方式，收购燃气产业基金持有的项目股权。

2014 年，公司异地公司的售气量约 4 亿立方米。我们预计，凭借公司目前 33 个异地项目的逐步建设和投产，以及公司加大燃气项目的收购兼并力度，公司 2015~2017 年的异地项目售气量将有望保持 30% 以上的增长速度。



图表 5: 深圳异地燃气项目一览

省份	地区	类型	公司名称	持股比例	获取时间
江西	丰城市	城市燃气	江西深燃天然气有限公司	70%	2014
	赣州市南康区	城市燃气	新仕高燃气(南康)有限公司	100%	2014
	龙南县	城市燃气	龙南深燃天然气有限公司	100%	2013
	九江市沿江工业基地	工业园区	九江深港燃气有限公司	50%	2013
	赣县	城市燃气	赣县深燃天然气有限公司	100%	2012
	庐山风景区	城市燃气	庐山深燃天然气有限公司	70%	2012
	宜春明月山温泉风景区	城市燃气	n.a.	n.a.	2011
	铅山县	城市燃气	江西省铅山深燃天然气有限公司	85%	2010
	九江县	城市燃气	九江县深燃天然气有限公司	100%	2008
	景德镇高新区	城市燃气	景德镇深燃天然气有限公司	100%	2005
	瑞金市	城市燃气	瑞金深燃天然气有限公司	100%	2004
	赣州市	城市燃气	赣州深燃天然气有限公司	80%	2003
	九江市	城市燃气	九江深燃天然气有限公司	76%	2001
	宜春市	城市燃气	宜春深燃天然气有限公司	100%	1997
安徽	潜山县	城市燃气	n.a.	n.a.	2014
	黟县	城市燃气	黟县深燃天然气有限公司	100%	2013
	黄山市	加气站	黄山市深燃清洁能源有限公司	100%	2012
	定远县盐化工业区	工业园区	定远县深燃天然气有限公司	100%	2011
	宣城市	LNG液化工厂	宣城深燃天然气有限公司	100%	2011
	合肥	工业客户供气(马钢)	安徽深燃鑫瑞天然气供应有限公司	51%	2011
	肇庆市亚铝工业城	工业园区	肇庆深燃天然气销售有限公司	60%	2008
	明光市	城市燃气	明光深燃天然气有限公司	100%	2005
	肥东县	城市燃气	肥东深燃天然气有限公司	100%	2005
	肥西县	城市燃气	肥西深燃天然气有限公司	100%	2004
湖南	江华瑶族自治县	城市燃气	江华深燃天然气有限公司	51%	2014
	蓝山县	城市燃气	蓝山深燃天然气有限公司	n.a.	2014
广东	海丰县	城市燃气	海丰深燃中顺燃气有限公司	65%	2012
	深汕特别合作区	城市燃气	广东深汕特别合作区深燃天然气有限公	100%	2011
江苏	南京市溧水县和凤镇	城市燃气、工业园区	南京绿源燃气有限公司	100%	2013
内蒙古	鄂尔多斯乌审旗	LNG液化工厂	乌审旗京鹏天然气有限公司	51%	2011
山东	泰安市	加气站	泰山燃气集团耐特液化天然气有限公司	n.a.	2011
广西	梧州市建成区	城市燃气	梧州深燃天然气有限公司	80%	2007

资料来源: 公司报告、中金公司研究部



公司 LNG 进口项目有望在 2017 年投产, 受益于全球 LNG 价格的持续低迷

深圳燃气的天然气储备与调峰库工程, LNG 进口周转能力约 80 万吨/年 (11 亿立方米/年), 总投资 15 亿元人民币, 预计在 2017 年投产。项目投产后, 公司可以在国际市场自主、灵活地采购 LNG, 一方面解决冬季天然气调峰问题, 降低 LNG 的采购成本, 提升公司盈利能力和工业客户的粘性; 另一方面, LNG 可以直接供应公司的 LNG/CNG 加气站, 实现 LNG 采购、存储和销售的一体化, 实现 LNG 产业链利润的最大化。

我们测算, 公司 LNG 进口项目在 2017 年投产后, 按照 8 美元/百万英热单位的采购价格, 以及目前深圳地区 4,200 元/吨的 LNG 批发价格, 预计项目可以为公司带来每年 6 亿元人民币的净利润; 即使下半年国内天然气价格下调 0.6 元/立方米, 我们预计 LNG 进口项目投产后, 公司仍有望实现每年 2 亿元人民币的净利润。

图表 6: 深圳燃气 LNG 项目的盈利能力分析

	接收站	LNG	财务			
	采购成本	成本	批发价格	吨毛利	费用	净利润
	美元/百万英热单位	人民币/吨	人民币/吨	人民币/吨	人民币/吨	百万元
目前	8	120	4200	1,164	94	642
调价后(*)	8	120	3360	421	94	196
						RoE
						43%
						13%

资料来源: 公司报告、中金公司研究部; 注释(*): 假设 LNG 价格下降 0.6 元/立方米

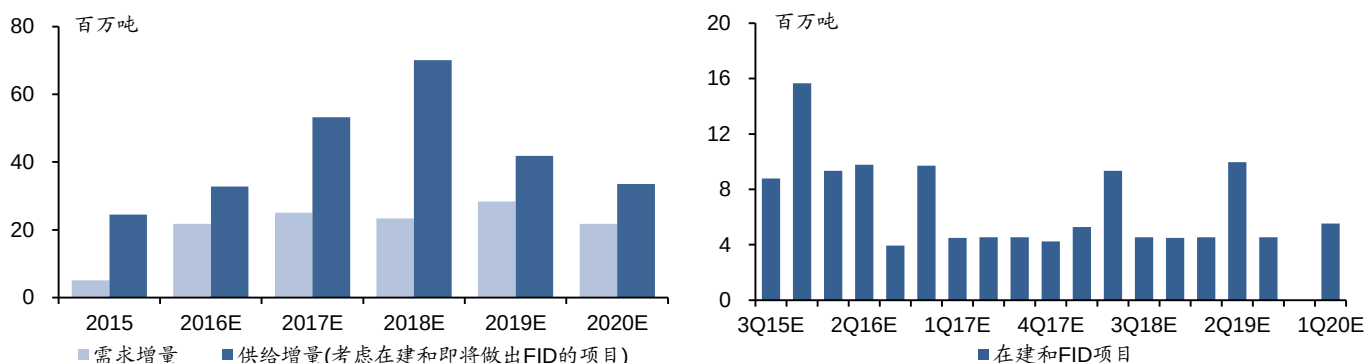
2015~2020 年全球 LNG 项目迎来投产高峰, 供大于求压力持续存在

2014 年全球 LNG 需求约 2.4 亿吨, 连续 4 年持平, 其中亚太地区的需求占比, 自 2011 年以来提升 12 个百分点至 75%。2014 年全球 LNG 液化能力约 3 亿吨/年, 主要集中在卡塔尔、印度尼西亚、澳大利亚等国家。

2015~2020 年全球 LNG 迎来投产高峰, 供大于求的压力持续。目前全球正在建设, 以及做出 FID 的 LNG 项目约 1.2 亿吨, 将陆续在 2015~2020 年间投产; 即将做出 FID 的 LNG 出口项目产能约 1.3 亿吨, 也有望在 2017~2020 年间投产。根据 Woodmac 和 Cheniere Energy 的数据, 全球 LNG 的需求增量可能仅 1.2~1.3 亿吨, 届时全球 LNG 供大于求的压力将持续存在, LNG 价格可能持续维持在低位, 而部分 LNG 出口项目可能有所推迟。

美国和澳大利亚是 LNG 出口主要国家。美国目前共有 5 个 LNG 出口项目获得联邦能源监管委员会 (FERC) 的批准, 可以开工建设, 包括 Sabine Pass、Cameron LNG、Freeport、Cove Point 和 Corpus LNG, 合计约 5,000 万吨/年的出口能力。其中, Sabine Pass、Cameron LNG 和 Freeport 3 个项目获得美国能源部关于向非自由贸易国家出口的审批。我们预计 2016 年开始, 液化能力达 1,600 万吨/年的美国 Sabine Pass LNG 项目可能开始出口, 而 Cameron LNG、Freeport、Cove Point 将在 2018 年开始出口。

图表 7: 2015~2020 年全球持续 LNG 供大于求 (左); 在建和做出 FID 的 LNG 出口项目投产进度 (右)



资料来源: Cheniere Energy、Wood Mackenzie、中金公司研究部



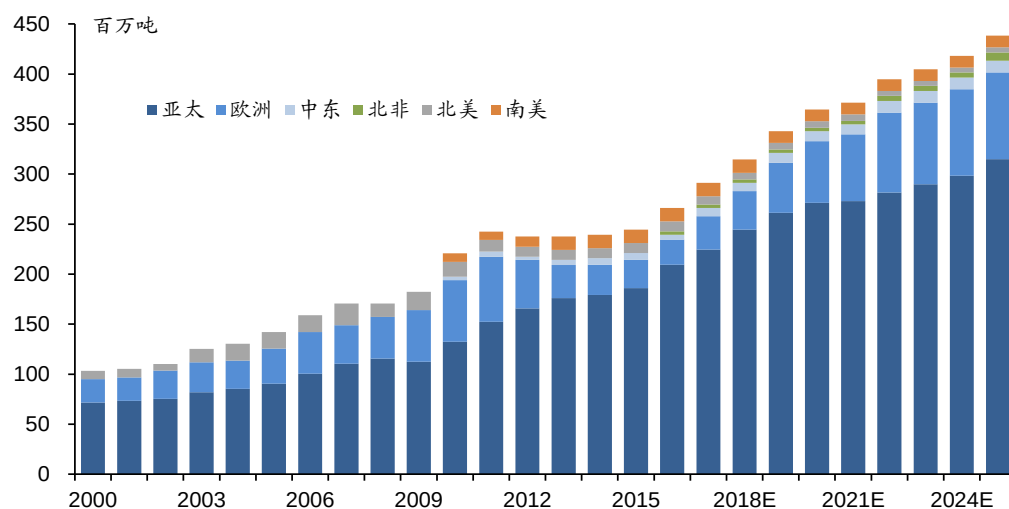
预计在2015~2018年间,澳大利亚将有6个项目相继投产,包括APLNG、Gladstone LNG、Gorgon、Wheatstone、Ichthys 和 Prelude FLNG,设计液化能力达5,300万吨/年。这一期间投产的项目还包括印尼 Donggi Senoro (200万吨/年)、阿尔及利亚 Arzew (470万吨/年),以及马来西亚 Petronas FLNG 1&2 (270万吨/年)。俄罗斯 Yamal 和 Vladivostok 项目正在建设,产能合计2,200万吨/年,预计在2017/18年间投产。

图表 8: 即将做出 FID 的 LNG 出口项目

项目	国家	产能 (百万吨)	FID 计划日期
Corpus LNG T1-3	美国	13.5	2015
Sabine T5-6	美国	9.0	2015
Freeport T3	美国	4.4	2015
Jordan Cove	美国	6.0	2015
Elba Island	美国	2.5	2015
Kitimat LNG	加拿大	9.3	2015
LNG Canada	加拿大	12.0	2015
Pacific Northwest	加拿大	12.0	2015
Douglas Channel LNG	加拿大	0.6	2015
Abadi FLNG	印度尼西亚	2.5	2015
Mozambique LNG	莫桑比克	10.0	2015
Lake Charles T1-3	美国	15.0	2016
Browse LNG	澳大利亚	4.0	2016
Tangguh T3	印度尼西亚	3.8	2016
Gulf LNG	美国	10.5	2016
Prince Rupert	加拿大	14.0	2017
PNG LNG T3	巴布亚新几内亚	3.5	2017
Total		132.6	

资料来源: Cheniere Energy, 中金公司研究部

图表 9: 2000~2025 年全球不同地区的 LNG 需求及预测



资料来源: Cheniere Energy, Wood Mackenzie, 中金公司研究部

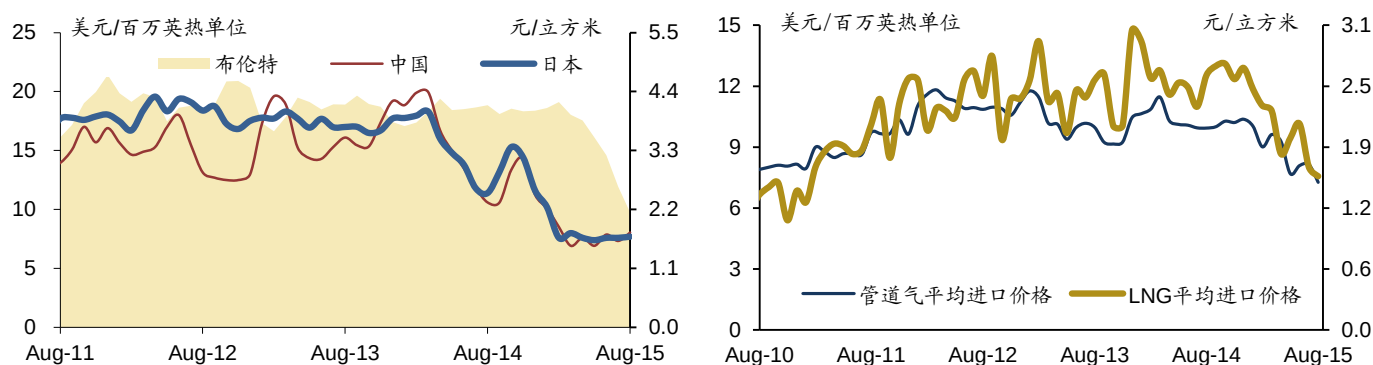


LNG 现货价格可能维持在低位

随着原油价格的回落,以及 LNG 市场供需宽松,全球 LNG 现货价格普遍大幅下降,同时挂靠油价的 LNG 长协价格也随后有所回落。我们预计,2015~2020 年,全球 LNG 供大于求的压力持续存在,而日本核电重启等因素可能打压亚太 LNG 需求,预计亚太地区 LNG 现货价格将可能在 5~8 美元/百万英热单位左右震荡,长协价格则稳定在 10 美元/百万英热单位(基于目前 60 美元/桶的原油价格假设),相当于 2.2 元人民币/立方米(不包括 13%的增值税,以及 0.30 元人民币/立方米的气化费)。

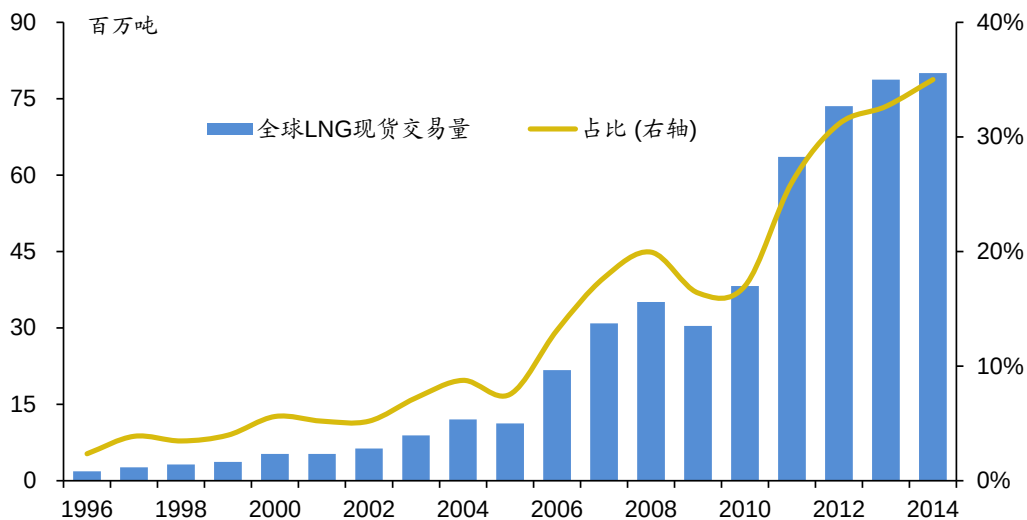
LNG 现货交易占比也在不断提升。全球 LNG 现货交易量从 1995 年的 130 万吨增加到 2013 年的 7,800 万吨,占全球 LNG 贸易的比例提升了 32 个百分点至 33%。在全球 LNG 持续供应过剩的局面下,LNG 现货交易的占比可能将不断提升。

图表 10: 亚洲进口 LNG 现货价格走势(左); 中国进口管道天然气和 LNG 平均价格(右)



资料来源: ICIS、日本经济产业省、彭博资讯、万得资讯、CEIC、中金公司研究部

图表 11: 全球现货 LNG 交易量和占比逐步提升



资料来源: IGU LNG Report、中金公司研究部



公司简介

稳健的区域城市燃气龙头

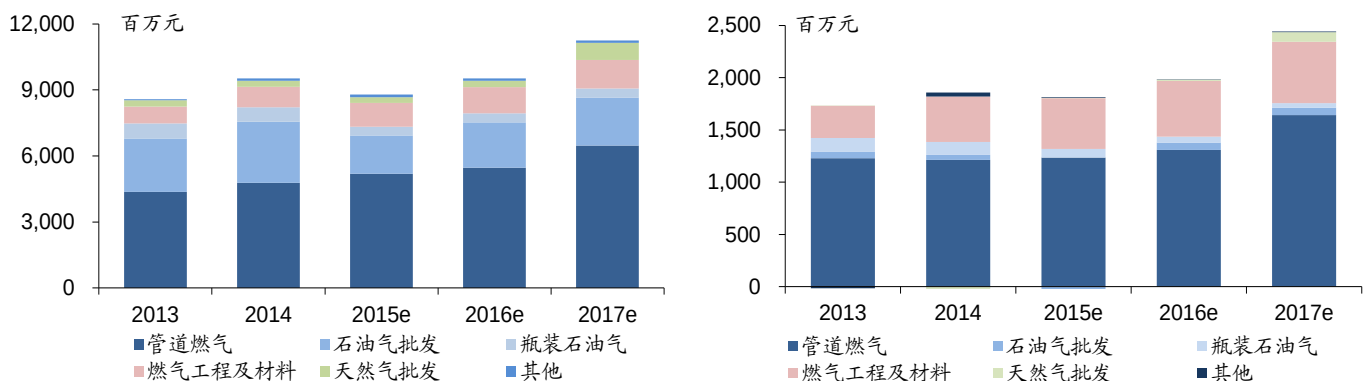
深圳燃气成立于 1982 年，是深圳市场占绝对垄断地位的城市燃气分销商，以及华南地区领先的液化石油气（LPG）批发和零售商。公司 2014 年天然气销售量为 15.2 亿立方米，其中深圳地区售气量 11.3 亿立方米，异地售气量约 3.9 亿立方米，预计公司 2014 年居民、工业、商业和电厂用户的售气量占比分别为 24%、33%、14%和 29%；公司 LPG 批发量为 52 万吨，瓶装 LPG 的销售量为 9 万吨。

截至 2014 年底，公司管道燃气用户总数已达 195 万户，其中深圳市 146 万户，异地 49 万户。公司在深圳地区拥有高压、次高压管线 165 公里、市政中压管线 2,372 公里，在异地拥有高压、次高压管线 168 公里、市政中压管线 1,875 公里。公司目前在异地拥有 33 个城市燃气、工业园区和 LNG 液化工厂项目，主要分布在江西（14 个）、安徽（11 个）、湖南（2 个）和广东（2 个）等地。

天然气气源方面，公司与广东大鹏液化天然气有限公司签署 LNG 采购协议，广东大鹏承诺在 2011~2027 年，每年向公司供应 27.1 万吨的 LNG，价格不高于 1.7 元人民币/立方米；公司与中石油签署《西气东输二线天然气购销协议》，每年可向中石油采购不超过 40 亿立方米的天然气，采购价格按国家价格主管部门制定的价格执行。

公司来自管道燃气、天然气批发、液化石油气批发和零售，以及燃气工程和材料收入占比分别为 50%、3%、36%和 10%；利润占比分别为 67%、0%、9%和 24%；未来城市管道燃气，以及天然气批发业务将是公司盈利主要的增长点。

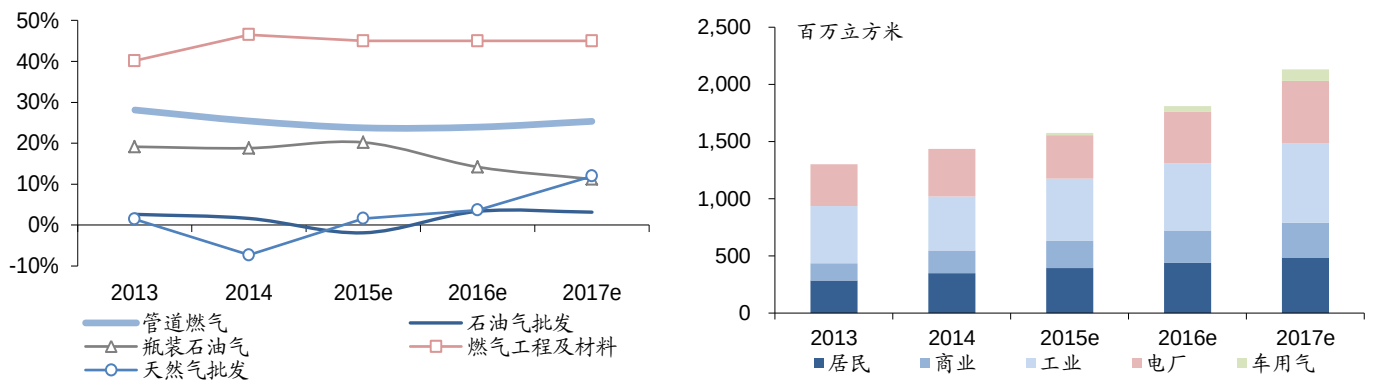
图表 12：深圳燃气分板块的收入（左）；深圳燃气分板块的营业利润（右）



资料来源：ICIS、日本经济产业省、彭博资讯、万得资讯、CEIC、中金公司研究部



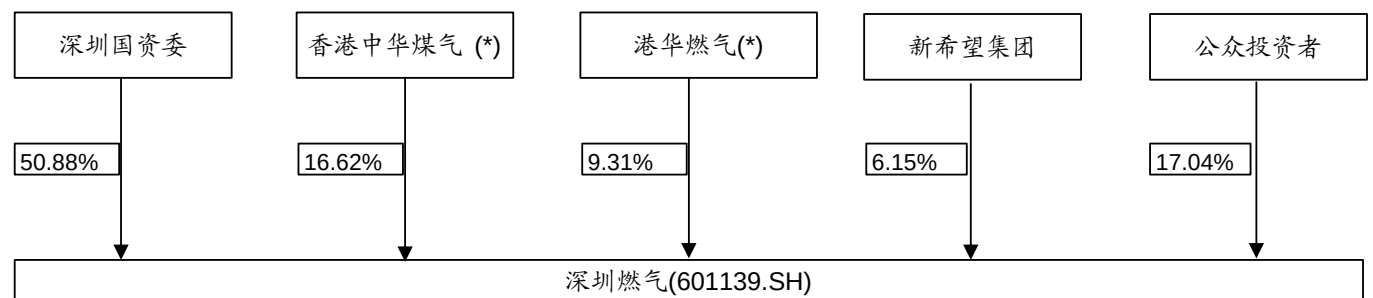
图表 13: 深圳燃气不同业务板块的毛利率 (左); 深圳燃气的不同类型用户的管道燃气销售量 (右)



资料来源: ICIS、日本经济产业省、彭博资讯、万得资讯、CEIC、中金公司研究部

深圳市燃气的股权结构比较合理, 大股东深圳市国资委持有 50.9%, 香港中华煤气和港华燃气合计持有 25.9%, 新希望集团持有 6.2%, 而公众投资者持有 17%。

图表 14: 深圳燃气的股权结构



资料来源: 公司报告、中金公司研究部



盈利预测、估值和投资建议

盈利预测和经营数据假设

我们预计,国内非居民天然气的门站和终端销售价格,在下半年可能下降 0.6 元/立方米,深圳市场车用 LNG/CNG 的发展有望加快;而燃气发电“两部制电价”的实施,燃气电厂的利用小时数可能提高,同时新的燃气发电项目的建设可能加速;同时考虑公司异地燃气项目的发展潜力,以及外延式扩张,我们预计 2015~2017 年公司售气量的增速分别为 10%、15%和 18%;预计公司 2015、2016、2017 年的售气毛利可分别为 0.95、0.89 和 0.93 元人民币/立方米。由于国际原油价格下跌导致液化石油气库存损失,预计 2015 年液化石油气批发业务的毛利率将有所下滑,而 2016 年将有所恢复;液化石油气零售业务的规模和毛利率相对比较稳定。

我们预计公司 2015~2017 年归属于母公司股东的净利润分别为 7.4、8.6 和 10.8 亿元人民币,同比分别增长 3%、16%和 25%;随着公司 2017 年 LNG 进口项目投产,以及深圳地区的燃气电厂逐步投产,公司 2017 年以后的利润增长仍值得期待。公司 2015~2017 年全面摊薄的每股盈利分别为 0.34、0.39 和 0.49 元人民币。

图表 15: 深圳燃气的经营数据及预测

业务板块数据 (百万元, 除非注明)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
管道燃气					
售气量, 十亿立方米	1.30	1.44	1.58	1.81	2.13
平均售气价格, 元/立方米	3.33	3.30	3.28	3.01	3.03
售气毛利, 元/立方米	1.10	1.01	0.95	0.89	0.93
天然气销售收入	4,332.2	4,747.0	5,174.8	5,457.3	6,463.2
开户费	21.4	14.4	6.2	0.0	0.0
毛利率(%)	28%	25%	24%	24%	25%
天然气批发					
收入	291.4	272.2	262.8	295.7	772.3
天然气批发量, 百万立方米	85	87	88	110	286
平均批发价格, 元/立方米	3.4	3.1	3.0	2.7	2.7
售气毛利, 元/立方米	0.24	0.03	0.30	0.30	0.53
毛利率(%)	1%	-7%	2%	4%	12%
石油气批发					
收入	2,426.5	2,769.9	1,800.0	2,176.8	2,308.7
毛利率(%)	3%	2%	-2%	3%	3%
瓶装石油气					
收入	672.2	663.2	426.8	421.1	415.5
毛利率(%)	19%	19%	19%	12%	9%

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部



图表 16: 深圳燃气的历史财务报表及预测

财务报表(百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
利润表					
营业收入	8,574.5	9,530.9	8,789.1	9,531.8	11,257.3
营业成本	6,854.1	7,692.9	7,008.4	7,544.9	8,815.7
营业税金及附加	53.6	54.6	52.7	57.2	67.5
销售费用	724.0	770.1	703.1	762.5	900.6
管理费用	154.1	145.8	140.6	152.5	180.1
财务费用	83.6	75.5	66.6	48.0	52.0
资产减值损失	3.6	15.2	15.2	15.2	15.2
投资损益	102.2	135.1	135.1	135.1	135.1
营业利润	803.8	911.9	937.5	1,086.5	1,361.3
营业外收支	132.4	17.0	17.0	17.0	17.0
利润总额	936.2	928.9	954.5	1,103.5	1,378.2
所得税	209.6	196.7	200.4	231.7	289.4
净利润	726.6	732.2	754.0	871.8	1,088.8
少数股东损益	19.6	11.1	11.1	11.1	11.1
归属母公司净利润	707.0	721.1	742.9	860.7	1,077.7
EBITDA	1,134.3	1,276.8	1,335.9	1,512.3	1,851.8
资产负债表					
货币资金	2,981.0	2,112.0	1,482.5	1,556.5	2,275.2
应收账款及票据	329.2	328.1	313.0	339.5	400.9
预付款项	101.0	89.3	96.0	103.4	120.8
存货	307.2	431.6	384.0	413.4	483.1
其他流动资产	142.1	718.3	695.0	705.2	728.8
流动资产合计	3,860.5	3,679.4	2,970.5	3,118.0	4,008.8
长期股权投资	309.8	69.8	69.8	69.8	69.8
固定资产及在建工程	7,014.0	8,061.2	8,853.8	9,302.5	9,492.0
无形资产	340.0	432.2	458.0	481.9	479.2
其他非流动资产	556.3	1,019.1	1,019.1	1,019.1	1,019.1
非流动资产合计	8,220.1	9,582.3	10,400.8	10,873.3	11,060.1
资产合计	12,080.6	13,261.7	13,371.3	13,991.3	15,068.9
短期借款	2,064.2	2,736.6	2,500.0	2,500.0	2,500.0
应付账款及票据	865.2	1,042.6	960.1	930.2	1,086.9
预收账款	441.1	456.3	433.4	470.1	555.2
其他流动负债	1,555.6	1,253.6	1,216.1	1,264.0	1,371.7
流动负债合计	4,926.1	5,489.1	5,109.6	5,164.3	5,513.7
长期借款	1,650.0	1,600.9	0.0	0.0	0.0
其他非流动负债	246.9	405.0	405.0	405.0	405.0
非流动负债合计	378.4	405.0	405.0	405.0	405.0
负债合计	5,304.5	5,894.2	5,514.7	5,569.3	5,918.7
股东权益合计	5,257.7	5,766.6	7,856.7	8,422.0	9,150.2
负债及股东权益合计	12,080.6	13,261.7	13,371.3	13,991.3	15,068.9
现金流量表					
净利润	726.6	732.2	754.0	871.8	1,088.8
折旧和摊销	246.9	289.4	331.8	377.8	438.6
营运资本变动	438.1	141.1	(63.6)	(18.7)	177.3
其他	(118.6)	(40.0)	49.7	49.7	49.7
经营活动现金流	1,293.2	1,122.7	1,071.9	1,280.5	1,754.3
资本支出	(1,377.9)	(1,299.2)	(1,200.0)	(900.0)	(675.0)
其他	675.8	(1,155.8)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(702.1)	(2,454.9)	(1,200.0)	(900.0)	(675.0)
股权融资	20.9	39.2	50.1	35.3	35.3
银行借款	(76.6)	672.4	(240.2)	0.0	0.0
其他	1,060.1	(938.1)	(311.4)	(341.7)	(395.9)
筹资活动现金流	1,004.4	(226.5)	(501.5)	(306.4)	(360.6)
汇率变动对现金的影响	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
现金净增加额	1,595.4	(1,558.8)	(629.6)	74.1	718.7

资料来源: 公司报告、中金公司研究部



首次覆盖给予“推荐”评级，目标价 10.3 元人民币

我们使用 DCF 估值方法，9.6%的 WACC 和 0%的永续增长率，得出公司的目标价为 10.3 元人民币，对应 30 倍的 2015 年市盈率。公司目前股价对应 25、22 和 17 倍的 2015-2017 年市盈率，以及 2.3、2.2 和 2.0 倍的市净率。

首次覆盖给予“推荐”评级，下半年国内天然气价格下调，以及全球 LNG 现货价格持续低位，有利于公司车用气、电厂用气的增长，以及保障 LNG 进口项目的盈利空间；同时公司有望成立燃气并购基金，加快外延式扩张步伐。

图表 17：深圳燃气的 DCF 估值

百万元	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
息税前利润	1,114	1,391	1,733	2,003	2,380	2,627	2,838	3,024	3,087	3,209
息税后利润	880	1,099	1,369	1,582	1,880	2,075	2,242	2,389	2,439	2,535
加：折旧及摊销	378	439	497	525	540	554	567	577	588	598
减：营运资本增加	14	-178	-195	-171	-257	-128	-93	-99	-33	-73
减：资本支出	900	675	425	425	425	310	310	310	310	310
自由现金流	343	1,041	1,636	1,852	2,251	2,447	2,592	2,756	2,749	2,896
主要估值假设										
折现率(%)	9.6%									
永续增长率(%)	0.0%									
15-25年现金流现值	11,613									
终值现值	12,141									
企业价值	23,754									
净债务	1,013									
少数股东权益	348									
股权价值	22,392									
总股数(百万)	2,179									
每股价值(元)	10.3									

资料来源：公司报告、中金公司研究部

图表 18：WACC 假设以及 DCF 估值的敏感性分析

指标	数值	敏感性分析——每股价值				
无风险利率	3.5%	永续增长率				
市场风险溢价	7.0%	0.0%1.0%2.0%				
Beta	1.2	折现率	7.6%	13.8	15.2	17.1
股权成本	11.9%		8.6%	16.4	18.4	21.4
税前债务成本	5.5%		9.6%	16.4	18.4	21.4
所得税率	25.0%		10.6%	13.8	15.2	17.1
税后债务成本	4.1%		11.6%	10.3	11.0	11.9
目标负债率	30.0%					
加权平均资本成本	9.6%					

资料来源：公司报告、中金公司研究部

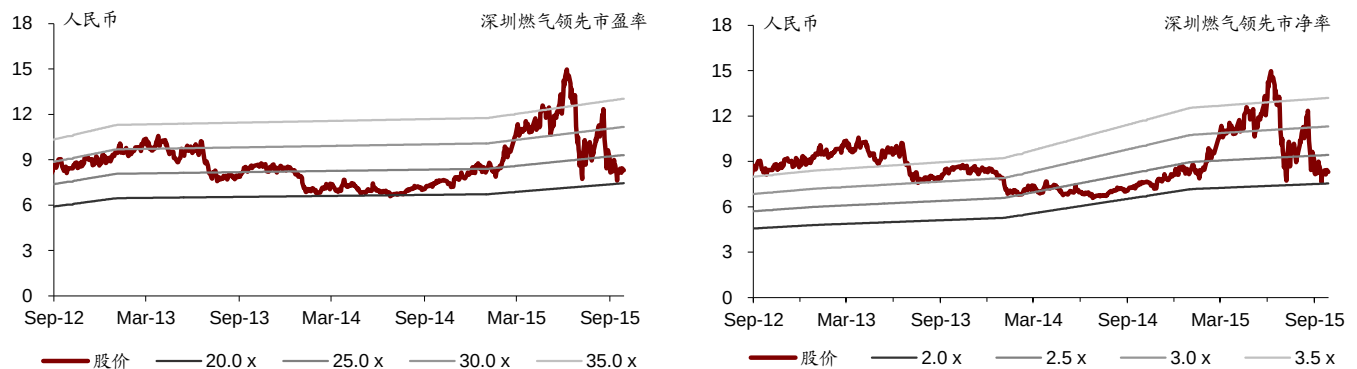


图表 19: 城市燃气可比公司估值表

H股公司	彭博代码	货币	股价 28-Sep	市值 (US\$bn)	市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA (X)			股息收益率		股权收益率	
					14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	16E	14A	15E	14A	15E
北京控股(*)	0392 HK	港币	47.1	7.8	12.5	10.5	9.9	1.1	1.0	0.9	15.4	14.3	12.9	1.9%	2.7%	8.7%	9.7%
华润燃气(*)	1193 HK	港币	20.3	5.8	17.7	15.5	14.2	2.7	2.4	2.1	10.8	9.2	8.4	1.1%	1.2%	16.4%	16.8%
昆仑能源(*)	0135 HK	港币	5.6	5.8	8.0	13.0	12.7	0.8	0.8	0.8	4.7	5.4	5.6	3.6%	2.1%	10.9%	6.4%
新奥能源(*)	2688 HK	港币	37.7	5.3	14.4	13.5	12.0	2.7	2.5	2.3	7.5	7.2	6.4	2.2%	2.3%	27.4%	20.1%
港华燃气(*)	1083 HK	港币	5.0	1.7	12.7	11.7	9.9	1.0	0.9	0.9	12.9	12.7	11.3	1.5%	1.7%	7.9%	8.1%
中国燃气(*)	0384 HK	港币	10.6	6.8	16.7	13.9	11.0	2.8	2.5	2.1	15.6	13.5	11.9	0.8%	1.1%	17.3%	18.1%
京能清洁能源(*)	0579 HK	港币	2.4	2.1	10.7	6.5	6.0	1.0	0.9	0.8	7.7	5.6	5.3	2.4%	4.6%	10.4%	14.9%
新天绿色能源(*)	0956 HK	港币	1.3	0.6	11.7	10.0	8.1	0.5	0.5	0.5	9.9	6.4	5.4	2.9%	3.4%	5.0%	5.5%
中油燃气	0603 HK	港币	0.5	0.4	n.m	10.7	6.0	n.m	0.7	0.6	n.m	6.2	5.1	n.m	0.4%	11.0%	7.5%
香港中华煤气	0003 HK	港币	14.7	22.0	23.4	22.0	20.5	3.1	3.0	2.8	19.9	20.3	18.8	2.2%	2.4%	13.9%	13.5%
滨海投资	2886 HK	港币	2.7	0.4	15.0	10.8	7.5	2.8	2.5	2.0	n.m	n.m	n.m	1.5%	1.9%	19.6%	23.8%
平均值					14.3	12.6	10.7	1.9	1.6	1.4	11.6	10.1	9.1	2.0%	2.2%	13.5%	13.1%
A股公司																	
深圳燃气(*)	601139 CH	人民币	8.3	2.8	25.2	24.5	21.1	3.2	2.3	2.2	14.5	13.9	12.2	1.7%	1.9%	13.3%	11.1%
金鸿能源(*)	000669 CH	人民币	18.0	1.4	27.7	22.9	17.5	2.0	1.9	1.7	13.8	12.5	10.4	1.1%	1.0%	10.9%	9.3%
万鸿集团	600681 CH	人民币	11.2	0.4	n.m	24.8	18.9	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m.
长百集团	600856 CH	人民币	22.2	2.0	42.7	35.8	20.2	27.1	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	0.7%	n.m	n.m	n.m.
陕天然气	002267 CH	人民币	11.6	2.0	28.4	20.4	16.6	2.9	n.m	n.m	12.7	n.m	n.m	n.m	n.m	10.7%	n.m
重庆燃气	600917 CH	人民币	10.4	2.5	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m
胜利股份	000407 CH	人民币	6.3	0.8	56.8	48.1	19.5	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	3.2%	n.m	9.4%	n.m
大通燃气	000593 CH	人民币	8.5	0.4	13.4	74.8	43.8	n.m	3.0	2.5	n.m	31.2	21.2	n.m	0.5%	n.m	4.4%
国新能源	600617 CH	人民币	15.9	2.4	38.7	25.2	17.6	n.m	6.0	4.5	n.m	12.4	8.6	n.m	n.m	27.9%	22.0%
平均值					33.3	34.6	21.9	8.8	3.3	2.7	13.7	17.5	13.1	1.7%	1.1%	14.4%	11.7%
北美公司																	
ONEOK	OKE US	美元	35.2	7.4	22.7	22.5	19.1	9.1	10.1	9.4	13.6	14.1	12.2	6.6%	7.0%	12.7%	28.3%
Atmos Energy	ATO US	美元	57.7	5.8	20.2	18.8	17.8	1.8	1.8	1.7	10.3	9.4	8.7	2.6%	2.7%	9.6%	9.8%
WGL Holdings	WGL US	美元	55.8	2.8	21.6	18.4	18.3	2.0	2.3	2.1	16.1	10.4	9.1	3.1%	3.3%	6.8%	12.3%
NiSource, Inc.	NI US	美元	18.0	5.7	10.5	13.5	16.9	n.m	0.8	0.8	8.3	10.4	11.2	5.7%	4.7%	9.0%	7.7%
Piedmont	PNY US	美元	39.3	3.1	20.7	21.0	19.8	2.3	2.2	2.1	12.0	11.2	10.8	3.2%	3.3%	11.7%	10.8%
TransCanada	TRP CT	加元	44.2	23.5	18.9	17.9	16.8	1.7	1.8	1.7	12.3	11.6	11.0	4.3%	4.7%	9.4%	11.0%
Enbridge	ENB CT	加元	51.3	32.9	26.6	23.1	19.9	4.6	2.8	2.7	18.4	15.9	13.5	2.7%	3.6%	12.4%	13.0%
平均值					20.2	19.3	18.4	3.6	3.1	2.9	13.0	11.9	10.9	4.0%	4.2%	10.2%	13.3%

资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部; 注: *使用中金公司盈利预测, 其他使用市场一致预期盈利预测

图表 20: 深圳燃气领先市盈率和市净率



资料来源: 彭博资讯、中金公司研究部



风险提示

- ▶ 宏观经济复苏乏力，影响工业用户天然气需求；
- ▶ 天然气调价幅度低于预期；
- ▶ 全球 LNG 价格大幅波动，以及日本核电重启进度低于预期；
- ▶ 天然气发电的“两部制电价”推广低于预期；
- ▶ 公司的城市燃气、LNG 进口项目进度低于预期；
- ▶ 外延式扩张进度低于预期等。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

