

深圳燃气 (601139.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 8.39 元
 目标价格 (人民币): 9.75-9.75 元

市场数据 (人民币)

| | |
|---------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 28.77 |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 28.66 |
| 总市值(亿元) | 241.37 |
| 年内股价最高最低(元) | 8.39/6.69 |
| 沪深 300 指数 | 3978 |
| 上证指数 | 2975 |



相关报告

- 1.《天然气销售稳定增长,龙头供需优势突出-深圳燃气三季报点评》,2019.10.31
- 2.《城市燃气龙头,市场空间与上游气源优势突出-【国金环保公用】深...》,2019.10.24

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号: S1130518090002
sunchunxu@gjzq.com.cn

天然气价格上涨,龙头供需优势突出

公司基本情况 (人民币)

| 项目 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 摊薄每股收益(元) | 0.401 | 0.358 | 0.386 | 0.477 | 0.568 |
| 每股净资产(元) | 3.80 | 3.20 | 3.43 | 3.76 | 4.13 |
| 每股经营性现金流(元) | 0.64 | 0.65 | 0.67 | 0.87 | 1.03 |
| 市盈率(倍) | 20.22 | 14.99 | 21.71 | 17.61 | 14.77 |
| 净利润增长率(%) | 14.88% | 16.24% | 7.82% | 23.33% | 19.24% |
| 净资产收益率(%) | 10.54% | 11.21% | 11.25% | 12.67% | 13.76% |
| 总股本(百万股) | 2,214.09 | 2,877.80 | 2,876.85 | 2,876.85 | 2,876.85 |

来源:公司年报、国金证券研究所

事件

- 全国进入供暖季,10月全国天然气价格大幅上涨18%,个别地区LNG出厂价超过4800元/吨,行业景气度提高。预计将利好公司业绩增长。

经营分析

- 前三季度天然气销售业务增长,城市燃气龙头地位稳固:公司高毛利管道业务继续稳步增长,前三季度天然气销售量为22.58亿立方米,较上年同期21.17亿立方米增长6.67%,其中电厂天然气销售量在第三季度出现较大幅度增长,从前二季度同比下降17.10%提高为同比增长2.22%,非电厂天然气销售量15.45亿立方米,较上年同期14.19亿立方米增长8.87%。
- 深圳燃气增量空间广阔,公司上游气源优势突出:公司在供需两方面优势显著。需求端深圳燃气下游市场增量空间广阔,①城中村改造进程加快,大幅提升深圳市气化率,预计19-20年新增居民用气量1.7亿方;②本地电厂用气量远期增长可观,近三年电厂售气量CAGR36%,20-21年多个新建项目投产,满产后或新增近10亿方需求;③异地燃气项目持续扩张,特许经营权已达40个,异地售气量5年CAGR28%,用户占比提升至38%。供给端公司气源成本壁垒突出,①中石油西二线深港线天然气直送深圳,无需经过广东省管网,节省管网费用、购气成本降低;②公司参股广东大鹏,获得国内最便宜的LNG进口气源之一;③公司LNG接收站已于2019年8月投产,巩固低气源价格优势。
- 国家石油天然气管网公司即将挂牌,利好城市燃气公司:2019年即将挂牌成立的国家石油天然气管网公司将在未来几年彻底改变我国天然气市场长期以来垂直一体化、产运不分的状况,引导推动天然气行业进入“N+1+N”的运营模式,提振管道建设、并促进天然气供应向更加安全、更加高效的发展演进。公司作为城市燃气龙头,有望将从中受益。

投资建议

- 我们预测公司2019~2021年营业收入分别为143/164/192亿元,归母净利润分别为11.1/13.7/16.4亿元,对应EPS分别为0.39/0.48/0.57元,当前股价对应P/E为22/18/15X,考虑到公司龙头位置和城市燃气板块估值,我们给予25倍PE估值,2.5倍PB估值,上调目标价为9.75,维持“买入”评级。

风险提示

国内天然气价格剧烈波动;上游气源大幅上涨;政策变化或执行不达预期;“城中村”改造进度放缓;电厂利用小时数降低;限售股解禁。

附录：三张报表预测摘要

| 损益表 (人民币百万元) | | | | | | | 资产负债表 (人民币百万元) | | | | | | |
|-----------------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|--------------|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 主营业务收入 | 8,509 | 11,059 | 12,741 | 14,348 | 16,425 | 19,220 | 货币资金 | 3,154 | 2,712 | 3,021 | 3,300 | 4,339 | 5,949 |
| 增长率 | | 30.0% | 15.2% | 12.6% | 14.5% | 17.0% | 应收账款 | 584 | 573 | 646 | 711 | 792 | 900 |
| 主营业务成本 | -6,343 | -8,767 | -10,071 | -11,424 | -12,952 | -15,163 | 存货 | 369 | 458 | 519 | 589 | 685 | 823 |
| %销售收入 | 74.6% | 79.3% | 79.0% | 79.6% | 78.9% | 78.9% | 其他流动资产 | 240 | 876 | 403 | 454 | 521 | 574 |
| 毛利 | 2,166 | 2,292 | 2,670 | 2,924 | 3,473 | 4,057 | 流动资产 | 4,346 | 4,619 | 4,588 | 5,054 | 6,337 | 8,245 |
| %销售收入 | 25.4% | 20.7% | 21.0% | 20.4% | 21.1% | 21.1% | %总资产 | 25.2% | 24.6% | 23.3% | 22.9% | 26.7% | 31.7% |
| 营业税金及附加 | -55 | -57 | -58 | -72 | -82 | -96 | 长期投资 | 531 | 551 | 548 | 1,881 | 1,881 | 1,881 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 固定资产 | 11,004 | 11,998 | 12,667 | 12,891 | 12,986 | 13,151 |
| 销售费用 | -961 | -938 | -957 | -1,076 | -1,232 | -1,441 | %总资产 | 63.8% | 63.9% | 64.3% | 58.5% | 54.8% | 50.5% |
| %销售收入 | 11.3% | 8.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 7.5% | 无形资产 | 1,171 | 1,452 | 1,713 | 1,895 | 2,168 | 2,432 |
| 管理费用 | -145 | -165 | -173 | -187 | -214 | -250 | 非流动资产 | 12,897 | 14,162 | 15,125 | 16,972 | 17,355 | 17,800 |
| %销售收入 | 1.7% | 1.5% | 1.4% | 1.3% | 1.3% | 1.3% | %总资产 | 74.8% | 75.4% | 76.7% | 77.1% | 73.3% | 68.3% |
| 研发费用 | 0 | 0 | -219 | -251 | -292 | -346 | 资产总计 | 17,243 | 18,781 | 19,712 | 22,026 | 23,692 | 26,045 |
| %销售收入 | 0.0% | 0.0% | 1.7% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 短期借款 | 1,416 | 4,049 | 1,393 | 2,681 | 2,743 | 3,128 |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,005 | 1,132 | 1,263 | 1,339 | 1,653 | 1,923 | 应付款项 | 3,611 | 3,717 | 3,858 | 4,116 | 4,629 | 5,357 |
| %销售收入 | 11.8% | 10.2% | 9.9% | 9.3% | 10.1% | 10.0% | 其他流动负债 | 2,369 | 453 | 929 | 950 | 1,037 | 1,148 |
| 财务费用 | -138 | -105 | -161 | -116 | -117 | -71 | 流动负债 | 7,396 | 8,219 | 6,180 | 7,748 | 8,409 | 9,633 |
| %销售收入 | 1.6% | 0.9% | 1.3% | 0.8% | 0.7% | 0.4% | 长期贷款 | 0 | 0 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 资产减值损失 | -1 | -10 | 1 | -6 | -1 | -1 | 其他长期负债 | 1,787 | 1,772 | 3,655 | 3,665 | 3,665 | 3,665 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 负债 | 9,183 | 9,990 | 10,036 | 11,613 | 12,274 | 13,498 |
| 投资收益 | 133 | 118 | 125 | 130 | 130 | 130 | 普通股股东权益 | 7,713 | 8,416 | 9,197 | 9,879 | 10,818 | 11,877 |
| %税前利润 | 13.1% | 10.1% | 9.8% | 9.5% | 7.7% | 6.5% | 其中：股本 | 2,212 | 2,214 | 2,877 | 2,877 | 2,877 | 2,877 |
| 营业利润 | 998 | 1,151 | 1,273 | 1,357 | 1,674 | 1,991 | 未分配利润 | 2,581 | 3,170 | 3,781 | 4,461 | 5,400 | 6,460 |
| 营业利润率 | 11.7% | 10.4% | 10.0% | 9.5% | 10.2% | 10.4% | 少数股东权益 | 347 | 375 | 480 | 535 | 600 | 670 |
| 营业外收支 | 20 | 19 | -4 | 15 | 15 | 15 | 负债股东权益合计 | 17,243 | 18,781 | 19,712 | 22,026 | 23,692 | 26,045 |
| 税前利润 | 1,018 | 1,169 | 1,269 | 1,372 | 1,689 | 2,006 | 比率分析 | | | | | | |
| 利润率 | 12.0% | 10.6% | 10.0% | 9.6% | 10.3% | 10.4% | | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | -230 | -255 | -195 | -206 | -253 | -301 | 每股指标 | | | | | | |
| 所得税率 | 22.6% | 21.8% | 15.3% | 15.0% | 15.0% | 15.0% | 每股收益 | 0.349 | 0.401 | 0.358 | 0.386 | 0.477 | 0.568 |
| 净利润 | 789 | 914 | 1,075 | 1,167 | 1,436 | 1,705 | 每股净资产 | 3.487 | 3.801 | 3.197 | 3.434 | 3.760 | 4.128 |
| 少数股东损益 | 17 | 27 | 44 | 55 | 65 | 70 | 每股经营现金净流 | 0.703 | 0.636 | 0.650 | 0.669 | 0.871 | 1.034 |
| 归属于母公司的净利润 | 772 | 887 | 1,031 | 1,112 | 1,371 | 1,635 | 每股股利 | 0.105 | 0.150 | 0.150 | 0.150 | 0.150 | 0.200 |
| 净利率 | 9.1% | 8.0% | 8.1% | 7.7% | 8.3% | 8.5% | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 10.01% | 10.54% | 11.21% | 11.25% | 12.67% | 13.76% |
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E | 总资产收益率 | 4.48% | 4.72% | 5.23% | 5.05% | 5.79% | 6.28% |
| 净利润 | 789 | 914 | 1,075 | 1,167 | 1,436 | 1,705 | 投入资本收益率 | 7.09% | 6.17% | 7.29% | 6.81% | 7.91% | 8.48% |
| 少数股东损益 | 17 | 27 | 44 | 55 | 65 | 70 | 增长率 | | | | | | |
| 非现金支出 | 418 | 490 | 559 | 530 | 563 | 602 | 主营业务收入增长率 | 6.80% | 29.97% | 15.22% | 12.61% | 14.48% | 17.01% |
| 非经营收益 | 15 | -4 | 41 | 90 | 121 | 130 | EBIT增长率 | 22.52% | 12.64% | 11.59% | 6.04% | 23.43% | 16.38% |
| 营运资金变动 | 334 | 9 | 195 | 138 | 386 | 539 | 净利润增长率 | 17.03% | 14.88% | 16.24% | 7.82% | 23.33% | 19.24% |
| 经营活动现金净流 | 1,556 | 1,409 | 1,869 | 1,925 | 2,505 | 2,976 | 总资产增长率 | 12.94% | 8.92% | 4.96% | 11.74% | 7.56% | 9.93% |
| 资本开支 | -1,599 | -1,394 | -1,173 | -1,015 | -925 | -1,025 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 投资 | -204 | -229 | -340 | -1,385 | -30 | 0 | 应收账款周转天数 | 15.3 | 12.9 | 11.8 | 12.5 | 12.0 | 11.5 |
| 其他 | 845 | -550 | 792 | 130 | 130 | 130 | 存货周转天数 | 17.4 | 17.2 | 17.7 | 19.0 | 19.5 | 20.0 |
| 投资活动现金净流 | -958 | -2,173 | -720 | -2,270 | -825 | -895 | 应付账款周转天数 | 71.8 | 66.9 | 62.9 | 58.0 | 56.0 | 54.0 |
| 股权募资 | 189 | 27 | 20 | 1 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 324.7 | 259.5 | 251.7 | 224.1 | 195.7 | 168.5 |
| 债权募资 | 207 | 655 | -188 | 1,295 | 62 | 385 | 偿债能力 | | | | | | |
| 其他 | -366 | -473 | -495 | -672 | -702 | -856 | 净负债/股东权益 | -2.95% | 32.27% | 20.38% | 28.63% | 17.55% | 6.21% |
| 筹资活动现金净流 | 31 | 210 | -664 | 624 | -641 | -471 | EBIT利息保障倍数 | 7.3 | 10.8 | 7.8 | 11.6 | 14.1 | 26.9 |
| 现金净流量 | 628 | -555 | 485 | 279 | 1,039 | 1,610 | 资产负债率 | 53.26% | 53.19% | 50.91% | 52.72% | 51.81% | 51.82% |

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内 | 二月内 | 三月内 | 六月内 |
|----|------|------|------|------|------|
| 买入 | 6 | 10 | 10 | 20 | 24 |
| 增持 | 4 | 6 | 6 | 8 | 10 |
| 中性 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 |
| 减持 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 评分 | 1.40 | 1.38 | 1.38 | 1.34 | 1.39 |

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

| 序号 | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|----|------------|----|------|-----------|
| 1 | 2019-10-24 | 买入 | 7.05 | 8.10~8.10 |
| 2 | 2019-10-31 | 买入 | 7.69 | N/A |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |
| | | | | |

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH