

深圳燃气 (601139.SH)

中报业绩符合预期，关注估值修复机会

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

7.72-8.26

能源行业首席分析师

能源行业分析师

刘昭亮

李超

S0740510120026

S0740513070003

021-20315150

0531-68889533

liuzl@r.qlzq.com.cn

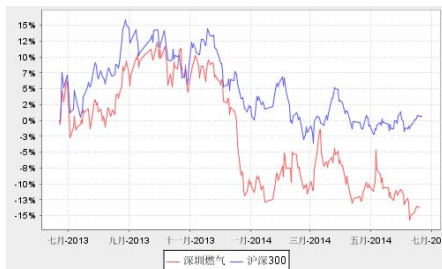
lichao@r.qlzq.com.cn

2014年7月7日

基本状况

总股本(百万股)	1980.46
流通股本(百万股)	1904.59
市价(元)	6.74
市值(百万元)	13328.47
流通市值(百万元)	12817.86

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	8,967.8	8,574.5	9,177.7	10,168.	11,646.
营业收入增速	10.54%	-4.39%	7.04%	10.80%	14.53%
净利润增长率	30.37%	33.80%	8.49%	5.13%	7.49%
摊薄每股收益(元)	0.27	0.36	0.39	0.41	0.44
前次预测每股收益(元)	—	—	0.39	0.41	0.44
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	35.72	22.16	18.31	17.41	16.20
PEG	1.18	0.66	2.16	3.40	2.16
每股净资产(元)	2.11	2.51	2.76	3.16	3.60
每股现金流量(元)	0.31	0.65	0.43	0.67	0.77
净资产收益率	12.62%	14.21%	14.05%	12.87%	12.15%
市净率	4.51	3.15	2.57	2.24	1.97
总股本(百万元)	1,980.4	1,980.4	1,980.4	1,980.4	1,980.4

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 公司于7月7日发布2014年中期业绩快报:** 2014年H1实现营业收入4.62亿元,同比增长13.59%,归属于母公司股东的净利润为4.43亿元,同比下滑11.88%,EPS为0.22元,同比下滑12%。公司净利润同比下滑主要受2013年同期处置房产贡献收益0.93亿元所致,扣除房产收益,2014年中期净利润实际同比增长7.43%,天然气销量继续稳步增长——同比增长7.63%至7.19亿立方米。
- 西气东输二线保证气源供应,未来增量看电厂和异地扩张带来管道燃气的增长,以及LNG加气站销量的快速提升。** 西二线达产后,公司拥有40亿立方米的合同供气量,为下游客户拓展提供了充足的气源保障。环保政策明确深圳地区将不再新建燃煤电厂,天然气电厂将填补燃煤电厂停建带来的能源缺口,增量空间较大。目前公司积极拓展电厂、工商业、车船用LNG和异地市场扩张,推动管道燃气销量稳步增长。
- 需求仍然旺盛,价格传导时滞或压缩毛利率。** 公司的气源主要来源于三部分:一是大鹏气源,价格为1.7元,目前价格不会上涨;西二线气源,从2.74元上调至3.32元;三是现货气随行就市。2014年存量气价格有望再次上调,将使公司管道燃气销量承压,但下游居民公福、电厂、工商业客户调价程序不同,其中存在时滞效应。因此我们预计公司毛利率将有所下滑,但与现货气相比仍有较大的优势。
- 我们预测公司2014~2016年归属于母公司股东的净利润分别为7.67亿元、8.06亿元和8.67亿元,对应EPS分别为0.39元、0.41元和0.44元。** 公司业绩增速放缓的主要原因除需求放缓之外,主要考虑到上游气源采购成本上调的影响,同时没有考虑到异地项目扩张。我们认为公司具有良好的现金流以及行业稳定增长属性,且存在异地外延式扩张的增长预期,维持公司“增持”评级,目标价:7.78元~8.26元。
- 风险提示:** 天然气消费需求受宏观经济增速放缓的影响;气源价格大幅上涨的风险;政策带来的管道燃气销量增速下滑的风险;异地市场扩张存在不确定性。

图表 1: 盈利预测表

损益表 (人民币万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业总收入	811,245	896,788	857,455	917,779	1,016,884	1,164,637
增长率	23.69%	10.5%	-4.4%	7.0%	10.8%	14.5%
营业成本	-682,725	-746,400	-685,410	-734,874	-817,802	-942,255
%销售收入	84.2%	83.2%	79.9%	80.1%	80.4%	80.9%
毛利	128,520	150,388	172,045	182,905	199,082	222,382
%销售收入	15.8%	16.8%	20.1%	19.9%	19.6%	19.1%
营业税金及附加	-3,385	-3,671	-5,356	-5,507	-5,084	-5,823
%销售收入	0.4%	0.4%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
营业费用	-66,036	-70,875	-72,401	-73,422	-76,266	-87,348
%销售收入	8.1%	7.9%	8.4%	8.0%	7.5%	7.5%
管理费用	-12,033	-13,582	-15,409	-15,602	-16,982	-18,634
%销售收入	1.5%	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	47,066	62,260	78,879	88,374	100,749	110,577
%销售收入	5.8%	6.9%	9.2%	9.6%	9.9%	9.5%
财务费用	-7,317	-8,261	-8,358	-5,267	-11,070	-11,945
%销售收入	0.9%	0.9%	1.0%	0.6%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-166	-163	-361	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	11,096	12,942	10,219	13,500	11,600	11,000
%税前利润	21.5%	18.7%	10.9%	13.3%	10.9%	9.6%
营业利润	50,678	66,778	80,380	96,606	101,280	109,632
营业利润率	6.2%	7.4%	9.4%	10.5%	10.0%	9.4%
营业外收支	832	2,384	13,244	5,000	5,000	5,000
税前利润	51,510	69,162	93,625	101,606	106,280	114,632
利润率	6.3%	7.7%	10.9%	11.1%	10.5%	9.8%
所得税	-9,315	-14,765	-20,960	-22,353	-23,169	-24,875
所得税率	18.1%	21.3%	22.4%	22.0%	21.8%	21.7%
净利润	42,195	54,397	72,665	79,253	83,111	89,757
少数股东损益	1,665	1,557	1,964	2,743	2,870	3,095
归属于母公司的净利润	40,530	52,840	70,701	76,510	80,241	86,662
净利率	5.0%	5.9%	8.2%	8.3%	7.9%	7.4%
现金流量表 (人民币万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	42,195	54,397	72,665	79,253	83,111	89,757
少数股东损益	0	0	0	2,743	2,870	3,095
非现金支出	17,867	21,142	25,055	31,144	39,782	48,936
非经营收益	-910	-3,670	-12,217	-962	556	1,126
营运资金变动	10,348	-10,178	43,813	-27,454	8,521	12,183
经营活动现金净流	69,500	61,691	129,316	84,725	134,839	155,097
资本开支	128,543	148,398	117,310	127,571	138,000	148,000
投资	-1,235	-4,803	-3,150	0	0	0
其他	48,791	48,683	50,245	13,500	11,600	11,000
投资活动现金净流	-80,987	-104,518	-70,215	-114,071	-126,400	-137,000
股权募资	101,597	300	2,089	0	0	0
债权募资	-8,608	-2,918	148,380	-5,018	-2,089	6,909
其他	49,822	-35,975	-50,033	-17,538	-45,477	-17,126
筹资活动现金净流	142,811	-38,593	100,436	-22,556	-47,566	-10,217
现金净流量	131,324	-81,421	159,537	-51,902	-39,127	7,880
资产负债表 (人民币万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	292,031	175,632	298,105	243,459	201,463	206,248
应收账款	46,864	51,512	44,347	46,848	50,616	58,087
存货	30,412	41,922	30,722	39,988	43,819	50,226
其他流动资产	24,456	20,143	12,875	17,475	19,133	21,622
流动资产	393,763	289,209	386,048	347,770	315,031	336,183
%总资产	42.6%	29.9%	32.0%	27.4%	23.5%	22.9%
长期投资	27,213	29,302	30,980	30,980	30,980	30,980
固定资产	436,570	584,584	711,471	812,177	914,303	1,017,329
%总资产	47.2%	60.4%	58.9%	63.9%	68.1%	69.4%
无形资产	56,573	63,353	69,432	70,153	71,245	72,283
非流动资产	531,326	678,738	822,014	923,441	1,026,659	1,130,723
%总资产	57.4%	70.1%	68.0%	72.6%	76.5%	77.1%
资产总计	925,089	967,947	1,208,062	1,271,211	1,341,690	1,466,906
短期借款	257,454	227,064	206,421	201,403	189,314	181,223
应付账款	132,836	144,659	177,832	165,790	181,686	206,316
其他流动负债	110,627	107,481	108,357	137,632	111,194	115,114
流动负债	500,917	479,204	492,610	504,826	482,195	502,654
长期贷款	12,637	0	13,151	13,151	23,151	38,151
其他长期负债	0	40,000	176,535	176,535	176,535	176,535
负债	513,554	519,205	682,296	694,512	681,881	717,340
普通股股东权益	382,376	418,779	497,407	545,596	625,837	712,499
少数股东权益	29,159	29,233	27,736	30,480	33,349	36,444
负债股东权益合计	925,089	967,947	1,208,062	1,271,211	1,341,690	1,466,906
比率分析						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标						
每股收益 (元)	0.307	0.267	0.357	0.386	0.405	0.438
每股净资产 (元)	2.896	2.115	2.512	2.755	3.160	3.598
每股经营现金净流 (元)	0.526	0.311	0.653	0.414	0.666	0.768
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.143	0.143	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.60%	12.62%	14.21%	14.02%	12.82%	12.16%
总资产收益率	4.38%	5.46%	5.86%	6.02%	5.98%	5.91%
投入资本收益率	10.64%	9.60%	10.56%	10.14%	9.81%	9.67%
增长率						
营业总收入增长率	23.69%	10.54%	-4.39%	7.04%	10.80%	14.53%
EBIT增长率	52.49%	32.28%	26.69%	12.04%	14.00%	9.75%
净利润增长率	26.64%	30.37%	33.80%	8.22%	4.88%	8.00%
总资产增长率	27.35%	4.55%	24.84%	5.23%	5.54%	9.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.1	11.8	12.2	12.0	11.5	11.5
存货周转天数	20.7	17.7	19.3	19.0	18.8	18.8
应付账款周转天数	33.0	25.9	35.8	35.0	34.0	33.0
固定资产周转天数	101.0	116.0	173.5	218.2	244.1	254.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-5.33%	20.41%	13.96%	21.34%	24.70%	22.03%
EBIT利息保障倍数	6.4	7.5	9.4	16.8	9.1	9.3
资产负债率	55.51%	53.68%	56.51%	54.66%	50.85%	48.92%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

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%
持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。