

燃气行业

报告原因：调研报告

2014年07月23日

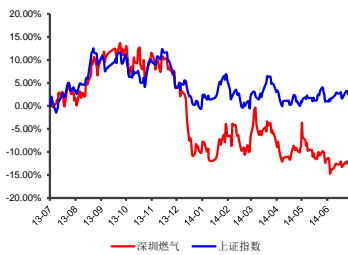
市场数据：2014年07月22日

收盘价(元)	6.79
一年内最高/最低(元)	7.89/6.58
市净率	2.62
市盈率	17.93
流通A股市值(亿元)	129.32

基础数据：2014年03月31日

每股净资产(元)	2.59
资产负债率%	54.76
总股本/流通A股(亿股)	19.8/19.0
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内公司股价与大盘对比走势



分析师

孙涛

执业证书编号：S0760512100001

010-82190302

suntao@sxzq.com

张红兵

执业证书编号：S0760511010023

010-82190365

zhanghongbing@sxzq.com

联系人

孟军

010-82190365

sxzqyfz@i618.com.cn

地址：太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市海淀区大柳树路富海大厦808

电话：0351-8686990

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

深圳燃气 (601139)

增持

气源充足,关注电厂用户用气量增长和异地扩张

首次评级

公司研究/调研报告

盈利预测：

单位：百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	营业利润率	市盈率
2012A	8968	10.54	528	30.37	0.27	7.45	25.15
2013A	8575	-4.39	707	33.80	0.36	9.37	18.86
2014E	9065	5.72	750	6.09	0.38	11.09	17.93
2015E	10042	10.78	863	15.06	0.44	11.49	15.58

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩

公司是一家以城市燃气经营为主的清洁能源公司，主要业务包括管道燃气、液化石油气和瓶装液化石油气零售三大板块，其中管道燃气业务系公司的核心业务，是公司收入、利润重要来源。2009-2013年间，公司主营业务收入由38.16亿元增至84.89亿元，年复合增长率为22.1%，其中管道燃气规模复合增长率为32.7%，业务占比已由36.6%升至51%，液化石油气复合增长率为12.4%，业务占比由39.8%缩至28.6%，瓶装液化石油气复合增长率仅为4.6%，业务占比由14.7%降至7.9%。2013年，管道燃气对毛利的贡献率达到70%，第二大业务液化石油气批发仅贡献3.8%毛利。

气源充足是公司发展强有力的保障。目前公司在深圳地区公司主要有三类气源：1) 广东大鹏3.3亿立方米。与广东大鹏公司签订了25年稳产期年供3.3亿立方米照付不议的天然气采购合同，从2006年9月开始供气，该部分价格锁定在1.7元/立方米；2) 西气东输二线40亿立方米。与中石油签订了25年稳产期年供40亿立方米照付不议的天然气采购框架协议。西气东输二线自2012年6月开始为公司供气，2012-2016年的照付不议采购量分别为7.5、9.3、18.9、22和36亿立方米，该部分价格为2.74元/立方米，未来可能调至3.32元/立方米；3) 现货气源，气价随行入市。公司正在建设储备调峰库，储备能力达到10亿立方米/年，主要通过国内外LNG供应商采购，项目建成后将保障公司供气能力。

深圳地区居民用气增长较稳定。就居民气化率而言，目前深圳居民气化率在42%左右，与发达国家79%的比率仍有很大差距；就管网覆盖率而言，目前深圳关内地区覆盖率已达到90%以上，而关外覆盖率仅略高于40%，根据《深圳经济特区一体化建设三年实施计划》，到2015年覆盖率将提升至55%。我们认为随着深圳一体化建设进程的稳步推进，深圳居民气化率仍将继续提升，深圳地区居民用气量仍将保持稳步增长。



- **深圳地区锅炉油改气仍将释放管道天然气需求。**针对管道燃气投资高、门槛较高降低部分小工业和商业用户使用管道燃气的意愿，公司积极与用户沟通采用管道投资由公司承担，用户只负责买气的模式，取得一定效果。目前深圳市场仍有 500 个左右的锅炉未完成油改气工作，若这些锅炉全部改造完成，新增管道天然气需求量 2-3 亿方/年，而公司在此业务的市场占有率为 100%。
- **电厂用户将是深圳地区燃气销量增长的主要动力。**13 年公司电厂燃气销量达到 3.65 亿立方米，同比增长 46%。目前公司已与钰湖电力、宝昌电力以及南天电力三家电厂签署了天然气照付不议的供销协议，还与深圳能源签署了电厂购销意向书，为消化西气东输二线达产后 40 亿方/年的供气量提供了有利保障。但当前深圳运营的燃气电厂都是调峰电厂，全年发电小时在 2000 小时左右，上网电价 0.745 元/度，地方政府补贴 0.1 元，目前燃气电厂盈利一般，未来仍存两个预期：一是参照江浙一带燃气上网电价上调至 0.9 元/度，二是上调政府补贴。若预期落地，电厂用气量上升将带动公司该业务销量爆发性增长。
- **车用和船用 LNG 发展迅速，行业增长空间大。**根据《深圳市大气环境质量提升计划》规划：2014 年底前，全市货运行业推广电动或 LNG（液化天然气）中型、重型载货车 2.5 万辆；2015 年底前，全市货运行业继续推广电动或 LNG 中型、重型载货车 1 万辆，电动或 LNG 车辆达到载货车总数的 50% 以上；全市城际道路客运行业累计推广使用清洁能源大巴 500 辆以上；2013 年 9 月起，全市所有集装箱港口新增港口内拖车使用天然气，2015 年底前，除应急设备外，全市集装箱港口内拖车全部完成“油改气”。若全部完成后，预计深圳地区车用和船用 LNG 市场需求量为 7-8 亿方/年，未来随着加气站基础设施逐步完善以及政府补贴力度不断加大，该部分业务呈快速增长态势。
- **异地市场仍将持续增长。**目前公司已在江西、安徽、广西的 19 个异地城市开展管道燃气业务经营，2013 年末，公司拥有异地燃气用户 37.38 万户，同比增长 24.97%；全年燃气销量 3.08 亿立方米，同比



增长 48.08%。公司异地管道燃气所供管道燃气大部分来自西气东输一线工程，西气东输一线采购量以照付不议合同锁定，2013 年异地燃气公司已基本落实年采购天然气 8 亿立方米，公司计划未来主要通过收购或兼并较成熟的地方性燃气供气公司以实现异地业务扩张。总体看来，公司异地的管道燃气业务仍处于发展初期，业务规模相对较小，但发展速度较快，未来发展空间广阔。

- **公司治理结构清晰，管理层资本运作经营丰富。**一直以来公司治理结构较为合理，率先开展股权激励政策，且公司定位城市清洁能源运营商，发展思路明晰，而现任董事长李真曾就职于深圳市投资控股有限公司，具有丰富的资本运作及投融资业务管理能力，我们认为经过近 1 年左右的磨合期，公司各业务逐步理顺，预计公司燃气管道建设速度将加快，同时异地拓展速度也有望加快。
- **投资评级：**目前深圳市管道燃气居民用气价格仍为 3.5 元/立方米，商业用气价格和工业用气价格均为 4.8 元/立方米，电厂用气价格 3.16 元/立方米。而根据发改委要求 2015 年前正式建立居民生活用气阶梯价格制度，长期看公司燃气销售价格存上调预期。随着电厂用气量上升，异地业务拓展有序推进，车用和船用 LNG 迅速发展，公司售气量将保持快速增长，而公司气源充足，为公司业务快速发展提供保障。我们预测 14-15 年 EPS 为 0.38、0.44 元，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**门站价格上调；电厂用气量低于预期；异地业务拓展缓慢



公司盈利预测情况

单位：万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	811,245.29	896,788.17	857,454.99	906,530.87	1,004,238.60
营业收入	811,245.29	896,788.17	857,454.99	906,530.87	1,004,238.60
二、营业总成本	771,662.48	842,952.59	787,293.70	818,102.34	900,871.30
营业成本	682,724.93	746,399.72	685,410.02	716,799.36	787,842.95
营业税金及附加	3,385.33	3,671.11	5,356.08	4,385.53	5,080.71
销售费用	66,036.12	70,875.37	72,400.63	73,994.08	82,043.77
管理费用	12,032.93	13,582.30	15,408.84	14,488.96	16,435.63
财务费用	7,317.16	8,260.99	8,357.57	8,454.42	9,468.24
资产减值损失	166.01	163.10	360.56	-20.00	0
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	11,095.52	12,942.03	10,219.13	12,069.52	12,069.52
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	50,678.34	66,777.61	80,380.43	100,498.05	115,436.82
加：营业外收入	1,411.21	3,014.88	13,898.17	137.00	0.00
减：营业外支出	579.16	630.89	653.78	38.00	0.00
五、利润总额	51,510.39	69,161.60	93,624.82	100,597.05	115,436.82
减：所得税	9,315.05	14,764.67	20,960.25	23,137.32	26,550.47
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	42,195.34	54,396.92	72,664.57	77,459.73	88,886.35
减：少数股东损益	1,664.92	1,556.85	1,963.51	2,455.45	2,587.82
归属于母公司所有者的净利润	40,530.43	52,840.07	70,701.06	75,004.28	86,298.53
七、每股收益：					
基本每股收益(元)	0.33	0.27	0.36	0.38	0.44

数据来源：山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 15%以上
增持： 相对强于市场表现 5~15%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。