

收到居民气结构差清退款，有助净利率回升

- 事件:** 公司公告称，公司收到中石油西南油气田分公司清退的2013年1月至2014年11月居民气结构价差清退款16,250万元，本次清退无现金流入，作为增加预付天然气款用于未来期间抵扣。该款项会增加公司2014年度税前利润14,381万元。
- 居民气结构差清退款冲减成本，增加净利率约1.97%。**该项清退款冲减营业成本和税金约1.63亿，预计2014年公司营收约60.26亿，则公司毛利率提高约2.7%；增厚公司税前利润1.44亿，按实际所得税率17%计算，税后净利润约1.19亿，公司净利率提高约1.97%。
- 影响居民气结构差清退款的主要因素:** 1)居民气销售量占公司燃气总销售量的比例发生较大变化；2)非居民气购进价逐年上调，居民气购进价不变，导致居民气与非居民气价差扩大。
- 居民气结构差清退款对2015年利润的影响:** 居民气购销结构价差是导致公司2012年和2013年天然气销售毛利率下降的主要因素之一。按规定居民气的分配比例应按照上一年各类别气的销售结构进行核定，但多数情况下核查未能及时完成，因此参照的可能是几年前的销售结构。如2011-2013年中石油西南油气田分公司对公司居民气的分配比例均按照2010年度公司的类别气销售结构进行核定；2014年参照2012年居民用气实际销售结构进行预算，年终前按2013年实际销售结构进行结算。因此，我们认为2015年的居民气结构差按2013年销售结构核定的可能性较大。2013年居民气销气量占比31%，预计2014年该占比为39%。若2015年保持2014年的销售结构，则居民气购销结构差约占8%。我们预计2015年全年燃气销售量约25亿m³，则受居民气结构差影响的约20,000万m³。非居民气不含税购进价为2.05元/m³(2.32/1.13)，居民气不含税购进价为1.13元/m³(1.28/1.13)。因此，结构差影响单位毛利约-0.92元，影响毛利总额约-1.84亿。预计2015年营收约66.45亿，居民气结构差导致毛利率下调2.77%。
- 业绩预测与估值:** 我们预测公司2014、2015年和2016年EPS分别为0.24元、0.25元和0.28元。维持“增持”评级。
- 风险提示:** 2015年是否能收到结构差清退款具有不确定性。

指标/年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5934.67	6026.24	6644.54	7582.47
增长率	9.42%	1.54%	10.26%	14.12%
归属母公司净利润(百万元)	300.48	378.28	388.79	439.94
增长率	18.52%	25.89%	2.78%	13.16%
每股收益EPS(元)	0.19	0.24	0.25	0.28
净资产收益率ROE	11.02%	12.31%	11.34%	11.48%
PE	50.28	39.94	38.86	34.34
PB	5.54	4.92	4.41	3.94

数据来源：公司公告，西南证券

西南证券研究发展中心

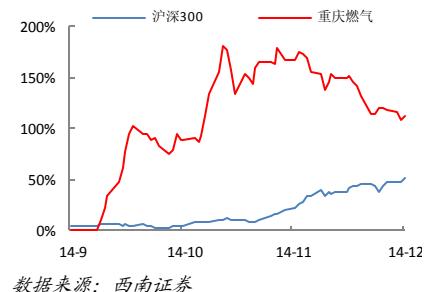
分析师：熊莉

执业证号：S1250514080002

电话：023-63786278

邮箱：xiongl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	15.56
流通A股(亿股)	1.56
52周内股价区间(元)	-
总市值(亿元)	154.36
总资产(亿元)	72.15
每股净资产(元)	2.07

相关研究

- 重庆燃气(600917): 区域城镇燃气龙头经营商 (2014-12-29)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	现金流量表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5934.67	6026.24	6644.54	7582.47	净利润	307.70	387.37	398.14	450.52
营业成本	5225.98	5103.48	5622.79	6388.54	折旧与摊销	204.01	263.36	305.46	316.94
营业税金及附加	50.96	51.75	57.06	65.11	财务费用	-107.58	-31.83	-37.06	-43.98
销售费用	213.03	235.02	279.07	333.63	资产减值损失	3.25	0.00	0.00	0.00
管理费用	226.67	253.10	299.00	356.38	经营营运资本变动	248.46	-42.33	160.38	251.93
财务费用	-107.58	-31.83	-37.06	-43.98	其他	125.04	231.08	261.12	339.71
资产减值损失	3.25	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	780.87	807.65	1088.04	1315.12
投资收益	3.52	0.00	0.00	0.00	资本支出	-508.37	-625.08	-733.10	-946.34
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-195.72	43.16	46.48	49.80
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-704.10	-581.92	-686.62	-896.54
营业利润	325.88	414.71	423.68	482.79	短期借款	0.00	40.00	50.00	50.00
其他非经营损益	45.90	52.00	56.00	60.00	长期借款	-24.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	371.78	466.71	479.68	542.79	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	64.08	79.34	81.55	92.27	支付股利	-76.57	-32.13	-33.03	-37.37
净利润	307.70	387.37	398.14	450.52	其他	42.27	31.83	37.06	43.98
少数股东损益	7.22	9.09	9.35	10.57	筹资活动现金流净额	-58.88	39.69	54.04	56.61
归属母公司股东净利润	300.48	378.28	388.79	439.94	现金流量净额	17.89	265.42	455.46	475.18
资产负债表 (百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	财务分析指标	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	2103.03	2368.45	2823.91	3299.09	成长能力				
应收和预付款项	403.59	700.00	790.00	830.00	销售收入增长率	9.42%	1.54%	10.26%	14.12%
存货	128.47	140.00	155.00	170.00	营业利润增长率	12.02%	27.26%	2.16%	13.95%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	13.23%	25.89%	2.78%	13.16%
长期股权投资	14.55	14.55	14.55	14.55	EBITDA 增长率	16.95%	86.62%	8.02%	13.95%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3284.02	3354.66	3456.04	3668.40	毛利率	11.94%	15.31%	15.38%	15.75%
无形资产和开发支出	265.03	282.96	307.97	344.89	三费率	5.60%	7.57%	8.14%	8.52%
其他非流动资产	45.73	45.55	45.37	45.37	净利率	5.18%	6.43%	5.99%	5.94%
资产总计	6244.41	6906.17	7592.85	8372.31	ROE	11.02%	12.31%	11.34%	11.48%
短期借款	0.00	40.00	90.00	140.00	ROA	5.07%	6.30%	5.83%	5.96%
应付和预收款项	1384.63	1651.16	1922.72	2239.04	ROIC	20.34%	28.09%	25.42%	29.66%
长期借款	245.62	245.62	245.62	245.62	EBITDA/销售收入	8.77%	16.12%	15.79%	15.77%
其他负债	1639.29	1639.29	1639.29	1639.29	营运能力				
负债合计	3269.54	3576.06	3897.63	4263.94	总资产周转率	0.95	0.87	0.88	0.91
股本	1400.00	1400.00	1400.00	1400.00	固定资产周转率	2.62	1.80	1.92	2.07
资本公积	706.52	706.52	706.52	706.52	应收账款周转率	32.14	26.20	22.15	20.49
留存收益	620.55	966.69	1322.46	1725.03	存货周转率	40.68	36.45	36.28	37.58
归属母公司股东权益	2727.06	3073.21	3428.97	3831.54	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入	1.17	—	—	—
少数股东权益	247.81	256.90	266.25	276.82	资本结构				
股东权益合计	2974.87	3330.11	3695.22	4108.36	资产负债率	52.36%	51.78%	51.33%	50.93%
负债和股东权益合计	6244.41	6906.17	7592.85	8372.31	带息债务/总负债	7.51%	7.99%	8.61%	9.04%
业绩和估值指标	2013A	2014E	2015E	2016E	流动比率	1.89	1.89	1.86	1.80
EBITDA	520.61	971.57	1049.50	1195.88	速动比率	1.80	1.81	1.79	1.73
PE	50.28	39.94	38.86	34.34	股利支付率	25.48%	8.49%	8.49%	8.49%
PB	5.54	4.92	4.41	3.94	每股指标				
PS	2.55	2.51	2.27	1.99	每股收益	0.19	0.24	0.25	0.28
EV/EBITDA	23.05	12.13	10.86	9.19	每股净资产	1.75	1.98	2.20	2.46
股息率	0.51%	0.21%	0.22%	0.25%	每股经营现金	0.50	0.52	0.70	0.85
					每股股利	0.05	0.02	0.02	0.02

数据来源：公司公告，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

北京

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

重庆

重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠
010-57631295
13716334008
wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡
010-57631175
13520109430
lbx@swsc.com.cn

上海地区

罗月江
021-50755210
13632421656
lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟(地区销售总监)
0755-83288793
18665815531
liuj@swsc.com.cn

张婷
0755-88286971
13530267171
zhangt@swsc.com.cn

易芳
0755-88285458
18610942879
yifang@swsc.com.cn

罗聪
0755-88286972
15219509150
luoc@swsc.com.cn