

深圳燃气 (601139. SH)
受益于价格改革，需求将触底回升

 评级：**买入** 前次：买入

 目标价（元）：**10.86—11.58**

分析师	联系人
刘昭亮	汤正阳
S0740510120026	S0740114070028
021-20315150	0531-68889512
liuzl@r.qlzq.com.cn	tangzy@r.qlzq.com.cn
2015年11月03日	

基本状况

总股本(百万股)	2,178
流通股本(百万股)	2,178
市价(元)	9.11
市值(百万元)	20,386
流通市值(百万元)	20,386

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	8,574.55	9,530.87	8,740.59	10,580.8	12,297.26
营业收入增速	-4.39%	11.15%	-8.29%	21.05%	16.22%
净利润增长率	33.80%	2.00%	-14.68%	17.11%	27.54%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.36	0.31	0.36	0.46
前次预测每股收益	—	—	—	—	—
市场预测每股收益	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市净率(倍))	—	—	—	—	—
PEG	0.66	11.35	—	1.53	0.74
每股净资产(元)	2.33	2.55	2.86	3.23	3.69
每股现金流量(元)	0.65	0.57	0.31	0.72	0.85
净资产收益率	15.31%	14.26%	10.85%	11.27%	12.57%
市净率	3.39	3.23	3.31	2.94	2.57
总股本(百万元)	1980.45	1980.45	2178	2178	2178

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 公司发布 2015 年三季报：**2015 年 1~9 月实现营业收入 57.72 亿元，同比下降 18.77%，归属于母公司股东的净利润为 5.13 亿元，折合 EPS0.25 元，同比下滑 11.89%。主要原因是液化石油气销售价格持续下跌导致亏损并拖累公司整体业绩，同时天然气销量有所增长但增速放缓。从天然气销售结构来看，其业务拓展形势良好，电厂用气销量下滑但工商业用气增速较好。随着公司大力发展工商业用户以及市场范围迅速扩大，天然气销售量达到 11.13 亿立方米，较上年同期 11.28 亿立方米下降 1.33%，（其中电厂天然气销售量为 2.50 亿立方米，较上年同期 3.28 亿立方米下降 23.78%；非电厂天然气销售量 8.63 亿立方米，较上年同期 8 亿立方米增长 7.88%）。此外，液化石油气批发销售收入为 8.93 亿元，上年同期 21.58 亿元大幅下降 58.59%，主要是液化石油气批发报告期价格持续下跌，前期购入液化石油气的成本较高所造成的亏损。
- 公司将受益于天然气价格体制改革，需求将触底回升。**能源体制改革箭在弦上，十三五规划亦即将出台，推进天然气价格的市场化改革，促进天然气消费是大势所趋。2015 年前三季度由于天然气调价滞后，相对于石油和煤炭明显处于比价劣势，导致天然气整体消费大幅放缓。市场预计年底天然气价格即将下调，天然气消费增速有望触底回升。由于四季度是天然气的消费旺季，为了保障市场供应，短期内价格可能不会调整，我们预计年底或明年年初很可能迎来天然气价格下调，上游价格下调幅度在 0.4~0.8 区间。到时将改善下游天然气需求增长疲软状态，若工业天然气价格下调，将重新启动工业天然气需求的增长预期，从而带动公司毛利率的企稳回升。
- 公司作为深圳市国资企业，受益于国企改革，资产重组及对外扩展有望加速。**近期国企改革概念逐渐成为市场的热点，表现相对活跃。公司在引进战略投资者和经营层面均走在同行的前列，盈利水平和公司

治理结构表现较为优秀。同时公司具有灵活的机制，能适应政策变化调整自身应对战略，在省外的业务拓展迅速，逐渐成为新的利润来源。另外，公司与深圳远致富海燃气产业投资企业达成《合作协议》，有望受益于国企改革下的资产重组或并购，有助于培养公司新的业务增长点。

- 我们预测公司 2015~2017 年归属于母公司股东的净利润分别为 6.75 亿元、7.84 亿元和 10.02 亿元，对应 EPS 分别为 0.31 元、0.36 元和 0.46 元。公司业绩增速加快的主要原因是公司受益于国企改革环境下的价格改革政策，需求预期有望增加，另外异地项目的超预期扩张也为业绩向好提供有力支持。我们认为，政府对天然气价格下调对公司形成利好，且公司存在异地外延式持续扩张和并购预期，维持“买入”评级，目标价：10.86 元-11.58 元。
- **风险提示：**天然气消费需求受宏观经济增速放缓的影响；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)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	896,788	857,455	953,087	874,059	1,058,084	1,229,726
增长率	10.54%	-4.4%	11.2%	-8.3%	21.1%	16.2%
营业成本	-746,400	-685,410	-769,288	-702,833	-851,729	-978,613
%销售收入	83.2%	79.9%	80.7%	80.4%	80.5%	79.6%
毛利	150,388	172,045	183,799	171,226	206,355	251,114
%销售收入	16.8%	20.1%	19.3%	19.6%	19.5%	20.4%
营业税金及附加	-3,671	-5,356	-5,460	-5,244	-6,349	-7,378
%销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-70,875	-72,401	-77,006	-69,925	-85,705	-100,838
%销售收入	7.9%	8.4%	8.1%	8.0%	8.1%	8.2%
管理费用	-13,582	-15,409	-14,582	-14,859	-17,670	-20,290
%销售收入	1.5%	1.8%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	62,260	78,879	86,751	81,198	96,631	122,607
%销售收入	6.9%	9.2%	9.1%	9.3%	9.1%	10.0%
财务费用	-8,261	-8,358	-7,550	-15,988	-17,698	-17,554
%销售收入	0.9%	1.0%	0.8%	1.8%	1.7%	1.4%
资产减值损失	-163	-361	-1,516	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	12,942	10,219	13,506	15,000	15,000	15,000
%税前利润	18.7%	10.9%	14.5%	18.4%	15.7%	12.3%
营业利润	66,778	80,380	91,191	80,210	93,933	120,053
营业利润率	7.4%	9.4%	9.6%	9.2%	8.9%	9.8%
营业外收支	2,384	13,244	1,697	1,500	1,500	1,500
税前利润	69,162	93,625	92,888	81,710	95,433	121,553
利润率	7.7%	10.9%	9.7%	9.3%	9.0%	9.9%
所得税	-14,765	-20,960	-19,665	-17,976	-20,804	-26,377
所得税率	21.3%	22.4%	21.2%	22.0%	21.8%	21.7%
净利润	54,397	72,665	73,223	63,734	74,629	95,176
少数股东损益	1,557	1,964	1,110	2,206	2,577	3,282
归属于母公司的净利润	52,840	70,701	72,113	61,528	72,052	91,894
净利率	5.9%	8.2%	7.6%	7.0%	6.8%	7.5%

现金流量表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	54,397	72,665	73,223	63,734	74,629	95,176
少数股东损益	0	0	0	2,206	2,577	3,282
非现金支出	21,142	25,055	30,457	35,508	44,122	53,255
非经营收益	-3,670	-12,217	-5,518	7,268	6,714	6,560
营运资金变动	-10,178	43,813	14,107	-45,933	16,989	12,841
经营活动现金净流	61,691	129,316	112,270	62,783	145,031	171,114
资本开支	148,398	117,310	129,840	123,219	141,500	151,500
投资	-4,803	-3,150	-12,015	0	0	0
其他	48,683	50,245	-103,639	15,000	15,000	15,000
投资活动现金净流	-104,518	-70,215	-245,493	-108,219	-126,500	-136,500
股权募资	300	2,089	3,920	0	0	0
债权募资	-2,918	148,380	67,242	-19,148	6,846	-10,271
其他	-35,975	-50,033	-93,815	-23,768	-23,214	-23,060
筹资活动现金净流	-38,593	100,436	-22,653	-42,916	-16,368	-33,332
现金净流量	-81,421	159,537	-155,876	-88,352	2,163	1,282

资产负债表 (人民币万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	175,632	298,105	211,204	200,288	227,470	265,416
应收款项	51,512	44,347	47,178	45,566	52,666	61,333
存货	41,922	30,722	43,163	40,279	46,449	52,968
其他流动资产	20,143	12,875	66,392	71,922	74,495	77,033
流动资产	289,209	386,048	367,937	358,055	381,082	406,750
%总资产	29.9%	32.0%	27.7%	21.0%	20.3%	19.8%
长期投资	29,302	30,980	30,577	30,577	30,577	30,577
固定资产	584,584	711,471	818,521	815,324	898,547	912,670
%总资产	60.4%	58.9%	61.7%	69.1%	70.5%	71.7%
无形资产	63,353	69,432	86,503	78,910	79,565	80,186
非流动资产	678,738	822,014	958,231	1,047,441	1,146,319	1,246,064
%总资产	70.1%	68.0%	72.3%	79.0%	79.7%	80.2%
资产总计	967,947	1,208,062	1,326,168	1,325,496	1,437,401	1,552,814
短期借款	227,064	206,421	287,036	267,888	274,734	264,463
应付款项	144,659	177,832	201,830	162,545	189,550	215,948
其他流动负债	107,481	108,357	60,046	56,829	60,261	64,425
流动负债	479,204	492,610	548,912	487,262	524,544	544,836
长期贷款	0	13,151	13,000	13,000	4,300	4,300
其他长期负债	40,000	176,535	170,047	170,047	170,047	170,047
负债	519,205	682,296	718,959	657,309	694,591	714,883
普通股股东权益	418,779	461,819	505,730	564,598	636,643	728,484
少数股东权益	29,233	27,736	33,737	35,848	38,424	41,704
负债股东权益合计	967,947	1,208,062	1,326,168	1,325,496	1,437,401	1,552,814

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.267	0.357	0.364	0.311	0.364	0.464
每股净资产 (元)	2.115	2.332	2.553	2.864	3.228	3.692
每股经营现金净流 (元)	0.311	0.653	0.567	0.306	0.719	0.847
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.143	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.62%	15.31%	14.26%	10.85%	11.27%	12.57%
总资产收益率	5.46%	6.03%	5.73%	4.90%	5.25%	6.18%
投入资本收益率	9.60%	11.26%	9.06%	7.12%	7.78%	9.07%
增长率						
营业总收入增长率	10.54%	-4.39%	11.15%	-8.29%	21.05%	16.22%
EBIT增长率	32.28%	26.69%	9.98%	-6.40%	19.01%	26.88%
净利润增长率	30.37%	33.80%	2.00%	-14.68%	17.11%	27.54%
总资产增长率	4.55%	21.16%	7.39%	-0.21%	8.82%	8.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.8	12.2	11.3	12.0	11.5	11.5
存货周转天数	17.7	19.3	17.5	19.0	18.8	18.8
应付账款周转天数	25.9	35.8	45.3	35.0	34.0	33.0
固定资产周转天数	116.0	173.5	199.5	259.7	258.5	260.6
偿债能力						
净负债/股东权益	20.41%	14.98%	43.73%	50.95%	46.41%	39.63%
EBIT利息保障倍数	7.5	9.4	11.5	5.1	5.5	7.0
资产负债率	53.68%	58.22%	57.13%	51.96%	50.61%	48.05%

来源: 中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。