深圳燃气(601139.SH)

受益于蚂蚁金服战略合作和天然气价改双重利好，维持买入评级

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 20 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)	10.02
市值(百万元)	21,824
流通市值(百万元)	21,824

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/	—	—	—	—	—
市盈率（倍）	22.16	22.66	30.55	26.09	20.45
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

- 2015 年 11 月 19 日，深圳燃气发出公告，公司于当日与蚂蚁金服签订战略合作协议，双方拟在支付与金融、移动互联网服务、大数据精准营销运营、渠道共享、征信业务以及其它领域全面深化战略合作，并建立密切的战略合作伙伴关系，协议有效期为 3 年。根据协议，双方合作内容包括：生活缴费渠道、支付宝服务窗产品、支付与代扣服务、信用体系共建、云通知合作、公有云合作等。
  - **深度挖掘客户信息，促进平台战略实施。**此次合作对于深圳燃气来说，有利于公司充分利用现有客户资源，发挥公司行业优势，通过新技术深度挖掘客户数据信息，开展多元化增值业务，进一步加快推进平台战略的实施。
- **天然气市场化改革，非居民用气价格大幅下调。**2015 年 11 月 18 日，国家发改委发出通知，根据《中共中央国务院关于推进价格机制改革的若干意见》精神，经国务院批准，决定自 2015 年 11 月 20 日起降低非居民用天然气门站价格，并进一步提高天然气价格市场化程度。此次改革的核心内容有以下两点：
  - 1、降低非居民用气门站价格，每千立方米降低 700 元，并由现行最高门站价格管理改为基准门站价格管理，降低后的门站价格作为基准门站价格，供需双方可在上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。方案实施时门站价格暂不上浮，自 2016 年 11 月 20 日起上浮。
  - 2、推动天然气市场建设及公开透明。非居民用气应加快进入上海石油天然气交易中心，由供需双方在价格政策允许的范围内公开交易形成具体价格，力争用 2-3 年的时间全面实现非居民用气的公开透明交易。
- 深圳燃气与蚂蚁金服战略合作协议的签订，有望促进公司在信息技术共享过程中充分利用数据资源，优化资源配置，发挥战略合作协同效应，实现业务的全面创新和拓展，根据现有行业优势形成多元化增值业务，推进企业创新转型，压缩金融成本，促进战略合作平台的建设，在优胜劣汰的行业竞争中提升自身优势。同时，随着天然气市场非居民用气价格大幅调低，减轻了下游企业负担，促进经济回稳增长。

天然气市场化程度的逐渐提高，意味着进一步放松价格管制，增加价格弹性，留给供需双方更多自主协商价格的空间，进而有利于激发市场活力，促进公平竞争。增强天然气市场的建设，将会尽早形成公允的天然气市场价格，为全面放开天然气价格创造条件，也有利于国内天然气市场深度融入全球市场，提高国际影响力和全球定价能力。

- **投资策略：**在当前国企改革逐步推进，行业内企业积极寻求转型创新的大背景下，公司与蚂蚁金服合作协议的达成能够促进资源充分利用，新技术和网络平台的应用会对业务多样化、数据精准化有更深一步的要求，对于推进企业业务发展和创新转型有重大意义，极大的巩固了市场信心，需求预期有望增加，同时天然气价格调低和市场化改革将有利于提升燃气的比价优势，带动天然气市场需求触底回升，对公司形成双重利好，另外异地项目的超预期扩张也为业绩向好提供有力支持。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	**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。