

深圳燃气 (601139. SH)

延续上半年强势增长，第三季度净利增长

64%

评级: **买入** 前次: **买入**

目标价 (元): **13.2**

分析师

联系人

刘昭亮

陈晨

S0740510120026

chenchen@r.qlzq.com.cn

021-20315150

liuzl@r.qlzq.com.cn

2016年10月13日

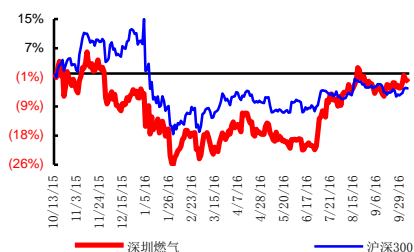
基本状况

总股本(百万股)	2,212
流通股本(百万股)	2,181
市价(元)	9.42
市值(百万元)	20,834
流通市值(百万元)	20,550

业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	9,530.8	7,967.4	8,365.7	9,713.1	10,964.
营业收入增速	11.15%	-16.40	5.00%	16.11%	12.89%
净利润增长率	2.00%	-8.52%	48.36%	17.84%	16.13%
摊薄每股收益 (元)	0.36	0.30	0.45	0.53	0.61
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率 (本次-市场/市)					
市盈率 (倍)	22.66	30.05	20.96	17.79	15.32
PEG	11.35	—	0.43	1.00	0.95
每股净资产 (元)	2.90	3.41	3.71	4.09	4.55
每股现金流量 (元)	0.57	0.72	0.31	0.86	0.92
净资产收益率	12.57%	8.88%	12.12%	12.95%	13.51%
市净率	2.85	2.67	2.54	2.30	2.07
总股本 (百万元)	1,980.6	2,178.0	2,178.0	2,178.0	2,178.0

股价与行业-市场走势对比



备注: 市场预测取聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 近日, 公司发布 2016 年三季度业绩快报: 营收总收入为 60.33 亿元, 同比增长 4.52%; 归属于上市公司股东的净利润 7.48 亿元, 同比增长 45.78%; 稀释每股收益 0.34 元/股, 同比增长 41.7%。其中第三季度, 归属于上市公司股东的净利润为 2.08 亿元, 同比大幅增长 63.8%。我们对其业绩表现具体点评如下:
- **天然气销量继续快速增长, 其中电厂需求增长依旧强劲。**前三季度, 公司天然气销量 13.1 亿立方米, 同比增长 17.7%, 稍弱于半年度 20.35% 的增速, 其中电厂客户销量达到 3.46 亿立方米, 同比增长 38.4%, 非电厂销量 9.64 亿立方米, 同比增长 11.7%。第三季度, 电厂销量 1.44 亿立方米, 增长 24.4%, 非电厂销量 2.73 亿立方米, 增长 7.1%。正如, 我们在 2016 年 6 月份深度报告里指出的, 2015 年天然气门站价的两次大幅下调, 使得燃气价格再次获得比价优势, 在当前上网电价与补贴条件下, 具备环保优势的燃气电厂可以实现较好的盈利水平。从美国天然气产业发展路径来看, 电厂需求将是推动行业增长的关键因素之一。
- **LPG 业务扭亏为盈, 是公司业绩大幅增长的又一重要因素。**前三季度, 液化石油气批发销售收入为 10.5 亿元, 占总收入的 17.4%, 同比增长 17.7%。随着国际原油价格整体回升, 从年初约 30 美元/桶反弹到目前 50 美元/桶左右, 国内 LPG 价格亦触底反弹, 公司的 LPG 批发业务全年扭亏为盈已经确立。上半年, 从事 LPG 业务的子公司华安公司实现净利润 2574 万元, 同比增加盈利 1.2 亿元。与此同时, 公司还收购了剩余的 30% 华安公司股权, 这将有利于提升此项业务的业绩贡献。
- **股权激励方案落地, 激发优秀管理层动力。**2016 年 8 月 8 日, 公司发布了股权激励方案, 拟向 319 名对象以 4.57 元/股的价格定增 3219 万股, 新增股份占当前总股本 1.48%, 以公司当前收盘价来看, 股权

激励价折价超过 50%，这将大力激发公司管理层去实现解锁条件的动力。激励方案从净资产收益率、归属于母公司股东扣非净利润增长率、应收账款周转率等三方面设定了条件，其中利润方面 2017/2018/2019 年相比 2015 年增长率分别不低于 20%、30%、40%。

- 整体而言，天然气销量增加（尤其电厂）及 LPG 批发业务扭亏为盈，推动了公司盈利能力大幅提升。我们还认为，公司下游居民和公福用户需求稳健增长，阶梯价格的相对刚性，为公司业绩提供了良好支撑；成本和环保双重优势，将推动车船用 LNG 业务扩张；求雨岭天然气储备项目即将完工，将有力保障公司气源安全；公司跨区域快速扩张，与燃气产业基金合作，深圳外地区的利润贡献稳步提升。
- **盈利预测与估值：**我们上调公司的盈利预测，2016-2018 年归属于母公司净利润分别为 9.79 亿元、11.53 亿元、13.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.53、0.61 元/股，同比增长 48.4%、17.8%、16.1%。考虑公司具有良好的现金流以及行业的稳定增长属性，下游电厂等需求增长以及异地外延式扩张预期，维持公司“买入”评级，目标价格 13.2 元，对应 2016 年 25XPE。
- **风险提示：**（1）宏观经济增速放缓影响天然气消费需求；（2）天然气虽降价，但煤炭发电仍具有成本优势，因此电厂用气增长量存在一定不确定性；（3）LNG 加气站项目推广不及预期；（4）异地市场扩张存在存在不确定性风险。

图表 1：公司各项业务分拆详细表

管道燃气-管道天然气	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位价格(元/立方米)	-	3.40	3.31	3.29	3.30	3.10	3.16	3.25
yoy	-	-	-2.63%	-0.50%	0.18%	-6%	2%	3%
销售量(亿立方米)	-	10.73	12.97	14.35	14.59	17.51	20.14	22.15
yoy	-	-	20.92%	10.64%	1.67%	20.00%	15%	10%
销售收入(万元)	299,378.32	364,308.97	428,936.93	472,183.65	480,961.01	542,524.02	636,380.67	721,019.30
单位成本(元/立方米)	-	2.48	2.41	2.47	2.42	2.20	2.24	2.27
yoy	-	-	-2.90%	2.59%	-2.08%	-9%	1.50%	1.50%
销售成本(万元)	219,805.96	266,190.00	312,522.11	354,737.00	353,175.88	385,668.06	450,171.04	502,615.97
毛利率	26.58%	26.93%	27.14%	24.87%	26.57%	28.91%	29.26%	30.29%
毛利(万元)	79,572.36	98,118.97	116,414.82	117,446.65	127,785.13	156,855.96	186,209.63	218,403.33
管道燃气-管道石油气	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(万元)	3896.69	2179.38	2141.78	1898.53	167.11	150.0	150.0	150.0
yoy	-6.99%	-44.07%	-1.73%	-11.36%	-91.20%	-10.24%	0.00%	0.00%
销售成本(万元)	3721.93	2384.95	1969.26	1745.95	100.95	97.5	97.5	97.5
毛利率	4.48%	-9.43%	8.05%	8.04%	39.59%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利(万元)	174.76	-205.57	172.52	152.58	66.16	52.50	52.50	52.50
管道燃气-开户费	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(万元)	3,511.05	2,764.63	2,143.19	1,444.21	613.01	521.1	442.9	376.5
yoy	-17.84%	-21.26%	-22.48%	-32.61%	-57.55%	-15.00%	-15.00%	-15.00%
毛利(万元)	3511.05	2764.63	2143.19	1444.21	613.01	521.06	442.90	376.46
天然气批发	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位价格(元/立方米)	-	3.18	3.44	3.14	2.82	2.54	2.61	2.69
yoy	-	-	8.22%	-8.72%	-10.33%	-10.00%	3.00%	3.00%
销售量(万立方米)	-	4,302.00	8,460.00	8,659.00	4,259.36	4,685.30	5,153.83	5,669.21
yoy	-	-	96.65%	2.35%	-50.81%	10%	10%	10%
销售收入(万元)	-	13,689.60	29,135.03	27,221.34	12,006.39	11,886.33	13,467.21	15,258.35
单位成本(元/立方米)	-	3.12	3.39	3.37	3.01	2.47	2.53	2.59
yoy	-	-	8.61%	-0.60%	-10.72%	-18.00%	2.50%	2.50%
销售成本(万元)	-	13,440.17	28,706.89	29,204.48	12,826.29	11,569.31	13,044.40	14,707.56
毛利率	-	1.82%	1.47%	-7.29%	-6.83%	2.67%	3.14%	3.61%
毛利(万元)	-	249.43	428.14	-1,983.14	-819.90	317.01	422.81	550.78
液化石油气批发	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位价格(元/吨)	5848.61	6021.91	5769.35	5355.62	3263.08	2936.77	3230.45	3553.49
yoy	13.61%	2.96%	-4.19%	-7.17%	-39.07%	-10%	10%	10%
销售量(万吨)	59.18	59.81	42.06	51.72	41.13	37.02	38.87	40.81
yoy	-8.72%	1.06%	-29.68%	22.97%	-20.48%	-10%	5%	5%
销售收入(万元)	346,135.69	360,160.32	242,649.30	276,992.09	134,209.14	108,709.40	125,559.36	145,021.06
单位成本(元/吨)	5733.77	5883.83	5617.61	5268.42	3450.10	2760.08	3063.69	3400.69
yoy	13.97%	2.62%	-4.52%	-6.22%	-34.51%	-20.0%	11.0%	11.0%
销售成本(万元)	339,339.18	351,901.98	236,267.54	272,481.97	141,901.05	102,168.76	119,077.69	138,785.04
毛利率	1.96%	2.29%	2.63%	1.63%	-5.73%	6.02%	5.16%	4.30%
毛利(万元)	6,796.51	8,258.34	6,381.76	4,510.12	-7,691.91	6,540.65	6,481.68	6,236.02
瓶装石油气零售	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
单位价格(元/吨)	7,063.09	7,464.43	7,417.78	7,288.09	5,742.27	5,168.04	5,684.85	6,253.33
yoy	12.23%	5.68%	-0.62%	-1.75%	-21.21%	-10%	10%	10%
销售量(万吨)	13.97	11.30	9.06	9.10	9.24	9.34	9.43	9.52
yoy	2.74%	-19.08%	-19.82%	0.42%	1.59%	1.00%	1.00%	1.00%
销售收入(万元)	98,648.99	84,360.13	67,215.47	66,319.74	53,083.13	48,252.57	53,608.60	59,559.15
单位成本(元/吨)	5,994.33	6,086.44	5,998.08	5,917.49	4,047.63	3,521.44	3,697.51	3,919.36
yoy	15.71%	1.54%	-1.45%	-1.34%	-31.60%	-13.00%	5.00%	6.00%
销售成本(万元)	83,721.77	68,786.59	54,351.01	53,847.64	37,417.38	32,878.65	34,867.81	37,329.48
毛利率	15.13%	18.46%	19.14%	18.81%	29.51%	31.86%	34.96%	37.32%
毛利(万元)	14,927.22	15,573.54	12,864.46	12,472.10	15,665.75	15,373.91	18,740.79	22,229.68
燃气工程及材料	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(万元)	53,499.49	62,357.61	76,756.55	93,775.93	101,356.51	109,465.03	125,884.79	138,473.26
yoy	22.04%	16.56%	23.09%	22.17%	8.08%	8%	15%	10%
毛利率	44.42%	41.24%	41.24%	46.50%	45.80%	45%	45%	46.5%
毛利(万元)	23,762.67	25,719.36	31,657.96	43,605.44	46,420.06	49,259.26	56,648.15	64,390.07
其他业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(万元)	6,175.06	6,967.54	8,476.74	13,251.86	14,350.45	15,067.97	15,821.37	16,612.44
yoy	45.84%	12.83%	21.66%	56.33%	8.29%	5%	5%	5%
毛利率	-3.63%	-1.30%	23.38%	46.42%	34.87%	20%	20%	20%
毛利(万元)	-224.22	-90.24	1,982.12	6,151.46	5,004.49	3,013.59	3,164.27	3,322.49
销售收入合计(万元)	811,245.29	896,788.18	857,454.99	953,087.35	796,746.75	836,576.38	971,314.90	1,096,470.04
yoy	23.69%	10.54%	-4.39%	11.15%	-16.40%	5.00%	16.11%	12.89%
销售成本合计(万元)	682,724.94	746,399.72	685,410.02	769,287.93	609,703.96	604,642.43	699,152.17	780,908.70
毛利合计(万元)	128,520.35	150,388.46	172,044.97	183,799.42	187,042.79	231,933.95	272,162.73	315,561.33
yoy	21.03%	17.02%	14.40%	6.83%	1.76%	24.00%	17.34%	15.95%
毛利率	15.84%	16.77%	20.06%	19.28%	23.48%	27.72%	28.02%	28.78%

来源：中泰证券研究所

图表 2：三张报表摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	8,575	9,531	7,967	8,366	9,713	10,965	货币资金	2,981	2,112	3,051	1,673	1,943	2,193
增长率	-4.39%	11.2%	-16.4%	5.0%	16.1%	12.9%	应收款项	443	472	451	442	516	586
营业成本	-6,854	-7,693	-6,097	-6,046	-6,992	-7,809	存货	307	432	235	330	377	422
% 销售收入	79.9%	80.7%	76.5%	72.3%	72.0%	71.2%	其他流动资产	129	664	446	394	422	446
毛利	1,720	1,838	1,870	2,319	2,722	3,156	流动资产	3,860	3,679	4,183	2,839	3,258	3,648
% 销售收入	20.1%	19.3%	23.5%	27.7%	28.0%	28.8%	% 总资产	32.0%	27.7%	27.4%	19.1%	20.0%	20.7%
营业税金及附加	-54	-55	-60	-54	-63	-71	长期投资	310	306	328	328	328	328
% 销售收入	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	7,115	8,185	9,469	10,360	11,220	12,060
营业费用	-724	-770	-878	-837	-1,020	-1,206	% 总资产	58.9%	61.7%	62.0%	69.6%	69.0%	68.6%
% 销售收入	8.4%	8.1%	11.0%	10.0%	10.5%	11.0%	无形资产	694	865	1,069	1,133	1,238	1,332
管理费用	-154	-146	-113	-142	-162	-175	非流动资产	8,220	9,582	11,085	12,039	13,005	13,939
% 销售收入	1.8%	1.5%	1.4%	1.7%	1.7%	1.6%	% 总资产	68.0%	72.3%	72.6%	80.9%	80.0%	79.3%
息税前利润 (EBIT)	789	868	820	1,286	1,476	1,703	资产总计	12,081	13,262	15,268	14,878	16,263	17,586
% 销售收入	9.2%	9.1%	10.3%	15.4%	15.2%	15.5%	短期借款	2,064	2,870	2,173	1,309	1,222	925
财务费用	-84	-76	-131	-134	-104	-95	应付款项	1,778	2,018	2,673	2,084	2,533	2,896
% 销售收入	1.0%	0.8%	1.6%	1.6%	1.1%	0.9%	其他流动负债	1,084	600	2,271	2,547	2,601	2,647
资产减值损失	-4	-15	-10	0	0	0	流动负债	4,926	5,489	7,117	5,940	6,356	6,468
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	132	0	0	100	200	350
投资收益	102	135	151	135	140	145	其他长期负债	1,639	1,700	403	403	403	403
% 税前利润	10.9%	14.5%	17.5%	10.2%	9.0%	8.0%	负债	6,696	7,190	7,520	6,443	6,959	7,221
营业利润	804	912	829	1,287	1,512	1,753	普通股股东权益	5,107	5,735	7,426	8,078	8,904	9,917
营业利润率	9.4%	9.6%	10.4%	15.4%	15.6%	16.0%	少数股东权益	277	337	322	358	400	448
营业外收支	132	17	33	30	40	50	负债股东权益合计	12,081	13,262	15,268	14,878	16,263	17,586
税前利润	936	929	862	1,317	1,552	1,803	比率分析						
利润率	10.9%	9.7%	10.8%	15.7%	16.0%	16.4%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-210	-197	-229	-303	-357	-415	每股指标						
所得税率	22.4%	21.2%	26.5%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益(元)	0.357	0.364	0.303	0.449	0.530	0.615
净利润	727	732	634	1,014	1,195	1,388	每股净资产(元)	2.579	2.895	3.409	3.709	4.088	4.553
少数股东损益	20	11	-26	36	42	49	每股经营现金流(元)	0.653	0.567	0.718	0.310	0.861	0.919
归属于母公司的净利润	707	721	660	979	1,153	1,339	每股股利(元)	0.140	0.140	0.100	0.150	0.150	0.150
净利率	8.2%	7.6%	8.3%	11.7%	11.9%	12.2%	回报率						
现金流量表（人民币百万元）							净资产收益率	13.84%	12.57%	8.88%	12.12%	12.95%	13.51%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	5.85%	5.44%	4.32%	6.58%	7.09%	7.62%
净利润	727	732	634	1,014	1,195	1,388	投入资本收益率	10.33%	8.31%	8.67%	12.01%	12.83%	13.77%
少数股东损益	0	0	0	36	42	49	增长率						
非现金支出	251	305	353	355	394	433	营业总收入增长率	-4.39%	11.15%	-16.40%	5.00%	16.11%	12.89%
非经营收益	-122	-55	-26	-19	-67	-90	EBIT增长率	26.69%	9.98%	-5.49%	56.88%	14.79%	15.33%
营运资金变动	438	141	602	-673	353	270	净利润增长率	33.80%	2.00%	-8.52%	48.36%	17.84%	16.13%
经营活动现金净流	1,293	1,123	1,563	712	1,917	2,050	总资产增长率	24.81%	9.78%	15.13%	-2.55%	9.31%	8.14%
资本开支	1,173	1,298	1,515	1,279	1,319	1,317	资产管理能力						
投资	-31	-120	-63	0	0	0	应收账款周转天数	12.2	11.3	13.9	12.8	12.9	13.0
其他	502	-1,036	651	135	140	145	存货周转天数	19.3	17.5	20.0	19.0	19.1	19.2
投资活动现金净流	-702	-2,455	-927	-1,144	-1,179	-1,172	应付账款周转天数	35.8	45.3	61.0	51.6	53.7	54.2
股权募资	21	39	75	0	0	0	固定资产周转天数	173.5	199.5	267.8	276.2	252.4	
债权募资	1,484	672	-697	-765	13	-147	偿债能力						
其他	-500	-938	1,115	-146	-440	-432	净负债/股东权益	13.62%	38.85%	-6.17%	1.61%	-1.30%	-5.00%
筹资活动现金净流	1,004	-227	493	-910	-427	-579	EBIT利息保障倍数	9.4	11.5	6.2	9.6	14.2	17.9
现金净流量	1,595	-1,559	1,129	-1,343	311	299	资产负债率	55.43%	54.21%	49.25%	43.30%	42.79%	41.06%

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：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。