

深圳燃气 (601139)

强烈推荐

行业：燃气

盈利能力持续提升，上调业绩预测

公司发布 2016 年三季报，2016 年前三季度营业收入 60.33 亿元，同比增长 4.52%；净利润 7.48 亿元，同比增长 45.79%；EPS0.34 元。前三季度加权平均净资产收益率 10.07%，比去年同期增加 2.1 个百分点。

投资要点：

◇ **前三季度气量增长 17.7%，远超全国天然气消费量增速。**公司前三季度天然气销售量为 13.10 亿立方米，较上年同期 11.13 亿立方米增长 17.7%，其中电厂天然气销售量为 3.46 亿立方米，较上年同期 2.5 亿立方米增长 38.4%；非电厂天然气销售量 9.64 亿立方米，较上年同期 8.63 亿立方米增长 11.7%。我们认为，15 年气价下调对天然气消费量的影响逐步显现，深圳用气基数仍然偏低，销量增速远超全国增速（1-8 月全国天然气消费量增长 7.5%）。目前看国内天然气供应呈现南松北紧局面，珠三角地区天然气供需格局扭转，燃气消费量增长空间非常可观。

◇ **华安公司石油气批发业务扭亏为盈，大幅提升业绩。**15 年华安公司亏损 1.4 亿，主要由于油价快速下跌、存货时滞，造成成本倒挂。今年上半年公司收购华安公司 30% 的股权，实现全资控股。上半年液化石油气批发销售 27.94 万吨，完成全年 35 万吨的经营计划的 94%。随着国际油价企稳，公司前三季度石油气批发业务实现扭亏为盈，预计全年华安公司可为公司贡献业绩增量达到近 1 亿元，是公司 16 年业绩增长的重要因素。

◇ **终端气价降幅小于门站价降幅，提升燃气销售价差，盈利能力明显改善。**公司前三季度销售毛利率、净利率分别为 28.2%、12.68%，分别比去年同期增加 5.41、4.49 个百分点；前三季度加权平均净资产收益率 10.07%，比去年同期增加 2.1 个百分点。盈利能力提升的主要原因是华安公司扭亏和燃气销售价差变动。

15 年 11 月深圳发改委发布调价通知，深圳工商业用气最高限价下调 0.23 元/方，下调幅度为 4.79%，远小于门站价下调幅度 24.3%。西二线已经成为公司气源的主要增量来源，西二线单方气购销价格最大差值从之前的 1.92 元增加至目前的 2.39 元。终端和门站价调价降幅差距将直接驱动盈利水平的提升，公司亦可灵活调整终端价格进行市场拓展以获取更高收益。

◇ **再度推出股权激励计划，树立公用事业公司激励典范。**16 年 8 月，公司发布股权激励计划，拟向激励对象授予的限制性股票数量为 3219 万股，占公司股本总额 21.79 亿股的 1.48%。激励对象总人数为 319 人，包括董事、高管、中层管理人员以及部分三级机构核心管理骨干等。授予价格为 4.57 元/股，24 个月后分批解锁。解锁条件包括净资产收益率（不低于 10%，

作者

署名：徐闯

S0960516040001

021-62178410

xuchuang@china-invs.cn

参与人：罗文

S0960114120011

0755-82026951

luowen@china-invs.cn

参与人：宣宜昊

S0960116050026

0755-88323234

xuanyihao@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 12

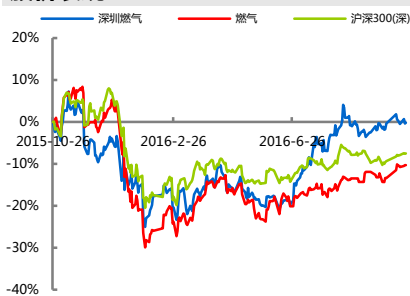
当前股价： 9.20

评级调整： 维持

基本资料

总股本(百万股)	2,212
流通股本(百万股)	2,181
总市值(亿元)	203
流通市值(亿元)	201
成交量(百万股)	4.11
成交额(百万元)	37.92

股价表现



相关报告

不低于同行业上市公司平均值)、扣非后的净利润增长率(17-19年分别比15年增长20%、30%、40%)和应收账款周转率(不低于20次及同行业上市公司平均值)。

早在2012年3月,公司曾推出股权激励计划,其行权条件为2012-2015年扣非净利润分别比2011年增长不低于50%、75%、100%。由于公司2015年度业绩未达到股权激励计划的业绩考核条件,因此激励对象获授的第三个行权期对应的股票期权作废。此次股权激励计划激励范围更广,行权条件有所放宽,为公司业绩长期、持续发展奠定人力资源竞争优势。作为国资公用事业上市公司,积极推动股权激励树立国企改革良好示范。

- ✧ **资产质量优秀,经营净现金流改善明显,分红率有望持续提升。**公司资产负债率仅50%,长期资本负债率17.75%,资产质量优秀。公司凭借优质资信滚动发行低成本短期融资券和公司债,很好的控制财务费用并推动外延投资布局。公司经营性现金流持续改善,资本开支压力逐步释放,未来分红比例有望持续提升,外延投资有望成为新的业绩增长点。
- ✧ **盈利预测及评级。**考虑到公司盈利能力大幅提升,我们上调公司盈利预测,预计公司16-18年净利润分别为9.76、11.22、13.18亿元,EPS分别为0.45、0.51、0.61元。目前股价对应PE分别为20.5、17.9、15.2倍。我们认为,天然气行业正处于价、量双重拐点,燃气公司资本开支下降,盈利水平将持续提升,公司是燃气上市公司中优质白马标的,维持“强烈推荐”评级。
- ✧ **风险提示:**液化石油气价格波动风险,外延并购低于预期,燃气需求持续低迷。

主要财务指标

单位:百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7967	8758	10148	11458
收入同比(%)	-16%	10%	16%	13%
归属母公司净利润	660	976	1122	1318
净利润同比(%)	-9%	48%	15%	18%
毛利率(%)	23.5%	24.9%	24.5%	24.6%
ROE(%)	9.3%	12.4%	13.0%	13.8%
每股收益(元)	0.30	0.45	0.51	0.61
P/E	30.38	20.53	17.86	15.20
P/B	2.81	2.54	2.32	2.09
EV/EBITDA	15	12	10	9

资料来源:中国中投证券研究总部

表 1 公司分项业务预测

项目 单位：百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
管道燃气	4332.22	4755.26	4817.41	5058.28	5817.02	6689.58
增长率		9.76%	1.31%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	27.41%	25.03%	26.67%	28.60%	28.80%	28.80%
石油气批发	2426.49	2769.92	1342.09	1717.88	2147.34	2362.08
增长率		14.15%	-51.55%	28.00%	25.00%	10.00%
毛利率	2.63%	1.63%	0.00%	2.60%	2.60%	2.60%
燃气工程及材料	767.57	937.76	1013.57	1094.66	1204.12	1324.53
增长率		22.17%	8.08%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利率	41.24%	46.50%	45.80%	45.00%	45.00%	45.00%
瓶装石油气	672.15	663.20	530.83	583.91	630.63	681.08
增长率		-1.33%	-19.96%	10.00%	8.00%	8.00%
毛利率	19.14%	18.81%	29.51%	28.00%	28.00%	28.00%
其他	376.12	404.73	263.57	303.10	348.57	400.85
增长率		7.61%	-34.88%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利率	6.37%	10.33%	-13.37%	10.00%	10.00%	10.00%
营业收入合计	8574.55	9530.87	7967.47	8757.83	10147.68	11458.12
增长率		11.15%	-16.40%	9.92%	15.87%	12.91%
综合毛利率	20.06%	19.28%	23.48%	24.87%	24.48%	24.57%

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	4183	4089	5065	6195	营业收入	7967	8758	10148	11458
现金	3051	2780	3667	4652	营业成本	6097	6580	7663	8643
应收账款	321	296	354	398	营业税金及附加	60	57	67	78
其它应收款	123	128	153	173	营业费用	878	816	963	1100
预付账款	178	134	159	185	管理费用	113	129	146	167
存货	235	307	361	381	财务费用	131	50	41	-3
其他	274	444	371	406	资产减值损失	10	10	12	11
非流动资产	11085	11185	11453	11664	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	92	79	80	84	投资净收益	151	150	180	200
固定资产	6106	7011	7757	8275	营业利润	829	1267	1435	1662
无形资产	610	692	794	906	营业外收入	38	50	50	50
其他	4276	3402	2822	2400	营业外支出	5	5	5	5
资产总计	15268	15273	16518	17859	利润总额	862	1312	1480	1707
流动负债	7117	5801	6133	6694	所得税	229	328	355	392
短期借款	2173	2407	2352	2319	净利润	634	984	1125	1314
应付账款	997	933	1126	1303	少数股东损益	-26	8	3	-4
其他	3947	2461	2656	3072	归属母公司净利润	660	976	1122	1318
非流动负债	700	1256	1397	1263	EBITDA	1303	1693	1913	2148
长期借款	0	-22	-55	-79	EPS (元)	0.30	0.45	0.51	0.61
其他	700	1278	1452	1342					
负债合计	7818	7056	7530	7957	主要财务比率				
少数股东权益	322	330	334	330	会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
股本	2178	2178	2178	2178	成长能力				
资本公积	2470	2470	2470	2470	营业收入	-16.4%	9.9%	15.9%	12.9%
留存收益	2460	3239	4006	4924	营业利润	-9.1%	52.8%	13.2%	15.8%
归属母公司股东权益	7128	7887	8654	9572	归属于母公司净利润	-8.5%	48.0%	14.9%	17.5%
负债和股东权益	15268	15273	16518	17859	获利能力				
					毛利率	23.5%	24.9%	24.5%	24.6%
					净利率	8.3%	11.1%	11.1%	11.5%
					ROE	9.3%	12.4%	13.0%	13.8%
					ROIC	10.2%	11.3%	12.9%	15.1%
					偿债能力				
					资产负债率	51.2%	46.2%	45.6%	44.6%
					净负债比率	27.80%	33.80%	30.51%	28.16%
					流动比率	0.59	0.70	0.83	0.93
					速动比率	0.55	0.65	0.77	0.87
					营运能力				
					总资产周转率	0.56	0.57	0.64	0.67
					应收账款周转率	26	28	30	30
					应付账款周转率	5.98	6.82	7.45	7.12
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.45	0.51	0.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	-0.21	0.81	0.94
					每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.62	3.97	4.39
					估值比率				
					P/E	30.38	20.53	17.86	15.20
					P/B	2.81	2.54	2.32	2.09
					EV/EBITDA	15	12	10	9

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐闯,中国中投证券研究总部环保与公用事业高级分析师,中南财经政法大学投资学硕士,拥有工科、财务、投资复合背景,专注于电力、天然气、节能环保等行业研究。

罗文,中国中投证券研究总部环保与公用事业行业分析师,中山大学岭南学院金融学士,香港中文大学工商管理学院金融硕士

宣宜昊,环保与公共事业分析师,北京大学元培学院物理学学士,斯坦福大学工程学院环境工程硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部 公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434