



燃气龙头标的 业绩增长确定性强

——深圳燃气（601139）调研简报

2016年11月03日

推荐/首次

深圳燃气

调研简报

报告摘要:

受益于国企改革，积极推进股权激励。公司是国企改革的坚定实践者和受益者，国资、外资、民资组成的混合所有制架构，为公司注入良好治理机制和先进管理理念。作为A股首家成功实施股权激励的公用事业类企业，公司于16年8月再次推出限制性股票激励计划，向激励对象授予3219万股公司股票，国企改革力度超出预期。

产业链完善，具备“气源+销售”双重优势。公司注重全产业链布局，业务涵盖自气源供应至销售终端的全部环节。在价改稳步推进，天然气需求量上升确定性强的环境下，成长空间明确，业绩增长值得期待。

- ◆ 气源端：拥有西二线 and 广东大鹏两大优质气源，供给稳定，价格低廉。天然气价改政策落地进一步扩展利润空间。
- ◆ 销售端：拥有5300公里地下燃气管网，29个城市燃气特许经营权，覆盖1000万人口，用户资源稳定。下游燃气电厂燃气销量提升将带动业绩增长。

LNG接收站项目将成为新的利润增长点。新建10亿立方米/年LNG接收及储存项目将于17年3季度完工，并于18年开始释放产能，保守估计，项目达产后每年将为公司贡献30亿营业收入，2亿净利润，进一步打开成长空间。

异地项目稳步推进，外延扩张逻辑清晰。近年来公司异地项目拓展成绩斐然，15年异地项目贡献营业收入17.64亿元，在总收入中的占比由10年的7%提升至22%。15年8月公司与燃气产业基金签订协议，约定在城市燃气经营权并购领域展开合作，进一步加大扩张力度。

公司盈利预测及投资评级。公司是A股燃气龙头标的，质地优良，LNG接收站和异地项目扩张为公司业绩增长带来保障。我们预计公司16、17、18年EPS分别为0.39元、0.50元、0.68元，对应PE分别为24倍、19倍、14倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	9,530.87	7,967.47	8,390.69	9,628.87	11,309.4
增长率(%)	11.15%	-16.40%	5.31%	14.76%	17.45%
净利润(百万元)	732.23	633.53	877.75	1,131.65	1,524.35
增长率(%)	0.77%	-13.48%	38.55%	28.93%	34.70%
净资产收益率(%)	13.28%	9.25%	11.46%	14.02%	17.60%
每股收益(元)	0.36	0.31	0.39	0.50	0.68
PE	26.17	30.39	24.29	18.74	13.88
PB	3.44	2.88	2.78	2.63	2.44

分析师：杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

联系人：于洋

Tel:010-66555445

yuyang_yjs@dxzq.net.cn

联系人：刘博

Tel:010-66555481

liubo_yjs@dxzq.net.cn

联系人：庞天一

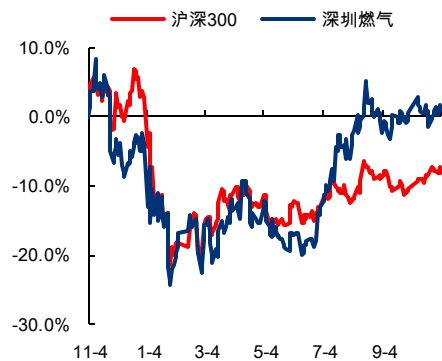
Tel:010-66554128

pangty@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	9.42-9.45
总市值(亿元)	208.34
流通市值(亿元)	205.5
总股本/流通A股(万股)	221166/218148
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.29

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《铁汉生态(300197)深度报告：拥抱PPP 驶向新蓝海》
- 2、《中山公用(000685)深度报告：秉承双轮战略，加速增长可期》

目 录

1. 区域燃气龙头，国企改革先锋	3
2. 销量增加油价企稳，公司业绩显著增厚	4
1.1 气源端：气源优质稳定，采购价格下降	4
1.2 销售端：天然气销售量增长，LPG 业务扭亏为盈	5
3. LNG 接收站将成新的利润增长点	6
4. 异地项目拓展稳步推进	7
5. 盈利预测及估值	8
6. 风险提示	8

表格目录

表 1: 公司盈利预测表	9
--------------------	---

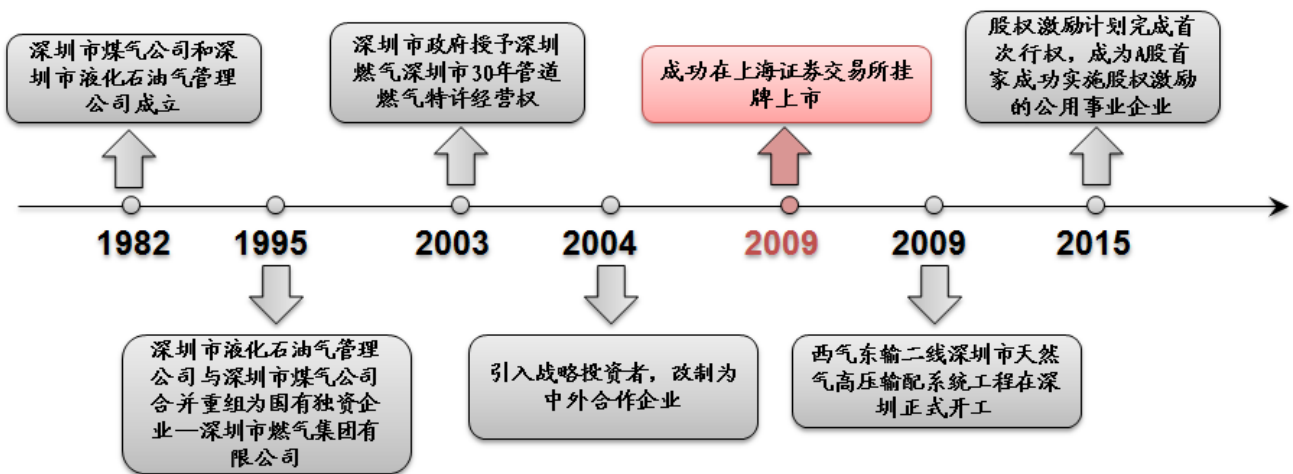
插图目录

图 1: 深圳燃气发展历程	3
图 2: 深圳燃气股权结构	4
图 3: 西气东输一线及二线示意图	4
图 4: 2015 年公司主营业务构成	4
图 5: 公司购气及销售流程	5
图 6: 西气东输一线及二线示意图	6
图 7: 进入 2016 年国际油价企稳回升	6
图 8: 公司历次募投项目关系及管网和气源分布情况	7

1. 区域燃气龙头，国企改革先锋

区域燃气龙头企业，登陆资本市场获加速发展。深圳燃气成立于1982年，2004年引入香港中华煤气和新希望集团作为战略投资者，改制为中外合资企业；2009年于上交所上市，成功登陆资本市场。上市以来，公司抓住天然气发展黄金期，实现了主业跨越式发展，经营规模和盈利能力显著提升，成为A股市场中销售规模最大、成长最快的城市燃气企业。

图 1：深圳燃气发展历程



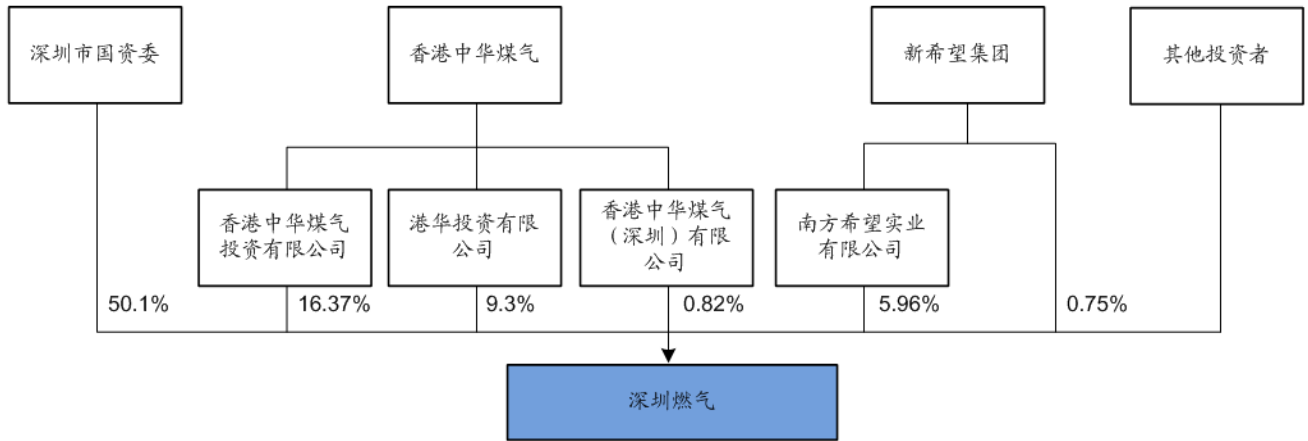
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

一直以来公司走在国有企业改革前沿，通过践行股权结构多元化和股权激励等措施，不断激发公司活力和行业竞争力：

- ◆ **股权结构多元化：**目前公司控股股东为深圳市国资委，持股比例 50.1%；香港中华煤气和新希望集团分别位列第二大，第三大股东。其中香港中华煤气通过中华煤气投资、港华投资、中华煤气（深圳）进行持股；新希望集团通过南方希望实业和直接投资两种方式进行持股。国资、外资、民资持股所形成的混合所有制为公司建立了良好的治理机制和先进的管理理念。
- ◆ **积极推行股权激励，激发员工动力。**作为 A 股首家成功实施股权激励的公用事业企业，公司于 2012 年 9 月首次推出股权激励计划，向特定对象授予 1839 万份股票期权，该激励计划于 2015 年完成首次行权；2016 年 8 月公司采用限制性股票激励方式，向相关对象授予 3219 万股公司股票。我们认为对于股权激励的积极推进即表现出公司对业绩增长的信心，也展现了在国资控股企业中相对稀缺的灵活高效管理方式。

目前公司业务主要分为三大板块：1) 深圳市管道燃气特许经营（营收占比约 70%）；2) 深圳地区 LPG（液化石油气）批发零售（营收占比约 20%）；3) 异地管道燃气运营投资。其中 1) 和 3) 两项业务主要是指天然气管网运营及天然气销售。

图 2: 深圳燃气股权结构



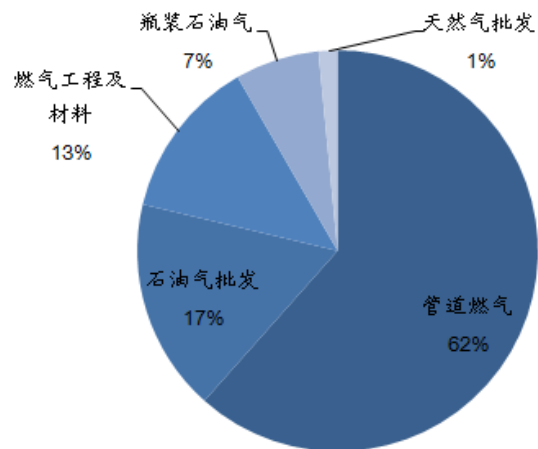
资料来源: 公司网站, 东兴证券研究所

图 3: 西气东输一线及二线示意图



资料来源: 网络图片, 东兴证券研究所

图 4: 2015 年公司主营业务构成



资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 销量增加油价企稳, 公司业绩显著增厚

根据 2016 年三季报数据, 公司前三季度实现营业收入 60.32 亿元, 同比增长 4.52%; 归属净利润 7.48 亿, 同比增长 45.79%。该利润增长主要来自于报告期内电厂天然气销量增加以及华安公司扭亏为盈。我们认为公司在气源端和销售端具有双重优势, 未来在天然气价改稳步推进, 天然气需求量上升确定性强的大环境下, 公司业绩具有较大增长空间。

2.1 气源端: 气源优质稳定, 采购价格下降

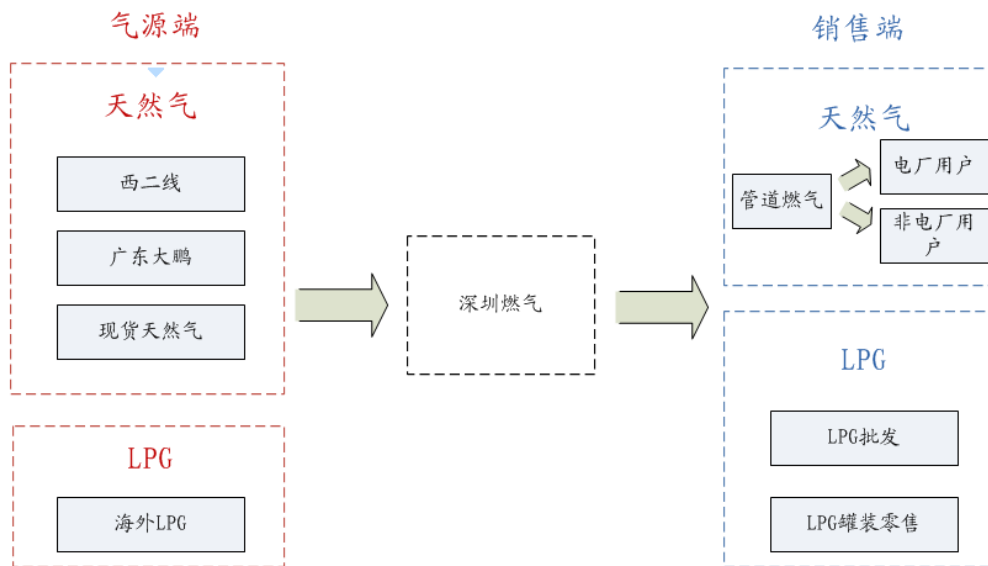
如上文所述, 公司目前业务主要涉及两种燃气, 分别是天然气及 LPG, 其中天然气业务营收占比较大 (约 80%), 是公司的主要利润来源。下面分别对两种燃气的气源情况进行简单介绍。

在天然气方面，公司拥有西气东输二线和广东大鹏公司两大气源，为公司构建了优质稳定的购气渠道。

- ◆ **西二线气源：**公司与中石油签有《西气东输二线购销协议》，约定自西二线达产之日起至 2039 年 12 月 31 日，公司每年向中石油采购 40 亿立方米天然气，照付不议气量 36 亿立方米。正式供气日至达产期各年（协议约定预计 2011 年下半年西二线天然气开始供应深圳，试运转 90 天后为正式供气日）公司向中石油采购天然气数量依次为 10.5 亿、12.1 亿、23.2 亿、25.6 亿、40 亿立方米，照付不议气量分别为 7.5 亿、9.3 亿、18.9 亿、22 亿、36 亿立方米，价格由国家价格主管部门制定。根据 2015 年 11 月 18 日国家发改委发布的《关于降低非居民天然气门站价格并进一步推进市场化改革的通知》，自 2015 年 11 月 20 日起，该气源门站价格调整为 2.18 元/立方米，15 年公司通过该气源购气约 8 亿立方米。
- ◆ **广东大鹏气源：**公司与广东大鹏天然气公司签有天然气购销合同，约定自 2006 年至 2031 年，公司累计向广东大鹏采购 598 万吨 LNG，达产期（2011 年 4 月 1 日 -2027 年 3 月 31 日）供应量为 27.1 万吨/年，价格为 1.70 元/立方米，15 年通过该气源采购约 3.4 亿立方米天然气。

在 LPG 方面，公司直接从中东地区进行现货采购，然后通过批发和零售两种方式销售，同时公司拥有一个 8 万吨储量的 LPG 仓库用于储存和周转。

图 5：公司购气及销售流程



资料来源：公司公告，调研资料，东兴证券研究所

1.2 销售端：天然气销售量增长，LPG 业务扭亏为盈

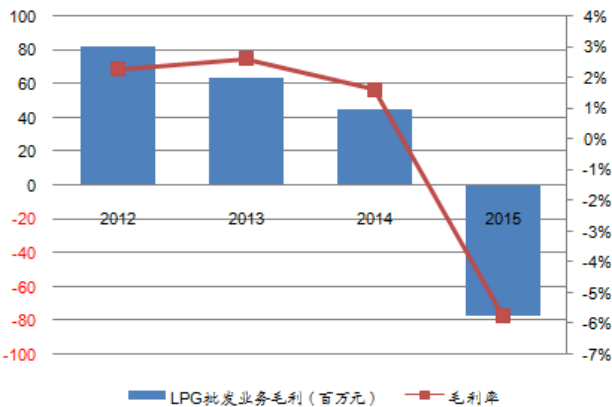
公司拥有深圳，以及另外 28 个城市的管道燃气特许经营权，燃气地下管网总长度 5300 公里，管道天然气客户超过 220 万户，瓶装石油气客户超过 110 万户，覆盖人口超过 1000 万人，用户资源稳定。

在天然气销售方面，公司销售对象主要分为燃气电厂用户和非电厂用户两类：

- ◆ **16 年前三季度电厂天然气销量显著上升：**公司与深圳钰湖、大唐宝昌和南天三家电厂签有供销协议，向其提供燃气发电所需天然气。16 年前三季度电厂天然气销售量为 3.46 亿立方米，较上年同期增长 38.4%，主要是由于 16 年天然气销售价格下调，同时 15 年存在电厂检修导致发电小时数减少的情况所导致的。目前公司针对电厂用户的销售价格约为 2.45 元/立方米。
- ◆ **非电厂天然气销量保持稳定增长：**公司 16 年前三季度非电厂天然气销量为 9.64 亿立方米，同比增长 11.7%，该部分增幅主要来自民用和商用领域，比如新建房地产配套，以及老区改造等项目。目前公司的民用气销售价格为 3.5 元/立方米，工业用气价格为 4.57 元/立方米。

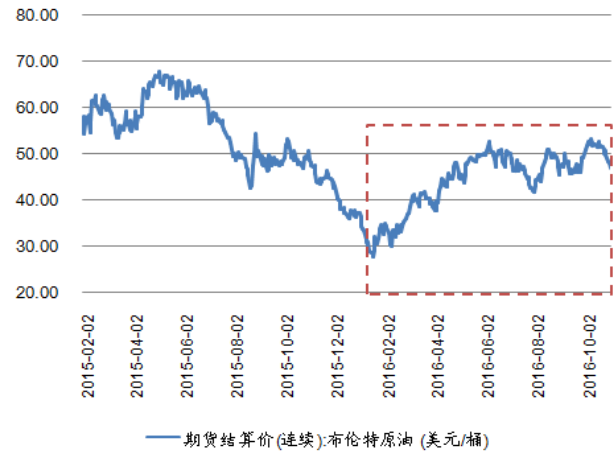
公司 LPG 业务由子公司华安公司负责运营。2015 年受国际油价大幅下跌影响，LPG 销售随之下行，由于销售与进货之间存在时间差，导致公司 LPG 业务销售价格与成本形成倒挂，业绩出现亏损。进入 2016 年以来国际油价稳中有升，并逐渐趋于稳定，华安公司实现扭亏为盈。

图 6：2015 年 LPG 业务出现亏损



资料来源：wind，东兴证券研究所

图 7：进入 2016 年国际油价企稳回升



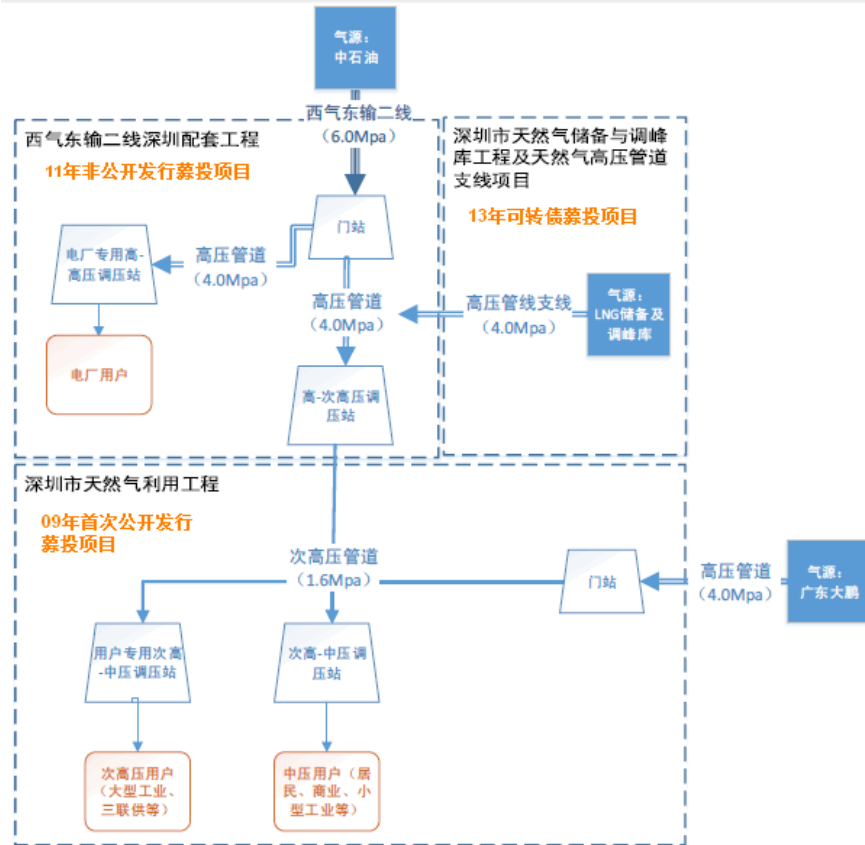
资料来源：wind，东兴证券研究所

3. LNG 接收站将成新的利润增长点

LNG 接收站将成为公司新增优质气源。2013 年 11 月公司发行 16 亿元可转债，募集资金用于建设天然气储备与调峰库项目，该项目包括 LNG 接收及储存设施。项目建成后，公司将具备在国际市场上自主采购 LNG 的能力，由于海外 LNG 质优价廉（目前价格仅为 1.7 元/立方米），公司盈利水平将进一步提升。储备调峰库具备 80 万吨/年（相当于 10 亿立方米/年）的 LNG 周转能力，相当于为公司增加一个优质气源，对满足新增用气需求和保障气源安全具有重要意义。

项目推进顺利，将于 17 年完工。通过调研我们了解到，该项目目前正在顺利推进中，预计于 17 年 3 季度建成完工，经过 3 个月左右的调试磨合期之后，将进入产能释放阶段。可行性研究报告显示，项目建成后预计将新增营业收入 30 亿元，达产后新增年利润总额 2 亿元，由此带来的业绩增长值得期待。

图 8: 公司历次募投项目关系及管网和气源分布情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

4. 异地项目拓展稳步推进

异地项目在营业收入中占比逐年上升。受益于公司多元化的股权结构以及先进管理理念，在众多区域性燃气公司中，公司率先实行“走出去”战略，目前在广东、广西、湖南、江西、江苏、浙江、安徽 7 个省区 29 个城市拥有燃气经营权。2015 年公司在深圳以外地区实现营业收入 17.64 亿元，在公司总收入中占比由 2010 年的 7% 升至 22%，异地扩张成绩斐然。

与产业基金合作，收购方式多样化。通过调研，我们了解到公司有专门团队紧密跟踪异地燃气项目投资机会，另外还于 2015 年 9 月与深圳远致富海燃气产业基金签订合作协议，约定双方共同进行城市燃气项目投资并购。我们认为通过外延并购等方式进行异地扩张将成为公司又一增长点。

5. 盈利预测及估值

公司是 A 股燃气龙头标的，质地优良，LNG 接收站和异地项目扩张为公司业绩增长带来保障。我们预计公司 16、17、18 年 EPS 分别为 0.39 元、0.50 元、0.68 元，对应 PE 分别为 24 倍、19 倍、14 倍，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6. 风险提示

LNG 接收站项目推进速度慢；异地项目扩张不及预期。

表 1: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3679	4183	18923	20185	21978	营业收入	9531	7967	8391	9629	11309
货币资金	2112	3051	17584	18419	19650	营业成本	7693	6097	6067	6918	8032
应收账款	287	321	345	396	465	营业税金及附加	55	60	143	164	192
其他应收款	144	123	130	149	175	营业费用	770	878	839	867	905
预付款项	89	178	239	308	388	管理费用	146	113	126	116	113
存货	432	235	249	284	330	财务费用	76	131	118	133	125
其他流动资产	557	258	343	591	927	资产减值损失	15.16	10.19	5.00	5.00	5.00
非流动资产合计	9582	11085	10534	9689	8809	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	70	92	290	300	285	投资净收益	135.06	150.78	0.00	0.00	0.00
固定资产	5584.00	6106.47	5616.28	4991.10	4262.92	营业利润	912	829	1093	1427	1938
无形资产	432	610	549	488	427	营业外收入	26.44	38.03	55.00	50.00	51.00
其他非流动资产	202	200	187	190	180	营业外支出	9.47	4.94	8.00	7.00	9.00
资产总计	13262	15268	29457	29874	30788	利润总额	929	862	1140	1470	1980
流动负债合计	5489	7117	5225	5177	5467	所得税	197	229	262	338	455
短期借款	2737	2173	0	0	0	净利润	732	634	878	1132	1524
应付账款	1043	997	997	1137	1320	少数股东损益	11	-26	20	20	23
预收款项	456	467	480	494	511	归属母公司净利润	721	660	858	1112	1501
一年内到期的非	134	0	0	0	0	EBITDA	1668	1858	2029	2396	2902
非流动负债合计	2006	700	16406	16406	16406	EPS (元)	0.36	0.31	0.39	0.50	0.68
长期借款	0	0	15000	15000	15000	主要财务比率					
应付债券	1601	400	1400	1400	1400	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	7495	7818	21631	21583	21873	成长能力					
少数股东权益	337	322	342	362	385	营业收入增长	11.15%	-16.40%	5.31%	14.76%	17.45%
实收资本(或股	1981	2178	2212	2212	2212	营业利润增长	13.45%	-9.06%	31.80%	30.54%	35.82%
资本公积	965	2470	2470	2470	2470	归属于母公司净利润	30.03%	29.60%	30.03%	29.60%	35.06%
未分配利润	1804	2088	2088	2088	2088	获利能力					
归属母公司股东	5429	7128	7484	7929	8530	毛利率(%)	19.28%	23.48%	27.69%	28.15%	28.98%
负债和所有者权	13262	15268	29457	29874	30788	净利率(%)	7.68%	7.95%	10.46%	11.75%	13.48%
现金流量表						总资产净利润(%)	5.44%	4.32%	2.91%	3.72%	4.88%
						ROE(%)	13.28%	9.25%	11.46%	14.02%	17.60%
经营活动现金流	1123	1563	1955	1644	2227	偿债能力					
净利润	732	634	878	1132	1524	资产负债率(%)	57%	51%	73%	72%	
折旧摊销	680.11	897.17	0.00	836.21	839.21	流动比率	0.67	0.59	3.62	3.90	4.02
财务费用	76	131	118	133	125	速动比率	0.59	0.55	3.57	3.84	3.96
应收账款减少	0	0	-24	-51	-69	营运能力					
预收帐款增加	0	0	13	14	17	总资产周转率	0.75	0.56	0.38	0.32	0.37
投资活动现金流	-2455	-927	-287	-9	29	应收账款周转率	32	26	25	26	26
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	9.99	7.81	8.42	9.02	9.20
长期股权投资减	0	0	-204	-10	15	每股指标(元)					
投资收益	135	151	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.31	0.39	0.50	0.68
筹资活动现金流	-227	491	13183	-800	-1025	每股净现金流(最新	-0.79	0.52	6.71	0.38	0.56
应付债券增加	0	0	1000	0	0	每股净资产(最新摊	2.74	3.27	3.38	3.59	3.86
长期借款增加	0	0	15000	0	0	估值比率					
普通股增加	0	197	34	0	0	P/E	26.17	30.39	24.29	18.74	13.88
资本公积增加	-355	1505	0	0	0	P/B	3.44	2.88	2.78	2.63	2.44
现金净增加额	-1559	1127	14851	835	1231	EV/EBITDA	12.60	10.79	9.68	7.85	6.06

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：于洋

香港大学工学硕士，4年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

联系人：刘博

中国人民大学经济学博士，1年证券行业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

联系人：庞天一

吉林大学环境科学硕士，3年环保产业从业经验，2016年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐:相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性:相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。