

2017年11月02日

公司研究

评级：增持（维持）

研究所

证券分析师： 谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人： 邓聿轲 S0350116090024
0755-83702060 dengyk@ghzq.com.cn

业绩增长符合预期，销气量延续高增长势头

——深圳燃气（601139）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
深圳燃气	-4.7	-3.6	-12.0
沪深300	4.2	6.3	19.9

市场数据

市场数据	2017-11-01
当前价格（元）	8.26
52周价格区间（元）	7.97 - 9.98
总市值（百万）	18288.40
流通市值（百万）	18041.15
总股本（万股）	221409.22
流通股（万股）	218415.82
日均成交额（百万）	28.96
近一月换手（%）	2.44

相关报告

《深圳燃气（601139）深度报告：白马本色不减，低估值投资价值再现》——2017-06-06

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

事件：

公司发布三季报：1-9月实现营收、归母净利77.63、7.93亿元，同比增速为28.68%、5.92%。三季度单季实现归母净利2.2亿，同比增5.77%。

投资要点：

- **业绩增长符合预期，销气量增速超预期。**因低毛利率的LPG批发业务产品涨价（毛利率4.08%，收入增幅52.09%）和单方售气价差较小的电厂用气增幅明显，收入结构差异导致公司前三季度收入增速明显快于利润增速。1-9月归母净利增速5.92%，基本符合我们之前全年5%左右的预测。从销售数据来看，公司天然气整体销量16.59亿m³、同比增速26.64%，远超行业平均17.8%的消费增速和我们对公司销量增速10%的预测。其中电厂用气大幅增长56.36%至5.41亿m³，系夏季高温用电需求旺盛，燃气机组发电小时数上升和下半年开始向华电分布式项目供气所致。另一方面下游非电厂用气增速15.98%略低于行业，系因公司加大居民、工商业接驳改造，拓展新客户。
- **四季度或将延续低毛利率态势，费用端相对成本下降、现金流稳定。**冬季用气高峰来临，上游保供或将上浮门站价10%-15%，电厂因年初协商可顺价，但工商业存在不确定性，若不能顺价将进一步拉低平均销气毛价差，公司可能延续前三季度收入增幅快于利润增幅态势。费用端深燃三费之和营收占比前三季为10%低于去年的15%，成本管控能力出色。现金流方面剔除子公司华安因采购LPG使应收票据与预收款占营收的比重上升4%的影响，公司经营活动现金流基本保持稳定（销售商品、提供劳务收到的现金营收占比由年初112%下降至107%）。
- **行业消费增速拐点确立，LNG接收站投产摊薄购气成本。**冬季上游提价、下游工商业不确定能否顺价，公司四季度盈利能力有下滑风险。但全行业消费增速拐点确立（1-8月累计消费增速17.8%），公司用户数量和规模加速扩张、对高销气量增速形成有力支撑。看好明年年初LNG接收站投产进口的增量低价气对气源结构的优化。
- **维持2017-2019年归母净利8.11/9.7/10.27亿元判断，对应EPS 0.37/0.44/0.46元、PE 23/19/18倍，维持增持评级。**

- **风险提示:** 公司销气增速低于预期; LNG 接收站投产滞后; 冬季门站价上调幅度超预期。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入 (百万元)	8509	9254	10076	10713
增长率 (%)	7%	9%	9%	6%
净利润 (百万元)	772	811	970	1027
增长率 (%)	17%	5%	20%	6%
摊薄每股收益 (元)	0.35	0.37	0.44	0.46
ROE (%)	9.58%	9.52%	10.70%	10.67%

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

表 1: 深圳燃气 2017-2019 年营收拆分

管道燃气-管道天然气	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
单位价格 (元/立方米)	-	3.38	3.30	3.29	3.29	2.94	2.92	2.88	2.86
销售量 (亿立方米)	7.74	10.78	13.01	14.37	14.6	16.93	18.68	21.38	23.36
yoy		39.28%	20.69%	10.45%	1.60%	15.96%	10%	14%	9%
销售收入 (百万元)	3,067.86	3,643.09	4,289.37	4,721.84	4,809.61	4,984.10	5,455.82	6,158.69	6,681.52
单位成本 (元/立方米)	2.89	2.47	2.40	2.47	2.42	2.16	2.12	2.03	2.01
yoy	-	-14.50%	-2.72%	2.77%	-2.01%	-10.88%	-1.43%	-4.43%	-0.99%
销售成本 (百万元)	2,235.28	2,661.90	3,125.22	3,547.37	3,531.76	3,649.67	3,970.39	4,342.67	4,697.38
毛利 (百万元)	832.58	981.19	1164.15	1174.47	1277.85	1334.43	1485.42	1816.02	1984.14
毛利率	27.14%	26.93%	27.14%	24.87%	26.57%	26.77%	27.23%	29.49%	29.70%
管道燃气-管道石油气	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万元)	38.97	21.79	21.42	18.99	1.67	1.15	1.15	1.15	1.15
yoy	-6.99%	-44.07%	-1.73%	-11.36%	-91.20%	-31.14%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本 (百万元)	37.22	23.85	19.69	17.46	1.01	0.66	0.66	0.66	0.66
毛利率	4.48%	-9.43%	8.05%	8.04%	39.59%	42.61%	42.61%	42.61%	42.61%
毛利 (百万元)	174.76	-205.57	172.52	152.58	66.16	0.49	0.49	0.49	0.49
管道燃气-管道石油气	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万元)	38.97	21.79	21.42	18.99	1.67	1.15	1.15	1.15	1.15
yoy	-6.99%	-44.07%	-1.73%	-11.36%	-91.20%	-31.14%	0.00%	0.00%	0.00%
销售成本 (百万元)	37.22	23.85	19.69	17.46	1.01	0.66	0.66	0.66	0.66
毛利率	4.48%	-9.43%	8.05%	8.04%	39.59%	42.61%	42.61%	42.61%	42.61%
毛利 (百万元)	174.76	-205.57	172.52	152.58	66.16	0.49	0.49	0.49	0.49
管道燃气-开户费	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万元)	35.11	27.65	21.43	14.44	6.13	0.02	-	-	-
yoy	-17.84%	-21.26%	-22.48%	-32.61%	-57.55%	-99.67%	-	-	-
毛利 (百万元)	35.11	27.65	21.43	14.44	6.13	0.02	-	-	-
液化石油气批发	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
单位价格 (元/吨)	5848.61	6021.91	5769.35	5355.62	3263.08	2742.50	3565.25	3743.51	3930.68
yoy	13.61%	2.96%	-4.19%	-7.17%	-39.07%	-16%	30%	5%	5%
销售量 (万吨)	59.18	59.81	42.06	51.66	41.13	58.31	58.31	58.31	58.31
yoy	-8.72%	1.06%	-29.68%	22.97%	-20.48%	42%	0%	0%	0%
销售收入 (百万元)	3,461.36	3,601.60	2,426.49	2,769.92	1,342.09	1,599.15	2,078.90	2,182.84	2,291.98
单位成本 (元/吨)	5733.77	5883.83	5617.61	5268.42	3450.1	2509.83	3386.98	3631.20	3812.76
yoy	13.97%	2.62%	-4.52%	-6.22%	-34.51%	-27.25%	34.95%	7.21%	5.00%
销售成本 (百万元)	3,393.39	3,519.02	2,362.68	2,724.82	1,419.01	1,463.48	1,974.95	2,117.35	2,223.22
毛利 (百万元)	6,796.51	8,258.34	6,381.76	4,510.12	-7,691.91	135.67	103.94	65.49	68.76
毛利率	1.96%	2.29%	2.63%	1.63%	-5.73%	8.48%	5.00%	3.00%	3.00%
瓶装石油气零售	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
单位价格 (元/吨)	7,063.09	7,464.43	7,417.78	7,288.09	5,742.27	5,330.29	5,432.63	5,658.63	5,715.21
yoy	12.23%	5.68%	-0.62%	-1.75%	-21.21%	-7%	1.92%	4.16%	1.00%
销售量 (万吨)	13.97	11.3	9.06	9.06	9.26	9.08	9	8.7	8.5
yoy	2.74%	-19.08%	-19.82%	0.42%	1.59%	-1.94%	-0.88%	-3.33%	-2.30%
销售收入 (百万元)	986.49	843.60	672.15	663.20	530.83	483.99	488.94	492.30	485.79
单位成本 (元/吨)	5,994.33	6,086.44	5,998.08	5,917.49	4,047.63	3,425.44	4,064.38	4,261.09	4,474.14
yoy	15.71%	1.54%	-1.45%	-1.34%	-31.60%	-15.37%	18.65%	4.84%	5.00%
销售成本 (百万元)	837.22	687.87	543.51	538.48	374.17	311.03	365.79	370.71	380.30
毛利 (百万元)	149.27	155.74	128.64	124.72	156.66	172.95	123.14	121.59	105.49
毛利率	15.13%	18.46%	19.14%	18.81%	29.51%	35.74%	25.19%	24.70%	21.72%

燃气工程及材料	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万元)	534.99	623.58	767.57	937.76	1,013.57	1,163.57	1,050.00	1,050.00	1050
yoy	22.04%	16.56%	23.09%	22.17%	8.08%	15%	0%	0%	0%
销售成本 (百万元)	297.36	366.39	450.99	501.71	549.37	692.51	624.96	624.96	624.96
毛利 (百万元)	237.63	257.19	316.58	436.05	464.20	471.06	425.04	425.04	425.04
毛利率 (%)	44.42%	41.24%	41.24%	46.50%	45.80%	40.48%	40.48%	40.48%	40.48%
天然气批发	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
单位价格 (元/立方米)	-	3.18	3.43	3.13	2.79	2.33	2.40	2.40	2.40
yoy	-		8.22%	-8.72%	-10.33%	-16.63%	3.10%	0.00%	0.00%
销售量 (亿立方米)	0.4	0.43	0.85	0.87	0.43	0.70	0.75	0.80	0.85
yoy	-	7.50%	97.67%	2.35%	-50.57%	62.79%	7%	7%	6%
销售收入 (百万元)	-	136.90	291.35	272.21	120.06	162.95	180.00	192.00	204.00
单位成本 (元/立方米)	-	3.12	3.39	3.37	3.01	2.27	2.34	2.34	2.34
yoy	-		8.61%	-0.60%	-10.72%	-24.53%	2.96%	0.00%	0.00%
销售成本 (百万元)	-	134.40	287.07	292.04	128.26	159.01	175.41	187.10	198.80
毛利率	-	1.82%	1.47%	-7.29%	-6.83%	2.41%	2.55%	2.55%	2.55%
毛利 (百万元)	-	2.49	4.28	-19.83	-8.2	3.94	4.59	4.896	5.202
其他业务	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入 (百万元)	61.75	69.68	84.77	132.52	-	-	-	-	-
yoy	45.84%	12.83%	21.66%	56.33%	-	-	-	-	-
销售成本 (百万元)	63.99	70.58	64.95	71.01	-	-	-	-	-
毛利 (百万元)	-2.2422	-0.9024	19.82	61.51	-	-	-	-	-
毛利率	-3.63%	-1.30%	23.38%	46.42%	-	-	-	-	-
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入合计 (百万元)	8186.53	8967.89	8574.55	9530.88	7823.96	8394.93	9254.40	10076.48	10713.44
yoy	-	9.54%	-4.39%	11.15%	-17.91%	7.30%	10.24%	8.88%	6.33%
销售成本合计 (百万元)	6864.46	7464.01	6854.11	7692.89	6003.58	6276.36	7112.17	7643.46	8125.32
毛利合计 (百万元)	1322.07	1503.88	1720.44	1837.99	1820.38	2118.57	2142.63	2433.51	2589.12
yoy	-	13.75%	14.40%	6.83%	-0.96%	16.38%	1.14%	13.58%	6.39%
毛利率	16.15%	16.77%	20.06%	19.28%	23.27%	25.24%	23.15%	24.15%	24.16%

资料来源: wind、国海证券研究所

表 2: 深圳燃气盈利预测表

证券代码:	601139.SH				股价:	8.26	投资评级:	增持		日期:	2017-11-01
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E	
盈利能力					每股指标						
ROE	10%	10%	11%	11%	EPS		0.35	0.37	0.44	0.46	
毛利率	25%	23%	24%	24%	BVPS		3.49	3.68	3.92	4.17	
期间费率	15%	14%	13%	13%	估值						
销售净利率	9%	9%	10%	10%	P/E		23.67	22.55	18.86	17.81	
成长能力					P/B		2.37	2.24	2.11	1.98	
收入增长率	7%	9%	9%	6%	P/S		2.15	1.98	1.82	1.71	
利润增长率	17%	5%	20%	6%	利润表 (百万元)						
营运能力					营业收入	2016	2017E	2018E	2019E		
总资产周转率	0.49	0.51	0.55	0.56	营业收入	8509	9254	10076	10713		
应收账款周转率	14.59	14.59	14.59	14.59	营业成本	6343	7112	7643	8125		
存货周转率	17.20	17.20	17.20	17.20	营业税金及附加	55	59	65	69		
偿债能力					销售费用	961	938	1021	1086		
资产负债率	53%	53%	51%	50%	管理费用	145	158	172	182		
流动比	0.59	0.55	0.46	0.44	财务费用	138	105	90	93		
速动比	0.54	0.50	0.40	0.38	其他费用/(-收入)	132	134	134	134		
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业利润	998	1016	1219	1293		
现金及现金等价物	3154	2935	2286	2151	营业外净收支	20	25	25	25		
应收款项	583	634	691	734	利润总额	1018	1041	1244	1318		
存货净额	369	417	448	476	所得税费用	230	212	254	269		
其他流动资产	241	262	285	303	净利润	789	828	991	1049		
流动资产合计	4346	4248	3710	3665	少数股东损益	17	17	21	22		
固定资产	7569	9340	10249	11188	归属于母公司净利润	772	811	970	1027		
在建工程	3335	2447	2425	2302	现金流量表 (百万元)						
无形资产及其他	622	622	654	685	经营活动现金流	1541	1209	1320	1440		
长期股权投资	295	295	295	295	净利润	789	828	991	1049		
资产总计	17243	18029	18408	19211	少数股东权益	17	17	21	22		
短期借款	1016	1071	1191	1256	折旧摊销	391	210	208	278		
应付款项	1505	1701	1828	1944	公允价值变动	0	0	0	0		
预收帐款	876	952	1037	1103	营运资金变动	345	(393)	(323)	(271)		
其他流动负债	3999	3999	3999	3999	投资活动现金流	(958)	(884)	(886)	(817)		
流动负债合计	7396	7724	8056	8302	资本支出	(1542)	(884)	(886)	(817)		
长期借款及应付债券	1500	1500	1000	1000	长期投资	(203)	0	0	0		
其他长期负债	287	287	287	287	其他	787	0	0	0		
长期负债合计	1787	1787	1287	1287	筹资活动现金流	(801)	(316)	(824)	(405)		
负债合计	9183	9511	9343	9589	债务融资	(57)	55	(380)	65		
股本	2212	2214	2214	2214	权益融资	189	0	0	0		
股东权益	8060	8518	9065	9622	其它	(934)	(371)	(444)	(470)		
负债和股东权益总计	17243	18029	18408	19211	现金净增加额	(219)	9	(390)	219		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【公用事业组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。邓聿轲，澳麦考瑞大学经济学硕士，经济学学士，2 年证券及其相关行业从业经历，2016 年进入国海证券从事公用事业行业上市公司研究与创新发展服务工作。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。