

皖天然气(603689)

公司研究/调研简报

销气量增长有韧性，城燃业务弹性大

调研简报/环保与公用事业

2019年9月5日

一、事件概述

近期我们参与了公司调研，与管理层就未来发展战略等情况进行了交流。

二、分析与判断

➤ 上半年安徽天然气消费增速优于全国，长期具备较大提升空间

公司2003年成立，为安徽省天然气管网公司，主要盈利来源为管输费。2017年公司上市后转变经营思路，积极向下游及上游扩张，拓展城燃、分布式能源等领域，志在打造综合能源服务商。上半年宏观下行压力加大、煤改气增量规模减小，我国天然气实际消费量同比增长9.4%，较2018年有所放缓，而安徽省天然气消费增速维持16%，优于全国平均水平，主要系当地经济增速较快、同时过去煤改气推进平稳，未透支过多需求。远期来看，安徽十三五规划天然气能源占比5.9%，低于同属长三角地区的江苏（15%）和浙江（10%），存在较大提升空间。据测算，仅是安徽所有20蒸吨以下小型锅炉完成天然气替代，则当地销气量将提升40~50亿方，相当于2018年全省销气量的80%~100%。

➤ 管输业务不受上游提价影响，城燃板块基数低、弹性大

气价调整方面，安徽省实际每年实施一次成本监审，2018年5月，公司部分短途管道运价由0.3元/分下降到0.24元/分，对公司盈利有一定负面影响，但未来天然气消费的增长也将弥补政策核价带来的部分损失，同时管输价格核定独立，不受上游气源提价影响。公司城燃业务起步较晚，目前拥有宿州市、广德县等12个区县燃气特许经营权，随着当地业务的逐步开拓，2019H1公司城燃输气量同比提升190%至1.53亿方，相关子公司已实现扭亏为盈1000万元。同时公司城网业务接驳费占比较小，以赚取销气利润为主，受国家接驳费政策影响较小。

➤ 国网公司有望10月挂牌，利好公司长期发展

据《经济观察报》报道，国家油气管网公司最迟9月底挂牌。国网公司的成立自2016年起便开始酝酿，其初衷在于保障中游管输独立性，放开上游及下游的竞争，同时加大中游管网的建设力度，是燃气市场化改革的重大破局。长期来看，国网公司的成立有望优化资源配置，降低上游销气价格，提振天然气消费，利好公司发展。

三、投资建议

看好安徽省天然气消费量的持续增长，预计公司2019~2021年EPS分别为0.67/0.80/0.91，对应当前股价PE 16/13/12x。公司2019年预测PE 16x，低于燃气板块22x的平均水平，位于上市以来的底部，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

1、管网建设进度不及预期；2、城燃开拓不及预期；3、国网挂牌进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3,241	4,051	4,618	5,126
增长率(%)	26.1%	25.0%	14.0%	11.0%
归属母公司股东净利润(百万元)	176	225	268	306
增长率(%)	41.8%	27.4%	19.1%	14.2%
每股收益(元)	0.52	0.67	0.80	0.91
PE(现价)	20.5	16.0	13.4	11.7
PB	1.8	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

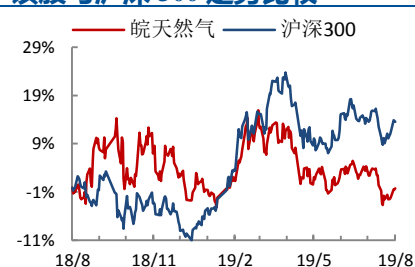
当前价格： 10.68

交易数据

2019-9-4

近12个月最高/最低(元)	12.1/10.66
总股本(百万股)	336.00
流通股本(百万股)	167.36
流通股比例(%)	50%
总市值(亿元)	35.88
流通市值(亿元)	17.87

该股与沪深300走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：黄彤

执业证号：S0100513080003

电话：021-60876721

邮箱：huangtong@mszq.com

研究助理：杨任重

执业证号：S0100118070006

电话：021-60876723

邮箱：yangrenzong@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3,241	4,051	4,618	5,126
营业成本	2,890	3,555	4,049	4,515
营业税金及附加	13	16	19	21
销售费用	9	12	13	15
管理费用	98	117	129	138
研发费用	0	0	0	0
EBIT	231	351	408	438
财务费用	8	51	51	51
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	1	0	0	21
营业利润	232	300	357	408
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	233	300	357	408
所得税	67	75	89	102
净利润	166	225	268	306
归属于母公司净利润	176	225	268	306
EBITDA	370	511	602	666

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	460	330	274	258
应收账款及票据	65	81	93	103
预付款项	121	149	169	189
存货	25	34	33	41
其他流动资产	78	78	78	78
流动资产合计	766	691	669	694
长期股权投资	16	16	16	37
固定资产	1994	2494	2994	3494
无形资产	163	155	147	139
非流动资产合计	2393	2728	3030	3319
资产合计	3159	3420	3699	4013
短期借款	76	76	76	76
应付账款及票据	257	317	361	402
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	472	562	627	689
长期借款	416	416	416	416
其他长期负债	5	5	5	5
非流动负债合计	421	421	421	421
负债合计	893	983	1048	1110
股本	336	336	336	336
少数股东权益	246	246	246	246
股东权益合计	2266	2437	2651	2903
负债和股东权益合计	3159	3420	3699	4013

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2018	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	26.1%	26.1%	25.0%	14.0%
EBIT 增长率	66.9%	66.9%	52.1%	16.3%
净利润增长率	41.8%	41.8%	27.4%	19.1%
盈利能力				
毛利率	10.8%	10.8%	12.3%	12.3%
净利润率	5.4%	5.4%	5.5%	5.8%
总资产收益率 ROA	5.6%	5.6%	6.6%	7.2%
净资产收益率 ROE	8.7%	8.7%	10.3%	11.1%
偿债能力				
流动比率	1.6	1.6	1.2	1.1
速动比率	1.6	1.6	1.2	1.0
现金比率	1.0	1.0	0.6	0.4
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	7.7	7.7	7.7	7.7
存货周转天数	3.0	3.0	3.0	3.0
总资产周转率	1.0	1.0	1.2	1.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.5	0.7	0.8
每股净资产	6.0	6.0	6.5	7.2
每股经营现金流	0.7	0.7	1.4	1.6
每股股利	0.2	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	20.5	20.5	16.0	13.4
PB	1.8	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.8	9.8	7.4	6.3
股息收益率	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

现金流量表 (百万元)	2018	2018	2019E	2020E
净利润	166	166	225	268
折旧和摊销	138	138	160	194
营运资金变动	(69)	(69)	34	32
经营活动现金流	243	243	470	545
资本开支	212	212	495	496
投资	0	0	0	0
投资活动现金流	(193)	(193)	(495)	(496)
股权募资	7	7	0	0
债务募资	(53)	(53)	0	0
筹资活动现金流	(99)	(99)	(105)	(105)
现金净流量	(49)	(49)	(130)	(56)

分析师与研究助理简介

黄彤，复旦大学金融学硕士。2011年进入证券行业，一直从事电力设备、新能源、环保等大能源方向的行业研究，现于民生证券研究院负责公用事业、环保方向研究。

杨任重：香港理工大学精算与投资科学硕士，2018年加入民生证券，从事环保及公用事业方向研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司(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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。