

# 深圳燃气 (601139)

## 低成本海气供应增加量利齐升, Q3 业绩大增 买入 (维持)

2019 年 10 月 30 日

证券分析师袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理王浩然

021-60199782

wanghr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	12,741	13,834	15,842	18,702
同比 (%)	15.2%	8.6%	14.5%	18.1%
归母净利润 (百万元)	1,031	1,075	1,414	1,797
同比 (%)	16.2%	4.3%	31.5%	27.1%
每股收益 (元/股)	0.36	0.37	0.49	0.62
P/E (倍)	21.46	20.58	15.65	12.31

### 投资要点

- **事件:**2019 年前三季度公司实现营业收入 100.01 亿元,同比增长 6.25%; 归母净利润 9.18 亿元,同比增长 8.94%; 扣非归母净利润 8.89 亿元,同比增长 7.94%; 加权平均 ROE 同比降低 1.16pct, 至 8.36%。
- **低成本海气供应量增加, Q3 单季业绩大增 58.29%。**单季度来看, 公司 Q3 营收增长 5.41%至 34.17 亿元, 主要系公司管道天然气及工程业务增长所致。受低成本海气供应量增加, Q3 归母净利润同比大增 58.29%至 3.23 亿元, 较 Q2 单季业绩增速-9.04%出现显著改善; Q3 扣非业绩同比大增 64.20%至 3.13 亿元。前三季度公司整体毛利率同比提高 0.78pct, 至 21.66%。
- **非电天然气销量同增 8.88%, 带动天然气销售收入增长, 电厂售气增速由负转正。**报告期内, 公司天然气销售收入为 66.09 亿元, 同比增长 9.30%; 液化石油气批发销售收入为 14.86 亿元, 同比减少 18.00%。天然气销售量为 22.58 亿立方米, 较上年同期 21.17 亿立方米增长 6.67%, 其中电厂天然气销售量为 7.14 亿立方米, 同比增长 2.29%, 而上半年电厂天然气销售量为 3.20 亿立方米, 同比下降 18.16%, 三季度电厂售气量增速已经由负转正。非电厂天然气销售量 15.45 亿立方米, 较上年同期 14.19 亿立方米增长 8.88%。
- **期间费用率上升 1.33pct 至 11.26%。**19 年前三季度公司期间费用 (加回研发费用) 同比增长 20.44%至 11.27 亿元, 期间费用率上升 1.33pct 至 11.26%。销售、管理 (加回研发费用)、财务费用率分别下降 0.23pct、上升 1.36pct、上升 0.21pct 至 7.13%、2.63%、1.51%。
- **经营性现金流同比增加 21%。**1) 2019 年前三季度公司经营活动现金流净额 18.24 亿元, 同比增加 21%; 2) 投资活动现金流净额-5.24 亿元, 同比减少 88.85%; 3) 筹资活动现金流净额-12.29 亿元, 同比减少 76.72%。
- **气源成本下降超过电厂成本合理区间, 毛差翻倍!**据我们测算, 当电厂燃料成本降幅达到 0.15 元/m 时, 电厂毛利率即回升至行业平均水平。当前过内外气源价差远高于 0.15 元/m<sup>3</sup>; 因此气源成本下降有效促进发电需求同时, LNG 气源对应的电厂毛差翻倍大增。预计 LNG 接收站满产后, 业绩弹性可达 48.8%。资本开支高峰已过 ROE 回升! 随着 LNG 接收站产能利用率提升, ROE 有望回升至 2015 年前 14.13%的水平。
- **盈利预测与投资评级:**我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.37/0.49/0.62 元, 对应 PE 为 21/16/12 倍, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** LNG/LPG/管道天然气价格波动风险, 下游客户售气量不达预期, 项目投产不达预期, 汇率波动风险

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	7.69
一年最低/最高价	5.16/8.06
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	22037.29

### 基础数据

每股净资产(元)	3.85
资产负债率(%)	46.98
总股本(百万股)	2876.85
流通 A 股(百万股)	2865.71

### 相关研究

- 1、《深圳燃气 (601139): 海气供应能力近半量利齐增, 资本开支下降 ROE 回升可期》  
2019-10-15

**事件:**

2019 年前三季度公司实现营业收入 100.01 亿元, 同比增长 6.25%; 归母净利润 9.18 亿元, 同比增长 8.94%; 扣非归母净利润 8.89 亿元, 同比增长 7.94%; 加权平均 ROE 同比降低 1.16pct, 至 8.36%。

**点评:****1. 低成本海气供应增加, 迎来业绩拐点**

**低成本海气供应量增加, Q3 单季业绩大增 58.29%。**2019 年前三季度公司实现营业收入 100.01 亿元, 同比增长 6.25%, 其中 Q3 单季营收增长 5.41% 至 34.17 亿元, 主要系公司管道天然气业务及工程业务增长所致; 前三季度归母净利润 9.18 亿元, 同比增长 8.94%。**受低成本海气供应量增加, Q3 单季归母净利润同比大增 58.29% 至 3.23 亿元, 较 Q2 单季业绩增速-9.04% 出现明显改善;**前三季度扣非归母净利润 8.89 亿元, 同比增长 7.94%, 其中 Q3 单季扣非归母净利润同比大增 **64.20% 至 3.13 亿元**。前三季度公司整体毛利率同比提高 0.78pct, 至 21.66%。

**非电天然气销售量同增 8.88%, 带动天然气销售收入增长, 电厂售气增速由负转正。**报告期内, 公司天然气销售收入为 66.09 亿元, 同比增长 9.30%; 液化石油气批发销售收入为 14.86 亿元, 同比减少 18.00%。天然气销售量为 22.58 亿立方米, 较上年同期 21.17 亿立方米增长 6.67%, 其中电厂天然气销售量为 **7.14 亿立方米, 较上年同期 6.98 亿立方米增长 2.29%, 而上半年电厂天然气销售量为 3.20 亿立方米, 同比下降 18.16%, 三季度电厂售气量增速已经由负转正。**非电厂天然气销售量 15.45 亿立方米, 较上年同期 14.19 亿立方米增长 8.88%。

**期间费用率上升 1.33pct 至 11.26%。**2019 年前三季度公司期间费用(加回研发费用)同比增长 20.44% 至 11.27 亿元, 期间费用率上升 1.33pct 至 11.26%。其中, 销售、管理(加回研发费用)、财务费用同比分别增加 2.87%、增加 119.14%、增加 23.02% 至 7.13 亿元、2.63 亿元、1.51 亿元; 销售、管理(加回研发费用)、财务费用率分别下降 0.23pct、上升 1.36pct、上升 0.21pct 至 7.13%、2.63%、1.51%。其中, 财务费用增长主要系报告期本公司子公司华安公司汇兑损失增加所致。

**财务杠杆降低使 ROE 同比减少 1.16pct。**2019 年前三季度公司加权平均净资产收益率同比下降 1.16pct 至 8.36%。对 ROE 采用杜邦分析可得, 2019 年前三季度公司销售净利率为 9.59%, 同比上升 0.23pct, 总资产周转率为 0.48(次), 同比下降 0.01(次), 权益乘数从 18 年前三季度的 2.2 下降至 19 年前三季度的 2.05。

## 2. 资产负债率下降，营运效率改善

资产负债率下降 4.74pct，净营业周期同比减少 2.11 天。2019 年前三季度公司资产负债率为 46.98%，同比下降 4.74pct，较年初下降 3.93pct。2019 年前三季度公司应收账款同比增长 31.4% 至 6.31 亿元，应收账款周转天数同比增加 1.98 天至 14.43 天；存货同比增长 2.12% 至 5.1 亿元，存货周转天数同比增加 0.37 天至 17.73 天；应付账款 21.15 亿元，应付账款周转天数同比增加 4.47 天至 66.66 天，使净营业周期同比减少 2.11 天至 -34.49 天。

## 3. 经营活动现金流同比增加 21%

经营性现金流同比增加 21%。1) 2019 年前三季度公司经营活动现金流净额 18.24 亿元，同比增加 21.00%，主要系销售商品、提供劳务收到的现金增加；2) 投资活动现金流净额 -5.24 亿元，同比减少 88.85%，主要系子公司华安公司收回到期银行理财产品减少所致；3) 筹资活动现金流净额 -12.29 亿元，同比减少 76.72%。

## 4. 海气供应能力近半量利齐增，资本开支下降 ROE 回升可期

海气供应能力占比近半，降本促量利齐升，业绩弹性近 50%。年周转量 10 亿  $m^3$  的 LNG 接收站已于今年 8 月顺利试投产，预计 21 年 LNG 接收站及广东大鹏海气将占深圳地区供应能力的 48.14%。测算接收站 20%/50%/100% 产能利用率下气源成本为 1.95/1.77/1.71 元/ $m^3$ ，中性情景下电厂的毛利可分别增加 79.92%/104.15%/129.27%，毛利率提升 5.3/6.9/8.6pct，达到行业平均水平，大幅提升电厂发电积极性。而用气成本下降幅度更大，LNG 气源满负荷部分电厂毛差(含税)从 0.18 元/ $m^3$  增至 0.39 元/ $m^3$  LNG 贸易批发业务价差(不含税)高达 0.85/1.01/1.07 元/ $m^3$ ，预计可新增净利润 0.46/1.52/3.21 亿元。综合考虑电厂&贸易业务带来的量利齐升，合计贡献净利润 0.71/2.41/5.03 亿元，占 18 年公司归母净利润的 6.9%/23.4%/48.8%，业绩弹性显著。

城中村改造提升深圳非电客户需求。A)居民：百万户城中村改造积极推进，预计 19-21 年可新增 25/35/45 万居民用户，带来增量用气 0.5/0.7/0.9 亿  $m^3$ ，合计 2.1 亿  $m^3$ ，占 18 年深圳非电客户售气量的 21.99%。深圳当前 48% 天然气渗透率相对较低，长期来看，若 25 年提升至一线对标城市的 87%，结合人口增长至 1895 万人，预计新增用气需求 6.84 亿  $m^3$  年，是 18 年深圳非电客户售气量的 71.62%。B)工商业：城中村改造协同叠加锅炉改造政策，加快拓展步伐。综上所述，预计深圳非电客户用气增速将从 18 年的 9.66% 升至 19-21 年的 11.82%/14.81%/16.71%。

预计资本开支高峰度过，ROE 回升至前期较高水平。15 年起 LNG 接收站资本开支加大，ROE 中枢从之前的 14.13% 降至 11.4%。随着接收站等固定资产逐步投运，公司 ROE 有望回升前期较高水平。

**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 0.37/0.49/0.62 元，对应 PE 为 21/16/12 倍，给予“买入”评级。

**风险提示：**LNG/LPG/管道天然气价格波动风险，下游客户售气量不达预期，项目投产不达预期，汇率波动风险

深圳燃气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>4,588</b>	<b>6,311</b>	<b>6,023</b>	<b>8,357</b>	<b>营业收入</b>	<b>12,741</b>	<b>13,834</b>	<b>15,842</b>	<b>18,702</b>
现金	3,021	4,487	4,076	5,990	减:营业成本	10,071	11,082	12,518	14,578
应收账款	439	459	569	645	营业税金及附加	58	82	87	99
存货	519	556	658	756	营业费用	957	1,009	1,155	1,405
其他流动资产	610	809	721	966	管理费用	173	332	380	449
<b>非流动资产</b>	<b>15,125</b>	<b>15,480</b>	<b>15,728</b>	<b>15,950</b>	财务费用	161	126	92	55
长期股权投资	312	306	301	296	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	8,787	11,705	12,795	13,305	加:投资净收益	125	132	127	125
在建工程	3,880	1,294	431	144	其他收益	0	0	0	0
无形资产	900	952	1,002	1,033	<b>营业利润</b>	<b>1,273</b>	<b>1,335</b>	<b>1,736</b>	<b>2,242</b>
其他非流动资产	1,246	1,224	1,198	1,172	加:营业外净收支	-4	17	13	11
<b>资产总计</b>	<b>19,712</b>	<b>21,790</b>	<b>21,751</b>	<b>24,307</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,269</b>	<b>1,352</b>	<b>1,749</b>	<b>2,253</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,180</b>	<b>8,281</b>	<b>7,857</b>	<b>9,657</b>	减:所得税费用	195	264	297	406
短期借款	1,384	1,384	1,384	1,384	少数股东损益	44	14	38	50
应付账款	1,753	2,063	2,248	2,773	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,031</b>	<b>1,075</b>	<b>1,414</b>	<b>1,797</b>
其他流动负债	3,043	4,834	4,225	5,500	EBIT	1,463	1,478	1,841	2,308
<b>非流动负债</b>	<b>3,855</b>	<b>3,175</b>	<b>2,472</b>	<b>1,762</b>	EBITDA	2,022	2,025	2,506	3,041
长期借款	3,600	2,920	2,216	1,507					
其他非流动负债	255	255	255	255	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>10,036</b>	<b>11,457</b>	<b>10,329</b>	<b>11,419</b>	每股收益(元)	0.36	0.37	0.49	0.62
少数股东权益	480	494	531	582	每股净资产(元)	3.20	3.42	3.79	4.28
					发行在外股份(百万股)	2877	2877	2877	2877
归属母公司股东权益	9,197	9,840	10,891	12,306	ROIC(%)	8.6%	7.9%	9.9%	11.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>19,712</b>	<b>21,790</b>	<b>21,751</b>	<b>24,307</b>	ROE(%)	11.1%	10.5%	12.7%	14.3%
					毛利率(%)	21.0%	19.9%	21.0%	22.1%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	8.1%	7.8%	8.9%	9.6%
经营活动现金流	1,855	2,753	1,528	3,884	资产负债率(%)	50.9%	52.6%	47.5%	47.0%
投资活动现金流	-720	-771	-786	-830	收入增长率(%)	15.2%	8.6%	14.5%	18.1%
筹资活动现金流	-666	-516	-1,153	-1,140	净利润增长率(%)	16.2%	4.3%	31.5%	27.1%
现金净增加额	471	1,466	-411	1,914	P/E	21.46	20.58	15.65	12.31
折旧和摊销	559	547	665	733	P/B	2.41	2.25	2.03	1.80
资本开支	1,198	362	253	227	EV/EBITDA	12.28	11.56	9.25	6.77
营运资本变动	174	1,123	-554	1,373					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

### 行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址:<http://www.dwzq.com.cn>

