

# 深圳燃气 (601139): 毛利持续改善 更新财务预测数据

——2019 年年报及 2020 年第一季度报告点评

2020 年 04 月 30 日

推荐/维持

深圳燃气 公司报告

**事件:** 2020 年 4 月 29 日, 公司公布 2019 年年报及 2020 年第一季度报告。2019 年营业收入 140.25 亿元, 比上年同期增长 10.1%, 归属母公司净利润 10.58 亿, 比上年同期增长 2.6%, 符合预期。2020Q1 公司营业收入 28.33 亿元, 比上年同期下降 8.85%, 公司归属母公司净利润 2.38 亿元, 比上年同期下降 8.91%, 主要受疫情影响。

**城中村改造进度符合预期。**2019 年公司计划扩大深圳本地燃气用户 24 万户, 在 2019 年底深圳本地燃气用户达到 230 万户, 本年深圳本地实际燃气用户增加 23.20 万户, 2019 年深圳本地燃气用户实际达到 229.08 万户, 符合我们的预期。2019 年底深圳市外用户达到 150.33 万户, 非本地用户实际增长 29.84 万户, 超出我们预期 5 万户。2020 年我们维持本地燃气用户新增 30 万户的预期。由于 2019 年公司新增了 11 个非本地燃气项目, 我们预计 2020 年非本地燃气用户预计成长 33 万户, 略高于我们之前的预期, 相应调高非本地管道燃气业务和燃气工程业务的营业收入。

**气源价格大幅下降。**2020 年 3 月 25 日, 广东省发改委发布《关于阶段性降低非居民用气成本支持企业复工复产的通知》, 其中规定 2020 年 2 月 22 日至 2020 年 6 月 30 日中石油天然气公司执行售气价格不高于 2.0196 元/立方米, 中海油气电集团执行售气价格不高于 2.142 元/立方米, 气价比我们预期本年西二线价格下降 15%。同时, 在这一期间工商业用户气价下降 10%。今年收到全球新冠疫情影响, LNG 到岸价格大幅下跌, 2020 年 Q1 LNG 到岸价(中国)平均价格跌至 0.8937 元/立方米, 4 月份平均价格进一步跌至 0.5376 元/立方米, 这大幅低于我们之前对西二线气源成本 2.35 元/立方米和 LNG 到岸价(中国) 1.15 元/立方米的预期, 我们相应下调公司未来气源成本的预测。

**公司盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.93、13.27 和 16.63 亿元, 对应 EPS 分别为 0.38、0.46 和 0.58 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 19.95、16.43 和 13.11 倍。看好燃气业务发展和近期起源成本降低给公司带来的价值提升, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 国际液化天然气价格大幅上升, 城中村燃气改造不及预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,741.39	14,025.27	14,106.07	14,778.45	16,224.86
增长率(%)	15.22%	10.08%	0.58%	4.77%	9.79%
归母净利润(百万元)	1,030.93	1,057.83	1,093.29	1,327.25	1,663.04
增长率(%)	16.24%	2.61%	3.35%	21.40%	25.30%
净资产收益率(%)	11.21%	9.60%	9.34%	10.61%	12.29%
每股收益(元)	0.36	0.37	0.38	0.46	0.58
PE	21.15	20.61	19.95	16.43	13.11
PB	2.37	1.98	1.86	1.74	1.61

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 公司简介:

公司是一家以燃气批发、管道和瓶装燃气供应、燃气输配管网的投资和建设企业, 主营城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资业务。在全国拥有深圳等 40 余个城市的管道特许经营权。

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

2019-06 分红派息 10 股派 1.8 元(含税)

## 发债及交叉持股介绍:

2020-01-20 发行 19 亿元 5 年期公司债

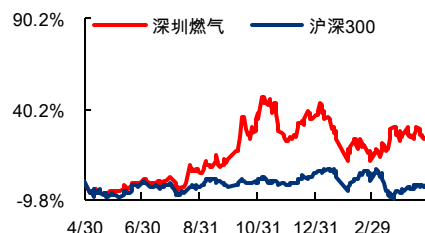
2016-12-08 发行 5 亿元 5 年期公司债

2016-08-08 发行 5 亿元 5 年期公司债

## 交易数据

52 周股价区间(元)	8.39-5.3
总市值(亿元)	218.06
流通市值(亿元)	217.22
总股本/流通 A 股(万股)	287,677/286,571
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.45

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 分析师: 罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519080002

## 研究助理: 徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

## 研究助理: 沈一凡

010-66554026

shenyf@dxzq.net.cn

## 研究助理: 薛阳

010-66554090

xueyang@dxzq.net.cn

## 1. 对估值模型相应参数调整

表1: 对公司 2020 年盈利预测的调整

项目	2020 年底非深圳燃气用户	2020 年燃气工程营业收入	2020 年西二线气源价格	LNG 气源价格	电厂用气量
原值	159.9 (万户)	13.94 (亿元)	2.35 元/立方米	1.45 元/立方米(含气化)	9.94 亿立方米
调整为	163.33 (万户)	14.38 (亿元)	2.26 元/立方米	1.1 元/立方米 (含气化)	11.01 亿立方米

资料来源: 东兴证券研究所

## 2. 更新自由现金流法计算公司合理市值

假设	数值/区间	FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2020-2024	第一阶段	2,412.32	7.56%
第二阶段年数	8	第二阶段	9,797.25	31.05%
第二阶段增长率	7.00%	第三阶段 (终值)	19,703.13	63.11%
永续增长率	0.00%	企业价值 AEV	31,912.70	100.00%
无风险利率 Rf	3.40%	+ 非核心资产价值	5,049.78	15.82%
$\beta$	0.87	— 少数股东权益	598.99	-1.88%
Rm	8.00%	— 净债务	7,458.75	-23.37%
Ke	7.41%	总股本价值	28,904.75	90.57%
税率	16.25%	股本 (百万股)	2,876.77	
Kd	3.24%	每股价值 (元)	10.05	
Ve (百万)	21,805.90			
Vd (百万)	7,458.75			
WACC	6.35%			

## 3. 公司盈利预测及评级

公司盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.93、13.27 和 16.63 亿元, 对应 EPS 分别为 0.38、0.46 和 0.58 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 19.95、16.43 和 13.11 倍。看好燃气业务发展和近期起源成本降低给公司带来的价值提升, 维持“推荐”评级。

## 4. 风险提示

国际化天然气价格大幅上升，城中村燃气改造不及预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产合计</b>	4,587.78	5,096.33	4,821.40	4,942.88	5,462.09	<b>营业收入</b>	12,741	14,025.2	14,106.0	14,778.4	16,224.8
货币资金	3,020.58	2,971.99	3,166.60	3,224.57	3,591.20	<b>营业成本</b>	10,071	11,006.6	11,123.5	11,359.9	12,307.3
应收账款	438.52	669.96	579.65	656.61	693.80	营业税金及附加	58.26	85.96	75.48	84.83	89.97
其他应收款	167.77	189.70	190.79	199.88	219.45	营业费用	957.23	1,092.31	1,079.18	1,140.79	1,246.86
预付款项	243.74	185.17	160.07	117.03	79.83	管理费用	172.62	219.22	205.80	223.30	240.93
存货	518.71	466.10	521.98	507.07	563.44	财务费用	160.84	181.13	182.15	202.56	194.77
其他流动资产	159.01	155.21	159.25	192.87	265.19	研发费用	232.00	232.19	247.00	210.00	210.00
<b>非流动资产合计</b>	15,124.6	18,119.4	20,545.6	21,685.7	22,707.2	资产减值损失	-0.56	-45.89	-45.89	-48.08	-52.79
长期股权投资	312.12	313.32	315.12	315.12	315.12	公允价值变动收益	0.00	0.29	0.00	0.00	0.00
固定资产	8,786.73	11,677.2	12,779.7	12,931.9	13,040.8	投资净收益	124.65	137.46	113.00	207.08	310.58
无形资产	899.73	1,201.88	1,315.74	1,421.64	1,438.16	加:其他收益	26.88	31.84	32.02	33.54	36.83
其他非流动资产	149.65	157.39	0.00	0.00	0.00	<b>营业利润</b>	1,273.	1,328.65	1,386.62	1,846.81	2,337.10
<b>资产总计</b>	19,712.4	23,215.7	25,367.0	26,628.6	28,169.2	营业外收入	9.33	13.57	0.00	0.00	0.00
<b>流动负债合计</b>	6,180.12	8,522.64	9,326.95	9,714.14	10,162.6	营业外支出	13.37	17.74	17.74	185.00	101.37
短期借款	1,383.94	2,392.30	4,001.65	3,951.41	3,888.68	<b>利润总额</b>	1,269.	1,324.49	1,368.88	1,661.81	2,235.74
应付账款	1,753.26	2,089.69	1,996.43	2,083.05	2,232.83	所得税	194.71	215.24	222.45	270.06	491.86
预收款项	1,217.62	1,594.25	1,886.46	2,237.96	2,598.97	<b>净利润</b>	1,074.	1,109.25	1,146.43	1,391.76	1,743.87
一年内到期的非流动负债	9.00	9.40	9.40	9.40	9.40	少数股东损益	43.82	51.42	53.14	64.51	80.83
<b>非流动负债合计</b>	3,855.45	3,127.31	3,723.52	3,723.52	3,723.52	归属母公司净利润	1,030.	1,057.83	1,093.29	1,327.25	1,663.04
长期借款	200.00	47.70	47.70	47.70	47.70	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	3,400.00	2,599.00	3,400.00	3,400.00	3,400.00		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>负债合计</b>	10,035.5	11,649.9	13,050.4	13,437.6	13,886.1	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	479.89	545.85	598.99	663.50	744.34	营业收入增长	15.22%	10.08%	0.58%	4.77%	9.79%
实收资本(或股本)	2,877.09	2,876.77	2,876.77	2,876.77	2,876.77	营业利润增长	10.66%	4.33%	4.36%	33.19%	26.55%
资本公积	2,014.28	2,026.11	2,026.11	2,026.11	2,026.11	归属于母公司净利润增长	16.24%	2.61%	3.35%	21.40%	25.30%
未分配利润	3,780.90	4,321.26	4,889.15	5,582.12	6,448.19	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	9,196.96	11,019.9	11,705.3	12,515.1	13,526.5	毛利率(%)	20.95%	21.52%	21.14%	23.13%	24.14%
<b>负债和所有者权益</b>	19,712.4	23,215.7	25,367.0	26,628.6	28,169.2	净利率(%)	8.44%	7.91%	8.13%	9.42%	10.75%
<b>现金流量表</b>	单位:百万元					总资产净利润(%)	5.23%	4.56%	4.31%	4.98%	5.90%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	11.21%	9.60%	9.34%	10.61%	12.29%
<b>经营活动现金流</b>	1,854.68	2,445.45	988.48	2,563.34	2,836.55	<b>偿债能力</b>					
净利润	1,074.75	1,109.25	1,146.43	1,391.76	1,743.87	资产负债率(%)	50.91%	50.18%	51.45%	50.46%	49.30%
折旧摊销	500.17	626.02	0.00	712.84	756.09	流动比率	0.74	0.60	0.52	0.51	0.54
财务费用	160.84	181.13	182.15	202.56	194.77	速动比率	0.66	0.54	0.46	0.46	0.48
应收账款减少	0.00	0.00	90.31	-76.96	-37.19	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	0.00	0.00	292.22	351.50	361.00	总资产周转率	0.66	0.65	0.58	0.57	0.59
<b>投资活动现金流</b>	-720.27	-2,249.2	-2,612.9	-1,721.6	-1,547.2	应收账款周转率	30.82	25.31	22.58	23.91	24.03
公允价值变动收益	0.00	0.29	0.00	0.00	0.00	应付账款周转率	7.35	7.30	6.90	7.25	7.52
长期投资减少	0.00	0.00	-1,569.8	-156.81	-172.49	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	124.65	137.46	113.00	207.08	310.58	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.37	0.38	0.46	0.58
<b>筹资活动现金流</b>	-666.45	-160.56	1,819.05	-783.69	-922.72	每股净现金流(最新摊薄)	0.16	0.01	0.07	0.02	0.13
应付债券增加	0.00	0.00	801.00	0.00	0.00	每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.83	4.07	4.35	4.70
长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>估值比率</b>					
普通股增加	663.00	-0.32	0.00	0.00	0.00	P/E	21.15	20.61	19.95	16.43	13.11
资本公积增加	-644.16	11.83	0.00	0.00	0.00	P/B	2.37	1.98	1.86	1.74	1.61
<b>现金净增加额</b>	467.96	35.63	194.62	57.96	366.64	EV/EBITDA	12.29	11.18	11.35	9.11	7.55

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司深度报告	深圳燃气 (601139): 渐入发展快车道	2020-04-01
行业普通报告	公用事业及环保行业报告: 蒙西电网 2020 年发电量预计增速为 5%	2020-04-30
行业普通报告	公用事业及环保行业报告: 五部委发文完善长江经济带污水处理收费机制	2020-04-20
行业普通报告	公用事业及环保行业报告: 有序放开上网电价、逐步取消工商业目录电价	2020-04-13
行业普通报告	公用事业及环保行业报告: 发改委有序推进新增垃圾焚烧发电项目建设	2020-04-08
行业深度报告	后疫情时代系列报告之七: 逆周期调节时代, 环保基建补短板力度可期	2020-03-30
行业普通报告	公用事业及环保行业报告: 垃圾发电项目进入首批财政补贴目录条件已明确	2020-03-23
行业普通报告	公用事业及环保行业报告: 山西规划 2030 年前建设 33 个垃圾焚烧发电项目	2020-03-17
行业普通报告	公用事业及环保行业报告: 中办国办发推进环境治理	2020-03-09

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，能源与材料团队组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所，从业期间获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

## 研究助理简介

### 徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

### 沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月加盟东兴证券研究所。

### 薛阳

清华大学化学系硕士，在 *Chemical Science* 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

## 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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 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。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526