

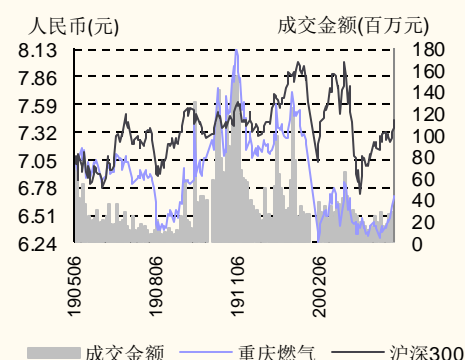
重庆燃气 (600917.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 6.70 元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	15.56
已上市流通 A 股(亿股)	15.56
总市值(亿元)	104.25
年内股价最高最低(元)	6.70/6.29
沪深 300 指数	3913
上证指数	2860



相关报告

1. 《售气毛利回升，新业务增长点显著-重庆燃气公司深度》，2020.3.4

娜敏 联系人
namin@gjzq.com.cn

李蓉 联系人
lirong@gjzq.com.cn

郭荆璞 分析师 SAC 执业编号: S1130519100005
guojingpu@gjzq.com.cn

售气毛差改善明显，静待工业用气反弹

公司基本情况(人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,372	7,033	6,635	7,478	8,036
营业收入增长率	11.51%	10.39%	-5.67%	12.71%	7.46%
归母净利润(百万元)	348	402	377	478	523
归母净利润增长率	-4.34%	15.69%	-6.35%	26.81%	9.48%
摊薄每股收益(元)	0.223	0.258	0.242	0.307	0.336
每股经营性现金流净额	0.33	0.33	0.41	0.60	0.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	8.84%	9.57%	8.58%	10.20%	10.42%
P/E	31.87	28.09	27.55	21.73	19.85
P/B	2.82	2.69	2.36	2.22	2.07

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2019 年营收 70.33 亿元，同比+10.39%；归母净利润 4.02 亿元，同比+15.69%；每股派息 0.085 元，分红率 33%。2020Q1 营收 14.81 亿元，同比-20.40%；归母净利润 0.53 亿元，同比-41.13%，业绩低于预期。

经营分析

- **售气毛利同比明显，Q1 业绩受疫情影响显著：**2019 年天然气销售、安装收入分别同比+16.2%/-8.1%至 54.25、14.46 亿元：1) 售气业务，总供气量增长 7.9%至 37.03 亿方，占全市供气总量 35.77%，份额占比提升 1.3pct，持续巩固重庆地方龙头地位。18 年由于上下游顺价不理想导致售气业务亏损，19 年售气毛差显著改善，毛利率同比+3.5pct 至 1.83%。2) 安装业务主要系新增用户数同比-12.5%至 25.94 万户，总服务客户 512 万户，同时接驳监管新政下毛利率下滑 4.5pct 至 48.51%。Q1 受疫情影响业绩大幅下滑，重庆市用气结构中工业占比约 60%，疫情停工导致公司燃气销售量大幅下降 24.53%至 7.44 亿方，而接驳业务受隔离影响预计明显下滑，由于高毛利的工业售气、接驳业务占比下降，Q1 综合毛利率同比-1.2pct 至 8.82%。
- **费用率与汇兑损失增加：**成本费用方面，Q1 销售+管理+财务费用率同比+0.8pct 至 5.6%，主要系疫情产生额外经营成本，同时 Q1 人民币兑日元贬值约 2.1%，日元贷款汇兑损失增加。为保证天然气供应，疫情期间实施“欠费不断气”，公司应收账款增长 86.6%至 3.05 亿元。
- **降气价政策对毛差影响有限，工业用气需求料将回升：**重庆地区管制气在门站价基础上下调 1%，非管制气由 2.204 下调 14.5%至 1.885 元/方；终端售价上，非居民气价由 2.308 下调至 2.074 元/方，降幅 10%，上游降价基本能覆盖终端售价降幅，对公司毛差影响有限。3 月份重庆规模以上工业增加值增速已实现由负转正至 7.5%，工业日均用电量恢复至上年同期水平，预计降气价政策将刺激 Q2 工业用气量进一步回升，推动公司业绩环比改善。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年净利润为 3.8、4.8、5.2 亿元，对应 EPS0.24、0.31、0.34 元，对应 PE28/22/20 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 疫情后续复工复产不及预期，上游气源价格上涨，市场化改革不及预期等。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	5,714	6,372	7,033	6,635	7,478	8,036
增长率		11.5%	10.4%	-5.7%	12.7%	7.5%
主营业务成本	-4,925	-5,583	-6,191	-5,813	-6,488	-6,957
%销售收入	86.2%	87.6%	88.0%	87.6%	86.8%	86.6%
毛利	789	788	843	821	990	1,078
%销售收入	13.8%	12.4%	12.0%	12.4%	13.2%	13.4%
营业税金及附加	-57	-55	-44	-41	-46	-50
%销售收入	1.0%	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-193	-206	-195	-182	-202	-217
%销售收入	3.4%	3.2%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%
管理费用	-204	-197	-239	-212	-224	-241
%销售收入	3.6%	3.1%	3.4%	3.2%	3.0%	3.0%
研发费用	0	-7	-4	-3	-4	-4
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
息税前利润 (EBIT)	335	324	362	382	513	566
%销售收入	5.9%	5.1%	5.1%	5.8%	6.9%	7.0%
财务费用	27	8	9	2	-10	-9
%销售收入	-0.5%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-6	0	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	3	0	0	0
投资收益	45	44	54	50	50	50
%税前利润	10.4%	10.1%	10.9%	11.2%	8.8%	8.0%
营业利润	425	422	477	433	554	608
营业利润率	7.4%	6.6%	6.8%	6.5%	7.4%	7.6%
营业外收支	12	20	20	15	15	15
税前利润	437	441	497	448	569	623
利润率	7.6%	6.9%	7.1%	6.8%	7.6%	7.7%
所得税	-73	-73	-77	-72	-91	-100
所得税率	16.6%	16.5%	15.6%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	364	368	420	377	478	523
少数股东损益	1	21	18	0	0	0
归属于母公司的净利润	363	348	402	377	478	523
净利率	6.4%	5.5%	5.7%	5.7%	6.4%	6.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	364	368	420	377	478	523
少数股东损益	1	21	18	0	0	0
非现金支出	238	205	257	292	326	357
非经营收益	-150	-50	-77	-41	-22	-20
营运资金变动	-104	-11	-86	16	155	102
经营活动现金净流	348	512	514	644	937	963
资本开支	-361	-406	-485	-754	-655	-655
投资	-46	-84	-24	0	0	0
其他	-8	43	29	50	50	50
投资活动现金净流	-415	-447	-480	-704	-605	-605
股权募资	2	4	7	0	0	0
债权募资	15	-7	-33	327	72	-5
其他	-193	-180	-135	-216	-230	-232
筹资活动现金净流	-176	-184	-161	110	-157	-237
现金净流量	-243	-119	-128	50	174	121

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	1,671	1,552	1,458	1,508	1,682	1,803
应收款项	319	276	268	259	292	313
存货	70	84	83	80	89	95
其他流动资产	314	318	435	366	399	423
流动资产	2,374	2,229	2,244	2,212	2,462	2,634
%总资产	28.8%	26.7%	26.0%	24.4%	25.5%	26.0%
长期投资	628	732	773	773	773	773
固定资产	4,688	4,870	4,986	5,401	5,683	5,934
%总资产	56.9%	58.3%	57.9%	59.6%	58.8%	58.5%
无形资产	364	354	467	529	591	652
非流动资产	5,869	6,123	6,373	6,854	7,197	7,510
%总资产	71.2%	73.3%	74.0%	75.6%	74.5%	74.0%
资产总计	8,243	8,352	8,618	9,066	9,659	10,144
短期借款	112	119	89	435	507	502
应付款项	1,777	1,780	1,733	1,709	1,919	2,061
其他流动负债	139	144	181	138	159	171
流动负债	2,029	2,042	2,004	2,282	2,585	2,734
长期贷款	174	177	180	180	180	180
其他长期负债	1,887	1,815	1,828	1,808	1,808	1,808
负债	4,089	4,034	4,012	4,271	4,573	4,722
普通股股东权益	3,786	3,932	4,203	4,392	4,683	5,019
其中：股本	1,556	1,556	1,556	1,556	1,556	1,556
未分配利润	938	1,057	1,306	1,496	1,787	2,123
少数股东权益	368	386	403	403	403	403
负债股东权益合计	8,243	8,352	8,618	9,066	9,659	10,144

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.234	0.223	0.258	0.242	0.307	0.336
每股净资产	2.433	2.527	2.701	2.823	3.010	3.226
每股经营现金净流	0.224	0.329	0.330	0.414	0.602	0.619
每股股利	0.130	0.080	0.175	0.120	0.120	0.120
回报率						
净资产收益率	9.60%	8.84%	9.57%	8.58%	10.20%	10.42%
总资产收益率	4.41%	4.16%	4.67%	4.15%	4.94%	5.15%
投入资本收益率	6.28%	5.85%	6.25%	5.92%	7.46%	7.79%
增长率						
主营业务收入增长率	4.10%	11.51%	10.39%	-5.67%	12.71%	7.46%
EBIT增长率	-12.60%	-3.38%	11.72%	5.55%	34.47%	10.33%
净利润增长率	-2.10%	-4.34%	15.69%	-6.35%	26.81%	9.48%
总资产增长率	1.95%	1.32%	3.18%	5.20%	6.55%	5.02%
资产管理能力						
应收账款周转天数	15.8	12.5	9.4	9.5	9.5	9.5
存货周转天数	5.6	5.0	4.9	5.0	5.0	5.0
应付账款周转天数	23.1	25.3	22.7	23.0	23.0	23.0
固定资产周转天数	203.2	213.4	231.2	262.4	241.7	231.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.36%	-29.10%	-25.80%	-18.62%	-19.56%	-20.67%
EBIT利息保障倍数	-12.6	-38.5	-39.4	-240.4	52.3	63.2
资产负债率	49.61%	48.30%	46.55%	47.11%	47.34%	46.55%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	1
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-03-04	买入	6.65	7.99~7.99

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH