

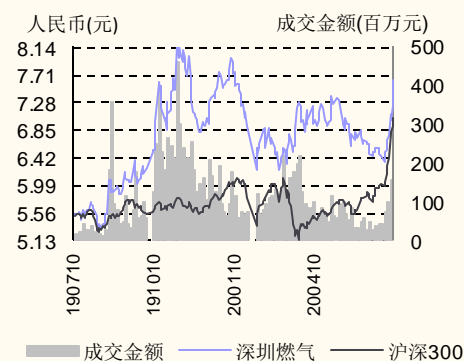
深圳燃气 (601139.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.64 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	28.77
已上市流通 A 股(亿股)	28.66
总市值(亿元)	219.79
年内股价最高最低(元)	7.64/6.36
沪深 300 指数	4841
上证指数	3451



相关报告

- 1.《电厂售气高增长，以价换量刺激用气需求回升-深圳燃气点评报告》，2020.4.20
- 2.《天然气销售稳定增长，业绩基本符合预期-深圳燃气快报点评》，2020.1.14
- 3.《天然气价格上涨，龙头供需优势突出-深圳燃气公司点评》，2019.11.5
- 4.《天然气销售稳定增长，龙头供需优势突出-深圳燃气三季报点评》，2019.10.31
- 5.《城市燃气龙头，市场空间与上游气源优势突出-【国金环保公用】深...》，2019.10.24

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

工商业需求回升，气量与毛差有望“双击”

公司基本情况 (人民币)

项目	2018	2019	2020E	2021E	2022E
摊薄每股收益(元)	0.358	0.368	0.460	0.554	0.637
每股净资产(元)	3.20	3.83	4.07	4.41	4.81
每股经营性现金流(元)	0.65	0.85	0.81	1.01	1.10
市盈率(倍)	14.99	21.29	16.62	13.78	11.99
净利润增长率(%)	16.24%	2.61%	24.98%	20.60%	14.95%
净资产收益率(%)	11.21%	9.60%	11.28%	12.57%	13.26%
总股本(百万股)	2,877.80	2,876.77	2,876.77	2,876.77	2,876.77

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司披露半年度业绩快报，2020H1 营收 63.73 亿元，同比-3.20%；归母净利润 6.59 亿元，同比+10.75%。其中 Q2 预计营收 35.40 亿元，同比+1.86%；归母净利润 4.41 亿元，同比+23.90%。

经营分析

- 复工复产推动工商业气量回升，高毛利天然气主业占比持续增加。2020H1 公司天然气销售收入 44.43，同比+ 4.12%，其中 Q2 为 23.60 亿元，同比+5.60%，收入增速环比改善主要受益于售气量的稳定增长。H1 天然气销售量 16.53 亿方，同比+17.48%，其中 Q2 为 9.21 亿方，同比+18.84%。分结构来看，H1 电厂气量同比+17.59%至 3.81 亿方，其中 Q2 同比-16.34%至 2.15 亿方；二季度起国内疫情趋于稳定，复工复产推升工商业用气需求（4 月深圳规模以上工业增加值增速转正、线下餐饮交易量环比 2 月增速超 300%），H1 非电厂气量同比+17.45%至 12.72 亿方，Q1/Q2 增速分别为 2.12%、34.17%。受国际油价波动以及天然气替代影响，液化石油气批发收入延续下滑，2020H1 同比-40.92%至 6.22 亿元。2020H1 售气业务营收占比提升 4.9pct 至 69.72%，低毛利 LPG 业务占比下降 6.2pct 至 9.76%，公司整体利润改善，上半年营业利润率同比+1.3pct 至 12.22%。
- 管道气上浮有限+锁定低价 LNG，购气成本持续优化。售气端，二季度广东降气价政策延续，Q2 公司天然气销售单价同比-11.14%至 2.56 元/方，但售气端降价基本可传导至上游，毛差总体稳定。同时低气价有效刺激了工商业等价格敏感型客户用气需求回暖，带动 Q2 非电厂用气量迅速攀升。成本端，1) 中石油西二线淡季气价上浮幅度保持在 6%，管道气源涨价情况较去年明显改善。2) 公司利用 LNG 现货价深跌机遇，提前将海气成本锁定在 1.4-1.5 元/方的低位，较管道气源可节省购气成本约 0.71 元/方，对应降幅约 33%，按接受 16 艘船计算，接收站气源优势可增厚全年利润 4.65 亿元。
- 展望：售气量与毛差有望迎来“双击”。下半年公司售气量有望延续较高增速：1) 消费刺激政策下商业持续复苏，深燃非居民用户以商业居多；2) 疫情稳定利于城中村改造加速推进；3) 低气价刺激气电需求。同时，Q3 售气端降价政策压力缓解，陆气上浮收窄+海气低价有望推动毛差同比改善。

投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年净利润为 13.2、15.9、18.3 亿元，对应 EPS0.46、0.55、0.64 元，对应 PE17/14/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示

- 上游气源价格大幅上涨；“城中村”改造进度缓慢；电厂利用小时降低等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	11,059	12,741	14,025	16,338	17,876	19,203	货币资金	2,712	3,021	2,972	2,978	3,232	3,452
增长率		15.2%	10.1%	16.5%	9.4%	7.4%	应收账款	573	646	901	877	960	1,031
主营业务成本	-8,767	-10,071	-11,007	-12,722	-13,774	-14,682	存货	458	519	466	565	611	652
%销售收入	79.3%	79.0%	78.5%	77.9%	77.1%	76.5%	其他流动资产	876	403	758	842	863	881
毛利	2,292	2,670	3,019	3,615	4,102	4,521	流动资产	4,619	4,588	5,096	5,262	5,666	6,015
%销售收入	20.7%	21.0%	21.5%	22.1%	22.9%	23.5%	%总资产	24.6%	23.3%	22.0%	21.9%	22.5%	23.1%
营业税金及附加	-57	-58	-86	-100	-109	-117	长期投资	551	548	1,901	1,901	1,901	1,901
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	固定资产	11,998	12,667	13,416	13,962	14,364	14,712
销售费用	-938	-957	-1,092	-1,274	-1,376	-1,479	%总资产	63.9%	64.3%	57.8%	58.0%	57.1%	56.4%
%销售收入	8.5%	7.5%	7.8%	7.8%	7.7%	7.7%	无形资产	1,452	1,713	2,565	2,734	2,995	3,246
管理费用	-165	-173	-219	-253	-268	-288	非流动资产	14,162	15,125	18,119	18,807	19,469	20,069
%销售收入	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	%总资产	75.4%	76.7%	78.0%	78.1%	77.5%	76.9%
研发费用	0	-219	-232	-278	-304	-326	资产总计	18,781	19,712	23,216	24,069	25,135	26,085
%销售收入	0.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	4,049	1,393	2,402	2,304	1,808	1,061
息税前利润 (EBIT)	1,132	1,263	1,389	1,710	2,045	2,311	应付款项	3,717	3,858	4,402	4,683	5,122	5,514
%销售收入	10.2%	9.9%	9.9%	10.5%	11.4%	12.0%	其他流动负债	453	929	1,719	1,636	1,708	1,771
财务费用	-105	-161	-181	-174	-159	-129	流动负债	8,219	6,180	8,523	8,624	8,638	8,345
%销售收入	0.9%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%	0.7%	长期贷款	0	200	48	48	48	48
资产减值损失	-10	1	-46	0	0	0	其他长期负债	1,772	3,655	3,080	3,059	3,059	3,059
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	9,990	10,036	11,650	11,730	11,745	11,452
投资收益	118	125	137	100	100	100	普通股股东权益	8,416	9,197	11,020	11,723	12,684	13,827
%税前利润	10.1%	9.8%	10.4%	6.0%	5.0%	4.3%	其中：股本	2,214	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
营业利润	1,151	1,273	1,329	1,666	2,015	2,312	未分配利润	3,170	3,781	4,321	5,068	6,030	7,172
营业利润率	10.4%	10.0%	9.5%	10.2%	11.3%	12.0%	少数股东权益	375	480	546	616	706	806
营业外收支	19	-4	-4	-4	-4	-4	负债股东权益合计	18,781	19,712	23,216	24,069	25,135	26,085
税前利润	1,169	1,269	1,324	1,662	2,011	2,308	比率分析						
利润率	10.6%	10.0%	9.4%	10.2%	11.3%	12.0%		2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
所得税	-255	-195	-215	-270	-327	-375	每股指标						
所得税率	21.8%	15.3%	16.3%	16.3%	16.3%	16.3%	每股收益	0.401	0.358	0.368	0.460	0.554	0.637
净利润	914	1,075	1,109	1,392	1,684	1,933	每股净资产	3.801	3.197	3.831	4.075	4.409	4.806
少数股东损益	27	44	51	70	90	100	每股经营现金净流	0.636	0.650	0.853	0.814	1.014	1.100
归属于母公司的净利润	887	1,031	1,058	1,322	1,594	1,833	每股股利	0.105	0.150	0.180	0.200	0.220	0.240
净利率	8.0%	8.1%	7.5%	8.1%	8.9%	9.5%	回报率						
							净资产收益率	10.54%	11.21%	9.60%	11.28%	12.57%	13.26%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	4.72%	5.23%	4.56%	5.49%	6.34%	7.03%
净利润	914	1,075	1,109	1,392	1,684	1,933	投入资本收益率	6.17%	7.29%	6.92%	8.19%	9.49%	10.44%
少数股东损益	27	44	51	70	90	100	增长率						
非现金支出	490	559	708	715	768	830	主营业务收入增长率	29.97%	15.22%	10.08%	16.49%	9.41%	7.42%
非经营收益	-4	41	44	143	105	78	EBIT 增长率	12.64%	11.59%	10.01%	23.14%	19.54%	13.01%
营运资金变动	9	195	592	91	361	324	净利润增长率	14.88%	16.24%	2.61%	24.98%	20.60%	14.95%
经营活动现金净流	1,409	1,869	2,454	2,341	2,918	3,165	总资产增长率	8.92%	4.96%	17.77%	3.67%	4.43%	3.78%
资本开支	-1,394	-1,173	-986	-1,437	-1,434	-1,434	资产管理能力						
投资	-229	-340	-1,113	-52	0	0	应收账款周转天数	12.9	11.8	14.4	14.0	14.0	14.0
其他	-550	792	-150	100	100	100	存货周转天数	17.2	17.7	16.3	16.2	16.2	16.2
投资活动现金净流	-2,173	-720	-2,249	-1,389	-1,334	-1,334	应付账款周转天数	66.9	62.9	63.7	63.0	63.0	63.0
股权募资	27	20	4	-42	0	0	固定资产周转天数	259.5	251.7	303.9	268.6	251.7	239.0
债权募资	655	-188	506	-113	-497	-747	偿债能力						
其他	-473	-495	-669	-791	-834	-864	净负债/股东权益	32.27%	20.38%	14.35%	12.61%	6.01%	-1.11%
筹资活动现金净流	210	-664	-160	-946	-1,331	-1,611	EBIT 利息保障倍数	10.8	7.8	7.7	9.8	12.8	18.0
现金净流量	-555	485	45	6	254	220	资产负债率	53.19%	50.91%	50.18%	48.74%	46.73%	43.90%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	0	0	0	0	2
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	1.57

来源：朝阳永续

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价目标价
1	2019-10-24	买入	7.058.10~8.10
2	2019-10-31	买入	7.69N/A
3	2019-11-05	买入	8.399.75~9.75
4	2020-01-14	买入	7.79N/A
5	2020-04-29	买入	7.19N/A

来源：国金证券研究所



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