

2020年08月24日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

20Q2 业绩增速环比上升 32.7pct, 天然气批发带动量利齐升

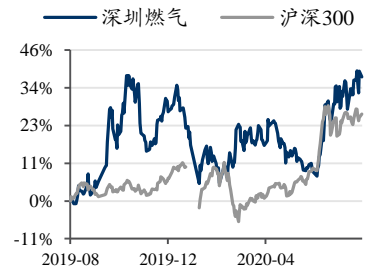
买入 (维持)

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,025	15,628	17,963	19,609
同比 (%)	10.1%	11.4%	14.9%	9.2%
归母净利润 (百万元)	1,058	1,309	1,669	1,886
同比 (%)	2.6%	23.7%	27.5%	13.0%
每股收益 (元/股)	0.37	0.45	0.58	0.66
P/E (倍)	22.14	17.89	14.03	12.42

投资要点

- **事件:** 2020年上半年公司实现营业收入63.73亿元,同比减少3.2%;归母净利润6.58亿元,同比增长10.68%;扣非归母净利润6.03亿元,同比增长4.79%;加权平均ROE同比提高0.31pct,至5.8%。
- **业绩同增10.68%,天然气批发贡献主增长。**综合毛利率达22.48%,同升2.09pct;分业务来看,1)管道燃气营收39.20亿元,同减3.07%,毛利率同升0.94pct至21.81%;2)天然气批发营收5.23亿元,同增134.47%,毛利率同升29.58pct至32.72%;3)石油气批发营收6.22亿元,同减40.92%,毛利率同降11.23pct至-10.32%;4)瓶装石油气营收2.38亿元,同减1.55%,毛利率同降2.48pct至37.14%;5)燃气工程及材料营收7.80亿元,同减15.77%,毛利率同升4.15pct至40.20%。
- **20H1 电厂售气量同增19.06%,天然气批发气量高增212.54%。**20H1公司天然气销售量16.53亿方,同增17.48%。其中,管道天然气14.12亿方,同增6.16%;天然气批发2.42亿方,同增212.54%。1)深圳地区,管道天然气售气量8.84亿方,同增0.80%,其中电厂天然气销售量为3.81亿方,同增19.06%(考虑唯美电厂并购加回抵扣销量,实际电厂售气量增长近50%)。2)非深圳地区,管道天然气销售5.27亿方,同增16.46%。
- **疫情影响减弱,20Q2 业绩增速环比上升32.7pct。**Q2单季归母净利润4.41亿元,同增23.79%,环比Q1归母净利润增速-8.91%提升32.7pct。
- **期间费用率上升1.62pct至12.59%。**2020H1期间费用率上升1.62pct至12.59%。其中,销售、管理、研发、财务费用率分别上升1.23pct、上升0.26pct、上升0.07pct、上升0.12pct至8.31%、2.65%、1.3%、1.63%。
- **经营活动净现金流同增26.74%。**2020H1,1)经营活动现金流净额8.7亿元,同增26.74%;2)投资活动现金流净额-0.28亿元,同增92.11%;3)筹资活动现金流净额0.11亿元,同增102.36%。
- **海气供应能力占比近半,显著降低成本促量利齐升,业绩弹性近50%。**年周转量10亿m³的LNG接收站已于19年8月顺利试投产,保守测算接收站满产情况下气源成本为1.71元/m³,电厂毛利率提升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,预计电厂毛差(含税)从0.18元/m³增至0.39元/m³。LNG贸易批发业务价差(不含税)高达1.07元/m³,预计可新增净利润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5.03亿元,占19年公司归母净利润的47.54%,业绩弹性显著。
- **盈利预测:**我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.45、0.58、0.66元,对应18、14、12倍PE,维持“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)	8.14
一年最低/最高价	5.73/8.64
市净率(倍)	2.10
流通A股市值(百万元)	23326.86

基础数据

每股净资产(元)	3.88
资产负债率(%)	51.34
总股本(百万股)	2876.77
流通A股(百万股)	2865.71

相关研究

- 1、《深圳燃气(601139):19Q4税前利润及电厂售气量大幅增长,关注改革驱动下的气源多元化红利》2020-01-09
- 2、《深圳燃气(601139):低成本海气供应增加量利齐升,Q3业绩大增》2019-11-01
- 3、《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:

2020年上半年公司实现营业收入63.73亿元,同比减少3.2%;归母净利润6.58亿元,同比增长10.68%;扣非归母净利润6.03亿元,同比增长4.79%;加权平均ROE同比提高0.31pct,至5.8%。

点评:**1. Q2 业绩增速环比提升 32.7pct, 天然气批发带动量利齐升**

归母净利润同增 10.68%, 天然气批发带动整体毛利率提升。2020年上半年公司实现营业收入63.73亿元,同比下降3.20%,主要是受疫情影响,工商用气和液化石油气销量下降所致;归母净利润6.58亿元,同比增长10.68%,扣非归母净利润6.03亿元,同比增加4.79%;公司综合毛利率达到22.48%,同比上升2.09pct。分业务来看,1)管道燃气业务实现营收39.20亿元,同比减少3.07%,毛利率同比提升0.94pct至21.81%;2)天然气批发业务实现营收5.23亿元,同比增长134.47%,毛利率同比提升29.58pct至32.72%,主要是华安天然气储备与调峰库投产带来天然气批发销量的大幅增长,以及低价海气和国内现货价差带来的利润率增长;3)石油气批发业务实现营收6.22亿元,同比减少40.92%,毛利率同比降低11.23pct至-10.32%;4)瓶装石油气业务实现营收2.38亿元,同比减少1.55%,毛利率同比降低2.48pct至37.14%;5)燃气工程及材料业务实现营收7.80亿元,同比减少15.77%,毛利率同比上升4.15pct至40.20%。

20H1 电厂售气量同增 19.06%, 天然气批发气量高增 212.54%。2020年上半年公司天然气销售量16.53亿方,同比增长17.48%。其中,管道天然气14.12亿方,同比增长6.16%;天然气批发2.42亿方,同比增长212.54%。**1) 深圳地区,**管道天然气售气量8.84亿方,同比增长0.80%,其中电厂天然气销售量为3.81亿方,同比增长19.06%(考虑唯美电厂并购加回抵扣销量,实际电厂售气量增长近50%)。2020年上半年公司老旧住宅区和城中村管道天然气改造,2020年上半年完成改造13.20万户,新增工商用户941户。**2) 非深圳地区,**管道天然气销售5.27亿方,同比增长16.46%。与此同时,公司加快内生&并购速度拓展深圳外天然气市场。截止20年6月底,公司管道气用户395.67万户,较年初净增16.27万户。其中:深圳地区236.33万户,较年初净增7.13万户,非居用户占比0.78%;深圳以外地区159.34万户,较年初增加9.14万户,非居用户占比1%。

疫情影响减弱, 20Q2 业绩增速环比上升 32.7pct。2020年Q2受疫情影响减弱,实现单季营收35.39亿元,同比增长1.86%,环比Q1营收增速-8.85%提升10.71pct;实现归母净利润4.41亿元,同比增长23.79%,环比Q1归母净利润增速-8.91%提升32.7pct。

期间费用率上升 1.62pct 至 12.59%。2020年上半年公司期间费用同比增长11.11%至8.02亿元,期间费用率上升1.62pct至12.59%。其中,销售、管理、研发、财务费用

同比分别增加 13.67%、增加 12.71%、增加 2.7%、增加 4.66%至 5.29 亿元、0.86 亿元、0.83 亿元、1.04 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 1.23pct、上升 0.26pct、上升 0.07pct、上升 0.12pct 至 8.31%、2.65%、1.3%、1.63%。

净利率提升&杠杆加大带动 ROE 同比增长 0.31pct。2020 年上半年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.31pct 至 5.8%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2020 年上半年公司销售净利率为 10.7%，同比上升 1.26pct，总资产周转率为 0.27(次)，同比下降 0.05(次)，权益乘数从 19 年上半年的 2.06 上升至 20 年上半年的 2.14。

2. 资产负债率上升，营运效率提高

资产负债率上升，营运效率提高。2020 年上半年公司资产负债率为 51.34%，同比上升 3.93pct，较年初上升 1.16pct。2020 年上半年公司应收账款同比增长 48.69%至 8.44 亿元，应收账款周转天数同比增加 7.62 天至 21.37 天；存货同比减少 28.68%至 3.71 亿元，存货周转天数同比减少 2.59 天至 15.24 天；应付账款同比减少 3.62%至 19.31 亿元，应付账款周转天数同比增加 8.73 天至 73.24 天，使净营业周期同比减少 3.7 天至-36.63 天。

3. 经营性现金流净额同比增加 26.74%，现金流水平持续改善

2020H1 经营性现金流净额同比增加 26.74%至 8.7 亿元。1) 2020 年上半年公司经营现金流净额 8.7 亿元，同比增加 26.74%，主要系本公司天然气销量增加所致；2) 投资活动现金流净额-0.28 亿元，同比增加 92.11%，主要系本年银行理财投资减少所致；3) 筹资活动现金流净额 0.11 亿元，同比增加 102.36%，主要系本公司本期发行 15 亿短期融资券所致。

4. 海气供应能力近半量利齐增，资本开支下降 ROE 回升可期

混合所有制下的优质城燃龙头，业绩持续高增。公司为深圳市属优质城燃龙头，主营管道天然气销售和液化石油气批零。引入业内知名港企中华煤气和民企新希望集团推进混改，叠加两次股权激励完善公司治理机制。

海气供应能力近半量利齐增，业绩弹性近 50%。年周转量 10 亿 m³的 LNG 接收站已于 19 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/m³，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 /m³增至 0.39 元/m³。LNG 贸易批发业务价差（不含税）高达 0.85/1.01/1.07 元/m³，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 19 年公司归母净利润的 6.7%/22.8%/47.5%，业绩弹性显著。

城中村改造提升深圳非电客户需求，非深圳地区天然气业务稳定增长。A)深圳居民：百万户城中村改造积极推进，2019 年共完成城中村改造 48.3 万户，是 2018 年改造量的 4.7 倍，2020 上半年完成老旧住宅区和城中村改造 13.20 万户，预计 21 年可新增 35 万居民用户，带来增量用气 0.7 亿 m³，占 19 年深圳非电客户售气量的 7.02%。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 m³/年，是 19 年深圳非电客户售气量的 68.61%。B)深圳工商业：城中村改造协同叠加锅炉改造政策，20 年上半年完成新增工商用户 941 户；落实食街改造 165 户、学校 65 所、医院 36 家；完成锅炉新建或改造 28 台，预计到 2020 年实现深圳地区非居民客户占居民客户比例达到 1%，远期达到 2%的目标。C)非深圳地区：19 年非深圳地区管道天然气售气量达 9.36 亿 m³，同比增长 19.54%，占比从 2015 年的 25.41%提升至 19 年的 32.22%；管道燃气非深圳地区新增 29.84 万户，占比 56.27%；新增深圳市外市政燃气管道 527.69 公里，比深圳地区多 415.61 公里。预计非深圳地区新增用户 20-22 年保持稳定增长。综上所述，预计深圳非电客户用气增速将从 20 年的 3.09%（受疫情影响上半年工商业用户下滑较多）升至 22 年的 37.51%。非深圳天然气用气增速将维持在 20%以上。

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：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.66 元，对应 18、14、12 倍 PE，维持“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，项目投资不达预期，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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5,096	4,939	6,394	6,730	营业收入	14,025	15,628	17,963	19,609
现金	2,972	2,936	3,974	4,419	减:营业成本	11,007	12,291	13,898	15,032
应收账款	670	344	778	467	营业税金及附加	86	95	113	137
存货	466	726	537	829	营业费用	1,092	1,266	1,455	1,618
其他流动资产	988	934	1,104	1,016	管理费用	219	399	458	529
非流动资产	18,119	18,809	19,530	20,177	财务费用	181	152	128	99
长期股权投资	313	315	316	317	资产减值损失	-46	0	0	0
固定资产	11,677	13,483	14,563	15,293	加:投资净收益	137	200	200	200
在建工程	1,739	580	193	65	其他收益	0	0	0	0
无形资产	1,202	1,271	1,327	1,398	营业利润	1,329	1,625	2,111	2,394
其他非流动资产	3,188	3,161	3,132	3,104	加:营业外净收支	-4	8	4	1
资产总计	23,216	23,748	25,924	26,907	利润总额	1,324	1,633	2,115	2,395
流动负债	8,523	8,673	9,996	9,952	减:所得税费用	215	278	381	431
短期借款	2,392	2,392	2,392	2,392	少数股东损益	51	47	66	78
应付账款	2,090	2,141	2,643	2,725	归属母公司净利润	1,058	1,309	1,669	1,886
其他流动负债	4,041	4,140	4,960	4,835	EBIT	1,517	1,785	2,243	2,494
非流动负债	3,127	2,671	2,212	1,724	EBITDA	2,179	2,473	3,032	3,367
长期借款	2,647	2,191	1,731	1,243					
其他非流动负债	481	481	481	481	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	11,650	11,345	12,207	11,676	每股收益(元)	0.37	0.45	0.58	0.66
少数股东权益	546	593	658	736	每股净资产(元)	3.83	4.11	4.54	5.04
归属母公司股东权益	11,020	11,811	13,059	14,494	发行在外股份(百万 股)	2877	2877	2877	2877
负债和股东权益	23,216	23,748	25,924	26,907	ROIC(%)	7.8%	8.6%	10.2%	10.8%
					ROE(%)	9.6%	10.9%	12.6%	12.9%
					毛利率(%)	21.5%	21.4%	22.6%	23.3%
现金流量表 (百万 元)	2019A	2020E	2021E	2022E	销售净利率(%)	7.5%	8.4%	9.3%	9.6%
经营活动现金流	2,445	1,728	3,336	2,781	资产负债率(%)	50.2%	47.8%	47.1%	43.4%
投资活动现金流	-2,249	-1,177	-1,311	-1,319	收入增长率(%)	10.1%	11.4%	14.9%	9.2%
筹资活动现金流	-161	-588	-986	-1,017	净利润增长率(%)	2.6%	23.7%	27.5%	13.0%
现金净增加额	37	-36	1,038	445	P/E	22.14	17.89	14.03	12.42
折旧和摊销	662	688	789	873	P/B	2.12	1.98	1.79	1.62
资本开支	988	688	720	645	EV/EBITDA	11.88	10.54	8.13	7.07
营运资本变动	584	-267	884	45					

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>