

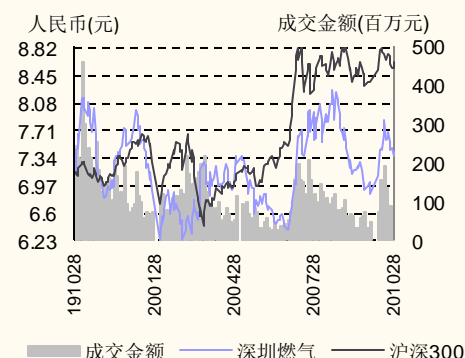
## 深圳燃气 (601139.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 7.42 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	28.77
已上市流通 A 股(亿股)	28.77
总市值(亿元)	213.46
年内股价最高最低(元)	7.86/6.86
沪深 300 指数	4737
上证指数	3269



## 相关报告

- 1.《异地扩张亮眼，锁定低成本海气平抑降价影响-深圳燃气中报点评》，2020.8.24
- 2.《工商业需求回升，气量与毛差有望“双击”-深圳燃气业绩快报点评》，2020.7.11
- 3.《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》，2020.4.29
- 4.《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
- 5.《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

周儒飞 联系人  
zhourufei@gjzq.com.cn

杜旷舟 分析师 SAC 执业编号: S1130520090003  
dukz@gjzq.com.cn

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

## 接驳恢复，气量高增，Q3 归母净利润+34%

## 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	0.471	0.579	0.657
每股净资产(元)	3.20	3.83	4.11	4.45	4.83
每股经营性现金流(元)	0.65	0.85	1.13	1.04	1.07
市盈率(倍)	14.99	21.29	15.76	12.82	11.29
净利润增长率(%)	16.24%	2.61%	28.07%	22.92%	13.54%
净资产收益率(%)	11.21%	9.60%	11.46%	13.01%	13.62%
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 2020 年前三季度营收 100.7 亿元，同比+0.7%；归母净利润 10.9 亿元，同比+18.9%。其中 Q3 营收 37.0 亿元，同比+8.3%；归母净利润 4.3 亿元，同比+34.0%。

## 经营分析

- **接驳业务加快恢复，Q3 售气量增速+30%**。公司 Q3 管道天然气销售、LPG 批发销售收入分别为 22.8、3.2 亿元，同比-2.7%/-25.3%，两者合计收入占比同比-10.9pct 至 70.3%，主要系 H1 因疫情影响部分燃气安装工程延后至 Q3，接驳收入占比提升。天然气销售量方面，前三季度售气 27.6 亿方，同比+22.1%；其中 Q3 售气 11.1 亿方，同比+30.0%。分结构来看：前三季度、Q3 电厂气分别为 8.2、4.4 亿方，同比+15.4%、+13.6%；非电厂气分别为 19.3、6.6 亿元，同比+25.2%、+43.3%，主要受益于：①工商业用气需求回升；②外延收购项目持续贡献增量用气（19、20H1 分别收购 11、5 个项目）；③ LNG 接收站利用率提升促使天然气批发气量高增。
- **锁定低价海气+业务结构优化，Q3 毛利率大增 5.3pct 至 29.4%**。前三季度、Q3 天然气销售单价 2.44、2.06 元/方，同比-16.7%、-25.1%，我们认为气价降幅扩大主要系广东终端降气价政策延续、且公司将购气成本降幅以单价下跌的形式让利工商业用户。据 Clipper data 数据，公司 Q3 进口 LNG 约 2.0 亿方，前三季度对应接收站利用率 81%。在 Q3 中国 LNG 进口到岸价环比 Q2 上涨 65%的背景下，公司提前将海气成本锁定在 1.4-1.5 元/方的预判使得低购气成本优势进一步凸显。受益于低价 LNG 气源+西二线成本同比改善，同时高毛利接驳业务收入比例提升、低毛利 LPG 收入比例下降，公司 Q3 毛利率大幅提升 5.3pct 至 29.4%，毛利润同比+32%，为业绩增长主因。
- **展望 Q4：延续复苏势头，国家管网 10 月正式运营**。驱动 Q3 业绩改善的两大因素将延续至四季度：①城中村改造目标 44 万户目标不变的情况下，Q4 接驳工程加速推进；② 10 月广东 LNG 出厂价与 LNG 进口价双升，锁定低价海气有利于接收站收益继续增长。同时国家管网 10 月正式运营，中游管网互联互通对多气源城燃龙头的利好将持续发酵。

## 投资建议

- 我们预计公司 2020-2022 年净利润为 13.5、16.7、18.9 亿元，对应 EPS0.47、0.58、0.66 元，对应 PE16/13/11 倍，维持“买入”评级。

## 风险提示

- 上游气价大幅上涨，“城中村”改造不达预期，外延扩张不及预期等。

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	11,059	12,741	14,025	16,233	18,465	19,799
增长率		15.2%	10.1%	15.7%	13.7%	7.2%
主营业务成本	-8,767	-10,071	-11,007	-12,494	-14,163	-15,148
%销售收入	79.3%	79.0%	78.5%	77.0%	76.7%	76.5%
毛利	2,292	2,670	3,019	3,740	4,302	4,650
%销售收入	20.7%	21.0%	21.5%	23.0%	23.3%	23.5%
营业税金及附加	-57	-58	-86	-99	-113	-121
%销售收入	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-938	-957	-1,092	-1,380	-1,533	-1,584
%销售收入	8.5%	7.5%	7.8%	8.5%	8.3%	8.0%
管理费用	-165	-173	-219	-252	-277	-297
%销售收入	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%
研发费用	0	-219	-232	-276	-314	-337
%销售收入	0.0%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,132	1,263	1,389	1,733	2,066	2,312
%销售收入	10.2%	9.9%	9.9%	10.7%	11.2%	11.7%
财务费用	-105	-161	-181	-143	-89	-63
%销售收入	0.9%	1.3%	1.3%	0.9%	0.5%	0.3%
资产减值损失	-10	1	-46	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	118	125	137	150	150	150
%税前利润	10.1%	9.8%	10.4%	8.6%	7.1%	6.3%
营业利润	1,151	1,273	1,329	1,741	2,127	2,399
营业利润率	10.4%	10.0%	9.5%	10.7%	11.5%	12.1%
营业外收支	19	-4	-4	0	0	0
税前利润	1,169	1,269	1,324	1,741	2,127	2,399
利润率	10.6%	10.0%	9.4%	10.7%	11.5%	12.1%
所得税	-255	-195	-215	-296	-362	-408
所得税率	21.8%	15.3%	16.3%	17.0%	17.0%	17.0%
净利润	914	1,075	1,109	1,445	1,765	1,991
少数股东损益	27	44	51	90	100	100
归属于母公司的净利润	887	1,031	1,058	1,355	1,665	1,891
净利率	8.0%	8.1%	7.5%	8.3%	9.0%	9.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	914	1,075	1,109	1,445	1,765	1,991
少数股东损益	27	44	51	90	100	100
非现金支出	490	559	708	700	731	792
非经营收益	-4	41	44	8	-16	-34
营运资金变动	9	195	592	1,106	498	336
经营活动现金净流	1,409	1,869	2,454	3,259	2,978	3,084
资本开支	-1,394	-1,173	-986	-973	-1,130	-1,630
投资	-229	-340	-1,113	-52	0	0
其他	-550	792	-150	150	150	150
投资活动现金净流	-2,173	-720	-2,249	-875	-980	-1,480
股利支付	27	20	4	28	0	0
债权募资	655	-188	506	-1,522	-748	-105
其他	-473	-495	-669	-761	-825	-921
筹资活动现金净流	210	-664	-160	-2,255	-1,572	-1,026
现金净流量	-555	485	45	129	425	578

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	2,712	3,021	2,972	3,101	3,527	4,105
应收账款	573	646	901	871	991	1,063
存货	458	519	466	548	621	664
其他流动资产	876	403	758	837	871	890
流动资产	4,619	4,588	5,096	5,357	6,009	6,722
%总资产	24.6%	23.3%	22.0%	22.5%	24.2%	25.5%
长期投资	551	548	1,901	1,901	1,901	1,901
固定资产	11,998	12,667	13,416	13,476	13,709	14,289
%总资产	63.9%	64.3%	57.8%	56.7%	55.2%	54.2%
无形资产	1,452	1,713	2,565	2,636	2,802	3,060
非流动资产	14,162	15,125	18,119	18,412	18,812	19,650
%总资产	75.4%	76.7%	78.0%	77.5%	75.8%	74.5%
资产总计	18,781	19,712	23,216	23,770	24,821	26,372
短期借款	4,049	1,393	2,402	895	147	43
应付款项	3,717	3,858	4,402	4,660	5,283	5,691
其他流动负债	453	929	1,719	2,647	2,747	2,810
流动负债	8,219	6,180	8,523	8,202	8,178	8,543
长期贷款	0	200	48	48	48	48
其他长期负债	1,772	3,655	3,080	3,059	3,059	3,059
负债	9,990	10,036	11,650	11,309	11,285	11,650
普通股股东权益	8,416	9,197	11,020	11,825	12,800	13,886
其中：股本	2,214	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
未分配利润	3,170	3,781	4,321	5,101	6,076	7,161
少数股东权益	375	480	546	636	736	836
负债股东权益合计	18,781	19,712	23,216	23,770	24,821	26,372

比率分析

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标						
每股收益	0.401	0.358	0.368	0.471	0.579	0.657
每股净资产	3.801	3.197	3.831	4.111	4.449	4.827
每股经营现金净流	0.636	0.650	0.853	1.133	1.035	1.072
每股股利	0.105	0.150	0.180	0.200	0.240	0.280
回报率						
净资产收益率	10.54%	11.21%	9.60%	11.46%	13.01%	13.62%
总资产收益率	4.72%	5.23%	4.56%	5.70%	6.71%	7.17%
投入资本收益率	6.17%	7.29%	6.92%	8.88%	10.38%	10.90%
增长率						
主营业务收入增长率	29.97%	15.22%	10.08%	15.74%	13.75%	7.22%
EBIT 增长率	12.64%	11.59%	10.01%	24.79%	19.21%	11.89%
净利润增长率	14.88%	16.24%	2.61%	28.07%	22.92%	13.54%
总资产增长率	8.92%	4.96%	17.77%	2.39%	4.42%	6.25%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.9	11.8	14.4	14.0	14.0	14.0
存货周转天数	17.2	17.7	16.3	16.0	16.0	16.0
应付账款周转天数	66.9	62.9	63.7	64.0	63.0	63.0
固定资产周转天数	259.5	251.7	303.9	259.4	230.7	224.0
偿债能力						
净负债/股东权益	32.27%	20.38%	14.35%	0.19%	-8.49%	-12.45%
EBIT 利息保障倍数	10.8	7.8	7.7	12.2	23.1	36.5
资产负债率	53.19%	50.91%	50.18%	47.58%	45.46%	44.18%

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	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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	7.05	8.10~8.10
2	2019-10-31	买入	7.69	N/A
3	2019-11-05	买入	8.39	9.75~9.75
4	2020-01-14	买入	7.79	N/A
5	2020-04-29	买入	7.19	N/A
6	2020-07-11	买入	7.62	N/A
7	2020-08-24	买入	8.24	N/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，不作为或被视作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