

LNG 上游布局又落一子

华泰研究

2021年3月03日 | 中国内地

动态点评

公用环保/公用事业

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

8.70

研究员 王玮嘉
SAC No. S0570517050002 wangweijia@htsc.com
SFC No. BEB090 +86-21-28972079

研究员 黄波
SAC No. S0570519090003 huangbo@htsc.com
SFC No. BQR122 +86-755-82493570

联系人 惠普
SAC No. S0570120080110 huipu@htsc.com

持续推进上下游一体化,“十四五”城燃前景乐观

2021年3月1日公司董事会同意向香港深燃增资1.4亿美元,成立控股单船公司采购LNG运输船舶,中长期有望提升公司LNG气源采运能力,利好上游资源的多元化布局。公司城燃业务跨区域经营初具规模,“十四五”有望持续受益于深圳本土渗透率提升与异地项目扩张。上调盈利预测,预计公司2020-22年EPS为0.47/0.58/0.69元,给予2021年15xPE,目标价8.7元,维持“买入”评级。

“30/60”目标加速行业发展,支撑城燃业务做大做强

中国提出2030年“碳达峰”、2060年“碳中和”目标,展现减碳决心。2020年中国煤炭占一次能源消费比重仍在57%左右,天然气不足10%。“减煤、压油、增气”将是“十四五”能源结构转型的重要路径之一,我们认为中国天然气行业仍有较长增长期。公司管道燃气业务以深圳为基础,跨区域经营初具规模,2020年天然气销售收入95亿元,同比+5%,销气量38.6亿方,同比+22%。我们看好公司管道燃气业务“十四五”发展前景,主要基于:1)深圳本地通气用户逐年增长,将得益于城中村改造、工商业“瓶改管”与新气电厂投产;2)异地城燃项目扩张以及工业煤改气。

上游资源多元化布局,自建LNG船解决运输短板

公司自有LNG接收站于2019年8月投产,设计周转能力为10亿方/年,2020年仍处于产能爬坡期。船期是制约LNG接收站产能利用率提升的因素之一。该接收站储罐为8万方,船型匹配方面5-10万方可选择空间较小,且存量LNG船大多已绑定项目资源。公司此次增资1.4亿美元采购LNG运输船舶,有望提升公司自主采购的灵活性和成本控制力。船期问题解决也利好自有接收站盈利能力,根据我们的测算,在产能利用率达到60%/100%时,接收站净利润分别为3.9/6.9亿元,对应每方0.65/0.69元。

上调盈利预测,维持“买入”评级

根据下游销量结构和上游气源采购变化,上调盈利预测,预计公司2020-22年归母净利润为13.4/16.7/19.9亿元(前值12.3/15.2/17.0亿元),对应EPS为0.47/0.58/0.69元,PE 14/11/10x。考虑到深圳燃气自有LNG投产带来的增量贡献,可适当给予估值溢价,参考可比公司21年平均PE 10x(华泰预测&Wind一致预期),给予公司2021年15xPE(前值为2020年20xPE),目标价8.7元/股(前值8.6元/股)。我们认为,当前股价已充分反映气价极端波动的悲观预期,随着公司气源多元化逐渐成型,成本控制力有望强化,公司长期价值或被低估,维持“买入”评级。

风险提示:国内气价风险;国内政策风险;海外气价风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	12,741	14,025	15,042	16,620	18,503
+/-%	15.22	10.08	7.25	10.49	11.33
归属母公司净利润(人民币百万)	1,031	1,058	1,340	1,669	1,990
+/-%	16.24	2.61	26.68	24.53	19.24
EPS(人民币,最新摊薄)	0.36	0.37	0.47	0.58	0.69
ROE(%)	11.71	10.46	11.72	13.51	14.80
PE(倍)	18.47	18.00	14.21	11.41	9.57
PB(倍)	2.07	1.73	1.61	1.48	1.36
EV EBITDA(倍)	10.65	9.43	7.70	6.55	5.72

资料来源:公司公告、华泰研究预测

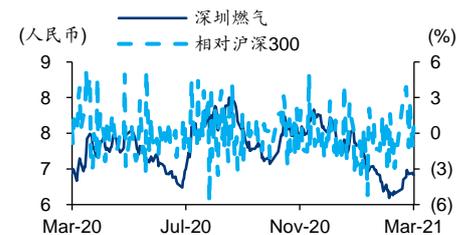
华泰证券 2021 春季线上策略会



基本数据

目标价(人民币)	8.70
收盘价(人民币 截至3月2日)	6.62
市值(人民币百万)	19,044
6个月平均日成交额(人民币百万)	89.18
52周价格范围(人民币)	6.14-8.25
BVPS(人民币)	4.04

股价走势图



资料来源: Wind

盈利预测调整

图表1: 盈利预测调整明细

	调整后			调整前			调整比例		
	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
营业收入(百万元)	15,042	16,620	18,503	15,506	17,589	18,408	-2.99%	-5.51%	+0.51%
毛利率	23.61%	24.55%	25.17%	21.83%	22.56%	23.22%	+1.78 pct	+1.99 pct	+1.94 pct
销售费用率	8.10%	8.00%	8.00%	7.79%	7.79%	7.79%	+0.31 pct	+0.21 pct	+0.21 pct
管理费用率	1.80%	1.70%	1.60%	1.56%	1.56%	1.56%	+0.24 pct	+0.14 pct	+0.04 pct
研发费用率	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	1.66%	0 pct	+0 pct	+0 pct
财务费用率	1.13%	0.83%	0.63%	1.03%	0.72%	0.59%	+0.1 pct	+0.11 pct	+0.04 pct
归母净利润(百万元)	1,340	1,669	1,990	1,226	1,518	1,701	+9.31%	+9.91%	+17.01%

资料来源: Wind, 华泰研究预测

图表2: 深圳燃气 LNG 接收站盈利测算

	情景一	情景二
设计产能(亿方/年)	10	10
产能利用率(%)	60%	100%
实际周转量(亿方)	6	10
单方周转费(元/方)	0.0	0.0
单方售价(元/方)	2.38	2.38
单方成本价(元/方)	1.39	1.39
LNG 接收站购气成本(亿)	7.6	12.7
LNG 接收站营收(亿)	13.1	21.8
单位毛差(元/方)	0.91	0.91
固定资产折旧(亿元)	0.67	0.67
单位折旧(元/方)	0.11	0.07
人工水电管理等运营费用(亿元)	0.25	0.39
水电等单位运营费用(元/方)	0.030	0.030
人工费用(万元)	700	900
税前利润(亿元)	4.6	8.1
所得税率(%)	25%	25%
净利润(亿元)	3.9	6.9
单方净利润(元/方)	0.65	0.69

核心假设: 1) LNG 到岸均价 5 美元/MMBTU, 美元兑人民币汇率为 7.0, 得出单方成本价 1.39 元/方; 2) 电厂销气量占比 60%、平均售价 2.1 元/方, 非电厂 40%、平均售价 2.8 元/方, 得出单方售价 2.38 元/方; 3) 投资 16.73 亿, 25 年直线折旧, 每年折旧 0.67 亿元

资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

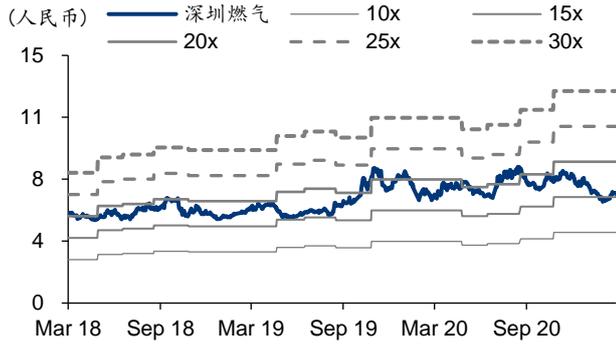
图表3: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	预测来源	股价(元/股)		市值(亿元)			市盈率(x)			EPS			市净率(x)			ROE		
			2021/3/2	2021/3/2	20E	21E	22E	CAGR	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E		
新奥股份	600803 CH	华泰证券	15.10	430	20.1	13.7	11.9	44%	3.6	2.9	2.3	13%	16%	16%					
新天然气	603393 CH	Wind	20.12	63	15.0	7.5	6.2	34%	-	-	-	14%	22%	21%					
百川能源	600681 CH	Wind	5.36	77	13.0	9.4	7.5	12%	1.6	1.5	1.4	13%	17%	20%					
中间值					15.0	9.4	7.5	23%	2.6	2.2	1.9	13%	17%	20%					
平均值					16.0	10.2	8.5	23%	2.6	2.2	1.9	13%	18%	19%					
深圳燃气	601139 CH	华泰证券	6.62	190	14.2	11.4	9.6	23%	1.6	1.5	1.4	12%	14%	15%					

注: 蓝焰控股无盈利预测与一致预期, 替换为新奥股份(2020 年上半年完成收购新奥能源股权, 业务范围增加城市燃气, 公司战略定位为天然气产业智能生态运营商)

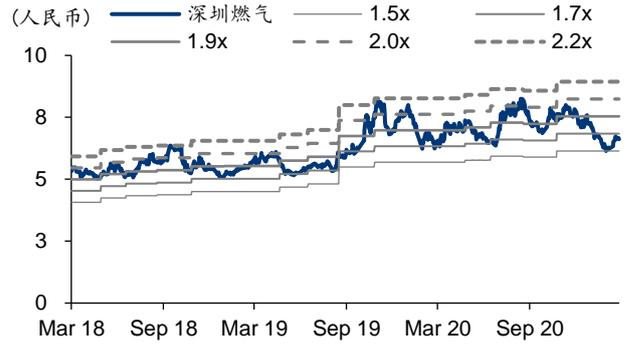
资料来源: Wind, Bloomberg, 华泰研究预测

图表4: 深圳燃气 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表5: 深圳燃气 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,588	5,096	4,515	5,643	6,750
现金	3,021	2,972	2,297	3,261	4,171
应收账款	438.52	669.96	718.54	793.89	883.84
其他应收账款	167.77	189.70	203.45	224.79	250.25
预付账款	243.74	185.17	193.31	210.96	232.94
存货	518.71	466.10	486.58	531.01	586.34
其他流动资产	198.47	613.41	616.37	620.97	626.45
非流动资产	15,125	18,119	18,419	18,767	19,193
长期投资	312.12	313.32	313.32	313.32	313.32
固定投资	7,864	8,787	11,677	12,252	12,420
无形资产	899.73	1,202	1,483	1,745	1,988
其他非流动资产	6,049	7,818	4,946	4,457	4,472
资产总计	19,712	23,216	22,935	24,410	25,944
流动负债	6,180	8,523	7,948	8,323	8,581
短期借款	1,384	2,392	1,504	1,330	925.13
应付账款	1,753	2,090	2,182	2,381	2,629
其他流动负债	3,043	4,041	4,262	4,613	5,027
非流动负债	3,855	3,127	2,534	2,539	2,546
长期借款	200.00	47.70	52.99	58.55	65.19
其他非流动负债	3,655	3,080	2,481	2,481	2,481
负债合计	10,036	11,650	10,482	10,862	11,127
少数股东权益	479.89	545.85	610.98	692.10	788.82
股本	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
资本公积	2,014	2,026	2,026	2,026	2,026
留存公积	4,367	4,987	6,939	7,952	9,125
归属母公司股东权益	9,197	11,020	11,842	12,855	14,028
负债和股东权益	19,712	23,216	22,935	24,410	25,944

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,855	2,445	2,437	2,965	3,394
净利润	1,031	1,058	1,340	1,669	1,990
折旧摊销	559.10	662.18	783.10	846.34	900.41
财务费用	160.84	181.13	169.57	137.74	116.48
投资损失	(124.65)	(137.46)	(156.71)	(172.38)	(189.61)
营运资金变动	166.77	555.99	219.45	386.68	464.01
其他经营现金	61.69	125.78	81.35	97.33	112.94
投资活动现金	(720.27)	(2,249)	(942.43)	(1,038)	(1,153)
资本支出	1,198	988.23	1,060	1,171	1,304
长期投资	0.00	36.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(477.44)	1,225	(117.47)	(133.14)	(150.38)
筹资活动现金	(666.45)	(160.56)	(2,169)	(962.82)	(1,331)
短期借款	(2,665)	1,008	(888.07)	(174.67)	(404.44)
长期借款	200.00	(152.30)	5.29	5.56	6.63
普通股增加	663.00	(0.32)	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(644.16)	11.83	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	1,780	(1,028)	(1,286)	(793.70)	(933.38)
现金净增加额	467.96	35.63	(674.79)	963.81	909.55

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,741	14,025	15,042	16,620	18,503
营业成本	10,071	11,007	11,490	12,539	13,846
营业税金及附加	58.26	85.96	92.19	101.86	113.40
营业费用	957.23	1,092	1,218	1,330	1,480
管理费用	172.62	219.22	270.76	282.53	296.04
财务费用	160.84	181.13	169.57	137.74	116.48
资产减值损失	0.56	(45.89)	(49.22)	(54.38)	(60.55)
公允价值变动收益	0.00	(0.29)	(0.29)	(0.29)	(0.29)
投资净收益	124.65	137.46	156.71	172.38	189.61
营业利润	1,273	1,329	1,680	2,091	2,493
营业外收入	9.33	13.57	16.00	16.80	17.64
营业外支出	13.37	17.74	18.62	19.55	20.53
利润总额	1,269	1,324	1,677	2,089	2,491
所得税	194.71	215.24	272.04	338.79	403.96
净利润	1,075	1,109	1,405	1,750	2,087
少数股东损益	43.82	51.42	65.13	81.11	96.72
归属母公司净利润	1,031	1,058	1,340	1,669	1,990
EBITDA	1,788	2,020	2,473	2,906	3,330
EPS (人民币, 基本)	0.36	0.37	0.47	0.58	0.69

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	15.22	10.08	7.25	10.49	11.33
营业利润	10.66	4.33	26.43	24.50	19.22
归属母公司净利润	16.24	2.61	26.68	24.53	19.24
获利能力 (%)					
毛利率	20.95	21.52	23.61	24.55	25.17
净利率	8.09	7.54	8.91	10.04	10.75
ROE	11.71	10.46	11.72	13.51	14.80
ROIC	11.63	12.18	12.75	14.98	17.65
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.91	50.18	45.70	44.50	42.89
净负债比率 (%)	15.87	21.03	14.95	12.87	8.98
流动比率	0.74	0.60	0.57	0.68	0.79
流动比率	0.66	0.54	0.51	0.61	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.65	0.65	0.70	0.73
应收账款周转率	30.82	25.31	21.67	21.98	22.06
应付账款周转率	5.81	5.73	5.38	5.50	5.53
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.37	0.47	0.58	0.69
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.85	0.85	1.03	1.18
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.83	4.12	4.47	4.88
估值比率					
PE (倍)	18.47	18.00	14.21	11.41	9.57
PB (倍)	2.07	1.73	1.61	1.48	1.36
EV EBITDA (倍)	10.65	9.43	7.70	6.55	5.72

资料来源:公司公告、华泰研究预测

免责声明

分析师声明

本人,王玮嘉、黄波,兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见;彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格,以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制,但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期,华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来,未来回报并不能得到保证,并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员,其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正,但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考,不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现,过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现,分析中所做的预测可能是基于相应的假设,任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内,与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下,华泰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,为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员,也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可,任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并需在使用前获取独立的法律意见,以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求,同时注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作,在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管,是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题,请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司