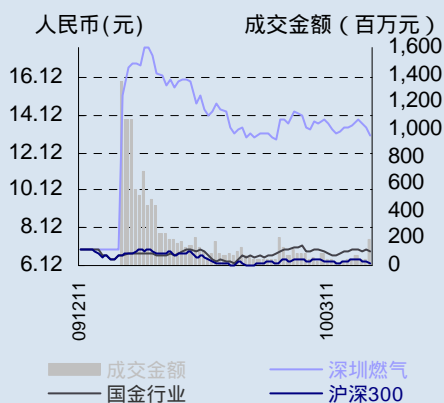


2010年03月29日

市场数据(人民币)

市价(元)	13.24
已上市流通A股(百万股)	130.00
总市值(百万元)	16,285.20
年内股价最高最低(元)	17.73/6.95
沪深300指数	3275.00
上证指数	3059.72
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 《中规中矩的城市燃气商》，2009.12.14

分析师:赵乾明

 (8621)61038263
 zhaoqm@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

深圳燃气 (601139.SH)

——等待西气东输二线管输费的利润贡献

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.142	0.172	0.219	0.266	0.404	0.595
净利润增长率	39.39%	21.22%	41.99%	21.46%	51.77%	47.30%
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.270	0.390	N/A
市盈率(倍)	N/A	N/A	76.64	49.79	32.80	22.27
行业优化市盈率(倍)	80.35	31.30	58.51	58.51	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	N/A	N/A	1.83	2.32	0.63	0.47
已上市流通A股(百万股)	N/A	N/A	104.00	130.00	130.00	130.00
总股本(百万股)	1,100.00	1,100.00	1,230.00	1,230.00	1,230.00	1,230.00

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

事件：公布年报

- 深圳燃气公布 2009 年年报，09 年实现销售收入 3864.20 百万元，同比下降 14.41%，归属于母公司所有者净利润 269.31 百万元，同比增长 42%，每股收益 0.24 元。
 - 公司营业收入下降的主要原因是 09 年液化石油气批发销售价格受国际价格下降影响同比下降 36.05%，利润增长一是来自公司燃气销量增长，二是参股企业广东大鹏液化天然气公司分配股利增加，09 年广东大鹏现金分红 60.06 百万元。
 - 2009 年，公司管道燃气用户达 111.46 万户，增加 10.36 万户，同比增长 10.25%；管道燃气销量达 31.45 万吨，同比增加 14.73%。
 - 液化石油气批发业务销售价格同比下降 36.05%，但因公司开辟东南亚市场，销量增加至 39.77 万吨、同比增长 18.42%，销售收入仅同比下降 23.41%。
 - 2009 年新增瓶装气用户 15.8 万户，年末瓶装气用户 65 万户、销量 10.95 万吨，同比增长 6.4%。

我们的点评与分析
增长源自三点：气化率提高、工商业用户开拓和西气东输二线气源管输费

- 从供气量角度看：深圳民用石油气改天然气工程已经结束，未来民用气用户增长来自深圳全市气化率的提高；深圳工商业管道天然气需求目前尚刚刚起步，有待公司开发。
 - 根据《深圳市能源发展“十一五”规划和 2020 年远景目标》、《深圳市燃气行业发展“十一五”规划和 2020 年远景目标》等规划文件，未

来深圳市管道燃气气化率将继续提高，管道天然气需求量占终端能源比重大幅提升。

图表1：未来深圳管道天然气需求目标

	2010	2015	2020
气化率	45%	60%	75%
用户数（万户）	110	180	300
总需求量（万吨）	270	420	580

来源：国金证券研究所

- ◆ 公司目前刚刚开始开发工商业管道天然气用户，深圳全市现有 3 万户燃煤燃油可转化为天然气的工业用户，若全部转化，则年需求 50 万吨。
- 2011 年中期开始，西气东输二线将向深圳供气，2015 年进入稳供期后，年供气能力达 40 亿立方米/年（320 万吨），其中有 80% 供给当地新建电厂，20% 供给其他工商业用户。
- ◆ 电厂用气盈利模式采取管输模式，管输费初步定在 0.33 元/立方米左右。
- ◆ 公司已经与深圳 8 家电厂签订了 2011-2015 年间天然气销售框架性协议，能够保证未来 5 年西气东输二线供气管输收入的增长。

图表2：2011-2015 年间对深圳电厂供气的框架协议概况 单位：亿立方米

装机规模(MW)	签订时间	2011	2012	2013	2014	2015
宝昌电力一期	2×183	2.05	3.74	3.74	3.74	3.74
广前电力一期	3×350					1.65
深能源东部电厂一期	3×340					1.65
南天电力一期	2×180	2.70	4.92	4.92	4.92	4.92
南山热电	610	4.47	8.16	8.16	8.16	8.16
月亮湾燃机	320	0.93	1.70	1.70	1.70	1.70
钰湖电力一期	2×180	2.05	3.74	3.74	3.74	3.74
福华德电力	211	2.59	4.73	4.73	4.73	4.73
合计		14.79	26.99	26.99	26.99	30.29

来源：国金证券研究所

- ◆ 2011 年开始，对深圳本地电厂贡献的管输费将成为利润增厚的主要贡献因素。
- ◆ 但要提醒的是，目前与电厂合同仅是签订了意向；因此基于谨慎预期，我们假设 2011、2012 年实际管输量仅为合同量的 70% 和 80%；2013 年可完全满足电厂 26.99 亿立方米需求、2015 年可完全满足电厂 30.29 亿立方米需求。

图表3：管输费收入测算

项目	2011	2012	2013	2014	2015
管输费					
西气东输二线可供管输量（亿立方米）	13.36	25.60	28.16	30.40	32.00
假设实际管输量（亿立方米）	9.35	20.48	26.99	26.99	30.29
管输费（元/立方米）	0.33	0.33	0.33	0.33	0.33
销售收入（百万元）	273.11	598.09	788.20	788.20	884.58
对EPS贡献	0.22	0.49	0.64	0.64	0.72

来源：国金证券研究所

西气东输二线供气后管道燃气业务毛利率将提高

- 2011 年西气东输二线供气后，公司 LNG 采购将告别现货，届时随着采购成本较高的现货气退出，毛利率将提升。

- ◆ 西气东输二线将在 2011-2015 年间分别向深圳供应 16.7 亿立方米、32 亿立方米、35.2 亿立方米、38 亿和 40 亿立方米。

图表4：LNG 采购预测

项目	2006	2007	2008	2009H	2009	2010	2011
LNG采购量(万吨)	2.78	12.24	24.58	15.23	30.57	33.31	38.57
大鹏(万吨)	1.37	8.99	15.25	11.28	22.00	24.00	27.10
大鹏气占比	49.41%	80.66%	79.53%	80.16%	71.97%	72.05%	70.27%
西气东输二线(万吨)							11.47
西气东输二线理论供应量(万吨)							26.72
现货(万吨)	1.40	3.24	9.33	3.95	8.57	9.31	0.00

来源：国金证券研究所

图表5：管道天然气业务毛利率将于2011年回升

项目	2006	2007	2008	2009H	2009	2010	2011
管道天然气							
销售量(吨)	22569.00	117259.00	247662.00	150906.00	305676.45	333123.17	385679.88
销量-工业用户	13525.00	32208.00	55360.00	28363.00	57452.33	77452.33	127452.33
销量-非工业用户	9044.00	85051.00	192302.00	122543.00	248224.12	255670.84	258227.55
平均售价(元/吨)	3958.05	4170.25	4681.22	4225.57			
售价-工业用户					5048.80	5048.80	5048.80
售价-非工业用户					4375.00	4375.00	4375.00
用户(户)	121423	525888	902455	996983			
销售收入(百万元)	89.33	489.00	1159.36	637.66	1376.05	1509.60	1773.23
销售成本(百万元)	61.91	271.67	723.62	313.90	706.22	769.08	885.87
毛利率	30.70%	44.44%	37.58%	50.77%	48.68%	49.05%	50.04%

来源：国金证券研究所

更新盈利预测

- 预计深圳燃气 2010-2012 年 EPS 分别为 0.266 元、0.404 元和 0.595 元。
 - ◆ 预计公司 2010-2012 年分别实现收入 4728.22 百万元、5733.27 百万元和 6655.68 百万元；同比分别增长 22.36%、21.26%和 16.09%。
 - ◆ 预计公司 2010-2012 年归属于母公司所有者净利润分别为 327.11 百万元、496.46 百万元和 731.27 百万元；同比分别增长 21.46%、51.77%和 47.30%。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	5,680	4,515	3,864	4,728	5,733	6,656
增长率		-20.5%	-14.4%	22.4%	21.3%	16.1%
主营业务成本	-4,887	-3,660	-2,828	-3,586	-4,147	-4,646
% 销售收入	86.1%	81.1%	73.2%	75.8%	72.3%	69.8%
毛利	792	855	1,036	1,142	1,586	2,010
% 销售收入	13.9%	18.9%	26.8%	24.2%	27.7%	30.2%
营业税金及附加	-10	-10	-15	-14	-17	-20
% 销售收入	0.2%	0.2%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-463	-504	-587	-609	-779	-795
% 销售收入	8.1%	11.2%	15.2%	12.9%	13.6%	11.9%
管理费用	-99	-97	-102	-109	-132	-153
% 销售收入	1.7%	2.1%	2.7%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	221	245	332	410	658	1,042
% 销售收入	3.9%	5.4%	8.6%	8.7%	11.5%	15.7%
财务费用	-6	-30	-54	-38	-51	-102
% 销售收入	0.1%	0.7%	1.4%	0.8%	0.9%	1.5%
资产减值损失	-2	0	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-2	30	56	71	78	86
% 税前利润	n.a	11.7%	16.8%	15.8%	11.3%	8.3%
营业利润	210	244	328	443	685	1,025
营业利润率	3.7%	5.4%	8.5%	9.4%	11.9%	15.4%
营业外收支	21	10	5	3	3	3
税前利润	232	254	333	446	688	1,028
利润率	4.1%	5.6%	8.6%	9.4%	12.0%	15.5%
所得税	-33	-34	-41	-89	-151	-257
所得税率	14.4%	13.3%	12.5%	20.0%	22.0%	25.0%
净利润	199	220	292	357	536	771
少数股东损益	42	31	22	30	40	40
归属于母公司的净利润	156	190	269	327	496	731
净利率	2.8%	4.2%	7.0%	6.9%	8.7%	11.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	199	220	292	357	536	771
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	107	127	174	163	184	247
非经营收益	37	16	4	-7	-11	32
营运资金变动	-393	267	33	-120	37	20
经营活动现金净流	-50	630	502	393	746	1,071
资本开支	-374	-317	-556	-128	-1,306	-1,707
投资	-49	2	-28	-1	0	0
其他	-26	-347	161	71	78	86
投资活动现金净流	-449	-662	-424	-58	-1,228	-1,621
股权募资	16	3	896	0	-70	0
债权募资	348	645	1	-1,123	781	832
其他	-167	-265	-195	-65	-230	-281
筹资活动现金净流	197	382	702	-1,188	482	551
现金净流量	-302	351	780	-854	0	0

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	332	1,052	1,754	900	900	900
应收款项	361	371	401	422	512	594
存货	426	347	435	393	454	509
其他流动资产	92	68	162	181	209	234
流动资产	1,211	1,839	2,752	1,896	2,075	2,237
% 总资产	31.5%	38.6%	45.9%	37.2%	32.4%	27.9%
长期投资	243	247	269	270	269	269
固定资产	1,916	2,162	2,418	2,645	3,773	5,238
% 总资产	49.8%	45.4%	40.4%	51.8%	58.9%	65.2%
无形资产	478	515	550	290	288	286
非流动资产	2,638	2,924	3,240	3,207	4,332	5,796
% 总资产	68.5%	61.4%	54.1%	62.8%	67.6%	72.1%
资产总计	3,849	4,763	5,992	5,103	6,408	8,033
短期借款	1,068	1,728	1,810	687	1,468	2,299
应付款项	610	883	1,079	1,113	1,310	1,476
其他流动负债	352	294	270	273	292	309
流动负债	2,031	2,905	3,159	2,073	3,071	4,084
长期贷款	130	98	17	17	17	18
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	2,160	3,003	3,176	2,090	3,087	4,101
普通股股东权益	1,307	1,396	2,441	2,608	2,875	3,446
少数股东权益	381	365	375	405	445	485
负债股东权益合计	3,849	4,763	5,992	5,103	6,408	8,033

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.142	0.172	0.219	0.266	0.404	0.595
每股净资产	1.189	1.269	1.985	2.120	2.337	2.802
每股经营现金净流	-0.045	0.573	0.408	0.319	0.607	0.870
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	11.97%	13.59%	11.03%	12.54%	17.27%	21.22%
总资产收益率	4.07%	3.98%	4.49%	6.41%	7.75%	9.10%
投入资本收益率	6.55%	5.92%	6.25%	8.83%	10.68%	12.51%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.34%	-20.51%	-14.41%	22.36%	21.26%	16.09%
EBIT增长率	7.57%	10.88%	35.47%	23.75%	60.36%	58.39%
净利润增长率	39.39%	21.22%	41.99%	21.46%	51.77%	47.30%
总资产增长率	6.36%	23.77%	25.79%	-14.83%	25.56%	25.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	12.1	15.2	18.8	16.0	16.0	16.0
存货周转天数	27.5	38.6	50.5	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	28.1	32.0	55.9	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	108.7	152.5	189.4	166.3	145.3	194.6
偿债能力						
净负债/股东权益	51.26%	43.93%	2.58%	-6.53%	17.61%	36.03%
EBIT利息保障倍数	34.0	8.0	6.1	10.9	12.9	10.2
资产负债率	56.12%	63.04%	53.00%	40.95%	48.18%	51.06%

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
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	0

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-12-14	减持		N/A

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次的建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。