

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 7.00
合理价格区间(元): 8.10~8.52

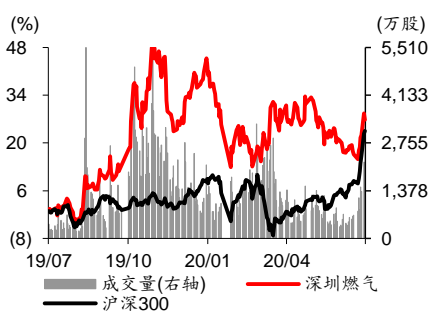
王玮嘉 执业证书编号: S0570517050002
研究员 021-28972079
wangweijia@htsc.com

施静 执业证书编号: S0570520040003
研究员 010-56793967
shi_jing@htsc.com

相关研究

- 1 《深圳燃气(601139 SH,买入): 业绩低于预期, 看好接收站盈利前景》2020.01
- 2 《深圳燃气(601139 SH,买入): 业绩超预期, 接收站投运有望显著增厚业绩》2019.10
- 3 《深圳燃气(601139 SH,买入): 业绩合乎预期, 看好接收站投运助推利润放量》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

LNG 接收站气源放量, 业绩弹性可期

深圳燃气(601139)

优质燃气分销龙头, 维持“买入”评级

公司立足广东深圳, 独享深圳特许经营权, 兼具异地项目, 16-19 年管道燃气分销贡献毛利润 60% 以上, 项目质地优异, 盈利质量向好。随着 2019 年公司 10 亿方周转产能的 LNG 接收站投运, 在供给过剩和海外 LNG 现货价格偏低的背景下, 我们预计 2020 年 LNG 接收站有望为公司贡献可观的利润增量。预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.43/0.53/0.59 元, 给予公司 2020 年 PE 19-20 倍, 目标价 8.10-8.52 元, 维持“买入”评级。

深圳业务: LNG 接收站增量气源, 电厂开拓助推气源消纳

1) 气源增量, 2019 年 LNG 接收站投运, 叠加大鹏 TUA 额度增加, 二者分别带来增量气源 1.8/1.5 亿方, 公司预计 2020 年两者气量分别达 6.0/3.5 亿方(占 2019 年深圳地区销气量的 48%), 低成本增量气源助推盈利增长。
2) 下游消纳, 公司已于 2020 年 3 月收购唯美电厂股权, 现持股比例为 80%。相比于向其他电厂售气, 控股唯美电厂, 可以让深圳燃气将低成本气源优势转化为售电和售热的优势, 据我们测算, 2020 年唯美电厂年利用小时 2500/3000/3500 的假设下, 净利润为 0.18/0.30/0.43 亿元。

LNG 接收站: 受益于 LNG 价格下跌, 增量贡献可观

公司下辖 LNG 接收站设计年周转量 10 亿方, 已经于 2019 年投运, 2019 年 LNG 接收站供气量达到 1.8 亿方, 我们预计随着产能的爬升, 2020-2021 年供气量将达到 6/10 亿方, 于 2021 年实现满产。今年以来油价大幅下跌, 叠加海外中长期维度 LNG 供需过剩, 我们判断 LNG 价格或将保持低位运行。我们预计 2020-2021 年接收站贡献利润 3.9/6.9 亿, 与 2019 年公司归母净利润 10.6 亿相比, 增量贡献为 37%/65%。

异地项目: 并购扩张稳健加速, 向综合性城燃稳步迈进

公司异地扩张发力, 相比 2017/2018 年公司并购 4/6 个异地项目, 2019 年并购城市燃气项目 11 个, 为历年之最。2015-2019 年公司异地燃气项目售气总量从 3.72 亿立方米增长到 9.36 亿立方米, CAGR 达 25.9%。截至 2019 年底公司异地供气户数覆盖达 150.33 万户, 占公司供气户数总数的 39.6%。随着异地并购进程加速, 公司向全国性城燃积极迈进。

维持“买入”评级, 目标价 8.10-8.52 元

短期考虑到 2020 年疫情冲击销气量和阶段性执行 90% 毛差政策, 我们适当下调公司 2020-2021 年归母净利润分别为 12.3/15.2 亿元(调整前: 分别为 14.4/17.0 亿元), 引入 2022 年归母净利润 17.0 亿元。参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 14.6x, 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, 我们给予公司 2020 年目标 PE 19-20 倍, 目标价 8.10-8.52 元(调整前: 8.75-9.25 元), 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。

公司基本资料

总股本 (百万股)	2,877
流通 A 股 (百万股)	2,866
52 周内股价区间 (元)	5.48-8.39
总市值 (百万元)	20,137
总资产 (百万元)	23,158
每股净资产 (元)	3.91

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	12,741	14,025	15,506	17,589	18,408
+/-%	15.22	10.08	10.56	13.43	4.66
归属母公司净利润 (百万元)	1,031	1,058	1,226	1,518	1,701
+/-%	16.24	2.61	15.88	23.85	12.00
EPS (元, 最新摊薄)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.59
PE (倍)	19.53	19.04	16.43	13.26	11.84

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

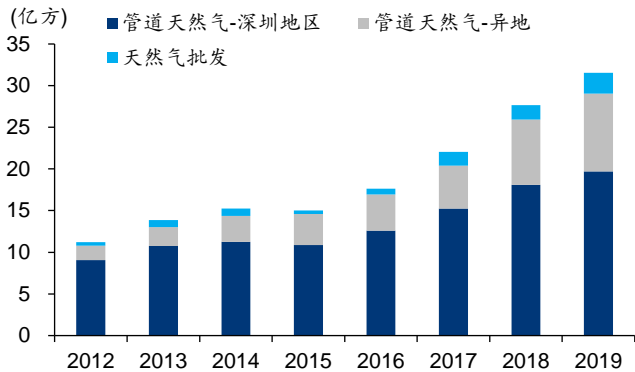
正文目录

深圳地区：LNG 接收站增量气源，电厂开拓助推气源消纳	3
供给端：LNG 接收站投运+大鹏 TUA 贡献增量	3
存量气：西二线+大鹏合同采购，存量气源充足稳定	4
增量气：大鹏 TUA+自有 LNG 接收站，贡献气源增量	5
需求端：开拓下游电厂，消纳增量气源	5
收购电厂：探索气源消纳新模式	6
异地扩张：并购扩张稳健加速，助推业绩向好	8
城燃业务稳步扩张，LNG 接收站增量可观，维持“买入”评级	10
管道燃气业务有望快速增长，带动公司业绩稳步提升	10
维持“买入”评级，目标价 8.10-8.52 元	11
PE/PB - Bands	12
风险提示	12

深圳地区：LNG接收站增量气源，电厂开拓助推气源消纳

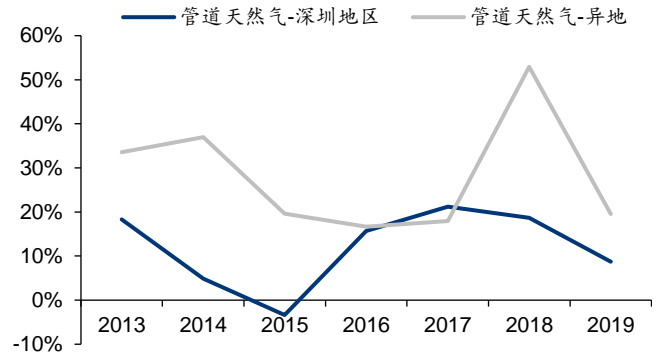
公司天然气销售以深圳地区管道天然气为主。公司燃气分销业务主要分布于深圳市内，根据公司2019年年报，2019年燃气总销量29.1亿立方米，同比增长12%，其中深圳地区销量19.7亿立方米，同比增长9%，深圳以外异地区域销量9.4亿立方米，同比增长20%，深圳/异地区域燃气销量占比68%/32%。深圳地区销气量2016-2019年增速保持在8%以上，业务发展较为稳健；异地销气量2013年至今增速均超过16%，2018年增速达53%，发展势头强劲。由于深圳市经济发达，公司下游客户较为优质，终端客户对燃气售价承受能力较高，公司燃气售价相对较高，致使单方毛利也处于较高位置。

图表1：公司天然气销售量拆分（2012-2019）



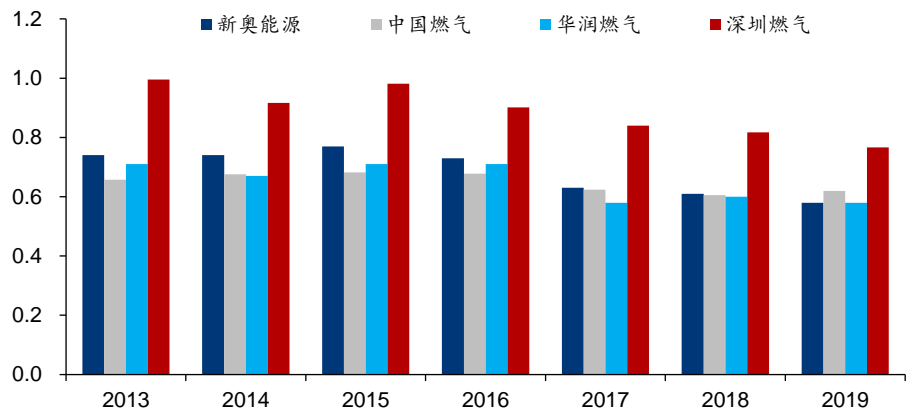
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表2：公司天然气销售增速拆分（2013-2019）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司燃气分销业务单方毛利处于行业领先地位（元/方）

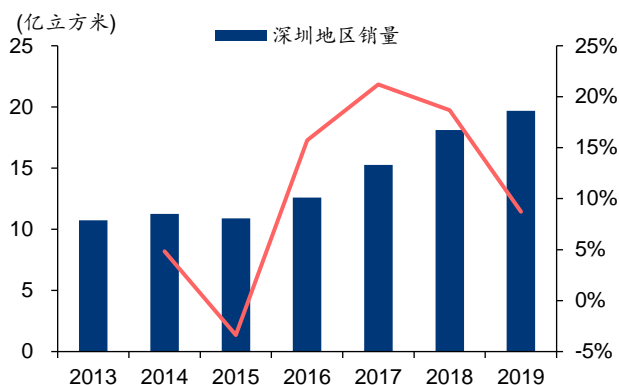


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

供给端：LNG接收站投运+大鹏TUA贡献增量

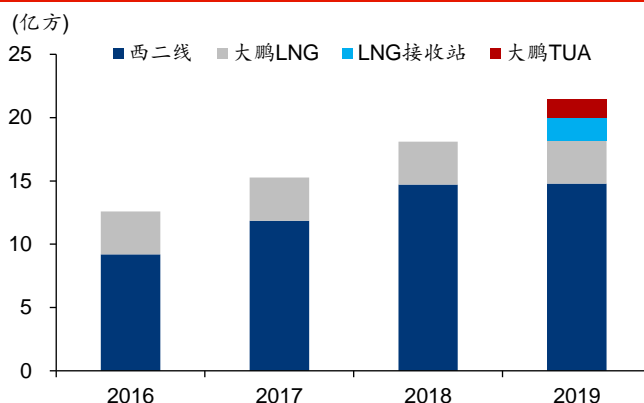
深圳地区管道天然气气源以西二线为主，其次为广东大鹏LNG。2019年西二线和广东大鹏LNG供给量约14亿方、3.4亿方。2019年气源新增LNG接收站和大鹏TUA，供给量分别为1.8/1.5亿方，2020年新气源全年投运后，供气量有望继续增加。

图表4：公司深圳地区管道燃气销量及增速（2013-2019）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：深圳地区管道天然气气源拆分



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

存量气：西二线+大鹏合同采购，存量气源充足稳定

存量气源供应稳定。公司气源主要来自中石油西气东输二线与广东大鹏 LNG 项目，公司 2004 年与广东大鹏公司签订了 25 年照付不议的天然气采购合同，稳产期年供应量为 27.1 万吨（实际年均供应量约 3.4 亿方），并于 2010 年与中石油签订了稳产期年供 40 亿立方米天然气采购协议。

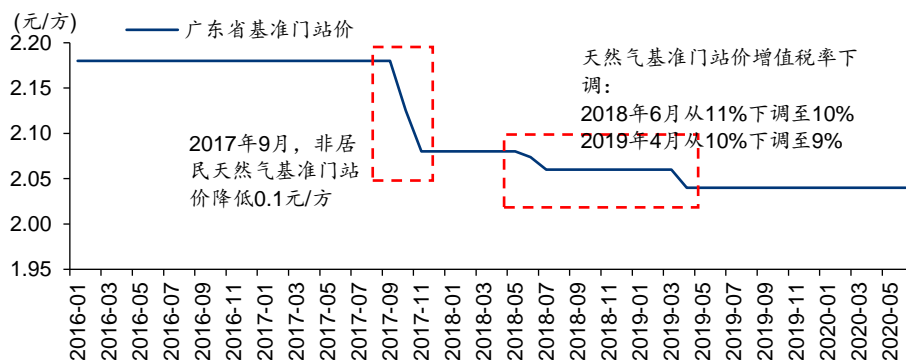
中石油用气采用门站价浮动机制，近年来门站价处于下行趋势。天然气基准门站价格以上海为基准，按照可替代能源进口燃料油和液化石油气（LPG），权重分别为 60%和 40%，考虑陆上国产天然气和进口管道天然气运输成本差异及气源禀赋等因素，对不同省区进行贴水。近年来天然气基准门站价不断下调，根据国家发改委，2017 年 9 月非居民天然气基准门站价降低 0.1 元/方，2018 年 6 月与 2019 年 4 月因增值税下降分别再次下调天然气门站价，调价完成后广东省非居民天然气门站价为 2.04 元/方（含 9%增值税）。同时，为缓解企业用气成本压力，广东省发改委发文称 2020 年 2 月 22 日至 6 月 30 日，中石油天然气销售广东分公司执行的门站价格不高于 2.0196 元/立方米，有效降低气源成本。

图表6：天然气门站价定价机制

公式	变量	含义
$P_{\text{天然气}} = K \times (\alpha \times P_{\text{燃料油}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{燃料油}}} + \beta \times P_{\text{LPG}} \times \frac{H_{\text{天然气}}}{H_{\text{LPG}}}) \times (1 + R)$	K	折价系数，取 0.85
	α, β	燃料油、液化石油气的权重，目前分别为 60%、40%
	$P_{\text{燃料油}}, P_{\text{LPG}}$	燃料油、液化石油气的价格（元/千克、不含税）
	$H_{\text{燃料油}}, H_{\text{LPG}}, H_{\text{天然气}}$	燃料油、液化石油气、天然气的低位热值
	R	天然气增值税税率，目前为 9%

资料来源：上海石油天然气交易中心，华泰证券研究所

图表7：广东省天然气基准门站价



资料来源：Wind，国家发改委，华泰证券研究所

购销价差虽有收窄，但终端售价下降或能刺激天然气用气需求。广东省发改委同时规定2020年2月1日到6月30日期间，城镇管道燃气企业天然气购销差价要在2019年全年实际平均购销差价的基础上下调10%，把上游气源价格、省内管道运输价格及城镇管道燃气购销差价三方面降价空间全部让利终端用户。购销价差缩窄或将影响公司销气毛利，但终端价格下降或能刺激下游用气需求从而弥补部分毛利损失。

增量气：大鹏 TUA+自有 LNG 接收站，贡献气源增量

公司下辖 LNG 接收站年设计周转产能 10 亿方，投运在即。2013 年公司公开发行可转债募集资金 16 亿元，全部用于投资建设深圳市天然气储备与调峰库工程及其配套的天然气高压管道支线项目，该项目年设计周转 LNG 80 万吨（10 亿立方米/年），2019 年已经投运。

项目 2021 年完全达产后有望贡献净利 6.9 亿元，占 2019 年归母净利比例高达 65%。根据我们的测算，2020-2021 年在假设该储气库周转量分别达到 6 亿方、10 亿方的基础上，可贡献净利 3.9 亿元、6.9 亿元，其中达产后有望实现的净利在 2019 年归母净利中占比高达 65%，显著增厚公司业绩。

图表8：深圳燃气 LNG 接收站盈利测算

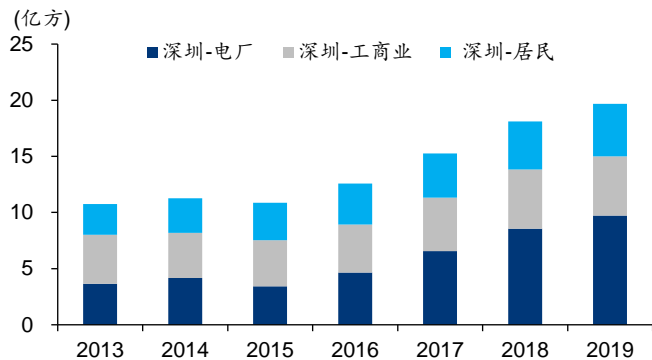
	2020E	2021E
设计产能（亿方/年）	10	10
产能利用率（%）	80%	100%
实际周转量（亿方）	6	10
单方周转费（元/方）	0.0	0.0
单方售价（元/方）	2.38	2.38
单方成本价（元/方）	1.39	1.39
LNG 接收站购气成本（亿）	7.6	12.7
LNG 接收站营收（亿）	13.1	21.8
单位毛差（元/方）	0.91	0.91
固定资产折旧（亿元）	0.67	0.67
单位折旧（元/方）	0.11	0.07
人工水电管理等运营费用（亿元）	0.25	0.39
水电等单位运营费用（元/方）	0.030	0.030
人工费用（万元）	700	900
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

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

需求端：开拓下游电厂，消纳增量气源

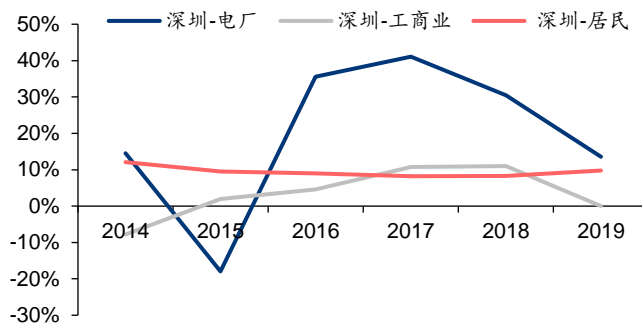
公司下游需求分为电厂用气和非电厂用气，非电厂用气为工商业用气和居民用气。2019 年深圳地区燃气总销量 19.7 亿立方米，其中电厂天然气销售量 9.24 亿立方米，同比增长 14%，非电厂天然气销售量 9.97 亿立方米，同比增长 4%。2016-2019 年电厂和非电厂天然气销售量 CAGR 分别为 30%和 8%，深圳地区售气量增长主要受益于电厂气需求保持高速增长。从占比上看，电厂气 2015 年占比为 32%，到 2019 年达到 49%，公司积极拓展电厂客户以消纳增量气源，我们预计未来电厂占比逐年扩大。

图表9：公司深圳地区管道天然气下游需求拆分



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10：公司深圳地区管道天然气下游需求增速

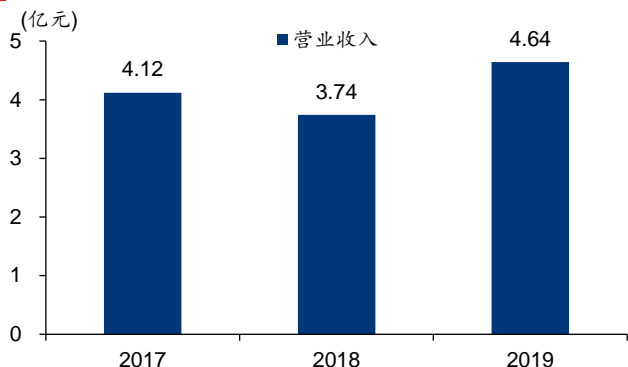


资料来源：公司公告，华泰证券研究所

收购电厂：探索气源消纳新模式

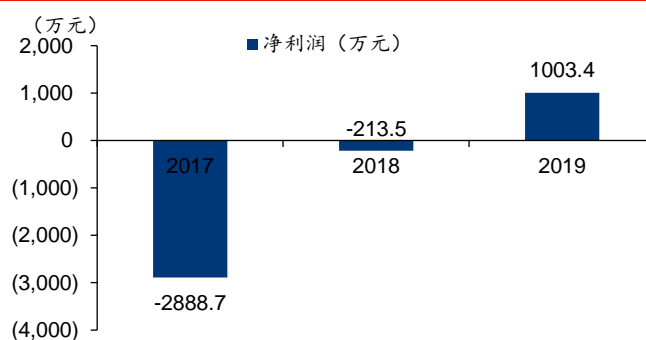
2020年3月，公司公告（公告编号2020-007）出资1.05亿元收购深南电旗下唯美电力70%股权，目前收购已完成，公司当前合计持有唯美电厂80%股权。唯美电力成立于2004年10月，位于广东省东莞市高埗镇塘厦村，运营两套9E级燃气-蒸汽联合循环热电联产机组，总装机容量360MW，同时为周边工业用户供应蒸汽，但因供热管网产能不足，公司供热供汽收入占比较小。2017-2019年唯美电厂实现营业收入分别为4.12、3.74、4.64亿元，净利润为-2888.7、-213.5、1003.4万元。

图表11：2017-2019 唯美电力营业收入



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表12：2017-2019 唯美电力净利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

利用小时数是唯美电厂盈利能力的关键指标，我们对不同利用小时下唯美电厂的盈利能力进行测算。公司称唯美电厂虽然为热电联产机组，但目前因售热管网限制，售热量小，故而本次测算收入端仅考虑售电收入。收入端假设，电厂装机容量360MW，按燃气机组上网电价0.665元/千瓦时，厂用电率2%测算，利用小时数达2500/3000/3500小时情况下，收入可达5.2/6.2/7.3亿元。

成本费用端假设，根据我们调研，唯美电厂用气价格约2.05元/方，假设度电气耗0.23方/千瓦时，则单位燃料成本为0.47元/千瓦时。根据《中国电力行业年度发展报告2019》，2018年全国燃气-蒸汽联合循环发电工程决算单位造价2823元/千瓦，以此估算唯美电厂总造价约10亿。假设综合折旧年限35年，以直线折旧法则对应折旧成本2904万元。同时假设借款比率70%，融资成本4%，则对应财务费用约2800万元。

据我们测算，唯美电厂年利用小时分别为2500/3000/3500小时，电厂自身净利润分别为0.18/0.30/0.43亿元。此外公司收购唯美电厂后预计通过铺设供热管网，拓展售热业务下游用户，供热业务加码或为电厂带来新的收入和利润增量。

图表13: 唯美电厂盈利能力测算

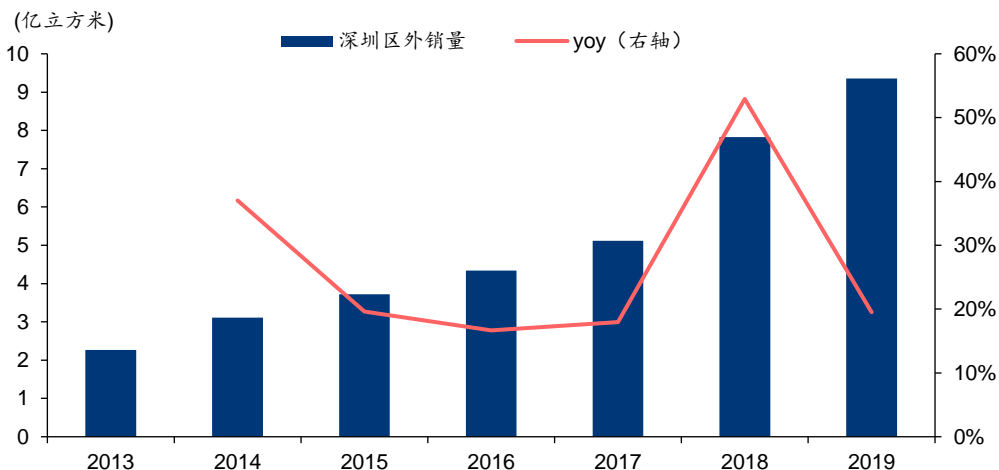
	利用小时 2500	利用小时 3000	利用小时 3500
营业收入 (亿元)	5.19	6.23	7.27
售电收入 (亿元)	5.19	6.23	7.27
装机容量 (万千瓦)	36	36	36
发电量 (亿度)	9.00	10.80	12.60
利用小时 (小时)	2,500	3,000	3,500
上网电量 (亿度)	8.82	10.58	12.35
电价 (元/度, 含税)	0.665	0.665	0.665
营业成本 (亿元)	4.56	5.41	6.27
燃料成本 (亿元)	4.24	5.09	5.94
气价 (元/立方)	2.05	2.05	2.05
度电气耗 (立方/度)	0.23	0.23	0.23
折旧成本 (亿元)	0.29	0.29	0.29
其他成本 (亿元)	0.03	0.03	0.04
毛利润 (亿元)	0.58	0.75	0.93
毛利率 (%)	11%	12%	13%
营业税金及附加 (亿元)	0.05	0.06	0.07
销售费用 (亿元)	0.03	0.03	0.04
管理费用 (亿元)	0.03	0.03	0.04
财务成本 (亿元)	0.28	0.28	0.28
税前利润 (亿元)	0.24	0.41	0.57
税前利润率 (%)	5%	7%	8%
所得税率 (%)	25.0%	25.0%	25.0%
净利润 (亿元)	0.18	0.30	0.43
度电利润 (元/度)	0.02	0.03	0.03

资料来源: 华泰证券研究所

异地扩张：并购扩张稳健加速，助推业绩向好

异地燃气业务持续扩大，异地天然气销售量与项目数双增。公司异地燃气项目售气总量从2015年3.72亿立方米增长到2019年约9.36亿立方米，CAGR达25.9%，供气户数覆盖也从2015年的60.41万户增长到2019年约150.33万户，2019年异地燃气项目供气户数占公司供气户数总数的39.6%。2019年，公司新增得湖南邵东、湖北宜都、长阳，浙江慈溪，云南巨鹏系等11个城市燃气项目。

图表14：异地燃气项目售气总量（亿方）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

积极开拓异地项目，拥有45个城市（区）燃气特许经营权。城市管道燃气作为城市居民生活的必需品和工商业热力、动力来源，行业周期性弱，随着中国城市化步伐加快、消费升级、用户结构改变等因素，城市管道燃气行业的整体发展环境将持续优化。深圳燃气最初只是深圳市区域型城市燃气供应商，经过持续战略扩张，目前公司特许经营范围持续扩大。根据公司年报，截至2019年底，公司拥有广东、广西、江西、安徽、湖南、江苏、浙江、云南、湖北等9个省（区）内45个城市（区）的管道燃气特许经营权。

公司异地业务除城市燃气以外，还有LNG液化工厂、加气站以及工业园区。为了克服气源涨价的不利因素、拓展天然气批发业务，公司于2013年在安徽省宣城市和内蒙古鄂尔多斯乌审旗投资设LNG液化工厂，液化来自西气东输二线和内蒙古本地天然气。近年来，公司汽车加气业务快速发展，截至2019年末公司共有5个异地汽车加气项目。公司异地燃气工业园区项目对于工业园区本身发展有很大关联，由于所在工业园区招商引资成效不显著，工厂开工率严重不足，公司已于2019年处置全资子公司南京绿源燃气有限公司。

图表15: 公司主要异地燃气项目一览(截至2019年底)

省份	地区	业务类型	公司名称	持股比例	获取时间	
江西	九江	管道燃气	九江鄱湖深燃能源有限公司	90%	2019	
	上犹	管道燃气	上犹深燃天然气有限公司	85%	2018	
	高安	管道燃气	高安众城天然气有限公司	85%	2018	
	崇义	管道燃气	崇义深燃天然气有限公司	85%	2017	
	九江	燃气供应	九江深长汽车加气有限公司	90%	2016	
	赣州	管道燃气	赣州市南康区深燃清洁能源有限公司	90%	2014	
	丰城	管道燃气	江西深燃天然气有限公司	90%	2014	
	龙南县	管道燃气	龙南深燃天然气有限公司	85%	2013	
	九江	管道燃气	庐山深燃天然气有限公司	90%	2012	
	赣县	管道燃气	赣州市赣县区深燃天然气有限公司	100%	2012	
	铅山	天然气	江西省铅山深燃天然气有限公司	100%	2010	
	九江	管道燃气	九江县深燃天然气有限公司	100%	2008	
	景德镇	管道燃气	景德镇深燃天然气有限公司	100%	2005	
	瑞金	管道燃气	瑞金深燃天然气有限公司	100%	2004	
	赣州	管道燃气	赣州深燃天然气有限公司	85%	2003	
	九江	管道燃气	九江深燃天然气有限公司	100%	2001	
	宜春	管道燃气	宜春深燃天然气有限公司	85%	1997	
	安徽	潜山县	管道燃气	潜山深燃天然气有限公司	100%	2014
		黟县	天然气	黟县深燃天然气有限公司	76%	2013
		黄山	燃气供应	黄山市深燃清洁能源有限公司	100%	2012
		宣城	天然气	宣城深燃天然气有限公司	100%	2011
		合肥	天然气	安徽深燃鑫瑞天然气供应有限公司	80%	2011
		肥东	管道燃气	安徽深燃天然气有限公司	100%	2011
定远		管道天然气	定远县深燃天然气有限公司	100%	2011	
明光		管道燃气	明光深燃天然气有限公司	100%	2005	
肥东		管道燃气	肥东深燃天然气有限公司	60%	2005	
长丰		管道燃气	长丰深燃天然气有限公司	100%	2004	
肥西		管道燃气	肥西深燃天然气有限公司	80%	2004	
云南	玉溪	管道燃气	玉溪深燃巨鹏天然气有限公司	100%	2019	
	石屏	管道燃气	石屏深燃巨鹏天然气有限公司	100%	2019	
	石林	管道燃气	石林深燃巨鹏天然气有限公司	100%	2019	
	弥勒	管道燃气	弥勒深燃巨鹏天然气有限公司	100%	2019	
	临沧	管道燃气	临沧深燃巨鹏天然气有限公司	60%	2019	
	临沧	管道燃气	云县深燃巨鹏天然气有限公司	60%	2019	
	建水	管道燃气	建水深燃巨鹏天然气有限公司	80%	2019	
	红河	管道燃气	泸西深燃巨鹏天然气有限公司	80%	2019	
	凤庆	管道燃气	凤庆深燃巨鹏天然气有限公司	100%	2019	
江苏	扬州	管道燃气	高邮安源燃气有限公司	60%	2018	
	扬州	天然气批发	江苏深燃压缩天然气有限公司	60%	2017	
	扬州	管道燃气	江苏深燃清洁能源有限公司	80%	2016	
	淮安	管道燃气	淮安庆鹏燃气有限公司	80%	2016	
湖南	邵东	管道燃气	邵东深燃天然气有限公司	65%	2019	
	武功	燃气供应	武功深燃天然气有限公司	60%	2017	
	蓝山	天然气	蓝山深燃天然气有限公司	65%	2015	
广西	江华	天然气	江华深燃天然气有限公司	100%	2014	
	梧州	管道燃气	梧州市鑫林新能源投资有限公司	100%	2019	
	梧州	天然气	梧州深燃金晖清洁能源有限公司	100%	2015	
广东	梧州	管道燃气	梧州深燃天然气有限公司	100%	2007	
	深汕特别合作区	天然气及管道燃气	广东深汕特别合作区深燃天然气有限公司	100%	2020	
	海丰	燃气供应	海丰深燃天然气有限公司	100%	2012	
湖北	长阳	管道燃气	长阳华瑞天然气有限公司	100%	2019	
	宜昌	管道燃气	宜都鸿瑞天然气有限公司	51%	2016	
浙江	慈溪	管道燃气	慈溪海川天然气管网建设管理有限公司	100%	2019	
	绍兴市新昌县	管道燃气	新昌县深燃天然气有限公司	70%	2016	

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

城燃业务稳步扩张，LNG接收站增量可观，维持“买入”评级 管道燃气业务有望快速增长，带动公司业绩稳步提升

公司天然气销售以深圳地区管道天然气为主，近年来异地销量迅速扩张。公司2019年深圳地区销量19.7亿立方米，同比增长9%，深圳以外异地区域销量9.4亿立方米，同比增长20%。我们预计随着公司新增异地城市燃气项目的快速扩张，公司管道燃气营收在未来两年有望保持快速增长，我们预计2020-22年管道燃气业务营收分别为96/111/120亿元，对应同比增速14%/16%/8%。2020年因疫情影响广东省要求2月1日到6月30日，城燃在19年全年实际平均购销差价的基础上下调10%，部分抵消低价LNG对成本端的利好作用，我们预计2020年毛差与2019年相比持平于22%，同时疫情过后购销价差下调冲击消除，公司有望充分受益于低价LNG气源，预计21-22年管道燃气业务毛利率分别为23%/23%。

同时华安LNG接收站于2019年投产，2019年LNG接收站接收气量1.8亿方，2020年公司预计气量达6亿方以上，因我们预计20-21年LNG接收站更多采用液来液走的形式，故增量气源或将推动天然气批发气量增长，同时随着管网建设22年接收气量进入管网比率预计提高，批发业务收入或将有所下降，我们预计天然气批发业务2020-22年营收分别为8/11/7亿元，对应同比增速20%/34%/-38%。同时天然气批发业务毛利率与购销价差挂钩，19年因华安LNG投运，低成本气源推升天然气批发板块毛利率至18%，我们预计随着20-21年产能爬坡低成本气源放量，天然气批发成本端收益明显，同时22年接收站气源液来液走比率减少，毛利率或出现一定程度下降，我们预计20-22年毛利率分别为19%/20%/18%。

其他燃气销售业务：预计石油气批发、瓶装石油气2020年营收均将同比下降。短期来看，由于不具备城市管道燃气业务所具备的下游用户用气需求稳定、长期订单比重大、特许经营权受燃气价格波动影响相对较小等优势，受到疫情对燃气需求及价格的冲击将更加明显。长期来看，业务扩张空间有限，预计将保持现有规模。我们预计公司石油气批发业务2020-22年营收分别为20/20/20亿元，毛利率分别为1%/2%/3%；瓶装石油气业务2020-22年营收分别为4.5/4.5/4.5亿元，毛利率分别为38%/38%/38%。

燃气工程及材料业务和其他业务。我们预计公司燃气工程及材料业务和其他业务未来业务模式将保持现有情况，预计营收增速及毛利率水平将保持原有水平，燃气工程及材料业务2020-22年营收分别为25/28/30亿元，预计毛利率保持在33%；其他业务2020-22年营收分别为2/2/2亿元，预计毛利率保持在45%。

图表16：分部收入预测（单位：百万元）

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	11,059	12,741	14,025	15,506	17,589	18,408
同比增速	30.0%	15.2%	10.1%	10.6%	13.4%	4.7%
管道燃气	5,905	7,494	8,392	9,562	11,101	12,023
同比增速	18.4%	26.9%	12.0%	13.9%	16.1%	8.3%
石油气批发	2,565	2,560	1,989	1,977	1,988	2,000
同比增速	60.4%	-0.2%	-22.3%	-0.6%	0.6%	0.6%
燃气工程及材料	1,560	1,488	2,279	2,507	2,758	3,034
同比增速	34.0%	-4.6%	53.2%	10.0%	10.0%	10.0%
瓶装石油气	486	536	502	452	452	452
同比增速	0.5%	10.3%	-6.5%	-9.9%	0.0%	0.0%
天然气批发	407	478	663	797	1,069	667
同比增速	149.5%	17.5%	38.8%	20.2%	34.0%	-37.6%
其他业务	136	185	201	211	221	232
同比增速	19.5%	36.0%	8.3%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17: 分部毛利预测

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	21%	21%	22%	22%	23%	23%
管道燃气	24%	24%	22%	22%	23%	23%
石油气批发	5%	3%	2%	1%	2%	2%
燃气工程及材料	32%	35%	33%	33%	33%	33%
瓶装石油气	38%	36%	36%	38%	38%	38%
天然气批发	4%	6%	18%	19%	20%	18%
其他业务	43%	38%	45%	45%	45%	45%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

费用率有望总体保持稳定。管理费用率及销售费用率方面, 公司 17-19 年管理费用率/销售费用率基本稳定, 考虑到公司主营业务及盈利模式不变, 管理模式及管理层稳定, 我们预计公司 2020-22 年管理费用率将维持在 1.6%, 公司 2020-22 年销售费用率将维持在 7.8%。财务费用方面, 我们预计伴随货币政策宽松带来的融资成本降低、公司资产负债率持续降低等因素, 公司财务费用有望持续走低, 公司财务费用率将持续下降, 2020-22 年分别为 1.0%/0.7%/0.6%。

图表18: 费用率预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
管理费用	165	173	219	242	275	288
占主营业务收入%	1.5%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
销售费用	938	957	1092	1208	1370	1434
占主营业务收入%	8.5%	7.5%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
财务费用	105	161	181	160	127	108
占主营业务收入%	0.9%	1.3%	1.3%	1.0%	0.7%	0.6%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

维持“买入”评级, 目标价 8.10-8.52 元

由于增量气源投产和气源成本价下跌, 叠加异地业务持续扩张, 长期来看公司利润存在增长潜力, 但短期考虑到 2020 年疫情冲击销气量和阶段性执行 90%毛差政策, 我们下调了对 2020-21 年的营业收入及归母净利润预测。

目标价 8.10-8.52 元, 维持“买入”评级。我们预计公司 2020-2022 年有望实现营业收入 155/176/184 亿元(调整前: 161/182 亿元, 新增 2022 年预测), 我们预计公司 2020-2022 年有望实现归母净利润 12.3/15.2/17.0 亿元(调整前: 14.4/17.0 亿元, 新增 2022 年预测), 我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.43/0.53/0.59 元(调整前: 0.50/0.59 元, 新增 2022 年预测)。参考可比公司 2020 年 Wind 一致预期 PE 均值 14.6x, 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, 我们给予公司 2020 年目标 PE 19-20 倍, 目标价 8.10-8.52 元, 维持“买入”评级。

图表19: 盈利预测调整表

项目	原预测 (调整前)		现预测 (调整后)		变化幅度 (%/pct)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
收入 (百万元)	16,129	18,154	15,506	17,589	-3.9%	-3.1%
收入增速 (%)	15.1%	12.6%	10.6%	13.4%	-4.6pct	0.9pct
毛利率 (%)	23.0%	24.3%	21.8%	22.6%	-1.2pct	-1.7pct
期间费用率 (%)	10.0%	10.8%	10.4%	10.1%	0.4pct	-0.7pct
净利率 (%)	8.9%	9.3%	7.9%	8.6%	-1pct	-0.7pct
归母净利润 (百万元)	1,438	1,696	1,226	1,518	-14.8%	-10.5%
EPS (元)	0.50	0.59	0.43	0.53	-14.8%	-10.5%

资料来源: 华泰证券研究所

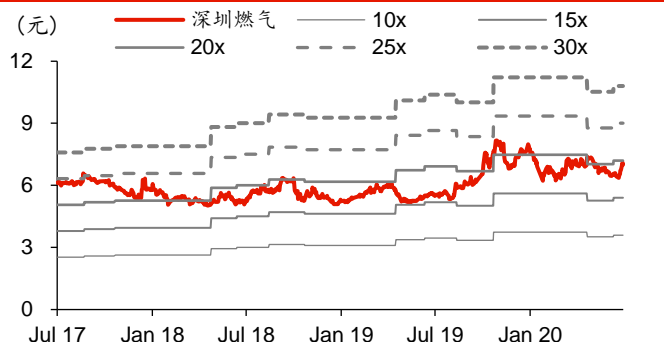
图表20: 可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价(元/股)	市值(mn)	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2020/7/7	2020/7/7	20E	21E	20E	21E	20E	21E	
蓝焰控股	000968.SZ	8.37	8,098	12.0	10.3	1.6	1.4	13%	14%	Wind
新天然气	603393.SH	37.83	11,863	21.1	17.2	4.1	3.4	19%	20%	Wind
百川能源	600681.SH	5.50	7,935	10.6	9.5	1.7	1.5	9%	10%	Wind
平均值			9,299	14.6	12.3	2.4	2.1	14%	15%	
深圳燃气	601139.SH	7.00	20,137	16.4	13.3	1.7	1.6	9%	10%	华泰

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

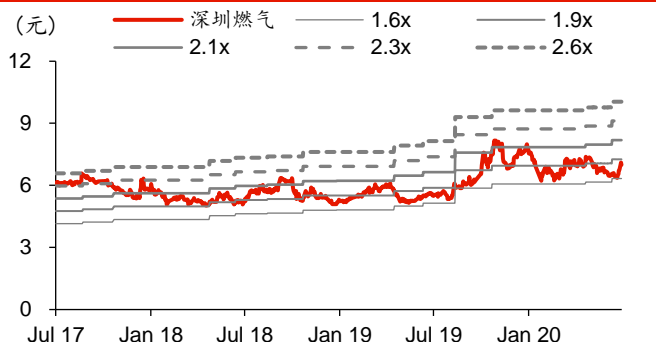
PE/PB - Bands

图表21: 深圳燃气历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 深圳燃气历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1) 国内气价风险。气价决定着天然气终端消费的经济性, 从燃气消费角度来看, 工业燃气客户与居民燃气客户在是否选择天然气为燃料的问题上, 需要考虑天然气价格成本, 尤其需要将天然气、煤炭、原油进行价格比对。目前原油价格和煤炭价格虽然有所复苏, 但不排除因消费端需求减弱或者供给端供给增加等因素带来价格再度下跌。此外, 深圳燃气主业为燃气分销, 如果上游门站价走高, 或者下游终端售价被挤压, 将会对公司毛差产生负面影响。
- 2) 国内政策风险。燃气售价和下游客户开拓受政策影响较大, 如果出台管控价格政策, 或者推广天然气消费利用的政策落地不及预期, 也可能对公司盈利能力产生负面影响。
- 3) 海外气价风险。LNG 接收站为公司未来业绩主要弹性来源, 如果受制国际油价、人民币汇率等因素导致进口 LNG 价格增长太高, 将对 LNG 接收站盈利产生不利影响。

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4,588	5,096	3,918	5,408	5,826
现金	3,021	2,972	1,633	2,901	3,236
应收账款	438.52	669.96	740.70	840.18	879.30
其他应收账款	167.77	189.70	209.73	237.89	248.97
预付账款	243.74	185.17	203.92	229.16	237.77
存货	518.71	466.10	513.28	576.80	598.48
其他流动资产	198.47	613.41	617.72	623.79	626.17
非流动资产	15,125	18,119	18,452	18,866	19,283
长期投资	312.12	313.32	313.32	313.32	313.32
固定投资	7,864	8,787	11,677	12,264	12,469
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	4,978	4,545	4,513
资产总计	19,712	23,216	22,370	24,275	25,109
流动负债	6,180	8,523	7,904	8,810	8,602
短期借款	1,384	2,392	1,240	1,407	920.39
应付账款	1,753	2,090	2,301	2,586	2,683
其他流动负债	3,043	4,041	4,362	4,817	4,998
非流动负债	3,855	3,127	2,132	2,139	2,142
长期借款	200.00	47.70	52.74	59.82	62.60
其他非流动负债	3,655	3,080	2,080	2,080	2,080
负债合计	10,036	11,650	10,036	10,949	10,744
少数股东权益	479.89	545.85	605.43	679.23	761.89
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	6,825	7,743	8,701
归属母公司股东权益	9,197	11,020	11,728	12,646	13,604
负债和股东权益	19,712	23,216	22,370	24,275	25,109

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,855	2,445	2,479	2,962	2,869
净利润	1,031	1,058	1,226	1,518	1,701
折旧摊销	559.10	662.18	783.34	847.63	903.19
财务费用	160.84	181.13	159.76	127.02	107.83
投资损失	(124.65)	(137.46)	(137.46)	(137.46)	(137.46)
营运资金变动	166.77	555.99	372.19	516.87	195.72
其他经营现金	61.68	125.78	75.80	90.01	98.87
投资活动现金	(720.27)	(2,249)	(994.35)	(1,141)	(1,199)
资本支出	1,198	988.23	1,093	1,239	1,297
长期投资	0.00	36.40	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(477.44)	1,225	(98.23)	(98.23)	(98.23)
筹资活动现金	(666.45)	(160.56)	(2,824)	(553.40)	(1,335)
短期借款	(2,665)	1,008	(1,152)	166.61	(486.72)
长期借款	200.00	(152.30)	5.04	7.08	2.79
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)	(1,678)	(727.09)	(851.05)
现金净增加额	467.96	35.63	(1,339)	1,268	334.90

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,741	14,025	15,506	17,589	18,408
营业成本	10,071	11,007	12,121	13,621	14,133
营业税金及附加	58.26	85.96	95.04	107.80	112.82
营业费用	957.23	1,092	1,208	1,370	1,434
管理费用	172.62	219.22	242.36	274.92	287.72
财务费用	160.84	181.13	159.76	127.02	107.83
资产减值损失	0.56	(45.89)	(50.74)	(57.56)	(60.24)
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	137.46	137.46	137.46
营业利润	1,274	1,329	1,540	1,906	2,135
营业外收入	9.33	13.57	13.57	14.25	14.96
营业外支出	13.37	17.74	18.62	19.55	20.53
利润总额	1,269	1,324	1,535	1,901	2,129
所得税	194.71	215.24	249.43	308.93	346.01
净利润	1,075	1,109	1,285	1,592	1,783
少数股东损益	43.82	51.42	59.59	73.80	82.66
归属母公司净利润	1,031	1,058	1,226	1,518	1,701
EBITDA	1,788	2,020	2,336	2,740	3,008
EPS (元, 基本)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.59

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	10.56	13.43	4.66
营业利润	10.66	4.33	15.90	23.79	11.98
归属母公司净利润	16.24	2.61	15.88	23.85	12.00
获利能力 (%)					
毛利率	20.95	21.52	21.83	22.56	23.22
净利率	8.09	7.54	7.91	8.63	9.24
ROE	11.71	10.46	10.78	12.46	12.96
ROIC	11.63	12.18	11.59	13.52	14.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	50.91	50.18	44.87	45.11	42.79
净负债比率 (%)	15.87	21.03	12.98	13.48	9.24
流动比率	0.74	0.60	0.50	0.61	0.68
速动比率	0.66	0.54	0.43	0.55	0.61
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.65	0.68	0.75	0.75
应收账款周转率	30.82	25.31	21.98	22.25	21.41
应付账款周转率	5.81	5.73	5.52	5.57	5.36
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.37	0.43	0.53	0.59
每股经营现金流(最新摊薄)	0.64	0.85	0.86	1.03	1.00
每股净资产(最新摊薄)	3.20	3.83	4.08	4.40	4.73
估值比率					
PE (倍)	19.53	19.04	16.43	13.26	11.84
PB (倍)	2.19	1.83	1.72	1.59	1.48
EV_EBITDA (倍)	12.16	10.77	9.31	7.94	7.23

免责声明

分析师声明

本人，王玮嘉、施静，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

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。本报告仅供本公司客户使用。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，本公司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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。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，本公司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。本公司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。

本公司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，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/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。

本研究报告并非意图发送、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本公司及关联子公司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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））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）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。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。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。

所有权及重大利益冲突

分析师王玮嘉、施静本人及相关人士并不担任本研究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研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“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。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

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

法律实体披露

本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。

华泰证券全资子公司华泰证券(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。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司