



中信证券研究部



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

核心观点

公司 1H 归母净利润 6.59 亿元，同比增长 10.75%，对应 2Q 归母净利润 4.41 亿元，同比增长 23.90%。预计两路进口气源以及大鹏分红提升贡献业绩增量，城燃零售需求暂下滑但后续料持续修复。维持 2020-2022 年归母净利润预测为 12.9/15.2/17.1 亿元，现价对应动态 PE16/14/12 倍，维持“买入”评级。

■ **2Q2020 业绩同比增长 24%**。公司发布 1H2020 业绩快报，累计营收 63.73 亿元，同比下滑 3.20%，累计归母净利润 6.59 亿元，同比增长 10.75%，对应 EPS 为 0.23 元，同比增长 9.52%。分季度看，公司 2Q2020 营收 35.40 亿元，同比增长 1.86%，归母净利润 4.41 亿元，同比增长 23.90%，对应 EPS 为 0.15 元。

■ **两路进口气源贡献主要业绩增量**。公司自有的华安 LNG 接收站与自中海油获取的大鹏 TUA 两路低成本气源均为 3Q2019 开始进口，我们估算在 1H2020 贡献约 3.6-3.8 亿方净增量。受益于此，公司 1H2020 天然气销售量 16.53 亿方，同比增长 17.48%，其中 2Q2020 销售量 9.21 亿方，同比增长 18.84%。全球疫情下，LNG 进口现货到岸价已连续 3 个月维持在 2 美元/MMBTu 左右的历史低位，相比广东 LNG 出厂价与中石油管道气价存在约 0.95 和 1.15 元/方的套利空间。扣除接收站新增折旧后，我们估算公司进口气源 2Q 或贡献约为 1.5 亿元毛利增量。

■ **城燃零售量价暂承压，后续景气度料回升**。疫情期间，燃气需求遭到较大冲击，近期居民用气同比小幅增长、工业与电厂用气恢复快于商业用气。1H2020，预计公司城燃零售气量（不含电厂）同比下滑 10-12%，深圳本地电厂气量 3.81 亿方，同比增长 17.59%；唯美电厂料贡献约 1 亿方增量。气价方面，2Q2020 疫情期间终端临时降价，但公司西二线购气成本也有同比下行，综合测算公司工商业购销价差同比缩减约 0.04 元/方。我们以此测算，2Q2020 公司城燃零售业务毛利损失约 0.5 亿元。后续季度，预计售气量将持续修复，带动城燃业绩好转。

■ **大鹏接收站业绩与分红同比提升**。公司 2Q2020 收到中海油大鹏接收站分红 1.51 亿元，同比增长 0.25 亿元。大鹏接收站设计接收能力 657 万吨/年，2019 年开启对城燃小股东 TUA 气量约 50 万吨，2020 年将再新增 50 万吨。公司持有大鹏 10% 股权，既可享受 TUA 加工权，也可分享大鹏接卸收入提升的利好。

■ **风险因素**：用气需求低于预期，进口气价大幅上行，下游气价大幅下行

■ **投资建议**：公司 1H2020 业绩快报符合预期，我们维持 2020-2022 年 EPS 预测为 0.45/0.53/0.59 元，现价对应动态 PE 为 16/14/12 倍，看好低成本进口气源带来下游分销渠道与需求的持续拓展挖掘，维持“买入”评级与目标价 8.80 元。

深圳燃气	601139
评级	买入（维持）
当前价	7.22 元
目标价	8.80 元
总股本	2,877 百万股
流通股本	2,866 百万股
52 周最高/最低价	8.39/5.48 元
近 1 月绝对涨幅	6.96%
近 6 月绝对涨幅	-8.56%
近 12 月绝对涨幅	28.84%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	12,741	14,025	15,529	16,786	17,655
营业收入增长率	15.2	10.1	10.7	8.1	5.2
净利润(百万元)	1,031	1,058	1,285	1,519	1,707
净利润增长率	16.2	2.6	21.5	18.2	12.4
每股收益 EPS(基本)(元)	0.36	0.37	0.45	0.53	0.59
净资产收益率 ROE%	11.2	9.6	11.0	12.2	12.8
PE	20	20	16	14	12
PB	2.3	1.9	1.8	1.7	1.6

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 7 月 8 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	12,741	14,025	15,529	16,786	17,655
营业成本	10,071	11,007	12,142	13,015	13,593
毛利率	20.95%	21.52%	21.81%	22.46%	23.01%
营业税金及附加	58	86	93	101	106
销售费用	957	1,092	1,165	1,209	1,236
营业费用率	7.51%	7.79%	7.50%	7.20%	7.00%
管理费用	173	219	248	269	282
管理费用率	1.35%	1.56%	1.60%	1.60%	1.60%
财务费用	161	181	180	176	170
财务费用率	3.22%	3.59%	3.50%	3.41%	3.30%
投资收益	125	137	160	160	160
营业利润	1,273	1,329	1,609	1,902	2,137
营业利润率	9.99%	9.47%	10.36%	11.33%	12.11%
营业外收入	9	14	0	0	0
营业外支出	13	18	0	0	0
利润总额	1,269	1,324	1,609	1,902	2,137
所得税	195	215	261	309	347
所得税率	15.34%	16.25%	16.25%	16.25%	16.25%
少数股东损益	44	51	62	74	83
归属于母公司股东的净利润	1,031	1,058	1,285	1,519	1,707
净利率	8.09%	7.54%	8.28%	9.05%	9.67%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,021	2,972	3,662	4,392	5,345
存货	519	466	506	542	566
应收账款	439	670	733	793	834
其他流动资产	610	988	991	996	998
流动资产	4,588	5,096	5,892	6,723	7,743
固定资产	8,787	11,677	12,245	12,448	12,455
长期股权投资	312	313	313	313	313
无形资产	900	1,202	1,501	1,777	2,031
其他长期资产	5,126	4,927	4,300	3,980	3,820
非流动资产	15,125	18,119	18,360	18,518	18,619
资产总计	19,712	23,216	24,252	25,242	26,362
短期借款	1,384	2,392	2,500	2,500	2,500
应付账款	1,753	2,090	2,286	2,427	2,594
其他流动负债	3,043	4,041	4,041	4,041	4,041
流动负债	6,180	8,523	8,827	8,968	9,135
长期借款	3,600	2,647	2,647	2,647	2,647
其他长期负债	255	481	481	481	481
非流动性负债	3,855	3,127	3,127	3,127	3,127
负债合计	10,036	11,650	11,954	12,095	12,262
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
归属于母公司所有者权益合计	9,197	11,020	11,676	12,451	13,321
少数股东权益	480	546	622	696	779
股东权益合计	9,677	11,566	12,298	13,146	14,100
负债股东权益总计	19,712	23,216	24,252	25,242	26,362

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	1,269	1,324	1,609	1,902	2,137
所得税支出	-195	-215	-261	-309	-347
折旧和摊销	525	631	756	823	880
营运资金的变化	174	584	91	40	100
其他经营现金流	80	122	38	35	30
经营现金流合计	1,855	2,445	2,233	2,491	2,799
资本支出	-1,198	-988	-1,000	-1,000	-1,000
投资收益	115	133	160	160	160
其他投资现金流	362	-1,394	0	0	0
投资现金流合计	-720	-2,249	-840	-840	-840
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	-2,486	-494	0	0	0
股息支出	-432	-518	-630	-744	-836
其他融资现金流	2,251	851	-73	-176	-170
融资现金流合计	-666	-161	-702	-921	-1,007
现金及现金等价物净增加额	471	37	690	730	952

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	15.2	10.1	10.7	8.1	5.2
营业利润增长率	10.7	4.3	21.1	18.2	12.4
净利润增长率	16.2	2.6	21.5	18.2	12.4
毛利率	21.0	21.5	21.8	22.5	23.0
EBITDA Margin	15.8	16.1	17.0	18.0	18.8
净利率	8.1	7.5	8.3	9.1	9.7
净资产收益率	11.2	9.6	11.0	12.2	12.8
总资产收益率	5.2	4.6	5.3	6.0	6.5
资产负债率	50.9	50.2	49.3	47.9	46.5
所得税率	15.3	16.3	16.3	16.3	16.3
股利支付率	41.9	49.0	49.0	49.0	49.0

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。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、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。