

深圳燃气(601139)调研报告

——天然气供发电是公司最大的亮点

公用事业/城市燃气

谨慎推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 2 月 23 日

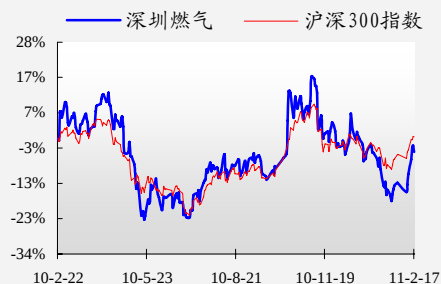
投资要点:

- 公司是深圳市唯一的管道燃气运营商,和主要的液化石油气批发、瓶装气供应商,具有 50 万吨/年管道燃气输配能力, 96 万吨/年液化石油气批发能力,和 20 万吨/年瓶装石油气供应能力。
- 西气东输二线将于今年年底向公司供气,届时,公司的管道天然气销量将大幅增长。增加的天然气将主要供电厂发电用,虽然利润率较低,但是由于量大,因此对公司的利润增长的贡献也很大。
- 公司的液化石油气批发和瓶装业务仍然具有相当的生命力,但是,其对公司利润的贡献将呈现下降的趋势。
- 公司参股的广东大鹏液化天然气公司已经达产,具有相当可观的投资收益。
- 基于公司良好的成长预期,给予公司 A 股 45 倍左右 P/E 是合理的,目标价格 15.00 元,对应 2010 年、2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 57.69 倍、48.39 倍和 32.61 倍。给予公司 A 股“谨慎推荐”的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (亿元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (亿元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	38.64	-14.41	2.69	41.99	0.22	11.03	54.6	
2010	65.17	68.65	3.21	19.07	0.26	12.73	46.2	
2011E	78.20	20.00	3.81	18.69	0.31		38.7	
2012E	93.84	20.00	5.66	48.56	0.46		26.1	

走势图



市场数据

2011-2-23

收盘价:	12.01 元
52 周最高价:	15.58 元
52 周最低价:	9.45 元
平均持仓成本:	12.78 元

基本数据

2010Q4

总股本(万股):	123,000
流通 A 股(万股):	123,000
每股收益(元):	0.26
每股净资产(元):	2.13
每股经营现金流(元):	
市净率:	5.64

分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004

TEL: (8621)6336 7000 – 255

FAX: (8621)6337 3209

Email: wangwg@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

天然气供发电是公司最大的亮点

深圳市电力环保方面走在了全国的前列。全市的非燃煤发电量约占 1/3 强，并规划在今后的数年内将主要使用天然气发电。公司作为深圳市唯一的管道燃气运营商，将担负大部分的燃气供发电项目。截至目前，公司已经分别与深圳钰湖电力和宝昌电力签订了供气协议，每年供应天然气分别为 3.74 亿立方米和 3.70 亿立方米，合计占公司计划供应电厂发电用气总量的 22.5%。

根据最新的工程进度，西气东输二线将于今年年底前向公司供气，届时，公司将开始向签约发电商供气。公司今后几年天然气销量预测如图 1 所示。

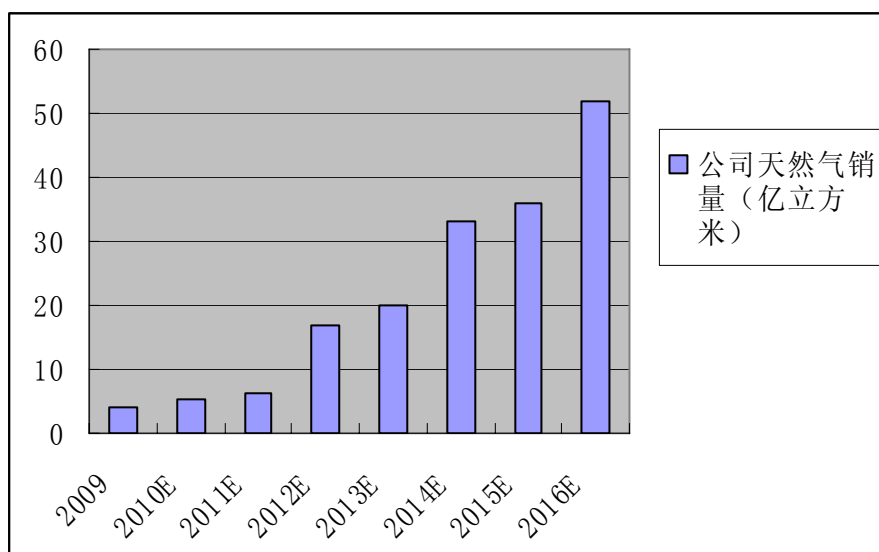


图 1 公司天然气销量预测示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

预计至 2016 年公司接受西气东输二线天然气项目完全达产后，公司供发电用天然气占比将到达 2/3 左右，成为公司天然气销售的绝对第一大户。公司供发电用天然气的销售定价为进价加管输费，基本类似于长输管线的定价模式，利润率要低于目前的天然气销售业务。然而，由于天然气销量的大幅增长，公司在今后几年中天然气业务的利润贡献也将大幅增加。

液化石油气仍有相当大的市场

公司液化石油气批发业务在面临竞争激烈的市场环境下，通过大力发展保税出口业务及国产气等新业务，使液化石油气批发业务销量大幅回升。在瓶装石油气方面，公司通过加强营销力度，使得用户数不断增加，截至 2010 年中期，用户数达到 73.26 万户，预计 2010 年瓶装石油气的销量也将创出新高。公司近年来液化石油气的销售情况如图 2 所示。

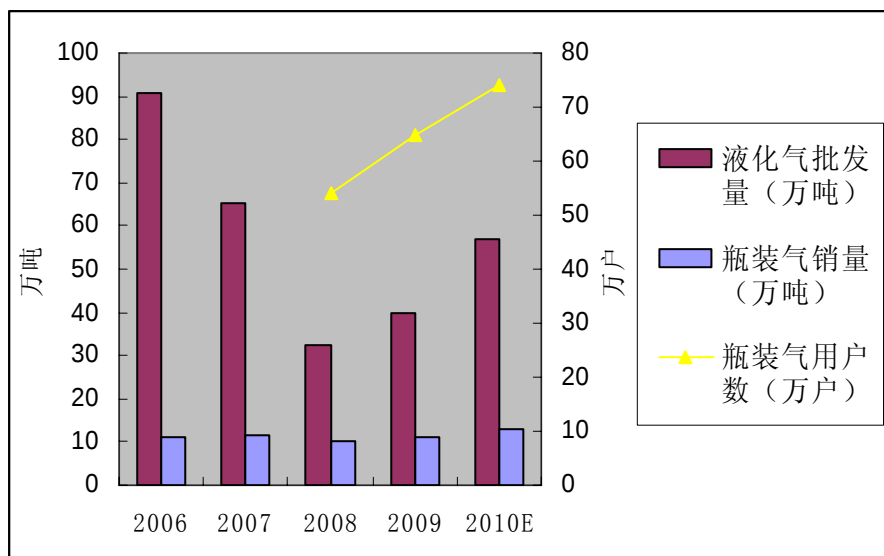


图2 公司液化石油气销售示意图

数据来源：公司各期报告、东北证券

诚然，液化石油气市场面临着逐步被天然气替代的局面，尤其在管道气方面。然而，即使在发达国家，液化石油气仍然能够占有一席之地，在偏远地带，瓶装气具有更好的经济性。

广东是我国的石化大省，具有丰富的液化石油气源，进口气量也很大。同时，广东又远离我国的天然气产地，天然气使用成本较高，因此，液化石油气仍然具有相当的生命力。其次，东南亚的一些国家对液化石油气的进口需求较大，也为公司的出口业务提供了一个很好的发展空间。但是，不可否认的是，公司液化石油气业务对公司的利润贡献将呈现下降的趋势。

参股广东大鹏收益颇丰

广东大鹏液化天然气有限公司成立于2004年2月，目前注册资本金为22.88亿元，中海油和BP为公司的第一、第二大股东，公司以10%的持股比例为第三大股东。该公司的主营业务为购买进口LNG，运输、储存和再气化；向珠三角地区及其他地区销售天然气及副产品；建设经营LNG接收站和输气管线以及其他附加扩建设施；LNG运输船的包租、租赁和运营；中国境内外的LNG购销业务及相关业务。

目前，广东大鹏除了经营澳大利亚西北大陆天然气项目之外，还开始经营卡塔尔的LNG项目。大鹏公司已经具备年销售100亿立方米天然气的能力，2009年实现营业收入77.75亿元，净利润9.71亿元，预计2010年实现净利润可达11亿元以上。大鹏公司的分红比例相当高，基本维持在85%以上。因此，公司每年从广东大鹏分得的投资收益在9000万元以上，占公司当前利润总额的20%以上，收益相对可观。

广东大鹏的主要客户有：广东惠州电厂、深圳前湾电厂、深圳美视电厂、深圳燃气（公司）、广州燃气等。其中63.4%的天然气供电厂用户，36.6%的天然气供主要城市燃气用户。

由于澳大利亚西北大陆天然气项目已经达产，因此，大鹏公司今后运营的项目基本以现货为主，利润率要大幅低于大陆项目。因此，大鹏公司今后的盈利增长将明显放缓。其次，西气东输二线的即将通气，也将对大鹏公司形成一定的竞争压力。从现货LNG与

预计西气东输二线的广东门站价格比较,根据 IEA 的有关报告预测,广东现货 LNG 的门站价格在 2.20~3.40 元/立方米之间,而土库曼斯坦天然气(西气东输二线的主要气源之一)到广东门站价格在 2.43~3.00 元/立方米之间,应该说大致处于相当的水平,因此,现货 LNG 在广东地区还是具备相当的竞争能力,这对于广东大鹏来说是比较有利的。

估值及评级

根据公司的经营状况以及基本面情况,对公司 2010 年、2011 年和 2012 年的经营业绩预测如表 1 所示。

表 1 公司 2010、2011、2012 年业绩预测表

项目	2009 年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	38.64	65.17	78.20	93.84
营业成本	28.28	54.74	66.52	79.20
税金及附加	0.15	0.17	0.20	0.25
销售费用	5.87	5.95	6.05	6.20
管理费用	1.02	1.17	1.35	1.55
财务费用	0.54	0.39	0.50	0.60
资产减值损失	0.05	0.02	0.04	0.06
公允价值变动收益				
投资收益	0.56	1.20	1.30	1.40
营业利润	3.28	3.93	4.84	7.38
营业外收入	0.08	0.10	0.12	0.14
营业外支出	0.03	0.05	0.08	0.11
利润总额	3.33	3.98	4.88	7.41
所得税	0.41	0.68	0.97	1.63
净利润	2.92	3.30	3.91	5.78
归属母公司净利润	2.69	3.21	3.81	5.66
少数股东损益	0.22	0.09	0.10	0.12
EPS	0.22	0.26	0.31	0.46

数据来源:公司各期报告、东北证券

注:除 EPS 单位为元外,其余均为亿元。

基于公司良好的成长预期,给予公司 A 股 45 倍左右 P/E 是合理的,目标价格 15.00 元,对应 2010 年、2011 年、2012 年预期 P/E 值分别为 57.69 倍、48.39 倍和 32.61 倍。给予公司 A 股“谨慎推荐”的投资评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。