

无评级
长春燃气（600333）
2010 年 3 月 10 日

电力及公共事业行业分析师：陆凤鸣

SAC 执业证书编号：S0850210100002

lufm@htsec.com

021-23219415

电力及公共事业行业助理分析师：白瑜

SAC 执业证书编号：S0850209010592

baiy@htsec.com

021-23219430

短期增厚有限，长期利于发展

3 月 9 日收盘价 12.34 元

事件：长春燃气 3 月 10 日公布 2010 年年报，2010 年公司实现营业收入 17.84 亿元，利润总额 0.96 亿元，分别同比增长 9.6% 和下降 8.4%，实现每股收益 0.18 元，分红预案为：每 10 股派 1 元（含税）。

总体评价：

公司 2010 年利润增速低于收入增速，主要还是受到公共产品售价管制而上游燃料持续上涨，导致盈利空间被压缩。今日公司公告非公开发行方案、及收购大股东所持有的长春天然气 20% 股权。公司拟发行 7760 万股，发行价格不低于 10.07 元，募集资金用于长春市天然气置换煤气工程，城西天然气综合集输站建设期为 1 年，管网技改全部达产需要 5 年。其中，大股东长春燃气控股公司承诺以不超过 2.5 亿元认购本次发行股份（照此推算，增发后大股东持股比例为由目前 53% 下降到 50%）。预计 2016 年实施完毕后，年新增利润总额 6427 万元。同时，公司将以 1.476 亿元收购大股东所持有的长春天然气公司 20% 股权（剩余 80% 股权在长春市国资委和企业职工手中）。数据显示，长春天然气公司拥有日输气能力 230 万立方米，2008-2010 年净利润分别为 0.65 亿元，0.68 亿元，1 亿元。上述收购价格对应的 2010 年 PE 为 7 倍，收购估值溢价较低。当期考虑到长春天然气的业绩增厚，以及定向增发项目的短期股本摊薄效应，公司 2011 年 EPS 将在 0.18-0.2 元左右，当前估值水平偏高，暂不评级。

1. 公司基本情况

长春燃气是吉林省最大的管道燃气供应企业。公司业务包括天然气、混合燃气、冶金焦炭、煤焦油的生产、销售，天然液化石油气供应和燃气工程安装等。公司管道燃气产品供应长春、延吉两市市区用户，市场占有率在 70% 以上。同时，公司是长春市唯一生产冶金焦炭和煤焦油的公司，80% 以上产品异地销售。燃气安装业务以及燃气供应的配套业务，公司在长春当地市场占有率超过 80%。

2010 年，公司完成长吉外环管网、德惠天然气工程等燃气管网改造、焦化产业可持续发展的污水处理项目；通过与中石油谈判，共同推进“气化吉林”，加快吉林省天然气管网与国家主干网连接，启动了长春市内管网改造（一期）、长春市燃气输配管网等项目，解决了城市天然气气源问题；而通过市场再融资启动了天然气置换人工煤气项目，以实现到 2015 年，吉林省天然气气化率由 16% 提高到 62%。

表 1 长春燃气 2010 年重要事件一览

时间	公告内容
2011-3-10	非公开增发 7760 万股，发行价格不低于 10.07 元，募集 8.15 亿元用于投资天然气置换人工煤气项目，预计 2016 年完全达产；大股东兑现股改承诺，资产注入，以 1.4 亿元收购大股东所持有的长春天然气公司 20% 股权
2011-03-01	公司正在筹划履行股改承诺等相关重大事项，由于上述事项存在不确定性，为维护投资者利益，根据中国证监会和上海证券交易所的相关规定，经公司申请，公司股票自 2011 年 3 月 1 日起停牌。
2010-07-26	同意投资建设公主岭怀德镇、九台经济开发区燃气项目，实施长春高新开发区北超达建设项目，组建双阳燃气公司；受让煤气公司等
2010-05-14	调整公司 2010 年投资项目，同意收购双阳天然气公司

资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 财务报表分析

(1) 收入方面——燃气、焦炭业务增速明显回升

公司年内实现营业收入 17.84 亿元，同比增长 9.6%，主要是得益于燃气销售市场拓展和冶金焦炭销售增加。其中，燃气销售方面，通过重点发展工商用户，公司 2010 年新增燃气销量 2400 万立方米，从而带动燃气收入同比增长 16.6%。与 2009 年相比，公司的燃气、焦炭业务增速都明显回升，经济危机影响已经彻底消除。

表 2 长春燃气 2008-2010 年主营业务收入情况 (亿元)

时间	收入总额	燃气	燃气安装	冶金焦炭	化工产品
2010	17.84	3.72	1.80	10.56	1.54
2009	16.28	3.19	1.98	9.55	1.25
2009-2010YOY	9.60%	16.58%	-9.04%	10.64%	22.79%
2008	18.44	3.20	1.96	11.76	1.18
2008-2009YOY	-11.72%	-0.51%	1.14%	-18.82%	5.97%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

(2) 盈利能力方面——原料成本上涨压缩盈利空间

随着 2010 年各项原料成本的上升，长春燃气的综合毛利率较 2009 年同期下降 4 个百分点，全年综合毛利率为 14.48%，而 2008、2009 年公司的毛利率分别为 19.92%和 18.52%。其中，占收入比重较大的冶金焦炭和燃气业务毛利率均出现不同程度的下降。

这一方面是因为 2010 年煤价普遍上涨，而焦炭价格涨幅低于原煤上涨，导致其焦炭业务盈利不佳；同时，公司燃气销售公司的气源主要是人工煤气，其主要原材料焦煤价格上涨而燃气终端销售价格滞后调整，所以燃气业务的盈利空间也被压缩。相对而言，目前公司营业利润的主要来源仍是燃气安装和冶金焦炭业务。

表 3 长春燃气毛利率相关数据比较 (2008-2010)

	综合毛利率	燃气	燃气安装	冶金焦炭	化工产品
2010	14.48%	-15.51%	65.79%	11.95%	40.69%
2009	18.52%	-6.34%	53.33%	17.46%	25.54%
09-10 YOY	-4.04%	-9.17%	12.46%	-5.51%	15.15%
2008	19.92%	-22.42%	44.90%	25.74%	30.08%
08-09 YOY	-1.40%	16.08%	8.43%	-8.28%	-4.54%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 4 长春燃气营业利润相关数据比较 (2009-2010)

合计		燃气		燃气安装		冶金焦炭		化工产品	
金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
2010	2.49 100%	-0.58 -23.10%		1.18 47.44%		1.26 50.59%		0.63 25.07%	
2009	2.84 100%	-0.20 -7.12%		1.05 37.15%		1.67 58.71%		0.32 11.26%	
YOY	-12.13%	185% -15.98%		12.21% 10.29%		-24.28% -8.12%		95.66% 13.81%	

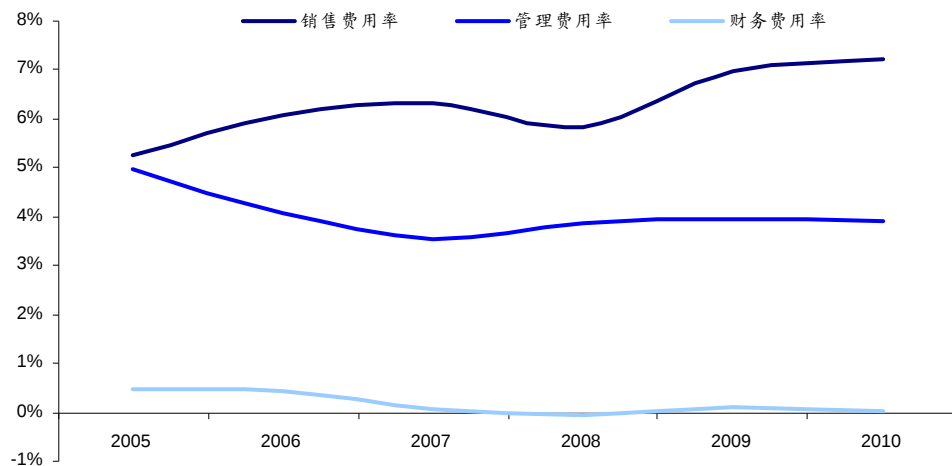
资料来源：wind 资讯，海通证券研究所

(3) 期间费用方面——费用率基本与上年持平

2010 年公司的销售、管理、财务费用率分别为 7.21%、3.90%和 0.04%，与去年同期相比，这些指标分别上升 0.22%、下降 0.07%、下降 0.05%，基本与上年持平。

2010 年长春燃气的财务费用为 0.006 亿元，同比下降 54%，主要原因是加权资金成本下降，期末公司的有息负债规模达到 1.5 亿元，同比增长 241%，主要是为了生产所需新增的流动资金贷款。截止 2010 年底，公司的资产负债率为 40.94%，有息负债率为 6.37%，与去年同期相比，分别增加 8.26%和 4.1%。

图 1 长春燃气年度期间费用率变化 (2005-2010)



资料来源: wind 资讯, 海通证券研究所

表 5 长春燃气财务费用相关数据比较 (2009-2010)

时间	财务费用 (亿元)	财务费用率	有息负债 (亿元)	加权资金成本
2010	0.006	0.04%	1.50	0.67%
2009	0.01	0.09%	0.44	3.23%
YOY	-54.44%	-0.05%	241%	-2.56%

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(4) 投资收益——振威燃气安装贡献近半利润

长春燃气2010年投资收益为0.008亿元，同比增长27.5%。而从公司参控股的下属企业来看，振威燃气安装公司仍是最重要的利润来源，2009-2010年，这部分权益利润占公司当期归属母公司净利润的62%和44%。

表 6 对长春燃气权益净利润影响较大的子公司数据比较 (2009-2010)

	长春汽车燃气	长春振威燃气安装	长春燃气 (延吉)	长春燃气 (德惠)	热力研究院	振邦化工
2010						
持股比例 (%)	100%	75%	100%	100%	100%	55%
子公司净利润 (亿元)	-0.0196	0.4897	0.0363	-0.0096	0.0104	0.0033
为公司贡献投资收益 (亿元)	-0.0196	0.3673	0.0363	-0.0096	0.0104	0.0018
净利润贡献占比 (%)	-2.35%	44.05%	4.35%	-1.15%	1.25%	0.22%
2009						
持股比例 (%)	100%	75%	100%	100%	100%	55%
子公司净利润 (亿元)	0.034	0.619	0.095	-0.003	0.013	0.016
为公司贡献投资收益 (亿元)	0.034	0.465	0.095	-0.003	0.013	0.009
净利润贡献占比 (%)	4.58%	62.02%	12.69%	-0.42%	1.80%	1.18%

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

(5) 主要财务指标——总体盈利水平较差

2010 年，长春燃气 ROE 为 3.16%，与 2009 年相比下降 2.27%。尤其值得关注的是成长性指标，公司 2010 年在完成长吉外环管网、德惠天然气工程等项目的基础上，启动了长春市管网改造 (一期)、长春市燃气输配管网等项目。而公司偿债能力之所以大幅提升，主要是因为利息费用的下降导致。

表 7 长春燃气主要财务指标比较 (2009-2010)

时间	营运能力-存货周转率	偿债能力-利息保障倍数	成长性-在建工程/固定资产	综合指标-ROE
2010	5.95	148.66	20.49%	3.16
2009	5.12	74.47	18.96%	5.42
YOY	0.84	74.18	1.53%	-2.27

资料来源：公司公告，海通证券研究所

3. 未来业绩看点

定向增发+资产注入。今日公司公告非公开发行方案、及收购大股东所持有的长春天然气 20% 股权。公司拟发行 7760 万股，发行价格不低于 10.07 元，募集资金用于长春市天然气置换煤气工程，城西天然气综合集输站建设期为 1 年，管网技改全部达产需要 5 年。其中，大股东长春燃气控股公司承诺以不超过 2.5 亿元认购本次发行股份（照此推算，增发后大股东持股比例为由目前 53% 下降到 50%）。预计 2016 年实施完毕后，年新增利润总额 6427 万元。

同时，公司将以 1.476 亿元收购大股东所持有的长春天然气公司 20% 股权（剩余 80% 股权在长春市国资委和企业职工手中）。数据显示，长春天然气公司拥有日输气能力 230 万立方米，2008-2010 年净利润分别为 0.65 亿元，0.68 亿元，1 亿元。上述收购价格对应的 2010 年 PE 为 7 倍，收购估值溢价较低。

投资评级：综合考虑本次定向增发以及资产注入所带来的当地业绩增厚及股本摊薄，我们估计公司 2011 年 EPS 约为 0.18-0.20 元，当前股价对应动态 PE 高达 50 倍以上，估值水平较同行偏高，暂不给予评级。

4. 主要风险

- （1）资产注入还需要完成股东大会、国资委、证监会等多部门审批，存在一定不确定性；
- （2）如果现有公司主要燃料价格持续上涨，公司现有业务盈利还将持续下降。

信息披露

分析师声明

公用事业研究团队：陆凤鸣、白瑜

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：深圳能源、穗恒运、粤电力、皖能电力、建投能源、宝新能源、漳泽电力、九龙电力、华能国际、上海电力、华电国际、广州控股、金山股份、申能股份、通宝能源、国电电力、内蒙华电、国投电力、大唐发电、闽东电力、黔源电力、桂冠电力、川投能源、长江电力、文山电力。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通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。