

分析师： 刘元瑞 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邓莹 (8621)68751219 dengying@cjsc.com.cn

收入利润增加得益于天然气销量增长和投资收益

事件描述

深圳燃气（601139）今日公告了 2011 年半年报，主要内容如下：

- 2011 年上半年情况，公司实现营业收入 374,771.48 万元，同比增长 20.58%；营业总成本 350,412.58 万元，同比增长 18.47%；营业成本 308,177.10 万元，同比增长 18.47%；归属上市公司净利润 28102.56 万元，同比增长 38.61%，每股收益 0.23 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 32,299.56 万元、5,433.34 万元和 2,884.37 万元，分别同比增长 16.12%、5.61%和 46.70%；
- 2011 年二季度，营业收入、营业成本和净利润分别为 6,221.99 万元、3,461.93 万元和 1214.91 万元，同比增长 17.59%、26.28%和-11.45%；单季每股收益 0.23 元。二季度三项费用分别为 240.36 万元、757.18 万元和-7.38 万元，分别同比增长 17.85%、48.79%和-148.02%。

我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.37 元、0.51 元和 0.77 元，仍然维持“谨慎推荐”评级。

事件评论

第一， 收入利润快速增长，得益于管道燃气业务发展

2011 年上半年情况，公司实现营业收入 374,771.48 万元，同比增长 20.58%；营业总成本 350,412.58 万元，同比增长 18.47%；营业成本 308,177.10 万元，同比增长 18.47%；归属上市公司净利润 28102.56 万元，同比增长 38.61%，每股收益 0.23 元。销售费用、管理费用、财务费用分别为 32,299.56 万元、5,433.34 万元和 2,884.37 万元，分别同比增长 16.12%、5.61%和 46.70%。主要原因是：

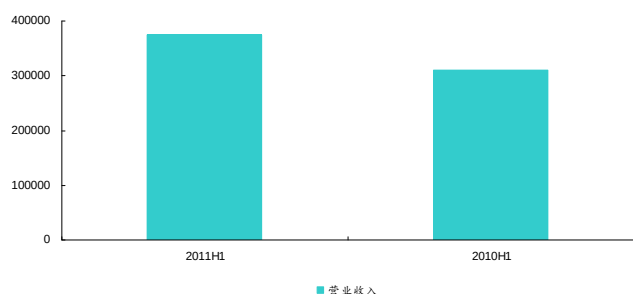
- 天然气销量大幅增长致公司营业收入快速增长，其中管道燃气业务增长 55.48%；
- 各业务收入方面，管道燃气用户增加 5.22 万户至 128.17 万户，销量 30.01 万吨，同比增长 53.81%；石油液化气销量减少 4.8 万吨至 25.92 万吨；瓶装气用户增加 6.31 万户至 87.03 万户，销量 7.08 万吨，同比增长 4.98%；
- 综合毛利率由去年同期的 16.31%上升至 17.77%，使得净利润增速显著高于收入增速，其中毛利率最高的管道燃气业务收入占比提升，是毛利率上升的主要原因；
- 各业务毛利率方面，由于天然气采购价上升，管道燃气业务毛利率下降 4.67 个百分点至 33.17%；液化石油气价格上升使石油气批发业务毛利率提高 0.91 个百分点至 2.11%；瓶装石油气业务受国际油气价格上涨影响，毛利率下降 3.87 个百分点至 13.92%；
- 财务费用明显增加主要由于贷款利率上升以及计提短期融资券利息；

- 所得税同比增长 68.54%，高于利润总额增速，主要由于母公司企业所得税由去年同期的 22% 上升至 24%
- 广东大鹏液化天然气有限公司对公司分红 10,120 万元，占上市公司当期净利润的 36.01%。

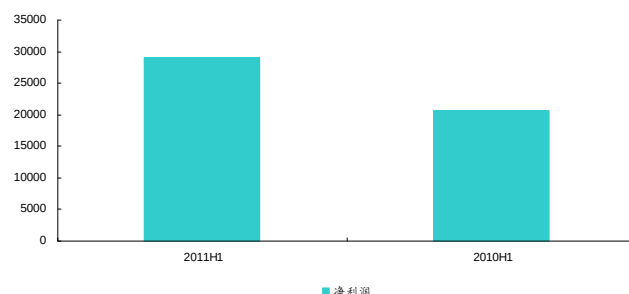
表 1: 2011 年上半年主要财务指标情况一览

	2011H1	2010H1	同比
营业收入（万元）	374,771.48	310,811.48	20.58%
营业总成本（万元）	350,412.58	295,787.37	18.47%
营业成本（万元）	308,177.10	260,121.43	18.47%
营业税金及附加(万元)	1,594.07	782.45	103.73%
销售费用(万元)	32,299.56	27,815.78	16.12%
管理费用(万元)	5,433.34	5,144.92	5.61%
财务费用(万元)	2,884.37	1,966.22	46.70%
营业利润（万元）	34,471.32	23,907.83	44.18%
利润总额（万元）	34,896.24	24,079.58	44.92%
净利润（万元）	29,075.53	20,625.97	40.97%
每股收益（元/股）	0.23	0.16	43.75%

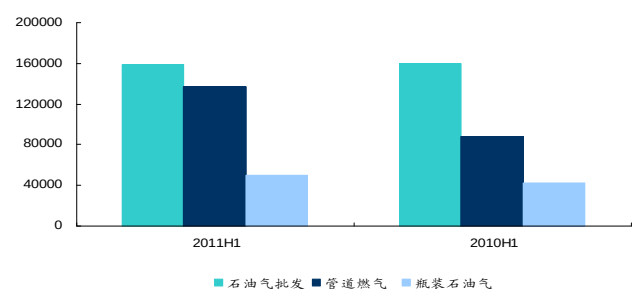
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 1: 公司上半年营业收入情况


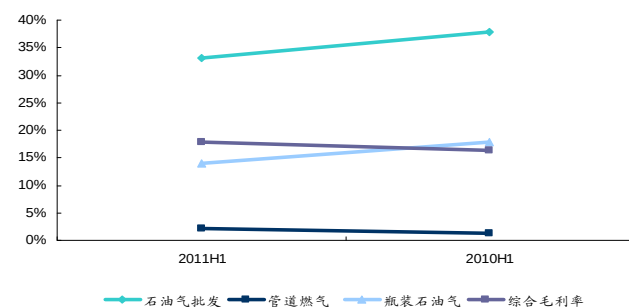
资料来源：长江证券研究所

图 2: 公司上半年净利润情况


资料来源：长江证券研究所

图 3: 公司上半年各业务收入情况


资料来源：长江证券研究所

图 4: 公司上半年毛利率小幅上升


资料来源：长江证券研究所

第二、二季度净利润环比大增 49.73%，投资收益是主因

2011 年二季度，营业收入、营业成本和净利润分别为 192,009.54 万元、160,717.05 万元和 17,432.63 万元，同比增长 19.55%、15.57%和 50.20%；单季每股收益 0.14 元。二季度三项费用分别为 17,304.84 万元、2,884.12 万元和 1,559.48 万元，分别同比增长 19.06%、20.84%和 114.37%。二季度收入环比一季度增长 5.06%，净利润环比增长 49.73%，主要由于二季度确认广东大鹏液化天然气有限公司投资收益 10,119.78 万元，使得净利润增速显著高于收入增速。

表 2：2011 年二季度主要财务指标同比情况一览

	2011Q2	2010Q2	同比
营业收入（万元）	192,009.54	160,612.46	19.55%
营业总成本（万元）	183,285.46	157,055.11	16.70%
营业成本（万元）	160,717.05	139,063.83	15.57%
营业税金及附加(万元)	801.84	398.54	101.19%
销售费用（万元）	17,304.84	14,535.00	19.06%
管理费用(万元)	2,884.12	2,386.69	20.84%
财务费用(万元)	1,559.48	727.48	114.37%
营业利润（万元）	18,839.37	12,403.44	51.89%
利润总额（万元）	19,145.54	12,499.61	53.17%
净利润（万元）	17,432.63	11,606.32	50.20%
每股收益（元/股）	0.14	0.09	55.56%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

表 3：2011 年二季度主要财务指标环比情况一览

	2011Q2	2011Q1	同比
营业收入（万元）	192,009.54	182,761.95	5.06%
营业总成本（万元）	183,285.46	167,127.12	9.67%
营业成本（万元）	160,717.05	147,460.05	8.99%
营业税金及附加(万元)	801.84	792.23	1.21%
销售费用（万元）	17,304.84	14,994.72	15.41%
管理费用(万元)	2,884.12	2,549.22	13.14%
财务费用(万元)	1,559.48	1,324.88	17.71%
营业利润（万元）	18,839.37	15,631.95	20.52%
利润总额（万元）	19,145.54	15,750.70	21.55%

净利润（万元）	17,432.63	11,642.89	49.73%
每股收益（元/股）	0.14	0.09	55.56%

资料来源：wind，长江证券研究所

第三、下半年等待西气二线开通提升公司管输收入

西气东输二线在 2011 年底将通气，公司与中石油签订 25 年照付不议合同，协议为 40 亿立方（达产气量），我们预计西气二线到达深圳的价格为 3 元/立方米水平，按照现行深圳市的供气价格，整体上还是存在盈利空间的。目前居民和工业用气分别占比为 1: 1，西气二线开通后，公司供气量在 2012 年之后将会大幅增加，现在市场上每吨天然气整体上要比柴油要便宜 30%，因此在一定程度上为清洁能源的广泛使用提供的发展依据。

西气二线投运之后，公司的供气量大幅增加，目前公司为气源寻找业主，与下游工业企业和燃气电厂签订照付不议合同，可以保证公司未来的业绩。

表 4：西气东输二线合同内容

	2012	2013	2014	2015	2016	2016 年以后
采购气量上限 （亿立方米）	10.5	12.1	23.2	25.6	40	40
照付不议气量 （亿立方米）	7.5	9.3	18.9	22	36	40

资料来源：长江证券研究所

第四、盈利预测

我们预计公司 2011-2013 年业绩分别为 0.37 元、0.51 元和 0.77 元，对应动态市盈率为 27.89、20.12 和 13.35 倍。我们认为目前的燃气公司整体的估值都已经回复到合理的估值区间，考虑到公司从 2012 年起西气二线开通之后，管输业务有一个大幅的增长，公司管输收入将有一个较大幅度的提升，我们仍然维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	6559	7513	8740	10932	货币资金	1953	751	874	1093
营业成本	5497	6097	6997	8556	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1062	1416	1743	2376	应收账款	447	512	595	744
% 营业收入	16.2%	18.9%	19.9%	21.7%	存货	470	521	598	732
营业税金及附加	17	20	23	29	预付账款	204	227	260	318
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	50	57	66	83
销售费用	618	707	823	1029	流动资产合计	3217	2175	2518	3125
% 营业收入	9.4%	9.4%	9.4%	9.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	118	135	158	197	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%	长期股权投资	280	280	280	280
财务费用	34	91	58	40	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.5%	1.2%	0.7%	0.4%	固定资产合计	3187	3512	3812	4010
资产减值损失	1	2	2	4	无形资产	302	287	273	259
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	171	171	171	171
投资收益	119	100	100	100	递延所得税资产	9	0	0	1
营业利润	393	561	780	1177	其他非流动资产	98	98	98	98
% 营业收入	6.0%	7.5%	8.9%	10.8%	资产总计	7264	6523	7152	7944
营业外收支	5	5	5	5	短期贷款	2799	1454	1239	690
利润总额	398	566	785	1182	应付款项	651	722	828	1013
% 营业收入	6.1%	7.5%	9.0%	10.8%	预收账款	303	348	404	506
所得税费用	64	90	125	189	应付职工薪酬	99	110	126	154
净利润	335	476	660	994	应交税费	33	45	60	88
归属于母公司所有者					其他流动负债	508	566	650	798
的净利润	320.0	454.7	630.4	949.6	流动负债合计	4393	3244	3308	3249
少数股东损益	15	21	29	44	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.26	0.37	0.51	0.77	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	388	677	878	1260	负债合计	4393	3244	3308	3249
取得投资收益	105	100	100	100	归属于母公司	2632	3018	3554	4361
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	239	261	290	334
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	2871	3279	3844	4695
固定资产投资	-922	-475	-487	-409	负债及股东权益	7264	6523	7152	7944
其他	-889	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-1811	-375	-387	-309		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.260	0.370	0.513	0.772
股权融资	3	0	0	0	BVPS	2.14	2.45	2.89	3.55
银行贷款增加（减少）	978	-1344	-216	-549	PE	39.62	27.89	20.12	13.35
筹资成本	240	-159	-152	-182	PEG	0.91	0.64	0.46	0.31
其他	-480	0	0	0	PB	4.82	4.20	3.57	2.91
筹资活动现金流净额	741	-1503	-368	-731	EV/EBITDA	23.83	16.37	12.55	8.51
现金净流量	-682	-1202	123	219	ROE	12.2%	15.1%	17.7%	21.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。