

报告类型 / 公司调研报告

谨慎推荐

上次评级: 谨慎推荐

转型清洁能源 增加发展内涵

——公司调研报告

报告摘要:

- 今年上半年,公司实现营业收入 42.27 亿元,同比增长 12.78%,实现净利润 3.66 亿元,同比增长 30.30%,每股收益 0.18 元。
- 今年 5 月 10 日公司顺利接收西气东输二线天然气,上半年电厂用户用量达 7839 万立方米。公司已落实电厂用量合计 21.54 亿立方米/年,占全部计划用量的 53.85%。
- 城市输配价格的变动频率相对较高。由于管输成本和气源的不同,以及对下游用户群体的分类,地方政府对辖区内的燃气定价也越来越显示出一定的灵活性。
- 从公司购气和销气的结构分析,公司处于相对有利地位。首先,除了少量的现货气之外,公司的购气成本基本锁定;其次,在销气端,除了民用气涨价较困难,工商用户和电厂都对价格缺乏弹性,公司具备一定的议价能力。即使是不确定性最大的电厂定价,公司也应该能够获得一个相对合理的利润水平。
- 公司将紧紧抓住西气东输二线天然气供应深圳的发展机遇,大力拓展天然气工商客户,深化卓越绩效管理,强化内部控制,推行安全管理标准化,实现从城市燃气运营商向城市清洁能源运营商的战略转型。
- 考虑到公司的基本面和目前的市场环境,给以公司目标股价 10.00 元,对应 2012、2013 和 2014 年预测业绩,市盈率分别为 35.71 倍、28.57 倍和 23.26 倍。维持对公司股票“谨慎推荐”的投资评级。
- 风险提示:公司管道气的销售定价存在一定的不确定性,由此将影响对公司的预期业绩。

股票数据

2012-9-5

收盘价(元)	8.47
12个月股价区间(元)	7.30~12.96
总市值(百万元)	16,774
总股本(百万股)	1,980
A股(百万股)	1,980
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	3

历史收益率曲线



涨跌幅(%)	1M	3M	12M
绝对收益	10%	5%	20%
相对收益	17%	19%	39%

相关报告

《深圳燃气三季报点评: 业绩略低于预期》

2011-10-18

《深圳燃气中报点评: 业绩好于预期》

2011-8-08

《深圳燃气拟定向增发点评: 对股价形成支撑》

2011-4-27

《深圳燃气年报季报点评: 良好预期不变》

2011-4-26

财务摘要(百万元)	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6559	8112	10140	12675	15590
(+/-)%	69.73%	23.69%	24.99%	25.00%	23.00%
归属母公司净利润	335	422	556	700	878
(+/-)%	18.84%	26.64%	34.56%	25.99%	25.34%
每股收益(元)	0.26	0.31	0.28	0.35	0.43
市盈率	30	25	28	22	18
市净率	4	3	4	3	3
净资产收益率(%)	12.16%	10.60%	13.01%	14.74%	16.42%
股息收益率(%)	1.05%	1.17%	1.16%	1.42%	1.81%
总股本(百万股)	1230	1320	1980	1980	1980

证券分析师: 王伟纲

执业证书编号: S0550511010004

(021)20361163 wangwg@nesc.cn

目 录

1. 中报业绩亮丽.....	3
1.1. 管道气大幅增加.....	3
1.2. 液化气平稳.....	3
1.3. 业绩大幅增长.....	4
2. 天然气供电厂正式启动.....	5
3. 定价适度开放.....	6
4. 定位城市清洁能源运营商.....	6
5. 估值与评级.....	7

1. 中报业绩亮丽

1.1. 管道气大幅增加

今年上半年，公司管道燃气用户净增加 6.01 万户，管道燃气用户总数达 140.52 万户，其中深圳市管道燃气用户 113.96 万户，异地管道燃气用户 26.56 万户；公司管道燃气销量 4.83 亿立方米，同比增加 1.32 亿立方米，增长 37.61%，其中电厂用户用量达 7839 万立方米。由于毛利率较低的电厂用户销售量占比上升，管道燃气业务营业利润率同比下降 1.28 个百分点。但由于销量增加，管道燃气业务毛利额同比增长 25.20%。公司天然气销量及预测如图 1 所示。

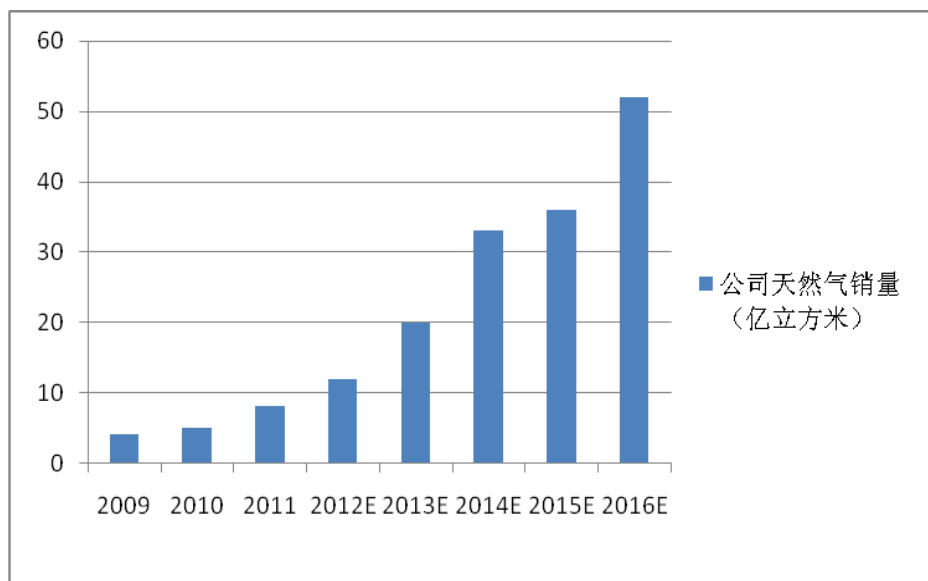


图 1 公司天然气销量及预测示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

公司异地管道（深圳以外地区）燃气业务的快速发展，异地管道燃气用户新增 2.54 万户，增长 10.57%，管道燃气销量 8198 万立方米，同比增加 22.69%。在燃气项目拓展上，收购了赣县深燃天然气有限公司，获得江西省赣县管道燃气特许经营权。

1.2. 液化气平稳

公司液化石油气批发业务克服国际局势动荡和国内经济放缓所带来的经营困境，采取“稳定老客户，发展新客户”经营策略，认真把握市场机遇，努力拓展市场，充分利用资源发展国产气业务、开发联营模式拓展液化石油气批发市场，发挥一体化经营优势发展终端零售市场，液化石油气批发销量 27.05 万吨，增加 1.13 万吨，同比增长 4.35%。在市场竞争激烈下，虽然采购成本有所上升，但石油气批发业务价格反而有所下降，导致营业利润率下降 0.37 个百分点。

公司努力拓展瓶装液化石油气业务，瓶装液化石油气用户净增加 5.44 万户，瓶装液化石油气用户总数 96.24 万户；受到管道天然气替代冲击，瓶装液化石油气销量 6.23 万吨，减少 0.78 万吨，同比下降 12.01%。营业利润率增加的主要原因是公司优化用户结构，提升销售价格所致。公司液化气业务情况如图 2 所示。

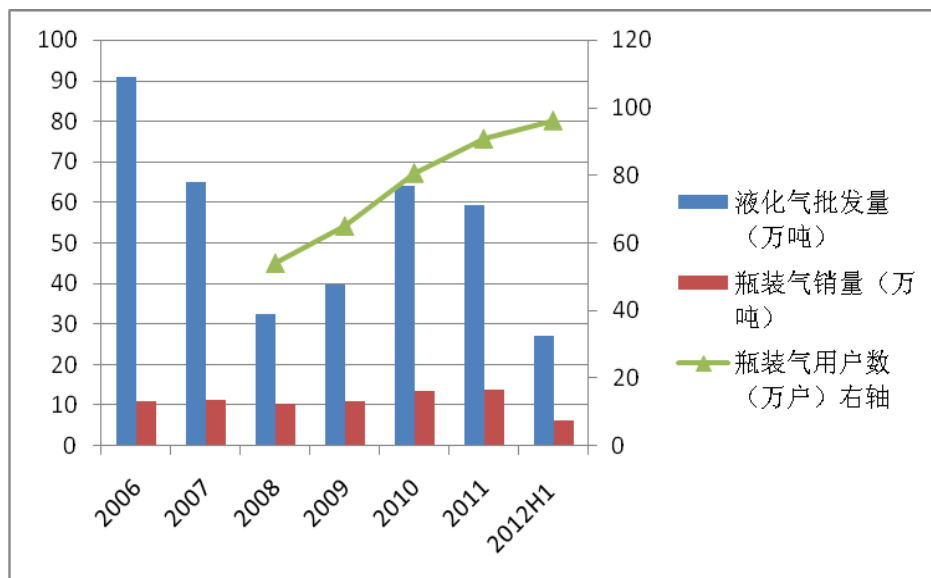


图 2 公司液化气业务示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

1.3. 业绩大幅增长

今年上半年，公司实现营业收入 42.27 亿元，同比增长 12.78%，主要原因是管道天然气销量大幅增长；实现净利润 3.66 亿元，同比增长 30.30%，主要原因是管道天然气销量大幅增长带来规模效应；净利润增长速度快于营业收入的增长速度主要是因为毛利率相对较高的管道燃气业务占比提升。公司经营业绩如图 3 所示。

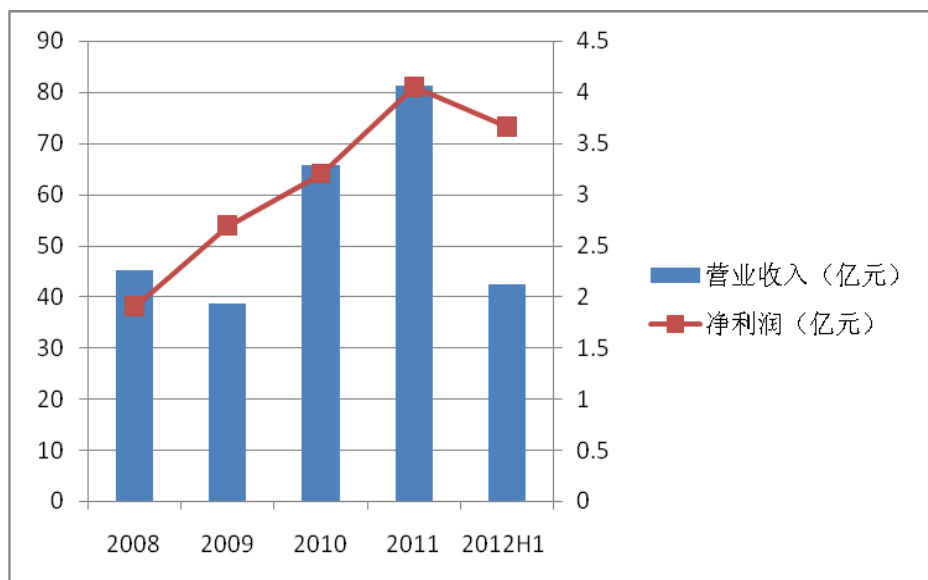


图 3 公司经营业绩示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

随着管道天然气销售规模的不断上升，该项业务将主导公司的业绩增长。公司营业利润构成如图 4 所示。

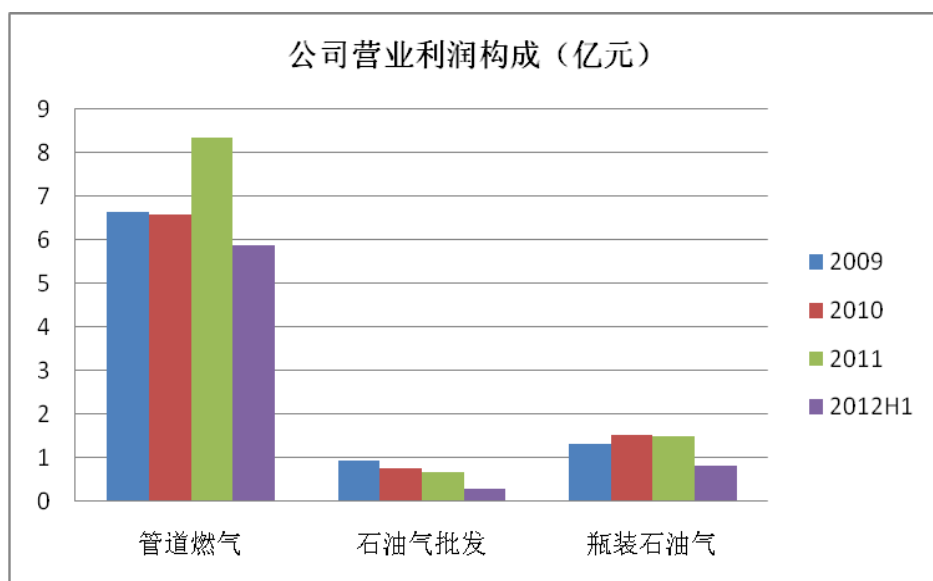


图 4 公司营业利润构成示意图

数据来源：公司各期年报、东北证券

2. 天然气供电厂正式启动

2012年5月10日公司顺利接收西气东输二线天然气,为优化深圳市的能源结构,充分满足经济社会发展对天然气需求奠定了坚实基础。报告期内,公司加快天然气市场拓展力度,大力发展电厂用户和锅炉油改气等工商业用户,向深圳钰湖电力有限公司、深圳大唐宝昌燃气发电有限公司(原深圳大唐宝昌电力有限公司)供应天然气,与深圳南天电力有限公司正式签署天然气购销协议。

2012年8月6日公司还与华电国际电力股份有限公司广东分公司、深圳大唐宝昌燃气发电有限公司签署年供气量分别为4亿立方米、7.5亿立方米的《天然气购销意向书》。截至目前,公司天然气供电厂项目如表1所示。

表 1: 公司天然气供电厂项目表 (亿立方米)

电厂	年供气量	起始日	截止日
深圳钰湖	3.74	2012年5月	2039年12月
大唐宝昌	3.70	2012年5月	2039年12月
深圳南天	2.60	2012年下半年	2039年12月
华电广东	4.00	2013年10月	2038年9月
大唐宝昌	7.50	2014年1月	2039年12月
合计	21.54		

数据来源：公司公告、东北证券

2011年12月26日国家发展改革委下发《关于在广东省、广西壮族自治区开展天然气价格形成机制改革试点的通知》,确定广东省最高门站价格为每千立方米2740元。2012年5月10日中石油通过西气东输二线向公司试供气,8月8日向公司正式供气,公司向中石油采购的价格为每千立方米2740元。而公司天然气供电厂的销售价格按深圳市价格主管部门制定的价格执行,具体价格尚未制定。由于深圳市价格主管部门尚未出台具体销售价格,目前销售价格按双方协商确定。

目前,深圳地区仍有多家电厂准备上马天然气发电机组,预计总用气量将超过

公司从中石油西气东输二线采购的 40 亿立方米/年的数量。因此，公司仍将拓展多种气源途径，继续做大天然气供发电业务。

3. 定价适度开放

我国天然气终端销售价格包含天然气出厂价格、长输管道的管输价格、城市输配价格三部分。天然气出厂价格实行政府指导价，由国家发改委制定出厂基准价，具体出厂价格由供需双方在一定的浮动范围内协商确定；管输价格实行政府定价，由国家发改委制定。干线分输站以下输配气价格及销售价格由当地物价部门制定。政府物价部门在制定输气价格及城市燃气价格时，主要考虑因素为企业经营成本及合理利润；与石油、煤等各相关能源价格的比较；政府的能源利用政策等。

2010年5月，国家发改委对国内天然气出厂价格进行了一次调整，至今没有再变动。天然气长输管道的管输价格也基本稳定。相比较而言，城市输配价格的变动频率则较高。由于管输成本和气源的不同，以及对下游用户群体的分类，地方政府对辖区内的燃气定价也越来越显示出一定的灵活性。

就目前公司的业务而言，公司的气源主要有三个：一是广大鹏的LNG，每年27.1万吨（约合3.5亿立方米），合同约定价格每立方米1.70元；二是LNG现货，数量不定，价格一般在每立方米4.00元以上；三是中石油西气东输二线，每年40亿立方米，每立方米2.74元。

公司的用户也分为三类：一类是居民用户，目前用量在每年3亿立方米左右，价格是每立方米3.50元；另一类是工商用户（不含电厂），用量在每年5亿立方米左右，价格为每立方米4.80~4.90元；第三类是电厂，用量在5年内达到40亿立方米/年的水平，价格待定。

从公司的购气和销气的结构分析，公司处于相对有利的地位。首先，除了少量的现货气之外，公司的购气成本基本锁定；其次，在销气端，除了民用气涨价较困难，工商用户和电厂都对价格缺乏弹性，公司具备一定的议价能力。即使是不确定性最大的电厂定价，公司应该能够获得一个相对合理的利润水平。

4. 定位城市清洁能源运营商

公司是一家以城市管道燃气供应、液化石油气批发、瓶装液化石油气零售和燃气投资为主的大型燃气企业，创立于1982年，2009年12月25日，正式在上海证券交易所挂牌上市。

公司致力于发展天然气事业，全面参与能源市场竞争，倡导和建设舒适、优美、环保、文明的城市新生活，持续发展成长为管理先进、技术领先、鼎足华南、执耳业内的现代城市清洁能源运营商。

2011年，公司加快了异地的项目投资，新增异地燃气投资项目达8个，使公司异地燃气投资项目达22个。新增项目中，有四个项目是非城市燃气项目，分别是：新建两座天然气液化厂，即在内蒙古鄂尔多斯乌审旗和安徽省宣城设立两座液化厂，日处理天然气能力均为30万立方米。还有合资成立两家加气公司，即在湖北省武汉市合资成立湖北深捷清洁能源有限公司，主要经营湖北省长途客货运汽车液化天然气加气业务；以及在山东泰安合资成立泰安市泰山燃气集团耐特液化天然气有限公司，主要经营泰安市及周边地区的液化天然气公交车加气业务。

2012年上半年，公司与中国石油化工股份有限公司签署《关于设立深圳中石化深燃天然气有限公司合作合同》，双方将合资成立深圳中石化深燃天然气有限公司（暂定名），在深圳市内发展汽车加气站及相关业务。加上之前公司与中石油和中海油的相关加气合资项目，公司与三大油公司在深圳都建立了合作关系，这有利于公

司充分利用三大油公司的天然气资源和加油（气）站的网络优势，使得公司的产业链条得以合理地延伸。

此外，公司对于页岩气等非常规能源的发展也给以了高度的关注。开拓国际市场也已经进入公司的视野。公司将紧紧抓住西气东输二线天然气供应深圳的发展机遇，大力拓展天然气工商客户，深化卓越绩效管理，强化内部控制，推行安全管理标准化，实现从城市燃气运营商向城市清洁能源运营商的战略转型。

5. 估值与评级

公司与同业上市公司陕天然气、大众公用和长春燃气等 3 家公司的估值比较如表 2 所示。

表 2 相关公司最新估值情况表（2012 年 9 月 5 日）

公司简称	收盘价（元）	11EPS（元）	P/E
陕天然气	7.07	0.40	17.68
大众公用	4.36	0.25	17.44
长春燃气	7.40	0.16	46.25
公司	8.47	0.20	42.35
平均			30.93

数据来源：东北证券

从以上数据可以看出，4 家公司的平均市盈率为 30.93 倍。考虑到公司的基本面和目前的市场环境，给以公司目标股价 10.00 元，对应 2012、2013 和 2014 年预测业绩，市盈率分别为 35.71 倍、28.57 倍和 23.26 倍。维持对公司股票“谨慎推荐”的投资评级。

风险提示：公司管道气的销售定价存在一定的不确定性，由此将影响对公司的预期业绩。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	2920	2200	2500	3000
交易性金融资产	0	0	0	0
应收款项	315	393	491	604
存货	304	495	619	763
其他流动资产	43	30	35	40
流动资产合计	3938	3558	4197	5088
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期投资净额	272	271	270	268
固定资产	2382	3382	3982	4482
无形资产	291	287	283	279
商誉	171	171	171	171
非流动资产合计	5313	5569	5553	5603
资产总计	9251	9127	9750	10691
短期借款	2575	1695	1300	1013
应付款项	583	774	975	1207
预收款项	308	385	481	591
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	5009	4508	4648	4989
长期借款	126	126	126	126
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	126	126	126	126
负债合计	5136	4634	4774	5116
归属于母公司股东权益合计	3824	4191	4660	5244
少数股东权益	292	302	315	332
负债和股东权益总计	9251	9127	9750	10691

现金流量表 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	422	556	700	878
资产减值准备	2	2	3	3
折旧及摊销	177	187	235	268
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	103	127	91	72
投资损失	-111	-112	-114	-116
运营资本变动	103	-137	157	178
其他	-7	-190	-5	-5
经营活动净现金流量	695	610	1058	1268
投资活动净现金流量	-810	-321	-94	-191
融资活动净现金流量	1428	-1009	-664	-577
企业自由现金流	-432	327	819	923

财务与估值指标	2011A	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益 (元)	0.31	0.28	0.35	0.43
每股净资产 (元)	2.90	2.12	2.35	2.65
每股经营性现金流量 (元)	0.53	0.31	0.53	0.64
成长性指标				
营业收入增长率	23.69%	24.99%	25.00%	23.00%
净利润增长率	26.64%	34.56%	25.99%	25.34%
盈利能力指标				
毛利率	15.84%	15.50%	14.85%	14.30%
净利率	5.00%	5.38%	5.42%	5.52%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	14.14	14.14	14.14	14.14
存货周转率 (次)	20.70	20.70	20.70	20.70
偿债能力指标				
资产负债率	55.51%	50.77%	48.97%	47.85%
流动比率	0.79	0.79	0.90	1.02
速动比率	0.69	0.63	0.71	0.79
费用率指标				
销售费用率	8.14%	7.10%	6.60%	6.00%
管理费用率	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
财务费用率	0.90%	0.87%	0.44%	0.20%
分红指标				
分红比例				
股息收益率	1.17%	1.16%	1.42%	1.81%
估值指标				
P/E (倍)	25	28	22	18
P/B (倍)	3	4	3	3
P/S (倍)	1	2	1	1
净资产收益率	10.60%	13.01%	14.74%	16.42%

资料来源：东北证券

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，除法律或规则规定必须承担的责任外，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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。在法规许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	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%之间。
	中性	在未来 6-12 个月内，股票的持有收益介于市场平均收益-5%-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。
行业 投资 评级 说明	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。

东北证券股份有限公司

中国吉林省长春市
自由大路1138号
邮编：130021
电话：4006000686
传真：(0431)5680032
网址：http://www.nesc.cn

中国上海市浦东新区
源深路305号
邮编：200135
电话：(021)20361000
传真：(021)20361159

中国北京市西城区
锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210866
传真：(010)63210867

销售支持

冯志远
电话：(021)20361158
手机：13301663766

周磊
电话：(021)20361151
手机：18616333251

凌云
电话：(021) 20361152
手机：18621755986

陈方立
电话：(021) 20361153
手机：18616824760