

## 短期因素拖累 3Q20 业绩，业务结构持续优化

事件：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 28.4 亿元，同比减少 22.0%，归母净利润 4.1 亿元，同比减少 37.5%；3Q20 营业收入 6.1 亿元，同比减少 28.0%，归母净利润 0.8 亿元，同比减少 44.1%。

### 核心观点

- **加气站气量下降拖累 3Q20 收入，整体业务结构持续优化：**受疫情影响接驳业务整体节奏放缓，叠加公司采用收款才能确认收入的谨慎财务政策，同时加气站业务气量下降，前三季度公司的收入同比下降 22.0% 至 28.4 亿元，3Q20 收入同比下降 28.0% 至 6.1 亿元。收入结构在逐步优化，1H20 公司销气业务收入占比达 74.5%，对比 1H19 占比 60.8% 销气业务占比大幅提升，2H20 随着现有项目内生销气量提升，公司销气业务占比有望进一步扩张。四季度供暖季来临叠加拉尼娜效应，我们预计全年销气量有望同比持平。
- **前三季度毛利率略有下滑，4Q20 毛差有望回升：**由于疫情影响高毛利接驳业务的推进，公司前三季度毛利率较去年同期下降 4.3pct 至 25.8%，前三季度公司的净利率为 14.7%，较去年同期下降 3.6pct。今年海外 LNG 现货价格大跌，年初至今 NYMEX 天然气均价为 2.0 美元/百万英热(对应 0.5 元/方)，同比-21.2%。进口 LNG 现货价格大幅下降降低平均用气成本，预计对 4Q20 公司毛差产生积极影响。
- **外延并购和内生成长多措并举发力：**2017-2018 年公司相继收购荆州天然气和阜阳项目，2019 年 10 月公司以现金收购涿鹿大地和绥中大地 100% 股权，业务版图已经从京津冀逐渐向全国扩张，叠加项目内部渗透率提升，推动公司长周期稳健增长。

### 财务预测与投资建议

- 由于疫情对接驳业务工期的影响，结合后期潜在疫情反复的风险，我们下调公司的盈利预测，2020-2022 年归母净利润分别为 6.0/8.3/10.4 亿元（之前分别为 10.9/12.9/14.4 亿元），根据可比公司估值，给予 2021 年 11 倍 PE，目标价为 6.27 元（之前为 10.64 元），维持买入评级。

### 风险提示

- 项目拓展不达预期；天然气冬季顺价不畅导致毛利率下滑。

#### 公司主要财务信息

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,753	4,882	4,483	5,698	6,495
同比增长(%)	59.9%	2.7%	-8.2%	27.1%	14.0%
营业利润(百万元)	1,180	974	800	1,103	1,380
同比增长(%)	19.7%	-17.5%	-17.9%	38.0%	25.1%
归属母公司净利润(百万元)	1,006	728	596	826	1,035
同比增长(%)	17.3%	-27.6%	-18.1%	38.5%	25.4%
每股收益(元)	0.70	0.50	0.41	0.57	0.72
毛利率(%)	31.6%	27.2%	25.0%	26.7%	28.5%
净利率(%)	21.2%	14.9%	13.3%	14.5%	15.9%
净资产收益率(%)	24.0%	16.2%	12.8%	16.7%	19.6%
市盈率	7.6	10.5	12.8	9.3	7.4
市净率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



东方证券  
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2020年10月29日)	5.2元
目标价格	6.27元
52周最高价/最低价	7.31/5.02元
总股本/流通A股(万股)	144,274/144,011
A股市值(百万元)	7,502
国家/地区	中国
行业	环保
报告发布日期	2020年10月30日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-4.94	-0.19	-4.24	-28.57
相对表现	-4.83	-4.13	-6.25	-50.63
沪深300	-0.11	3.94	2.01	22.06



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师	卢日鑫
	021-63325888*6118
	lurixin@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860515100003
证券分析师	谢超波
	021-63325888*6070
	xiechaobo@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517090001
证券分析师	施静
	021-63325888*3206
	shijing1@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860520090002

#### 相关报告

销气量同比增长 38.22%，所得税增加致利润下滑： 2019-11-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

**表 1：可比公司估值表**

公司	代码	最新价格(元)	每股收益 (元)				市盈率		
		2020/10/30	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
深圳燃气	601139	7.63	0.37	0.45	0.53	20.6	16.9	14.5	
新奥股份	600803	13.00	0.99	0.71	1.11	13.1	18.4	11.7	
申能股份	600642	5.29	0.48	0.50	0.56	11.0	10.7	9.5	
蓝焰控股	000968	7.91	0.58	0.59	0.70	13.6	13.5	11.3	
广汇能源	600256	2.96	0.24	0.20	0.28	12.5	15.0	10.5	
调整后平均数						13.1	15.1	11.1	

数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

**表 2：核心假设及盈利预测变动分析表**

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
核心假设						
销气量（万立方米）	144126	166695		126953	143594	165116
变动幅度				-11.9%	-13.9%	
非居民用户接驳户数	1600	1800		500	900	1500
变动幅度				-68.8%	-50.0%	
分产品盈利预测						
天然气销售						
销售收入	3841	4451		3100	3736	4284
变动幅度				-19.3%	-16.1%	
毛利率	13.8%	13.8%		7.7%	7.7%	7.7%
变动幅度				-6.1%	-6.1%	
燃气接驳						
销售收入	1803	1958		950	1260	1793
变动幅度				-47.3%	-35.6%	
毛利率	72.6%	72.6%		76.8%	76.8%	76.8%
变动幅度				4.2%	4.2%	
燃气具销售						
销售收入	580	581		300	576	289
变动幅度				-48.2%	-0.8%	
毛利率	27.6%	27.6%		40.9%	40.9%	40.9%
变动幅度				13.3%	13.3%	
供热						
销售收入	63.7	70.1		54.9	48.1	51.4

变动幅度			-13.9%	-31.5%	
毛利率	19.0%	19.0%	26.8%	26.8%	26.8%
变动幅度			7.8%	7.8%	
销售收入合计	6379	7152	4483	5698	6495
变动幅度			-29.7%	-20.3%	
综合毛利率	32.1%	31.4%	25.0%	26.7%	28.5%
变动幅度			-7.1%	-4.7%	

## 主要财务数据变动分析表

人民币百万元（标注除外）	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	6379	7152		4483	5698	6495
变动幅度				-29.7%	-20.3%	
营业利润	1670	1862		800	1103	1380
变动幅度				-52.1%	-40.8%	
归属母公司净利润	1288	1437		596	826	1035
变动幅度				-53.7%	-42.5%	
每股收益（元）	0.89	1.00		0.41	0.57	0.72
变动幅度				-53.9%	-43.0%	
毛利率(%)	32.1%	31.4%		25.0%	26.7%	28.5%
变动幅度				-7.1%	-4.7%	
净利率(%)	20.2%	20.1%		13.3%	14.5%	15.9%
变动幅度				-6.9%	-5.6%	

数据来源：东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	891	1,347	1,237	1,573	1,793	营业收入	4,753	4,882	4,483	5,698	6,495
应收票据、账款及款项融资	1,298	932	856	1,088	1,240	营业成本	3,253	3,552	3,363	4,180	4,641
预付账款	315	204	187	238	271	营业税金及附加	20	20	19	24	27
存货	481	362	343	426	473	营业费用	85	87	80	101	115
其他	277	139	137	144	149	管理费用及研发费用	167	186	171	217	247
<b>流动资产合计</b>	<b>3,261</b>	<b>2,984</b>	<b>2,760</b>	<b>3,469</b>	<b>3,926</b>	财务费用	23	77	80	101	111
长期股权投资	24	27	27	27	27	资产、信用减值损失	34	14	0	0	0
固定资产	2,603	3,032	3,611	4,076	4,485	公允价值变动收益	0	3	3	3	3
在建工程	931	927	740	660	634	投资净收益	9	17	17	17	17
无形资产	678	734	707	679	651	其他	1	8	8	8	8
其他	1,398	1,442	1,329	1,327	1,327	<b>营业利润</b>	<b>1,180</b>	<b>974</b>	<b>800</b>	<b>1,103</b>	<b>1,380</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,634</b>	<b>6,163</b>	<b>6,413</b>	<b>6,768</b>	<b>7,124</b>	营业外收入	3	2	2	2	2
<b>资产总计</b>	<b>8,895</b>	<b>9,147</b>	<b>9,173</b>	<b>10,237</b>	<b>11,050</b>	营业外支出	5	13	13	13	13
短期借款	300	295	762	1,017	1,169	<b>利润总额</b>	<b>1,178</b>	<b>963</b>	<b>789</b>	<b>1,092</b>	<b>1,369</b>
应付票据及应付账款	558	513	486	604	670	所得税	168	223	182	252	317
其他	2,153	1,905	1,790	2,139	2,368	<b>净利润</b>	<b>1,011</b>	<b>741</b>	<b>606</b>	<b>840</b>	<b>1,053</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,011</b>	<b>2,713</b>	<b>3,038</b>	<b>3,760</b>	<b>4,208</b>	少数股东损益	4	12	10	14	18
长期借款	546	749	749	749	749	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,006</b>	<b>728</b>	<b>596</b>	<b>826</b>	<b>1,035</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.70	0.50	0.41	0.57	0.72
其他	735	1,020	443	443	443						
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,281</b>	<b>1,769</b>	<b>1,192</b>	<b>1,192</b>	<b>1,192</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>4,292</b>	<b>4,482</b>	<b>4,230</b>	<b>4,951</b>	<b>5,399</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	121	149	159	173	191	成长能力					
实收资本(或股本)	681	1,093	1,443	1,443	1,443	营业收入	59.9%	2.7%	-8.2%	27.1%	14.0%
资本公积	1,336	728	579	579	579	营业利润	19.7%	-17.5%	-17.9%	38.0%	25.1%
留存收益	2,416	2,630	2,762	3,091	3,438	归属于母公司净利润	17.3%	-27.6%	-18.1%	38.5%	25.4%
其他	49	66	0	0	0	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>4,603</b>	<b>4,666</b>	<b>4,943</b>	<b>5,286</b>	<b>5,651</b>	毛利率	31.6%	27.2%	25.0%	26.7%	28.5%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>8,895</b>	<b>9,147</b>	<b>9,173</b>	<b>10,237</b>	<b>11,050</b>	净利率	21.2%	14.9%	13.3%	14.5%	15.9%
						ROE	24.0%	16.2%	12.8%	16.7%	19.6%
						ROIC	21.1%	14.1%	10.8%	13.4%	15.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	48.2%	49.0%	46.1%	48.4%	48.9%
净利润	1,011	741	606	840	1,053	净负债率	2.0%	0.0%	9.2%	7.1%	5.5%
折旧摊销	469	248	204	224	253	流动比率	1.08	1.10	0.91	0.92	0.93
财务费用	23	77	80	101	111	速动比率	0.92	0.97	0.80	0.81	0.82
投资损失	(9)	(17)	(17)	(17)	(17)	营运能力					
营运资金变动	205	474	(27)	94	58	应收账款周转率	3.9	4.4	5.1	5.9	5.6
其它	(479)	(95)	(547)	(3)	(3)	存货周转率	4.3	8.4	9.5	10.9	10.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,219</b>	<b>1,427</b>	<b>299</b>	<b>1,240</b>	<b>1,456</b>	总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
资本支出	(1,895)	(680)	(552)	(580)	(609)	每股指标(元)					
长期投资	(74)	3	(0)	0	0	每股收益	0.70	0.50	0.41	0.57	0.72
其他	165	36	20	20	20	每股经营现金流	1.79	1.31	0.27	1.13	1.33
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,804)</b>	<b>(641)</b>	<b>(533)</b>	<b>(560)</b>	<b>(589)</b>	每股净资产	3.11	3.13	3.32	3.54	3.78
债权融资	698	530	0	0	0	估值比率					
股权融资	16	(197)	201	0	0	市盈率	7.6	10.5	12.8	9.3	7.4
其他	(396)	(654)	(77)	(344)	(647)	市净率	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4
<b>筹资活动现金流</b>	<b>318</b>	<b>(321)</b>	<b>124</b>	<b>(344)</b>	<b>(647)</b>	EV/EBITDA	5.0	6.4	7.7	5.8	4.8
汇率变动影响	0	0	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.9	7.9	9.5	6.9	5.6
<b>现金净增加额</b>	<b>(266)</b>	<b>465</b>	<b>(110)</b>	<b>335</b>	<b>220</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

