

2022年10月30日

蓝天燃气 (605368.SH)

长输管网盈利能力显著增强，三季度业绩高增符合预期

■事件：公司发布三季报，2022年前三季度公司实现营业收入 34.73 亿元，同比增长 27.21%；实现归母净利润 4.88 亿元，同比增长 62.38%。公司单三季度实现营业收入 10.26 亿元，同比增长 23.22%；实现归母净利润 1.63 亿元，同比增长 51.87%，公司三季度业绩符合预期。

■长输管网业务盈利能力增强，公司业绩实现高增：公司三季度业绩维持高速增长，主要受益于高气价下公司长输管网业务模式的转变带动毛利率的提升。公司为河南省区域性长输管网龙头，拥有豫南支线、南驻支线、博薛支线三条高压天然气长输管道，合计设计输气能力为 25.7 亿方。2021 年以来，公司管道天然气销售毛利率稳步提升。2022 年上半年，高气价下“三桶油”为疏导成本压力，压缩给下游城燃企业的低价合同气量，市场化天然气价格呈现“量增价涨”局面，除气源企业外，中游长输管网环节截留部分价差，尽享涨价红利，公司 2022 年上半年管道天然气销售板块毛利率提升至 19.52%，较 2019 年上涨 11.87pct。据三季报披露，公司前三季度整体毛利率达 22.2%，较 2019 年提升 4.96pct，毛利率的提升带动公司整体业绩高增。短期来看，四季度随着冬季来临，用气量有望提升，中游长输管网业绩向好趋势有望持续。长期来看，公司对中石油合同气的依赖度逐年降低，据招股书披露，公司向中石油采购天然气量的占比从 2017 年的 91.33% 降低至 2020 年上半年的 82.63%，且近两年仍维持下降趋势，公司有望通过其长输管道储气能力在市场气占比提升的背景下积极获取丰富的低价非常规性气源，持续扩大长输管网业务的盈利能力。

■城燃板块收购进程加速，上下游协同保障长期业绩稳定性：公司积极向下游城燃业务延伸，逐步形成“长输管网+城燃”双主业布局。高气价下城市燃气公司业绩受损严重，公司借机加快对其长输管道沿线城燃公司的收购，仅上半年就完成收购了 3 家公司。公司长期作为上游供应商，在优质收购标的的选择上独具优势，以上半年收购的长葛蓝天为例，工商业用户在其总销气量中的占比高达 95%，上下游价格传导更加及时且充分，盈利能力保障度高，2022-2024 年的业绩承诺分别为 5697.49 万元、6509.84 万元、6617.64 万元。若未来气价波动性加剧，公司上下游协同的业务布局保障其长期业绩的稳定性。据三季报披露，公司前三季度经营性现金流量净额为 3.7 亿元，同比增长 52.2%，充裕的现金流为公司后续城燃收购提供有力支撑。

公司快报

证券研究报告

燃气

投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**18.00 元**
股价 (2022-10-28) **13.29 元**

交易数据

总市值 (百万元)	6,576.64
流通市值 (百万元)	2,356.61
总股本 (百万股)	494.86
流通股本 (百万股)	177.32
12 个月价格区间	11.83/14.94 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.23	9.55	19.71
绝对收益	9.11	-0.82	1.91

周喆

分析师
SAC 执业证书编号：S1450521060003
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

朱心怡

报告联系人
zhuxy@essence.com.cn

相关报告

蓝天燃气：蓝天燃气公司
深度分析/周喆 2022-10-23

■**投资建议：**通过横向对比与公司业务相似的可比公司以及同样具备气价弹性的气源标的后，我们发现目前公司估值处于较低水平。我们预计公司 2022 年-2024 年的营业收入分别为 50.80 亿元、56.33 亿元、59.78 亿元，增速分别为 30.2%、10.9%、6.1%，净利润分别为 6.76 亿元、8.08 亿元、9.03 亿元，增速分别为 60.6%、19.5%、11.8%，对应 PE 仅 9.7、8.1、7.3 倍，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 18.0 元。

■**风险提示：**天然气价格波动风险、天然气行业政策变化风险、气源紧张风险、管道安全事故风险等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	3,551.8	3,900.9	5,079.6	5,633.3	5,977.7
净利润	332.8	420.9	675.9	808.2	903.7
每股收益(元)	0.67	0.85	1.37	1.63	1.83
每股净资产(元)	3.74	5.88	6.65	7.38	8.29

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	19.8	15.6	9.7	8.1	7.3
市净率(倍)	3.6	2.3	2.0	1.8	1.6
净利润率	9.4%	10.8%	13.3%	14.3%	15.1%
净资产收益率	18.0%	14.5%	20.5%	22.1%	22.0%
股息收益率	3.5%	3.5%	4.3%	6.8%	7.0%
ROIC	18.1%	22.4%	31.8%	41.8%	41.3%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3,551.8	3,900.9	5,079.6	5,633.3	5,977.7	成长性					
减:营业成本	2,914.7	3,150.8	4,030.8	4,365.9	4,580.4	营业收入增长率	-2.2%	9.8%	30.2%	10.9%	6.1%
营业税费	7.4	10.3	11.3	13.0	14.3	营业利润增长率	3.5%	21.6%	59.3%	19.7%	11.8%
销售费用	25.3	30.5	39.7	44.0	46.7	净利润增长率	2.1%	26.5%	60.6%	19.6%	11.8%
管理费用	127.0	149.3	179.2	187.5	193.0	EBITDA 增长率	2.5%	15.9%	45.3%	16.0%	10.9%
研发费用	-	-	-	-	-	EBIT 增长率	1.6%	17.7%	53.9%	17.6%	11.7%
财务费用	40.2	21.1	-0.8	-18.9	-22.5	NOPLAT 增长率	1.6%	21.1%	53.3%	17.6%	11.7%
资产减值损失	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-2.0%	7.6%	-10.5%	13.2%	-2.4%
加:公允价值变动收益	-	-	50.0	-	-	净资产增长率	8.3%	57.0%	13.2%	11.0%	12.2%
投资和汇兑收益	6.3	9.3	7.7	7.8	7.5	利润率					
营业利润	452.7	550.7	877.2	1,049.6	1,173.4	毛利率	17.9%	19.2%	20.6%	22.5%	23.4%
加:营业外净收支	-3.6	-6.1	-2.9	-4.2	-4.4	营业利润率	12.7%	14.1%	17.3%	18.6%	19.6%
利润总额	449.1	544.6	874.3	1,045.4	1,169.1	净利润率	9.4%	10.8%	13.3%	14.3%	15.1%
减:所得税	116.3	123.5	198.3	237.1	265.1	EBITDA/营业收入	16.9%	17.8%	19.9%	20.8%	21.7%
净利润	332.8	420.9	675.9	808.2	903.7	EBIT/营业收入	13.6%	14.6%	17.3%	18.3%	19.3%
						运营效率					
资产负债表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	233	219	168	153	146
货币资金	567.1	1,188.0	1,233.0	1,273.4	1,717.3	流动营业资本周转天数	-59	-60	-56	-51	-42
交易性金融资产	-	-	50.0	50.0	50.0	流动资产周转天数	86	115	114	110	120
应收账款	36.3	88.6	13.5	111.6	36.5	应收账款周转天数	3	6	4	4	4
应收票据	-	-	6.0	1.1	2.0	存货周转天数	7	9	8	8	8
预付账款	99.5	198.3	84.0	246.3	120.4	总资产周转天数	378	409	352	319	320
存货	52.6	135.0	102.5	143.6	123.3	投资资本周转天数	202	189	143	130	128
其他流动资产	53.0	69.2	60.0	60.7	63.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.0%	14.5%	20.5%	22.1%	22.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	9.0%	8.2%	14.1%	15.6%	16.5%
长期股权投资	89.3	90.7	90.7	90.7	90.7	ROIC	18.1%	22.4%	31.8%	41.8%	41.3%
投资性房地产	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	费用率					
固定资产	2,388.0	2,356.0	2,387.2	2,411.3	2,428.5	销售费用率	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
在建工程	96.7	322.3	322.3	322.3	322.3	管理费用率	3.6%	3.8%	3.5%	3.3%	3.2%
无形资产	224.8	217.0	203.1	189.3	175.4	研发费用率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	97.4	480.5	238.3	277.9	332.2	财务费用率	1.1%	0.5%	0.0%	-0.3%	-0.4%
资产总额	3,706.5	5,147.1	4,792.3	5,179.9	5,463.7	四费/营业收入	5.4%	5.2%	4.3%	3.8%	3.6%
短期债务	630.9	761.0	-	-	-	偿债能力					
应付账款	275.6	374.6	369.8	478.7	415.1	资产负债率	50.0%	43.5%	31.3%	29.4%	24.9%
应付票据	-	-	-	-	-	负债权益比	100.0%	76.9%	45.5%	41.7%	33.2%
其他流动负债	648.0	813.5	901.1	817.1	717.1	流动比率	0.52	0.86	1.22	1.46	1.87
长期借款	72.1	55.1	-	-	-	速动比率	0.49	0.79	1.14	1.35	1.76
其他非流动负债	226.9	232.7	227.7	229.1	229.8	利息保障倍数	12.04	26.95	#####	-54.62	-51.11
负债总额	1,853.5	2,236.9	1,498.5	1,524.9	1,362.0	分红指标					
少数股东权益	4.0	1.3	1.4	1.5	1.8	DPS(元)	0.47	0.47	0.57	0.90	0.92
股本	397.2	462.7	494.8	494.8	494.8	分红比率	69.5%	55.0%	41.5%	55.3%	50.6%
留存收益	1,411.1	2,402.1	2,797.6	3,158.7	3,605.1	股息收益率	3.5%	3.5%	4.3%	6.8%	7.0%
股东权益	1,853.1	2,910.2	3,293.8	3,655.0	4,101.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.67	0.85	1.37	1.63	1.83
净利润	332.8	421.1	675.9	808.2	903.7	BVPS(元)	3.74	5.88	6.65	7.38	8.29
加:折旧和摊销	115.5	125.1	132.7	139.7	146.7	PE(X)	19.8	15.6	9.7	8.1	7.3
资产减值准备	-	8.2	-	-	-	PB(X)	3.6	2.3	2.0	1.8	1.6
公允价值变动损失	-	-	50.0	-	-	P/FCF	42.4	18.8	45.3	12.5	6.9
财务费用	41.2	32.4	-0.8	-18.9	-22.5	P/S	1.9	1.7	1.3	1.2	1.1
投资损失	-6.3	-9.3	-7.7	-7.8	-7.5	EV/EBITDA	-	8.5	5.1	4.3	3.5
少数股东损益	-0.1	0.2	0.1	0.1	0.3	CAGR(%)	34.4%	29.0%	27.5%	34.4%	29.0%
营运资金的变动	722.7	-82.9	483.5	-280.8	1.1	PEG	0.6	0.5	0.4	0.2	0.3
经营活动产生现金流量	591.8	648.1	1,333.6	640.6	1,021.8	ROIC/WACC	1.7	2.1	3.1	4.0	4.0
投资活动产生现金流量	-176.3	-707.8	-242.3	-142.2	-142.5	REP	-	1.3	0.9	0.6	0.5
融资活动产生现金流量	-452.3	680.1	-1,046.3	-458.0	-435.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034