

售气量修复显韧性，胶膜业绩暂承压

业绩简评

4月27日晚间公司发布22年年报及23年一季报，22全年实现营收300.6亿元，同比+40.4%；实现归母净利润12.2亿元，同比-9.7%。1Q23实现营收75.8亿元，同比+11.7%；实现归母净利润2.6亿元，同比+14.0%。

经营分析

上游价格高企抑制需求，22年销气量同比微增0.5%。俄乌冲突致使国际气价高企挤出需求，疫情压制下游需求并影响施工，公司22年天然气用户净增69万户，较去年新增量减少一半。22年公司管道气销量40.9亿方（同比+1.7%），天然气批发量3.3亿方（同比-12.2%），LPG批发量57.6万吨，与上年基本持平。其中，管道气业务毛利率下降至8.2%（同比-6.4pcts），而批发业务毛利率上升至10.1%（同比+8.3pcts）。售气结构方面，城燃销量33.3亿方（同比+8.3%），电厂销量10.9（同比-17.5%），主因发电成本与电价倒挂。

1Q23 用气需求修复，海外长协启动保障气源供应。1)需求端：宏观经济复苏及国际气价下行驱动用气需求修复，公司1Q23售气量11.9亿方（同比+9.8%）；分地区看，深圳地区管道气销量5.5亿方（同比+18.9%），贡献主要增量。2)供应端：全资子公司与碧辟中国签订的10年天然气采购合同从23年开始执行，执行量为22.5万吨/年；此外，公司还与广东大鹏公司、中石油签订有长期合同、拥有LNG储罐和码头及迭福LNG接收站准入资格，且首艘LNG运输船“大鹏公主”号已于年初交付使用，未来可受益于多气源优势。

光伏胶膜业绩短期承压，但长期景气度可期。斯威克22年实现收入63.7亿（同比+65.8%）；实现净利2.2亿（同比-8.0%）。其中，4Q22实现净利润-1.8亿（同比-188.8%），主受22年底需求遇冷叠加市场恐慌导致光伏产业链价格全线大跌影响。全面放开后光伏新增装机有望放量，23年胶膜业绩或重回增长通道。

盈利预测、估值与评级

23年国际气价下行且国内经济复苏，毛差较高的工商业用气需求有望改善；但22年深圳下调居民气价，预计整体售气毛差将稳步回升。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润13.2/15.4/19.5亿元，EPS分别为0.46/0.54/0.68元，公司股票现价对应PE估值分别为15倍、13倍和10倍，维持“增持”评级。

风险提示

上游价格波动超预期；光伏、燃气下游需求不及预期风险等。

石油化工组

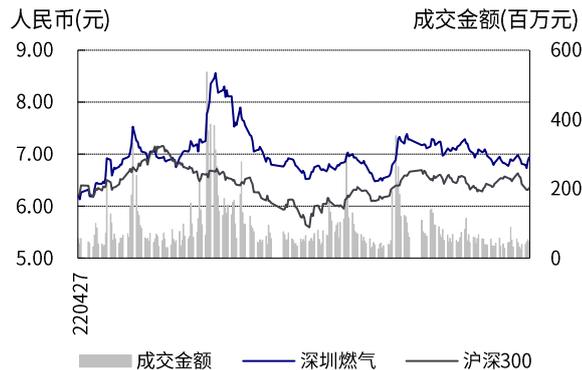
分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.94元

相关报告：

- 《迎峰度夏、售气降幅收窄，胶膜业务维持高增-深圳燃气三季报点评》，2022.10.30
- 《上游高气价影响短期业绩，胶膜业务高增-深圳燃气中报点评》，2022.8.28
- 《售气量增加，光伏胶膜业务拓展顺利-深圳燃气2021年报及20...》，2022.4.28



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	21,415	30,062	32,827	35,037	37,314
营业收入增长率	42.62%	40.38%	9.20%	6.73%	6.50%
归母净利润(百万元)	1,354	1,222	1,321	1,539	1,948
归母净利润增长率	2.46%	-9.72%	8.10%	16.51%	26.52%
摊薄每股收益(元)	0.471	0.425	0.459	0.535	0.677
每股经营性现金流净额	0.48	0.59	1.06	1.11	1.32
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.95%	9.30%	9.44%	10.21%	11.75%
P/E	18.76	15.39	15.11	12.97	10.25
P/B	2.05	1.43	1.43	1.32	1.20

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	15,015	21,415	30,062	32,827	35,037	37,314
增长率		42.6%	40.4%	9.2%	6.7%	6.5%
主营业务成本	-11,144	-17,178	-25,658	-28,000	-29,733	-31,294
%销售收入	74.2%	80.2%	85.4%	85.3%	84.9%	83.9%
毛利	3,871	4,236	4,404	4,827	5,304	6,020
%销售收入	25.8%	19.8%	14.6%	14.7%	15.1%	16.1%
营业税金及附加	-71	-83	-92	-98	-105	-112
%销售收入	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,525	-1,473	-1,528	-1,805	-1,927	-2,052
%销售收入	10.2%	6.9%	5.1%	5.5%	5.5%	5.5%
管理费用	-258	-274	-310	-427	-455	-485
%销售收入	1.7%	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-242	-382	-611	-657	-701	-746
%销售收入	1.6%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
息税前利润 (EBIT)	1,775	2,024	1,863	1,840	2,116	2,624
%销售收入	11.8%	9.4%	6.2%	5.6%	6.0%	7.0%
财务费用	-192	-170	-404	-224	-205	-162
%销售收入	1.3%	0.8%	1.3%	0.7%	0.6%	0.4%
资产减值损失	-186	-188	-131	0	0	0
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	0
投资收益	159	122	225	170	170	170
%税前利润	9.5%	6.7%	13.6%	9.5%	8.2%	6.5%
营业利润	1,662	1,847	1,632	1,786	2,080	2,632
营业利润率	11.1%	8.6%	5.4%	5.4%	5.9%	7.1%
营业外收支	22	-13	25	0	0	0
税前利润	1,684	1,834	1,657	1,786	2,080	2,632
利润率	11.2%	8.6%	5.5%	5.4%	5.9%	7.1%
所得税	-302	-294	-251	-286	-333	-421
所得税率	17.9%	16.0%	15.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,382	1,540	1,406	1,500	1,747	2,211
少数股东损益	61	186	184	179	208	263
归属于母公司的净利润	1,321	1,354	1,222	1,321	1,539	1,948
净利率	8.8%	6.3%	4.1%	4.0%	4.4%	5.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,382	1,540	1,406	1,500	1,747	2,211
少数股东损益	61	186	184	179	208	263
非现金支出	1,044	1,107	1,421	1,206	1,284	1,434
非经营收益	-16	93	54	192	129	115
营运资金变动	603	-1,370	-1,175	145	30	25
经营活动现金净流	3,012	1,371	1,707	3,043	3,190	3,785
资本开支	-858	-2,181	-2,593	-1,631	-2,000	-1,400
投资	-438	-2,110	-615	8	0	0
其他	486	261	301	170	170	170
投资活动现金净流	-810	-4,030	-2,907	-1,452	-1,830	-1,230
股权募资	29	53	355	0	0	0
债权募资	-2,487	-4,435	-4,761	-188	623	-177
其他	1,157	6,162	6,008	-764	-759	-745
筹资活动现金净流	-1,301	1,780	1,603	-952	-136	-922
现金净流量	895	-885	371	638	1,224	1,633

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,891	3,184	3,295	3,909	5,116	6,736
应收款项	957	3,716	4,079	6,562	7,003	7,459
存货	355	1,396	2,265	1,918	2,037	2,143
其他流动资产	769	947	1,032	1,115	1,171	1,223
流动资产	5,971	9,244	10,671	13,504	15,327	17,561
%总资产	23.4%	27.1%	27.9%	32.6%	34.9%	38.1%
长期投资	1,893	1,755	1,832	1,834	1,834	1,834
固定资产	14,205	16,324	18,493	18,932	19,500	19,229
%总资产	55.7%	47.9%	48.4%	45.7%	44.4%	41.7%
无形资产	3,104	5,475	6,078	6,189	6,341	6,583
非流动资产	19,543	24,852	27,530	27,887	28,603	28,569
%总资产	76.6%	72.9%	72.1%	67.4%	65.1%	61.9%
资产总计	25,514	34,096	38,201	41,391	43,930	46,130
短期借款	1,807	2,229	6,140	4,981	4,104	1,927
应付款项	3,117	5,713	6,005	6,596	7,005	7,375
其他流动负债	5,272	8,439	9,016	10,798	11,036	11,303
流动负债	10,195	16,382	21,161	22,375	22,145	20,606
长期贷款	142	272	679	1,679	3,179	5,179
其他长期负债	2,725	3,374	967	909	891	879
负债	13,062	20,029	22,807	24,963	26,215	26,664
普通股股东权益	11,819	12,363	13,149	14,004	15,083	16,571
其中：股本	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
未分配利润	5,047	5,676	6,387	7,248	8,327	9,814
少数股东权益	633	1,705	2,246	2,424	2,632	2,895
负债股东权益合计	25,514	34,096	38,201	41,391	43,930	46,130

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.459	0.471	0.425	0.459	0.535	0.677
每股净资产	4.108	4.297	4.571	4.868	5.243	5.760
每股经营现金净流	1.047	0.476	0.593	1.058	1.109	1.316
每股股利	0.180	0.210	0.160	0.160	0.160	0.160
回报率						
净资产收益率	11.18%	10.95%	9.30%	9.44%	10.21%	11.75%
总资产收益率	5.18%	3.97%	3.20%	3.19%	3.50%	4.22%
投入资本收益率	8.70%	9.01%	6.97%	6.56%	6.98%	8.16%
增长率						
主营业务收入增长率	7.06%	42.62%	40.38%	9.20%	6.73%	6.50%
EBIT 增长率	27.80%	14.00%	-7.94%	-1.26%	15.02%	24.04%
净利润增长率	24.92%	2.46%	-9.72%	8.10%	16.51%	26.52%
总资产增长率	9.90%	33.64%	12.04%	8.35%	6.14%	5.01%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.7	30.7	31.4	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	13.4	18.6	26.0	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	71.1	65.4	60.6	60.0	60.0	60.0
固定资产周转天数	300.4	233.4	178.0	162.3	150.7	158.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.55%	7.79%	22.82%	16.74%	12.23%	1.90%
EBIT 利息保障倍数	9.3	11.9	4.6	8.2	10.3	16.2
资产负债率	51.20%	58.74%	59.70%	60.31%	59.67%	57.80%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-08-27	增持	11.00	N/A
2	2022-04-28	增持	6.35	N/A
3	2022-08-28	增持	8.11	N/A
4	2022-10-30	增持	6.52	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街 26 号
新闻大厦 8 层南侧

深圳
电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
嘉里建设广场 T3-2402