

深圳燃气 (601139.SH)

增持 (维持评级)

售气量与毛差改善，胶膜业绩仍承压

业绩简评

8月28日晚间公司发布23年半年报，1H23实现营收152.2亿元，同比+2.9%；实现归母净利润6.5亿元，同比+20.6%。2Q23实现营收76.5亿元，同比-4.6%；实现归母净利润3.9亿元，同比+25.3%。

经营分析

广东电厂用气需求改善，1H23公司售气量同比+9.8%。1H23公司管道气用户净增60万户，较去年同期+38万户；管道气销量23.3亿方（同比+19.1%），批发气销量2.0亿方（同比-9.1%）；受“瓶改管”和LPG库区大修等因素影响，1H23公司LPG批发销售量17.7万吨（同比-35.6%）。分用户看，电厂销量6.8（同比+56.1%、2年CAGR为-3.1%），主因2Q23广东气温回归常年平均、来水偏枯使火电需求旺盛且采购成本回落；城燃销量18.5亿方（同比+6.4%）。分地区看，深圳管道气销量13.2亿方（同比+26.7%），主因发电用气需求修复；异地管道气销量10.1亿方（同比+10.4%），为城燃售气贡献主要增量。

产业链一体化保障气源供应，公司售气毛差修复。公司布局产业链一体化，子公司与碧辟中国签订的购气长约从23年开始执行（22.5万吨/年）；另与广东大鹏公司、中石油签有长期合同，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”号已交付使用。23年截至目前LNG平均到岸价约3.24元/方，略低于广东中石油淡季非管制气合同价。受益于气源多元化布局，公司管道气毛利率环比22年底+0.6pct。

1H23光伏胶膜业绩承压，下半年有望边际改善。3Q22以来，光伏胶膜随EVA粒子市场价格同向下行，斯威克出货量同比+17.4%而营收和净利分别-15.5%、-72.2%。2H23伴随高价存货出清、光伏行业景气度维持，斯威克盈利能力有望回升。此外，公司计划分拆斯威克上市、募投项目为年产3亿平的光伏封装胶膜产线。22年斯威克光伏封装胶膜产品市占率全球第二，分拆上市有望增强品牌效应、巩固竞争优势，带动光伏胶膜业务营收持续增长。

盈利预测、估值与评级

23年国际气价下行、疫情管控影响消退，公司净增管道气用户数、售气量回升；光伏胶膜业绩承压，下半年有望边际改善。我们预计公司2023~2025年分别实现归母净利润15.8/19.2/21.2亿元，EPS分别为0.55/0.67/0.74元，公司股票现价对应PE估值分别为13倍、11倍和10倍，维持“增持”评级。

风险提示

上游价格波动超预期；光伏胶膜、燃气下游需求不及预期风险等

石油化工组

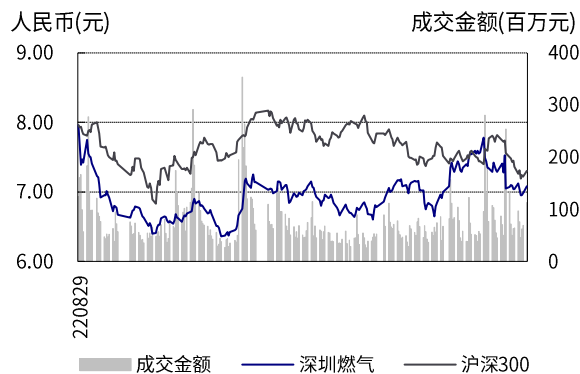
分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.08元

相关报告：

- 《深圳燃气公司点评：售气量修复显韧性，胶膜业绩暂承压》，2023.4.28
- 《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



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	31,977	33,777	35,784
营业收入增长率	42.62%	40.38%	6.37%	5.63%	5.94%
归母净利润(百万元)	1,354	1,222	1,577	1,918	2,117
归母净利润增长率	2.46%	-9.72%	29.05%	21.62%	10.34%
摊薄每股收益(元)	0.471	0.425	0.548	0.667	0.736
每股经营性现金流净额	0.48	0.59	1.82	1.28	1.43
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.95%	9.30%	11.06%	12.21%	12.18%
P/E	18.76	15.39	12.91	10.62	9.62
P/B	2.05	1.43	1.43	1.30	1.17

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑斯威克分拆上市影响

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	31,977	33,777	35,784
增长率		42.6%	40.4%	6.4%	5.6%	5.9%
主营业务成本	-11,144	-17,178	-25,658	-26,839	-28,029	-29,601
%销售收入	74.2%	80.2%	85.4%	83.9%	83.0%	82.7%
毛利	3,871	4,236	4,404	5,137	5,748	6,183
%销售收入	25.8%	19.8%	14.6%	16.1%	17.0%	17.3%
营业税金及附加	-71	-83	-92	-96	-101	-107
%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	-1,599	-1,689	-1,789
%销售收入	10.2%	6.9%	5.1%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	-258	-274	-310	-480	-507	-537
%销售收入	1.7%	1.3%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-242	-382	-611	-735	-777	-823
%销售收入	1.6%	1.8%	2.0%	2.3%	2.3%	2.3%
息税前利润 (EBIT)	1,775	2,024	1,863	2,228	2,674	2,927
%销售收入	11.8%	9.4%	6.2%	7.0%	7.9%	8.2%
财务费用	-192	-170	-404	-116	-102	-86
%销售收入	1.3%	0.8%	1.3%	0.4%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-186	-188	-131	-150	-150	-150
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%	8.0%	6.6%	5.9%
营业利润	1,662	1,847	1,632	2,132	2,592	2,861
营业利润率	11.1%	8.6%	5.4%	6.7%	7.7%	8.0%
营业外收支	22	-13	25	0	0	0
税前利润	1,684	1,834	1,657	2,132	2,592	2,861
利润率	11.2%	8.6%	5.5%	6.7%	7.7%	8.0%
所得税	-302	-294	-251	-341	-415	-458
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	1,791	2,178	2,403
少数股东损益	61	186	184	213	259	286
归属于母公司的净利润	1,321	1,354	1,222	1,577	1,918	2,117
净利率	8.8%	6.3%	4.1%	4.9%	5.7%	5.9%

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	1,791	2,178	2,403
少数股东损益	61	186	184	213	259	286
非现金支出	1,044	1,107	1,421	1,355	1,476	1,668
非经营收益	-16	93	54	43	11	-1
营运资金变动	603	-1,370	-1,175	2,047	27	39
经营活动现金净流	3,012	1,371	1,707	5,235	3,691	4,109
资本开支	-858	-2,181	-2,593	-1,483	-3,100	-2,500
投资	-438	-2,110	-615	-7	-20	-20
其他	486	261	301	170	170	170
投资活动现金净流	-810	-4,030	-2,907	-1,320	-2,950	-2,350
股权募资	29	53	355	0	0	0
债权募资	-2,487	-4,435	-4,761	-2,774	88	-908
其他	1,157	6,162	6,008	-656	-641	-630
筹资活动现金净流	-1,301	1,780	1,603	-3,430	-554	-1,538
现金净流量	895	-885	371	485	188	221

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	3,756	3,926	4,134
应收款项	957	3,716	4,079	6,280	6,633	7,028
存货	355	1,396	2,265	1,838	1,920	2,027
其他流动资产	769	947	1,032	1,117	1,156	1,207
流动资产	5,971	9,244	10,671	12,991	13,635	14,397
%总资产	23.4%	27.1%	27.9%	31.9%	31.7%	32.3%
长期投资	1,893	1,755	1,832	1,849	1,869	1,889
固定资产	14,205	16,324	18,493	18,782	20,165	20,674
%总资产	55.7%	47.9%	48.4%	46.2%	47.0%	46.4%
无形资产	3,104	5,475	6,078	6,290	6,536	6,864
非流动资产	19,543	24,852	27,530	27,670	29,314	30,167
%总资产	76.6%	72.9%	72.1%	68.1%	68.3%	67.7%
资产总计	25,514	34,096	38,201	40,661	42,949	44,563
短期借款	1,807	2,229	6,140	2,595	2,083	675
应付款项	3,117	5,713	6,005	6,396	6,682	7,057
其他流动负债	5,272	8,439	9,016	12,540	12,756	12,973
流动负债	10,195	16,382	21,161	21,532	21,520	20,704
长期贷款	142	272	679	1,479	2,079	2,579
其他长期负债	2,725	3,374	967	932	915	902
负债	13,062	20,029	22,807	23,943	24,514	24,185
普通股股东权益	11,819	12,363	13,149	14,259	15,717	17,374
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	7,504	8,962	10,618
少数股东权益	633	1,705	2,246	2,459	2,718	3,004
负债股东权益合计	25,514	34,096	38,201	40,661	42,949	44,563

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	0.459	0.471	0.425	0.548	0.667	0.736
每股净资产	4.108	4.297	4.571	4.957	5.464	6.039
每股经营现金净流	1.047	0.476	0.593	1.820	1.283	1.428
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%	11.06%	12.21%	12.18%
总资产收益率	5.18%	3.97%	3.20%	3.88%	4.47%	4.75%
投入资本收益率	8.70%	9.01%	6.97%	8.80%	9.74%	10.20%
增长率						
主营业务收入增长率	7.06%	42.62%	40.38%	6.37%	5.63%	5.94%
EBIT 增长率	27.80%	14.00%	-7.94%	19.57%	20.04%	9.44%
净利润增长率	24.92%	2.46%	-9.72%	29.05%	21.62%	10.34%
总资产增长率	9.90%	33.64%	12.04%	6.44%	5.63%	3.76%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.7	30.7	31.4	40.0	40.0	40.0
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	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	300.4	233.4	178.0	166.6	166.8	174.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.55%	7.79%	22.82%	1.90%	1.28%	-4.32%
EBIT 利息保障倍数	9.3	11.9	4.6	19.2	26.3	34.1
资产负债率	51.20%	58.74%	59.70%	58.88%	57.08%	54.27%

来源：公司年报、国金证券研究所。注：暂不考虑斯威克分拆上市的影响

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

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806