

## 2020年报&2021一季报点评:业绩稳健增长,产业链上下游一体化初现成效

买入 (维持)

2021年04月28日

证券分析师 袁理

执业证号: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	15,015	17,369	19,071	20,402
同比 (%)	7.1%	15.7%	9.8%	7.0%
归母净利润 (百万元)	1,321	1,560	1,790	1,906
同比 (%)	24.9%	18.0%	14.8%	6.5%
每股收益 (元/股)	0.46	0.54	0.62	0.66
P/E (倍)	14.80	12.54	10.93	10.26

### 投资要点

- **事件:** 2020年公司实现营业收入150.15亿元,同增7.06%;归母净利润13.21亿元,同增24.92%;扣非归母净利润12.26亿元,同增18.73%,符合我们的预期。公司每10股派发现金红利2.10元(含税),分红比例45.72%。2021年Q1公司实现营业收入43.52亿元,同增53.6%;归母净利润2.87亿元,同增32.2%;扣非归母净利润2.83亿元,同增30.15%。
- **海气接入&管道气降价贡献突出,天然气批发表现亮眼。**2020年公司综合毛利率达到25.78%,同升4.26pct。分板块来看,1) **城燃板块**营收108.62亿元,同增1.79%,毛利率同升4.53pct至28.81%,毛利率大幅提升主要系管道燃气上游气源成本淡季基准下浮及海气降本增效所致;2) **上游资源**板块营收31.98亿元,同增1.39%,毛利率同升4.78pct至15.46%,主要贡献来自全年华安码头&大鹏TUA采购的26船LNG,海气接入保障气量供应拉升批发毛差。3) **综合能源**板块实现营收6.56亿元,毛利率达12.54%,强化清洁能源综合运营,气电协同初见成效。4) **智慧服务等**实现营收2.99亿元,同增48.82%,毛利率同升9.71pct至55.09%,智慧服务战略正式提出,后续将陆续强化增值及信息化服务。
- **非深圳地区气量增长良好,天然气批发量高增126.61%。**2020年公司管道天然气销售量32.97亿方,其中电厂售气量10.91亿方,同增12.24%,非深圳地区销售量11.87亿方,同增26.82%,保持良好增长态势;天然气批发销售量5.62亿方,同比高增126.61%。
- **期间费用率上升2.46pct至14.76%。**2020年公司销售、管理、研发、财务费用率分别上升2.37pct、上升0.15pct、下降0.05pct、下降0.01pct至10.15%、1.72%、1.61%、1.28%。
- **现金流稳健,分红比例领先。**2020年公司1)经营活动现金流净额30.28亿元,同比增加23.81%;2)投资活动现金流净额-8.1亿元,同比增加63.98%;3)筹资活动现金流净额-13.01亿元,同比减少710.55%;分红比例达45.72%位列行业前列,良好的负债率及充裕的现金流有望支撑公司长期良好的派息水平。
- **强化清洁能源综合运营,持续推动产业链上下游一体化。**公司依托区位及核心资产优势,未来将加速拓展上下游一体化推进产业链整合。在华安LNG码头及广东大鹏基础上,积极拓展上游气源供应,陆续向国家官网公司申请窗口期,保障下游稳定增长的天然气需求,同时开拓综合能源及智慧服务业务,有望为公司中长期业绩增长提供良好支撑,加快向清洁能源综合运营商转型。
- **盈利预测:**考虑到气价波动及LNG码头产能爬坡情况,我们调整2021-2022年归母净利润预测为15.60/17.90亿元,预计2023年归母净利润19.06亿元,对应2021-2023年EPS分别为0.54/0.62/0.66元,当前市值对应2021-2023年PE13/11/10倍,维持“买入”评级。
- **风险提示:**LNG/LPG/管道天然气价格波动风险,下游客户售气量不达预期,项目投产不达预期,汇率波动风险。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	6.80
一年最低/最高价	6.11/8.50
市净率(倍)	1.61
流通A股市值(百万元)	19561.77

### 基础数据

每股净资产(元)	4.23
资产负债率(%)	50.35
总股本(百万股)	2876.77
流通A股(百万股)	2876.73

### 相关研究

- 1、《深圳燃气(601139):20Q3单季归母增33.97%环比改善,盈利能力持续提升》2020-10-28
- 2、《深圳燃气(601139):20Q2业绩增速环比上升32.7pct,天然气批发带动量利齐升》2020-08-24

### 事件:

2020 年公司实现营业收入 150.15 亿元, 同比增长 7.06%; 归母净利润 13.21 亿元, 同比增长 24.92%; 扣非归母净利润 12.26 亿元, 同比增长 18.73%, 符合我们的预期; 加权平均 ROE 同比提高 1.08pct, 至 11.55%。公司每 10 股派发现金红利 2.10 元 (含税), 分红比例达 45.72%。2021 年一季度, 公司实现营业收入 43.52 亿元, 同增 53.6%; 归母净利润 2.87 亿元, 同增 32.2%; 扣非归母净利润 2.83 亿元, 同增 30.15%。

## 1. 海气接入&管道气降价贡献突出, 综合毛利率提升 4.26pct

**海气&管道气降价贡献突出, 归母净利润同增 24.92%。** 2020 年公司实现营业收入 150.15 亿元, 同增 7.06%; 归母净利润 13.21 亿元, 同增 24.92%; 扣非归母净利润 12.26 亿元, 同增 18.73%; 公司综合毛利率达到 25.78%, 同比上升 4.26pct。分板块来看, **1) 城市燃气板块**实现营收 108.62 亿元, 同比增加 1.79%, 毛利率同比提升 4.53pct 至 28.81%。其中管道燃气实现营收 8.23 亿元, 同比下降 1.95%, 毛利率同比提升 5.73pct 至 27.60%, 管道燃气收入受工商业气价调整有所下滑, 但受益于成本下降毛利率迎来较大幅度上升; 燃气工程及材料实现营收 2.63 亿元, 同比增加 15.56%, 毛利率同比下降 0.55pct 至 32.60%, 主要系城中村公司大力推动城中村改造及工商业用户拓展所致; **2) 上游资源板块**实现营收 31.98 亿元, 同比增长 1.39%, 毛利率同比提升 4.78pct 至 15.46%; 其中天然气批发实现营收 12.61 亿元, 同比高增 90.02%, 毛利率同比上升 5.96pct 至 23.96%, 主要受益于 2020 年从华安码头及大鹏 TUA 采购的 26 船 LNG, 保障气量供应的同时增加毛差提升盈利能力; 石油气批发实现营收 15.02 亿元, 同比减少 24.48%, 毛利率同比下降 0.24pct 至 1.68%。**3) 综合能源板块**实现营收 6.56 亿元, 毛利率达 12.54%, 2020 年, 公司控股深燃热电首次进军热电联产领域, 强化清洁能源综合运营, 气电协同初见成效。深燃热电全年天然气用气量 3.20 亿立方米, 同比增长 96.20%, 发电量 14.16 亿千瓦时, 同比增长 96.94%, 供热量 13.17 万吨, 同比增长 62.04%, 毛利贡献增量达 0.82 亿元; **4) 智慧服务和其他业务**实现营收 2.99 亿元, 同比增加 48.82%, 毛利率同比上升 9.71pct 至 55.09%。

**深圳外地区气量保持良好增长态势, 天然气批发量高增 126.61%。** 2020 年, 公司天然气销售量达到 38.58 亿立方米, 同比增长 22.36%。**1) 管道天然气:** 2020 年公司管道天然气销售量 32.97 亿立方米, 同比增长 13.49%。**a. 深圳地区:** 管道天然气销售量 21.10 亿立方米, 同比增长 7.16%, 其中电厂天然气销售量为 10.91 亿立方米, 同比增长 12.24%。**b. 非深圳地区:** 深圳以外地区管道天然气销售量 11.87 亿立方米, 同比增长 26.82%。截至 2020 年底, 公司管道气用户 436 万户, 净增 57 万户。其中, 深圳地区 262 万户, 净增 33 万户; 深圳以外地区 174 万户, 净增 24 万户。**2) 天然气批发:** 2020 年公司天然气批发销售 5.62 亿立方米, 同比增长 126.61%。**3) 液化石油气:** 由于受到城中村管道

天然气改造影响,2020 年公司实现液化石油气批发和零售 55.88 万吨,同比下降 14.31%。

**期间费用率上升 2.46pct 至 14.76%。**2020 年公司期间费用同比增长 28.48%至 22.16 亿元,期间费用率上升 2.46pct 至 14.76%。其中,销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 39.58%、增加 17.65%、增加 4.11%、增加 5.91%至 15.25 亿元、2.58 亿元、2.42 亿元、1.92 亿元;销售、管理、研发、财务费用率分别上升 2.37pct、上升 0.15pct、下降 0.05pct、下降 0.01pct 至 10.15%、1.72%、1.61%、1.28%。

**2021 年一季度归母净利润同增 32.2%，气量恢复良好。**2021 年一季度,公司实现营业收入 43.52 亿元,同增 53.6%,归母净利润 2.87 亿元,同增 32.2%;扣非归母净利润 2.83 亿元,同增 30.15%。其中,实现天然气销售收入 27.89 亿元,同增 33.90%;液化石油气批发销售收入为 5.55 亿元,同增 42.02%。天然气销售量为 10.05 亿立方米,同增 37.30%,其中电厂天然气销售量为 2.08 亿立方米,同增 34.19%,非电厂天然气销售量 7.97 亿立方米,同增 38.13%。

## 2. 营运效率提高, ROE 提升 1.08pct

**资产负债率略有上升,营运效率提高。**2020 年公司资产负债率为 51.2%,同比上升 1.01pct。2020 年公司应收账款同比增长 16.79%至 7.82 亿元,应收账款周转天数同比增加 3.19 天至 17.41 天;存货同比减少 23.93%至 3.55 亿元,存货周转天数同比减少 2.85 天至 13.26 天;应付账款同比增长 7.83%至 22.53 亿元,应付账款周转天数同比增加 7.3 天至 70.15 天,使净营业周期同比减少 6.97 天至-39.48 天。

**净利率提升&杠杆加大带动 ROE 同比增长 1.08pct。**2020 年公司加权平均净资产收益率同比上升 1.08pct 至 11.55%。对 ROE 采用杜邦分析可得,2020 年公司销售净利率为 9.2%,同比上升 1.3pct,总资产周转率为 0.62 (次),同比下降 0.04 (次),权益乘数从 2019 年的 2.12 上升至 2020 年的 2.13。

## 3. 现金流保持稳健, 分红比例领先

**现金流稳健, 分红比例领先。**2020 年公司实现, 1) 经营活动现金流净额 30.28 亿元, 同比增加 23.81%; 2) 投资活动现金流净额-8.1 亿元, 同比增加 63.98%; 3) 筹资活动现金流净额-13.01 亿元, 同比减少 710.55%。2020 年公司每 10 股派发现金红利 2.10 元(含税), 分红比例达 45.72%位列行业前列, 同时良好的负债率及充裕的现金流有望支撑公司长期良好的派息水平。

#### 4. 持续推动产业链上下游一体化，打造一流清洁能源供应商

**产业链上下游一体化拓展支撑中长期稳健发展。**公司经营业务涵盖了气源供应到终端销售的全部环节，建立了集资源采购、接收、储运、销售一体化的 LNG（液化天然气）和 LPG（液化石油气）产业链，依托区位优势，未来将加速拓展上下游一体化，推进产业链整合。公司在华安 LNG 码头及广东大鹏基础上，积极拓展上游气源供应，陆续向国家官网公司申请窗口期使用，保障下游稳定增长的天然气需求，同时开拓综合能源及智慧服务业务，有望为公司中长期业绩增长提供良好支撑，加快向清洁能源综合运营商转型。

**海气供应能力近半量利齐增，业绩弹性大。**年周转量 10 亿  $m^3$  的 LNG 接收站已于 2019 年 8 月顺利试投产，预计 2021 年 LNG 接收站及广东大鹏海气将占深圳地区供应能力的 48.14%。测算接收站 20%/50%/100%产能利用率下气源成本为 1.95/1.77/1.71 元/ $m^3$ ，中性情景下电厂的毛利可分别增加 79.92%/104.15%/129.27%，毛利率提升 5.3/6.9/8.6pct，达到行业平均水平，大幅提升电厂发电积极性。而用气成本下降幅度更大，LNG 气源满负荷部分电厂毛差（含税）从 0.18 元/ $m^3$ 增至 0.39 元/ $m^3$ 。LNG 贸易批发业务价差（不含税）高达 0.85/1.01/1.07 元/ $m^3$ ，预计可新增净利润 0.46/1.52/3.21 亿元。综合考虑电厂&贸易业务带来的量利齐升，合计贡献净利润 0.71/2.41/5.03 亿元，占 2020 年公司归母净利润的 5.4%/18.2%/37.9%，业绩弹性显著。

**预计资本开支高峰度过，ROE 回升至前期较高水平。**2015 年起 LNG 接收站资本开支加大，随着接收站等固定资产逐步投运，公司 ROE 有望回升前期较高水平。2020 年公司加权平均净资产收益率同比上升 1.08pct 至 11.55%。

**盈利预测：**考虑到气价波动及 LNG 码头产能爬坡情况，我们调整 2021-2022 年归母净利润预测为 15.60/17.90 亿元，预计 2023 年归母净利润 19.06 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.54/0.62/0.66 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 13/11/10 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**LNG/LPG/管道天然气价格波动风险，下游客户售气量不达预期，项目投产不达预期，汇率波动风险

深圳燃气三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>5,971</b>	<b>7,189</b>	<b>9,989</b>	<b>13,809</b>	<b>营业收入</b>	<b>15,015</b>	<b>17,369</b>	<b>19,071</b>	<b>20,402</b>
现金	3,891	4,717	7,542	11,054	减:营业成本	11,144	13,166	14,418	15,363
应收账款	782	898	947	1,026	营业税金及附加	71	69	86	102
存货	355	615	447	685	营业费用	1,525	1,650	1,812	1,948
其他流动资产	943	959	1,053	1,045	管理费用	258	243	267	296
<b>非流动资产</b>	<b>19,543</b>	<b>21,017</b>	<b>21,822</b>	<b>22,226</b>	研发费用	242	226	238	265
长期股权投资	304	301	298	295	财务费用	192	153	81	110
固定资产	12,357	14,031	14,997	15,576	资产减值损失	82	76	94	95
在建工程	1,848	1,667	1,485	1,301	加:投资净收益	159	159	159	159
无形资产	1,304	1,318	1,370	1,412	其他收益	49	0	0	0
其他非流动资产	3,731	3,701	3,671	3,642	资产处置收益	55	19	23	24
<b>资产总计</b>	<b>25,514</b>	<b>28,206</b>	<b>31,811</b>	<b>36,036</b>	<b>营业利润</b>	<b>1,662</b>	<b>1,966</b>	<b>2,260</b>	<b>2,408</b>
<b>流动负债</b>	<b>10,195</b>	<b>12,281</b>	<b>14,866</b>	<b>18,014</b>	加:营业外净收支	22	22	22	22
短期借款	1,157	1,157	1,157	1,157	<b>利润总额</b>	<b>1,684</b>	<b>1,987</b>	<b>2,282</b>	<b>2,430</b>
应付账款	2,253	2,878	2,741	3,246	减:所得税费用	302	356	409	436
其他流动负债	6,785	8,247	10,968	13,612	少数股东损益	61	72	82	87
<b>非流动负债</b>	<b>2,867</b>	<b>2,446</b>	<b>2,089</b>	<b>1,684</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,321</b>	<b>1,560</b>	<b>1,790</b>	<b>1,906</b>
长期借款	2,106	1,684	1,328	923	EBIT	1,776	2,054	2,267	2,295
其他非流动负债	761	761	761	761	EBITDA	2,634	2,811	3,129	3,240
<b>负债合计</b>	<b>13,062</b>	<b>14,727</b>	<b>16,955</b>	<b>19,699</b>	<b>重要财务与估值指标</b>				
少数股东权益	633	705	787	874	每股收益(元)	0.46	0.54	0.62	0.66
归属母公司股东权益	11,819	12,774	14,069	15,463	每股净资产(元)	4.11	4.44	4.89	5.37
<b>负债和股东权益</b>	<b>25,514</b>	<b>28,206</b>	<b>31,811</b>	<b>36,036</b>	发行在外股份(百万股)	2877	2877	2877	2877
					ROIC(%)	14.6%	17.8%	24.4%	36.9%
					ROE(%)	11.1%	12.1%	12.6%	12.2%
					毛利率(%)	25.8%	24.2%	24.4%	24.7%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	销售净利率*(%)	8.8%	9.0%	9.4%	9.3%
经营活动现金流	3,028	4,285	5,225	5,695	资产负债率(%)	51.2%	52.2%	53.3%	54.7%
投资活动现金流	-810	-2,052	-1,482	-1,165	收入增长率(%)	7.1%	15.7%	9.8%	7.0%
筹资活动现金流	-1,301	-1,407	-918	-1,019	净利润增长率(%)	24.6%	18.0%	14.8%	6.5%
现金净增加额	911	826	2,825	3,511	P/E	14.80	12.54	10.93	10.26
折旧和摊销	857	758	862	945	P/B	1.66	1.53	1.39	1.27
资本开支	978	1,477	807	407	EV/EBITDA	7.78	6.79	5.12	3.76
营运资本变动	599	1,923	2,594	2,831					

销售净利率\*=归属母公司股东的净利润/营业总收入=销售净利率 x 归属公司股东的净利润占比

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也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报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>