

深圳燃气 (601139)

2021 年年报&22 年一季报点评：积极改善城燃压力，综合能源布局成效显现

买入（维持）

2022 年 04 月 30 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书：S0600120100018

zhaomn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	21,415	27,167	29,790	31,786
同比	43%	27%	10%	7%
归属母公司净利润（百万元）	1,354	1,411	1,758	2,067
同比	2%	4%	25%	18%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.47	0.49	0.61	0.72
P/E（现价&最新股本摊薄）	13.62	13.07	10.49	8.92

投资要点

- **事件**：2021 年公司实现营收 214.15 亿元，同增 42.62%；归母净利润 13.54 亿元，同增 2.46%，低于我们的预期；2022Q1 实现营收 67.86 亿元，同增 55.92%；归母净利润 2.27 亿元，同减 21.04%。
- **并购斯威克&气量增长带动收入高增，气源价格上行拉低毛利率**。2021 年公司收入高增系天然气销量增加及收购斯威克所贡献。2021 年 9 月斯威克纳入合并报表，9-12 月收入 17.34 亿元，净利润 1.90 亿元，剥离斯威克贡献，2021 年公司营收 196.80 亿元，同增 31.07%。2021 年公司毛利率同降 6pct 至 19.78%，主要系 2021 年全球天然气消费量高增，供应紧张推动国际天然气价格大幅上涨，公司毛差受影响所致。分业务来看，1) **城市燃气板块**：收入 130.52 亿元，同增 24.73%，毛利率同降 7.18pct 至 21.47%；2) **燃气资源板块**：收入 34.73 亿元，同增 35.51%，毛利率同降 8.14pct 至 3.71%。3) **综合能源板块**：收入 25.07 亿元，同增 309.59%，毛利率同升 6.35pct 至 16.17%。4) **智慧服务板块**：收入 20.71 亿元，同增 82.74%，毛利率同升 2.23pct 至 42.12%。
- **新增工商用户和电厂用气量创新高，省外地区快速拓展**。2021 年公司天然气销量 44.01 亿方，同增 14.05%，代输量 8.11 亿方，同增 117%。1) **管道天然气**：2021 年管道气销量 40.24 亿方，同增 22.01%。a. **深圳**：城燃销量 10.40 亿方，同增 10.51%；电厂销量 13.24 亿方，同增 21.36%。b. **非深圳**：深圳外地区城燃销量 16.60 亿方，同增 31.27%。
- **海气陆气双管齐下，积极应对气源压力**。1) **加签长协，现货为辅**。a. 公司拥有 1 座 8 万方的 LNG 储罐，1 座 5 万吨级 LNG 码头，年周转能力 80 万吨，建立 7 天的城镇燃气应急储备气源。b. 2021 年 7 月签订 12 年广东大鹏 LNG 代加工权益相关的进口 LNG 合同，采购气量 27 万吨/年；c. 2021 年 10 月与碧辟（中国）签订 10 年天然气采购合同，合同气量：2023-2024 年 22.5 万吨/年，2025-2032 年 30 万吨/年。d. 拥有 2 座 8 万立方米的 LPG 储罐，年周转能力 96 万吨。2) **与中石油签订稳产期年供应量 40 亿方的采购协议提升气源自主性**。此外，政策推动天然气上下游价格联动机制，上游气源压力实现向下游实现顺价。
- **并表斯威克落地光伏电站，推进综合能源和智慧服务布局**。1) **光伏领域**：并购斯威克&光伏电站。2021 年 9 月公司控股斯威克进入光伏胶膜行业，此外并购 210MW 光伏地面电站，投资开发 3 个屋顶分布式光伏项目。2) **热电联供领域**：推进电厂配套供热管网建设、扩大热电联产规模。3) **氢能领域**：推动氢能应用研发和技术储备。
- **盈利预测与投资评级**：考虑国际天然气气价仍居高位，成本压力较大，我们将公司 2022-2023 年归母净利润预测从 18.90/20.59 亿元下调至 14.11/17.58 亿元，预计 2024 年归母净利润为 20.67 亿元，当前市值对应 2022-2024 年 PE 13/10/9 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示**：天然气和液化石油气气源成本上升、气量增长不及预期、光伏胶膜订单不确定性。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.41
一年最低/最高价	6.16/12.87
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	18,439.84
总市值(百万元)	18,440.08

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.37
资产负债率(%，LF)	57.56
总股本(百万股)	2,876.77
流通 A 股(百万股)	2,876.73

相关研究

- 《深圳燃气(601139)：2021 年三季报点评：归母净利润同增 10%，推进综合能源应用布局》
2021-10-29
- 《深圳燃气(601139)：2021 年中报点评：城燃稳健增长优化资源布局，加速转型综合能源运营》
2021-08-27
- 《深圳燃气(601139)：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》
2021-04-28

事件：2021 年公司实现营业收入 214.15 亿元，同比增长 42.62%；归母净利润 13.54 亿元，同比增长 2.46%，扣非归母净利润 13.33 亿元，同比增长 8.75%，低于我们的预期；2022 年一季度公司实现营业收入 67.86 亿元，同比增长 55.92%；归母净利润 2.27 亿元，同比减少 21.04%；扣非归母净利润 2.06 亿元，同比减少 27.31%。

1. 并购斯威克&气量增长促收入高增，毛差下降影响盈利

并购斯威克&气量增长带动收入高增，气源价格上行拉低毛利率。2021 年公司实现营业收入高增主要来自天然气销量增加及收购斯威克所贡献。2021 年 9 月斯威克纳入公司合并报表，9-12 月斯威克销售收入 17.34 亿元，同比增长 72.10%，净利润 1.90 亿元，同比增长 36.95%。剥离斯威克收入贡献，2021 年公司实现营业收入 196.80 亿元，同比增长 31.07%。2021 年公司综合毛利率同比下降 6pct 至 19.78%，净利润增速低于营收增速主要原因是 2021 年全球天然气消费量高增的同时上游开发投资不及预期、LNG 市场整体产能下降带来的供应紧缩，推动国际天然气价格大幅上涨，公司毛差受影响所致。分业务来看，**1) 城市燃气板块：**实现营收 130.52 亿元，同比增加 24.73%，毛利率同降 7.18pct 至 21.47%。其中管道燃气营收 109.60 亿元，同比增长 33.21%，毛利率同降 12.98pct 至 14.61%；燃气工程及材料营收 20.92 亿元，同比增加 57.40%，毛利率同升 24.86pct 至 57.40%；**2) 燃气资源板块：**实现营收 34.73 亿元，同比增长 35.51%，毛利率同降 8.14pct 至 3.71%；其中天然气批发营收 11.82 亿元，同比减少 6.22%，毛利率同降 22.13pct 至 1.83%；石油气批发营收 25.60 亿元，同比增加 70.53%，毛利率同升 2.90pct 至 4.58%。**3) 综合能源板块：**实现营收 25.07 亿元，同比增长 309.59%，毛利率同升 6.35pct 至 16.17%。其中发电业务营收 7.72 亿，同比增长 26.16%，毛利率同减 9.81pct 到 0.01%；光伏胶膜营收 17.34 亿元，毛利率 23.36%；**4) 智慧服务板块：**实现营收 20.71 亿元，同比增加 82.74%，毛利率同升 2.23pct 至 42.12%。

新增工商用户和电厂用气量创新高，省外地区快速拓展。2021 年公司天然气销售量 44.01 亿立方米，同比增长 14.05%，天然气代输量 8.11 亿立方米，同比增长 117.00%。**1) 管道天然气：**2021 年公司管道天然气销售量 40.24 亿立方米，同比增长 22.01%。**a.深圳地区：**城市燃气销售量 10.40 亿立方米，同比增长 10.51%；电厂天然气销售量为 13.24 亿立方米，同比增长 21.36%。**b.非深圳地区：**深圳以外地区城市燃气销售量 16.60 亿立方米，同比增长 31.27%。截至 2021 年底，公司管道气用户 574 万户，净增 138 万户。其中，深圳地区 375 万户，净增 113 万户；深圳以外地区 199 万户，净增 25 万户。**2) 天然气批发：**2021 年公司天然气批发销售 3.78 亿立方米，同比下降 32.78%。**3) 液化石油气：**由于受到城中村管道天然气改造影响，2021 年公司实现液化石油气批发和零售 57.92 万吨，同比增长 22.24%。

2021 年期间费用率下降 4.02pct 至 10.74%。2021 年公司期间费用同比增长 3.77%

至 23 亿元，期间费用率下降 4.02pct 至 10.74%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 3.36%、增加 6.36%、增加 58.06%、减少 11.49% 至 14.73 亿元、2.74 亿元、3.82 亿元、1.7 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 3.27pct、下降 0.44pct、上升 0.17pct、下降 0.48pct 至 6.88%、1.28%、1.78%、0.79%。

气源涨价&并购斯威克影响经营性现金流。2021 年公司实现 1) 经营活动现金流净额 13.37 亿元，同比减少 55.82%，主要是由上游气价上涨及并表斯威克所致；2) 投资活动现金流净额-40.30 亿元，同比增加 397.37%，主要系公司并购斯威克及四家光伏电站加大资本支出所致；3) 筹资活动现金流净额 17.80 亿元，同比增加 236.75%。

2. 克服国际天然气上行压力，积极推进产业上下游一体化

2021 年多国 LNG 价格创历史新高，公司进行短期调整有效应对。1) 国际天然气市场高涨的需求和相对不足的供应，推动天然气价格大幅上涨。2021 年，全球天然气消费量同比上涨 4.6%，全球天然气消费量创造历史新高。但受到全球天然气上游开发投资不及预期和 LNG 市场整体产能下降影响，全球天然气市场供应紧张，供应紧缩已成为天然气市场面临的巨大挑战。欧洲、亚洲等多国 LNG 价格均都创下了历史新高。2) **主动减少采购 LNG 现货，加大地位 LPG 进口采购量。**为有效应对国际 LNG 现货市场价格大幅上涨的风险，公司及时调整经营策略，主动减少 LNG 现货采购和销售；公司抓住国际 LPG 价格低位，加大 LPG 进口采购量，开拓 LPG 深加工客户，LPG 应用范围进一步扩展。

海气陆气双管齐下，加强燃气资源统筹。1) **积极构建以长协为主、现货为辅的资源战略。**a. 公司拥有 1 座 8 万立方米的 LNG 储罐，1 座 5 万吨级 LNG 码头，年周转能力 80 万吨，公司依托该项目打通了国际天然气资源自主采购通道、建立 7 天的城镇燃气应急储备气源。b. 2021 年 7 月，公司签订 12 年的广东大鹏 LNG 代加工权益相关的进口 LNG 合同，采购气量为 27 万吨/年；c. 2021 年 10 月，华安公司与碧辟（中国）投资有限公司签订 10 年的天然气采购合同，合同气量：2023—2024 年 22.5 万吨/年，2025—2032 年 30 万吨/年。d. 公司全资子公司华安公司拥有 2 座 8 万立方米的 LPG 储罐，年周转能力 96 万吨。2) **与中石油签订采购协议提升气源自主性。**公司与中石油签订了稳产期年供应量 40 亿立方米的天然气采购协议。

下游客户稳定增长，或可通过天然气上下游价格联动机制实现顺价。3 月 28 日，深圳市管道燃气价格和污水处理费调整听证会以网络视频形式举行，对《深圳市管道燃气价格调整与完善上下游价格联动机制听证方案》和《深圳市污水处理费调整听证方案》进行听证。目前深圳市居民第一档气价为每立方米 3.50 元，在全国 40 个大中城市中，仅次于厦门市的每立方米 3.61 元，排名第二。根据相关调研，华东的上海、杭州、苏州、南京的居民用气销售价格在每立方米 3 元左右，此次调降后，深圳居民气价将与华东几市持平。深圳后续将完善管道天然气上下游价格联动机制，将气源采购成本和终端销售

价格联动。一旦达到居民用气销售价格联动的启动条件，将不必再履行听证会等程序，即可启动价格与气源采购成本的同步调整。

3. 稳定城市燃气基本盘，推进综合能源和智慧服务布局

中国天然气市场发展强劲，城燃依托政策优势开发下游客户。1) 基于经济复苏叠加双碳目标，中国天然气市场发展强劲。需求方面，2021年，中国天然气表观消费量3,726亿立方米，同比增长12.7%，城市燃气、燃气发电和工业燃料成为推动天然气市场增长的主要动力。供应方面，根据国家统计局数据，2021年国内天然气总产量达到2,053亿立方米，比2020年增长8.2%，比2019年增长18.8%，两年平均增长9.0%。2) 深圳城中村“瓶改管”推进顺利，天然气普及率仍有提升空间。2021年公司超额完成深圳市城中村管道燃气入户安装目标，全年新增城中村居民用户101万户、城中村供气点火103万户，实现“双百万”目标，累计完成1,002个城中村管道气进村入户，深圳市管道天然气用户总数达到375万户，管道天然气普及率达到74%。深圳十四五规划提出持续大力推动管道天然气应用，新建住宅实现管道天然气全覆盖，老旧小区、城中村以及餐饮场所等用户实现管道天然气“应改尽改、能改全改”，到2025年，管道天然气普及率达90%以上。

加快推进综合能源与智慧服务转型。2021年公司落地光伏集中式和分布式电站项目，实现天然气和光伏清洁能源双主业协同发展。1) 光伏领域：并购斯威克&光伏电站。2021年9月，公司控股全球第二大光伏胶膜企业斯威克，进入光伏胶膜行业，在激励机制、运营资金、产业链协同方面给予斯威克全面支持，此外公司在江苏、山西、陕西等地并购210MW光伏地面电站，在深圳、东莞、海丰等城市投资开发3个屋顶分布式光伏项目。2) 热电联产领域：推进电厂配套供热管网建设、扩大热电联产规模。东莞深燃热电扩建项目第一套9F级燃气热电联产机组获得核准，公司首个大型综合能源示范项目保定深圳园综合供能项目启动建设，建成投产后供热面积将达到约129万平方米，供冷面积约113万平方米；中标深汕科技园集中制冷项目，公司首个集中供冷项目落地，供冷面积约32万平方米。3) 氢能领域：推动氢能应用研发和技术储备。公司与潮州三环、万国数据共同开发深圳坪山万国四号数据中心天然气SOFC（固体氧化物燃料电池）项目，打造深圳首个SOFC示范项目，成功申报科技部2021年国家重点研发计划“中低压纯氢和掺氢管道输送及应用关键技术”项目。

盈利预测与投资评级：公司燃气主业稳健增长，斯威克今年将贡献全年业绩，考虑国际天然气气价仍居高位，成本压力较大，我们将公司2022-2023年归母净利润预测从18.90/20.59亿元下调至14.11/17.58亿元，预计2024年归母净利润为20.67亿元，当前市值对应2022-2024年PE 13/10/9倍，维持“买入”评级。

风险提示：天然气和液化石油气气源成本上升、气量增长不及预期、光伏胶膜订单不确定性。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	9,244	12,376	14,267	16,247	营业总收入	21,415	27,167	29,790	31,786
货币资金及交易性金融资产	3,226	4,605	5,787	7,215	营业成本(含金融类)	17,178	22,440	24,249	25,508
经营性应收款项	4,066	5,277	5,774	6,147	税金及附加	83	105	115	123
存货	1,396	1,764	1,913	2,017	销售费用	1,473	1,754	1,965	2,179
合同资产	52	66	73	77	管理费用	274	349	383	415
其他流动资产	503	663	721	792	研发费用	382	485	532	567
非流动资产	24,852	26,614	28,884	31,370	财务费用	170	230	284	325
长期股权投资	324	334	344	354	加:其他收益	56	70	77	82
固定资产及使用权资产	14,122	15,384	17,214	19,420	投资净收益	122	155	170	181
在建工程	2,633	2,475	2,326	2,187	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,393	2,602	2,760	2,870	减值损失	-188	-110	-120	-125
商誉	2,729	3,129	3,479	3,779	资产处置收益	4	5	5	6
长期待摊费用	352	492	612	692	营业利润	1,847	1,925	2,395	2,813
其他非流动资产	2,299	2,199	2,149	2,069	营业外净收支	-13	-13	-13	-13
资产总计	34,096	38,990	43,151	47,617	利润总额	1,834	1,912	2,382	2,800
流动负债	16,382	19,190	21,090	23,155	减:所得税	294	306	381	448
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,229	3,129	3,929	4,729	净利润	1,540	1,606	2,001	2,352
经营性应付款项	3,993	3,810	3,785	3,632	减:少数股东损益	186	194	242	285
合同负债	2,043	2,244	2,182	2,296	归属母公司净利润	1,354	1,411	1,758	2,067
其他流动负债	8,117	10,007	11,194	12,498	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.47	0.49	0.61	0.72
非流动负债	3,647	4,127	4,387	4,437	EBIT	2,107	2,034	2,547	2,993
长期借款	272	392	472	522	EBITDA	3,026	2,833	3,462	4,022
应付债券	1,820	1,680	1,560	1,360	毛利率(%)	19.78	17.40	18.60	19.75
租赁负债	614	1,114	1,414	1,614	归母净利率(%)	6.32	5.19	5.90	6.50
其他非流动负债	940	940	940	940	收入增长率(%)	42.62	26.86	9.66	6.70
负债合计	20,029	23,317	25,477	27,592	归母净利润增长率(%)	2.46	4.24	24.59	17.54
归属母公司股东权益	12,363	13,774	15,532	17,599					
少数股东权益	1,705	1,899	2,142	2,426					
所有者权益合计	14,068	15,673	17,674	20,025					
负债和股东权益	34,096	38,990	43,151	47,617					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	1,337	2,693	3,505	4,338	每股净资产(元)	4.30	4.79	5.40	6.12
投资活动现金流	-4,030	-2,393	-3,008	-3,331	最新发行在外股份(百万股)	2,877	2,877	2,877	2,877
筹资活动现金流	1,780	1,089	695	426	ROIC(%)	10.01	8.34	9.09	9.43
现金净增加额	-918	1,389	1,192	1,433	ROE-摊薄(%)	10.95	10.25	11.32	11.74
折旧和摊销	919	798	915	1,029	资产负债率(%)	58.74	59.80	59.04	57.95
资本开支	-2,181	-2,508	-3,108	-3,507	P/E(现价&最新股本摊薄)	13.62	13.07	10.49	8.92
营运资本变动	-1,377	-1,696	-863	-651	P/B(现价)	1.49	1.34	1.19	1.05

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

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>

