证券研究报告

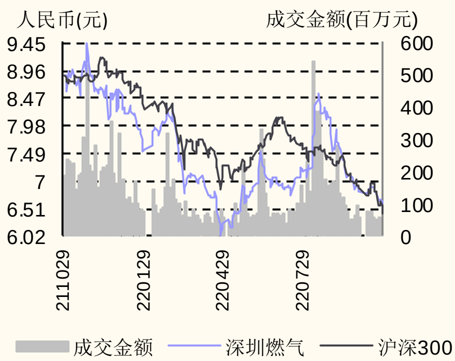
深圳燃气 (601139.SH) 增持（维持评级）

公司点评

市场价格（人民币）：6.52元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	28.77
已上市流通A股(亿股)	28.77
总市值(亿元)	187.57
年内股价最高最低(元)	9.47/6.02
沪深300指数	3541
上证指数	2916



相关报告

1.《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

2.《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

许隽逸 分析师 SAC 执业编号：S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

迎峰度夏、售气降幅收窄，胶膜业务维持高增

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	15,015	21,415	28,826	30,943	32,906
营业收入增长率	7.06%	42.62%	34.61%	7.34%	6.34%
归母净利润(百万元)	1,321	1,354	1,365	1,706	2,047
归母净利润增长率	24.92%	2.46%	0.81%	24.97%	20.03%
摊薄每股收益(元)	0.459	0.471	0.474	0.593	0.712
每股经营性现金流净额	1.05	0.48	1.08	1.15	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.18%	10.95%	10.29%	11.75%	12.72%
P/E	15.76	18.76	13.74	11.00	9.16
P/B	1.76	2.05	1.41	1.29	1.16

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 10月28日晚间，公司发布2022年三季报，22年1~9月合计实现营收225.4亿元，同比+54.7%；归母净利润8.6亿元，同比-28.4%。其中3Q22实现营收77.5亿元，同比+56.9%；归母净利润3.2亿元，同比-8.1%。业绩下滑主因气价高企、需求减弱，而成本涨幅较大、顺价不畅。

经营分析

- **天气影响因素反转，3Q22天然气销量同比上升10.1%。**22年1~9月公司天然气销量33.4亿立方米（同比-0.2%）。其中，电厂销量8.7亿立方米（同比-20.1%），主因上半年广东地区气温偏低、全球气价高企和宏观经济承压导致天然气需求增速放缓。3Q22，公司天然气销量11.6亿立方米（同比+10.1%）。其中，电厂销量4.4亿立方米（同比+18.5%），主因夏季高温导致电厂用气需求增加。1Q22~3Q22，公司天然气批发量分别同比+58.7%/-37.1%/-36.8%，主因国际气价高企导致灵活低价气源减少，叠加宏观经济承压导致下游需求低景气。
- **22年深圳燃气价格调整与联动机制落地，短期不利于公司业绩。**公司营收高增而归母净利润下滑，主因成本端上涨而顺价不畅。8月深圳市发改委发布通知，调降居民销售价格0.4元/立方米，工商及电厂用户基准价格不变，短期不利于公司燃气业务的价格传导。Q3综合毛利率13.8%，同比-7.9pct，环比-2.3pct，主因毛利较低的电厂用户销量占比提升。
- **Q3光伏胶膜业绩同比仍高增而环比下降，Q4有望环比修复。**子公司斯威克积极扩产，公司光伏胶膜业务2022年前三季度营业收入50.1亿元（同比+109.0%），归母净利润4.0亿元（同比+141.4%）。受下游需求处在传统淡季等因素影响，3Q22公司营业收入15.3亿元（环比-28.3%），归母净利润0.8亿元（环比-63.5%）。伴随局部地区限电解除、硅料新产能释放和下游排产提升，Q4业绩有望环比改善。

投资建议

- 预计公司2022~2024年实现归母净利润13.7/17.1/20.5亿元，EPS分别为0.47/0.59/0.71元，对应PE分别为13倍、11倍和9倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 天然气价格波动风险、售气用户开拓不及预期、光伏下游需求不及预期等。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	**14,025**	**15,015**	**21,415**	**28,826**	**30,943**	**32,906**
增长率		7.1%	42.6%	34.6%	7.3%	6.3%
主营业务成本	-11,007	-11,144	-17,178	-24,085	-25,643	-27,005
%销售收入	78.5%	74.2%	80.2%	83.6%	82.9%	82.1%
毛利	3,019	3,871	4,236	4,741	5,300	5,901
%销售收入	21.5%	25.8%	19.8%	16.4%	17.1%	17.9%
营业税金及附加	-86	-71	-83	-86	-93	-99
%销售收入	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,092	-1,525	-1,473	-1,874	-2,011	-2,139
%销售收入	7.8%	10.2%	6.9%	6.5%	6.5%	6.5%
管理费用	-219	-258	-274	-490	-526	-559
%销售收入	1.6%	1.7%	1.3%	1.7%	1.7%	1.7%
研发费用	-232	-242	-382	-519	-557	-592
%销售收入	1.7%	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
息税前利润（EBIT）	1,389	1,775	2,024	1,772	2,113	2,512
%销售收入	9.9%	11.8%	9.4%	6.1%	6.8%	7.6%
财务费用	-181	-192	-170	-153	-92	-73
%销售收入	1.3%	1.3%	0.8%	0.5%	0.3%	0.2%
资产减值损失	-48	-186	-188	0	0	0
公允价值变动收益	0	2	0	0	0	0
投资收益	137	159	122	170	170	170
%税前利润	10.4%	9.5%	6.7%	9.2%	7.6%	6.4%
营业利润	1,329	1,662	1,847	1,846	2,248	2,666
营业利润率	9.5%	11.1%	8.6%	6.4%	7.3%	8.1%
营业外收支	-4	22	-13	2	2	2
税前利润	1,324	1,684	1,834	1,848	2,250	2,668
利润率	9.4%	11.2%	8.6%	6.4%	7.3%	8.1%
所得税	-215	-302	-294	-323	-383	-454
所得税率	16.3%	17.9%	16.0%	17.5%	17.0%	17.0%
净利润	1,109	1,382	1,540	1,525	1,868	2,214
少数股东损益	51	61	186	160	162	167
归属于母公司的净利润	**1,058**	**1,321**	**1,354**	**1,365**	**1,706**	**2,047**
净利率	7.5%	8.8%	6.3%	4.7%	5.5%	6.2%

资产负债表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,972	3,891	3,184	4,263	4,754	5,395
应收款项	901	957	3,716	4,794	5,147	5,473
存货	466	355	1,396	1,980	1,756	1,850
其他流动资产	758	769	947	1,333	1,404	1,466
流动资产	5,096	5,971	9,244	12,370	13,060	14,183
%总资产	22.0%	23.4%	27.1%	32.4%	32.6%	33.6%
长期投资	1,901	1,893	1,755	1,757	1,757	1,757
固定资产	13,416	14,205	16,324	17,315	18,415	19,223
%总资产	57.8%	55.7%	47.9%	45.3%	45.9%	45.5%
无形资产	2,565	3,104	5,475	5,538	5,650	5,857
非流动资产	18,119	19,543	24,852	25,842	27,033	28,029
%总资产	78.0%	76.6%	72.9%	67.6%	67.4%	66.4%
资产总计	**23,216**	**25,514**	**34,096**	**38,212**	**40,093**	**42,212**
短期借款	2,402	1,807	2,229	1,900	1,900	1,900
应付款项	2,808	3,117	5,713	6,159	6,489	6,688
其他流动负债	3,313	5,272	8,439	10,651	10,917	11,172
流动负债	8,523	10,195	16,382	18,711	19,306	19,760
长期贷款	48	142	272	1,272	1,272	1,272
其他长期负债	3,080	2,725	3,374	3,096	2,974	2,886
负债	**11,650**	**13,062**	**20,029**	**23,079**	**23,553**	**23,918**
普通股股东权益	**11,020**	**11,819**	**12,363**	**13,267**	**14,513**	**16,100**
其中：股本	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
未分配利润	4,321	5,047	5,676	6,580	7,826	9,413
少数股东权益	546	633	1,705	1,865	2,027	2,194
负债股东权益合计	**23,216**	**25,514**	**34,096**	**38,212**	**40,093**	**42,212**

现金流量表（人民币百万元）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,109	1,382	1,540	1,525	1,868	2,214
少数股东损益	51	61	186	160	162	167
非现金支出	710	1,044	1,107	937	1,029	1,123
非经营收益	44	-16	93	52	12	5
营运资金变动	592	603	-1,370	590	396	-28
经营活动现金净流	**2,456**	**3,012**	**1,371**	**3,104**	**3,305**	**3,315**
资本开支	-986	-858	-2,181	-1,966	-2,217	-2,117
投资	-1,113	-438	-2,110	19	0	0
其他	-150	486	261	170	170	170
投资活动现金净流	**-2,249**	**-810**	**-4,030**	**-1,777**	**-2,047**	**-1,947**
股权募资	4	29	53	0	0	0
债权募资	506	-2,487	-4,435	611	0	0
其他	-670	1,157	6,162	-690	-645	-638
筹资活动现金净流	**-161**	**-1,301**	**1,780**	**-80**	**-645**	**-638**
现金净流量	**47**	**895**	**-885**	**1,247**	**612**	**730**

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.368	0.459	0.471	0.474	0.593	0.712
每股净资产	3.831	4.108	4.297	4.612	5.045	5.597
每股经营现金净流	0.854	1.047	0.476	1.079	1.149	1.152
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	9.60%	11.18%	10.95%	10.29%	11.75%	12.72%
总资产收益率	4.56%	5.18%	3.97%	3.57%	4.25%	4.85%
投入资本收益率	6.92%	8.70%	9.01%	7.12%	7.99%	8.79%
增长率						
主营业务收入增长率	10.08%	7.06%	42.62%	34.61%	7.34%	6.34%
EBIT增长率	10.01%	27.80%	14.00%	-12.42%	19.22%	18.86%
净利润增长率	2.61%	24.92%	2.46%	0.81%	24.97%	20.03%
总资产增长率	17.77%	9.90%	33.64%	12.07%	4.92%	5.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	14.4	17.7	30.7	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	16.3	13.4	18.6	30.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	63.7	71.1	65.4	67.0	66.0	64.0
固定资产周转天数	303.9	300.4	233.4	175.8	179.1	168.5
偿债能力						
净负债/股东权益	14.35%	-0.55%	7.79%	4.68%	1.32%	-2.31%
EBIT利息保障倍数	7.7	9.3	11.9	11.6	23.0	34.6
资产负债率	50.18%	51.20%	58.74%	60.40%	58.75%	56.66%

来源：公司公告、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
买入	3	6	15	24	45
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	**1.00**	**1.00**	**1.00**	**1.08**	**1.00**

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2020-10-29	买入	7.42	N/A
2	2021-08-27	增持	11.00	N/A
3	2022-04-28	增持	6.35	N/A
4	2022-08-28	增持	8.11	N/A

来源：国金证券研究所

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。

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：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

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