

# 深圳燃气 (601139.SH)

公司点评  
证券研究报告

## 售气量增长、毛差修复，胶膜仍承压

### 业绩简评

3月29日晚间公司发布2023年年报，2023全年实现营收309.3亿元，同比+2.9%；实现归母净利润14.4亿元，同比+17.8%。2023年度计划现金分红0.16元/股（上年为0.13元/股），分红比例约32.0%（同比+1.4pct）。

### 经营分析

**电厂和异地项目驱动售气量同比+20.7%**。2023年公司天然气销售量共计53.4亿方，同比+20.7%；其中管道天然气销售量48.4亿方，同比+18.3%；天然气批发量5.3亿方，同比+59.64%。分用户看，深圳地区城燃销量12.4亿方；深圳以外地区城燃销量20.9亿方，同比+14.9%，主因项目所在地新兴产业聚集、经济发展动能强，工商业用气需求快速增长。电厂售气量15.1亿方，同比+38.1%，主因2023年5月起开始对大唐宝昌电厂新投产的2台9F机组供气。考虑宝昌电厂于5M23投产，基数效应下1H24公司电厂销量仍将高增；目前正在建的深燃热电二期项目首台机组计划于1H24投产，有望接续宝昌电厂为公司售气量增长提供驱动力。

**天然气顺价+国际气价回落，管道燃气业务毛利率有望持续回升**。22年国际油气价格大涨，公司气源采购成本高企而顺价不畅，致使城燃售气毛差承压。2023年以来多地开始建立天然气上下游价格联动机制，叠加国际气价从高位大幅回落，公司管道燃气业务售气毛差同比改善2.3pct。24年3月，深圳发改委发布《关于联动调整我市管道天然气销售价格的通知》，此次调价幅度为0.31元/方；叠加海外气价逐步回归合理价格区间，2024年公司管道燃气业务盈利能力有望持续改善。

**2023年光伏胶膜售价大幅下行，下游需求景气**。2023年光伏胶膜售价随原材料EVA粒子市场价格下行，子公司斯威克受高价存货影响经营承压。而组件降价也带来下游需求景气度提升，2023年中国新增光伏发电装机217GW，推动可再生能源装机总量历史性超过火电。预计在“双碳”目标下光伏行业下游需求将保持景气，光伏胶膜售价有望随EVA粒子价格逐步企稳。

### 盈利预测、估值与评级

24年深圳联动调整管道天然气销售价格+海外气价逐渐回归理性区间，公司售气毛差有望持续修复。预计公司2024~2026年分别实现归母净利17.3/18.9/20.7亿元，EPS分别为0.60/0.66/0.72元，当前价对应PE估值分别为12倍、11倍和10倍，维持“增持”评级。

### 风险提示

气源价格波动超预期；光伏胶膜、燃气下游需求不及预期风险等

国金证券研究所

分析师：许隽逸（执业S1130519040001）

xujunyi@gjzq.com.cn

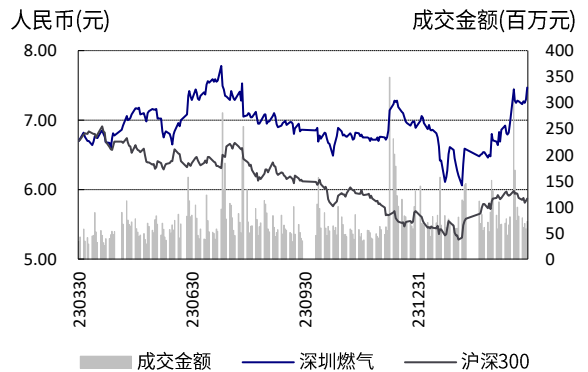
联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：7.47元

相关报告：

- 《深圳燃气调研纪要》，2024.3.22
- 《深圳燃气公司点评：智慧服务和燃气批发驱动利润增长》，2023.10.27
- 《深圳燃气公司点评：售气量与毛差改善，胶膜业绩仍承压》，2023.8.29



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	30,062	30,929	33,765	35,818	38,148
营业收入增长率	40.4%	2.9%	9.2%	6.1%	6.5%
归母净利润(百万元)	1,222	1,440	1,731	1,890	2,070
归母净利润增长率	-9.7%	17.8%	20.2%	9.1%	9.5%
摊薄每股收益(元)	0.425	0.501	0.602	0.657	0.720
每股经营性现金流净额	0.59	0.91	1.38	1.69	1.86
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.3%	9.9%	11.1%	11.2%	11.3%
P/E	15.39	13.76	12.41	11.37	10.38
P/B	1.43	1.36	1.38	1.28	1.17

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)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>主营业务收入</b>	<b>21,415</b>	<b>30,062</b>	<b>30,929</b>	<b>33,765</b>	<b>35,818</b>	<b>38,148</b>
增长率		40.4%	2.9%	9.2%	6.1%	6.5%
主营业务成本	-17,178	-25,658	-26,136	-28,214	-29,812	-31,637
%销售收入	80.2%	85.4%	84.5%	83.6%	83.2%	82.9%
毛利	4,236	4,404	4,793	5,551	6,006	6,511
%销售收入	19.8%	14.6%	15.5%	16.4%	16.8%	17.1%
营业税金及附加	-83	-92	-101	-118	-125	-134
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-1,473	-1,528	-1,637	-1,790	-1,898	-2,022
%销售收入	6.9%	5.1%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
管理费用	-274	-310	-391	-439	-466	-496
%销售收入	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-382	-611	-732	-844	-895	-954
%销售收入	1.8%	2.0%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	2,024	1,863	1,932	2,360	2,621	2,906
%销售收入	9.4%	6.2%	6.2%	7.0%	7.3%	7.6%
财务费用	-170	-404	-347	-208	-253	-291
%销售收入	0.8%	1.3%	1.1%	0.6%	0.7%	0.8%
资产减值损失	-188	-131	-66	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	122	225	212	220	220	220
%税前利润	6.7%	13.6%	11.3%	9.3%	8.5%	7.8%
营业利润	1,847	1,632	1,891	2,372	2,588	2,836
营业利润率	8.6%	5.4%	6.1%	7.0%	7.2%	7.4%
营业外收支	-13	25	-9	0	0	0
税前利润	1,834	1,657	1,883	2,372	2,588	2,836
利润率	8.6%	5.5%	6.1%	7.0%	7.2%	7.4%
所得税	-294	-251	-240	-356	-388	-425
所得税率	16.0%	15.1%	12.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	1,540	1,406	1,642	2,016	2,200	2,410
少数股东损益	186	184	202	285	311	340
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,354</b>	<b>1,222</b>	<b>1,440</b>	<b>1,731</b>	<b>1,890</b>	<b>2,070</b>
净利率	6.3%	4.1%	4.7%	5.1%	5.3%	5.4%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	1,540	1,406	1,642	2,016	2,200	2,410
少数股东损益	186	184	202	285	311	340
非现金支出	1,107	1,421	1,557	1,666	2,239	2,602
非经营收益	93	54	122	96	128	171
营运资金变动	-1,370	-1,175	-714	199	293	159
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,371</b>	<b>1,707</b>	<b>2,607</b>	<b>3,977</b>	<b>4,861</b>	<b>5,341</b>
资本开支	-2,181	-2,593	-3,947	-5,350	-5,350	-5,350
投资	-2,110	-615	-334	10	-20	-20
其他	261	301	224	220	220	220
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-4,030</b>	<b>-2,907</b>	<b>-4,057</b>	<b>-5,120</b>	<b>-5,150</b>	<b>-5,150</b>
股权募资	53	355	211	-224	0	0
债权募资	-4,435	-4,761	4,300	913	1,411	1,092
其他	6,162	6,008	-482	-840	-915	-1,012
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,780</b>	<b>1,603</b>	<b>4,028</b>	<b>-151</b>	<b>496</b>	<b>80</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-885</b>	<b>371</b>	<b>2,566</b>	<b>-1,294</b>	<b>207</b>	<b>272</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,184	3,295	5,836	4,515	4,703	4,961
应收款项	3,716	4,079	4,388	4,926	5,225	5,565
存货	1,396	2,265	1,948	2,319	2,287	2,427
其他流动资产	947	1,032	1,381	1,379	1,431	1,490
流动资产	9,244	10,671	13,553	13,139	13,646	14,443
%总资产	27.1%	27.9%	30.6%	27.6%	26.7%	26.4%
长期投资	1,755	1,832	2,005	2,005	2,025	2,045
固定资产	16,324	18,493	21,460	24,976	27,932	30,538
%总资产	47.9%	48.4%	48.5%	52.5%	54.6%	55.8%
无形资产	5,475	6,078	6,596	6,770	6,931	7,079
非流动资产	24,852	27,530	30,717	34,401	37,532	40,300
%总资产	72.9%	72.1%	69.4%	72.4%	73.3%	73.6%
<b>资产总计</b>	<b>34,096</b>	<b>38,201</b>	<b>44,270</b>	<b>47,540</b>	<b>51,178</b>	<b>54,744</b>
短期借款	2,229	6,140	3,163	3,276	3,188	2,780
应付款项	5,713	6,005	5,815	6,730	7,112	7,548
其他流动负债	8,439	9,016	12,443	12,645	12,876	13,138
流动负债	16,382	21,161	21,421	22,651	23,175	23,465
长期贷款	272	679	1,846	2,646	4,146	5,646
其他长期负债	3,374	967	3,731	3,704	3,684	3,671
负债	20,029	22,807	26,998	29,001	31,006	32,782
<b>普通股股东权益</b>	<b>12,363</b>	<b>13,149</b>	<b>14,547</b>	<b>15,530</b>	<b>16,853</b>	<b>18,302</b>
其中：股本	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
未分配利润	5,676	6,387	7,423	8,635	9,958	11,407
少数股东权益	1,705	2,246	2,725	3,009	3,320	3,660
<b>负债股东权益合计</b>	<b>34,096</b>	<b>38,201</b>	<b>44,270</b>	<b>47,540</b>	<b>51,178</b>	<b>54,744</b>

**比率分析**

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.471	0.425	0.501	0.602	0.657	0.720
每股净资产	4.297	4.571	5.057	5.398	5.858	6.362
每股经营现金净流	0.476	0.593	0.906	1.382	1.690	1.857
每股股利	0.180	0.210	0.160	0.181	0.197	0.216
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.95%	9.30%	9.90%	11.15%	11.21%	11.31%
总资产收益率	3.97%	3.20%	3.25%	3.64%	3.69%	3.78%
投入资本收益率	9.01%	6.97%	6.60%	7.24%	7.24%	7.34%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	42.62%	40.38%	2.88%	9.17%	6.08%	6.51%
EBIT 增长率	14.00%	-7.94%	3.72%	22.15%	11.06%	10.86%
净利润增长率	2.46%	-9.72%	17.80%	20.25%	9.13%	9.54%
总资产增长率	33.64%	12.04%	15.89%	7.39%	7.65%	6.97%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	30.7	31.4	30.3	32.0	32.0	32.0
存货周转天数	18.6	26.0	29.4	30.0	28.0	28.0
应付账款周转天数	65.4	60.6	64.3	65.0	65.0	65.0
固定资产周转天数	233.4	178.0	197.1	261.8	297.3	284.9
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	7.79%	22.82%	11.37%	22.70%	26.93%	28.53%
EBIT 利息保障倍数	11.9	4.6	5.6	11.3	10.4	10.0
资产负债率	58.74%	59.70%	60.98%	61.00%	60.58%	59.88%

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
买入	0	4	5	13	31
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

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	2022-04-28	增持	6.35	N/A
2	2022-08-28	增持	8.11	N/A
3	2022-10-30	增持	6.52	N/A
4	2023-04-28	增持	6.94	N/A
5	2023-08-29	增持	7.08	N/A
6	2023-10-27	增持	6.77	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	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 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 18 楼 1806