

2024年7月16日

深圳燃气 (601139.SH)

——价格机制理顺+气源成本下行 城燃主业愈发稳健

买入 (首次覆盖)

证券分析师

刘晓宁

S1350523120003

liuxiaoning@huayuanstock.com

查浩

S1350524060004

zhahao@huayuanstock.com

邹佩轩

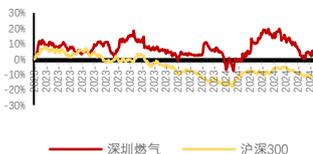
S1350524070004

zoupeixuan01@huayuanstock.com

研究支持

联系人

市场表现:



相关研究

投资要点:

- 业务结构清晰, 城燃主业从深圳向周边省份辐射, 盈利能力稳健。**公司立足深圳, 逐步向安徽、江西、江苏等地辐射城燃事业; 2020年后通过资本运作培育以光伏胶膜为代表的“清洁能源”业务。截至2023年底, 公司天然气用户数超过763万, 2023年管道天然气销售量48.40亿立方米, 同比增长18.28%; 其中城市燃气销售量33.31亿立方米, 同比增长11.07%, 电厂销售量15.09亿立方米, 同比增长38.06%。2023年实现营收309.29亿元, 同比增长2.88%; 归属于上市公司股东净利润14.40亿元, 同比增长17.80%。营收结构方面, 2023年城燃、燃气资源、综合能源、智慧服务及其他分别占比57%、14%、22%、7%。
- 需求侧: 基期成本上调, 支持城燃业务回收过去几年未传导至下游的高昂采购成本, 毛差修复激发业绩弹性。**城燃业务下游价格由政府按照准许收益原则定价, 在未建立上下游联动机制时期, 上游价格无法及时传导至下游, 公司净利润受天然气价格波动影响较大。2024年3月, 深圳在联动机制下核定公司资源采购成本并上调基期成本, 在此基础上上调燃气销售价格0.31元/立方米, 公司2021-2023年期间高昂采购成本可获得合理回收。在深圳推动“瓶改管”、气电项目建设、扩大需求规模的情况下, 价格上调带动的毛差修复有望为公司业绩带来较大弹性。
- 供给侧: 天然气价格震荡下行, 公司作为上下游一体化企业, 毛利率预计将进一步回升。**2023年以来, 全球天然气价格震荡下行, 海外LNG价格维持低位; 我国进口LNG平均价格恢复至2019-2020年水平。此外, 公司2023年8月发行可转债募投项目深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程, 预计项目达产后可以每年增加LNG销售量150万吨, 助力公司构建更完善的天然气采运储销全产业链体系, 有望带动公司毛利率上升。
- 综合能源与智慧服务板块稳健发展, 巩固盈利基本盘。**2020年后公司通过投资控股, 成功布局综合能源与智慧服务两大板块。其中, 综合能源业务以生产光伏胶膜的斯威克作为盈利核心, 2021/2022年净利润贡献占比达17.8%、18.6%。智慧服务板块依靠公司稳固的客户群体, 智能燃气表、燃具、燃气保险等销售增长较快, 2023年板块收入21.77亿元, 同比增长33.97%。
- 盈利预测与估值: 预测2024-2026年归母净利润分别为15.18、16.49、18.00亿元, 同比增长率分别为5.4%、8.6%、9.2%, 当前股价对应PE倍13、12倍、11倍。**选取新奥股份、佛燃能源、蓝天燃气作为可比公司, 其2024-2026平均估值为11倍、10倍、9倍。鉴于公司处于全国经济最发达地区之一的深圳, 用气强度与潜力均显著高于全国, 以及未来几年具有较为确定的业绩增长, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示: 天然气消费量增长不及预期、天然气价格波动风险、光伏胶膜行业价格竞争风险**

股价数据: 2024年7月12日

收盘价(元)	6.88
年内最高/最低(元)	9.28/6.31
总市值(亿元)	198
基础数据: 2024年3月31日	
总股本(亿股)	28.8
总资产(亿元)	456.96
净资产(亿元)	176.05
每股净资产(元)	5.08
市净率PB	1.47

盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	30,062	30,929	34,781	40,139	41,622
同比增长率(%)	40.4%	2.9%	12.5%	15.4%	3.7%
毛利率(%)	14.6%	15.5%	15.5%	15.1%	15.1%
归母净利润(百万元)	1,222	1,440	1,518	1,649	1,800
同比增长率(%)	-9.7%	17.8%	5.4%	8.6%	9.2%
每股收益(元/股)	0.55	0.50	0.53	0.57	0.63
ROE(%)	9.3%	9.9%	10.0%	10.4%	10.8%
市盈率	12.5	13.7	13.0	12.0	11.0

投资案件

投资评级与估值

预测 2024-2026 年归母净利润分别为 15.18、16.49、18.00 亿元，同比增长率分别为 5.4%、8.6%、9.2%，当前股价对应 PE 倍 13、12 倍、11 倍。选取新奥股份、佛燃能源、蓝天燃气作为可比公司，其 2024-2026 平均估值为 11 倍、10 倍、9 倍。

鉴于公司处于全国经济最发达地区之一的深圳，用气强度与潜力均显著高于全国，以及未来几年具有较为确定的业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 城市管道燃气业务：电厂售气增长驱动下，2024-2026 年售气量增长 19.3%、26.7%、4.1%，同时毛差修复，双重因素带动营收增长 21.9%、25.9%、4.3%；结合毛差及售气结构变化，测算毛利率逐步提升至 11%-12%；
- 2) 燃气工程业务：主要受房地产及其他基础设施建设拉动，2024-2026 年逐年下滑 5%，毛利率维持 2023 年水平；
- 3) 燃气资源业务方面：储备库一期利用率目前在 50%左右，天然气批发量主要受国内外价差情况影响，假设营收与毛利率均保持平稳。同时随着深圳市推进“瓶改管”，石油气批发量预计继续收缩。
- 4) 热电业务：深燃热电二期扩产项目驱动下，2024-2026 年热电业务营收保持 43%、40%、28%增长，同时上游气源价格下降带动毛利率回升至 20%左右；
- 5) 光伏胶膜业务：在斯威克扩产以及下游光伏装机保持平稳增长趋势下，2024-2026 年光伏胶膜销售量保持每年 5%增长，激烈竞争下毛利率预计将有所下滑；
- 6) 智慧服务其他：在燃气智慧化趋势下，2024-2026 年智慧服务板块营收保持 20%、10%、10%增长，毛利率维持在 45%左右。

投资逻辑要点

1) 天然气上下游联动机制启动，城燃下游价格提升，城燃业务毛差修复；同时全球天然气价格震荡下行，城燃业务毛利率逐步回升。2) 电厂售气量快速增长，有望带动公司城燃营收及利润规模增长。

核心风险提示

天然气消费量增长不及预期、天然气价格波动风险、光伏胶膜行业价格竞争风险等

目录

1. 从深圳走向全国 由城燃向清洁能源综合运营商转型.....	4
2. 城燃主业迎供需双重利好 集团化发展巩固基本盘.....	8
2.1 价格机制理顺+气源成本下行 城燃主业迎来利好.....	8
2.2 综合能源与智慧服务板块稳健发展 巩固盈利基本盘.....	13
3. 盈利预测及估值.....	14

图表目录

图 1: 营业收入 (百万元) 及增速情况	5
图 2: 2023 年营收结构	5
图 3: 2018-2023 年城市燃气销售量 (亿立方米)	6
图 4: 2018-2023 用户数 (万户)	6
图 5: LNG 到岸价 (美元/百万英热)	7
图 6: 管道天然气进口平均单价 (美元 / 吨)	7
图 7: 分业务毛利 (百万元)	7
图 8: 分业务毛利增量 (百万元)	7
图 9: 归母净利润 (百万元) 及增速	8
图 10: 经营性现金流净额 (百万元) 及增速	8
图 11: 预测售气量 (亿立方米)	11
图 12: 液化天然气进口平均单价 (美元/吨)	12
图 13: 全球新增光伏装机预测 (GW)	13
图 14: 2023 光伏胶膜销售量 (万平方米)	13
表 1: 2024 年深圳市管道燃气价格及变动情况	9
表 2: 公司城燃业务毛差	10
表 3: 2020 年深圳市五路气源供应能力	10
表 4: 公司下游用气需求情况	11
表 5: 智慧服务板块子公司 2023 年入围或中标情况 (部分典型项目)	14
表 6: 相对估值表	15
表 7: 深圳燃气利润表 (百万元)	16
表 8: 深圳燃气资产负债表 (百万元)	16
表 9: 深圳燃气现金流量表 (百万元)	18

1. 从深圳走向全国 由城燃向清洁能源综合运营商转型

深圳市属国企，经营城燃业务超 20 年。公司全称深圳市燃气集团股份有限公司，前身为深圳市燃气集团有限公司，成立于 1996 年 4 月 30 日，由原深圳市液化石油气管理公司和原深圳市煤气公司合并重组而成。作为深圳市属国企，公司于 2009 年在 A 股上市，截至 2024 年 Q1，深圳市国资委直接持股 40.1%，为公司实控人，同时深圳市国资委全资子公司深圳市资本运营集团有限公司持股 8.97%，实控人直接或间接持股共计 49.07%。

公司早期主要经营城市燃气和燃气资源批发业务，2020 年后拓展综合能源与智慧服务板块。2023 年，公司实现营收 309.29 亿元，同比增长 2.88%；归属于上市公司股东净利润 14.40 亿元，同比增长 17.80%，扣除非经常性损益的净利润 13.64 亿元，同比增长 25.67%。营收结构方面，城燃、燃气资源、综合能源、智慧服务及其他分别占比 57%、14%、22%、7%。

图 1：营业收入（百万元）及增速情况

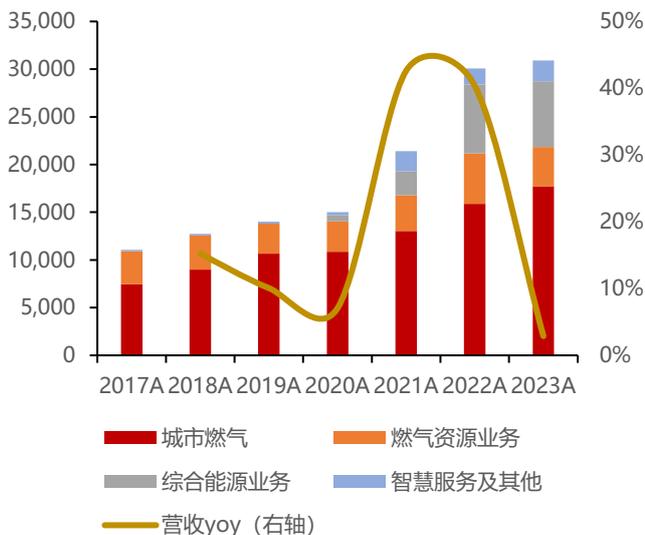
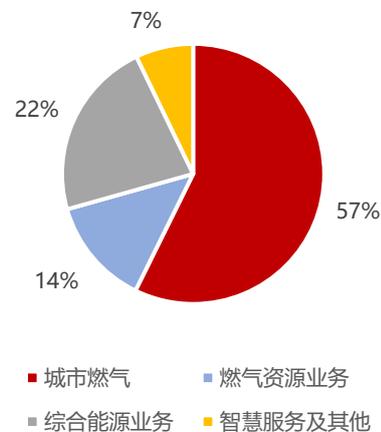


图 2：2023 年营收结构



资料来源：公司公告，华源证券研究

资料来源：公司公告，华源证券研究

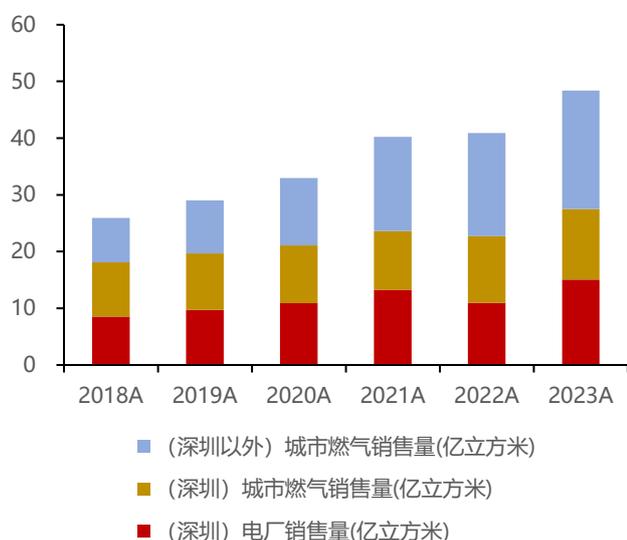
发展初期，公司同步布局城市燃气销售与上游燃气资源。城燃方面，1997 年，深圳市政府决定由深圳燃气负责全市管道燃气的统一经营工作；2004 年，深圳市建设局与燃气集团签署《特许经营协议》，公司获得深圳市管道燃气业务 30 年特许经营权。同时，在燃气资源方面，公司于 2001 年控股国内最大进口 LNG 供应商深圳华安液化石油气有限公司，并于 2016 年成为其全资股东；2011 年底，西气东输二线建成，公

司形成双骨干气源供应网络；此后又相继开拓广东大鹏等多路资源，确保气源供应，优化资源成本。

立足深圳，辐射周边。2005年，公司控股赣州深燃天然气有限公司，迈出向外发展第一步。截至2023年末，公司及其控股子公司已在国内11省(区)拥有53个燃气业务特许经营权，并且深圳以外地区以江西、江苏、安徽、云南为主。

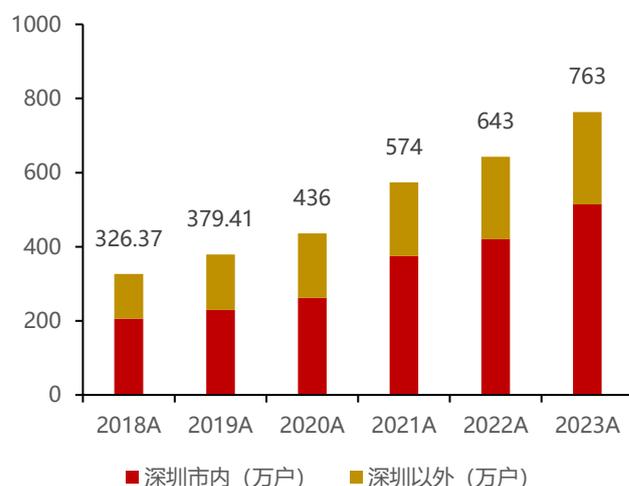
在此基础上，**公司近年来管道天然气售气量与用户数量高增**：2018年用户数突破300万，2023年用户数超过763万。售气量方面，2023年管道天然气销售量48.40亿立方米，同比增长18.28%；其中城市燃气销售量33.31亿立方米，同比增长11.07%，电厂销售量15.09亿立方米，同比增长38.06%。

图 3：2018-2023 年城市燃气销售量（亿立方米）



资料来源：公司公告，华源证券研究

图 4：2018-2023 用户数（万户）



资料来源：公司公告，华源证券研究

“十四五”以来，公司推动从单一燃气供应向清洁能源综合运营、从数字化向智慧化、从产业集团向产业投资控股集团战略转型，**成功打造综合能源业务与智慧服务业务。**

综合能源方面，光伏胶膜、热电、综合能源利用形成多点支撑。公司于2020年收购从事天然气热电联产的唯美电力（后改名深燃热电），并推进深燃热电二期9F机组改扩建项目；于2021年控股江苏斯威克，进入光伏胶膜赛道；并在江苏、山西、陕西等地收购光伏电站、在广东部分地区投资开发屋顶分布式光伏项目，截至2023年底光伏装机规模达245MW。此外，相继落地了保定深圳园等集中供冷、供热、供蒸汽及综合供能园区10个。**2023年综合能源营收68.85亿元，其中斯威克营收58.35亿元。**

智慧服务方面，公司于2020年成立创新投资公司、赛易特（合资）、优慧家公司、睿荔科技（合资）等公司，并于2021年收购乐山川天燃气输配设备有限公司，布局燃

气保险、燃气具、物联网燃气表等增值业务，以及信息化咨询和建设服务和燃气设备生产制造业务。凭借稳定且持续增长的终端客户资源，智慧服务板块营收增长迅速，2023年公司智慧服务板块收入 21.77 亿元，同比增长 33.97%。

国际气源价格波动较大情况下，公司财务表现稳健。从城燃业务盈利模式来看，下游销售价格由政府核定，过去上下游价格联动机制的联动周期较长，上游价格无法及时传导至下游用户端。然而，对于公司而言，在国际气源价格波动较大情况下，尽管城燃毛利出现明显下滑，但毛利总额和归母净利润并未出现大幅下滑。

我们分析，稳健的财务表现，一方面受益于用户数的持续增长；另一方面从毛利结构及增量可看出，综合能源、智慧服务及其他两大板块对毛利形成了有力支撑。公司向清洁能源综合运营转型取得成效。

图 5: LNG 到岸价 (美元/百万英热)



图 6: 管道天然气进口平均单价 (美元/吨)

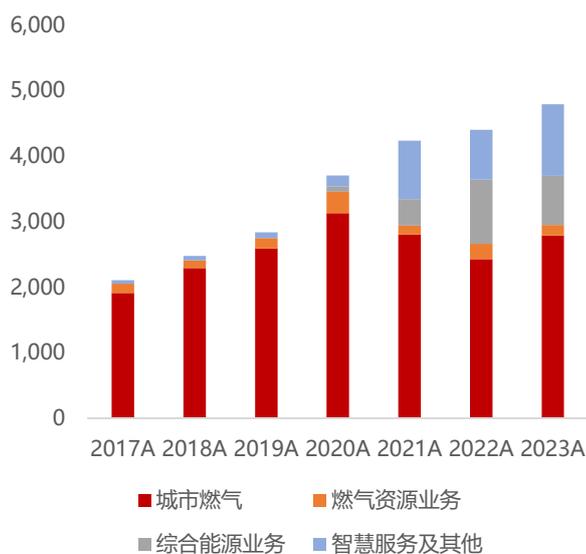


资料来源：金联创，wind，华源证券研究

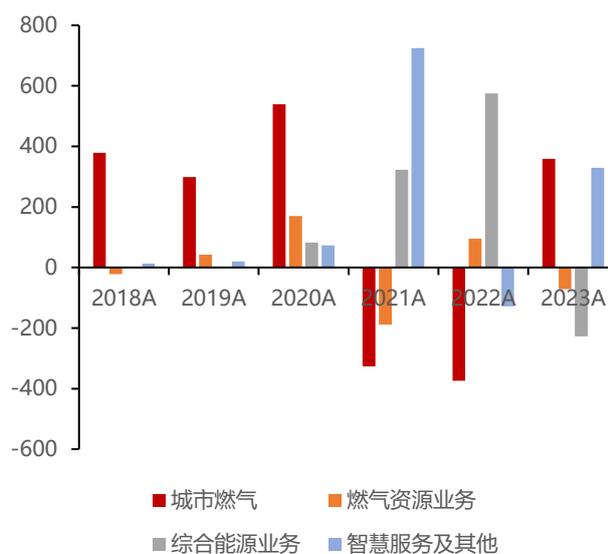
资料来源：海关总署，华源证券研究。注：以海关总署公布的管道天然气进口金额/进口量计算。

图 7: 分业务毛利 (百万元)

图 8: 分业务毛利增量 (百万元)



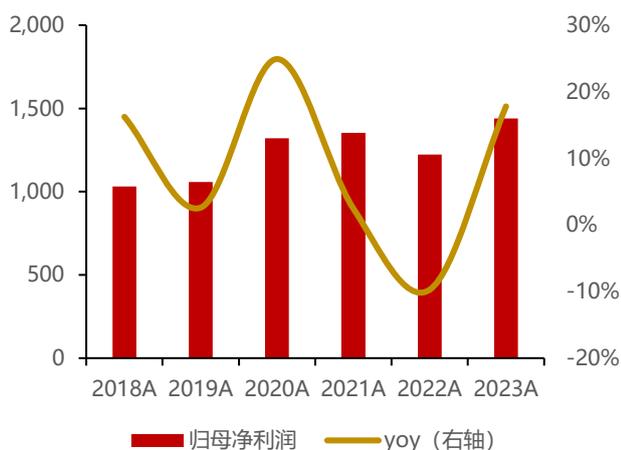
资料来源：公司公告，华源证券研究



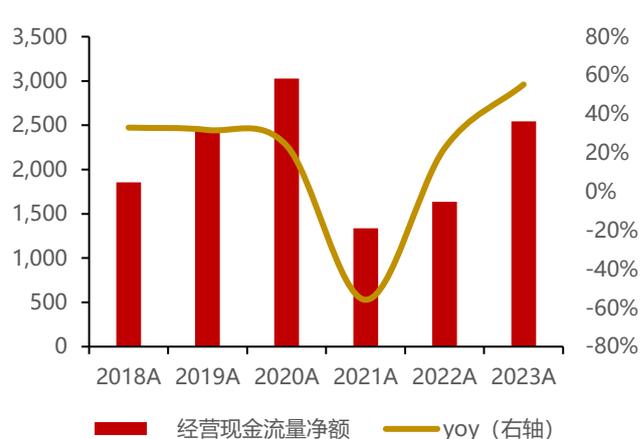
资料来源：公司公告，华源证券研究

图9：归母净利润（百万元）及增速

图10：经营性现金流净额（百万元）及增速



资料来源：公司公告，华源证券研究



资料来源：公司公告，华源证券研究

2. 城燃主业迎来利好 集团化发展巩固基本盘

2.1 价格机制理顺+气源成本下行 城燃主业迎来利好

城市燃气下游销售价格由气源价格和配气价格组成。其中，配气价格由政府按照“准许成本加合理收益”的原则核定，下游销售价格则是由政府对城燃企业气源采购成本核

定后，以基期成本+配气价格的方式确定。若价格核定周期过长，使得上游价格无法及时传导至下游销售端，城燃企业短期业绩将会承受较大压力。

深圳于 2022 年起开始实施天然气价格上下游联动机制，领先全国。深圳市城市燃气定价主要依据《广东省发展改革委城镇管道燃气价格管理办法》（粤发改规〔2018〕10 号），以及 2022 年发布的《深圳市发展和改革委员会关于调整我市管道燃气价格与完善上下游价格联动机制的通知》（下称《通知》）。

其中，《通知》对深圳市居民用气和非居民用气销售价格联动做出规定：1) 当气源采购成本累计上下变动幅度达到或超过基期采购成本 10%的时间连续达到 90 天时，适时启动居民销售价格联动机制，原则上每年联动不超过一次；2) 当气源采购成本累计上下变动幅度达到或超过基期采购成本 5%的时间连续达到 30 天时，适时启动非居民销售价格联动机制，原则上每年上调销售价格不超过 4 次。

价格上调，城燃业务毛差有望修复，主业盈利能力提升。2024 年 3 月，深圳市发改委发布《关于联动调整我市管道天然气销售价格的通知》（深发改〔2024〕174 号），为 2022 年后首次启动气源采购成本与销售价格联动调整机制。此次调整后，居民用气价格与非居民用气基准价格均上调 0.31 元/立方米，非居民用气价格上涨 9.39%，居民价格上涨 6.39%-10.00%不等。

此外，2023 年 6 月发改委出台《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，深圳以外地区亦逐步推动价格联动机制落地，有利于公司城燃业务盈利能力全面回升。

表 1：2024 年深圳市管道燃气价格及变动情况

	用气性质	季节	阶梯分档	户月用气量	单价 (元/立方米)		上调幅度	
					2022 年 8 月 1 日起实施	2024 年 3 月 16 日起实施	绝对额 (元/立方米)	百分比
管道天然气	居民居家生活和集体宿舍用气	夏季 (5-10月)	第一档	0-30 (含)	3.10	3.41	0.31	10.00%
			第二档	30-35 (含)	3.60	3.91	0.31	8.61%
			第三档	35 以上	4.85	5.16	0.31	6.39%
		冬季 (11月-次年4月)	第一档	0-40 (含)	3.10	3.41	0.31	10.00%
			第二档	40-45 (含)	3.60	3.91	0.31	8.61%
			第三档	45 以上	4.85	5.16	0.31	6.39%
非居民用气	学校教学和学生生活、社会福利机构等				3.3	3.61	0.31	9.39%
	公用性质用户(党政军机关及其所属事业单位、医院和企业职工食堂等)				3.3	3.61	0.31	9.39%
	工商业基准销售价格				3.99	4.30	0.31	7.77%
	电厂基准配气价格				0.1813	0.1813	不变	不变

管道液化	居民	14.8	14.80	不变	不变
石油气	非居民	15.6	15.60	不变	不变

资料来源：深圳市发改委，华源证券研究

表 2：公司城燃业务毛差

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
营业收入	7,493	8,391	8,228	10,961	13,714	15,584
营业成本	5,714	6,556	5,958	9,359	12,584	13,941
深圳城燃售气量(亿立方米)	9.55	9.97	10.19	10.40	11.79	12.40
深圳以外城燃售气量(亿立方米)	7.83	9.36	11.87	16.60	18.20	20.91
售气量	17.38	19.33	22.06	27.00	29.99	33.31
城燃毛差 (元/立方米, 不含税)	1.02	0.95	1.03	0.59	0.38	0.49

资料来源：公司公告，华源证券研究

深圳市天然气供应能力充裕，管道天然气普及率提升有望带动城燃销售量稳健提升。在五路气源供应保障下，2020 年深圳市天然气供应能力已达 201 亿立方米/年。然而，受管道气普及率低等影响，消费潜力尚未被充分挖掘。从天然气占一次能源比重来看，2020 时仅 12.7%，与全球平均水平（24%）及北京（35%）、香港（24%）、东京（29%）等大型城市存在差距。

表 3：2020 年深圳市五路气源供应能力

序号	气源项目名称		(亿立方米/年)
1	陆上管道	国家管网西气东输二线	40
2		东大鹏 LNG 接收站一期	95
3	LNG 接收站	广东大鹏 LNG 接收站 TUA	
4		国家管网深圳 LNG 接收站(迭福)	56
5		深圳市天然气储备与调峰库(深圳燃气华安 LNG)	10
全市合计			201

资料来源：深圳市城镇燃气发展“十四五”规划，华源证券研究

2024/2025 年售气量复合增速预计将达到约 23%左右。

根据深圳市城镇燃气发展“十四五”规划，深圳市城镇居民与工业用户用气量将达到 14 亿立方米，较 2022 年深圳城镇天然气消费量 11.79 亿立方米相比年均复合增长率为 5.89%。

此外，电厂用气量方面，公司主要存量客户及签约时间为：深圳钰湖电力有限公司（2010）、深圳大唐宝昌燃气发电有限公司（2011）、深圳南天电力有限公司（2012）、

华电国际电力股份有限公司深圳公司（2016）等，均签署售气协议至 2039 年底。从占比来看，2023 年公司电厂售气量占公司深圳地区管道天然气售气量的 55%。“十四五”期间，深圳市推进光明燃机、宝昌电厂二期、东部电厂二期、妈湾燃机等气电项目建设，公司与上述项目已完成或正在开展供气谈判，考虑到部分项目或采取双气源供应，2025 年公司电厂售气量有望增加至 35 亿立方米左右。

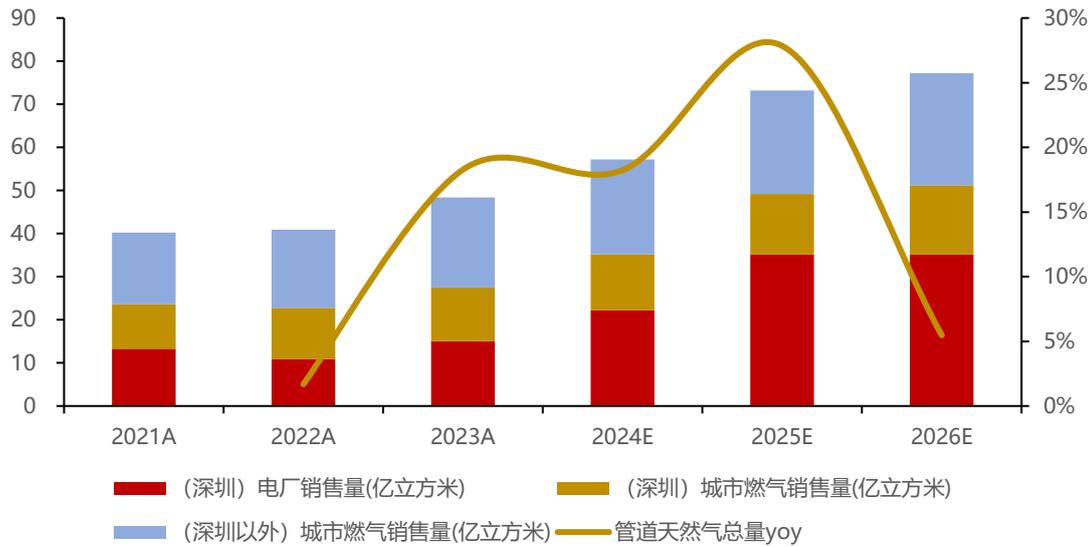
叠加深圳市城镇居民与工业用户用气量 14 亿立方米的预测量，我们预计公司在深圳地区管道天然气 2025 年销售量约 50 亿立方米，考虑深圳外地区保持平稳增长，则管道天然气销售总量有望达到 76 亿立方米左右，24/25 年复合增速将达到约 23%。

表 4：公司下游用气需求情况

用户类型	需求方	预计可供应气量 (亿立方米/年)	开工、预计投产情况或数据计算来源	客户 类型
城市用气	城市燃气用气	14.00	《深圳市城镇燃气发展“十四五”规划》预测 2025 年深圳城镇天然气居民及工商业年用气量，相比 2022 年同口径用气量年均增长 5.89%，与 2019-2022 年增长率 5.68% 基本持平。	预计 未来 需求
	深燃热电(扩 建)	3.20	公司自有电厂，拟扩建一台 9F 燃气发电机组，已于 2022 年 4 月开工建设，年天然气需求量约 3.2 亿立方米。	
电厂	深圳宝昌电厂 (二期扩建)	6.00	扩建两台 9F 燃气发电机组，一台已于 2022 年 12 月投产，另外一台于 2023 年 5 月投产，公司已与该电厂签订供气合同并实现供气，年天然气需求量约 6 亿立方米。	
	深圳能源东部 电厂(二期扩 建)	8.00	拟扩建两台 9H 燃气发电机组，已于 2022 年 10 月开工建设，预计于 2024 年三季度投产。公司已与深圳能源完成供气合同谈判。年天然气需求量约 8 亿立方米。	预计 新增 客户
	深圳能源光明 燃机电厂	12.00	拟建设三台 9H 燃气发电机组，已于 2021 年 9 月开工建设，预计 2024 年投产，年天然气需求量约 12 亿立方米。	
	深圳妈湾电厂 燃气机组	4.00	拟建设一台 9H 燃气发电机组，已于 2022 年 4 月开工建设，预计 2024 年投产，公司正在推进配套管网建设及供气谈判。年天然气需求量约 4 亿立方米。	
	深圳钰湖电厂	2.09	数据取自 2019-2021 年实际销售平均值	
	深圳宝昌电厂	2.03	数据取自 2019-2021 年实际销售平均值	
	深圳南天电厂	0.39	数据取自 2019-2021 年实际销售平均值	现有 客户
	深圳南山热电	1.43	数据取自 2019-2021 年实际销售平均值	
	深圳华电	2.84	数据取自 2019-2021 年实际销售平均值	
	深燃热电	2.18	数据取自 2019-2021 年实际销售平均值	

资料来源：公司公告，华源证券研究

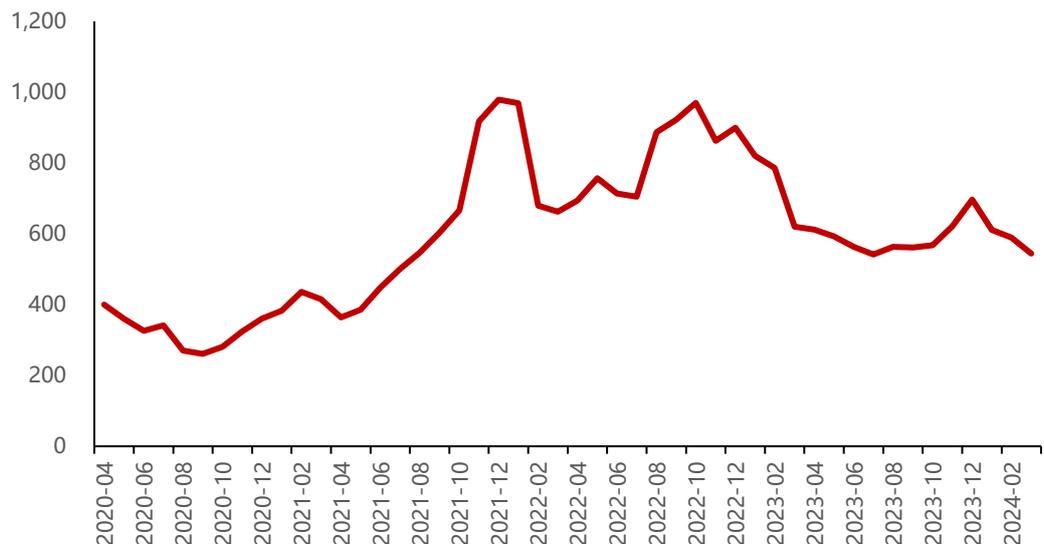
图 11：预测售气量（亿立方米）



资料来源：公司公告, 华源证券研究

海外 LNG 价格下行，公司储备库二期项目扩大气源供应能力，供给侧优势将进一步体现。2023 年以来，全球天然气价格震荡下行，海外 LNG 价格维持低位；我国进口 LNG 平均价格恢复至 2019-2020 年水平。此外，公司 2023 年 7 月发行可转债募投项目深圳市天然气储备与调峰库二期扩建工程，拟新建 2 座 16 万立方米 LNG 储罐和 1 座 3 万-21 万立方米 LNG 船泊位，根据公告，预计项目达产后可以每年增加 LNG 销售量约 150 万吨，助力公司构建更完善的天然气采运储销全产业链体系。

图 12: 液化天然气进口平均单价 (美元/吨)



资料来源：海关总署, wind, 华源证券研究

综上，下游需求侧方面，深圳 24 年 3 月启动顺价机制提高基期成本，有助于企业收回过去未被及时传导的高昂采购成本，同时电厂售气量在十四五期间预计将增长 1 倍以上；上游供给侧方面，资源价格维持相对低位，且募投 LNG 储备库项目有望提高公司资源供应能力。供需两侧双重利好下，公司上下游协同优势预计将得到充分显现。

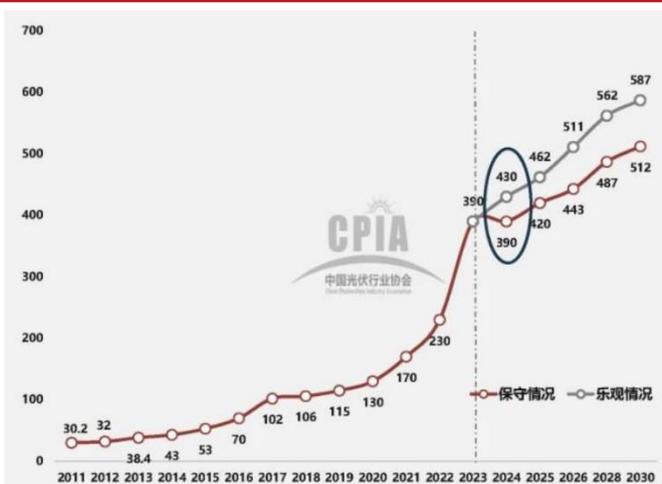
我们认为，在当前深圳推动“瓶改管”、气电项目建设、扩大需求规模的阶段，价格上调带动的毛差修复预计将为公司业绩带来较大弹性。

2.2 综合能源与智慧服务板块稳健发展 巩固盈利基本盘

2020 年后公司通过投资控股，成功布局综合能源与智慧服务两大板块。其中，综合能源业务以生产光伏胶膜的斯威克作为盈利核心，2021/2022 年净利润贡献占比达 17.8%、18.6%。智慧服务板块依靠公司稳固的客户群体，智能燃气表、燃具、燃气保险等销售增长较快，2023 年该板块收入 21.77 亿元，同比增长 33.97%。

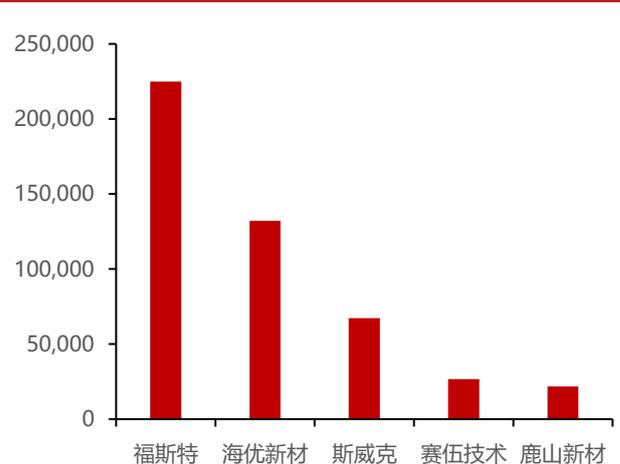
光伏胶膜市场规模增长迅速，斯威克市占率全球第二，随着清洁能源转型进程深入推进，考虑行业竞争较为激烈，预计光伏胶膜对业绩的贡献保持在相对稳定水平。斯威克主营业务为光伏封装胶膜的研发、生产和销售，处于光伏产业链中游。根据中国光伏行业协会的统计数据，2020 年至 2022 年，斯威克光伏封装胶膜产品市场占有率位列全球第二。在光伏装机维持稳步增长的趋势下，考虑行业竞争激烈导致毛利率下行，预计光伏胶膜对业绩的贡献保持在相对稳定水平。

图 13：全球新增光伏装机预测（GW）



资料来源：CPIA，华源证券研究

图 14：2023 光伏胶膜销售量（万平方米）



资料来源：各公司公告，华源证券研究

充分发挥协同效应，智慧服务板块仍具业绩释放潜力。作为公司全面构建创新业务发展体系的重要板块，智能燃气表、燃具、燃气保险等多维度增值服务完善公司燃气产业链。在全国老旧管网改造+大规模设备更新+燃气具/燃气表等设备及管理系统智慧化大趋势下，公司立足自有城燃用户基础，同时积极与其他城燃企业合作，智慧服务板块有望进一步释放潜力。

表 5：智慧服务板块子公司 2023 年入围或中标情况（部分典型项目）

子公司	入围或中标情况
乐山川天	入围港华、中燃、安徽省燃等供应商
睿荔科技	中标珠海港兴、海南民生燃气 NB-IoT 燃气表采购项目
赛易特	中标海南民生燃气智慧燃气平台建设项目

资料来源：公司公告，华源证券研究

3. 盈利预测及估值

城燃业务方面，下游需求侧深圳 24 年 2 月上调城燃价格+全球天然气价格震荡下行，城燃业务毛差快速修复。综合能源业务方面，斯威克于 2023 年新增 1.2 亿平方米光伏胶膜产能，有望带来一定业绩增量；此外，在智慧服务业务方面，公司凭借燃气领域稳固的客源，高毛利的燃气智慧设备销售业务亦有望保持稳健提升。

基于此，我们对公司未来几年经营核心假设如下：

- 1) 城市管道燃气业务：电厂售气增长驱动下，2024-2026 年售气量增长 19.3%、26.7%、4.1%，同时毛差修复，双重因素带动营收增长 21.9%、25.9%、4.3%；结合毛差及售气结构变化，测算毛利率逐步提升至 11%-12%；
- 2) 燃气工程业务：主要受房地产及其他基础设施建设拉动，2024-2026 年逐年下滑 5%，毛利率维持 2023 年水平；
- 3) 燃气资源业务方面：储备库一期利用率目前在 50%左右，天然气批发量主要受国内外价差情况影响，假设营收与毛利率均保持平稳。同时随着深圳市推进“瓶改管”，石油气批发量预计继续收缩。
- 4) 热电业务：深燃热电二期扩产项目驱动下，2024-2026 年热电业务营收保持 43%、40%、28%增长，同时上游气源价格下降带动毛利率回升至 20%左右；
- 5) 光伏胶膜业务：在斯威克扩产以及下游光伏装机保持平稳增长趋势下，2024-2026 年光伏胶膜销售量保持每年 5%增长，激烈竞争下毛利率预计将有所下滑；
- 6) 智慧服务其他：在燃气智慧化趋势下，2024-2026 年智慧服务板块营收保持 20%、10%、10%增长，毛利率维持在 45%左右。

预测 2024-2026 年归母净利润分别为 15.18、16.49、18.00 亿元，同比增长率分别为 5.4%、8.6%、9.2%，当前股价对应 PE 倍 13、12 倍、11 倍。选取新奥股份、佛燃能源、蓝天燃气作为可比公司，其 2024-2026 平均估值为 11 倍、10 倍、9 倍。

鉴于公司处于全国经济最发达地区之一的深圳，用气强度与潜力均显著高于全国，以及未来几年具有较为确定的业绩增长，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 6：相对估值表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			PE			PB (lf)
		2024/7/12	24E	25E	26E	24E	25E	26E	
600803.SH	新奥股份	624	66.04	74.80	86.99	9	8	7	2.53
605368.SH	蓝天燃气	92	6.59	6.85	7.21	14	13	13	2.32
002911.SZ	佛燃能源	122	11.10	13.07	14.50	11	9	8	2.77
	平均值					11	10	9	2.54
601139.SH	深圳燃气	198	15.18	16.49	18.00	13	12	11	1.36

资料来源：ifind，华源证券研究。可比公司归母净利润取 ifind 一致预期

风险提示：

- (1) 天然气消费量增长不及预期：**提价背景下，下游城燃客户消费量增长存在被抑制的可能性；此外，24-26 年深圳地区新投产气电厂是公司售气量主要增量来源，若相关项目投产进度或供气谈判进展不及预期，亦将对售气量及业绩造成一定负面影响；
- (2) 天然气价格波动风险：**天然气价格受全球宏观经济、地缘政治、天然气供应链等多重因素影响，若天然气价格出现剧烈波动，城燃业务毛利率或无法维持预期水平；
- (3) 光伏胶膜行业价格竞争风险：**2023 年以来光伏胶膜价格呈下降趋势，若行业竞争加剧，光伏胶膜价格下降超出预期，斯威克对公司业绩贡献或有所下降。

表 7：深圳燃气利润表（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、营业总收入	30,062	30,929	34,781	40,139	41,622
二、营业总成本	28,602	29,343	32,999	38,187	39,472
其中：营业成本	25,658	26,136	29,392	34,090	35,345
税金及附加	92	101	113	131	135
销售费用	1,528	1,637	1,841	2,124	2,081
管理费用	310	391	440	442	458
研发费用	611	732	823	950	985
财务费用	404	347	390	450	467
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	225	212	212	212	212
资产处置收益	-1	-1	0	0	0
资产减值损失	-167	-54	0	0	0
信用减值损失	36	-13	0	0	0
其他收益	80	161	0	0	0
三、营业利润	1,632	1,891	1,994	2,164	2,362
加：营业外收入	55	15	15	15	15
减：营业外支出	30	24	24	24	24
四、利润总额	1,657	1,883	1,985	2,156	2,354
减：所得税费用	251	240	253	275	301
五、净利润	1,406	1,642	1,732	1,880	2,053
（一）持续经营净利润	1,406	1,642	1,732	1,880	2,053
归属于母公司所有者的净利润	1,222	1,440	1,518	1,649	1,800
少数股东损益	184	202	213	232	253
六、每股收益：					
（一）基本每股收益(元)	0.42	0.50	0.53	0.57	0.63
（二）稀释每股收益(元)	0.42	0.47	0.46	0.50	0.55

资料来源：公司公告，华源证券研究

表 8：深圳燃气资产负债表（百万元）

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产：					
货币资金	3,295	5,836	6,100	6,445	6,826
交易性金融资产	10	0	0	0	0
应收票据及应收账款	3,590	3,601	4,043	4,666	4,838
应收款项融资	341	683	683	683	683
预付款项	672	896	1,007	1,163	1,205
其他应收款合计	148	104	117	135	139
合同资产	17	10	11	13	13

存货	2,265	1,948	2,369	2,748	2,849
其他流动资产	332	475	475	475	475
流动资产合计	10,671	13,553	14,805	16,326	17,030
非流动资产:					
可供出售金融资产	0	0	0	0	0
长期应收款	0	65	65	65	65
长期股权投资	370	373	373	373	373
其他权益工具投资	1,462	1,567	1,567	1,567	1,567
固定资产合计	14,659	16,702	20,381	22,389	23,650
在建工程合计	3,833	4,758	1,903	761	304
使用权资产	117	125	125	125	125
无形资产	2,256	2,460	2,412	2,365	2,321
商誉	3,360	3,377	3,377	3,377	3,377
长期待摊费用	461	759	759	759	759
递延所得税资产	162	196	196	196	196
其他非流动资产	848	334	334	334	334
非流动资产合计	27,530	30,717	31,492	32,313	33,072
资产总计	38,201	44,270	46,297	48,639	50,102
流动负债:					
短期借款	4,054	2,952	2,952	2,952	2,952
应付票据及应付账款	4,672	4,662	5,249	6,088	6,312
预收款项	0	0	0	0	0
合同负债	2,249	2,687	3,021	3,487	3,616
应付职工薪酬	558	584	656	758	786
应交税费	235	197	222	244	252
其他应付款合计	1,333	1,153	1,297	1,271	1,318
一年内到期的非流动负债	2,086	211	211	211	211
其他流动负债	5,975	8,975	8,975	8,975	8,975
流动负债合计	21,161	21,421	22,583	23,984	24,420
非流动负债:					
长期借款	679	1,846	1,846	1,846	1,846
应付债券	0	2,791	2,791	2,791	2,791
租赁负债	87	94	94	94	94
长期应付款合计	29	0	0	0	0
预计负债	0	0	0	0	0
递延所得税负债	455	460	460	460	460
递延收益-非流动负债	396	385	385	385	385
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	1,646	5,577	5,577	5,577	5,577
负债合计	22,807	26,998	28,160	29,561	29,997

所有者权益(或股东权益):

实收资本(或股本)	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
资本公积	1,927	1,934	1,934	1,934	1,934
减: 库存股	0	0	0	0	0
其他综合收益	1,036	1,137	1,137	1,137	1,137
其他权益工具	0	224	224	224	224
专项储备	7	5	5	5	5
盈余公积	916	947	1,099	1,264	1,444
未分配利润	6,387	7,423	7,924	8,468	9,061
归属于母公司所有者权益合计	13,149	14,547	15,200	15,908	16,682
少数股东权益	2,246	2,725	2,938	3,169	3,422
所有者权益合计	15,394	17,272	18,138	19,078	20,105
负债和所有者权益总计	38,201	44,270	46,297	48,639	50,102

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

表 9: 深圳燃气现金流量表 (百万元)

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
一、经营活动产生的现金流量:					
经营活动现金流入小计	28,658	32,042	34,675	39,979	41,589
经营活动现金流出小计	27,021	29,500	31,621	36,448	37,846
经营活动产生的现金流量净额	1,637	2,543	3,054	3,531	3,743
二、投资活动产生的现金流量:					
投资活动现金流入小计	534	237	212	212	212
投资活动现金流出小计	3,441	4,293	2,137	2,458	2,547
投资活动产生的现金流量净额	-2,907	-4,057	-1,925	-2,246	-2,335
三、筹资活动产生的现金流量:					
筹资活动现金流入小计	12,637	23,139	0	0	0
筹资活动现金流出小计	11,035	19,111	866	940	1,027
筹资活动产生的现金流量净额	1,603	4,028	-866	-940	-1,027
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-32	-12	0	0	0
五、现金及现金等价物净增加额	301	2,502	263	345	381
加: 期初现金及现金等价物余额	2,961	3,262	5,765	6,028	6,373
六、期末现金及现金等价物余额	3,262	5,765	6,028	6,373	6,754

资料来源: 公司公告, 华源证券研究

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 liruijie@huayuanstock.com
华北区销售代表 王梓乔 wangziquiao@huayuanstock.com
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 ： 沪深 300 指数