

# 深圳燃气 (601139.SH)

公司点评

证券研究报告

## 胶膜拖累营收，售气毛差扩大改善业绩

### 业绩简评

8月28日晚间公司发布2024年半年报，1H24实现营收137.8亿元，同比-9.5%；实现扣非后归母净利润7.0亿元，同比+17.8%。2Q24实现营收69.2亿元，同比-9.5%；实现扣非后归母净利润4.3亿元，同比+19.0%。

### 经营分析

大湾区城燃气量强劲增长抵消电厂气量下滑影响，1H24售气量同比+8.3%。1Q24/2Q24公司分别完成售气量13.1/14.3亿方，同比分别+9.7%/+7.0%。分地区看，大湾区1Q24/2Q24分别完成城燃销量3.6/3.7亿方，同比分别+4.7%/+21.6%；其他地区1Q24/2Q24分别完成城燃销量5.6/5.3亿方，同比分别+12.6%/+4.6%。1Q24/2Q24电厂售气量分别完成2.5/4.2亿方，同比分别+21.7%/-11.3%。受2Q24南方地区持续降水影响，广东省用电需求疲软的同时外来电输入量同比大增、挤压省内燃气机组发电空间，致使电厂用气需求下降。而1H24深圳全市规上工业增加值同比+12%、保持高速增长；受益于宏观经济景气，2Q24公司大湾区城燃售气量同比大增21.6%，充分抵消电厂售气量下滑的影响。

成本下行主力驱动售气毛差修复。测算公司1H24管道燃气平均售价约为3.22元/方，较上年同期下降约0.05元/方、降幅1.6%。而同期管道燃气业务实现毛利率12.4%，同比提升3.6pct，主要得益于1H24全球天然气供需保持偏松，国际气价震荡走低带来公司综合气源采购成本下行。另外，1H24公司天然气批发均价约3.3元/方，同比下降约32.8%。考虑到天然气批市场化程度较高、价格与成本联动频率更高，侧面反映出公司管道燃气售气均价下降或因定价市场化程度更高的工商业售气量占比提升。

光伏胶膜销量和价格下降，拖累营收下滑6.9pct。受全球光伏装机增速放缓、国际贸易壁垒提升以及国内电网消纳等问题影响，光伏行业进入产能出清阶段，1H24光伏行业呈现“价减量增”态势。2024年上半年，斯威克完成胶膜销售量2.83亿平、同比-10.7%，测算胶膜销售单价约6.7元/平、同比下降约27.8%。

### 盈利预测、估值与评级

24年深圳居民燃气顺价+国际气价回归理性区间，公司售气毛差有望持续修复。预计公司24~26年分别实现归母净利17.7/19.5/21.7亿元，EPS分别为0.61/0.68/0.76元，当前价对应PE估值分别为11倍、10倍和9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

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业S1130524070001）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

联系人：唐执敬

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.60元

相关报告：

- 《深圳燃气公司点评：售气量增长、毛差修复，胶膜仍承压》，2024.3.30
- 《深圳燃气信息速递》，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



### 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	30,133	31,944	33,952
营业收入增长率	40.4%	2.9%	-2.6%	6.0%	6.3%
归母净利润(百万元)	1,222	1,440	1,765	1,954	2,171
归母净利润增长率	-9.7%	17.8%	22.6%	10.7%	11.1%
摊薄每股收益(元)	0.425	0.501	0.613	0.679	0.755
每股经营性现金流净额	0.59	0.91	0.99	1.46	1.62
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.3%	9.9%	11.4%	11.6%	11.9%
P/E	15.39	13.76	10.76	9.72	8.74
P/B	1.43	1.36	1.22	1.13	1.04

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>30,133</b>	<b>31,944</b>	<b>33,952</b>
增长率		40.4%	2.9%	-2.6%	6.0%	6.3%
主营业务成本	-17,178	-25,658	-26,136	-24,922	-26,300	-27,849
%销售收入	80.2%	85.4%	84.5%	82.7%	82.3%	82.0%
毛利	4,236	4,404	4,793	5,210	5,644	6,103
%销售收入	19.8%	14.6%	15.5%	17.3%	17.7%	18.0%
营业税金及附加	-83	-92	-101	-90	-96	-102
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,473	-1,528	-1,637	-1,706	-1,809	-1,922
%销售收入	6.9%	5.1%	5.3%	5.7%	5.7%	5.7%
管理费用	-274	-310	-391	-392	-415	-441
%销售收入	1.3%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-382	-611	-732	-753	-799	-849
%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	2,269	2,526	2,788
%销售收入	9.4%	6.2%	6.2%	7.5%	7.9%	8.2%
财务费用	-170	-404	-347	-274	-280	-252
%销售收入	0.8%	1.3%	1.1%	0.9%	0.9%	0.7%
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%	8.4%	7.6%
营业利润	1,847	1,632	1,891	2,349	2,601	2,891
营业利润率	8.6%	5.4%	6.1%	7.8%	8.1%	8.5%
营业外收支	-13	25	-9	4	4	4
税前利润	1,834	1,657	1,883	2,353	2,605	2,895
利润率	8.6%	5.5%	6.1%	7.8%	8.2%	8.5%
所得税	-294	-251	-240	-306	-339	-376
所得税率	16.0%	15.1%	12.8%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润	1,540	1,406	1,642	2,047	2,266	2,519
少数股东损益	186	184	202	282	313	347
<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>1,765</b>	<b>1,954</b>	<b>2,171</b>
净利率	6.3%	4.1%	4.7%	5.9%	6.1%	6.4%

**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	2,047	2,266	2,519
少数股东损益	186	184	202	282	313	347
非现金支出	1,107	1,421	1,557	1,428	1,680	1,900
非经营收益	93	54	122	117	100	69
营运资金变动	-1,370	-1,175	-714	-755	145	165
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,371</b>	<b>1,707</b>	<b>2,607</b>	<b>2,838</b>	<b>4,191</b>	<b>4,653</b>
资本开支	-2,181	-2,593	-3,947	-3,874	-2,561	-1,861
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>-3,644</b>	<b>-2,361</b>	<b>-1,661</b>
股权募资	53	355	211	-224	0	0
债权募资	-4,435	-4,761	4,300	655	-490	-1,222
其他	6,162	6,008	-482	-888	-953	-1,038
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,780</b>	<b>1,603</b>	<b>4,028</b>	<b>-456</b>	<b>-1,443</b>	<b>-2,259</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-885</b>	<b>371</b>	<b>2,566</b>	<b>-1,262</b>	<b>387</b>	<b>732</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	4,547	4,915	5,633
应收款项	3,716	4,079	4,388	4,080	4,326	4,597
存货	1,396	2,265	1,948	1,912	2,018	2,136
其他流动资产	947	1,032	1,381	1,167	1,211	1,260
流动资产	9,244	10,671	13,553	11,707	12,468	13,626
%总资产	27.1%	27.9%	30.6%	26.1%	26.8%	28.6%
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	24,004	24,707	24,502
%总资产	47.9%	48.4%	48.5%	53.5%	53.1%	51.5%
无形资产	5,475	6,078	6,596	6,579	6,753	6,914
非流动资产	24,852	27,530	30,717	33,135	34,025	33,995
%总资产	72.9%	72.1%	69.4%	73.9%	73.2%	71.4%
<b>资产总计</b>	<b>34,096</b>	<b>38,201</b>	<b>44,270</b>	<b>44,842</b>	<b>46,494</b>	<b>47,622</b>
短期借款	2,229	6,140	3,163	3,109	3,119	2,897
应付款项	5,713	6,005	5,815	5,952	6,281	6,652
其他流动负债	8,439	9,016	12,443	11,005	11,215	11,449
流动负债	16,382	21,161	21,421	20,065	20,615	20,998
长期贷款	272	679	1,846	2,446	1,946	946
其他长期负债	3,374	967	3,731	3,804	3,784	3,771
负债	20,029	22,807	26,998	26,315	26,345	25,715
<b>普通股股东权益</b>	<b>12,363</b>	<b>13,149</b>	<b>14,547</b>	<b>15,520</b>	<b>16,829</b>	<b>18,240</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	8,623	9,932	11,344
少数股东权益	1,705	2,246	2,725	3,007	3,320	3,667
<b>负债股东权益合计</b>	<b>34,096</b>	<b>38,201</b>	<b>44,270</b>	<b>44,842</b>	<b>46,494</b>	<b>47,622</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	0.613	0.679	0.755
每股净资产	4.297	4.571	5.057	5.395	5.850	6.341
每股经营现金净流	0.476	0.593	0.906	0.987	1.457	1.617
每股股利	0.180	0.210	0.160	0.196	0.224	0.264
<b>回报率</b>						
净资产收益率	10.95%	9.30%	9.90%	11.37%	11.61%	11.90%
总资产收益率	3.97%	3.20%	3.25%	3.94%	4.20%	4.56%
投入资本收益率	9.01%	6.97%	6.60%	7.21%	7.71%	8.35%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	42.62%	40.38%	2.88%	-2.57%	6.01%	6.28%
EBIT 增长率	14.00%	-7.94%	3.72%	17.40%	11.35%	10.38%
净利润增长率	2.46%	-9.72%	17.80%	22.56%	10.71%	11.13%
总资产增长率	33.64%	12.04%	15.89%	1.29%	3.68%	2.43%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	30.7	31.4	30.3	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	18.6	26.0	29.4	28.0	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	223.4	239.4	228.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	7.79%	22.82%	11.37%	20.79%	14.86%	4.81%
EBIT 利息保障倍数	11.9	4.6	5.6	8.3	9.0	11.1
资产负债率	58.74%	59.70%	60.98%	58.68%	56.66%	54.00%

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	1	3	11	13	33
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	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

**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**  
电话：021-80234211  
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5楼

**北京**  
电话：010-85950438  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100005  
地址：北京市东城区建内大街26号  
新闻大厦8层南侧

**深圳**  
电话：0755-86695353  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心  
18楼1806