

增持（维持评级）

深圳燃气（601139.SH）

公司点评

证券研究报告

城燃顺价降本毛差改善，胶膜和智慧服务业务承压

业绩简评

4月24日公司发布24年年报及25年一季报，24全年实现营收283.5亿元，同比-8.3%；实现归母净利14.6亿元，同比+1.2%。1Q25实现营收75.1亿元，同比+9.5%；实现归母净利2.3亿元，同比-15.5%。24年度计划现金分红0.16元/股，现金分红比例约31.6%。

经营分析

24年售气量增速放缓，主因大湾区以外地区增势放缓；1Q25大湾区售气量增长趋势保持强劲，批发气量高增补充势能。2024/1Q25公司分别完成售气量57.4/16.4亿方，同比分别+6.6%/25.1%。分地区看，2024/1Q25大湾区分别完成城市燃售气量13.7/4.0亿方，同比+9.5%/10.9%，其中1Q25增速环比4Q24上升1.9pcts；同期其他地区分别完成管道燃气销量21.4/5.9亿方，同比+3.1%/+4.3%。其他地区售气量在经历3Q24的下滑后，4Q24/1Q25恢复同比增长，增速环比上季度分别+13.7pcts/-0.1pct。2024/1Q25电厂售气量分别完成14.6/2.7亿方，同比-3.2%/+7.9%；批发气量分别完成7.7/3.8亿方，同比大幅增长44.5%/180.9%，主因公司国际长协资源量增加。面对内地城燃用户有效需求不足的挑战，公司积极拓展工商业客户，4Q24/1Q25公司异地城燃售气量重拾增长。

深圳、江西等片区管道燃气完成顺价+燃气采购成本下降，城燃板块贡献24年主要增利。以城市管道燃气业务营收/管道燃气销量估算公司管道燃气平均售价同比-1.8%，或因非居民用户气价市场化程度较高、调价更频繁，并且有效需求不足，公司将燃气采购成本下行带来的利好向下游传导；另估算公司管道燃气平均采购成本同比-6.1%，带来城燃业务毛利率同比+3.9pcts，助公司实现业绩增长。

光伏胶膜业务、燃气工程及其他业务分别对公司营收和毛利拖累最大。24年公司光伏胶膜销量6.55亿平、同比-2.5%；售价随原材料价格下跌，致使光伏胶膜业务营收整体同比-35.0%，拖累总营收下滑6.6pcts。24年深圳“瓶改管”工程收官+房地产市场持续承压，公司燃气工程及材料业务营收承压下滑，拖累总毛利下降7.3pcts。1Q25，光伏胶膜和智慧服务业务是影响公司业绩的主要因素。

盈利预测、估值与评级

预计公司25~27年分别实现归母净利14.6/16.1/18.6亿元，EPS分别为0.51/0.56/0.65元，当前价对应PE估值分别为13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

公共事业与环保组

分析师：张君昊（执业S1130524070001）

zhangjunhao1@gjzq.com.cn

分析师：唐执敬（执业S1130525020002）

tangzhijing@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.43元

相关报告：

1.《深圳燃气公司点评：综合能源及智慧服务业务暂承压》，2024.10.30

2.《深圳燃气公司点评：胶膜拖累营收，售气毛差扩大改善业绩》，2024.8.29



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	30,929	28,348	29,134	29,519	30,543
营业收入增长率	2.9%	-8.3%	2.8%	1.3%	3.5%
归母净利润(百万元)	1,440	1,457	1,461	1,611	1,863
归母净利润增长率	17.8%	1.2%	0.2%	10.3%	15.6%
摊薄每股收益(元)	0.501	0.507	0.508	0.560	0.647
每股经营性现金流净额	0.91	1.24	0.19	1.15	1.28
ROE(归属母公司)(摊薄)	9.9%	9.4%	8.9%	9.2%	9.9%
P/E	13.76	13.94	12.67	11.48	9.93
P/B	1.36	1.31	1.13	1.06	0.98

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)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	30,062	30,929	28,348	29,134	29,519	30,543
增长率		2.9%	-8.3%	2.8%	1.3%	3.5%
主营业务成本	-25,658	-26,136	-23,481	-24,431	-24,572	-25,196
%销售收入	85.4%	84.5%	82.8%	83.9%	83.2%	82.5%
毛利	4,404	4,793	4,867	4,702	4,948	5,347
%销售收入	14.6%	15.5%	17.2%	16.1%	16.8%	17.5%
营业税金及附加	-92	-101	-99	-102	-103	-107
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-1,528	-1,637	-1,597	-1,641	-1,663	-1,720
%销售收入	5.1%	5.3%	5.6%	5.6%	5.6%	5.6%
管理费用	-310	-391	-373	-379	-384	-397
%销售收入	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-611	-732	-719	-728	-738	-764
%销售收入	2.0%	2.4%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	1,863	1,932	2,079	1,853	2,060	2,359
%销售收入	6.2%	6.2%	7.3%	6.4%	7.0%	7.7%
财务费用	-404	-347	-299	-278	-272	-250
%销售收入	1.3%	1.1%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
资产减值损失	-131	-66	-212	-60	-60	-60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	225	212	145	220	220	220
%税前利润	13.6%	11.3%	7.9%	11.9%	10.7%	9.2%
营业利润	1,632	1,891	1,820	1,840	2,053	2,374
营业利润率	5.4%	6.1%	6.4%	6.3%	7.0%	7.8%
营业外收支	25	-9	12	10	10	10
税前利润	1,657	1,883	1,832	1,850	2,063	2,384
利润率	5.5%	6.1%	6.5%	6.3%	7.0%	7.8%
所得税	-251	-240	-294	-296	-330	-382
所得税率	15.1%	12.8%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1,406	1,642	1,538	1,554	1,733	2,003
少数股东损益	184	202	81	93	121	140
归属于母公司的净利润	1,222	1,440	1,457	1,461	1,611	1,863
净利率	4.1%	4.7%	5.1%	5.0%	5.5%	6.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	1,406	1,642	1,538	1,554	1,733	2,003
少数股东损益	184	202	81	93	121	140
非现金支出	1,421	1,557	1,484	1,309	1,424	1,500
非经营收益	54	122	122	128	127	102
营运资金变动	-1,175	-714	431	-2,442	26	78
经营活动现金净流	1,707	2,607	3,575	548	3,311	3,683
资本开支	-2,593	-3,947	-3,075	-1,722	-2,355	-2,155
投资	-615	-334	-42	-10	-10	-10
其他	301	224	9	220	220	220
投资活动现金净流	-2,907	-4,057	-3,107	-1,512	-2,145	-1,945
股权募资	355	211	9	-224	0	0
债权募资	-4,761	4,300	-1,093	2,097	-826	-707
其他	6,008	-482	374	-798	-826	-876
筹资活动现金净流	1,603	4,028	-710	1,075	-1,651	-1,583
现金净流量	371	2,566	-236	112	-486	155

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,295	5,836	5,712	5,794	5,286	5,426
应收款项	4,079	4,388	4,711	4,332	4,389	4,542
存货	2,265	1,948	1,101	1,673	1,683	1,726
其他流动资产	1,032	1,381	1,585	1,551	1,556	1,582
流动资产	10,671	13,553	13,108	13,350	12,915	13,275
%总资产	27.9%	30.6%	29.0%	29.1%	27.8%	28.0%
长期投资	1,832	2,005	1,907	1,917	1,927	1,937
固定资产	18,493	21,460	23,251	23,514	24,291	24,805
%总资产	48.4%	48.5%	51.4%	51.2%	52.4%	52.3%
无形资产	6,078	6,596	6,414	6,583	6,738	6,879
非流动资产	27,530	30,717	32,113	32,532	33,468	34,128
%总资产	72.1%	69.4%	71.0%	70.9%	72.2%	72.0%
资产总计	38,201	44,270	45,221	45,882	46,383	47,403
短期借款	6,140	3,163	5,236	3,734	3,409	3,502
应付款项	6,005	5,815	5,638	6,031	6,066	6,221
其他流动负债	9,016	12,443	8,934	6,264	6,328	6,470
流动负债	21,161	21,421	19,808	16,029	15,803	16,194
长期贷款	679	1,846	2,156	2,756	2,256	1,456
其他长期负债	967	3,731	4,891	7,848	7,827	7,812
负债	22,807	26,998	26,856	26,634	25,886	25,462
普通股股东权益	13,149	14,547	15,560	16,350	17,478	18,782
其中：股本	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877	2,877
未分配利润	6,387	7,423	8,285	9,307	10,435	11,739
少数股东权益	2,246	2,725	2,805	2,898	3,019	3,159
负债股东权益合计	38,201	44,270	45,221	45,882	46,383	47,403

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	0.425	0.501	0.507	0.508	0.560	0.647
每股净资产	4.571	5.057	5.409	5.684	6.076	6.529
每股经营现金净流	0.593	0.906	1.243	0.191	1.151	1.280
每股股利	0.180	0.210	0.160	0.152	0.168	0.194
回报率						
净资产收益率	9.30%	9.90%	9.36%	8.93%	9.22%	9.92%
总资产收益率	3.20%	3.25%	3.22%	3.18%	3.47%	3.93%
投入资本收益率	6.97%	6.60%	5.80%	4.71%	5.17%	5.79%
增长率						
主营业务收入增长率	40.38%	2.88%	-8.34%	2.77%	1.32%	3.47%
EBIT 增长率	-7.94%	3.72%	7.58%	-10.89%	11.21%	14.53%
净利润增长率	-9.72%	17.80%	1.19%	0.24%	10.33%	15.60%
总资产增长率	12.04%	15.89%	2.15%	1.46%	1.09%	2.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	31.4	30.3	43.4	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	26.0	29.4	23.7	25.0	25.0	25.0
应付账款周转天数	60.6	64.3	69.9	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	178.0	197.1	234.4	242.2	243.2	230.0
偿债能力						
净负债/股东权益	22.82%	11.37%	30.25%	39.45%	35.49%	29.29%
EBIT 利息保障倍数	4.6	5.6	7.0	6.7	7.6	9.4
资产负债率	59.70%	60.98%	59.39%	58.05%	55.81%	53.71%

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	3	5	10	30
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	2023-04-28	增持	6.94	N/A
2	2023-08-29	增持	7.08	N/A
3	2023-10-27	增持	6.77	N/A
4	2024-03-30	增持	7.47	N/A
5	2024-08-29	增持	6.60	N/A
6	2024-10-30	增持	7.42	N/A

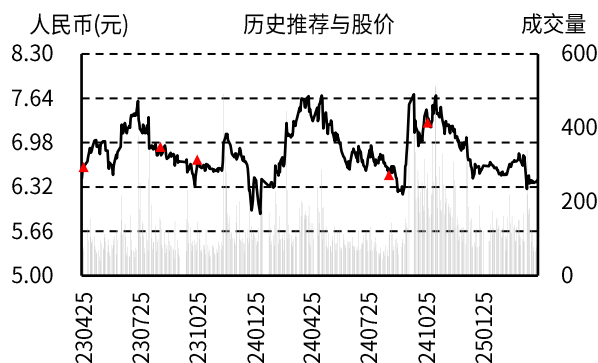
来源：国金证券研究所

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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
---	--	---