

综合能源供应商，外延内生踏上新征途

广聚能源(000096)

► **公司是深圳南山区属国资唯一上市平台，盈利能力回升。**广聚能源是南山区属国资唯一上市平台，区国资局持股 38.1%。具备成品油、危险化学品、省内高速公路加油站等牌照资源。当前公司推进打造区域性综合能源运营商+新型贸易平台的转型，成效已显；旗下还投资电力、能源、燃气以及数据中心资产等，公司成长性空间充满想象。2024 年归母净利润恢复至 0.97 亿元同比+10%；其中成品油综合毛利率 8.76%，同比+1.51pct；成品油业务利润总额 7,084.99 万元，同比+1.27%。25Q1 归母净利润 0.14 亿元同增 111%，盈利能力持续回升。

► **成品油销售主业盈利能力提升，未来有望并购式成长。**公司现有加油站终端 12 个。我们认为加油站作为零售终端商业模式良好，看好公司未来有望持续外拓实现主业成长。据我们测算加油站的利润率在 10%-20%之间，从中长期来看在各地支持国企做大做强的背景下，公司有望借助产业和资本优势，通过持续外拓和承包管理其他加油站进行业务扩张，增厚公司盈利能力，强化在珠三角地区的布局。

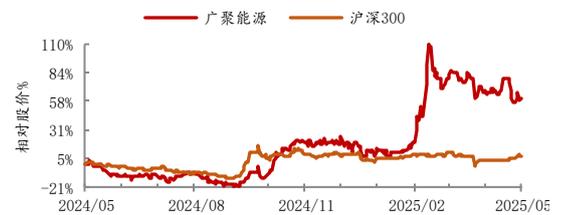
► **核心资产持续贡献现金流，潜在重估价值高。**公司自持位于妈湾港区仓储库区面积为 7.14 万平米使用权和相应码头海岸及海域使用权，以及前海东岸花园 161 套房产。**(1) 租金收入：**库区土地自 2020 年库区首次对外招租，截止到 2024 年公司的库区和房产的租金收入已超 4000 万元，毛利率超 85%，是利润和现金流主要贡献之一，未来库区剩余 3 万土地有望释放。此外，前海开发用地稀缺，核心资产价值高。**(2) 资产潜在价值高：**前海是粤港澳“黄金内湾”的核心区域，前海前湾片区商业用地楼面价 1.1 万/m²，地面价 22.9 万元/m²，资产价值高。前海妈湾在南山区海岸线上，有着独特的地理位置优势，公司的地块的使用权、码头岸线及海域使用权将是非常稀缺的资源，资产的潜在重组价值高。同时参股公司深南燃气深圳核心地区亦有地块有潜在盘活或升级改造可能性。

► **参股公司分红贡献利润，业绩增厚有保障。**(1) 拥有妈湾电力 6.42%股权，2024 年分红 1739.82 万元；(2) 拥有深圳协孚 20%股权，投资收益 1132.16 万元；(3) 参资南山热电 12.22%股权，投资损益 267.73 万元；(4) 拥有深南燃气 40%股权。妈湾电力的高分红是广聚能源重要的利润来源和现金流入，对其业绩有显著贡献，2024 年公司收到妈湾电力分红 1739.82 万元，后续我们认为公司持有的优质红利资产预计将为公司带来可观投资收益。

► **全资控股航天欧华，与行业头部携手做大做强。**2025 年公司以 5518 万元取得航天欧华 100%股权，航天欧华是中兴通讯政企全线产品分销业务的全国总经销商之一，向下游代理商及行

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	17.06
股票代码：	000096
52 周最高价/最低价：	24.53/8.3
总市值(亿)	90.08
自由流通市值(亿)	87.15
自由流通股数(百万)	510.85



分析师：戚舒扬
邮箱：qisy1@hx168.com.cn
SAC NO: S1120523110001
联系电话：

分析师：金兵
邮箱：jinbing@hx168.com.cn
SAC NO: S1120524050001
联系电话：

相关研究

业客户销售产品并提供一系列服务；随着中兴通讯政企产品矩阵的持续创新和生态版图的快速扩张，航天欧华作为核心经销商，预计在新增算力部署与存量设备升级双重需求驱动下，有望实现业务规模的持续增长。公司在传统贸易业务方面积累了成熟的业务管理经验及相关人才储备，预计将为航天欧华带来业务协同效应，同时随着航天欧华逐步聚焦于中兴政企业务条线、剥离其他业务，其有望持续为公司增厚利润，同时加快集团的数字化与AI转型。

► **前瞻布局数据中心，数字资源变现渐行渐近。**公司2020年就与深智城、深能综合能源开发合资设立智城能源云，公司持股32%。智城能源云公司负责妈湾资源场站数据中心项目建设、运营，开展机柜托管服务，该项目已于2024年上半年正式投入运营。据测算机柜托管行业核心产业规模预计达2200亿元，未来算力需求不言而喻，机柜托管业务需求旺盛；未来携手深圳政府和其他国企，有望受益深圳市算力投入浪潮。

投资建议

鉴于2025年仍为公司业务转型布局的关键年，我们预测2025-2027年公司收入预测为19.43/22.88/27.97亿元，同比-1.7%/+17.7%/+22.2%；预测归母净利润1.00/1.20/1.51亿元，同比+3.4%/+20.1%/+25.5%，对应EPS为0.19/0.23/0.29元；对应5月16日收盘价17.06元89.85/74.78/59.61x PE。首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

国际油价大幅波动，收购资产进展不及预期，物业租赁持续下行，投资业务不及预期，系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2,553	1,977	1,943	2,288	2,797
YoY (%)	21.5%	-22.5%	-1.7%	17.7%	22.2%
归母净利润(百万元)	88	97	100	120	151
YoY (%)	59.9%	10.0%	3.4%	20.1%	25.5%
毛利率 (%)	7.4%	9.1%	9.9%	10.0%	10.3%
每股收益 (元)	0.17	0.18	0.19	0.23	0.29
ROE	3.3%	3.5%	3.5%	4.0%	4.8%
市盈率	102.16	92.72	89.85	74.78	59.61

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 南山区属国资唯一上市平台，资源禀赋优厚.....	5
1.1. 区国资局持股 38.13%，能源化工类牌照优势显著.....	5
1.2. 成品油为主要收入来源，物业租赁+投资业务贡献利润增长.....	6
2. 成品油业务牌照稀缺，未来有望持续外拓.....	8
3. 前海妈湾地处核心区位，核心资产待重估.....	13
3.1. 前海区域战略定位高，核心资产稀缺性强.....	13
3.2. 核心资产地处妈湾，租金收入贡献稳定现金流.....	15
4. 战略收缩化学品贸易，加强风险管控.....	17
5. 对外投资：参股公司基本面稳健，带来稳定收益.....	19
5.1. 内生外延，聚焦产业上下游投资.....	19
5.2. 火电：深南电资产优化，妈湾电力高分红提供收益.....	20
5.3. 协孚能源：战略调整存量资产，聚焦核心业务.....	22
6. 收购航天欧华 100%股权，打响外延转型第一单.....	23
6.1. 并购航天欧华，中兴政企产品分销带来新业务空间.....	23
6.2. 通过智城云机柜托管进入算力，未来或受益深圳算力建设.....	25
7. 盈利预测和估值分析.....	27
7.1. 盈利预测.....	27
7.2. 估值分析.....	28
8. 风险提示.....	28

图表目录

图 1 公司业务分布情况.....	5
图 2 公司发展历程.....	5
图 3 公司股权结构及主要控股公司.....	6
图 4 2023 年后公司收入端承压.....	7
图 5 2023 年公司盈利能力持续增强.....	7
图 6 2022-24 年公司分业务收入情况.....	7
图 7 2022-24 年公司分业务收入百分比.....	7
图 8 公司整体销售毛利率趋势向好.....	8
图 9 公司成品油毛利率稳中有升.....	8
图 10 成品油销售产业链图示.....	8
图 11 南山石油加油站示例（沙田油站）.....	9
图 12 2019-2024 年成品油业务经营数据（亿元）.....	10
图 13 2021-2024 年深圳市新能源车和全国新能源车渗透率比较（%）.....	10
图 14 前海地处粤港澳“黄金内湾”核心区域.....	13
图 15 妈湾未来打造前海·宝中核心商圈.....	14
图 16 广聚亿升仓储区位于妈湾港区.....	15
图 17 广聚亿升仓储区未来或规划商务或交通.....	15
图 18 华南地区液体化工品保税仓现场 1.....	16
图 19 华南地区液体化工品保税仓现场 2.....	16
图 20 2022-24 年物业租赁收入和利润贡献稳定.....	17
图 21 2021-24 年库区和住宅等租赁收入稳定.....	17
图 22 2019-2024 年公司化学品贸易营收情况（单位：百万元）.....	18
图 23 2019-2024 年化学品贸易销售情况（单位：万吨）及同比.....	18
图 24 广聚能源主要投资参股公司.....	20
图 25 深南电工程公司参与格尔木燃机电站项目.....	21
图 26 深南电-兆驰创新产业园工商储项目.....	21

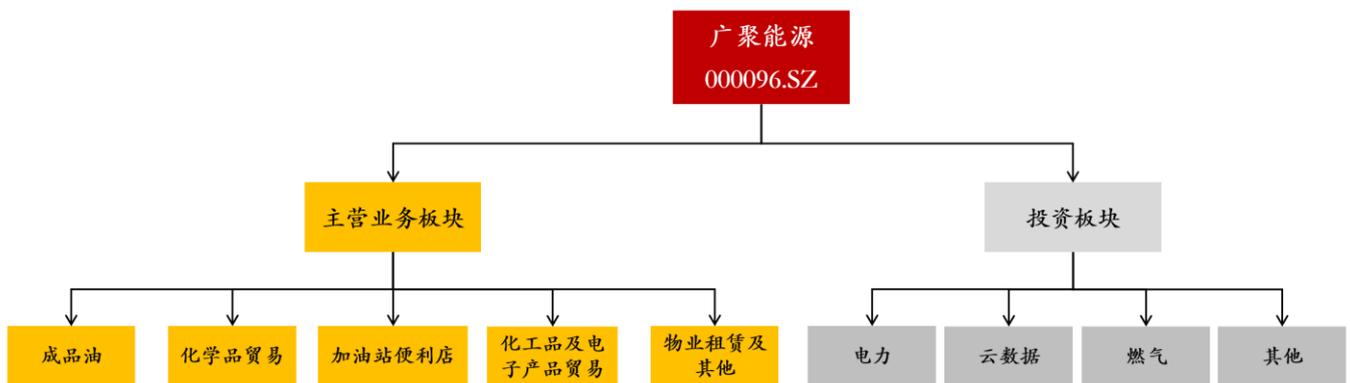
图 27 深南电历年营业收入及同比增速	21
图 28 深南电历年归母公司净利润及其同比增速	21
图 29 妈湾电力全景图	22
图 30 海水脱硫技术流程图	22
图 31 协孚能源历年营业收入及同比增速	23
图 32 协孚能源历年归母公司净利润及其同比增速	23
图 33 航天欧华并购时间线	23
图 34 中兴通讯 AiCube DeepSeek 智算一体机	24
图 35 中兴通讯数字星云 4.0 AI 解决方案	24
图 36 航天欧华营收及营业利润 (单位: 百万元)	25
图 37 中兴事业部营收及营业利润 (单位: 百万元)	25
图 38 中国智算服务市场规模 (单位: 亿元)	26
图 39 广东省人工智能核心产业密集	26
图 40 北上深杭 AI 产业对比	26
表 1 2024 年汽柴油调价变动情况 (9 涨 9 跌 7 搁浅)	9
表 2 深圳、东莞、惠州、梅州等地新能源车政策概览	11
表 3 加油站投资收益测算模型 (各项参数均为假设)	12
表 4 近两年南山区和宝安区部分地块出让情况	14
表 5 广聚亿升历年物业出租和租金收益情况	17
表 6 广聚能源主要全资子公司	20
表 7 盈利预测	27
表 8 估值表	28

1.南山区属国资唯一上市平台，资源禀赋优厚

1.1.区国资局持股 38.13%，能源化工类牌照优势显著

广聚能源是集成品油、危化品储运和贸易、化工品及电子产品贸易、投资为一体的综合性能源类企业，公司是南山区属国资唯一上市平台，深耕深圳市场。公司具备成品油、危险化学品特许经营资质，以及广东省内高速公路建设经营加油站的资质，在广东省内拥有 12 座加油站，是深圳市和珠江三角洲地区成品油主要经销商之一。目前，公司积极推进成品油主业转型升级，致力于打造区域性综合能源运营商。同时公司也持续关注新能源、大数据等战略性新业务投资领域，优化产业布局，通过投资设立或参与产业基金等形式，拓宽投资渠道，寻求新的利润增长点。

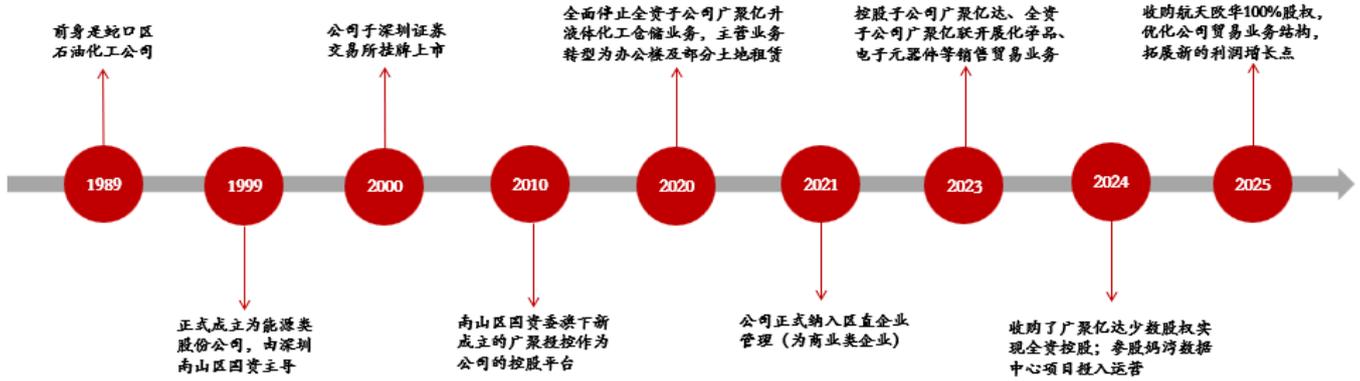
图 1 公司业务分布情况



资料来源：Wind，公司年报，公司官网，华西证券研究所

综合能源服务商+新型贸易平台。公司前身是 1989 年建成的蛇口区石油化工公司，1999 年正式成立为能源类股份公司，由深圳南山区国资主导控股，并于 2000 年深交所上市。2010 年，南山区国资委旗下新成立的广聚投控作为公司的控股平台，进一步强化国资控制。2020 年，由于城市经济结构调整，液体化工仓储业务需求萎缩，盈利式微，公司全面停止广聚亿升液体化工仓储业务，转型为办公楼及部分土地租赁。2023 年，广聚亿达和广聚亿联开展化学品、电子元器件等销售贸易业务。2024 年，公司收购了广聚亿达少数股权实现全资控股，参股妈湾数据中心项目。2025 年一季度，公司完成收购航天欧华 100% 股权，继续运营盈利能力较稳定的中兴通讯政企全线产品分销业务，优化公司贸易业务结构，拓展新的利润增长点。

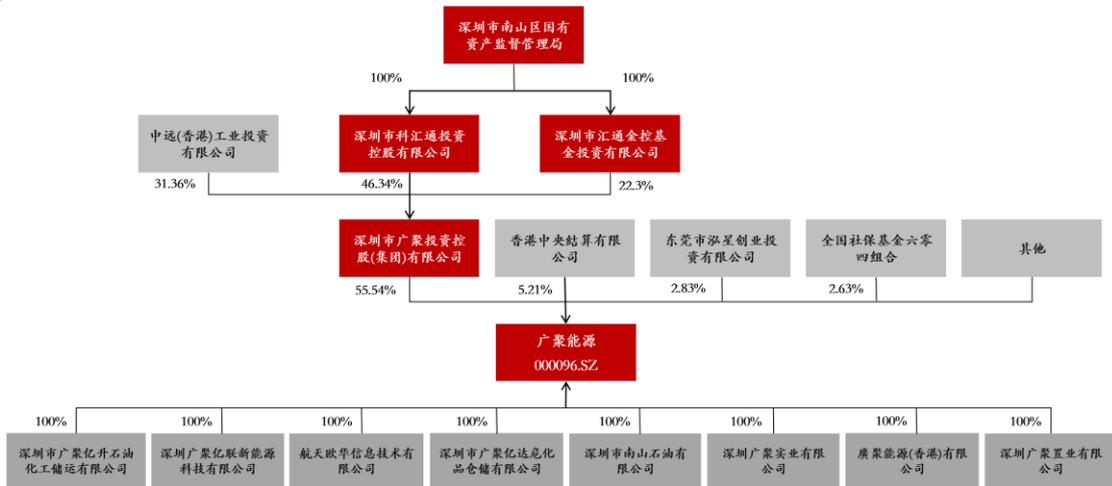
图 2 公司发展历程



资料来源: Wind, 公司年报, 华西证券研究所

南山区属国资唯一上市公司平台，区国资局持股约 38.1%。广聚能源自上市起即为深圳市南山区国资控股企业，作为南山区属国资唯一上市公司平台，我们认为其在区域资源获取和政策对接方面具备先天优势；其控股股东是广聚投控（区国资局对其持股比例 68.64%），截至 25Q1，广聚投控对广聚能源持股比例 55.54%，实际控制人为南山区国资局。广聚能源现有全资子公司 8 家，其中南山石油在深圳、东莞、惠州等地经营 12 座加油站；广聚亿升、广聚置业等在深圳前海拥有 7.14 亿平方米仓储用地及配套码头岸线资源，以及前海东岸花园的住宅和商铺等房产资源。

图 3 公司股权结构及主要控股公司



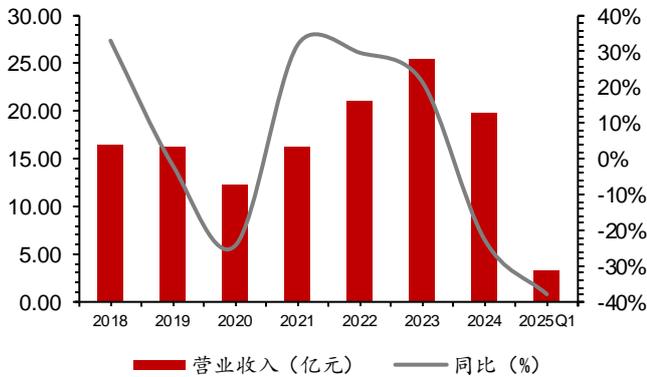
资料来源: Wind, 公司年报, 公司官网, 华西证券研究所

1.2. 成品油为主要收入来源，物业租赁+投资业务贡献利润增长

收入端依旧承压，盈利能力持续增强。2018-2023 年公司营收从 16.54 亿元增长至 25.53 亿元；整体增速相对稳健；2024 年营收 19.77 亿元，同比-22.54%，下滑显著，主要系成品油及危化品业务销量减少所致；2022 年归母净利润从 0.55 亿元，为历史相对低点，主要因为 2022 年地缘政治冲突升级等宏观方面影响较大。此后逐年恢复，至 2024 年归母净利润恢复至 0.97 亿元，同比+10%，主要得益于成品油业务毛利率提升及投资收益大幅增长；叠加证券投资+电力分红+参资企业业绩好，多因素推动投资高收益；25Q1 公司实现营业收入 3.27 亿元，同比-37.87%，主要受本期成品油及化工品销量减少影响，导致收入下降；实现归母净利润 0.14 亿元，同比

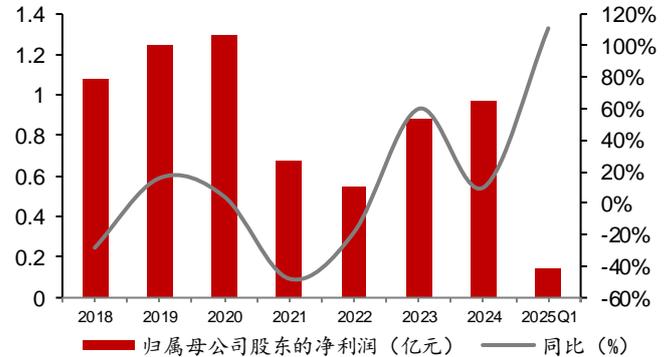
+110.99%；公司毛利率逆势提升，体现公司内部对成品油销售价差的把控能力强，核心业务能力突出。

图 4 2023 年后公司收入端承压



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

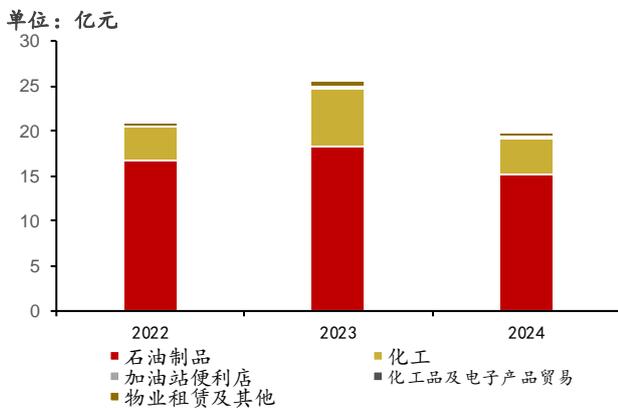
图 5 2023 年公司盈利能力持续增强



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

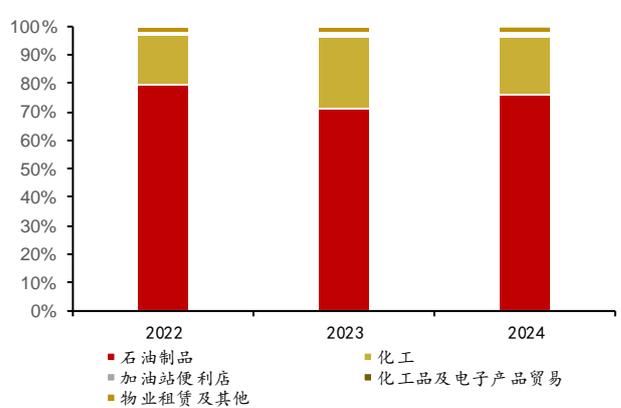
成品油销售业务占公司收入比重最高，化工贸易占比其次。2024 年石油制品行业收入 15.07 亿元（占比 76%），同比-17.30%，毛利率 8.76%；化工行业（化学品贸易，占比 20%）收入 3.98 亿元，同比-37.52%，毛利率 1.00%，化工毛利率低，后续相关业务我们判断将持续收缩；加油站便利店收入 0.14 亿元，同比-3.78%；化工品及电子产品贸易收入 0.11 亿元，同比-46.07%；物业租赁及其他收入 0.47 亿元，同比 9.67%，毛利率 85.85%。2024 年在受传统石油行业景气度不足、行业竞争加剧、新能源政策推广等影响下，各项业务收入均有下滑。

图 6 2022-24 年公司分业务收入情况



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

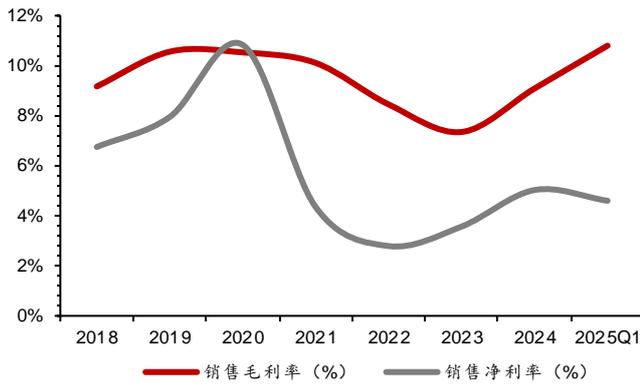
图 7 2022-24 年公司分业务收入百分比



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

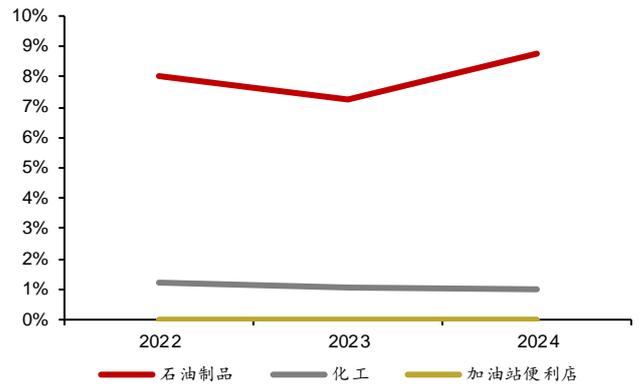
公司整体销售毛利率实现增长，成品油核心竞争力突出。2023-2024 年公司毛利率从 7.35% 上升至 9.09%；2022-2024 年公司净利率从 2.79% 增长至 5.03%，主要得益于成品油业务综合毛利率实现稳步增长。2024 年成品油综合毛利率 8.76%，同比增加 1.51pct；成品油业务利润总额 0.71 亿元，同比+1.27%。物业及其他租赁业务在 2024 年收入同比增长 9.67%，租赁业务的毛利率 85.85%，现金流稳定业务可预见性强。2022-2024 年，公司期间费用率从 3.84% 上升至 4.50%。2024 年，公司管理费用率、销售费用率和财务费用率分别为 2.51%/3.29%/-1.29%。2025Q1，公司毛利率 10.80%，期间费用率 5.66%。公司管理费用率/销售费用率/财务费用率分别为 3.38%/3.89%/-1.61%。

图 8 公司整体销售毛利率趋势向好



资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

图 9 公司成品油毛利率稳中有升

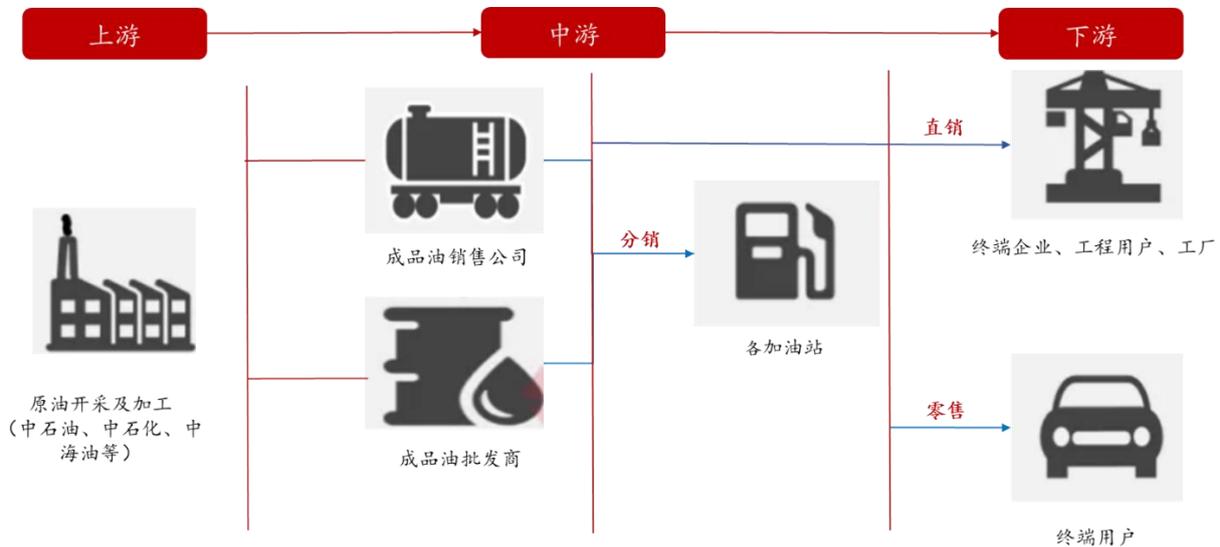


资料来源：公司年报，Wind，华西证券研究所

2. 成品油业务牌照稀缺，未来有望持续外拓

商业模式：通过汽柴油批零价差实现盈利，销售模式兼具 B2C 和 B2B。石油石化批发零售产业链包括原油和天然气的开采、加工和油品销售，公司石油石化业务是整个产业链的下游环节，全资子公司南山石油主要经营汽柴油批发、零售及仓储业务，上游从中石油、中石化、中海油采购，柴油对应的客户主要为基建类客户和有资质的工厂企业主等，汽油对应的主要是零售客户，在整个过程中实现价差盈利。

图 10 成品油销售产业链图示



资料来源：能链研究院公众号，华西证券研究所

拥有特许资质，区域壁垒高。公司具备成品油、危险化学品特许经营资质，以及广东省内高速公路建设经营加油站的资质，在深圳、东莞、惠州等地拥有 12 座加油站，是深圳市和珠江三角洲地区成品油主要经销商之一。

南山石油是主要经营此业务的子公司，公司以充足的油品资源，稳定的油品质量及成品油配套服务为依托，成为除中石油、中石化两大公司外深圳成品油市场一个有力的补充，为珠江三角洲地区成品油市场提供了强有力的支持和保障。

图 11 南山石油加油站示例（沙田油站）



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2024 年成品油营收有所下滑，而盈利能力改善：2024 年受国际原油价格和国内成品油市场供需基本面影响，国内成品油零售限价全年经历“9 涨 9 跌 7 搁浅”共 25 轮调价周期，涨跌互抵后，汽油、柴油零售价格分别累计下跌 130 元/吨和 125 元/吨，成本端较去年回落，公司行业批零价差有所修复，但在宏观经济有压力的背景下，国内工业用油及运输需求有所下降，且新能源和替代能源渗透率提高，对成品油消费的形成一定边际替代。公司通过升级油站配套服务、优化营销策略、提升精细化管理水平，进一步提升市场竞争力，我们认为随着中国经济进一步向上，叠加汽车促销费需求有望恢复。2024 年销售油品 19.98 万吨，同比减少 16.53%；实现成品油营业收入 15.07 亿元，同比减少 17.30%；成品油营业成本 13.75 亿元，同比减少 18.64%；成品油综合毛利率 8.76%，同比增加 1.51 个百分点；成品油业务利润总额 7,084.99 万元，同比增加 1.27%。

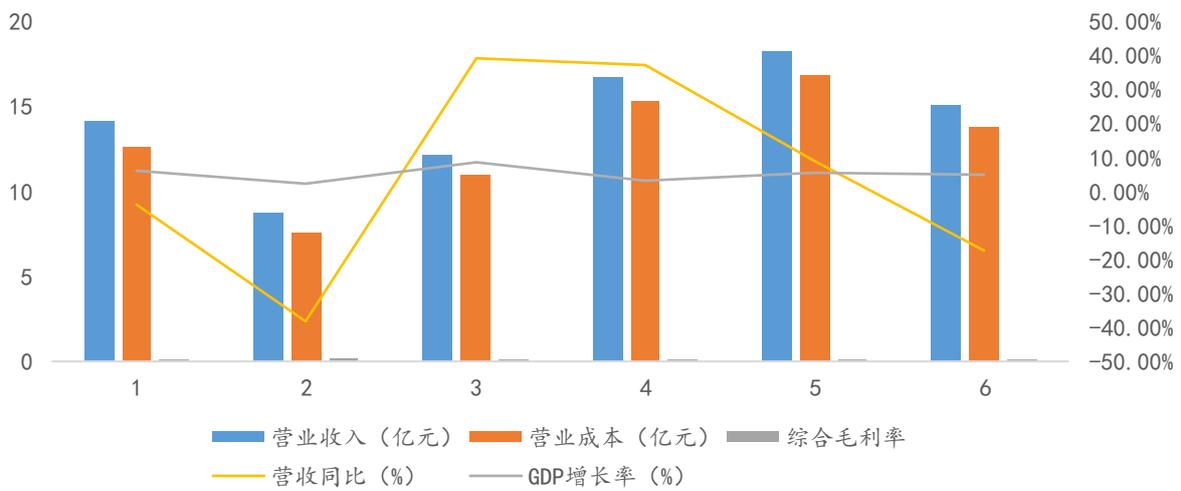
表 1 2024 年汽柴油调价变动情况（9 涨 9 跌 7 搁浅）

调整日期	品种	价格(元/吨)	涨/跌	品种	价格(元/吨)	涨/跌
2024/11/7	汽油	8500	-145	柴油	7480	-140
2024/10/24	汽油	8645	90	柴油	7620	85
2024/10/11	汽油	8555	140	柴油	7535	135
2024/9/21	汽油	8415	-365	柴油	7400	-350
2024/9/6	汽油	8780	-100	柴油	7750	-100
2024/8/9	汽油	8880	-305	柴油	7850	-290
2024/7/26	汽油	9185	-145	柴油	8140	-140
2024/7/12	汽油	9330	110	柴油	8280	105
2024/6/28	汽油	9220	210	柴油	8175	200
2024/6/14	汽油	9010	-190	柴油	7975	-180
2024/5/16	汽油	9200	-235	柴油	8155	-225
2024/4/30	汽油	9435	-70	柴油	8380	-70
2024/4/17	汽油	9505	200	柴油	8450	195

2024/4/2	汽油	9305	200	柴油	8255	190
2024/3/5	汽油	9105	125	柴油	8065	120
2024/2/1	汽油	8980	200	柴油	7945	200
2024/1/18	汽油	8780	-50	柴油	7745	-50
2024/1/4	汽油	8830	200	柴油	7795	190
累计涨跌	汽油		-300	柴油		-125

参考资料：东方财富数据中心，华西证券研究所整理

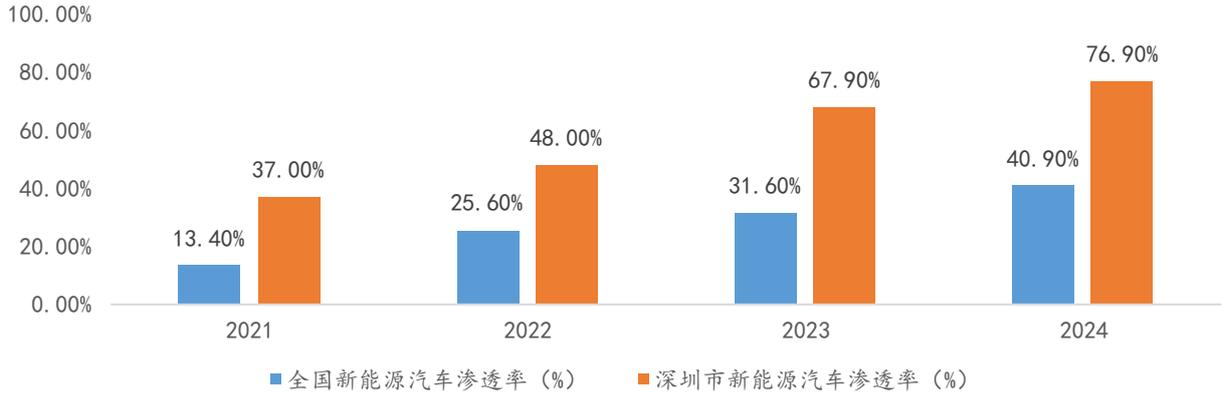
图 12 2019-2024 年成品油业务经营数据（亿元）



资料来源：wind，公司年报，华西证券研究所

新能源车对公司成品油需求带来挤压，但最大影响已过去：2018 年到 2020 年，深圳要求网约车、出租车全面电动化，对公司成品油影响较大。2024 年全国新能源汽车渗透率为 47.60%，而同期深圳市新能源汽车渗透率已达到 76.90%，远超全国水平，新能源车对公司的相关影响已基本消化，未来的影响判断属于慢变量。

图 13 2021-2024 年深圳市新能源车和全国新能源车渗透率比较 (%)



资料来源：国际清洁交通委员会，中国汽车报，21世纪经济报道，IT之家，华西证券研究所整理

表 2 深圳、东莞、惠州、梅州等地新能源车政策概览

发布时间	发布机构	政策文件	主要内容
2024.09	广东深圳	《深圳加力支持汽车置换更新补贴指引》	对个人消费者在 2024 年 4 月 1 日至 2024 年 12 月 31 日期间转让本人名下车辆，并在 2024 年 4 月 20 日至 2024 年 12 月 31 日期间在深圳新购新能源车或符合国六排放标准的燃油车，给予一次性购车补贴。 第一档：购车价格为 7 万元（含）至 15 万元（不含）的，购买新能源车补贴 9000 元/辆，燃油车补贴 8000 元/辆； 第二档：购车价格为 15 万元（含）至 25 万元（不含）的，购买新能源车补贴 13000 元/辆，燃油车补贴 12000 元/辆； 第三档：购车价格 25 万元（含）以上的，新能源车补贴 16000 元/辆，燃油车补贴 15000 元/辆。
2024.09	广东东莞	《新一轮汽车“以旧换新”补贴政策》	报废符合标准的旧车并购买新能源乘用车的，由原来补贴 1 万元提高到 2 万元，报废符合标准的旧车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，由原来补贴 7000 元提高到 1.5 万元。消费者可通过“全国汽车流通信息管理系统”网站或“汽车以旧换新”小程序等渠道申领。补贴的申请时间为 2024 年 4 月 24 日至 2024 年 12 月 31 日期间。
2024.11	广东梅州	《个人消费者乘用车置换更新和电动自行车以旧换新》	自 2024 年 4 月 24 日（含当日，下同）至 2024 年 12 月 31 日期间，对个人消费者报废国三及以下排放标准燃油乘用车或 2018 年 4 月 30 日前注册登记的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴。对报废上述两类旧车并购买新能源乘用车的，补贴 2 万元；对报废国三及以下排放标准燃油乘用车并购买 2.0 升及以下排量燃油乘用车的，补贴 1.5 万元。
2025.02	广东东莞	《2025 年东莞市汽车置换更新补贴开始接受申报 置换汽车最高补贴 1.5 万元》	东莞 2025 年度汽车置换更新政策自 2025 年 1 月 1 日起实施，个人消费者转让本人名下乘用车并在东莞市内购买乘用车新车，每辆车最高可领补贴 15000 元，目前首个申请平台已上线。本次补贴面向个人消费者，申请人应在补贴政策规定时间内，转让登记在本人名下的乘用车旧车，并在东莞市内参加活动的汽车经销商企业购买乘用车新车。
2025.02	广东惠州	《惠州市 2025 年个人乘用车置换更新补贴》	2025 年汽车置换更新政策自 2025 年 1 月 1 日（含当日，下同）起实施。对个人消费者转让登记在本人名下的乘用车，并且在惠州市参与活动的汽车销售企业（名单以“粤焕新”平台--“汽车置换更新”--“活动商户名录”为准）新购新能源乘用车、符合国六排放标准的燃油乘用车的，按照购买新车价格的不同，分档给予一次性补贴支持。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2025.02	广东深圳	《深圳市汽车置换更新补贴实施指引(2025年)》	<p>第一档:购车价格为4万元(含)至7万(不含)元的,购买燃油车补贴4000元/辆,新能源车补贴5000元/辆;</p> <p>第二档:购车价格为7万元(含)至15万元(不含)的,购买燃油车补贴8000元/辆,新能源车补贴9000元/辆;</p> <p>第三档:购车价格为15万元(含)至25万元(不含)的,购买燃油车补贴12000元/辆,新能源车补贴13000元/辆;</p> <p>第四档:购车价格为25万元(含)以上的,购买燃油车补贴13000元/辆,新能源车补贴15000元/辆。</p>
---------	------	--------------------------	---

资料来源:梅州市人民政府官网、澎湃新闻、东莞市人民政府官网、南方日报,华西证券研究所

加油站“好生意”，未来有望持续外拓扩大加油站业务。公司现有加油站终端12个，低基数情境下未来增长有弹性。根据我们的模型测算，加油站的利润率在10%-20%之间，从中长期来看，我们认为在各地支持国企做大做强的背景下，公司有望借助产业和资本优势，通过持续外拓和承包管理其他加油站进行业务扩张，打开主业成长空间。

表3 加油站投资收益测算模型（各项参数均为假设）

科目构成	小型加油站	中大型加油站
新建加油站投资(万元)(含土地、设备及审批等)	300	600
收入(万元/年)	2500	6670.00
燃油销售(万元)	2100	5670.00
有效营业天数(天)	350	350
日均客户量(人)	200	480
每人平均加油量(升/人)	40	45
平均单价(元/升)	7.5	7.5
日均销售额(万元)	6	16.20
非燃油收入(万元)	400	1000
洗车等其他收入(万元)	150	350
便利店销售额(万元)	250	650
各项成本构成(万元)	2152.50	5528.25
燃油采购成本(万元/年)	1449	3289
燃油采购成本占比	69.00%	58.00%
税费(万元/年)	252	680.40
税费占比	12.00%	12.00%
人力成本(万元/年)	210	737.10
人力成本占比	10.00%	13.00%
租金(万元/年)	105	453.6
租金成本占比	5.00%	8.00%
折旧摊销费用(万元/年)	105	283.50
折旧摊销占比	5.00%	5.00%
水电费用(万元/年)	10.50	39.69
水电占比	0.50%	0.70%
其他开支(万元/年)	21	45.36
其他开支占比	1.00%	0.80%
经营利润(万元/年)	347.5	1141.8
经营利润率	13.90%	17.12%

参考资料:华西证券研究所

3.前海妈湾地处核心区位，核心资产待重估

3.1.前海区域战略定位高，核心资产稀缺性强

前海开发用地稀缺，核心资产价值高。前海是粤港澳“黄金内湾”的核心区域，定位为深港现代服务业合作区、自贸试验区及“一带一路”重要枢纽。2024年前海地区生产总值达3008.8亿元，相当于每平方公里GDP产出达25亿元；固定资产投资同比+10.1%；在地进出口实现7066.5亿元，同比+42.4%；实际使用外资266.5亿元，增长7.4%，继续保持生机勃勃的发展态势，成为中国发展最快、质量最高、效益最好的区域之一。。前海的政策吸引现代物流、科技服务、金融等众多产业集聚。交通上前海涵盖机场、高铁、城际铁路、地铁、深中通道及水运码头，形成30分钟湾区通勤圈；物理连接将加速生产要素流动，使得前海成为辐射珠江东、西两岸的枢纽，带动区域产业协同发展。

图 14 前海地处粤港澳“黄金内湾”核心区域



资料来源：百度地图，华西证券研究所

妈湾未来规划纳入前海+宝中世界级商圈。妈湾定位为带路的国际经贸合作先导区，是大湾区带路的战略核心承载区，依托招商集团在带路沿线布局的港口资源，重点发展国际供应链管理、跨境贸易、金融科技等现代化服务业，打造“国际商贸中心”和“全球供应链中心”；吸引跨国企业总部及港资机构入驻，目标形成“百亿税收、千亿产值、万亿贸易结算”的综合效应；妈湾正从“港口工业区”向“国际服务城+智慧宜居区”转型。根据2023年12月前海国土空间规划（草案）文件，妈湾未来规划纳入前海+宝中世界级的商圈，未来区域内的建设开发具备非常强的经济价值。

图 15 妈湾未来规划纳入前海·宝中核心商圈



资料来源：前海深港现代服务业合作区国土空间规划（草案），百度地图，华西证券研究所

南山和宝安土地出让溢价高。前海从行政区上看，处于南山区和宝安区两区的交接区。我们选取上述两个区所对应的住宅用地、商业用地、公用设施用地和工业用地等的土地出让情况进行分析，根据 2024 年深圳土地出让和交易的数据，深圳市南山区粤海街道商住综合用地土地出让价格溢价较高，楼面价 7 万元/m²，地面价 48 万元/m²，原因是此住宅的容积率较高，达 6.8；粤海商业用地楼面价 1.7 万元/m²，地面价 13.9 万元/m²；宝安新安（前海“扩区”范围）的住宅用地也同样存在较高的溢价，楼面价达 5.2 万元/m²，地面价 28.2 万元/m²，容积率 5.4；新安商业用地楼面价 1.1 万元/m²，地面价 8.6 万元/m²；前湾片区九单元 04 街坊地块为商业用地，其楼面价 1.1 万/m²，地面价 22.9 万元/m²，资产价值高。前海妈湾在南山区海岸线上，有着独特的地理位置优势，未来所对应的地块的使用权、码头岸线及海域使用权将是非常稀缺的资源，我们判断会随着前海的开发不断增值。

表 4 近两年南山区和宝安区部分地块出让情况

地块位置	土地用途	土地面积 (m ²)	建筑面积 (m ²)	成交金额 (亿元)	地面价 (万元/m ²)	楼面价 (万元/m ²)	备注
南山粤海	二类居住用地、商业用地、道路用地	38567	263000	185.12	48.0	7.0	2024 年出让
前海招商街道	居住用地	13657	38155	14.35	10.5	3.8	2024 年出让
宝安航城福永	二类居住用地、公园绿地+交通用地	181552	289854	66.65	3.7	2.3	2024 年出让
宝安新安	二类居住用地	9998	54000	28.20	28.2	5.2	2024 年出让
宝安新安	商业用地	5044	40352	4.32	8.6	1.1	2024 年出让
南山粤海	商业用地	3362	26800	4.66	13.9	1.7	2024 年出让
南山深湾超总	商业服务业用地道路用地	19228	167000	22.35	11.6	1.3	2024 年出让
南山沙河	新型产业用地	15561	103000	3.46	2.2	0.3	2024 年出让

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

南山西丽	普通工业用地	63008	97930	0.86	0.1	0.1	2024 年出让
前湾片区九单元 04 街坊	商业用地	6075	125250	13.92	22.9	1.1	2023 年出让; 准入要求《深圳市产业结构调整优化和产业导向目录(2016 年修订)》中“现代物流业 A13”“新能源产业 A02”
前海会展新城	新型产业用地城市道路用地	81099	344320	5.31	0.7	0.2	2024 年出让

资料来源：深圳房地产信息网，华西证券研究所

*注：1) 地面价=成交金额/土地面积；2) 楼面价=成交金额/建筑面积。以上单位取万元/平方米。

3.2.核心资产地处妈湾，租金收入贡献稳定现金流

公司库区地处妈湾港区，占地面积 7.14 万平米，土地价值长期看涨。全资子公司广聚亿升自持的仓储库区资产位于妈湾港区，库区占地面积为 7.14 万平米，改造前属于国务院批准的对外开放一类码头，是中国最早的散装液体石化产品公共型保税仓库及华南地区石化产品分拨基地之一，是深圳市唯一的大型液体化工品仓储企业，建有华南地区库容最大的液体化工品保税仓，2020 年因深圳片区规划调整需要已转为办公楼和部分土地租赁；当前租金收益稳定，尽管当下看公司库区所处区位的具体规划尚不明朗，但前海作为国家战略发展区域，土地价值长期看涨，未来有望通过政府收储、合作开发等等方式实现核心资产的价值重估；此外，公司还对应拥有码头岸线及海域使用权，这些都是非常稀缺的资源，资产潜在价值高。

图 16 广聚亿升仓储区位于妈湾港区



资料来源：前海深港现代服务业合作区国土空间规划（草案），百度地图，华西证券研究所

图 17 前海国土空间规划（草案）



资料来源：前海深港现代服务业合作区国土空间规划（草案），百度地图，华西证券研究所

图 18 华南地区液体化工品保税仓现场 1



资料来源：深圳港口协会，华西证券研究所

图 19 华南地区液体化工品保税仓现场 2



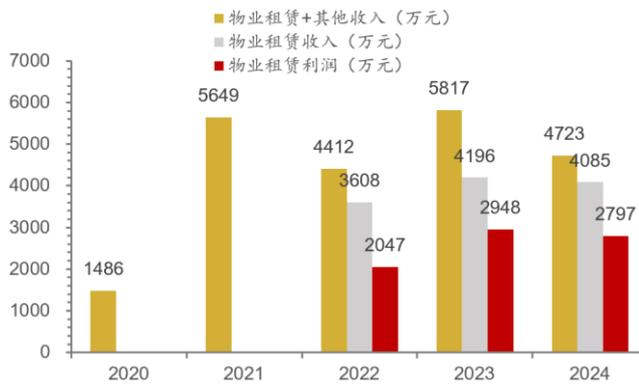
资料来源：深圳港口协会，华西证券研究所

将核心资产转型拓展租赁业务，稳定的收入来源。公司在 2024 年租赁和其他收入 4723 万元，自 2020 年库区首次对外招租，首次租金收入 1468 万元，2021 年开始稳定为公司贡献租赁营收和客观的利润贡献。

(1) 广聚亿升：转型做租赁业务，租金贡献超 2400 万元。广聚亿升原主营液体化工仓储业务，但受深圳前海片区规划调整及市场需求萎缩影响，业务规模持续萎缩。2020 年 8 月公司决定全面关停仓储业务，转为通过公开招租的方式对前海仓储地块约 7.14 万平米进行中短期利用和资产盘活，并拆除无法使用的设备以降低维护成本。2023 年公司完成对 28 座储罐及管道的拆除处置，获得资产处理收益 957.45 万元，拆除后一方面减少冗余资产维护所产生的开支，另外为后续租赁业务腾出空间。截止到 2024 年广聚亿升在办公楼及库区地块租赁收入为 2400 万元，连续 4 年为公司创造稳定的收入和现金流。

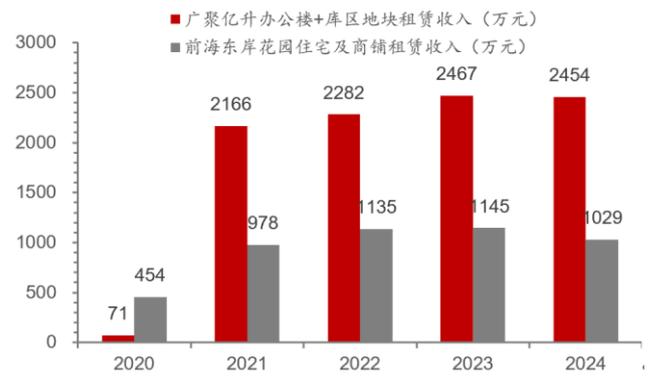
(2) 广聚置业：管理住宅商铺资产，租金贡献超 1000 万元。前海东岸花园由广聚能源旗下子公司南山石油与前海股份在 2013 年合作开发，南山石油支付地价款及建设成本等前期投资费用 7438 万元，2018 年建成后，南山石油获得该项目中 159 套住宅和 3 套商铺（合计建筑面积 13555.75 平方米）的产权。截止到 2024 年，前海东岸花园住宅及商铺租赁收入共计 1029 万元，连续 4 年公司贡 1000 万级别的营业收入。

图 20 2022-24 年物业租赁收入和利润贡献稳定



资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

图 21 2021-24 年库区和住宅等租赁收入稳定



资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

物业租赁业务长期且稳定，尚有物业待开发。物业租赁合同通常签订时间为 3-5 年的长期协议，租金收入的可预测性强，现金流稳定，属于优质的资产。目前物业承租人为深圳中铁二局，租户的稳定性强，从公司的角度看可以有效抵御主业经营波动、外部环境变化。广聚亿升通过处理低效资产，转为土地和物业的资源优势，形成“低投资，稳收入，稳现金流”的运营模式。目前公司合计对外出租的土地合计约 4 万 m²，尚有 3 万 m²的土地或物业资源待释放；虽然短期看租金单价有所承压，但待释放的物业资源相对充裕，未来租金收入和利润贡献有望进一步增厚。

表 5 广聚亿升历年物业出租和租金收益情况

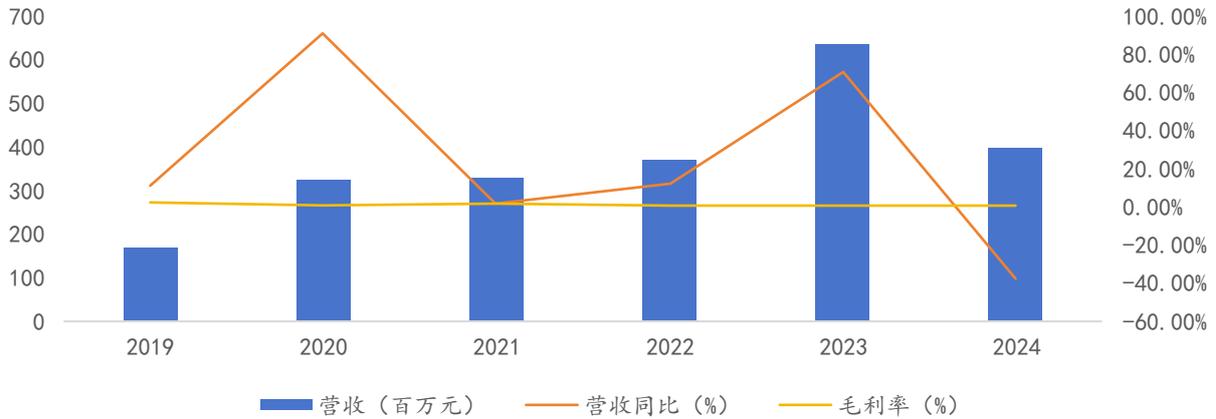
承租人	2021	2022	2023	2024
深圳中铁二局	34565.98 m ² 土地（包括相关海域使用权）、综合办公楼中一、二层共计 2168m ² 建筑面积的房屋	34565.98 m ² 土地（包括相关海域使用权）、综合办公楼中一、二层共计 2168 m ² 建筑面积的房屋	34565.98 m ² 土地（包括相关海域使用权）、综合办公楼中一、二层共计 2168m ² 建筑面积的房屋	34565.98 m ² 土地（包括相关海域使用权）、综合办公楼中一、二层共计 2168m ² 建筑面积的房屋
深圳中铁二局	/	/	5835.35 m ² 土地	5835.35 m ² 土地
合计租金收益 (万元)	1896	1995	2214	2191

资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

4. 战略收缩化学品贸易，加强风险管控

受行业景气度不足，竞争日趋激烈等影响，化学品贸易利润空间进一步压缩。全资子公司广聚亿联、广聚亿达开展化学品及电子产品等贸易业务，属于公司成品油外的副业。随着市场债务风险性增强，下游客户经营恶化带来的应收账款回款风险增加。为有效管控应收账款规模及信用违约风险，子公司广聚亿达加强订单风控，降低业务滚动率，加大逾期款项的催收力度，2024 年公司化学品贸易毛利率只有 1%，营收比上年同比大幅减少 37.52%。

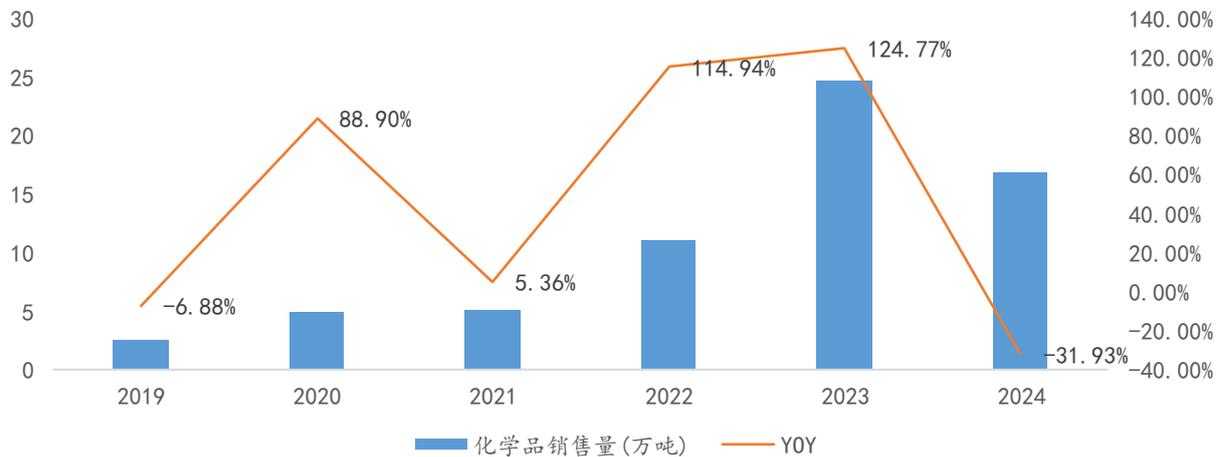
图 22 2019-2024 年公司化学品贸易营收情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，wind，华西证券研究所

战略收缩化学品业务，有效管控风险。根据 2024 年年报，子公司广聚亿联年中调整转型，完成存量合同清算后不再继续化工品及电子产品贸易业务。为有效管控应收款项规模及信用违约风险，公司要求广聚亿达加强订单风控，降低业务滚动率，加大逾期款项的催收力度；同时，在年内收购广聚亿达少数股东权益实现全资控股后，公司各相关部门加强主动管理，全方位、深层次地介入广聚亿达的日常运营和战略决策。通过财务调研、内部专项审计、产权管理等方式对其内部控制、制度梳理、财务处理、业务风控等方面进行强化管理。从公司 2024 年年报数据看应收账款余额仅 3900 万左右，我们认为潜在减值冲击有限。

图 23 2019-2024 年化学品贸易销售情况（单位：万吨）及同比



资料来源：公司年报，wind，华西证券研究所

5.对外投资：参股公司基本面稳健，带来稳定收益

5.1.内生外延，聚焦产业上下游投资

广聚能源拥有深圳妈湾电力有限公司 6.42% 股权（成本法记账）。妈湾电力成立于 1989 年 9 月 11 日，其注册资本 19.2 亿元。2024 年度，广聚能源收到妈湾电力按出资比例分配的现金分红款 1739.82 万元，确认为投资收益，增加公司 2024 年度归属于母公司所有者净利润 1739.82 万元。

广聚能源拥有深圳协孚供油有限公司 20% 股权（权益法记账）。协孚供油成立于 1993 年，其注册资本 5,330 万元。协孚供油为成品油及燃料油仓储、贸易的大型商业油库，建有 10 座油罐，总库容 82700 立方米，主要为深圳地区加油站和外商投资企业供油。2024 年度，广聚能源在权益法下确认深圳协孚能源有限公司投资损益 1132.16 万元。

广聚能源的全资子公司深圳广聚实业有限公司，参资深圳南山热电股份有限公司，并持有其 12.22% 的股份（权益法记账）。深南电成立于 1990 年，注册资本 6.03 亿元，是一家以生产经营供电、供热，从事发电厂（站）的建设工程总承包、提供技术咨询和技术服务为主营业务的中外合资股份制企业。2024 年度，广聚能源在权益法下确认深圳南山热电股份有限公司投资损益 267.73 万元，其他综合收益调整 51.12 万元。

广聚能源拥有深圳市深南燃气有限公司 40% 股权。深南燃气主要从事液化石油气的批发、零售业务，拥有液化石油气仓储、运输、配送等完善的运行体系，为多家工业客户建有功能设施先进的工业用储罐式气化站及工业用瓶组气化站，在珠三角地区建有多个瓶装液化气规范化门市服务网点。广聚能源与广东谷和签署协议，规定 2024 年 1 月 1 日至 2028 年 12 月 31 日期间，深南燃气由广东谷和单方负责主持公司的生产经营，并承担一切相应的责任。广东谷和每年向公司支付的承包费为人民币 454.79 万元（其中燃气相关业务承包费每年 320.23 万元，物业经营业务承包费每年 134.55 万元，深南燃气不按照广聚能源持有的股权比例进行利润分配）。同时值得关注的是，公司 2024 年年报提到“推动深南燃气核心地区的土地物业等资产的盘活及升级改造”，燃气旗下深圳地块资产有重估的可能性。

表 6 广聚能源主要全资子公司

公司名称	公司类型	主要业务	总资产 (亿元)	营业收入 (亿元)	持股比例
南山石油	子公司	汽油、柴油	8.10	15.22	100%
广聚亿升	子公司	场地租赁、物业管理	2.41	0.31	100%
广聚实业	子公司	兴办实业，电力投资	4.58	0.02	100%
广聚香港	子公司	一般贸易业务	0.28	0.00	100%
广聚置业	子公司	自有物业租赁，物业管理	1.03	0.10	100%
广聚亿达	子公司	化工原料和石油产品的储运和包装	0.49	3.46	100%

资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所，各子公司总资产、营业收入和持股比例截至 2024.12.31

图 24 广聚能源主要投资参股公司



资料来源：公司公告，公司官网，华西证券研究所，持股比例和财务数据为 2024 年度

5.2.火电：深南电资产优化，妈湾电力高分红提供收益

深南电：多举措破局，积极寻求转型方向。深南电主营业务是生产经营供电供热业务，同时也从事发电厂（站）相关技术咨询和技术服务等业务。深南电主要子公司有深南电中山公司、深南电工程公司、协孚公司、深南电环保公司和深新电力公司。

为有效处置低效资产，缓解经营压力，深南电中山公司中山南朗电厂的 2 台 180MW 燃气热电联产机组已于 2023 年 11 月关停，相关资产于 2025 年 3 月挂牌转让成功。

深南电工程公司凭借多年深耕燃气轮机电站工程建设细分领域的技术、工程、管理等方面的关键突破和创新成果，把握大势抢抓检修服务市场，积极开拓国内检修服务业务。在青海格尔木 300MW 燃机电站项目中，通过为客户提供专业化的技术服务，成功签署项目管理、监理、EPCM 管理、调试及运维等多份合同，彰显了公司在项目运维领域的深厚底蕴。在公司提出向综合能源服务商转型的背景下，深南电环保公司积极挖掘拓展工商业储能领域项目机遇。协孚公司抢抓机遇开展深圳市能源集团有限公司物业租赁管理业务，牢牢把握业务契机，增加盈利能力。

图 25 深南电工程公司参与格尔木燃机电站项目



资料来源：青海省发展和改革委员会官网，华西证券研究所

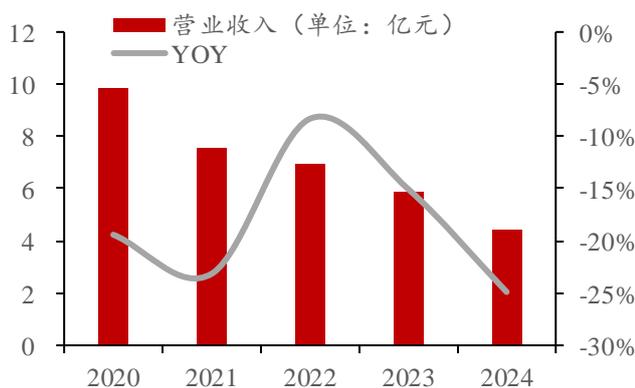
图 26 深南电-兆驰创新产业园工商储项目



资料来源：中国照明网，华西证券研究所

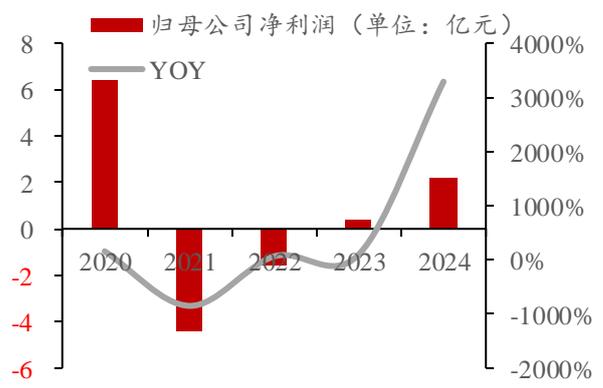
利润修复显著，处置资产和转型成效初显。深南电继 2023 年逆势扭亏后持续盈利。2024 年实现营业收入 4.43 亿元，同比-24.89%。主要系电力生产销售及综合能源服务收入的变动。归属于上市公司股东的净利润为 0.22 亿元，同比+426.81%。扣除非经常性损益后的净利润为-0.88 亿元，同比-23.62%。其中四季度贡献净利润明显，主要系惠东协孚 40%股权转让损益、深南电中山公司的土地收储及机组关停损益的影响。

图 27 深南电历年营业收入及同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 深南电历年归母公司净利润及其同比增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

妈湾电力：技术创新、环保投入与地区能源支撑地位三管齐下彰显核心优势。妈湾电力持有 107 项专利和 20 项软件著作权，显示出其在技术创新上的优势。此外，

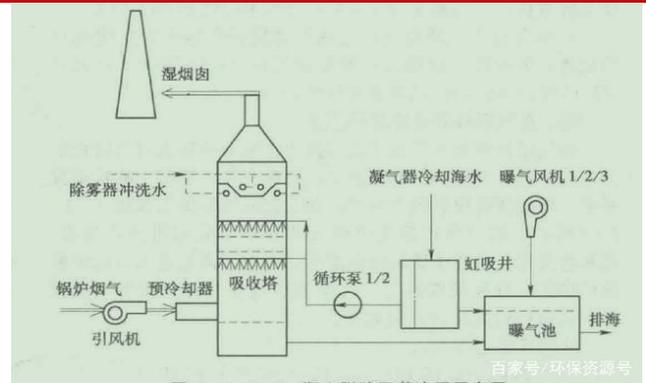
妈湾电力通过增容提效技术改造，将其旗下的 6 台 30 万千瓦级的燃煤发电机组总出力提升至 196 万千瓦。公司持续重视环保，如实施海水深度脱硫技术，以及低氮燃烧器改造与烟气脱硝的组合方案，电厂的二氧化硫和氮氧化物排放平均浓度显著降低，分别达到 15mg/m³和 30mg/m³的超低水平，减排率超过了 90%。此外，妈湾电力位于粤港澳大湾区核心地带，毗邻前海蛇口自贸区，地理位置优越。在深圳本地乃至广东区域内，妈湾电力都是重要的基荷电源之一。

图 29 妈湾电力全景图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 30 海水脱硫技术流程图



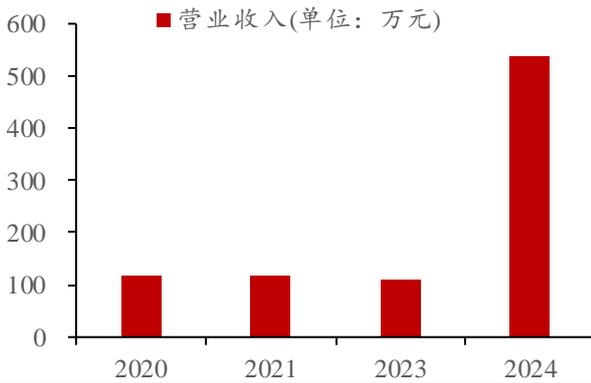
资料来源：环保资源号，华西证券研究所

业绩短期承压，高分红回馈股东。妈湾电力 2024 年实现营收 33.79 亿元，同比-30.28%，净利润 7.51 亿元，同比-38.54%。燃煤发电减少 29.50 万千瓦，主要系妈湾电厂升级改造煤电环保替代及升级改造气电所致。从成本角度来看，煤炭价格是火电厂成本中的核心要素，正常年份煤炭约占火电成本的 70%左右，而“双碳”目标和连年下降的煤炭价格可能会进一步释放妈祖电力的成本压力。虽然长期来看，新能源的发展会对火电的市场份额构成挤压，其未来业绩还可能收到政府补贴波动的影响，但妈湾电力持续推进清洁生产和技术路线的创新走在了同行业企业的前列。妈湾电力的高分红是广聚能源重要的利润来源和现金流入，对其业绩有显著贡献，2024 年公司收到妈湾电力分红 1739.82 万元（广聚能源 2024 年报表总投资收益为 5132.32 万元），后续公司持有的优质红利资产预计将为公司带来稳健收益（假设政府补贴稳定基础上）。

5.3.协孚能源：战略调整存量资产，聚焦核心业务

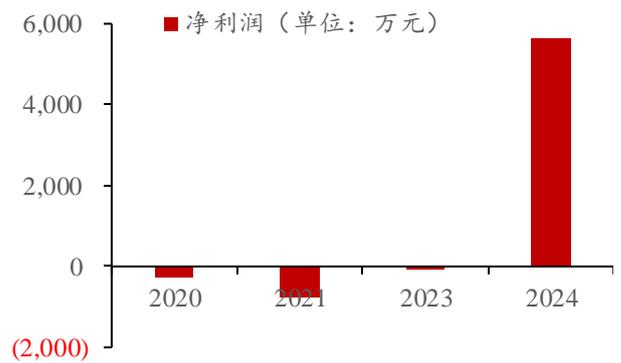
盘活存量资产，提高资产运营效率，出售港口增加盈利。深圳协孚能源以评估值 5788.77 万元为底价，在深圳联合产权交易所公开挂牌转让惠东协孚 40%股权。惠东协孚截至 2023 年底总资产为 1873.08 万元，负债总额达 3656.71 万元，资产负债率高达 195%，显示其经营存在较大压力。此次转让可视为惠东协孚剥离低效资产、聚焦核心业务的重要举措。此交易增加了广聚能源公司 2024 年度归属于母公司所有者净利润 1,518.18 万元。预计 2025 年协孚能源给广聚能源贡献投资收益将减少。

图 31 协孚能源历年营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 32 协孚能源历年归母公司净利润及其同比增速



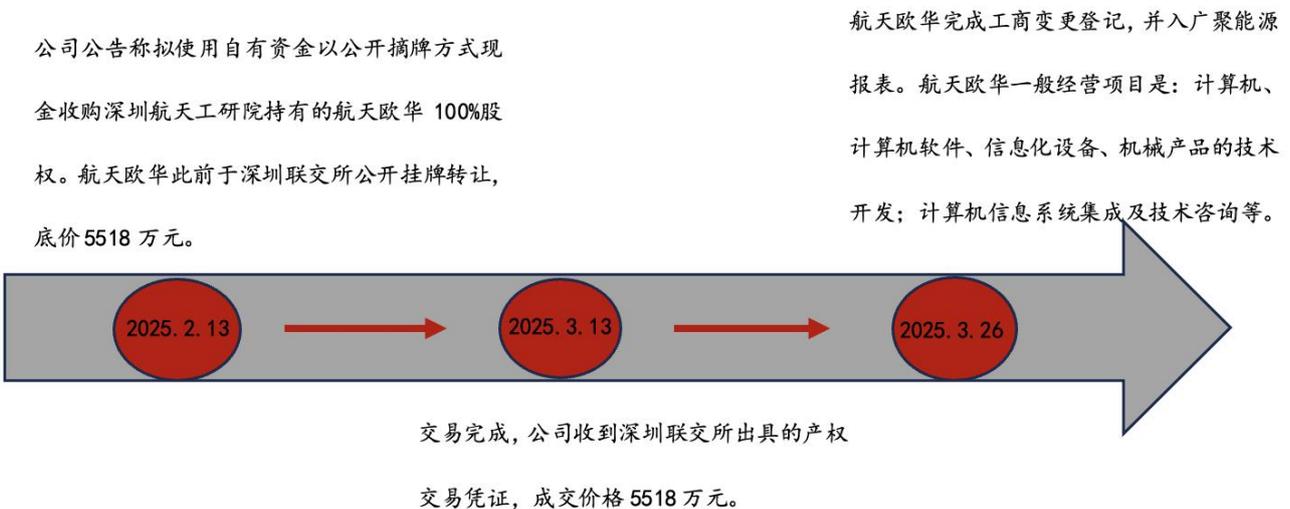
资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

6. 收购航天欧华 100% 股权，打响外延转型第一单

6.1. 并购航天欧华，中兴政企产品分销带来新业务空间

2025 年 2 月 13 日，公司公告称拟使用自有资金以公开摘牌方式现金收购深圳航天工研院持有的航天欧华 100% 股权。航天欧华此前于深圳联交所公开挂牌转让，底价 5518 万元。3 月 13 日交易完成，公司收到深圳联交所出具的产权交易凭证，成交价格 5518 万元，3 月 26 日航天欧华完成工商变更登记，并入广聚能源报表。

图 33 航天欧华并购时间线



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

航天欧华为中兴通讯重要经销商，有望受益于中兴政企产品创新迭代。航天欧华是中兴通讯政企全线产品分销业务的全国总经销商之一，向下游代理商及行业客户销售产品并提供仓储物流、技术支援、渠道拓展、综合服务增值服务等。中兴通讯政企业务不断革新，在 DeepSeek 颠覆 AI 应用后，已推出 AiCube DeepSeek 智算一体机，提供一站式模型迁移工具，仅需数小时即可完成 DeepSeek R1 全系列蒸馏模型

的适配。今年来中兴通讯也将数字星云 AI 解决方案更新至 4.0，与工业、政务、水利、钢铁冶金、数据安全等多领域的生态伙伴签署战略合作协议。随着中兴通讯政企产品矩阵的持续创新和生态版图的快速扩张，航天欧华作为核心经销商，预计在新增算力部署与存量设备升级双重需求驱动下，有望实现业务规模的持续增长。

图 34 中兴通讯 AiCube DeepSeek 智算一体机



资料来源：C114 通信网，华西证券研究所

图 35 中兴通讯数字星云 4.0 AI 解决方案

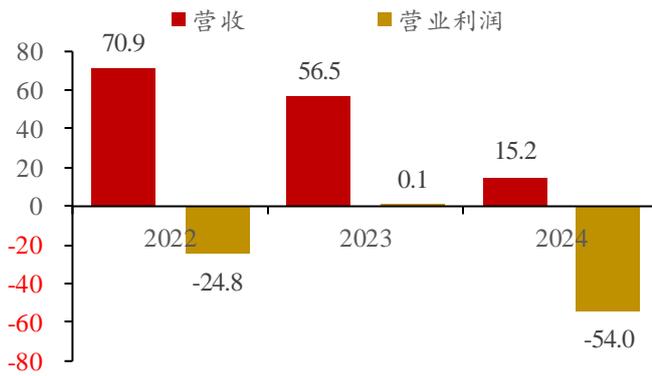


资料来源：中兴通讯知乎号，华西证券研究所

短期业绩承压，聚焦中兴业务或带动盈利修复。航天欧华 2022-2024 年分别实现营收 7093、5650、1519 万元，净亏损 2278、74、5194 万元，2022 及 2023 年亏损主要来自系统集成、智慧+等业务，预计公司收购航天欧华后聚焦中兴政企业务（根据收购公告亏损业务收购时将停止经营或全面剥离），航天欧华 2024 年亏损扩大主要为航天工研院退出经营后业务收缩但销售费用刚性、人员调整致管理费用大幅增加，管理费用及销售费用合计 3262 万元，叠加其他业务收缩导致的资产及信用减值损失 2613 万元。

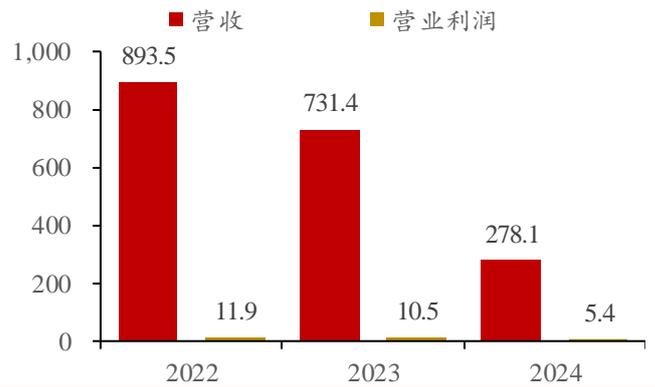
航天欧华虽处于亏损状态，但中兴事业部稳定贡献盈利，2022-2024 年分别实现营收 8.94、7.31、2.78 亿元（与航天欧华报表的较大差异来自整体法和净额法收入确认区别），分别实现营业利润 1189、1052、544 万元，营业利润率分别为 1.33%、1.44%、1.96%，盈利能力稳步提升。广聚能源深耕传统能源贸易业务多年，在贸易业务方面积累了成熟的业务管理经验及相关人才储备，预计将为航天欧华带来业务协同效应，同时随着航天欧华逐步聚焦于中兴政企业务条线、剥离其他业务，其有望持续为公司增厚利润，同时加快集团的数字化与 AI 转型。

图 36 航天欧华营收及营业利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 37 中兴事业部营收及营业利润（单位：百万元）



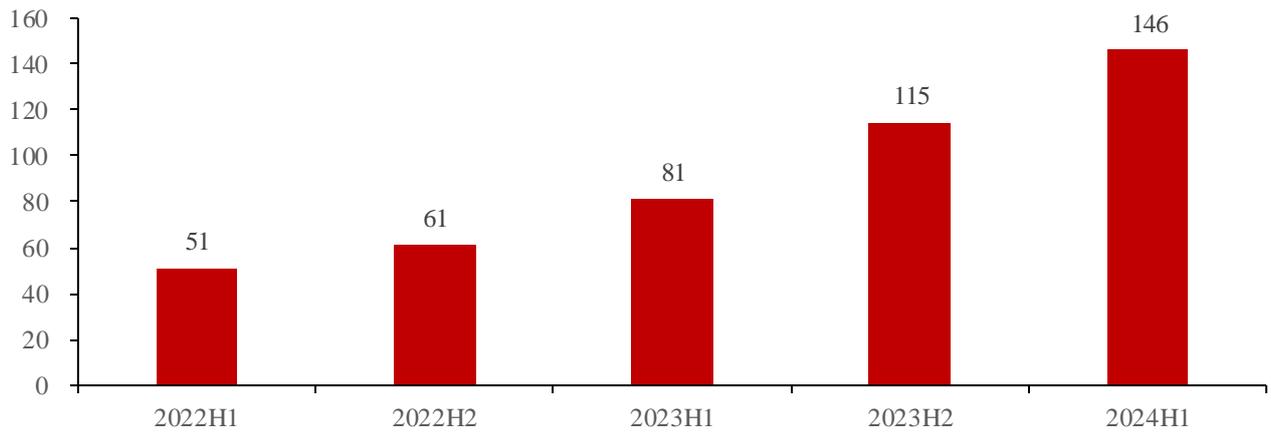
资料来源：公司公告，华西证券研究所

6.2.通过智城云机柜托管进入算力，未来或受益深圳算力建设

三方合资设立智城云，主营机柜托管。早在 2020 年 9 月，公司就与深圳市智慧城市大数据中心有限公司、深能综合能源开发（深圳）有限公司合资设立智城能源云，公司持股 32%。智城能源云公司负责妈湾资源场站数据中心项目建设、运营，开展机柜托管服务，该项目已于 2023 年 7 月建成投产、2024 年上半年正式投入运营。根据深圳能源投资者互动易问答，该数据中心为国际 A 级数据中心，总容量为 751 个 4KW 机柜。

AI 创新与政策驱动，机柜托管市场空间广阔。机柜托管可为企业提供空间、网络带宽、电力供应等基础设施的服务，而企业则可以将自身业务的计算和存储需求外包给专业服务商，能有效提升企业的运营效率、降低 IT 成本。在当下 AI 算力需求持续增长的背景下，叠加政策对数据中心建设与支持，预计机柜托管业务前景广阔。国内政策红利与海外需求共振下，行业将持续受益于 AI、工业互联网等技术迭代，据中研普华产业研究院，预计 2026 年国内算力租赁市场达 2600 亿元，且年化增速超过 20%，技术领先与生态布局将成为竞争核心。《2025 年工业和信息化标准作要点》提出完善算力互联互通标准，推动产业链协同。随着智城云持续向机柜托管业务聚焦，有望为公司持续完善 AI 生态布局。

图 38 中国智算服务市场规模（单位：亿元）



资料来源：IDC，华西证券研究所

能源优势+区位卡位，与广聚主业有望形成强效协同。通过广聚能源主业能力的延伸与重构，预计智城云将具有较强的电力成本优势与区位红利，将传统能源资产转化为 AI 时代的算力基建核心筹码。根据南方财经，2024 年广东省人工智能核心企业集聚超 1500 家，建设省级人工智能产业园 11 个，核心产业规模预计达 2200 亿元，稳居国内第一梯队，算力需求不言而喻，机柜托管业务需求旺盛。另一方面，智城云与公司主业的客户资源有望实现交叉变现，能源巨头数字化转型可期。

图 39 广东省人工智能核心产业密集



资料来源：新华社，华西证券研究所

图 40 北上深杭 AI 产业对比

指标	深圳	杭州	北京	上海
AI 企业数量	超2200家,全国第二,仅次于北京(2024年)	569家,利润总额占浙江省超七成	超2400家(2024)	AI 规模以上企业超350家
AI 产业规模及核心产业规模	AI 产业集群增加值同比增长12.7%;AI 产业规模达3600亿元,同比增长35%。(2024)核心产业规模387亿元,同比增长12.1%(2023年)	/	AI 核心产业规模突破3000亿元,同比增长超12%。(《北京人工智能产业白皮书(2024)》)	2024年, AI 产业规模突破4000亿元,同比增长超过7%。
其他配套及成果	AI 发明专利6080件(2023年)	/	智能算力供给超过2.2万P	/
政策支持	《深圳市打造人工智能先锋城市的若干措施》, 提出18条促进人工智能产业发展的政策。发布四批《“城市+AI”应用场景清单》, 涵盖城市治理、公共服务等近200个应用场景。	《建设杭州国家人工智能创新应用先导区行动计划(2022-2024)》发布(2022年1月) 杭州市政府印发《关于加快推进人工智能产业创新发展的实施意见》(2023年7月)	《北京市推动“人工智能+”行动计划(2024-2025年)》; 2025年底, 通力争形成3-5个先进可用、自主可控的基础大模型产品100个优秀的行业大模型产品和1000个行业成功案例。	2024年底, 发布《关于人工智能“模型申城”的实施方案》, 以加快建设人工智能“上海高地”, 打造人工智能世界级产业集群。目标到2025年底建成世界级人工智能产业生态。

资料来源：粤港澳大湾区门户网，华西证券研究所

作为深圳南山区属国资唯一上市平台，我们认为公司有望受益于深圳算力建设浪潮。我们认为深圳市在算力资源的投入领先全国的，根据深圳工信局网站发布的深工信〔2023〕300号文件，深圳市算力基础设施高质量发展行动计划（2024-2025）中提到，“总体布局：构建先进算力基础设施，持续优化网络连接设施，到2025年，全市数据中心机架规模达 50 万标准机架，算力算效水平显著提高。”我们认为 2025 年开始或进入建设浪潮期，公司作为南山区属唯一国资上市平台，有望充分利用资源能动性，积极参与和受益，想象空间打开。

7. 盈利预测和估值分析

7.1. 盈利预测

广聚能源通过多元化战略加速向综合能源服务商+新型贸易平台转型，通过外延和内生的多种方式拓宽其发展渠道，公司也作为南山市唯一国资控股平台，其资源禀赋强，成长空间充满想象。未来具体成长路径我们认为：**(1) 打造综合能源服务商：**巩固传统能源主业+拓展新能源业务，做综合能源服务商，能源业务有望稳定增长，毛利率有望进一步得到提升；**(2) 新型贸易平台转型：**结合以往的贸易经验，外延式扩张通过收购航天欧华切入电子贸易领域（以 5518 万元收购中兴通讯总经销商航天欧华，剥离其亏损业务后聚焦政企分销），未来有望借势 5G 与物联网长期潜力寻求突破；航天欧华在今年的适应性调整之后有望逐步释放收入和业绩贡献，毛利率有望逐步回升；**(3) 核心资产租赁稳定变现：**依托前海稀缺资产实现稳定收益，旗下广聚亿升的 7.14 万m²的仓储土地和办公楼资产创造稳定现金流和租金收益；广聚置业持有前海东岸花园 161 套房产，通过租赁年均贡献千万收入，租赁业务整体毛利率超 85%，现金流稳定性高；**(4) 参股企业有望分红兑现：**公司通过参股妈湾电力、协孚能源、南山热电、以及深南燃气等，享稳定分红收益；**(5) 数字中心打开想象空间：**公司参股智城云数据中心，为未来在数字中心业务上打开想象空间。

鉴于 2025 年仍为公司业务转型布局的关键年，我们预测 2025-2027 年公司收入预测为 19.43/22.88/27.97 亿元，同比-1.7%/+17.7%/+22.2%；预测归母净利润 1.00/1.20/1.51 亿元，同比+3.4%/+20.1%/+25.5%，对应 EPS 为 0.19/0.23/0.29 元；对应 5 月 16 日收盘价 17.06 元 89.85/74.78/59.61xPE。

表 7 盈利预测

百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
油品					
收入	1,822.54	1,507.23	1,374.29	1,481.49	1,678.52
同比(%)	9.1%	-17.3%	-8.8%	7.8%	13.3%
成本	1,690.35	1,375.21	1,248.75	1,342.03	1,505.75
毛利	132.19	132.02	125.55	139.46	172.77
毛利率(%)	7.3%	8.8%	9.1%	9.4%	10.3%
化工品贸易					
收入	636.98	397.99	331.53	292.11	263.36
同比(%)	71.3%	-37.5%	-16.7%	-11.9%	-9.8%
成本	630.33	393.99	328.19	289.17	260.72
毛利	6.65	4.00	3.33	2.94	2.65
毛利率(%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
加油站便利店					
收入	14.36	13.82	13.82	13.82	13.82
同比(%)	9.7%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%
电子产品贸易(含航天欧华)					
收入	20.72	11.17	178.72	446.80	781.90
同比(%)		-46.1%	1500.0%	150.0%	75.0%
成本			168.00	419.99	734.99
毛利			10.72	26.81	46.91
毛利率(%)			6.0%	6.0%	6.0%
物业租赁及其他					
收入	58.17	47.23	44.87	53.84	59.23
同比(%)	31.8%	-18.8%	-5.0%	20.0%	10.0%

成本	6.68	6.73	8.08	8.59
毛利	40.55	38.14	45.77	50.64
毛利率(%)	85.9%	85.0%	85.0%	85.5%
整体				
收入	2552.77	1977.44	1,943.23	2,288.06
同比(%)	21.5%	-22.5%	-1.7%	17.7%
成本	2,365.06	1,797.67	1,751.67	2,059.27
毛利	188	180	192	229
毛利率(%)	7.4%	9.1%	9.9%	10.3%

资料来源: Wind, 公司公告, 华西证券研究所

7.2. 估值分析

我们选取同类型的能源型公司, 以及算力和数据中心相关业务的公司作为可比对象, 其 2025 年和 2026 年 Wind 一致预期均值为 105.58x 和 74.37x PE。首次覆盖给予“买入”评级。

表 8 估值表 (收盘日 2025/5/16)

证券代码	证券简称	2025E PE	2026E PE
000703.SZ	恒逸石化	92.01	43.08
600602.SH	云赛智联	120.36	98.95
300738.SZ	奥飞数据	99.73	63.47
603881.SH	数据港	110.24	91.98
平均值		105.58	74.37

资料来源: Wind, 华西证券研究所

8. 风险提示

国际油价大幅波动: 成品油价格受到全球地缘政治、供需关系等诸多因素影响较大, 如国际油价大幅波动, 公司采销节奏或判断有误有可能对业绩造成较大影响。

收购资产进展不及预期: 如公司收购的资产业务推进不及预期, 那对应的业务收入和利润贡献可能不及预期。

物业租赁持续下行: 如宏观经济发展低迷, 商业地产和住宅地产出租率和租金不及, 那么现金流和利润可能低于预期。

投资业务不及预期: 如公司对外投资的业务收益或分红不及预期, 那么公司的业绩可能不及预期。

新业务风险: 数据中心等业务投资和拓展具备不确定性, 业务前期波动性较大;

系统性风险: A 股整体走势及估值调整可能影响公司股价表现。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	1,977	1,943	2,288	2,797	净利润	99	104	124	156
YoY(%)	-22.5%	-1.7%	17.7%	22.2%	折旧和摊销	17	74	73	74
营业成本	1,798	1,752	2,059	2,510	营运资金变动	12	4	-30	33
营业税金及附加	7	5	7	8	经营活动现金流	88	146	123	205
销售费用	65	56	68	84	资本开支	-2	-15	-5	-8
管理费用	50	46	54	66	投资	3	-162	-130	-132
财务费用	-26	-19	-19	-20	投资活动现金流	-243	-135	-88	-79
研发费用	0	0	0	0	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-1	-5	-2	-3	债务募资	0	3	3	4
投资收益	51	39	45	58	筹资活动现金流	-48	2	2	2
营业利润	128	139	165	207	现金净流量	-203	13	37	129
营业外收支	1	1	1	1					
利润总额	128	139	166	207	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	29	36	41	51	成长能力				
净利润	99	104	124	156	营业收入增长率	-22.5%	-1.7%	17.7%	22.2%
归属于母公司净利润	97	100	120	151	净利润增长率	10.0%	3.4%	20.1%	25.5%
YoY(%)	10.0%	3.4%	20.1%	25.5%	盈利能力				
每股收益	0.18	0.19	0.23	0.29	毛利率	9.1%	9.9%	10.0%	10.3%
					净利率	4.9%	5.2%	5.3%	5.4%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	3.2%	3.2%	3.7%	4.4%
货币资金	791	804	842	971	净资产收益率 ROE	3.5%	3.5%	4.0%	4.8%
预付款项	23	26	31	37	偿债能力				
存货	11	19	17	27	流动比率	12.21	13.44	12.28	10.98
其他流动资产	520	487	522	488	速动比率	8.86	9.64	8.98	8.15
流动资产合计	1,345	1,336	1,412	1,522	现金比率	7.18	8.09	7.32	7.00
长期股权投资	291	343	373	408	资产负债率	6.6%	6.1%	6.4%	6.9%
固定资产	36	31	26	22	经营效率				
无形资产	46	32	21	9	总资产周转率	0.67	0.64	0.72	0.84
非流动资产合计	1,663	1,769	1,837	1,911	每股指标 (元)				
资产合计	3,008	3,105	3,249	3,433	每股收益	0.18	0.19	0.23	0.29
短期借款	10	10	10	10	每股净资产	5.31	5.50	5.73	6.02
应付账款及票据	0	1	1	1	每股经营现金流	0.17	0.28	0.23	0.39
其他流动负债	100	88	104	127	每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	110	99	115	139	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	92.72	89.85	74.78	59.61
其他长期负债	88	91	94	97	PB	2.31	3.10	2.98	2.83
非流动负债合计	88	91	94	97					
负债合计	198	190	209	236					
股本	528	528	528	528					
少数股东权益	6	10	14	18					
股东权益合计	2,810	2,915	3,040	3,197					
负债和股东权益合计	3,008	3,105	3,249	3,433					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15% 之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5% 之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15% 之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10% 之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。