



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年07月28日

基础数据

07月25日收盘价（元）	6.69
总市值（亿元）	318.27
总股本（亿股）	47.57

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

分析师：蔡屹

S0190518030002
caiyi@xyzq.com.cn

分析师：朱理显

S0190525010004
zhulixian@xyzq.com.cn

研究助理：满明昊

manminghao@xyzq.com.cn

深圳能源(000027.SZ)

深圳市属能源&环保运营平台，多业务布局具备向上动能

投资要点：

- **公司概况：**公司系深圳市属大型综合能源集团，实控人为市国资委，第二大股东为华能国际。主营业务包括电力、环保、燃气等，2024年电力（煤电/气电/风电/光伏/水电）、环保、燃气业务板块分别贡献归母净利润16.3（4.9/1.7/6.5/2.0/1.2）、4.9、2.6亿元。
- **电力业务火水风光同行，火电盈利具备向上空间&绿电盈利合理中枢有望回归。**截至2024年底，公司控股装机23.73GW，其中煤机/燃机/风电/光伏/水电/垃圾发电分别6.0/9.1/3.8/2.7/1.0/1.2GW，期末在建及核准项目中煤电/气电/风电/光伏分别为1.98/1.16/2.48/3.02GW。**火电板块：**公司煤机主要位于珠三角及新疆、河北、内蒙古地区，燃机主要位于广东当地，2024年省内供需格局宽松背景下，公司煤机/燃机利用小时同比下降634/232h，叠加煤电电价-0.05元/度，火电板块归母净利润同比-45.32%至6.6亿元。广东长协电价已跌至底部区间，叠加容量电价预计于2026年提升，火电综合电价有望触底回升、盈利能力有望改善。**绿电板块：**主要为华东以及内蒙古外送机组，消纳优势下利用小时领先全国平均水平，2024年因减值计提减少，板块归母净利润同比+14.31亿元至8.48亿元；在建及核准风光项目分别为当前装机规模的64.7%/113.8%，保障中长期成长空间，行业多重利好下合理盈利中枢有望回归。
- **环保业务规模持续扩大，以深圳为基走向全球。**2020-2024年公司环保业务营业收入年均复合增速达34%，且毛利率自2021年后稳定在29%左右。截止2024年底，公司垃圾处理能力达50515吨/日，已投产固废处理厂42座，分布在广东、广西、湖北、福建、河北等多个省份，业务涵盖环保行业多领域全过程。新项目方面，2024年公司持续获取深圳及国内其他区域环保项目，并成功与哈萨克斯坦签订项目合作框架。2025年3月，公司下属环保公司成功募集50亿元战略投资，将为公司全球化项目拓展提供战略资源与资金支持。
- **天然气全产业链布局，有望受益于全球气价下行。**公司天然气业务覆盖上游气源、中储储运到下游分销的全产业链，2020-2024年售气量复合增速达到33%。自2022-2023年天然气供应冲击以来，全球主要天然气价格指数较2022年高点均大幅下降，目前全球天然气供需逐步趋向宽松，公司有望拓展上游资源并提升盈利能力。
- **盈利预测：首次覆盖给予“增持”评级。**多业务协同发展令公司整体盈利稳定性较高，当前火电具备向上弹性、在建项目保障公司中期成长性。预计公司2025-2027年归母净利润分别为22.87、26.56、30.95亿元，分别同比+14.1%、+16.1%、+16.5%，对应7月25日收盘价的PE估值分别为13.9x、12.0x、10.3x。
- **风险提示：**电价波动风险、项目建设进度不及预期、原材料价格上行、宏观经济风险

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	41214	45049	49784	54613
同比增长	1.8%	9.3%	10.5%	9.7%
归母净利润（百万元）	2005	2287	2656	3095
同比增长	-2.0%	14.1%	16.1%	16.5%
毛利率	19.7%	18.5%	18.4%	18.2%
ROE	4.1%	4.6%	5.1%	5.8%
每股收益（元）	0.42	0.48	0.56	0.65
市盈率	15.9	13.9	12.0	10.3

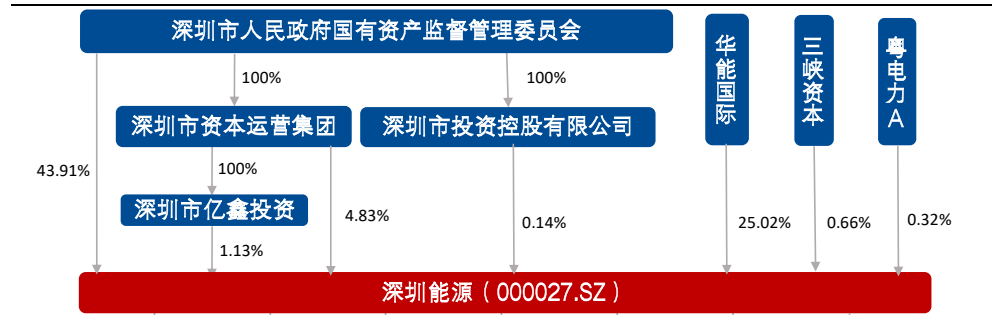
数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

一、清洁能源&环保运营商，具备珠三角区域领先优势

公司系深圳市属大型综合能源集团及主要电力供应商。公司成立于深圳特区电力紧缺的改革开放初期，1993年其首座大型火电厂妈湾电厂首台机组投产，同年公司登陆深交所上市，成为全国电力行业首家在深圳上市的大型股份制企业。随后公司以深圳市为基点，在珠三角地区电力市场确立了重要地位，并逐步发展为多元能源、全国性、跨国型能源企业。同时，公司积极拓展环保燃气业务，现已成为覆盖电力供应、城市固体废物处理、废水处理和城市燃气供应等多业务的综合能源服务商。截至2025Q1，深圳市国资委合计持有公司50.01%股权，为公司控股股东及实际控制人。

图1、公司股权结构（截至2025Q1末）

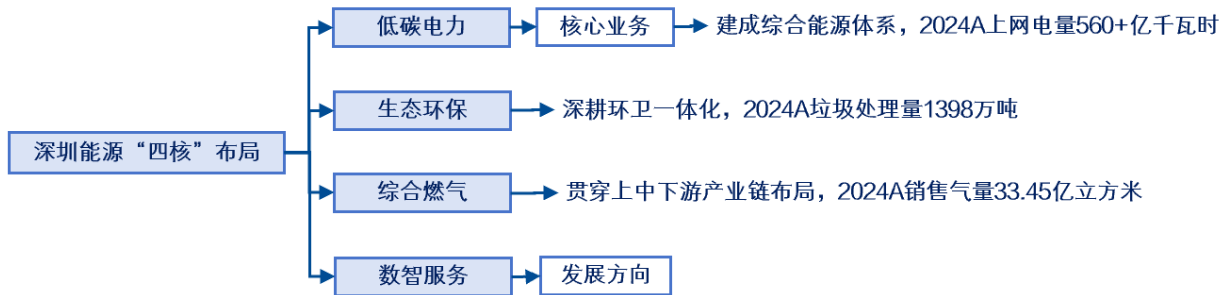


数据来源：公司公告，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

公司围绕清洁能源和生态环保两大领域，构建低碳电力、生态环保、综合燃气三大业务板块。

- **低碳电力**：截至2024年底，公司控股装机23.73GW，其中煤机/燃机/风电/光伏/水电/垃圾发电分别6.0/9.1/3.8/2.7/1.0/1.2GW，期末在建及核准项目中煤电/气电/风电/光伏分别为1.98/1.16/2.48/3.02GW。2024年总上网电量超560亿千瓦时。公司机组分布区域较广，其中超过58%位于广东省内，在珠三角地区具备区域竞争优势。
- **生态环保**：业务覆盖环卫、填埋场治理、餐厨、工业废水、污泥处理、建筑垃圾资源回收等多个领域。已在广东、广西、湖北等省份建成投产固废处理厂42座，垃圾处理能力5.05万吨/日（在深项目1.63万吨/日），公司产能利用率处于较高水平，2024年完成垃圾处理量1398万吨。
- **综合燃气**：打造城燃、管网、LNG接收站和贸易全产业链布局，截至2024年拥有燃气管网7718公里，服务居民用户/工商业用户近113/2.3万户，全年售气量33.45亿立方米，且逐步为公司500+万千瓦燃机供应气源。

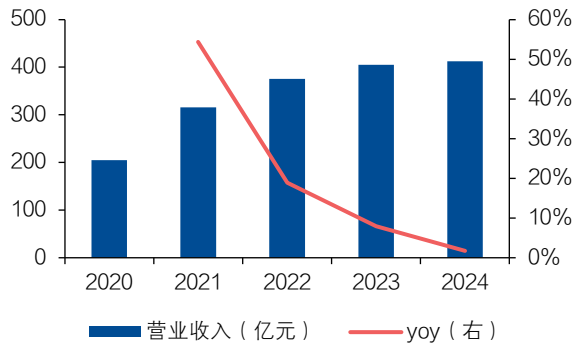
图2、公司业务布局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

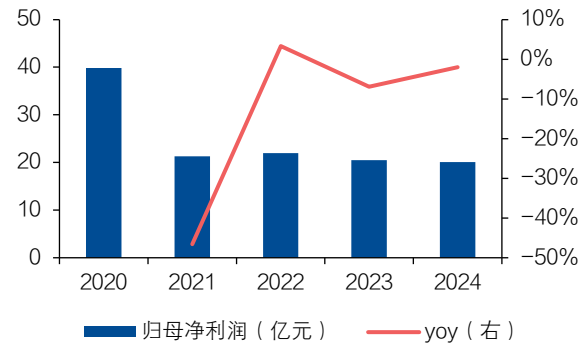
营收稳步增长，燃料成本及电价影响资产盈利能力。2020-2024 年间，随着公司电力、环保、燃气业务规模持续增长，公司营业收入由 205 亿元增长至 412 亿元，年均复合增速达 19%；2020 年公司归母净利润达到 39.8 亿元主要是由于收到拆迁补偿款 19.5 亿元，此后 2021-2024 年由 21 亿元小幅下降至 20 亿元，主要是由于上游煤价、气价波动影响公司火电业务成本，电价波动影响电力资产盈利能力。

图3、公司营业收入情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

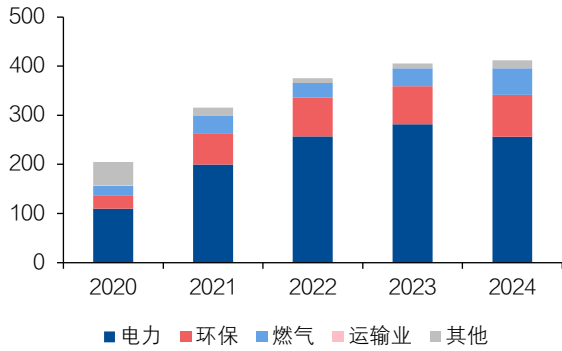
图4、公司归母净利润情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

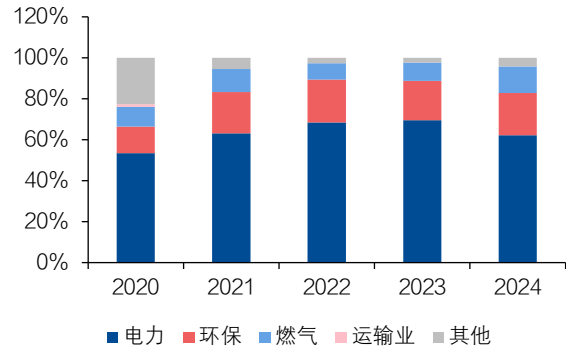
电力/环保/燃气业务为公司主要盈利来源。从盈利结构来看，电力、环保与燃气业务贡献主要营业收入与毛利，2020-2024 年间公司电力/环保/燃气业务占营业收入比重由 54%/13%/10%增长至 62%/21%/13%，占毛利比重由 59%/19%/6%变动至 56%/30%/6%。2024 年，公司实现归母净利润 20 亿元，其中电力业务 16.3 亿元（煤电/气电/水电/风电/光伏分别为 4.9/1.7/1.2/6.5/2.0 亿元），生态环保业务 4.9 亿元，综合燃气业务 2.6 亿元。

图5、公司营业收入构成（亿元）



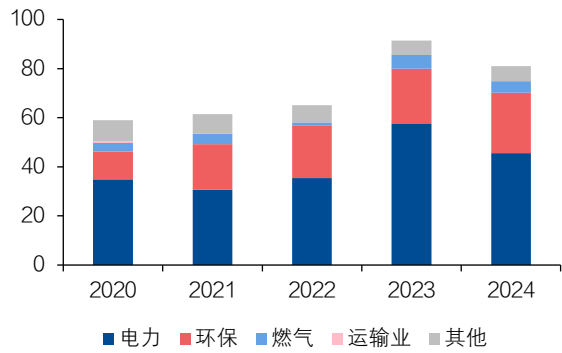
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司营业收入百分比结构



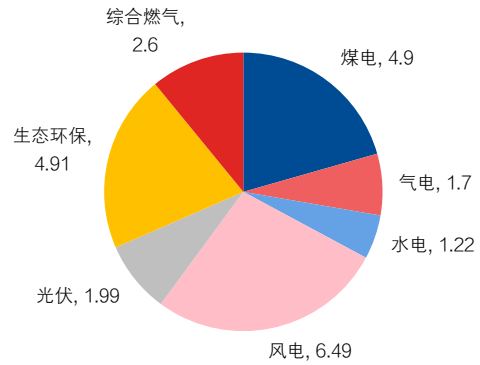
数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司毛利构成（亿元）



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

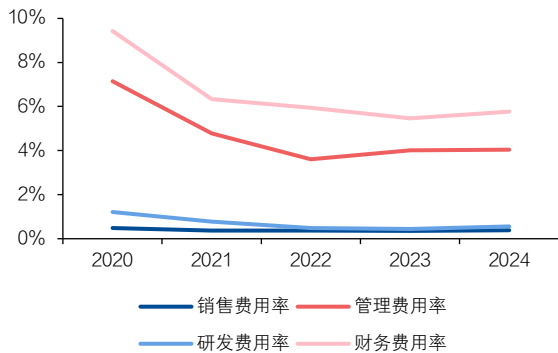
图8、2024年公司归母净利润结构（亿元）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

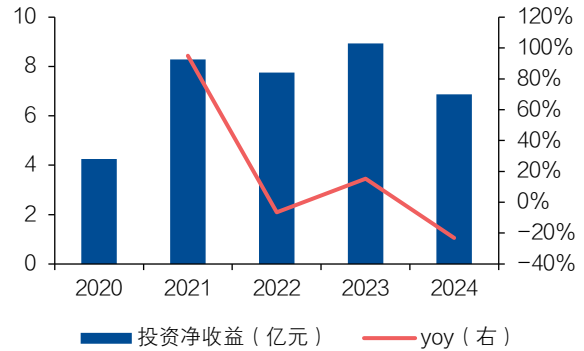
期间费用管控良好，投资收益波动向上。公司费用中占比较高的主要为管理与财务费用，2020-2024年管理/财务费用率由7%/9%下降至4%/6%，研发与管理费用率均维持在1%及以下。同期，公司投资净收益由4.3亿元增长至6.9亿元，主要是由其持股比例9.77%的长城证券和持股30%的国家管网集团深圳天然气有限公司等长期股权投资企业贡献。

图9、公司费用率情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

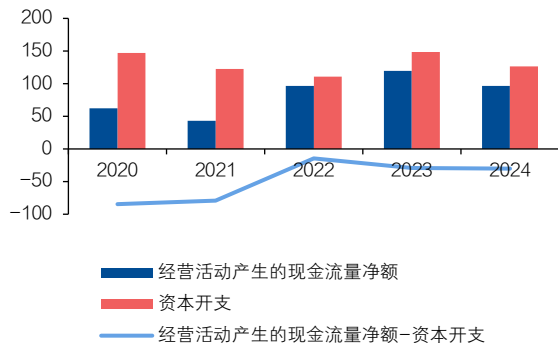
图10、公司投资净收益情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

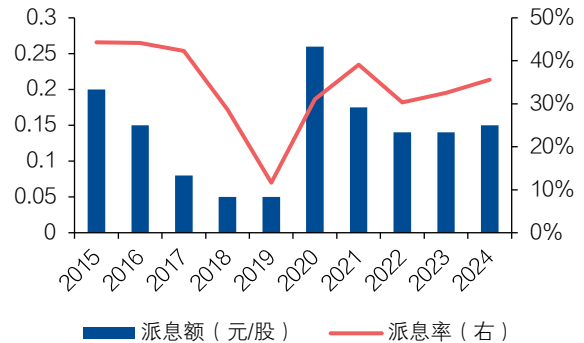
资产负债率较为稳定，持续分红回馈股东。2020-2024年，公司经营性现金流由62亿元增长至96亿元，资本开支规模均超过100亿元，主要是由于公司电力资产与环保项目持续建设，使得资产负债率由63%小幅提升至64%。分红派息方面，公司上市至今29年，已连续23年现金分红，累计现金分红占公司归母净利润比例达到34%，2024年现金分红比例约36%。

图11、公司现金流情况 (亿元)



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、公司分红派息情况

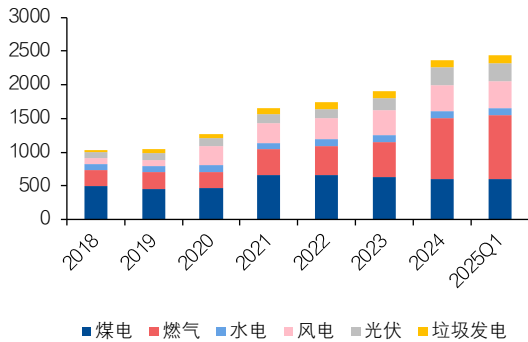


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

二、电力：火水风光同行，火电具备向上弹性&绿电贡献未来增长动能

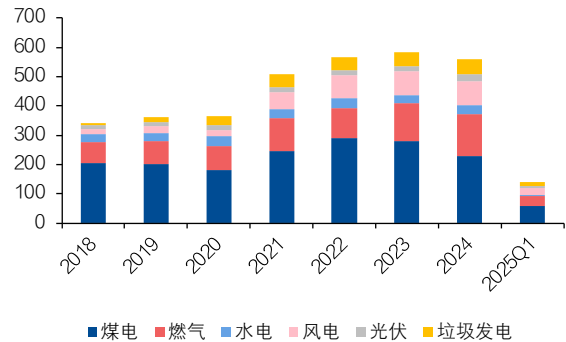
公司立足珠三角地区，发展火+水+绿电力业务结构。截至2024年，公司控股装机容量达23.73GW，较上年增长4.60GW，但在省内电力供需格局宽松影响下，全年上网电量为560.43亿千瓦时，同比-4.17%。至2025年第一季度，公司控股装机容量进一步提升至24.34GW，其中清洁能源装机占比达75.27%。公司超58%装机位于广东省内，并在华北、华东等地区拓展业务布局。

图13、公司控股装机结构（万千瓦）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、公司上网电量结构（亿千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

- **火电:** 截至 2025Q1, 公司控股火电装机 15.57GW, 占总装机规模的 63.97%。其中, 燃煤机组 6.02GW, 占总装机规模的 24.73%, 约 4.52GW 位于珠三角地区, 另有 0.7/0.7/0.1GW 位于河北/新疆/内蒙古; 燃气机组 9.55GW, 占总装机规模的 39.24%, 其中 8.99GW 位于广东本地。燃气机组贡献主要装机增量, 2024 年/2025Q1 新增燃机装机 3.84/0.50GW。此外, 截至 25Q1 公司在建火电 1.33GW, 包括省内燃机 0.67GW 和省外煤机 0.66GW。

表1、公司在运煤机梳理（截至 2025Q1）

电厂名称	持股比例	区位		机组类型	控股装机容量 (MW)	权益装机容量 (MW)
妈湾电厂	86%	珠三角	深圳	4*330MW	1320	1130
河源电厂	100%		河源	2*600MW	1200	1200
	95%			2*1000MW	2000	1900
深能保定发电	100%	河北	保定	2*350MW	700	700
库尔勒热电厂	78%	新疆	巴音郭楞	2*350MW	700	548
镶黄旗热电厂	100%	内蒙古	锡林郭勒	2*12MW	24	24
太仆寺旗热电厂	100%	内蒙古	锡林郭勒	3*25MW	75	75
合计					6019	5576

数据来源：公司公告，公司官网，iFinD，北极星火力发电网，北极星储能网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：河源电厂位于河源市源城区，紧邻惠州市。故尽管河源市属于粤北地区，河源电厂可被看作珠三角地区电厂。

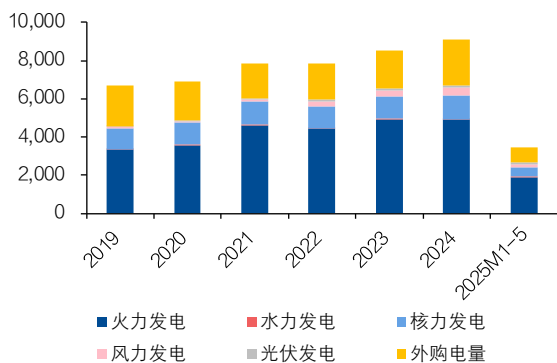
表2、公司在运燃机梳理（截至 2025Q1）

区位	电厂名称	持股比例	机组类型	控股装机容量 (MW)
珠三角	深圳 东部电厂	51%	3*390MW	8990
	深圳 光明燃机电源基地	100%	2*700MW	
	深圳 妈湾电厂	100%	3 台 H 级燃机	
	东莞 樟洋电厂	86%	1*660MW	
	珠海 洪湾电厂	75%	2*190MW	
	惠州 丰达电厂	51%	2*475MW	
	惠州 丰达电厂	97%	2*180MW	
西非加纳共和国	深能安所固电力（加纳）有限公司	60%	2*100MW +2*180MW	560
合计				9550

数据来源：公司公告，公司官网，iFinD，北极星火力发电网，燃气轮机发电专业委员会，兴业证券经济与金融研究院整理

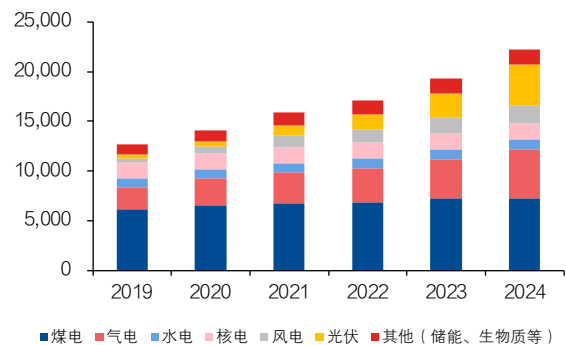
广东电力供给格局偏宽松，火电量价下行下盈利能力承压。2024 年广东省外购电量约 2413 亿千瓦时，同比增长 22.5%，占全省总用电量的 26.5%，同比+3.3 pct；同时当地清洁能源装机快速增长，2024 年新增燃机、风机、光伏装机分别为 1037、146、1701 万千瓦，分别同比+26.2%、+8.8%、+70.5%。故 2024 年公司煤电机组与燃机机组利用小时分别同比-634/-232h；供需宽松背景叠加电煤价格回落，电量电价亦出现下行，公司 2024 年煤电电价下降约 0.05 元/度，燃机受益于容量电价政策与顺价传导机制保持相对稳定。2024 年公司火电板块归母净利润同比-45.32%至 6.6 亿元，其中煤电板块同比-58.65%至 4.90 亿元，度电归母净利同比-0.0210 元/度至 0.0214 元/度。

图15、广东电量结构（亿千瓦时）



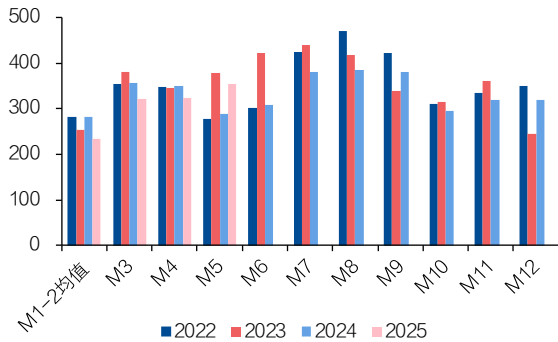
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、广东装机容量结构（万千瓦）



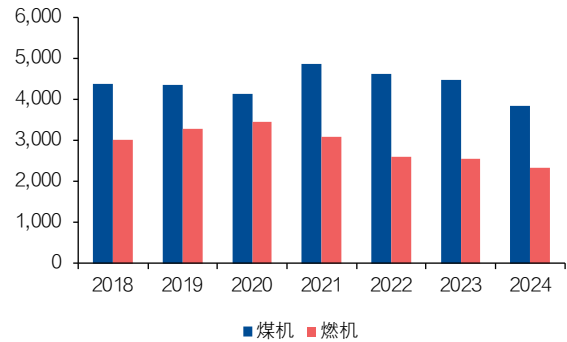
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、广东火电机组利用小时（小时）



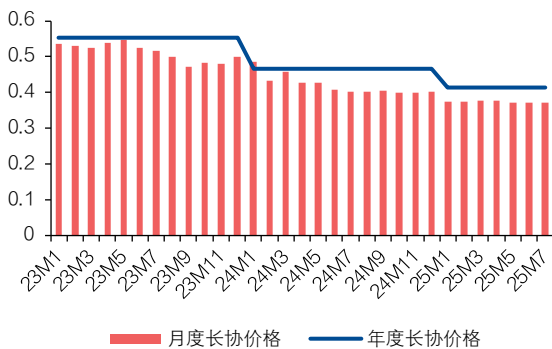
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图18、公司火电机组利用小时下滑（小时）



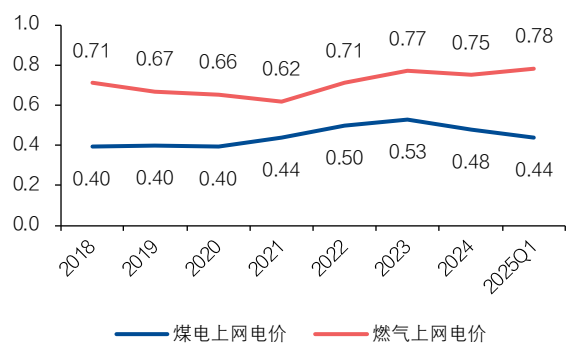
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、广东长协电价逐年下行（元/千瓦时）



数据来源：广东电力交易中心，兴业证券经济与金融研究院整理

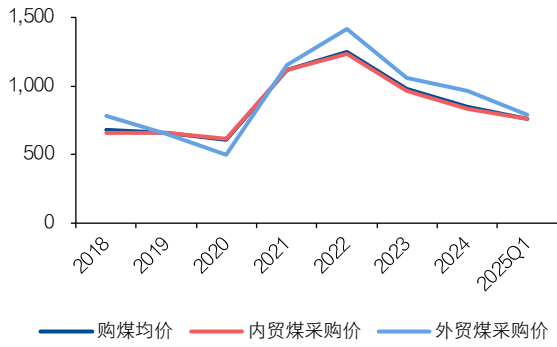
图20、公司火电上网电价变化（元/千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

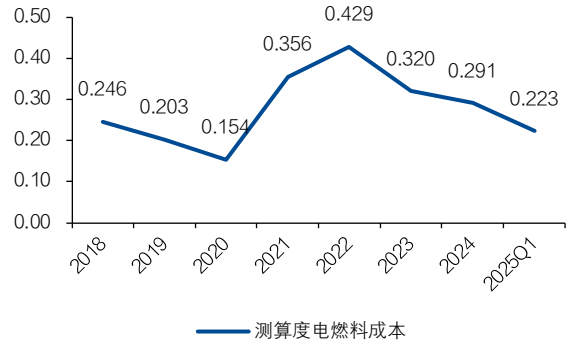
长协电价跌至底部区间叠加容量电价提升背景，火电盈利能力具备改善空间。2024 年公司全年购煤均价同比-128 元/吨，对应度电燃料成本同比-0.029 元/度，但燃料成本降幅不及电价降幅，火电盈利受制约；2025 年煤价下行加速，一季度公司购煤均价较 2024 年均价下降 87.23 元/吨，对应度电燃料成本下降 0.068 元/度，超过同口径下电价降幅。若 2026 年容量电价将由现行 100 元/千瓦·年提升至 165 元/千瓦·年，假设 2026 年公司煤机利用小时较 2024 年下降 300 小时，度电容量电价约提升 0.021 元/度，可对冲电量电价下行（广东长协电价已至底部区间）；甘肃已计划将容量电价补偿标准提升至 330 元/千瓦·年，考虑广东火电机组盈利普遍承压，省内容量电价或存在潜在超预期提升空间。

图21、公司购煤均价持续下降（元/吨）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、测算公司度电燃料成本（元/千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、度电容量电价测算（元/千瓦时）

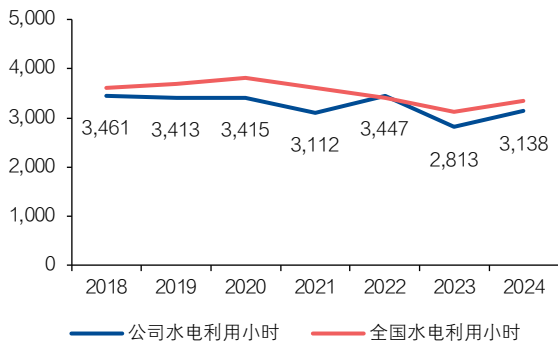
	3550	3600	3650	3700	3750	3800	3850	3900	3950	4000	4050
30%	0.0279	0.0275	0.0271	0.0268	0.0264	0.0261	0.0257	0.0254	0.0251	0.0248	0.0244
40%	0.0372	0.0367	0.0362	0.0357	0.0352	0.0347	0.0343	0.0338	0.0334	0.0330	0.0326
50%	0.0465	0.0458	0.0452	0.0446	0.0440	0.0434	0.0429	0.0423	0.0418	0.0413	0.0407
60%	0.0558	0.0550	0.0542	0.0535	0.0528	0.0521	0.0514	0.0508	0.0501	0.0495	0.0489
70%	0.0651	0.0642	0.0633	0.0624	0.0616	0.0608	0.0600	0.0592	0.0585	0.0578	0.0570
80%	0.0744	0.0733	0.0723	0.0714	0.0704	0.0695	0.0686	0.0677	0.0668	0.0660	0.0652
90%	0.0837	0.0825	0.0814	0.0803	0.0792	0.0782	0.0771	0.0762	0.0752	0.0743	0.0733
100%	0.0930	0.0917	0.0904	0.0892	0.0880	0.0868	0.0857	0.0846	0.0835	0.0825	0.0815

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

注：纵轴为容量电价补偿比例，右轴为火电机组利用小时数（单位为小时），红框数据为测算 2024 年公司煤机度电容量电价补偿水平。

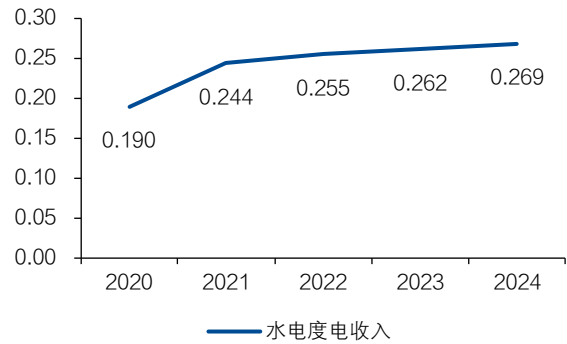
- **水电：经营稳健，2024 年量价上行带动盈利提升。**公司水电业务主要由子公司深能西部能源（成都）有限公司经营，主要电厂分布于四川、广西、浙江、福建和云南五个省区。近年来公司水电装机容量相对稳定，截至 2025Q1 水电装机容量为 101.3 万千瓦。电量方面公司水电利用小时与全国水电利用小时走势一致，围绕均值小幅波动，2024 年因来水好转利用小时同比+325 小时，故上网电量同比+11.81%至 31.25 亿千瓦时；电价方面，公司水电电价近年略微上升，测算 2024 年度电收入同比+0.007 元/千瓦时。受益于量价抬升，2024 年公司水电板块归母净利润为 1.22 亿元，同比+64.86%。

图23、公司水电利用小时（小时）



数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

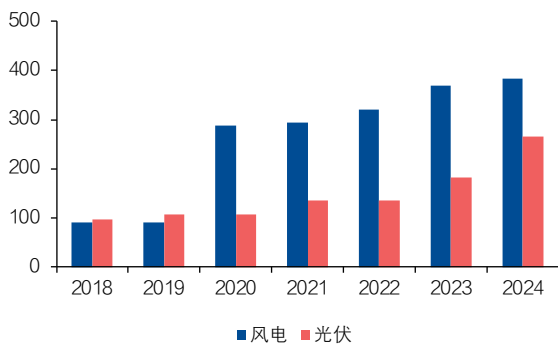
图24、测算公司水电度电收入（元/千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

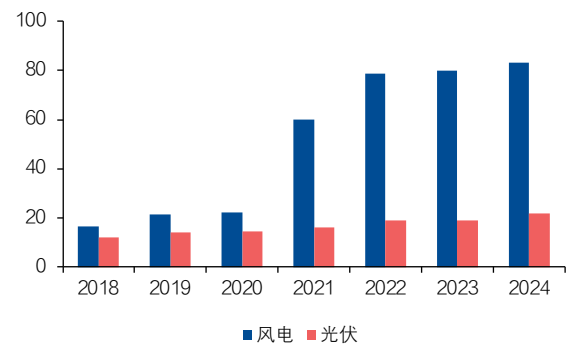
- **绿电：依托两大子公司布局消纳条件较好地区。**公司绿电项目主要由子公司深能北方能源控股有限公司和深能南京能源控股有限公司经营，主要电厂分布于华东、内蒙古等地区，其中内蒙古电厂电量多参与电力外送。公司通过收购与自建持续扩张全国绿电版图，目前深能北方主要负责三北地区资源开发，约拥有风电装机 2.28GW、光伏装机 1.09GW；深能南京主要负责华东、华中地区资源开发，约拥有风电装机 1.19GW、光伏装机 1.07GW。

图25、公司绿电控股装机容量（万千瓦）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

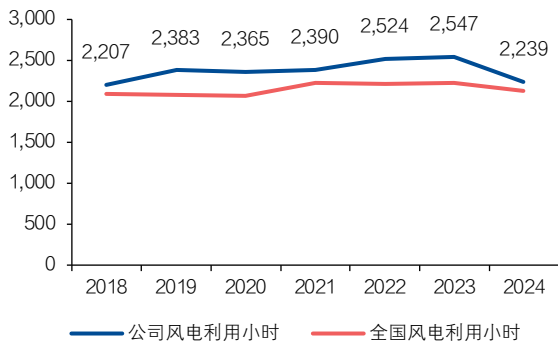
图26、公司绿电上网电量（亿千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

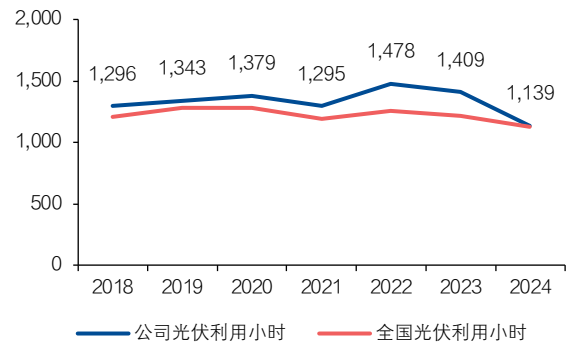
受益于区位消纳优势，公司绿电利用小时领先于全国平均水平。2024 年受新投运机组全年利用小时较少以及区域来风偏差等因素影响，公司弃风、弃光率同比提升，风、光利用小时分别同比下降 308h、270h 至 2239h 和 1139h，但仍高于全国平均水平 112h 和 7h。

图27、公司风电利用小时（小时）



数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

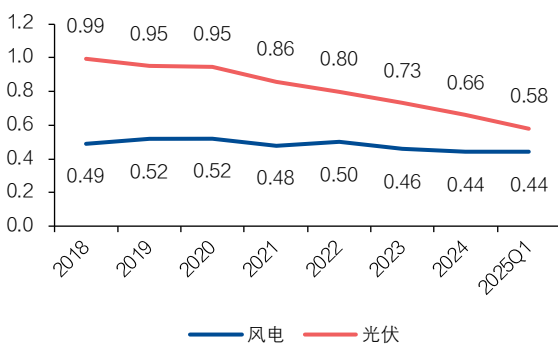
图28、公司光伏利用小时（小时）



数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

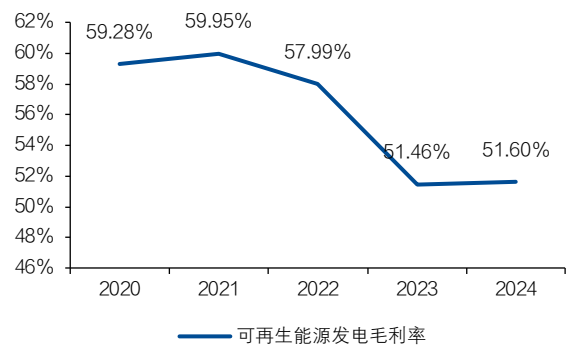
减值缩减驱动 2024 年风光业绩修复，绿电利好政策陆续落地看好合理盈利中枢回归。2022 年起公司绿电电价持续下滑，主要因平价项目占比提升及市场化电价波动所致。2023 年公司可再生能源业务毛利率下降 6.53 pct，且计提 14.13 亿元减值损失，绿电板块归母净利润亏损 5.83 亿元。2024 年公司风光上网电价持续下降（同比-0.02、-0.07 元/度），受益于减值计提减少叠加度电成本下降，公司绿电板块归母净利润同比+14.31 亿元至 8.48 亿元。伴随今年 136 号政策下发转变行业发展逻辑，绿电强制消费政策加码、化债背景下补贴回款预期提示，多重利好因素累积有望驱使风光盈利中枢回归。

图29、公司绿电上网电价（元/千瓦时）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、公司可再生能源发电业务毛利率变化



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

表4、深能北方业绩回顾（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	趋势
营业收入	7.95	10.01	11.07	16.59	24.35		22.25	
营业利润	2.32	3.55	3.57	5.88	8.88		5.55	
净利润	2.20	3.90	3.16	5.72	8.33		4.80	
净资产	28.99	41.43	53.51	59.23	80.57		82.55	
总资产	71.74	98.20	139.64	173.01	192.80		213.62	
ROE	7.59%	9.41%	5.91%	9.66%	10.34%		5.81%	
ROA	3.07%	3.97%	2.26%	3.31%	4.32%		2.25%	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2023 年数据未披露。

表5、深能南京业绩回顾（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	趋势
营业收入	9.66	11.49	11.78	18.86	21.95	21.13	20.43	
营业利润	3.16	3.73	3.86	6.58	7.10	-3.96	4.72	
净利润	3.12	3.61	3.44	6.26	6.50	-6.90	2.63	
净资产	32.70	47.19	54.89	63.57	73.22	67.89	70.80	
总资产	94.09	108.57	145.26	192.23	189.18	184.53	196.82	
ROE	9.55%	7.65%	6.26%	9.84%	8.88%	-10.16%	3.71%	
ROA	3.32%	3.32%	2.37%	3.26%	3.44%	-3.74%	1.33%	

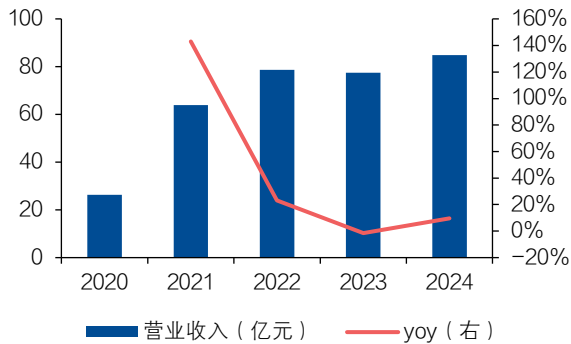
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

聚焦优质消纳与外送通道项目资源，增量项目储备丰富。公司重点关注配套外送通道及消纳条件好的项目资源，储备项目涵盖新能源制氢、海上风电、陆上风电、分布式光伏等项目。截至 2024 年末，公司在建风电装机 0.66GW、光伏装机 1.20GW，核准待建风电装机 1.82GW、光伏装机 1.82GW，待投产风光项目分别为当前装机容量的 64.70%、113.76%，为绿电板块业绩增长贡献动能。

三、环保：业务规模持续增长，以深圳为基全球拓展

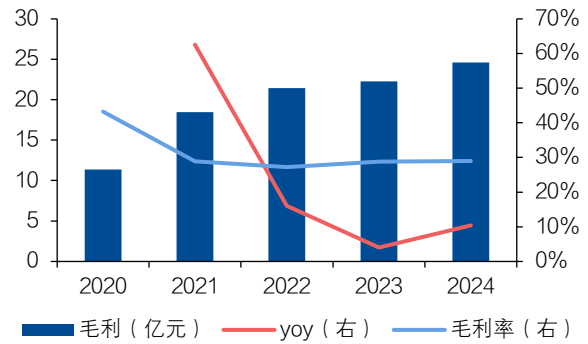
营收与利润规模增长，2021-2024 年间毛利率维持稳定。2020 年公司环保业务转型升级进一步提速，成功收购环保发展 55% 股权提升垃圾收运一体化市场份额、竞拍深圳环保科技集团 34% 股权进入危废处理行业，并中标多个垃圾焚烧发电、固体废弃物资源化综合利用、深圳生活垃圾清运项目，使得公司环保业务营业收入由 2020 年的 26.3 亿元增长至 2024 年的 84.9 亿元，年均复合增速达 34%；毛利则由 11.4 亿元增长至 24.6 亿元，年均复合增速 21%，毛利率自 2021 年按照准则要求确认 PPP 项目收入成本后稳定在 29% 左右。

图31、公司环保业务营业收入情况



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

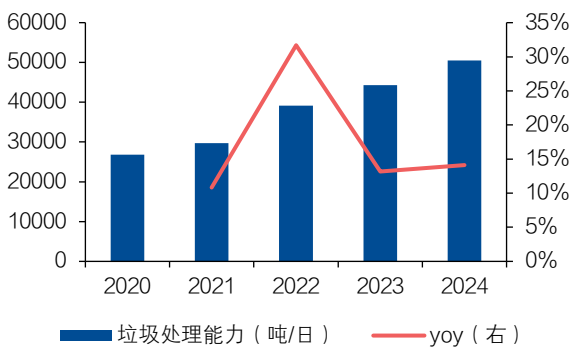
图32、公司环保业务毛利情况



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

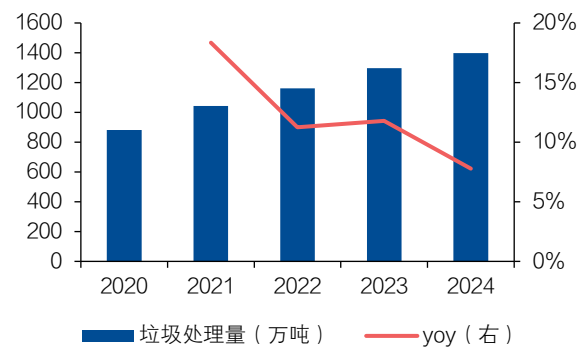
垃圾处理能力持续提升，业务涵盖环保行业多领域全过程。2020-2024 年间，由于收并购及新项目中标带来的规模扩张，公司垃圾处理能力由 26800 吨/日增长至 50515 吨/日，年均复合增速 17%；垃圾处理量则由 881 万吨增长至 1398 万吨，年均复合增速 12%。截至 2024 年底，公司已投产固废处理厂 42 座，分布在广东、广西、湖北、福建、河北等多个省份，业务涵盖环卫、餐厨、工业废水、污泥处理、建筑垃圾资源回收等多领域，具备固废处理研发、设计、设备制造、投资建设、运营等全过程产业链能力。

图33、公司垃圾处理能力情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、公司垃圾处理量情况

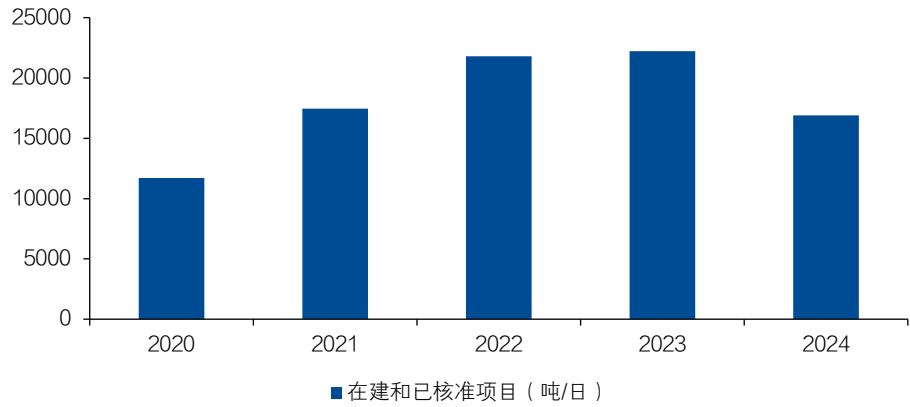


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

巩固深圳基本盘，持续拓展全国及境外环保业务。2024 年，公司获取光明区后端清运、马田街道环卫一体化、福田区福保街道清运、坪山及南山厨余处理等多个深圳环保业务，有望巩固深圳项目基本盘，与已有项目实现良好协同；除此之外，公司国内中标肇庆封开县绿色循环产业特许经营、五常市乡镇生活垃圾转运等项目，海外成功签订哈萨克斯坦项目框架协议。截止 2024 年底，公司在建与已核准

项目处理能力达 16905 吨/日，2025 年 3 月公司下属环保公司成功募集 50 亿元战略投资，将为公司全球化项目拓展提供战略资源和资金支持。

图35、公司在建与已核准环保项目处理能力



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表6、公司 2024 年环保项目拓展

项目位置	项目类型	项目名称
深圳市	环卫一体化	深圳光明区后端清运
		光明区马田街道环卫一体化
		福田区福保街道清运
	厨余处理	坪山厨余处理
		龙岗果蔬处理
		南山厨余处理
国内其他区域	环境修复	深圳罗湖玉龙填埋场环境修复工程
	环卫一体化	五常市乡镇生活垃圾收转运服务
	咨询服务	乐清生产运营技术咨询 上饶生产运营技术咨询及生产信息系统维护服务
境外	新能源、环保项目	与哈萨克斯坦签订合作协议框架

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

四、天然气：全产业链布局，有望受益于国际气价下行

全产业链布局燃气行业，业务覆盖上游气源、中游储运以及下游分销。天然气产业链由上游气源、中游储运以及下游分销环节构成，截至 2024 年底公司控股 8 家城燃公司、1 家燃气增值业务公司、1 家天然气贸易公司和 2 家综合能源公司，参股 3 家 LNG 接收站、1 家 LNG 销售公司和 1 家高压支线管网公司，并拥有新疆喀什 2 座气井购销权，实现了天然气全产业链布局，2024 年公司抓住现货价格窗口采购国际 LNG 现货 7 船，产业协同与规模效应进一步体现。

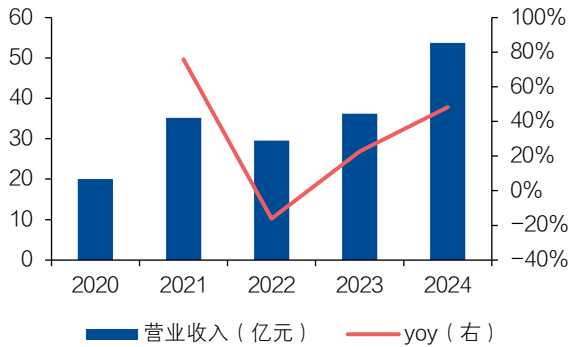
表7、公司天然气产业链布局概况

	类型	详情
上游	气源	新疆喀什北油气井区块恰探 1 井购销权
		新疆喀什北油气井区块阿北 1 井购销权
中游	接收站	参股大鹏 LNG 接收站
		参股迭福 LNG 接收站
		参股六横 LNG 接收站
	高压支线管网	参股国家管网集团深圳天然气有限公司
下游	城市燃气	广东惠州、潮州
		新疆巴州、克州
		浙江舟山
		河北赵县
		湖南湘乡

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

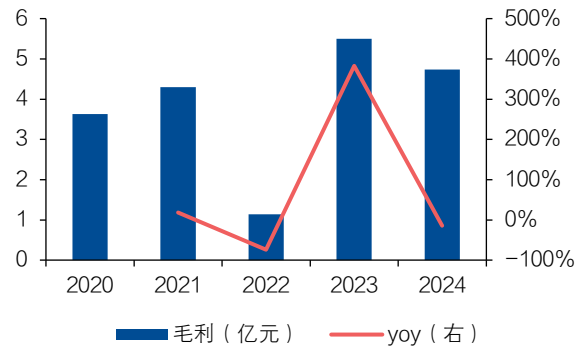
营业收入随售气规模快速提升，毛利受气价影响有所波动。2020-2024 年，公司售气量由 10.7 亿方增长至 33.5 亿方，年均复合增速 33%，居民用户数由 54 万户增长至 113 万户，工商业用户数由 4597 户增长至 6800 户，售气规模的提升使得公司综合燃气业务营业收入由 20 亿元增长至 54 亿元，年均复合增速达 28%，由于上游天然气价格波动，毛利由 2020 年的 3.6 亿元下降至 2022 年的 1.1 亿元后，增长至 2024 年的 4.7 亿元。

图36、公司综合燃气业务营业收入情况



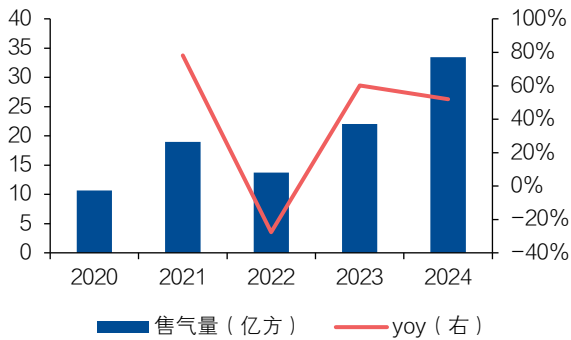
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图37、公司综合燃气业务毛利情况



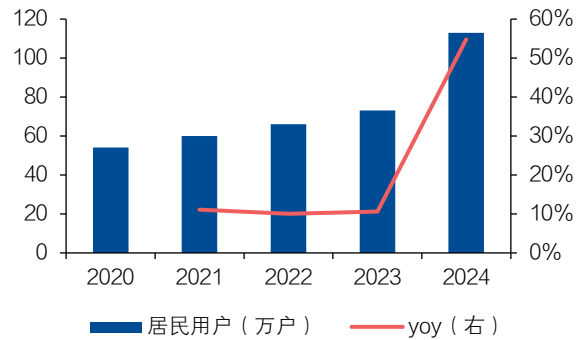
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、公司售气量情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

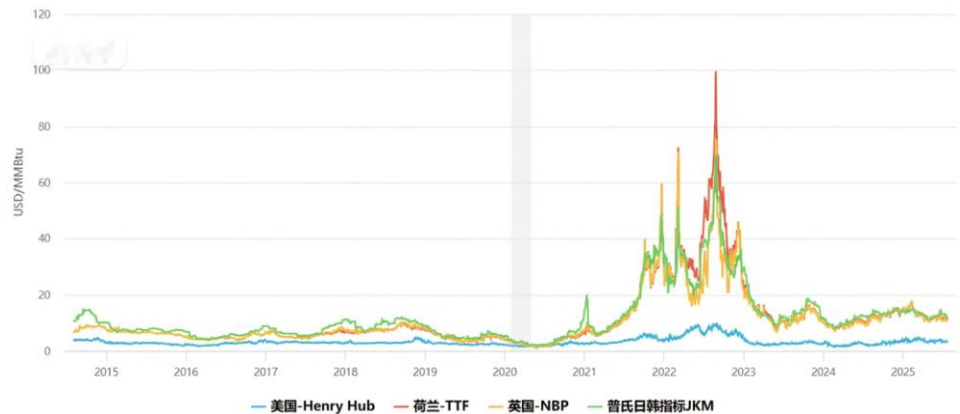
图39、公司居民用户数情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

全球天然气供需格局趋于宽松背景下，公司有望发挥产业链优势持续扩大售气规模。自 2022-2023 年的天然气供应冲击以来，全球天然气市场逐步转向再平衡，主要天然气价格指数较 2022 年高点均大幅下降。目前全球天然气供需逐步趋向宽松，或将降低公司气源采购成本从而提升燃气业务盈利能力，另外公司有望依托其全产业链布局的优势，拓展上游天然气气源投资以及贸易资源，不断丰富资源池结构并开拓终端用户。

图40、全球主要天然气期货价格情况



数据来源：MacroMicro，兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测

首次覆盖给予“增持”评级。多业务协同发展令公司整体盈利稳定性较高，当前火电具备向上弹性、在建项目保障公司中期成长性。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 22.87、26.56、30.95 亿元，分别同比+14.1%、+16.1%、+16.5%，对应 7 月 25 日收盘价的 PE 估值分别为 13.9x、12.0x、10.3x。

表8、可比公司盈利预测表（截至 2025 年 7 月 26 日）

股票代码	公司	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
000027.SZ	深圳能源	318	20.05	22.87	26.56	30.95	15.9	13.9	12.0	10.3
600098.SH	广州发展	230	17.32	18.84	21.29	23.73	13.3	12.2	10.8	9.7
000539.SZ	粤电力 A	251	9.64	7.60	11.08	14.87	26.1	33.1	22.7	16.9
000690.SZ	宝新能源	104	7.06	9.17	12.77	13.72	14.8	11.4	8.2	7.6
600642.SH	申能股份	406	39.44	41.47	43.50	45.33	10.3	9.8	9.3	9.0

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：除深圳能源外其余公司盈利预测均采用 wind 一致预期

六、风险提示

- 电价波动风险：市场化电价大幅下降影响机组盈利水平；
- 项目建设进度不及预期：在建及核准项目投建进度缓慢影响利润释放；
- 原材料价格上行：火电燃料成本、绿电装机成本等上升，降低相应项目的经济性；
- 宏观经济风险：宏观经济与电力需求、体制改革、基础设施建设等均高度相关，经济运行波动造成多环节影响。

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	34233	39629	47880	57368
货币资金	7795	11752	18164	25639
交易性金融资产	2306	2306	2306	2306
应收票据及应收账款	14475	15344	16894	18513
预付款项	1322	1413	1566	1731
存货	1207	1513	1625	1778
其他	7129	7303	7325	7401
非流动资产	127138	133471	135641	136957
长期股权投资	7165	7165	7165	7165
固定资产	66370	76610	80974	83036
在建工程	12375	7787	5094	3847
无形资产	21359	21359	21359	21359
商誉	3054	3054	3054	3054
其他	16815	17496	17996	18496
资产总计	161371	173100	183521	194324
流动负债	36425	36237	39117	41960
短期借款	3060	5060	5560	6060
应付票据及应付账款	3630	4047	4408	4880
其他	29734	27130	29148	31020
非流动负债	66741	76326	81326	86326
长期借款	41981	51981	56981	61981
其他	24760	24345	24345	24345
负债合计	103166	112564	120444	128286
股本	4757	4757	4757	4757
未分配利润	15290	16575	17887	19417
少数股东权益	9789	10504	11335	12302
股东权益合计	58205	60536	63077	66038
负债及权益合计	161371	173100	183521	194324

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
归母净利润	2005	2287	2656	3095
折旧和摊销	5185	5848	6930	7884
营运资金的变动	-535	-523	441	230
经营活动产生现金流量	9612	10458	13117	14393
资本支出	-12181	-12034	-9042	-9041
长期投资	-207	-600	-500	-500
投资活动产生现金流量	-11715	-11993	-8792	-8741
债券融资	1984	8419	5500	5500
股权融资	96	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2027	5337	2087	1823
现金净变动	-4198	3958	6412	7475

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	41214	45049	49784	54613
营业成本	33111	36732	40613	44655
税金及附加	319	315	348	382
销售费用	158	172	190	209
管理费用	1662	1802	1991	2185
研发费用	226	225	249	273
财务费用	2378	2004	2116	2031
投资收益	688	700	750	800
公允价值变动收益	42	0	0	0
信用减值损失	-102	-100	-100	-100
资产减值损失	-683	-500	-400	-300
营业利润	3780	4055	4700	5468
营业外收支	-81	-52	-52	-52
利润总额	3699	4004	4648	5416
所得税	1067	1001	1162	1354
净利润	2632	3003	3486	4062
少数股东损益	627	715	830	968
归属母公司净利润	2005	2287	2656	3095
EPS (元)	0.42	0.48	0.56	0.65

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业收入增长率	1.8%	9.3%	10.5%	9.7%
营业利润增长率	9.0%	7.3%	15.9%	16.3%
归母净利润增长率	-2.0%	14.1%	16.1%	16.5%
盈利能力				
毛利率	19.7%	18.5%	18.4%	18.2%
归母净利率	4.9%	5.1%	5.3%	5.7%
ROE	4.1%	4.6%	5.1%	5.8%
偿债能力				
资产负债率	63.9%	65.0%	65.6%	66.0%
流动比率	0.94	1.09	1.22	1.37
速动比率	0.69	0.83	0.97	1.12
营运能力				
资产周转率	0.26	0.27	0.28	0.29
每股资料 (元)				
每股收益	0.42	0.48	0.56	0.65
每股经营现金	2.02	2.20	2.76	3.03
估值比率 (倍)				
PE	15.9	13.9	12.0	10.3
PB	0.7	0.6	0.6	0.6

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn