

2024年03月27日
佛燃能源(002911.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

燃气

需求放量支撑业绩增长,高分红保障投资收益

事件:

公司发布2023年年报,2023年公司实现营业收入255.4亿元,同比增长34.96%;实现归母净利润8.44亿元,同比增长28.87%;实现扣非归母净利润7.1亿元,同比增长0.24%,公司业绩实现稳健增长,归母净利润及扣非归母净利润之间差额主要受公司2023年收到广州元亨能源有限公司关于广州南沙弘达仓储有限公司业绩补偿影响,确认非经常性损益1.20亿元。

下游用气需求持续放量支撑公司业绩稳健增长:

城燃为公司核心主业,拥有佛山市内除南海区外所有地区管道燃气特许经营权以及部分佛山市外管道燃气特许经营权。根据企业年报,2023年公司实现燃气销气量45.69亿方,同比增长18.16%,其中居民用气占比约4.16%,工商业用户占比80.21%,电厂用户占比15.65%。2018年以来佛山市工业煤改气持续推动下公司销气量实现显著提升,从2018年的17.02亿方增长至2023年的45.69亿方,年复合增速达到21.8%,随着工业煤改气逐步完成,公司后续气量增长主要来自于燃气电厂投产。根据2022年印发的《佛山市能源发展“十四五”规划》,目标到2025年全市天然气发电总装机达到约450万千瓦,未来将加快推进华电顺德西部生态产业园分布式能源站二期、佛燃三水水都分布式能源站、顺德均安热电联产、大唐佛山高明燃气发电(二期)等天然气发电电厂项目的建设,将进一步推动用气需求提升。根据《佛山市天然气高压输配系统规划(2020-2035)》,到2025年天然气消费规模59-72亿立方米/年,整体消费规模预计较2020年提升35.8-48.8亿方/年,后续公司将继续受益于下游用气需求不断提升。

成本端持续优化,城燃毛差修复可期:

根据企业年报披露的已签订重大采购合同,公司气源主要采购自中海油,2021年以来受海外气价大幅上涨影响公司成本有所提升,根据隆众资讯披露的中海油2024年华南地区夏季合同方案,当JKM价格在8.05-10.05美元/mmbtu之间,电厂到厂价约2.99元/方、城燃3元/方;当JKM价格高于10.05美元/mmbtu,电厂到厂价上浮5%、城燃3.15元/方;当JKM价格低于8.05美元/mmbtu,电厂到厂价下浮5%、城燃2.85元/方。2023年经历了海外气价的大幅下行,2024年一月下旬以来JKM价格跌至10美元/mmbtu以内,公司城燃业务有望实现气源优化。同时,公司分别与切尼尔能源公司、碧辟(中国)投资有限公司、中化新加坡国际石油有限公司等签订多年长协,集中自2023年起开始履约,对于公司气源成本优化有望产生积极作用。

投资评级

买入-A
维持评级

6个月目标价

15元

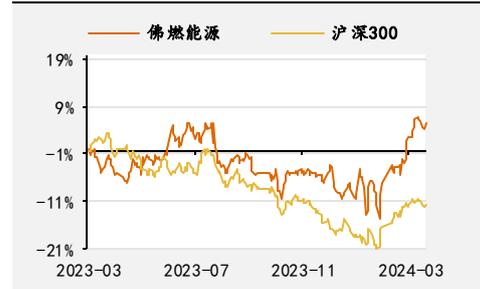
股价(2024-03-26)

13.32元

交易数据

总市值(百万元)	13,159.27
流通市值(百万元)	12,774.57
总股本(百万股)	987.93
流通股本(百万股)	959.05
12个月价格区间	10.78/13.5元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.7	10.9	16.0
绝对收益	9.4	17.5	4.0

周喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡

分析师

SAC 执业证书编号: S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡

联系人

SAC 执业证书编号: S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

优质的城市燃气运营商, 隐藏的氢能科技先行者(更正)	2023-07-07
优质的城市燃气运营商, 隐藏的氢能科技先行者	2023-07-07

目 积极开拓氢能第二增长曲线：

公司积极拓展加氢站及隔膜压缩机领域，加氢站方面公司已建成顺风加氢站、南庄制氢加氢一体化站及明城综合能源供应站。同时公司与天高公司创始人共同出资创立佛燃天高，整合双方资源优势，向氢能压缩机领域拓展，2023 年实现隔膜压缩机交付 101 台，隔膜压缩机具有不污染压缩介质、密封性好、压缩效率高、易实现高压压缩等优势，为加氢站的核心设备，氢能作为国家能源体系未来重要发展方向，公司隔膜压缩机业务有望受益于未来加氢站建设进程加快，将成为潜在的第二成长曲线。

目 分红比例提升保障投资收益：

根据公司公告，2023 年公司拟每 10 股派发现金红利 6 元（含税），合计派发现金红利 5.93 亿元，分红比例达到 70.3%，按 2024 年 3 月 26 日收盘价计算股息率为 4.56%，高现金分红比例保障投资收益。同时公司于 2023 年发布限制性股票激励计划，要求 2023-2025 年每股收益分别不低于 0.75/0.82/0.9 元，每年每股收益增速均在 9%以上，业绩增长动力充足。

目 投资建议：

我们预计公司 2024-2026 年的收入分别为 291.28 亿元、345.69 亿元、386.79 亿元，增速分别为 14.1%、18.7%、11.9%，净利润分别为 9.87 亿元、11.42 亿元、12.98 亿元，增速分别为 16.9%、15.7%、13.7%，维持买入-A 的投资评级，给予 2024 年 15xPE，6 个月目标价为 15 元。

目 风险提示：下游用气需求不及预期、海外 LNG 价格波动风险、海外长协执行不及预期，居民气顺价不及预期、下游燃气电厂建设进度不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	18,923.1	25,538.0	29,127.5	34,568.9	38,678.5
净利润	655.3	844.5	986.9	1,142.3	1,298.3
每股收益(元)	0.66	0.86	1.00	1.16	1.32
每股净资产(元)	5.51	6.63	4.23	4.57	4.97
盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	20.1	15.6	13.3	11.5	10.1
市净率(倍)	2.4	2.0	3.2	2.9	2.7
净利润率	3.5%	3.3%	3.4%	3.3%	3.4%
净资产收益率	12.1%	12.9%	23.7%	25.3%	26.5%
股息收益率	3.3%	4.5%	5.3%	6.1%	6.9%
ROIC	12.4%	13.5%	16.1%	19.7%	19.8%

数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,923.1	25,538.0	29,127.5	34,568.9	38,678.5	成长性					
减: 营业成本	17,047.3	23,580.5	26,469.1	31,507.7	35,204.7	营业收入增长率	39.8%	35.0%	14.1%	18.7%	11.9%
营业税费	33.8	38.3	43.7	51.8	58.0	营业利润增长率	18.4%	35.4%	12.8%	9.9%	13.6%
销售费用	81.6	95.6	109.0	121.0	135.4	净利润增长率	10.2%	28.9%	16.9%	15.7%	13.7%
管理费用	299.5	360.0	410.6	477.1	580.2	EBITDA 增长率	17.3%	23.7%	16.6%	13.3%	10.7%
研发费用	286.4	336.8	393.2	449.4	502.8	EBIT 增长率	10.6%	28.3%	21.0%	14.7%	11.6%
财务费用	166.8	158.5	233.4	341.9	349.2	NOPLAT 增长率	6.4%	23.2%	20.6%	21.2%	11.6%
加: 资产/信用减值损失	-123.9	-20.9	-20.9	-20.9	-20.9	投资资本增长率	13.1%	1.1%	-0.8%	10.9%	-2.9%
公允价值变动收益	-	-200.4	-	-	-	净资产增长率	14.9%	15.1%	-30.7%	8.9%	9.3%
投资和汇兑收益	85.1	551.9	82.9	82.9	82.9						
营业利润	1,001.4	1,356.3	1,530.5	1,682.1	1,910.2	利润率					
加: 营业外净收支	-107.6	-2.7	-2.9	-8.4	-8.1	毛利率	9.9%	7.7%	9.1%	8.9%	9.0%
利润总额	893.8	1,353.6	1,527.5	1,673.7	1,902.1	营业利润率	5.3%	5.3%	5.3%	4.9%	4.9%
减: 所得税	249.2	425.8	443.0	418.4	475.5	净利润率	3.5%	3.3%	3.4%	3.3%	3.4%
净利润	655.3	844.5	986.9	1,142.3	1,298.3	EBITDA/营业收入	8.1%	7.4%	7.6%	7.2%	7.2%
						EBIT/营业收入	6.0%	5.7%	6.1%	5.9%	5.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	112	92	88	76	70
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-24	-25	-28	-23	-21
货币资金	1,429.5	2,066.6	2,330.2	2,765.5	3,094.3	流动资产周转天数	70	64	69	66	66
交易性金融资产	67.8	184.6	184.6	184.6	184.6	应收帐款周转天数	16	13	17	15	15
应收帐款	780.2	1,118.9	1,686.3	1,287.8	2,021.9	存货周转天数	9	11	8	9	9
应收票据	-	11.5	3.4	5.7	6.5	总资产周转天数	273	228	220	196	185
预付帐款	395.3	948.0	794.2	1,160.1	1,008.7	投资资本周转天数	138	109	96	85	78
存货	639.3	852.1	477.4	1,283.1	704.2						
其他流动资产	266.6	311.5	276.9	285.0	291.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	12.1%	12.9%	23.7%	25.3%	26.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.4%	5.3%	6.0%	6.4%	7.1%
长期股权投资	188.3	331.8	331.8	331.8	331.8	ROIC	12.4%	13.5%	16.1%	19.7%	19.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	6,107.2	6,991.9	7,217.7	7,410.1	7,569.0	销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
在建工程	1,347.2	1,090.2	1,290.2	1,490.2	1,690.2	管理费用率	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%
无形资产	2,175.9	2,133.8	2,060.6	1,987.4	1,914.3	研发费用率	1.5%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
其他非流动资产	1,394.5	1,516.3	1,421.1	1,416.1	1,408.2	财务费用率	0.9%	0.6%	0.8%	1.0%	0.9%
资产总额	14,791.7	17,557.2	18,074.5	19,607.4	20,224.8	四费/营业收入	4.4%	3.7%	3.9%	4.0%	4.1%
短期债务	845.9	1,002.1	4,487.8	5,580.1	5,197.5	偿债能力					
应付帐款	1,740.7	2,692.3	2,686.7	3,452.3	3,425.0	资产负债率	56.5%	57.9%	71.6%	71.5%	69.8%
应付票据	267.0	101.3	662.7	147.7	676.1	负债权益比	130.1%	137.3%	252.4%	251.1%	231.4%
其他流动负债	2,081.2	3,540.2	2,847.4	3,082.0	3,156.6	流动比率	0.73	0.75	0.54	0.57	0.59
长期借款	1,387.1	1,528.6	313.1	-	-	速动比率	0.60	0.63	0.49	0.46	0.53
其他非流动负债	2,040.6	1,292.7	1,947.6	1,760.3	1,666.9	利息保障倍数	6.81	9.20	7.56	5.92	6.47
负债总额	8,362.5	10,157.3	12,945.2	14,022.4	14,122.1	分红指标					
少数股东权益	996.2	862.2	959.9	1,072.8	1,201.2	DPS(元)	0.44	0.60	0.70	0.81	0.92
股本	952.5	986.8	986.8	986.8	986.8	分红比率	65.6%	70.2%	70.0%	70.0%	70.0%
留存收益	2,521.6	2,886.6	3,182.7	3,525.3	3,914.8	股息收益率	3.3%	4.5%	5.3%	6.1%	6.9%
股东权益	6,429.2	7,400.0	5,129.3	5,585.0	6,102.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.66	0.86	1.00	1.16	1.32
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	5.51	6.63	4.23	4.57	4.97
净利润	644.6	927.8	986.9	1,142.3	1,298.3	PE(X)	20.1	15.6	13.3	11.5	10.1
加: 折旧和摊销	410.2	458.9	447.3	480.8	514.3	PB(X)	2.4	2.0	3.2	2.9	2.7
资产减值准备	99.9	20.9	-	-	-	P/FCF	-42.9	17.7	3.8	11.8	11.9
公允价值变动损失	-	-116.9	-	-	-	P/S	0.7	0.5	0.5	0.4	0.3
财务费用	181.7	175.6	233.4	341.9	349.2	EV/EBITDA	8.9	6.6	7.5	6.9	6.0
投资收益	-85.1	-95.9	-82.9	-82.9	-82.9	CAGR(%)	24.9%	15.4%	18.9%	24.9%	15.4%
少数股东损益	-10.7	83.4	97.6	113.0	128.3	PEG	0.8	1.0	0.7	0.5	0.7
营运资金的变动	-135.9	298.7	513.8	-516.1	537.4	ROIC/WACC	1.4	1.5	1.8	2.2	2.2
经营活动产生现金流量	1,285.9	1,606.2	2,196.2	1,478.9	2,744.5	REP	1.3	1.1	1.2	0.9	0.9
投资活动产生现金流量	-1,019.2	-1,002.8	-717.1	-717.1	-717.1						
融资活动产生现金流量	-440.5	-7.8	-1,215.5	-326.5	-1,698.7						

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级:

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上;

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% (含) 至 15%;

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% (含) 至 5%;

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15% (含);

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A —— 正常风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B —— 较高风险, 未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

目 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034