

蓝天燃气 (605368)

2024 年年度业绩点评：业绩承压，分红比例达 127%

买入 (维持)

2025 年 03 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 谷玥

执业证书：S0600524090002

guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	4947	4755	4953	5123	5270
同比 (%)	4.06	(3.87)	4.15	3.43	2.88
归母净利润 (百万元)	606.31	503.38	510.19	527.76	533.42
同比 (%)	2.33	(16.98)	1.35	3.44	1.07
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.85	0.70	0.71	0.74	0.75
P/E (现价&最新摊薄)	12.80	15.42	15.21	14.71	14.55

关键词：#业绩不及预期 #大比例分红

投资要点

■ **事件**：公司发布 2024 年年度报告，2024 年公司实现营业收入 47.55 亿元，同比减少 3.87%；归母净利润 5.03 亿元，同比减少 16.98%；扣非归母净利润 4.96 亿元，同比减少 16.6%；加权平均 ROE 同比降低 2.97pct，至 13.61%。本次拟向全体股东每股派发现金股利 0.45 元（含税），共分红 3.22 亿元；叠加中报已分的 3.17 亿元，全年分红 6.39 亿元，分红比例达 126.93%，对应 2024 年股息率 8.2%（估值日期 2025/3/27），

■ **中下游业务稳定经营，2023 年业绩同比微增**。2024 年公司归母净利润 5.03 亿元，同比减少 16.98%，不及我们预期，主要系：1) 居民用气未能及时顺价，居民气成本未能及时疏导；2) 受制于整体经济形势，为稳定市场，保持市场占有率，公司采取了“一厂一策”的价格机制，降低了销售毛利。分业务来看：**1) 管道天然气销售**实现营收 21.62 亿元，同比减少 6.91%；毛利率 9.26%，同减 3.01pct，毛利贡献 21.68%。2024 年公司所在区域天然气资源供给宽松，管道天然气价差回落、毛利率下降。**2) 城市天然气销售**实现营收 18.84 亿元，同比减少 0.69%；毛利率 13.9%，同减 2.28pct，毛利贡献 28.38%。为稳定市场，保持市场占有率，公司主动降低了工商业用户用气价差，叠加居民顺价迟缓，城市天然气业务毛利率下降。**3) 代输天然气**实现营收 0.27 亿元，同比增加 4.34%；毛利率 67.16%，同增 0.19pct，毛利贡献 1.93%。**4) 燃气安装工程**实现营收 5.65 亿元，同比减少 5.77%；毛利率 66.79%，同增 2.17pct，毛利贡献 40.89%。收入减少主要系地产周期影响，叠加 2023 年公司可转债项目完工开始进行批量接驳，接驳业务高基数所致。**5) 其他主营业务**实现营收 1.13 亿元，同比增加 12.78%；毛利率 55.51%，同减 4.34pct，毛利贡献 6.78%。收入增加主要系公司持续推进燃气增值业务所致。

■ **各地天然气顺价政策逐步推进，公司有望受益居民价差回升**。据我们统计，2022~2025M2，全国共有 60%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.21 元每方，我们认为顺价将继续推进，城燃公司价差回升。2024 年 10 月 21 日起，郑州市区居民管道天然气价格进行了调整。第一/第二阶梯涨价幅度 0.36/0.47 元每方。在省会的带动下，河南顺价政策继续推进，期待公司所在的驻马店市、新乡市、长葛市和新郑市落地顺价政策，居民价差回升。

■ **盈利预测与投资评级**：河南省天然气顺价逐步推进，下游居民价差有望修复；公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 70%，2024 年分红比例达 126.93%，对应全年股息率 8.4%（估值日期 2025/3/27），彰显安全边际。考虑到公司 2024 年利润不及预期，我们下调 2025-2026 年公司归母净利润预测至 5.10/5.28 亿元（原值 6.09/6.20 亿元），引入 2027 年盈利预测 5.33 亿元，2025-2027 年业绩同比增速 1.35%/3.44%/1.07%，对应 2025-2027 年 P/E 15.21/14.71/14.55X（估值日 2025/3/27），维持“买入”评级。

■ **风险提示**：上游气源价格波动，天然气政策变化。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.86
一年最低/最高价	10.28/14.90
市净率(倍)	2.18
流通 A 股市值(百万元)	7,272.06
总市值(百万元)	7,760.93

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.99
资产负债率(% LF)	40.79
总股本(百万股)	714.63
流通 A 股(百万股)	669.62

相关研究

《蓝天燃气(605368)：2024 年三季度报点评：单三季度业绩受需求影响承压，期待旺季量价改善》

2024-10-30

《蓝天燃气(605368)：2024 年中报点评：利润微增，派息率超 90%彰显安全边际》

2024-08-21

事件:

公司发布2024年年度报告,2024年公司实现营业收入47.55亿元,同比减少3.87%;归母净利润5.03亿元,同比减少16.98%;扣非归母净利润4.96亿元,同比减少16.6%;加权平均ROE同比降低2.97pct,至13.61%。本次拟向全体股东每股派发现金股利0.45元(含税),共分红3.22亿元;叠加中报已分的3.17亿元,全年分红6.39亿元,分红比例达126.93%。

1. 中下游售气业务承压,接驳&代输业务稳定

2024年公司实现营业收入47.55亿元,同比减少3.87%。公司归母净利润5.03亿元,同比减少16.98%,不及我们预期,主要系:1)居民用气未能及时顺价,居民气成本未能及时疏导;2)受制于整体经济形势,为稳定市场,保持市场占有率,公司采取了“一厂一策”的价格机制,降低了销售毛利。扣非归母净利润4.96亿元,同比减少16.6%。分业务来看:

- 1) **管道天然气销售实现营收21.62亿元,同比减少6.91%;毛利率9.26%,同减3.01pct,毛利贡献21.68%。**公司从上游天然气开发商购入天然气,通过自建及经营的长输管道输送到沿线城市及大型直供用户,向相关城市燃气公司及直供用户销售天然气。2024年公司所在区域天然气资源供给宽松,管道天然气价差回落、毛利率下降。
- 2) **城市天然气销售实现营收18.84亿元,同比减少0.69%;毛利率13.9%,同减2.28pct,毛利贡献28.38%。**公司通过自建及经营的城市天然气管道,向城镇居民、工业及商业用户供气。为稳定市场,保持市场占有率,公司采取了“一厂一策”的价格机制,主动降低了工商业用户用气价差,叠加居民顺价迟缓,城市天然气业务毛利率下降。
- 3) **代输天然气实现营收0.27亿元,同比增加4.34%;毛利率67.16%,同增0.19pct,毛利贡献1.93%。**该业务主要由下游客户直接从上游天然气开发商购入天然气,公司通过自建及经营的长输管道为其提供输气服务。2024年经营情况稳定。
- 4) **燃气安装工程实现营收5.65亿元,同比减少5.77%;毛利率66.79%,同增2.17pct,毛利贡献40.89%。**收入减少主要系地产周期影响,叠加2023年公司可转债项目完工开始进行批量接驳,接驳业务高基数所致。
- 5) **其他主营业务实现营收1.13亿元,同比增加12.78%;毛利率55.51%,同减4.34pct,毛利贡献6.78%。**收入增加主要系公司持续推进燃气增值业务所致。

期间费用率略增。2024年公司期间费用同比增长2.19%至2.71亿元,期间费用率

上升 0.34pct 至 5.69%。其中，销售、管理、财务费用同比分别减少 2.09%、增加 0.57%、增加 18.2% 至 0.44 亿元、1.9 亿元、0.37 亿元，其中销售费用减少主要系公司开展燃气增值业务计提的绩效减少所致，财务费用大幅增长主要系公司发行可转债并按照金融工具准则计提利息；销售、管理、财务费用率分别上升 0.02pct、上升 0.18pct、上升 0.14pct 至 0.93%、3.99%、0.77%。

经营性现金流净额同减 12.25% 至 5.97 亿元。 1) 2024 年公司经营活动现金流净额 5.97 亿元，同比减少 12.25%，主要系公司销售商品、提供劳务得到的现金减少所致；2) 投资活动现金流净额 -1.92 亿元，同比增加 36.46%，主要系公司购建固定资产支付的现金减少所致；3) 筹资活动现金流净额 -8.65 亿元，同比减少 762.89%，主要系分配股利增加所致。

资产负债率下降，加权平均 ROE 下降。 2024 年公司资产负债率为 40.79%，同比下降 1.15pct。2024 年公司应收账款同比增长 32.53% 至 1.69 亿元，应收账款周转天数同比增加 2.1 天至 11.26 天；存货同比增长 10.37% 至 2.15 亿元，存货周转天数同比增加 1.1 天至 19.27 天；应付账款同比增长 5.86% 至 2.24 亿元，应付账款周转天数同比减少 6.41 天至 20.44 天，使净营业周期同比增加 9.61 天至 10.09 天。2024 年公司加权平均净资产收益率同比下降 2.97pct 至 13.61%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2024 年公司销售净利率为 10.72%，同比下降 1.63pct，总资产周转率为 0.74（次），同比下降 0.03（次），权益乘数从 23 年的 1.73 上升至 24 年的 1.74。

2. 河南省天然气顺价逐步推进，期待居民用气价差修复

各地天然气顺价政策逐步推进，公司有望受益居民价差回升。 据我们统计，2022~2025M2，全国共有 60% 的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.21 元每方，我们认为顺价将继续推进，城燃公司价差回升。从河南省的顺价情况来看，仅许昌市落地了顺价制度。2024 年 10 月 21 日起，郑州市区居民管道天然气价格进行了调整。第一阶梯（每月用气量 50 立方米及以下部分）价格由 2.58 元/立方米疏导至 2.94 元/立方米，涨价幅度 0.36 元/方；第二阶梯（每户每月用气量 50 立方米以上部分）价格由 3.35 元/立方米疏导至 3.82 元/立方米，涨价幅度 0.47 元/方。在省会的带动下，河南顺价政策继续推进，期待公司所在的驻马店市、新乡市、长葛市和新郑市落地顺价政策，居民价差回升。

3. 盈利预测与投资评级

河南省天然气顺价逐步推进，下游居民价差有望修复；公司承诺 2023-2025 年分红比例不低于 70%，2024 年分红比例达 126.93%，对应全年股息率 8.2%（估值日期

2025/3/27), 彰显安全边际。考虑到公司 2024 年利润不及预期, 我们下调 2025-2026 年公司归母净利润预测至 5.10/5.28 亿元(原值 6.09/6.20 亿元), 引入 2027 年盈利预测 5.33 亿元, 2025-2027 年业绩同比增速 1.35%/3.44%/1.07%, 对应 2025-2027 年 P/E 15.21/14.71/14.55X (估值日 2025/3/27), 维持“买入”评级。

4. 风险提示

上游气源价格波动风险: 公司无自产气源, 主要依赖中石油、中石化等上游供应商, 如果上游气源价格出现较大波动, 公司管道与城燃业务均会受到影响

天然气政策变化风险: 公司主要业务管道与城燃均受价格政策影响, 如果河南省调整天然气相关政策及价格形成机制, 有可能对公司形成不利因素。

蓝天燃气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,866	1,974	1,546	1,514	营业总收入	4,755	4,953	5,123	5,270
货币资金及交易性金融资产	1,262	1,335	892	840	营业成本(含金融类)	3,832	4,021	4,167	4,318
经营性应收款项	285	339	349	362	税金及附加	14	15	14	14
存货	215	203	207	214	销售费用	44	45	46	42
合同资产	0	0	0	0	管理费用	190	193	200	206
其他流动资产	104	97	98	98	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	4,350	4,276	4,400	4,318	财务费用	37	31	27	20
长期股权投资	94	94	94	94	加:其他收益	20	22	23	24
固定资产及使用权资产	2,928	2,839	2,828	2,716	投资净收益	4	2	3	0
在建工程	146	206	386	416	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	871	826	781	781	减值损失	(2)	(4)	(2)	0
商誉	225	225	225	225	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	659	669	692	694
其他非流动资产	85	85	85	85	营业外净收支	0	1	1	6
资产总计	6,216	6,250	5,946	5,832	利润总额	660	670	693	700
流动负债	1,491	1,770	1,689	1,749	减:所得税	150	153	159	160
短期借款及一年内到期的非流动负债	625	513	441	408	净利润	510	516	534	540
经营性应付款项	229	318	303	341	减:少数股东损益	6	6	6	6
合同负债	491	755	761	806	归属母公司净利润	503	510	528	533
其他流动负债	146	184	184	194	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.70	0.71	0.74	0.75
非流动负债	1,045	895	745	645	EBIT	693	701	720	720
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	886	875	896	852
应付债券	649	499	349	249	毛利率(%)	19.41	18.81	18.65	18.07
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	10.59	10.30	10.30	10.12
其他非流动负债	394	394	394	394	收入增长率(%)	(3.87)	4.15	3.43	2.88
负债合计	2,536	2,665	2,434	2,394	归母净利润增长率(%)	(16.98)	1.35	3.44	1.07
归属母公司股东权益	3,614	3,512	3,433	3,353					
少数股东权益	66	72	79	85					
所有者权益合计	3,680	3,585	3,512	3,438					
负债和股东权益	6,216	6,250	5,946	5,832					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	597	1,075	710	754	每股净资产(元)	4.99	4.84	4.73	4.62
投资活动现金流	(192)	(97)	(296)	(44)	最新发行在外股份(百万股)	715	715	715	715
筹资活动现金流	(865)	(906)	(857)	(763)	ROIC(%)	10.48	11.31	12.47	13.22
现金净增加额	(459)	73	(443)	(53)	ROE-摊薄(%)	13.93	14.53	15.37	15.91
折旧和摊销	194	174	176	132	资产负债率(%)	40.79	42.65	40.93	41.04
资本开支	(199)	(99)	(299)	(44)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.42	15.21	14.71	14.55
营运资本变动	(145)	353	(27)	72	P/B(现价)	2.18	2.24	2.30	2.35

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>