

佛燃能源 (002911.SZ)

供应链大幅创收，业绩稳健分红提升

核心观点：

- **供应链继续贡献营收增量，费用减少带动扣非业绩同比+13.8%。**公司发布 2024 年报，实现营业收入 315.89 亿元（同比+23.7%），系供应链贡献营收增量 71.98 亿元；归母净利润 8.53 亿元（同比+1.0%），扣非归母净利润 8.08 亿元（同比+13.8%），主要系 23 年确定南沙仓储业绩补偿款 1.2 亿元（当前仍有应收业绩补偿金 1.39 亿元）。24 年财务费用、所得税同比减少 1.02、1.6 亿元，贡献利润增量。24 年 ROE-加权增至 17.4%，经营现金流净额 17.5 亿元，投资现金流净额-8.06 亿元，分红率进一步由 70%提至 73%，对应当前股息率约 4.3%。
- **城燃业务增长略低预期，25 年成本端有望改善。**24 年天然气供应量 49.07 亿方（同比+2.5%），销售量 44.99 亿方（同比-1.5%），计算同口径下工商业气量或下滑 2.4%。价差方面，计算单方售价同比、单方成本分别同比-5.18%、-5.20%，同口径下单方毛差略有下降但相对平稳，或因工商业需求不足实施降价促销策略。**展望 25 年，需密切关注下游需求对气量增速影响，但价差端有望改善：**（1）占比约 3 成的长协在油价下行的趋势下具优势；（2）年度合同占比最高的中海油，抬高价格存在压力；（3）现货市场方面年初至今 LNG 到岸价稳中有降。
- **供应链业务占比营收 50%，新能源及延伸业务多点开花。**供应链业务方面发挥能源基础设施和资源优势，形成石油化工和天然气供应两大主线，24 年供应链业务实现营收 158.48 亿元（同比+83.2%），同时积极拓展氢能、热能、光伏及储能等新能源业务贡献利润增量，24 年加氢量 6.8 万公斤，供热约 123 万吉焦，发电约 3500 万千瓦时。
- **盈利预测及投资建议。**考虑 2025 年有业绩补偿款回款可能，预计 25-27 年归母净利润分别为 9.6/9.3/10.0 亿元，对应最新 PE 估值 15.4/15.9/14.8 倍。参考可比公司给予公司 2025 年 17 倍 PE，对应合理价值 12.63 元/股，给予“买入”评级。
- **风险提示。**宏观经济影响需求；原料价格波动风险；政策调整风险。

盈利预测：

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	25538	31589	34705	37062	38966
增长率（%）	35.0%	23.7%	9.9%	6.8%	5.1%
EBITDA（百万元）	1638	1606	2114	2170	2376
归母净利润（百万元）	844	853	964	932	1004
增长率（%）	28.9%	1.0%	13.0%	-3.3%	7.7%
EPS（元/股）	0.64	0.61	0.74	0.72	0.77
市盈率（P/E）	17.91	20.72	15.38	15.91	14.77
ROE（%）	12.9%	10.1%	11.1%	10.4%	10.9%
EV/EBITDA	8.15	10.45	7.13	6.80	6.03

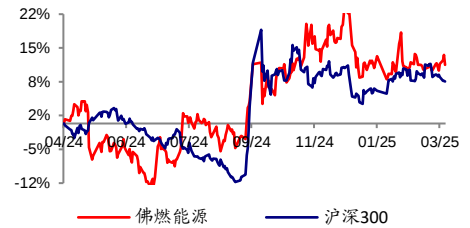
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	11.23 元
合理价值	12.63 元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-02

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

佛燃能源 (002911.SZ) : 供应链规模扩张，城燃顺价盈利稳健	2024-10-29
佛燃能源 (002911.SZ) : 供应链贡献营收增长，毛差改善盈利提升	2024-08-15
佛燃能源 (002911.SZ) : 稳健高股息标的，多元能源业务开花	2024-07-21

联系人：刘恒君 021-38003779
liuhengjun@gf.com.cn

目录索引

一、供应链大幅创收，费用降低扣非业绩同比+13.8%	4
二、天然气供应量近 50 亿方，顺价执行毛差修复	6
三、打造综合能源运营商，供应链营收占比首位	11
四、盈利预测与投资建议	14
五、风险提示	14

图表索引

图 1: 2024 公司营业收入同比+23.7%	4
图 2: 2024 年公司归母净利润同比+1.0%	4
图 3: 2024 年公司扣非归母净利润同比增长 13.8%	4
图 4: 2024 年公司期间费用同比减少 0.72 亿元	5
图 5: 2024 年公司期间费用率降至 2.8%	5
图 6: 2024 年公司毛利率、净利率结构性下降	5
图 7: 2024 年公司 ROE-加权高增至 17.4%	5
图 8: 2024 年公司经营现金流净额 17.5 亿元	5
图 9: 2024 年公司投资现金流净额-8.06 亿元	5
图 10: 2024 年公司分红率提升至 73%	6
图 11: 2024 年公司年末股息率为 3.80%	6
图 12: 2024 年全年天然气表观消费量同比+8.0%	6
图 13: 2024 年全年天然气进口量和同比+9.9%	6
图 14: 2024 年公司天然气供应量 49.07 亿立方米	7
图 15: 2024 年公司工商业气量占比 77.69%	7
图 16: 2024 年燃气销售毛差稳定在 0.3 元/方	7
图 17: 2024 年公司供应链业务营业收入为 158.5 亿元	8
图 18: 供应链业务营收占比大幅上涨	8
图 19: 2024 年供应链毛利润提升, 城燃小幅下降	8
图 20: 2024 年公司毛利率同比下滑至 6.1%	8
图 21: 2023 年以来海外气价整体回落, 但现货市场仍存在波动	9
图 22: 中国 LNG 综合进口到岸价格 CIF/元/吨	9
图 23: 全球原油现货价 (英国布伦特 Dtd) /美元/桶	9
图 24: 以城燃业务为基础, 公司积极拓展供应链、新能源、科技研发等业务 ...	12
图 25: 2024 年供应链及其他业务营收占比 51.62%	12
图 26: 公司供应链业务的两条主线	13
表 1: 中石油、中石化管道气定价方案对比	10
表 2: 公司照付不议原则下签署的天然气中长期购销合同	10
表 3: 2022 年 7 月佛山市上调非居民天然气最高限价为 4.28 元/方	11
表 4: 近年来公司在新能源业务方面的经营进展	13
表 5: 佛燃能源同业对比 (最新收盘价日期: 2025/4/1)	14

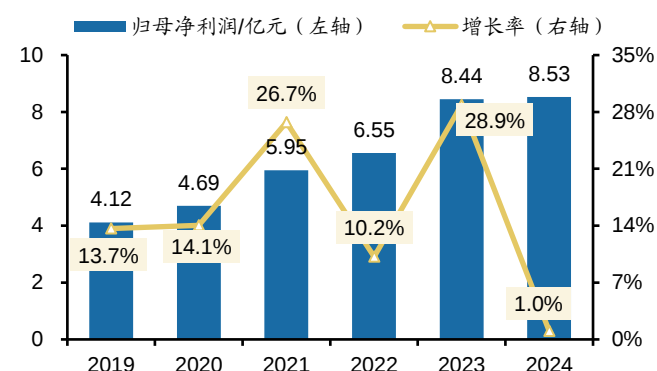
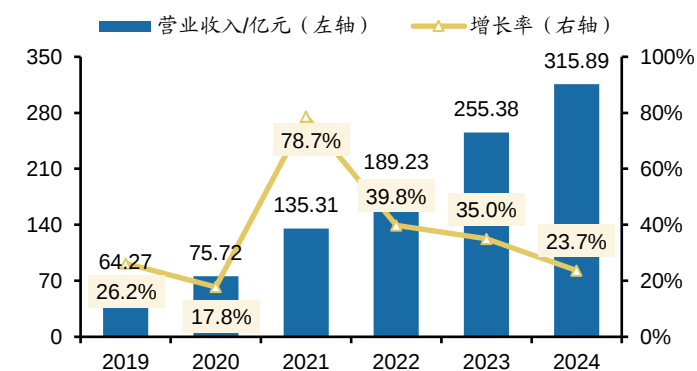
一、供应链大幅创收，费用降低扣非业绩同比+13.8%

2024年公司营收同比上升23.7%，扣非归母净利润同比增长13.8%。公司发布2024年报，实现营收315.89亿元（同比+23.7%），归母净利润8.53亿元（同比+1.0%），扣非归母净利润8.08亿元（同比+13.8%）。营收快速增长，主要系供应链业务收入大幅增加，贡献营收增量71.98亿元。业绩方面，增收的供应链业务对利润的贡献较小，公司总毛利润同比基本持平，归母净利润微增1.03%。

2023年确定南沙仓储2022年（含部分2023年）业绩补偿款1.2亿元，计入非经常性损益，考虑此因素，2024年公司扣非归母净利润增速达13.8%，达成业绩两位数增长的惯例。根据经营公告，截至2025年1月，元亨能源应付2023年剩余业绩补偿金1.39亿元，若顺利收到补偿款，该项（或）将增加2025年的非经常性业绩。

图 1：2024公司营业收入同比+23.7%

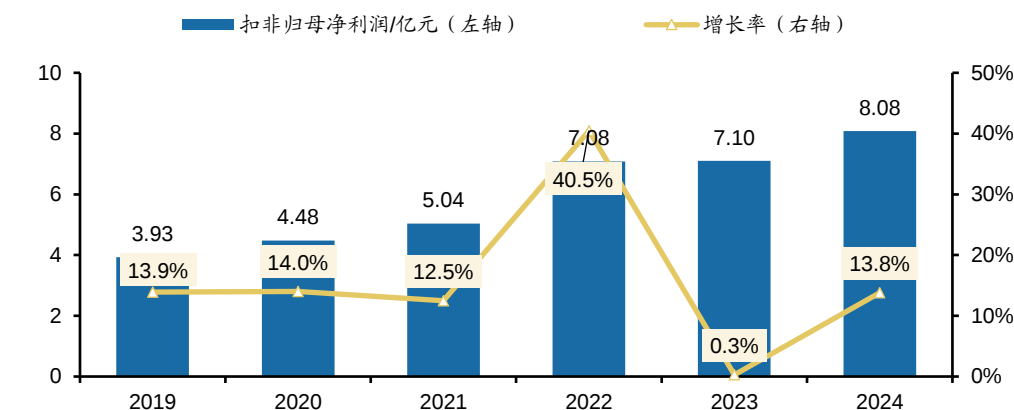
图 2：2024年公司归母净利润同比+1.0%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 3：2024公司扣非归母净利润同比增长13.8%

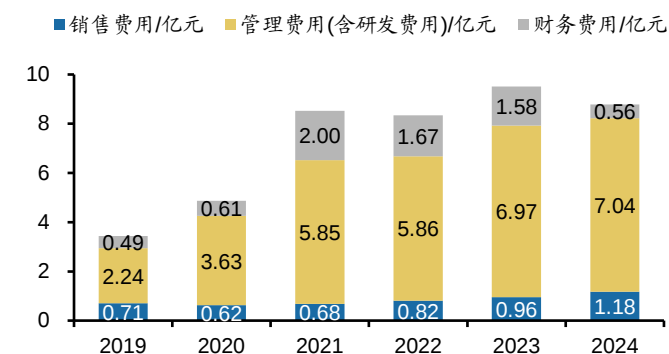


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：2022年扣非归母净利润增加，主要系缴纳合同违约金1.1亿元，造成营业外支出增加
2023年扣非归母净利润较低，主要系收到业绩补偿款1.2亿元

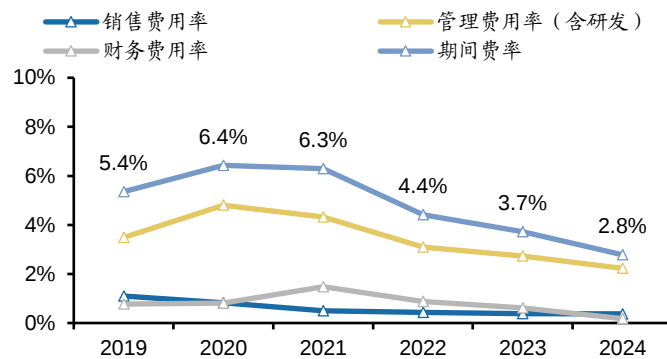
2024年公司财务费用同比减少1.02亿元，带动期间费用降至8.79亿元。2024年，随经营规模扩大，公司销售和管理研发费用有所微增，但财务费用大幅下降1.02亿元，带动整体期间费用降至8.79亿元，财务费用下降主要系汇兑损益和利息费用减少。期间费用率方面，由于期间费用减少分子缩小，且供应链拉动营收突破300亿增加分母，期间费用率大幅下降0.9pct至2.8%，为近六年来最低值，盈利能力持续提升。

图 4：2024年公司期间费用同比减少0.72亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

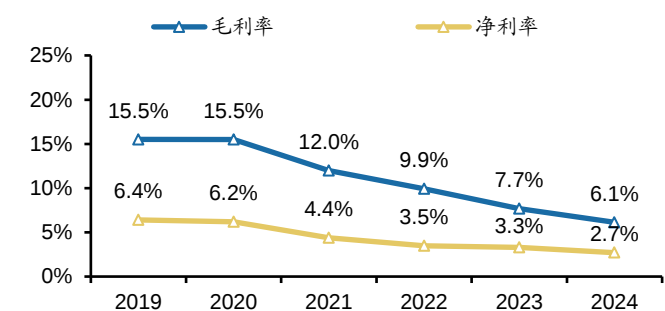
图 5：2024年公司期间费用率降至2.8%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

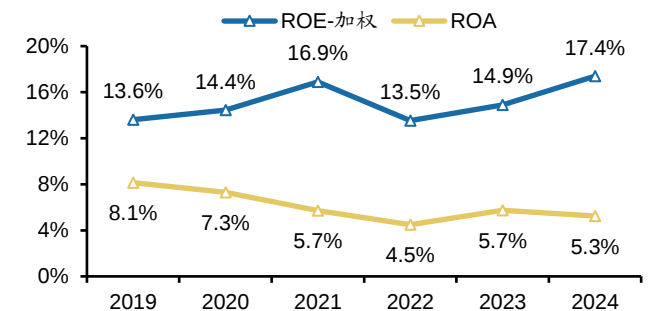
2024年公司毛利率、净利率结构性下降至6.1%、2.7%，加权-ROE增至17.4%。伴随供应链、新能源、延伸等业务发展，城燃业务营收占比下降。2024年除供应链业务外，公司各项业务毛利率均有提升，但毛利率偏低的供应链业务占比高增，导致整体毛利率结构性下降。2024年毛利率降至6.1%、净利率降至2.7%，未来若供应链业务占比继续走高，毛利率、净利率将长期较之前偏低。2024年公司加权净资产收益率提升至17.4%（提升2.pct），较2021年高点16.9%更高，ROA保持在5.3%。

图 6：2024年公司毛利率、净利率结构性下降



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

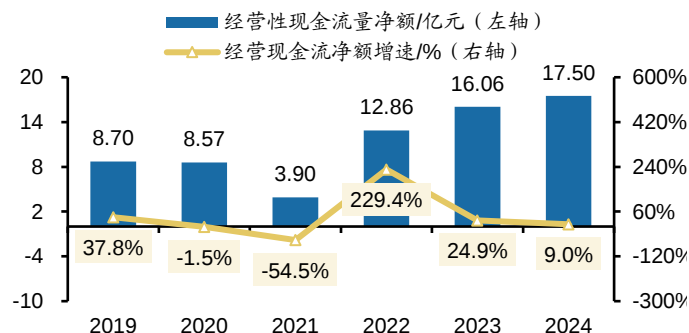
图 7：2024年公司ROE-加权高增至17.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

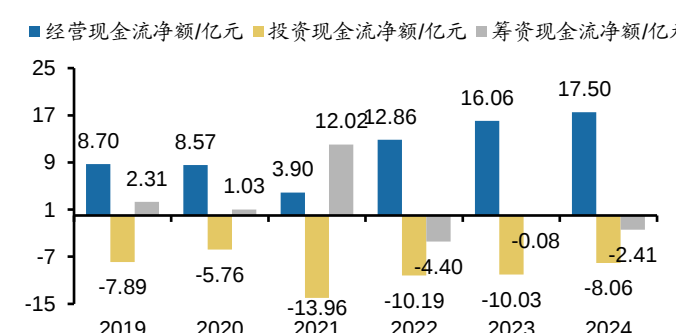
2024年公司经营现金流净额17.5亿元，投资活动现金流净流出8.06亿元。伴随业务扩张，2024年公司经营活动现金流入和流出均增加3成以上，现金流充裕，全年经营现金流净额17.5亿元，同比增加8.0%，净现比2倍。投资方面，2021年开始收购更多子公司，投资活动现金净流出，2024年投资活动现金净流出8.06亿元，同比收窄。筹资方面，偿还债务的现金增加，2024年筹资活动现金净流出2.41亿元。

图 8：2024年公司经营现金流净额17.5亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

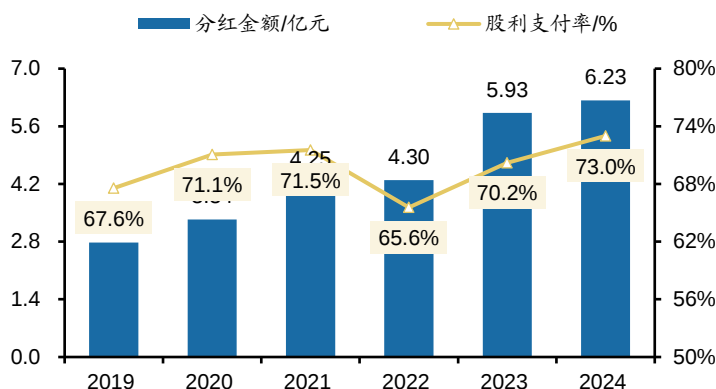
图 9：2024年公司投资现金流净额-8.06亿元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

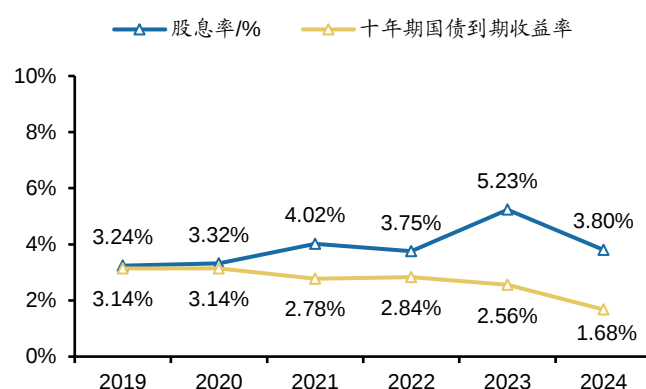
2019-2024年分红比例维持在65%以上，2024年分红率提升至73%。公司在业绩稳健的背景下，上市以来保持高分红水平，近几年分红率保持在65%以上。2024年特别分红和年末分红累计派发现金红利6.23亿元，分红率提升至73%，在主要城燃公司中处于领先状态。且《2023年股权激励计划》中要求，以2022年末股本总数为依据，2023-2025年每股分红不低于0.20、0.31、0.32元，2024年已完成0.65元/股的分红（以2022年末股本计算），远超此项分红规划。从股息率来看，公司股息率长期维稳，且常年高于十年期国债到期收益率，2024年末公司股息率为3.80%。

图 10：2024年公司分红率提升至73%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 11：2024年公司年末股息率为3.80%



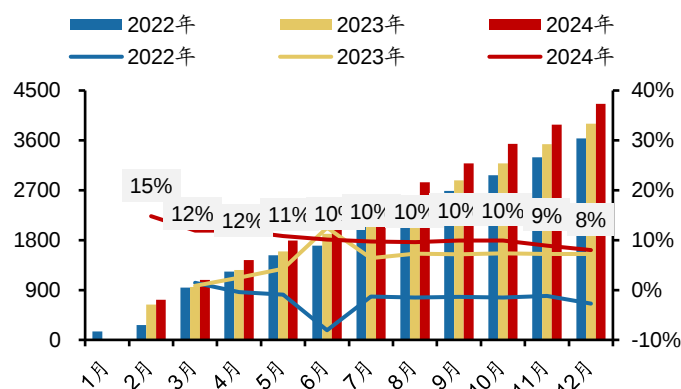
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：股息率=当年每股派息/当年年末收盘价

二、天然气供应量近 50 亿方，顺价执行毛差修复

2024年天然气表观消费量同比+8.0%，LNG进口量同比+9.9%。2024年天然气供需关系从紧平衡过渡至平衡相对宽松，根据国家发改委公布的天然气运行快报，2024年天然气表观消费量达4260.5亿立方米，同比增长8.0%。中石油经济技术研究院预计到2030年，中国天然消费量将达到5960亿方，至今仍有5.8%的复合增速。天然气需求维持较快增长，加之国际天然气价格走低，LNG进口量显著提升，2024年全年天然气累计进口量同比+9.9%。

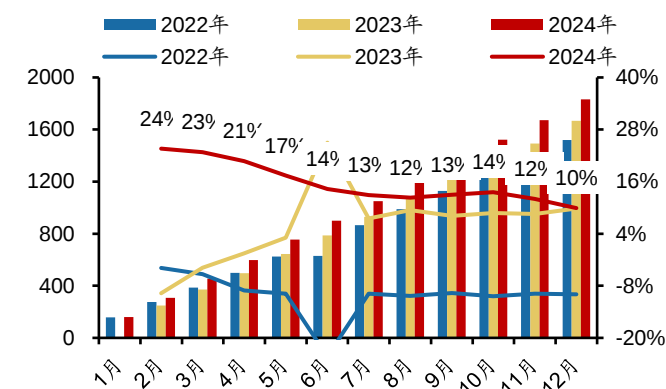
图 12：2024年全年天然气表观消费量同比+8.0%



数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

备注：单位-亿立方米

图 13：2024年全年天然气进口量和同比+9.9%



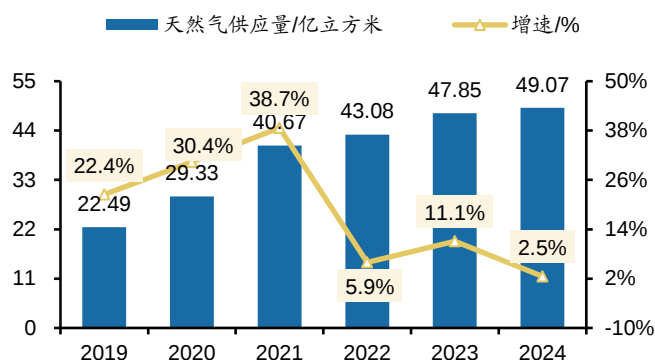
数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

备注：单位-亿立方米

2024年公司天然气供应量继续增加至49亿方，工商业用气量占比78%。伴随经营区域城镇化进程提速以及工业煤改气持续推进，近年来公司保持较高的气量增速。2024年公司天然气供应量49.07亿方（同比+2.5%/+1.22亿方），其中居民占比3.85%（1.89亿方/前值1.90亿方），电厂用户占比14.99%（7.36亿方/前值7.15亿方），居民和电厂用户气量变化不大。

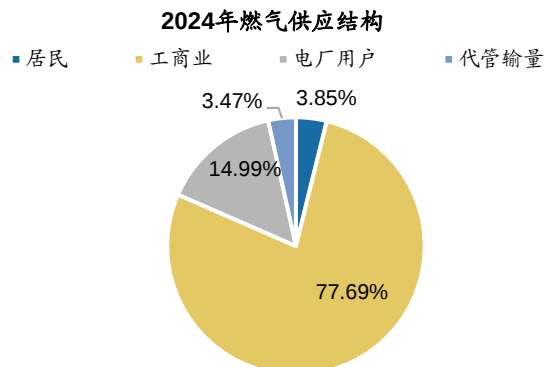
2024年工商业及贸易用户占供应量的77.69%，对应气量38.12亿方，计算和去年同口径下工商业销气量约35.75亿方，前值36.65亿方，略下滑2.4%，但贸易用户气量补充，总供应量同比增加。公司天然气下游销售用户主要是工业用户，工业用户开发和“煤改气”政策落地带来工业端用气量增长。

图 14：2024年公司天然气供应量49.07亿立方米



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

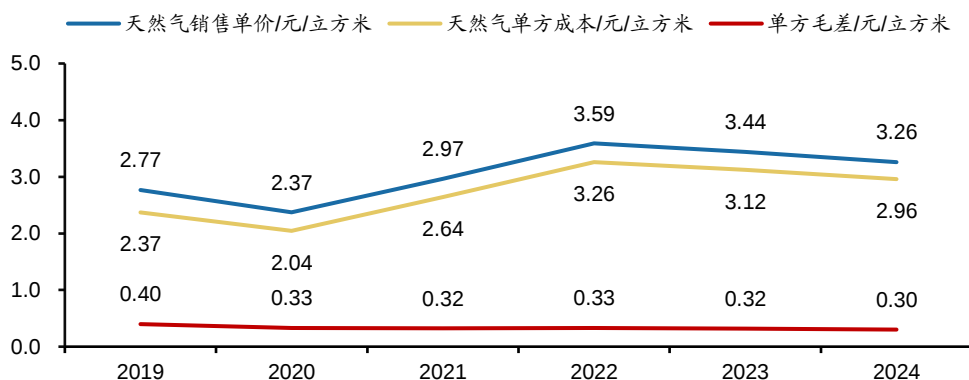
图 15：2024年公司工商业气量占比77.69%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

多年来公司毛差维持稳定，2024年计算单方毛差0.3元/方。根据公司年报，21、22年公司天然气采购单价分别同比+41.9%、17.6%，但销售单价远低于气源端成本上升，成本压力下城燃业务单方毛差下滑，2020-2023年稳定在0.33元/方左右。2024年气价回落，单方售价和成本均同比下滑5%左右，但从绝对数值来看，预计受到工商业需求疲软的影响，实施低价促销策略，售价端降价至3.26元/方，成本端下滑至2.96元/方，计算单方毛差为0.3元/方，同比略有下滑但相对平稳。

图 16：2024年燃气销售毛差稳定在0.3元/方

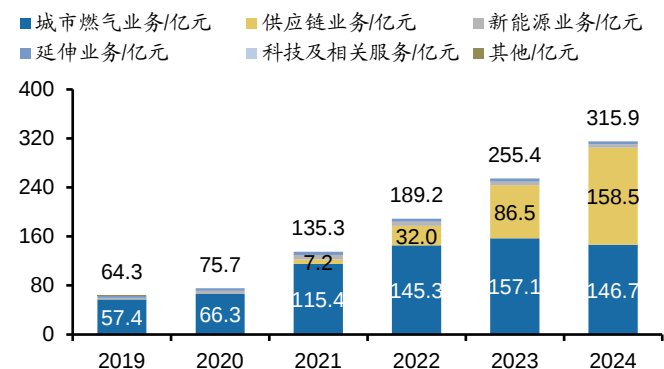


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：单方毛差=（燃气销售收入-燃气销售成本）/销气量；由于公司未披露方差，计算单方方差和实际毛差可能存在差异

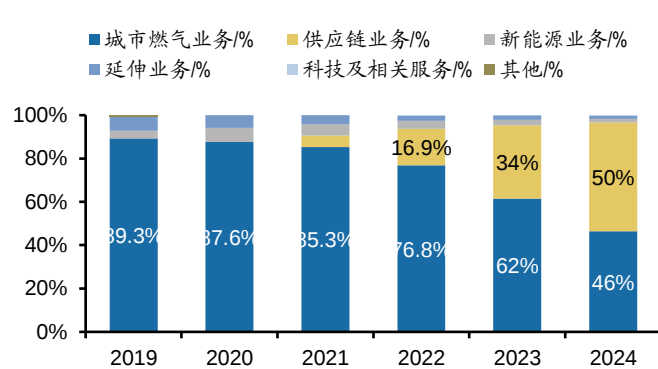
供应链业务贡献营收增量，城燃业务占比下降至46%。公司主营业务包括城市燃气、供应链、新能源、延伸业务等，其中城市燃气和供应链业务贡献主要收入。2024年公司城燃业务售价降低，营业收入为146.7亿元，同比减少约10.4亿元，营收占比下降至46.0%。供应链业务贡献营收增量，近两年供应链业务收入提升较快，2024年实现收入158.5亿元，同比增加约72亿元，营收占比由34%提升至50%。

图 17：2024公司供应链业务营业收入为158.5亿元



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

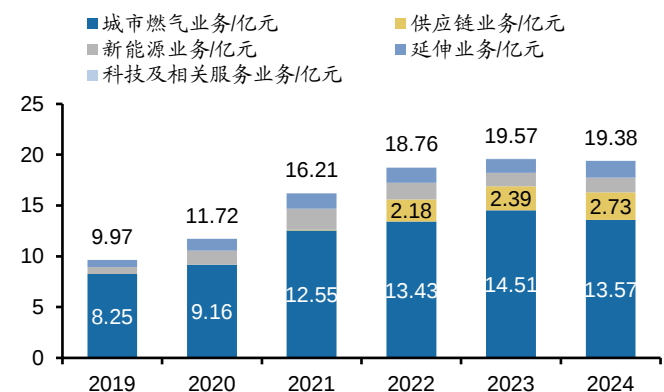
图 18：供应链业务营收占比大幅上涨



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

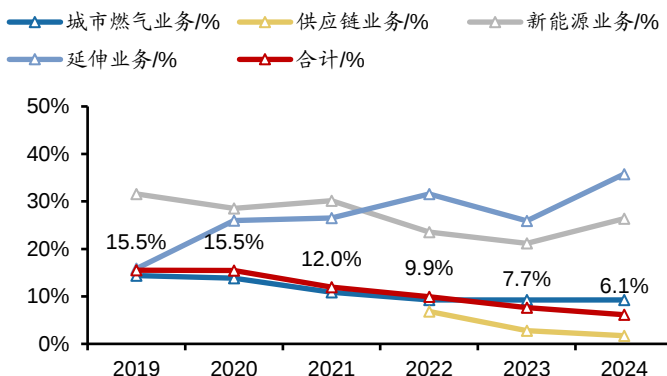
24年公司毛利润同比基本持平，供应链占比提升毛利率结构性下滑。2024年公司总毛利润为19.38亿元，同比基本持平，其中城燃业务毛利润13.57亿元，同比下滑6.5%，供应链业务毛利润2.73亿元，同比+13.9%，新能源和延伸业务也略有增加。毛利率方面，城燃业务由9.24%上升至9.25%，供应链业务由2.77%下降至1.72%，新能源业务由21.16%→26.36%，延伸业务由15.93%→35.77%。但由于毛利率较低的供应链业务占比提升，导致整体毛利率结构性下滑，2024年公司毛利率6.13%，去年同期为7.66%。

图 19：2024年供应链毛利润提升，城燃小幅下降



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 20：2024年公司毛利率同比下滑至6.1%

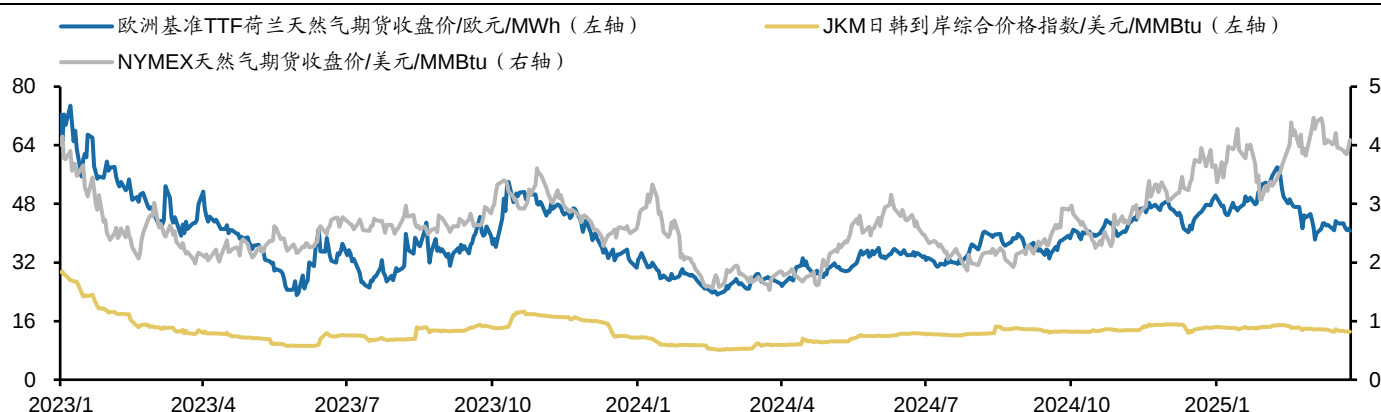


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

海外LNG现货价格波动，但我国LNG综合到岸价年初至今同比下滑。截至2025年3月28日，欧洲基准TTF荷兰天然气期货收盘价41.05/欧元/MWh，JKM日韩到岸综合价13.09/美元/MMBtu，NYMEX天然气期货收盘价4.09/美元/MMBtu，较2025年初分别-19.3%、-9.0%、+11.7%，近期美国现货气价上涨，TTF较年初价格下滑较多。因此，当前LNG价格虽然较21、22年回稳，但仍存在阶段性波动，LNG市场处于紧平衡状态，现货市场仍存在不确定因素。虽然海外市场分化，但观测我国LNG综合到岸价CIF（与CLD接近），年初至今价格同比下滑2.5%，整体处于平稳状态。

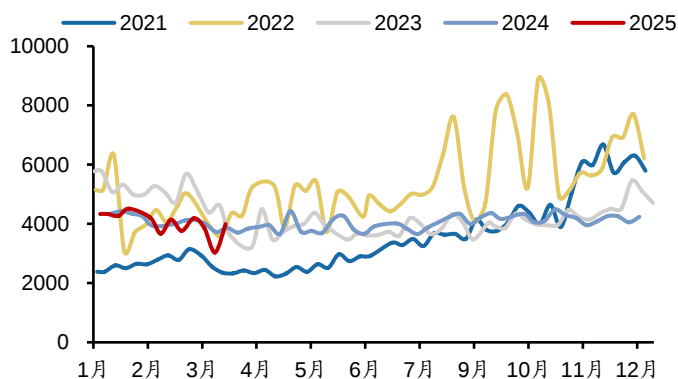
展望2025及以后，重视天然气价格回落的长期趋势及带来的投资契机。我们认为：（1）天然气价格回落对工业用气需求的提升，以及对非电煤的替代；（2）尽管居民端需求相对稳定，但预计气价回落可对价差端形成贡献；（3）伴随国内燃机的持续投产，气价回落也或提升燃机发电量，亦对能源结构形成一定程度改善。**长协方面**，市场看空布伦特油价，长协价格走低或大概率事件。国内签订的LNG长协价格与布伦特油价挂钩，且有3-6月滞后性，我们观察到截至2025年3月28日，年初至今布伦特原油价格同比下滑9.1%，当前市场看空油价，因此下半年油价下行或促进进口长协价格走低。

图 21：2023年以来海外气价整体回落，但现货市场仍存在波动



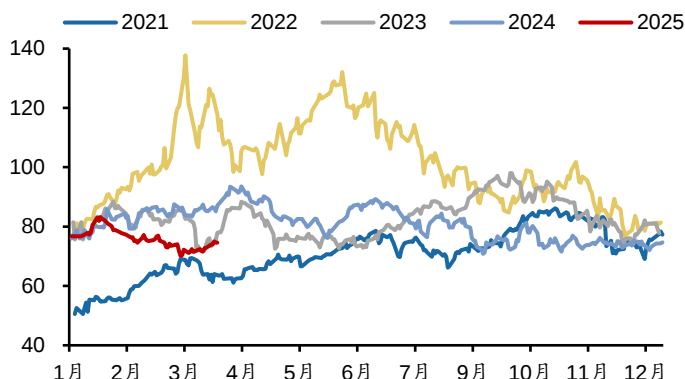
数据来源：IPE, Wind, NYMEX, Investing, 芝加哥商品交易所, 洲际交易所, 广发证券发展研究中心

图 22：中国LNG综合进口到岸价格CIF/元/吨



数据来源：上海石油天然气交易中心, 广发证券发展研究中心

图 23：全球原油现货价（英国布伦特Dtd）/美元/桶



数据来源：上海石油天然气交易中心, 广发证券发展研究中心

年度合同价格：管道气年度定价方案陆续发布，中石化气价显著下降。根据隆众资讯网报道，3月中石油、中石化出台了2025-2026年管道气定价方案，这部分在城燃公司的采购量中占比最高。中石油通过降低（低价的）非采暖期管制气占比（65%→60%）、扩大（高价的）浮动气量比例的方式（3%→7%）提升价格。假设CLD价格同比持平，测算总成本提升比例小于5%，且门站价越高的省份影响越小。中石化则通过将低价的基础量气占比提升15%、浮动幅度下降10%的方式全面降低定价体系。当前中海油尚未出台定价方案，但以往和中石化同等价位，今年在中海油降价的背景下具有一定压力。展望未来，我们仍然认为伴随天然气产能的持续投产，国际LNG价格有望中枢下移，带动城燃综合购气成本持续回落。

表 1：中石油、中石化管道气定价方案对比

中石油 2025 年管道气年度合同总体定价方案变动				
气源类型	非采暖季（4-10 月）		采暖季（11-3 月）	
	结构占比	上浮比例	结构占比	上浮比例
管制气	65%→60%	18.50%	55%	18.50%
非管制气-固定	32%→33%	70%	42%→38%	70%
非管制气-浮动	3%→7%	联动 CLD	3%→7%	联动 CLD
调峰气量		100%→90%		90%
中石化 2025 年管道气年度合同总体定价方案变动				
气源类型	结构占比		上浮比例	
政府指导价	30%		18%	
基础量	35%→20%		非采暖季	40%→30%
			采暖季	60%→50%
定价量	40%→30%		参考中石化进口长协价格定价	
顺价量	10%→5%		联动上海交易中心进口现货价格（CLD）	

数据来源：隆众资讯，广发证券发展研究中心

中长期购销合同：统计公司长协签定量占每年销气量的三成左右，当前长协挂钩油价具备价格优势。根据债券募集说明书，公司目前已与广东大鹏、中石油、中海油气电、中石化等国内上游燃气供应企业以及碧辟（中国）、切尼尔能源、中化新加坡等国际供应商签订天然气采购合同，并与国内外 LNG 供应商进行合作，适时采购 LNG。当前处于合同履约期内的包括：与广东大鹏、中石油-西气东输二线、科珀斯克里斯蒂液化公司、碧辟（中国）、中海油、中化新加坡签订的七份协议。统计公司当前长协签定量占每年销气量的三成左右，当前油价下降有望带动后续长协气价下行。

表 2：公司照付不议原则下签署的天然气中长期购销合同

中长期照付不议合同情况					
时间	采购方 (子公司)	销售方	合同期限 (年)	合同期	采购量
2004 年 4 月	高压管网公司	广东大鹏	25	2006-2031	累计采购量约 46.3 亿方（370 万吨）， 正常年份供应量约 2 亿方（17 万吨）
2012 年 4 月	高压管网公司	中石油-西气东输二线	28	2012-2039	前五年合同量依次为 0.78 亿方、2.26 亿方、 6.63 亿方、7.3 亿方、7.3 亿方。之后双方协商 确定。若未达成一致，则参考历史量
2012 年 9 月	肇庆佛燃	中石油-西气东输二线	28	2012-2039	前四年合同量依次为 0.1 亿方、0.5 亿方、0.5 亿方、0.5 亿方。自 2017 年起，不再约定五年 合同量，均以确认函方式确认当年度用气量。
2021 年 11 月	佛燃能源	科珀斯克里斯蒂液化有限责 任公司（原切尼尔能源）	20	2023-2042	每年 4 船 LNG 船货，每船货量 350-400 百万 英热单位
2021 年 12 月	前海佛燃	碧辟（中国）投资有限公司	10	2023-2032	2023-2024 年约 0.94 亿方/年（4102500 吉焦/ 年），2025-2032 年约 1.25 亿方/年 （5470000 吉焦/年）

2022 年 1 月	佛山华源能	中海油广东销售公司、中海油珠海销售公司	5	2022-2026	0.49 亿方/月
2022 年 3 月	佛燃能源	中化新加坡国际石油有限公司 （“中化新加坡”）	17	2023-2039	拟采购总量不超过 61 船，总货量不超过约 54.6 亿方（约 22875 万百万英热）
2023 年 10 月	佛燃能源	切尼尔营销公司	20	2028-2048	每个合同年采购约 10.8 亿方 （约 86 万吨）
2023 年 10 月	佛燃能源	香港中华煤气贸易公司	20	2028-2048	每个合同年采购约 5.4 亿方 （约 43 万吨）

数据来源：《2024 年度第二期中期票据基础募集说明书》，广发证券发展研究中心

备注：标红销售方为正处于合同履行期内的销售方

售价方面，佛山市非居民天然气最高限价上调，但仍处于中等偏低水平。2022年7月，根据佛山市发改委的公告，随着气源成本的上浮，根据气价联动计算公式可得非居民售气最高限价为4.71元/立方米。为切实减少用气企业因天然气价格上涨所增加成本，政府要求城燃企业与用气用户共同分担气价上涨的压力，佛山市调整非居民天然气销售的上浮限价至4.28元/方，售气端最高限价涨幅远低于气源价格涨幅。

当前广州市的非居民销售价格最高限价约4.42元/方，调整后佛山市的管道天然气非居民销售价格最高限价在珠三角和全省均处于中等偏低的水平。2024年7月发改委再次发布非居民燃气顺价机制，强调顺价的及时性，保障公司有相对稳定的毛差。

表 3：2022年7月佛山市上调非居民天然气最高限价为4.28元/方

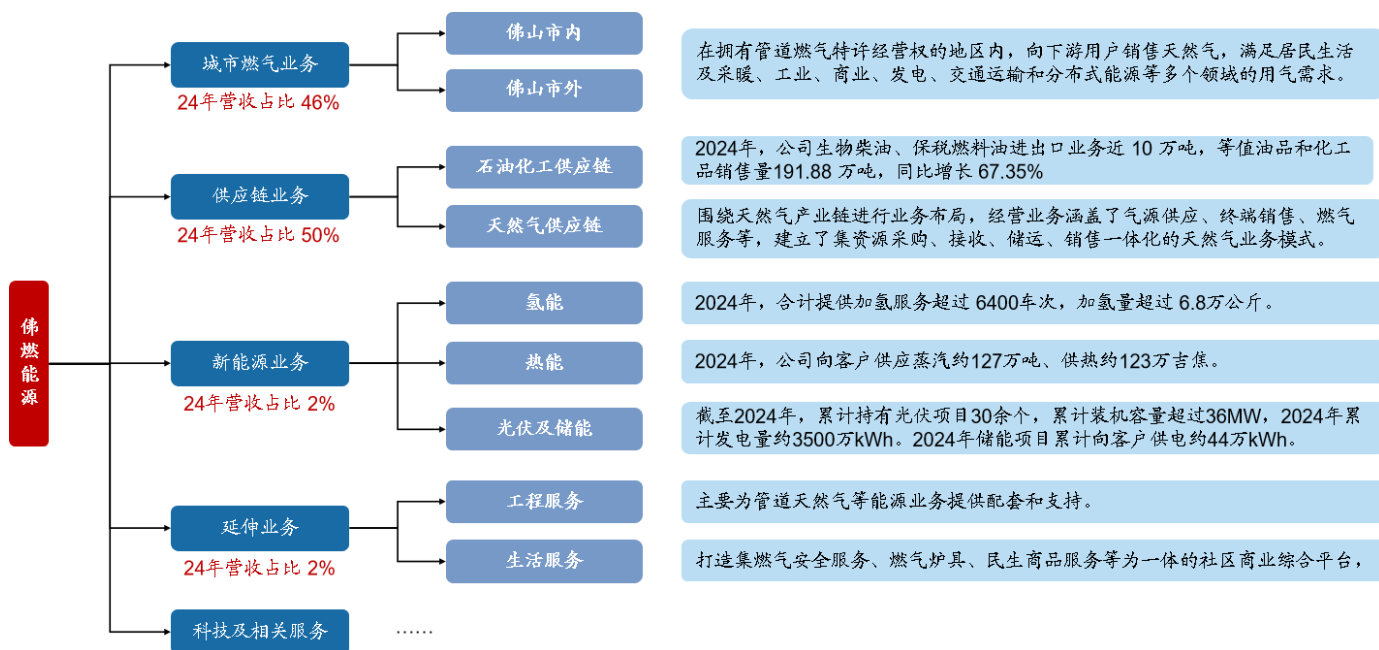
政策名称	《佛山市发展和改革局关于动态调整管道天然气非居民销售价格最高限价的通知》
调价时间	2022 年 7 月 1 日
适用范围	本次调整管道天然气销售价格最高限价只适用于管道天然气非居民用户(不含实行直供的用户)，不适用于执行管道天然气居民价格的用户
调整前	2021 年 10 月起，佛山市暂停对天然气非居民用户的分档定价，销售价格上浮限价统一为 3.85 元/方，对于大用户来说，提高了限价标准。
调整后	我市管道天然气非居民销售价格最高限价调整为 4.28 元/立方米。我市管道天然气非居民销售价格最高限价涨幅约为 11%，远低于我市 2022 年上半年天然气平均气源价格同比增长约 48%的涨幅。调整后我市的管道天然气非居民销售价格最高限价在珠三角和全省均处于中等偏低的水平。

数据来源：佛山市发改委，广发证券发展研究中心

三、打造综合能源运营商，供应链营收占比首位

公司目前形成城市燃气业务、新能源业务、科技研发与装备制造业务、供应链业务以及延伸业务等五大业务板块。在深耕天然气供应业务的同时，为满足经营区内客户对多元化能源的需求，依托燃气业务经营区域优势，积极拓展氢能、热能、光伏及储能等新能源业务。供应链业务方面，依托元亨仓储92万方的库容，推动形成能源化工产品供应链网络。2024年其他能源供应（新能源业务+供应链业务）的营业收入占总营收的一半，城燃业务以外的两大主营业务实现稳定增长。

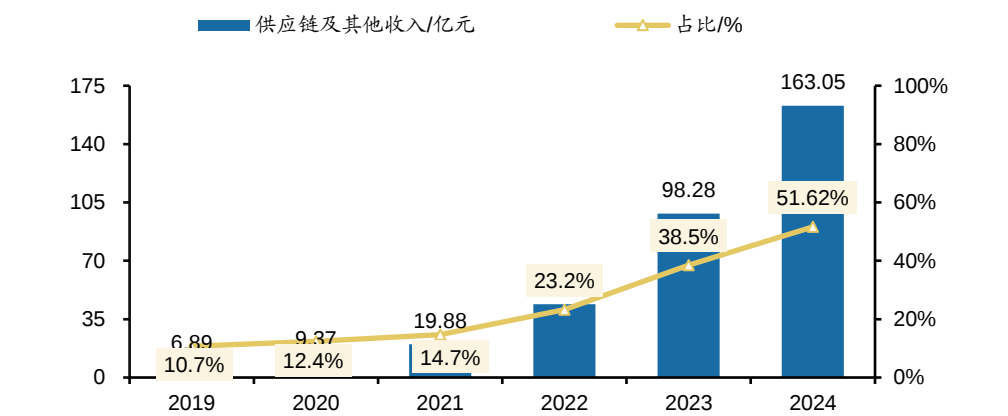
图 24：以城燃业务为基础，公司积极拓展供应链、新能源、科技研发等业务



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

持续推进传统能源结构调整和转型，24年供应链及其他营收占比51.62%。2020年公司收购元亨仓储40%股权，以南沙仓储为中心的石油化工供应链网络正在形成。保持传统仓储业务的同时，全面启动成品油、大宗商品的贸易业务。同时以境外全资子公司为海外平台，参与LNG国际贸易，供应链业务规模式增长。根据公司财报，2024年供应链及其他业务实现收入163.05亿元，同比增长77.75%，营收占比首次超50%至51.62%，虽毛利率较低但可贡献绝对利润增量。

图 25：2024年供应链及其他业务营收占比51.62%



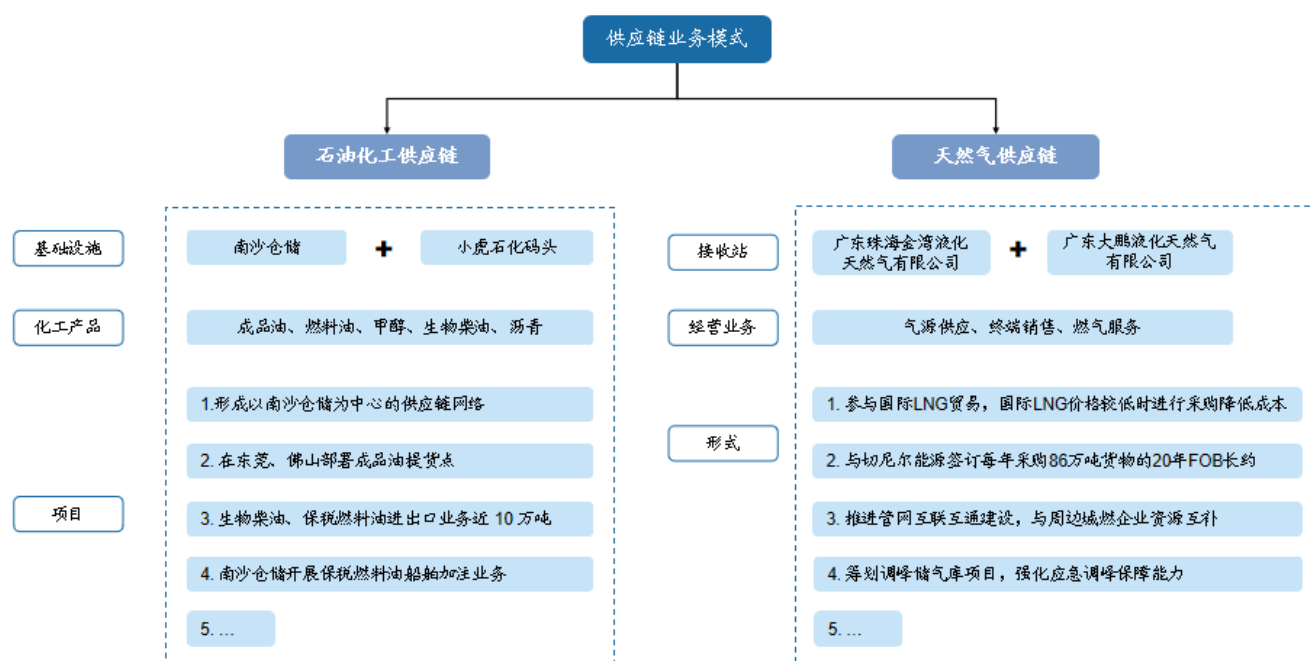
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

备注：“供应链及其他业务”为可同比口径，其中其他部分占比较低

供应链业务重点布局石油化工和天然气供应两条主线。根据公司2024年报，公司聚焦下游客户用能需求，发挥能源基础设施及资源优势，协同石化仓储、码头、接收站等开展天然气、成品油、燃料油、甲醇、沥青、生物柴油以及精细化工产品等大宗商品贸易。（1）石油化工供应链方面，依靠南沙仓储及小虎石化码头开展业务，南沙

仓储基地占地750亩，共库容91.83万方，126个不同容量的储罐，储存石油化工品类可达39种；石化码头有11个泊位，最大装船流量可达3000m³/h。（2）**天然气供应链业务方面**，围绕天然气产业链进行业务布局，积极参与国际LNG贸易，建立了集资源采购、接收、储运、销售一体化的天然气业务模式，经营范围以覆盖珠三角为主、辐射沿海地区为辅，致力打造能源供应链管理者。

图 26：公司供应链业务的两条主线



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

氢能领域：根据公司年报，2024年实现加氢服务6400车次，累计加氢量共6.8万公斤。**热能领域：**持续拓展项目，发展分布式和集中式供热，2024年向客户供应蒸汽约 127 万吨，供热约 123 万吉焦。**光伏领域：**发展分布式光伏业务，截至2024年累计持有光伏项目30余个，累计装机容量超过36MW；2024 年累计发电量约 3500万千瓦时。**储能业务：**以燃气业务经营区域为依托，为客户提供高效的能源供应服务及节能管理，2024年公司储能项目向客户供应电能约44万千瓦时。

表 4：近年来公司在新能源业务方面的经营进展

	2021A	2022A	2023A	2024
氢能：加氢服务/车次		20000	6000	6400
氢能：加氢量/公斤		220000	70000	68000
热能：供应蒸汽/万吨	95	146	128	127
热能：供热/万吉焦	163	136	152	123
光伏：累计装机/MW	22	31	34	36
光伏：累计发电/万千瓦时	2200	3000	3500	3500
储能：储能供电/万千瓦时	-	61	68	44

数据来源：定期报告，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

预计公司2025~2027年归母净利润分别为9.64/9.32/10.04亿元，EPS分别为0.74、0.72、0.77元/股，按最新收盘价对应PE分别为15.38/15.91/14.77倍。在国内主流城市燃气公司中，选取与佛燃能源业绩规模相近，近三年业绩增速波动较小的蓝天燃气、皖天然气、新天然气作为可比公司：

气量方面，佛燃能源相比其余几家公司，处于珠三角地区具有地区优势，预期未来用气需求持续增长，销气量增速更高，能带来业绩增长动力。**从分红的角度**，佛燃能源近年分红率及股息率仅次于这几家公司中的蓝天燃气，具有更高的收益保障。**气价方面**，顺价政策基本从省会城市开始落实，公司非居民气占比约95%，所处的佛山市2022年调整后的非居民销售价格最高限价在珠三角和全省仍处于中等偏低的水平，若顺价顺利则业绩增长更有弹性。参考同业给予公司2025年17倍PE估值，对应12.63元/股合理价值，给予“买入”评级。

表 5：佛燃能源同业对比（最新收盘价日期：2025/4/1）

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价	PE/倍				归母净利润/亿元			
			元/股	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
002911.SZ	佛燃能源	148.30	11.43	19.23	15.38	15.91	14.77	8.53	9.64	9.32	10.04
605368.SH	蓝天燃气	77.25	10.81	16.23	13.93	13.48	13.67	5.03	5.55	5.73	5.65
603689.SH	皖天然气*	42.70	8.71	11.40*	9.79	8.44		3.75*	4.36	5.06	
603393.SH	新天然气	122.39	28.87	10.83	8.01	6.95	6.98	11.85	15.29	17.60	17.53

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：皖天然气 2024 年报未披露，PE 和归母归母净利润为 wind 一致预期值

五、风险提示

宏观经济影响国内天然气需求。目前国内经济发展进入换挡期，城市燃气企业的经营发展受其特许经营区域的城市化进程、经济发展水平以及工商业基础的影响较大。公司管道天然气特许经营区域主要包括广东省佛山市、南雄市、肇庆市、恩平市等，若主要经营区内的经济发展不能持续增长，或城市化进程趋于停滞，则对公司主营业务的增长以及经营业绩造成不利影响。

原材料价格波动风险。2022年LNG市场全年价格持续居高不下，2023年以来全球包括天然气和原油在内的能源市场供需形势相对好转，价趋于平稳，未来若气价再次波动，公司天然气业务进气成本可能大幅波动，气源采购及成本存在不确定性。

国内气价政策风险。2020年3月，佛山市发展和改革局发布《佛山市发展和改革局关于落实阶段性降低非居民用户用气成本措施有关事项的通知》，提出阶段性降低非居民用户运营成本，明确要求公司天然气购销价差下调10%，切实降低销售价格。目前佛山市非居民气价按佛发改价费函〔2022〕16号《佛山市发展和改革局关于动态调整管道天然气非居民销售价格最高限价的通知》：从2022年7月1日起，我市管道天然气非居民销售价格最高限价调整为4.28元/立方米，下浮不限。若未来再次出现调价政策，则会影响公司营收，降低毛差。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	5,493	6,669	7,742	8,744	9,752
货币资金	2,067	2,789	3,316	4,028	4,799
应收及预付	1,867	2,252	2,485	2,644	2,770
存货	852	969	1,070	1,143	1,200
其他流动资产	708	659	871	929	982
非流动资产	12,064	12,642	13,252	13,704	14,061
长期股权投资	332	550	690	830	970
固定资产	6,992	7,143	7,548	7,845	8,040
在建工程	1,136	987	870	776	701
无形资产	2,134	2,142	2,150	2,126	2,099
其他长期资产	1,471	1,820	1,994	2,128	2,252
资产总计	17,557	19,311	20,994	22,448	23,813
流动负债	7,336	7,155	8,354	9,322	10,222
短期借款	1,002	452	752	1,052	1,352
应付及预收	2,052	2,249	2,494	2,663	2,798
其他流动负债	4,282	4,455	5,108	5,608	6,073
非流动负债	2,821	2,704	2,801	2,898	2,945
长期借款	1,529	1,421	1,521	1,621	1,671
应付债券	500	500	500	500	500
其他非流动负债	793	783	780	777	774
负债合计	10,157	9,859	11,155	12,220	13,167
股本	987	1,298	1,298	1,298	1,298
资本公积	359	336	334	334	334
留存收益	2,527	2,706	2,966	3,228	3,509
归属母公司股东权益	6,538	8,425	8,681	8,942	9,223
少数股东权益	862	1,027	1,159	1,286	1,423
负债和股东权益	17,557	19,311	20,994	22,448	23,813

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	25538	31589	34705	37062	38966
营业成本	23580	29652	32646	34857	36624
营业税金及附加	38	48	52	56	58
销售费用	96	118	132	141	148
管理费用	360	390	444	474	499
研发费用	337	315	382	408	429
财务费用	158	56	70	77	80
资产减值损失	-3	-9	-15	-15	-15
公允价值变动收益	-200	-303	-61	-200	-200
投资净收益	552	506	500	519	546
营业利润	1356	1229	1421	1373	1480
营业外收支	-3	5	2	2	2
利润总额	1354	1234	1423	1375	1482
所得税	426	266	327	316	341
净利润	928	968	1096	1059	1141
少数股东损益	83	115	131	127	137
归属母公司净利润	844	853	964	932	1004
EBITDA	1638	1606	2114	2170	2376
EPS (元)	0.64	0.61	0.74	0.72	0.77

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,606	1,750	1,606	1,688	1,837
净利润	928	968	1,096	1,059	1,141
折旧摊销	474	523	620	718	813
营运资金变动	226	323	192	79	63
其它	-21	-65	-302	-167	-180
投资活动现金流	-1,003	-806	-753	-674	-647
资本支出	-818	-657	-958	-898	-898
投资变动	-280	-242	-260	-260	-260
其他	95	93	465	484	511
筹资活动现金流	-8	-241	-326	-312	-429
银行借款	298	-658	400	400	350
股权融资	1,037	2,384	0	0	0
其他	-1,343	-1,966	-726	-712	-779
现金净增加额	603	716	537	712	771
期初现金余额	1,400	2,003	2,719	3,256	3,968
期末现金余额	2,003	2,719	3,256	3,968	4,739

主要财务比率

至 12 月 31 日	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	35.0%	23.7%	9.9%	6.8%	5.1%
营业利润	35.4%	-9.4%	15.6%	-3.3%	7.8%
归母净利润	28.9%	1.0%	13.0%	-3.3%	7.7%
获利能力					
毛利率	7.7%	6.1%	5.9%	6.0%	6.0%
净利率	3.6%	3.1%	3.2%	2.9%	2.9%
ROE	12.9%	10.1%	11.1%	10.4%	10.9%
ROIC	6.9%	6.7%	8.6%	7.9%	8.1%
偿债能力					
资产负债率	57.9%	51.1%	53.1%	54.4%	55.3%
净负债比率	137.3%	104.3%	113.4%	119.5%	123.7%
流动比率	0.75	0.93	0.93	0.94	0.95
速动比率	0.46	0.61	0.63	0.65	0.68
营运能力					
总资产周转率	1.58	1.71	1.72	1.71	1.68
应收账款周转率	32.52	29.78	27.18	26.85	26.81
存货周转率	31.62	32.57	32.02	31.51	31.26
每股指标 (元)					
每股收益	0.64	0.61	0.74	0.72	0.77
每股经营现金流	1.63	1.35	1.24	1.30	1.42
每股净资产	4.30	3.56	3.76	3.96	4.18
估值比率					
P/E	17.91	20.72	15.38	15.91	14.77
P/B	2.66	3.55	3.04	2.88	2.73
EV/EBITDA	8.15	10.45	7.13	6.80	6.03

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：资深分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。