

分析师：陈拓
登记编码：S0730522100003
chentuo@ccnew.com

城燃业务毛利率受未及时顺价影响，分红比例创新高

——蓝天燃气(605368)2024 年报点评

证券研究报告-年报点评

增持(维持)

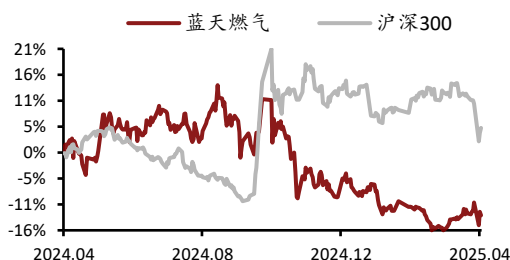
市场数据(2025-04-09)

收盘价(元)	10.72
一年内最高/最低(元)	14.50/10.34
沪深 300 指数	3,686.79
市净率(倍)	2.15
流通市值(亿元)	71.78

基础数据(2024-12-31)

每股净资产(元)	4.99
每股经营现金流(元)	0.84
毛利率(%)	19.41
净资产收益率_摊薄(%)	13.93
资产负债率(%)	40.79
总股本/流通股(万股)	71,463.48/66,961.88
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券研究所，聚源

相关报告

《蓝天燃气(605368)中报点评：地方国资入股，增加中期分红》减少 2024-09-19

《蓝天燃气(605368)年报点评：天然气业务稳健增长，维持高分红》减少 2024-05-17

联系人：李智

电话：0371-65585629

地址：郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点：

蓝天燃气发布 2024 年年报，全年实现营业收入 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%。其中，第四季度实现营业收入 11.74 亿元，同比减少 15.93%，环比增长 22.13%；归母净利润 5182.2 万元，同比减少 51.27%，环比减少 52.93%。

● 公司主营业务毛利率下降，全年业绩低于预期

作为河南省唯一一家燃气板块上市公司，公司主营河南省内天然气中下游业务，包含管道天然气业务、城市燃气销售业务。2024 年，公司全年销售毛利率为 19.41%，同比下降 1.97 个百分点。分业务看，公司管道城市燃气业务受居民燃气价格未及时顺价影响，城燃业务毛利率同比减少 2.28 个百分点；管道天然气受下游需求影响，采取了“一厂一策”销售策略，管道天然气业务毛利率同比减少 3.01 个百分点；公司代输天然气、燃气安装工程业务毛利率分别同比增加 0.19 个百分点、2.17 个百分点。

现金流方面，公司全年经营活动产生的现金流量净额为 5.97 亿元，同比减少 12.25%，主要系公司销售毛利降低所致；筹资活动产生的现金流量净额为-8.65 亿元，同比减少 762.89%，主要系借款减少以及因分派 2023 年度及 2024 年半年度分红支付现金较多所致；投资活动产生的现金流量净额为-1.92 亿元，同比减少 36.46%，主要系公司乡镇利用工程完工固定资产投资减少所致。

● 2024 年，我国表观天然气消费量保持增长，天然气价格下降

在需求端，根据国家发改委数据，2024 年，全国天然气消费量 4260.5 亿立方米，同比增长 8%。在供给端，根据国家统计局数据，2024 年我国天然气产量 2463.70 亿立方米，同比增长 6.2%。根据海关总署数据，2024 年我国天然气进口量累计 1.32 亿吨，同比增长 9.9%。

价格方面，根据国家统计局数据，2024 年 12 月 31 日，我国 LNG 价格为 4413.8 元/吨，较年初价格减少 1397.5 元/吨。

● 2024 年公司三项期间费用率较 2023 年提升 0.34 个百分点

2024 年，公司财务费用 3677.78 万元，同比增长 18.2%，主要系公司发行可转债并按照金融工具准则计提利息所致；管理费用 1.90 亿元，同比增长 0.57%；销售费用 4400.46 万元，同比减少 2.09%，主要系公司开展燃气增值业务计提的绩效减少所致。2024 年，公司财务费用率、管理费用率、销售费用率等三项期间费用率合计为 5.69%，较 2023

年提升 0.34 个百分点。

● 2024 年度分红比例达 126.93%

公司分红比例整体呈现上升态势，2020—2023 年度，公司现金分红比例分别为 69.51%、54.97%、83.52%、97.13%。2024 年度，公司拟派发现金红利 3.22 亿元，加上中期分红 3.17 亿元，2024 年公司现金分红总额为 6.39 亿元，分红比例 126.93%。2024 年度每股现金分红合计 0.90 元（含税），对应 2025 年 4 月 9 日收盘 10.72 元/股，股息率为 8.40%。

● 盈利预测和估值

根据郑州市发改委发布的《关于疏导郑州市区居民管道天然气销售价格的通知》，郑州市已于 2024 年 10 月调整了居民管道天然气价格，第一阶梯的价格从 2.58 元/立方米上调至 2.94 元/立方米。公司城燃业务的盈利主要取决于公司所在经营区域居民天然气顺价政策的落地情况，而管道天然气业务的盈利则受下游需求等因素影响。

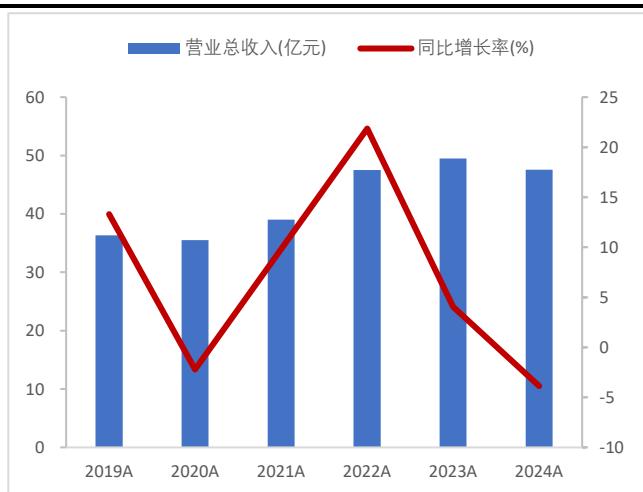
预计公司 2025—2027 年归属于上市公司股东的净利润分别为 5.25 亿元、5.52 亿元和 5.83 亿元，对应每股收益为 0.73、0.77 和 0.82 元/股，按照 2025 年 4 月 9 日 10.72 元/股收盘价计算，对应 PE 分别为 14.59X、13.87X 和 13.13X。基于行业发展前景和公司估值水平，维持公司“增持”投资评级。

风险提示：天然气顺价政策落地时间不确定；下游需求不及预期；系统风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4,947	4,755	4,864	5,011	5,171
增长比率（%）	4.06	-3.87	2.28	3.03	3.19
净利润（百万元）	606	503	525	552	583
增长比率（%）	2.33	-16.98	4.28	5.20	5.66
每股收益(元)	0.85	0.70	0.73	0.77	0.82
市盈率(倍)	12.64	15.22	14.59	13.87	13.13

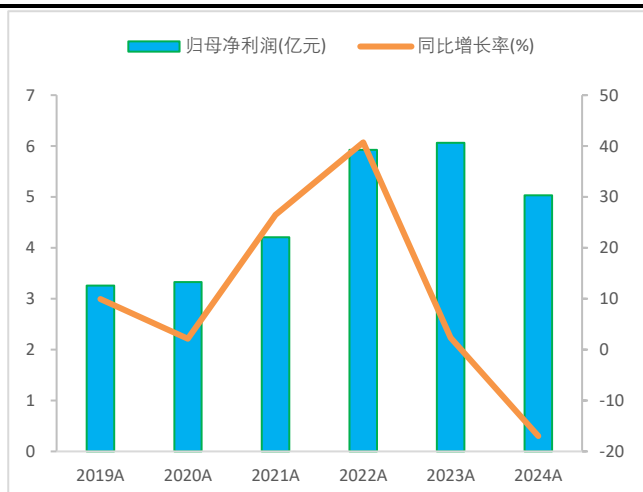
资料来源：中原证券研究所，聚源

图 1：公司营业收入情况



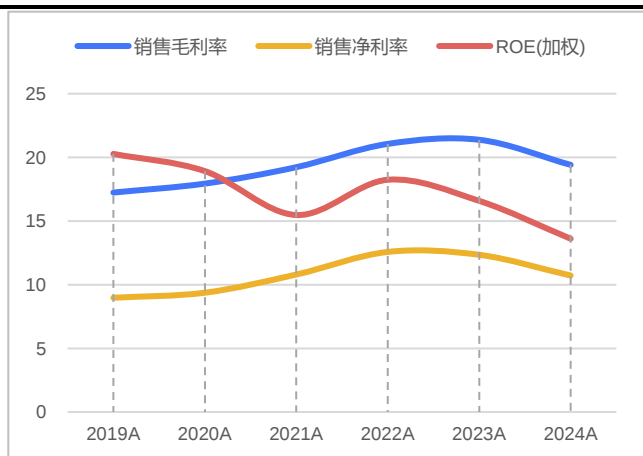
资料来源：同花顺 iFind，中原证券研究所

图 2：公司归母净利润情况



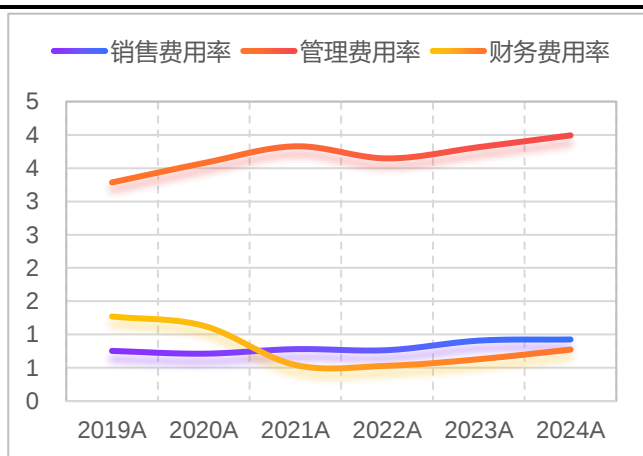
资料来源：同花顺 iFind，中原证券研究所

图 3：公司主要盈利能力指标（%）



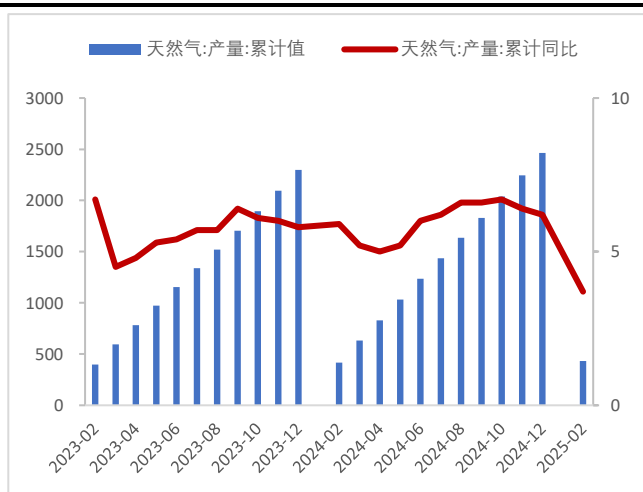
资料来源：同花顺 iFind，中原证券研究所

图 4：公司期间费用率情况（%）



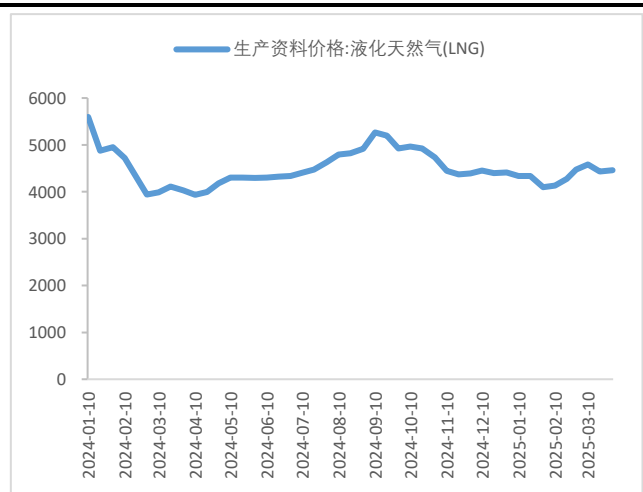
资料来源：同花顺 iFind，中原证券研究所

图 5：我国天然气产量累计值（亿立方米；%）



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

图 6：LNG 价格走势（元/吨）



资料来源：国家统计局，中原证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,325	1,866	1,956	1,987	2,035
现金	1,717	1,262	1,264	1,278	1,310
应收票据及应收账款	137	171	183	187	182
其他应收款	5	9	7	7	7
预付账款	184	114	176	180	181
存货	195	215	217	224	229
其他流动资产	87	95	108	111	124
非流动资产	4,393	4,350	4,468	4,509	4,546
长期投资	92	94	94	93	92
固定资产	2,969	2,922	3,083	3,055	3,004
无形资产	914	871	886	902	921
其他非流动资产	418	462	405	459	528
资产总计	6,718	6,216	6,424	6,496	6,580
流动负债	1,512	1,491	1,759	1,887	2,044
短期借款	430	620	680	754	809
应付票据及应付账款	211	229	244	241	270
其他流动负债	870	642	834	892	965
非流动负债	1,305	1,045	1,037	1,026	1,012
长期借款	94	0	15	39	74
其他非流动负债	1,211	1,045	1,021	987	938
负债合计	2,817	2,536	2,796	2,913	3,056
少数股东权益	63	66	73	80	87
股本	693	715	715	715	715
资本公积	1,176	1,349	1,349	1,349	1,349
留存收益	1,858	1,455	1,396	1,343	1,278
归属母公司股东权益	3,837	3,614	3,556	3,503	3,438
负债和股东权益	6,718	6,216	6,424	6,496	6,580

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	680	597	886	836	934
净利润	611	510	532	559	591
折旧摊销	184	194	189	204	221
财务费用	43	49	49	50	50
投资损失	-2	-4	-3	-2	-2
营运资金变动	-153	-145	121	37	87
其他经营现金流	-1	-7	-1	-11	-13
投资活动现金流	-302	-192	-304	-231	-243
资本支出	-294	-199	-306	-235	-246
长期投资	-23	0	-1	2	1
其他投资现金流	16	8	3	2	2
筹资活动现金流	130	-865	-575	-592	-658
短期借款	-180	190	60	74	55
长期借款	-28	-94	15	24	36
普通股增加	198	22	0	0	0
资本公积增加	-198	174	0	0	0
其他筹资现金流	339	-1,156	-651	-689	-749
现金净增加额	509	-459	7	13	33

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,947	4,755	4,864	5,011	5,171
营业成本	3,889	3,832	3,911	4,008	4,120
营业税金及附加	14	14	15	17	18
营业费用	45	44	45	46	48
管理费用	189	190	186	202	206
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	31	37	33	35	35
资产减值损失	0	0	6	8	11
其他收益	26	20	20	19	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	4	3	2	2
资产处置收益	0	-1	0	0	-1
营业利润	804	659	704	733	774
营业外收入	1	1	3	8	8
营业外支出	2	1	8	5	6
利润总额	803	660	699	735	777
所得税	193	150	168	176	186
净利润	611	510	532	559	591
少数股东损益	4	6	7	7	7
归属母公司净利润	606	503	525	552	583
EBITDA	1,017	886	921	974	1,034
EPS (元)	0.85	0.70	0.73	0.77	0.82

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	4.06	-3.87	2.28	3.03	3.19
营业利润 (%)	5.14	-18.01	6.79	4.05	5.68
归属母公司净利润 (%)	2.33	-16.98	4.28	5.20	5.66
获利能力					
毛利率 (%)	21.38	19.41	19.60	20.01	20.32
净利率 (%)	12.26	10.59	10.79	11.02	11.28
ROE (%)	15.80	13.93	14.76	15.76	16.97
ROIC (%)	12.04	10.80	11.23	11.78	12.46
偿债能力					
资产负债率 (%)	41.94	40.79	43.52	44.85	46.44
净负债比率 (%)	72.23	68.89	77.04	81.31	86.69
流动比率	1.54	1.25	1.11	1.05	1.00
速动比率	1.23	0.97	0.83	0.79	0.75
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.74	0.77	0.78	0.79
应收账款周转率	39.33	31.98	28.30	28.43	28.79
应付账款周转率	13.41	17.62	16.71	16.51	16.14
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.85	0.70	0.73	0.77	0.82
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.95	0.84	1.24	1.17	1.31
每股净资产 (最新摊薄)	5.37	5.06	4.98	4.90	4.81
估值比率					
P/E	12.64	15.22	14.59	13.87	13.13
P/B	2.00	2.12	2.15	2.19	2.23
EV/EBITDA	6.98	9.23	8.39	7.98	7.53

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅—10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：减少减少减少减少未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：减少减少减少减少未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—10% 至 5%；

减持：减少减少减少减少未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅—15% 至—10%；

卖出：减少减少减少减少未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。