

佛燃能源（002911）

佛山城燃龙头，高分红构筑安全边际 买入（首次）

2025 年 06 月 12 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）	25,538	31,589	31,761	32,628	33,554
同比（%）	34.96	23.70	0.54	2.73	2.84
归母净利润（百万元）	844.46	853.12	871.85	921.67	975.90
同比（%）	28.87	1.03	2.20	5.72	5.88
EPS-最新摊薄（元/股）	0.65	0.66	0.67	0.71	0.75
P/E（现价&最新摊薄）	15.78	15.62	15.28	14.46	13.65

投资要点

■ **佛山城燃龙头，向综合能源服务企业转型；实施股权激励计划，现金分红稳定提升。**公司统一接收所有进入佛山市地域范围内的管道天然气，为佛山市城燃龙头。截至 2025 年 3 月，佛山国资委为公司实控人；全国城燃龙头港华燃气为第二大股东，通过技术赋能、资源整合等多种方式与公司进行合作，助力公司向综合能源服务企业转型。公司积极实施股权激励计划，2020-2024 年均超额完成目标。公司股权激励考核指标包括营收增长率、每股收益、每股分红及现金分红比例，2020-2024 年均超额完成。2020-2024 年公司分红比例均值超 70%，假设 2025 年维持 2024 年 73% 的分红比例，对应股息率 4.8%（2025/6/11）。

■ **城燃等能源业务：气源多元，政策推动气量/光伏装机规模高增。**1) 天然气供应：气源供应渠道多元，政策目标 2025-2035 天然气消费量复增 8.9%。公司燃气业务在佛山市内具有专营优势，同时在佛山市外开拓多处管道燃气特许经营权。截至 2024 年底，公司累计获得 13 个区域的管道燃气特许经营权。2018-2024 年公司天然气销售量复增 17.59%，2024 年达到 45 亿方；用户结构保持稳定，工商业/电厂/居民用户气量占比约 80%/15%/5%。依照佛山市能源规划目标，2025-2035 整体/气电天然气消费量复增 8.9%/8.5%。公司拓展国际资源，与碧辟（中国）、切尼尔能源、中化新加坡等跨国能源企业建立长期采购关系；我们估算 2028 年公司海外长协将达 109 万吨（约 16 亿方），资源保障能力将大幅提升。2) 新能源业务：多元布局，政策锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模复增 10.8%。公司布局冷热能、光伏储能等新能源业务。政策提到，到 2025/2030 年，佛山市光伏装机规模达到 360/600 万千瓦，锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模 10.8% 的复合增速。

■ **供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花。**1) 供应链业务：发挥产业链优势，营收高速增长。公司深耕能源供应领域，协同石化仓储、码头、运输等优势资源为客户提供供应链服务。2024 年公司生物柴油、保税燃料油进出口业务量近 10 万吨；等值油品和化工品销售量 191.88 万吨，同增 67.35%。2) 延伸业务：工程服务与生活服务并行，毛利率高。公司开展燃气管道设计等服务，同时依托深耕佛山 30 年的品牌形象，提供安全智能家居服务。2021 年起，延伸业务营收稳定在 5 亿元左右；毛利率维持在 25% 以上。3) 科技研发与装备制造业务：加强校企合作，驱动科技创新。业务涉及 SOFC 固体氧化物燃料电池、窑炉热工装备制造与节能减排、管道检测、氢能装备制造研发。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 8.72/9.22/9.76 亿元，同比+2.2%/+5.7%/+5.9%，对应 PE15.3/14.5/13.7 倍（估值日期 2025/6/11）。公司天然气供应业务持续稳定发展，新能源业务稳步增长，供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**经济增速不及预期，极端天气&国际局势变化，安全经营风险，商誉减值风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.27
一年最低/最高价	8.90/12.98
市净率(倍)	2.94
流通 A 股市值(百万元)	12,902.94
总市值(百万元)	13,325.34

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.50
资产负债率(% ,LF)	53.46
总股本(百万股)	1,297.50
流通 A 股(百万股)	1,256.37

相关研究

内容目录

1. 佛山城燃龙头，探索“能源 + 科技 + 供应链”业务模式.....	5
1.1. 传统城燃向综合能源服务转型，国资控股保障公司稳健发展.....	5
1.2. 实施股权激励计划，现金分红稳定提升.....	10
2. 城燃等能源业务：气源多元，政策推动气量/装机规模高增.....	11
2.1. 天然气供应：单位盈利稳定，气源供应渠道多元，政策目标 2025-2035 天然气消费量复 增 8.9%.....	11
2.2. 新能源业务：多元布局，政策锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模复增 10.8%.....	16
3. 供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花.....	18
3.1. 供应链业务：发挥产业链优势，营收高速增长.....	18
3.2. 延伸业务：工程服务与生活服务并行，毛利率高.....	18
3.3. 科技研发与装备制造业务：加强校企合作，驱动科技创新.....	19
4. 盈利预测与投资评级.....	20
5. 风险提示.....	22

图表目录

图 1:	佛燃能源发展历史.....	5
图 2:	佛燃能源业务分类.....	6
图 3:	截至 2025 年 3 月, 佛燃能源股权结构.....	6
图 4:	2018-2024 公司营业总收入 (亿元)	7
图 5:	2018-2024 公司归母净利润 (亿元)	7
图 6:	2018-2024 公司投资收益 (亿元)	8
图 7:	2021-2024 公司营收构成	8
图 8:	2021-2024 公司毛利构成	8
图 9:	2021-2024 公司分业务毛利率	8
图 10:	2018-2024 公司净利率&毛利率	9
图 11:	2018-2024 公司期间费用率降低	9
图 12:	2018-2024 公司 ROE 水平	9
图 13:	2018-2024 年公司现金流情况 (亿元)	11
图 16:	2018~2024 天然气供应业务收入及同比增速	12
图 17:	2018~2024 天然气供应业务毛利&毛利率	12
图 18:	2018-2024 公司天然气销售量 (亿方)	13
图 19:	2023-2024 公司分用户用气量 (亿方)	13
图 20:	2018-2024 售气价格及单方毛利情况 (元/方)	13
图 21:	佛山市天然气消费目标.....	14
图 22:	佛山市气电消费目标.....	14
图 23:	各地天然气价格指数.....	15
图 24:	公司海外长协执行时间 (万吨)	16
图 25:	2021~2024 公司工业蒸汽、热供应量	17
图 26:	2021~2024 装机总容量&全年累计发电量	17
图 27:	2021~2024 新能源业务收入及同比增速	17
图 28:	2021~2024 新能源业务毛利&毛利率	17
图 29:	佛山市分布式光伏发展目标.....	17
图 30:	2021~2024 供应链业务收入及同比增速	18
图 31:	2021~2024 供应链业务毛利&毛利率	18
图 32:	2021~2024 延伸业务收入及同比增速	19
图 33:	2021~2024 延伸业务毛利&毛利率	19
图 34:	科技研发与装备制造业务收入及同比增速.....	20
图 35:	科技研发与装备制造业务毛利&毛利率	20
表 1:	2021-2023 元亨仓储业绩承诺及完成情况 (亿元)	8
表 2:	2020-2025 年股权激励计划目标	10
表 3:	公司 13 个特许经营权情况.....	12
表 4:	公司签订的重大采购合同情况 (截至 2024 年底)	15

表 5: 2025 年燃气关税变动汇总..... 16

表 6: 公司分业务预测..... 21

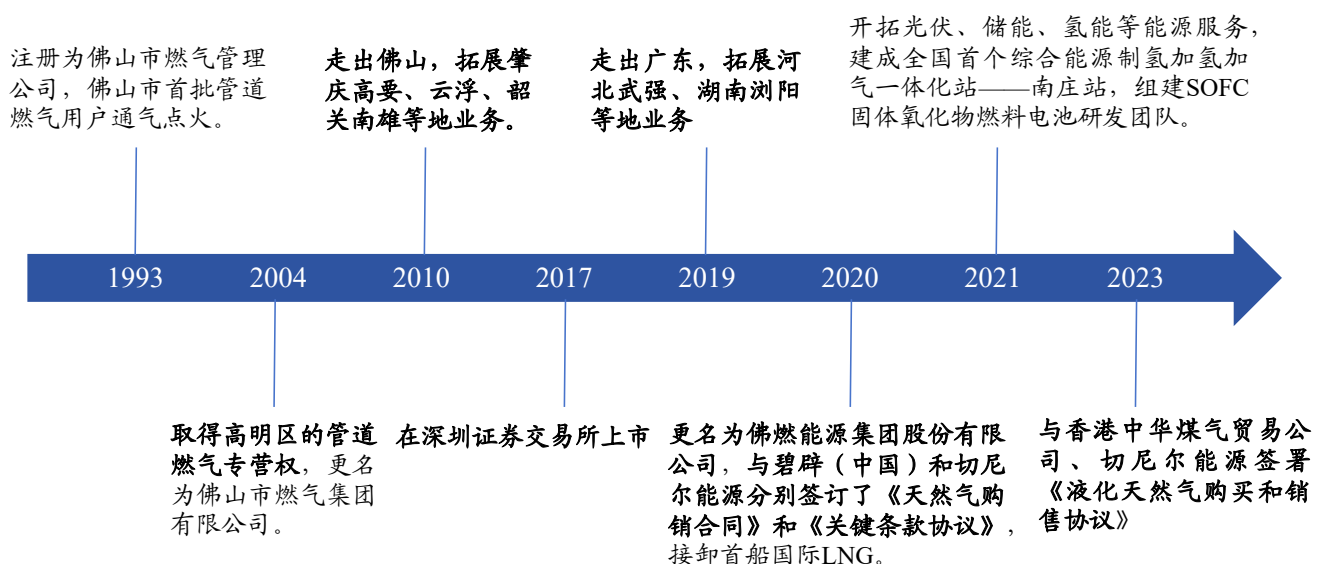
表 7: 同业公司对比（估值日期 2025/6/11） 22

1. 佛山城燃龙头，探索“能源 + 科技 + 供应链”业务模式

1.1. 传统城燃向综合能源服务转型，国资控股保障公司稳健发展

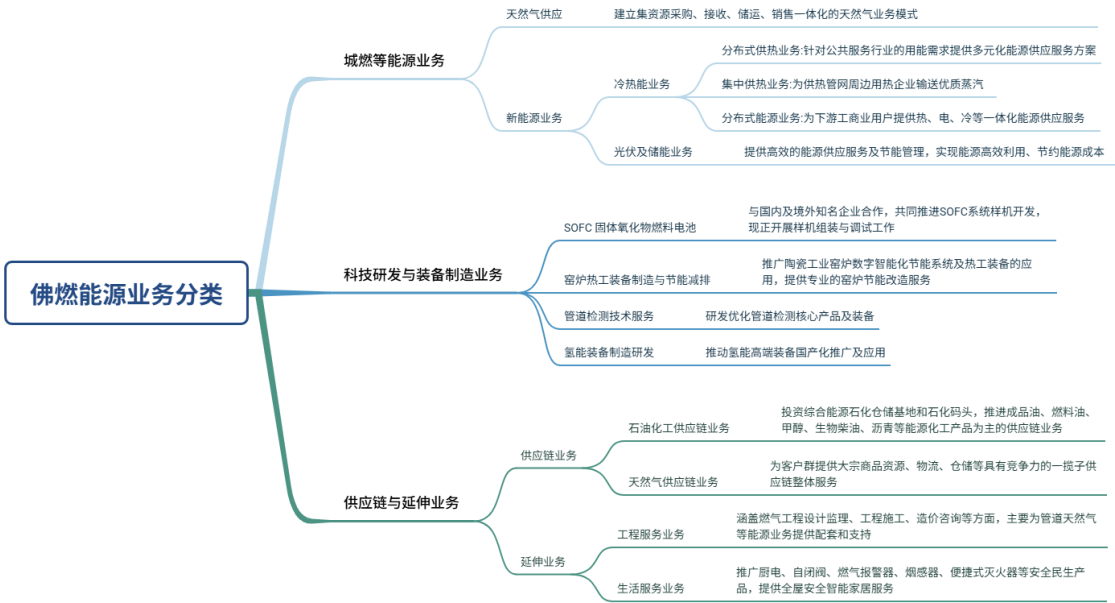
扩展城燃业务范围，深化综合能源服务企业定位。1993年2月26日，佛山市燃气管理公司注册成立；同年7月，佛山市首批管道燃气用户通气点火。2004年，公司取得高明区的管道燃气独家特许经营权，更名为佛山市燃气集团有限公司。2010年，公司将城燃业务扩展至佛山市外，取得肇庆高要、云浮、韶关南雄等多个地区的燃气专营权，2019年进一步扩张至河北武强、湖南浏阳等地，获得共13个区域的燃气专营权。2020年3月，公司更名为佛燃能源集团股份有限公司，明确综合能源服务企业定位，深耕城燃业务的同时协同推进光伏、储能、氢能等能源服务；同年，通过子公司香港华源与国际油气行业领先的供应商碧辟（中国）和切尼尔能源达成共识，签订天然气购销合同，丰富气源结构，保障稳定供应，接卸首船国际LNG。2021年，公司建成全国首个综合能源制氢加氢加气一体化站——南庄站，开始组建SOFC固体氧化物燃料电池研发团队，开拓管道检测、窑炉热工装备制造等科技研发与装备制造业务。2023年，公司与切尼尔能源签署《液化天然气购买和销售协议》，预计2028年以后每年从切尼尔采购86万吨LNG，提升公司应对市场资源波动时的抗风险能力。**佛燃能源坚持以“能源 + 科技 + 供应链”为发展方向**，深耕城市燃气，同时积极推进石油化工产品、氢能、热能、光伏、储能等能源服务，持续拓展SOFC固体氧化物燃料电池、氢能装备制造研发等科技研发与装备制造业务，大宗商品资源、物流、仓储等一揽子供应链业务以及延伸业务，实现业务的多点布局。

图1：佛燃能源发展历史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

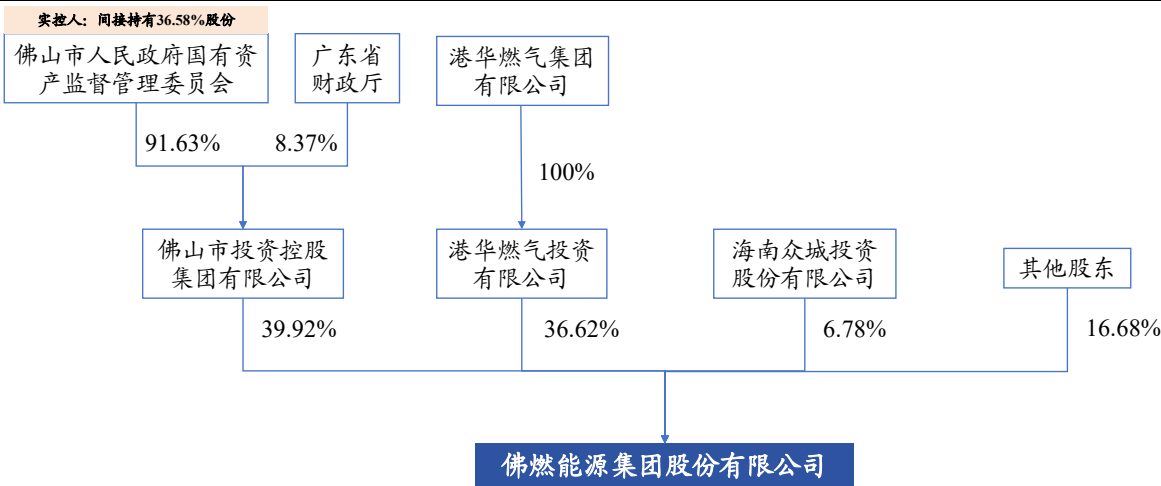
图2：佛燃能源业务分类



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

国资控股&燃气龙头持股，保障公司稳健发展。截至 2025 年 3 月，佛山国资委为公司实际控制人，通过佛山市投资控股集团有限公司间接持有佛燃能源 36.58%的股份。港华燃气集团有限公司为第二大股东，间接持有佛燃能源 36.62%的股份，通过资本注入、技术赋能、资源整合等多种方式与佛燃能源在气源采购、氢能项目等方面进行合作，助力佛燃能源从传统燃气企业向综合能源服务企业转型。员工持股平台海南众城投资股份有限公司持股 6.78%，保障员工分红福利，充分调动积极性。

图3：截至 2025 年 3 月，佛燃能源股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

城燃主业逐步扩张，深入探索“能源 + 科技 + 供应链”多重业务模式。公司业务可分为三大板块：城燃等能源业务、科技研发与装备制造、供应链及延伸业务。2024 年，公司营业总收入为 315.89 亿元，2018-2024 年六年复合增速 35.54%，保持稳定增长。从

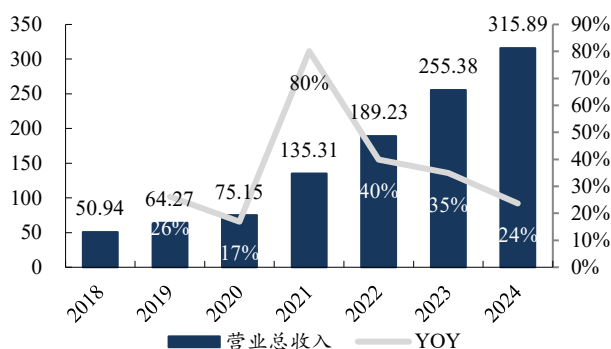
营收构成来看，城燃等能源业务占比逐年降低，2024 年达 48.2%，供应链及延伸业务占比逐年提升，2024 年超越城燃业务达到 51.6%，业务多点发展。2024 年，公司归母净利润 8.53 亿元，2018-2024 年六年复合增速 15.36%；其中 2023 年归母净利润增速较高主要原因如下：

1) **投资收益变动**：2022-2024 年投资收益分别达 0.85/5.52/5.06 亿元，占利润总额比例分别为 9.52%/40.77%/40.96%；2023 年起，投资收益大幅提升，系 2023 年公司开始执行海外长约，国际气源采购合约赚取的差价以及价格、汇率变动产生了投资收益所致。

2) **子公司业绩补偿**：公司于 2021 年收购元亨仓储(后更名为南沙仓储)40%股份，并于 2022 年进行战略改造，逐步拓展大宗商品资源、物流、仓储等一揽子供应链服务；2023 年 11 月，佛燃能源进一步认缴出资，股权比例变为 70%。2021 年收购元亨仓储时，股权转让方元亨能源承诺在交割后的三个会计年度，即 2021 年至 2023 年度，元亨仓储每年实现的净利润分别为 9,947.0472 万元、12,433.809 万元、14,920.5708 万元；如任一承诺年度实际实现的净利润低于当年度的承诺利润的，则元亨能源应当对元亨仓储进行现金补偿；现金补偿金额=当年度承诺利润-当年度实际利润。2023 年确认南沙仓储业绩补偿款，形成非经常性损益 1.2 亿元。南沙仓储业绩补偿款共 5.95 亿元，截至 2025 年 5 月，尚余 1.39 亿元待支付。

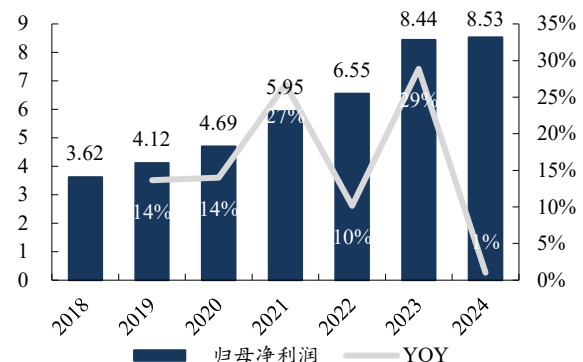
从分业务毛利率来看，城燃等业务毛利率稳定在 10%左右；供应链业务毛利率较低系大宗商品贸易本身的低附加值、低毛利率特性。从毛利构成来看，2022-2024 年城燃等能源业务占比保持在 80%左右水平，供应链业务占比保持在 20%左右；科技研发与装备制造业务仍旧处于初步发展阶段，2024 年末实现盈利系成本投入增加。公司坚持以“能源 + 科技 + 供应链”为发展方向，在保障城燃业务稳定的基础上，积极推进能源业务、科技研发与装备制造业务、供应链业务以及延伸业务的发展，实现结构优化与转型。

图4：2018-2024 公司营业总收入（亿元）



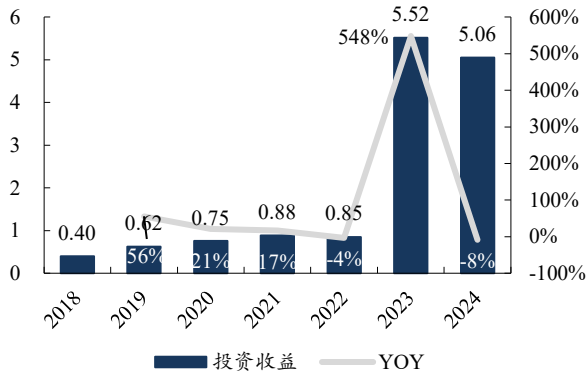
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图5：2018-2024 公司归母净利润（亿元）



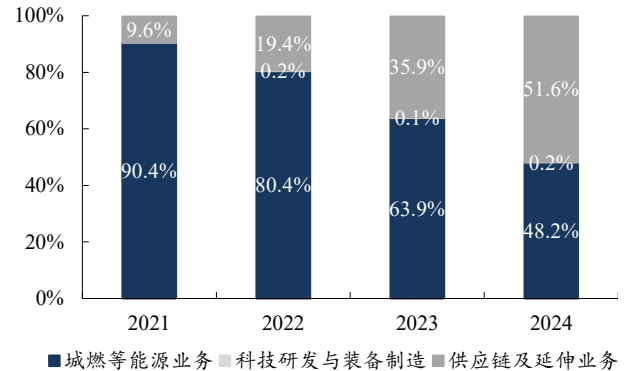
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2018-2024 公司投资收益（亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图7：2021-2024 公司营收构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

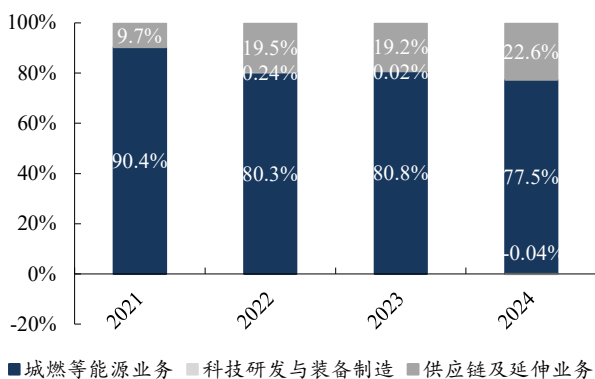
表1：2021-2023 元亨仓储业绩承诺及完成情况（亿元）

业绩承诺及完成情况（亿元）	2021	2022	2023
承诺净利润	0.99	1.24	1.49
实际净利润	-0.70	-1.29	0.03
净利润业绩补偿款	1.69	2.53	1.46
承诺营收	50.00	60.00	70.00
实际营收	1.80	13.36	7.02
营业收入业绩补偿款	0.096	0.078	0.090
总业绩补偿款	1.79	2.61	1.55

注：如任一承诺年度实际实现的净利润低于当年度的承诺利润的，则元亨能源应当对元亨仓储进行现金补偿。现金补偿金额=当年度承诺利润-当年度实际利润。如任一承诺年度实际实现的营业收入（“实际营收”）低于当年度的承诺营收的，则元亨能源应当对元亨仓储进行现金补偿。现金补偿金额=（当年度承诺营收-当年度实际营收）/当年度承诺营收×1000 万元。

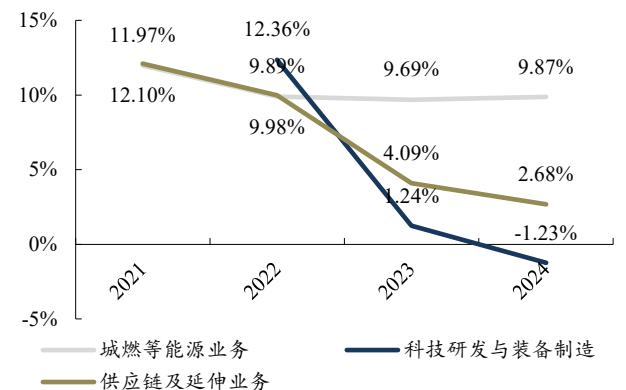
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图8：2021-2024 公司毛利构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

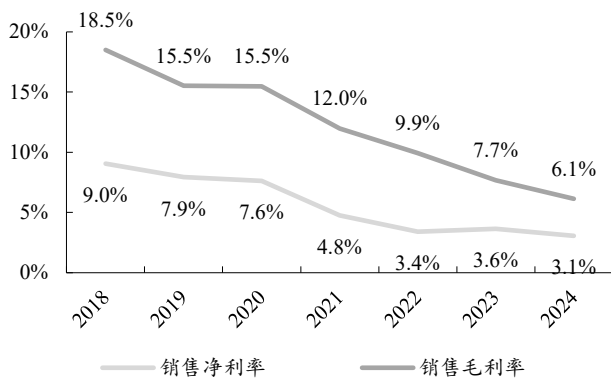
图9：2021-2024 公司分业务毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

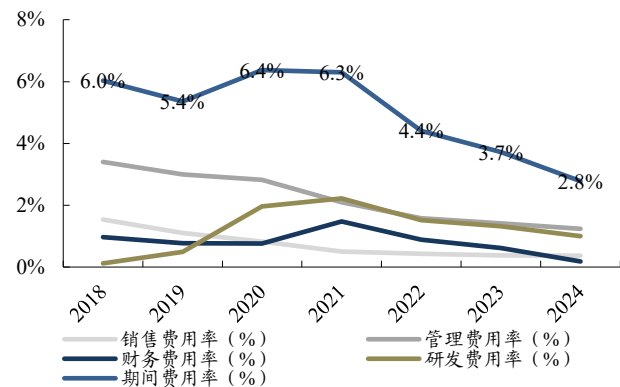
费用率持续优化，ROE（摊薄）保持在 10% 以上。2018-2020 年公司毛利率保持在 15% 以上，销售净利率保持在 7% 以上，2022 年公司毛利率由 12.0% 降至 9.9%，主要受到国际气价上升的影响。2023 年，低毛利率的供应链及延伸业务占收入比例增加，整体毛利率下降；海外长约产生投资收益&收到子公司业绩补偿 1.2 亿元，净利率略有提升。2024 年，低毛利率的供应链及延伸业务占收入比例持续增加，公司毛利率下降至 6.1%。收入高增带动期间费用率持续优化，从 2018 年的 6.0% 下降至 2024 年的 2.8%。2022 年公司 ROE（摊薄）水平为 12.06%，同比下降主要系 2022 年上游气源价格高、终端需求不振，公司城燃业务毛利率下降；2023 年，气源价格有所缓解、国内经济形势好转，叠加投资收益&业绩补偿，ROE（摊薄）回升至 12.92%。2024 年，低毛利率业务收入占比增加，公司整体净利率下降，ROE（摊薄）下降至 10.13%。

图10：2018-2024 公司净利率&毛利率



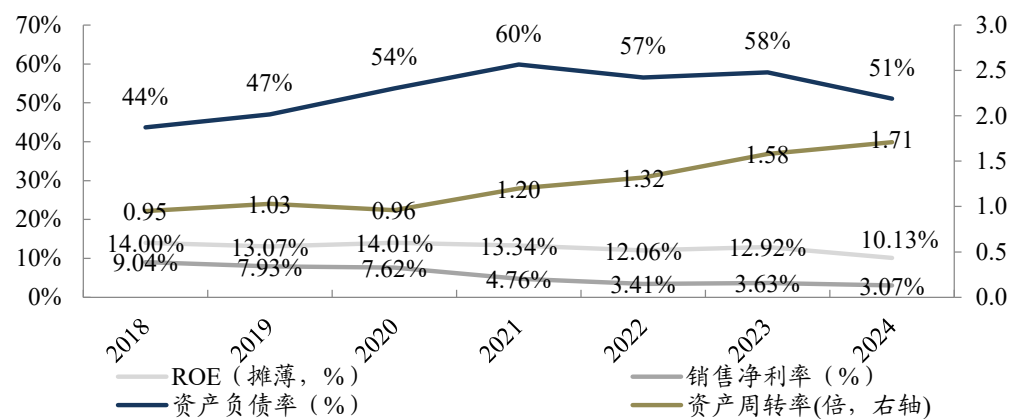
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图11：2018-2024 公司期间费用率降低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图12：2018-2024 公司 ROE 水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 实施股权激励计划，现金分红稳定提升

实施股权激励计划，超额完成激励目标。2019 年，公司推出股票期权激励计划，拟向激励对象授予不超过 1688 万股股票期权，约占公司当时股本总额的 3%；要求 2020-2022 年公司营业收入增长率以 2018 年为基数，分别不低于 25%、44%、65%；每股收益分别不低于 0.64 元/股、0.67 元/股、0.71 元/股；每股分红分别不低于 0.42 元、0.43 元、0.44 元；现金分红比例均不低于 40%；以上目标均已超额完成。2023 年，公司再次推出限制性股票激励计划，拟向合计 125 名激励对象授予不超过 3072.50 万股限制性股票，约占当时公司股本总额的 3.22%；要求 2023-2025 年公司营业收入增长率以 2022 年为基数，分别不低于 25%、50%、72.5%；每股收益分别不低于 0.75 元/股、0.82 元/股、0.90 元/股；每股分红分别不低于 0.30 元、0.31 元、0.32 元；现金分红比例均不低于 40%。截至 2024 年，目标均已超额完成。

表2：2020-2025 年股权激励计划目标

业绩考核指标	2020	2021	2022	2023	2024	2025
营收增速目标	25%	44%	65%	25%	50%	72.5%
	(基于2018年)	(基于2018年)	(基于2018年)	(基于2022年)	(基于2022年)	(基于2022年)
营业收入目标 (亿元)	64	73	84	237	284	326
实际营业收入 (亿元)	75	135	189	255	316	
每股收益目标 (元)	0.64	0.67	0.71	0.75	0.82	0.90
实际每股收益 (元)	0.81	0.91	1.27	0.89	0.90	
每股分红目标 (元)	0.42	0.43	0.44	0.30	0.31	0.32
实际每股分红 (元)	0.60	0.77	0.77	0.62	0.65	
现金分红比例目标	40%	40%	40%	40%	40%	40%
实际现金分红比例	71.11%	71.52%	65.56%	70.19%	73.00%	

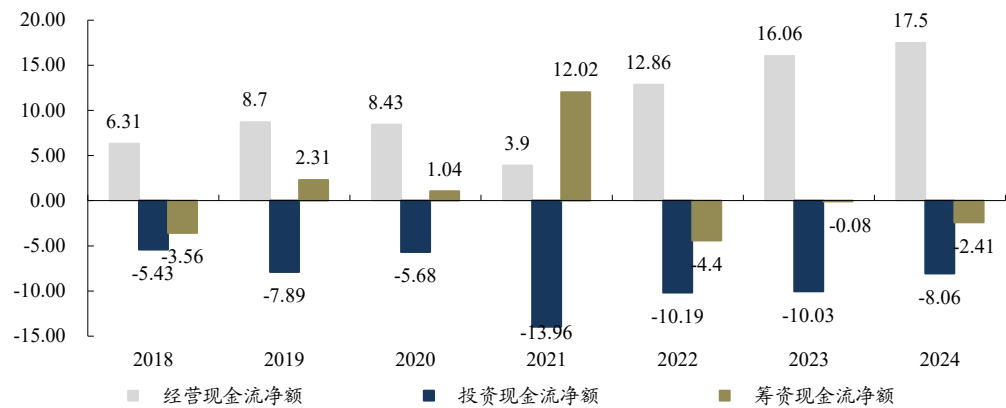
注：2020-2022 年每股收益=扣除非经常性损益后归属于上市公司普通股股东的净利润/公司总股本；2023-2025 年每股收益=归属于上市公司普通股股东的净利润/公司总股本。

若公司发生资本公积转增股本、派发股票红利、配股、增发等影响公司股本总数的事宜，计算每股收益/每股分红时，所涉及的公司股本总数不作调整，两次股权激励分别以 2018/2022 年底股本总数为计算依据。2018 年底总股本为 5.56 亿股，2022 年底总股本为 9.52 亿股。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

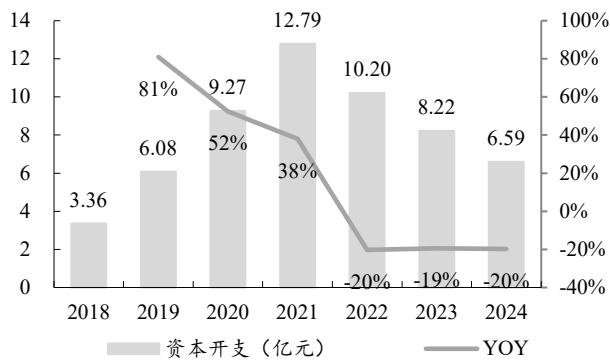
经营活动现金流充裕，分红稳步提升。2018-2024 年公司经营活动现金流充足，2024 年经营性现金流为 17.50 亿元，远超资本开支；良好的现金流为公司的日常运营、战略布局、技术研发等关键领域的资本开支提供有力支撑。2021 年公司筹资现金流同比增加 1067.72%，主要系公司收到增加长期借款、增发中期票据和发行永续债等筹资款项。2024 年公司筹资活动现金流为-2.41 亿元，主要系公司规划融资进度及规模，降低利率水平，偿还债务支付的现金同比增加较大。公司坚持稳健且积极的分红政策，2024 年公司现金分红总额为 6.23 亿元，同比增加 5.06%，股利支付率为 73.0%，同比上升 2.8pct。

图13: 2018-2024 年公司现金流情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

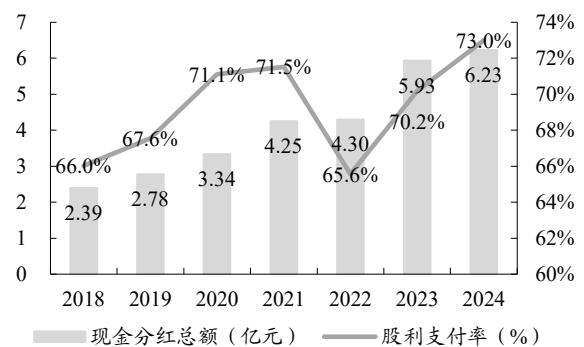
图14: 2018-2024 年公司资本开支



注: 以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金代表公司资本开支水平

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2018-2024 年每股股利与股利支付率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

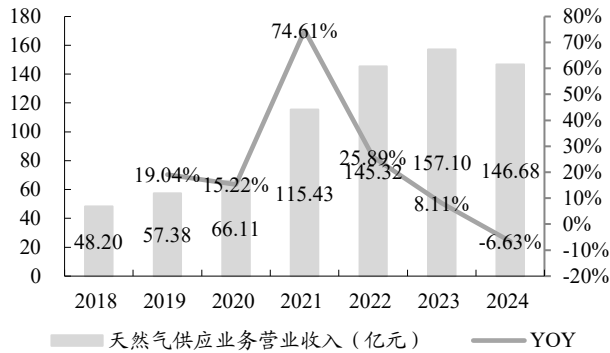
2. 城燃等能源业务: 气源多元, 政策推动气量/装机规模高增

2.1. 天然气供应: 单位盈利稳定, 气源供应渠道多元, 政策目标 2025-2035 天然气消费量复增 8.9%

建立集资源采购、接收、储运、销售一体化的天然气业务模式。公司燃气业务在佛山市内具有专营优势, 同时在佛山市外开拓多处管道燃气特许经营权。截至 2024 年底, 公司累计获得 13 个区域的管道燃气特许经营权。2024 年天然气供应营业收入为 146.68 亿元, 同比下降 6.6%, 主要系量价齐跌, 天然气销售量同比下降 1.5%至 44.99 亿方, 同时供需关系缓解气价回落。2024 年天然气供应业务毛利 13.57 亿元, 毛利率达 9.25%, 保持稳定。公司分别拥有广东珠海金湾液化天然气有限公司 11%股权和广东大鹏液化天然气有限公司 2.5%股权, 取得了良好的 LNG 接收站项目投资收益, 并通过签署接收

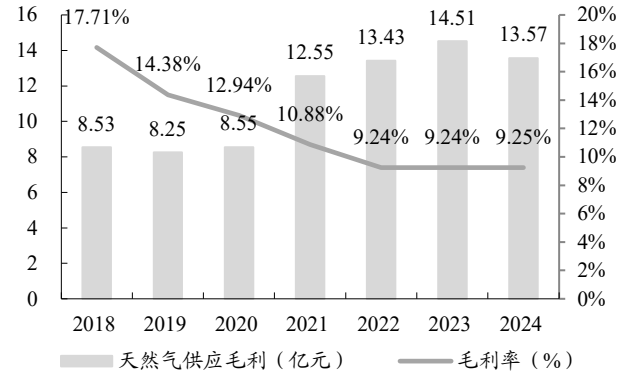
站使用协议，获取 LNG 气化加工权益。公司建立了集资源采购、接收、储运、销售一体化的天然气业务模式。

图16：2018~2024 天然气供应业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图17：2018~2024 天然气供应业务毛利&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

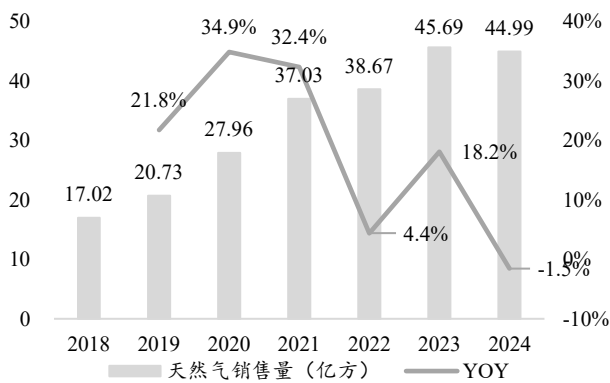
表3：公司 13 个特许经营权情况

特许经营权主体	特许经营权区域	特许经营权有效期
佛燃能源集团股份有限公司	佛山市禅城区	2004.11-2034.11
佛山市三水能源有限公司	佛山市三水区	2005.06-2035.05
佛山市高明能源有限公司	佛山市高明区	2004.03-2034.03
佛山市天然气高压管网有限公司	佛山市地域范围	2004.12-2034.12
肇庆佛燃能源有限公司	肇庆市高要区	2011.01-2041.01
云浮市佛燃天然气有限公司	佛山(云浮)产业转移园行政规划区域	2012.01-2042.01
广宁县新锐达燃气有限公司	广宁县古水太和工业园区	2015.04-2045.04
南雄市佛燃天然气有限公司	南雄市行政管理辖区内	2010.08-2040.08
佛山市顺德区港华燃气有限公司	佛山市顺德区	2005.01-2045.01
恩平市佛燃能源有限公司	恩平市行政区域(横陂及沙湖镇除外)	2018.05-2048.05
武强县中顺天然气有限公司	武强县现行行政管辖区(城区除外)的街道、乡、镇	2016.08-2046.08
梅州市佛燃天然气有限公司	大麻镇	2019.11-2049.11
浏阳市蓝燃气有限公司	浏阳市东南片区	2019.06-2043.09

数据来源：《佛燃能源集团股份有限公司 2024 年跟踪评级报告》，东吴证券研究所

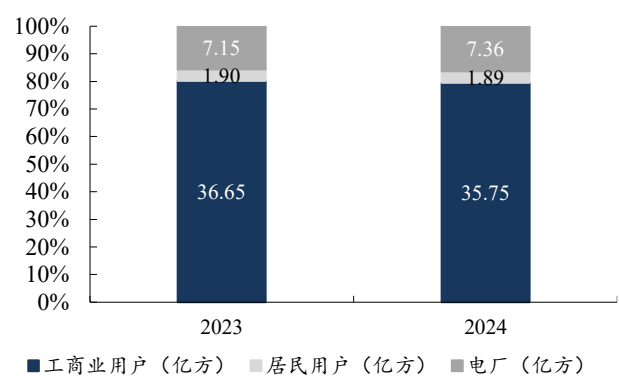
2018-2024 年天然气销售量复合增速达 17.59%，用户结构保持稳定。2018-2024 年公司天然气销售量复合增速 17.59%，2024 年销气量 44.99 亿方，同比下降 1.5%。自 2018 年以来，总体用户结构较为稳定，公司天然气供应业务主要面向工商业用户、居民用户以及电厂，工商业用户气量占比约 80%、电厂气量占比约 15%、居民气量占比约 5%。2024 年工商业用户销气量 35.75 亿方，同比下降 2.45%，主要受宏观经济影响用户需求不振；居民用户销气量 1.89 亿方，同比下降 0.6%，主要系 2024 年冬季偏暖，采暖需求较弱所致；电厂销气量 7.36 亿方，同比增长 2.87%。

图18: 2018-2024 公司天然气销售量 (亿方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

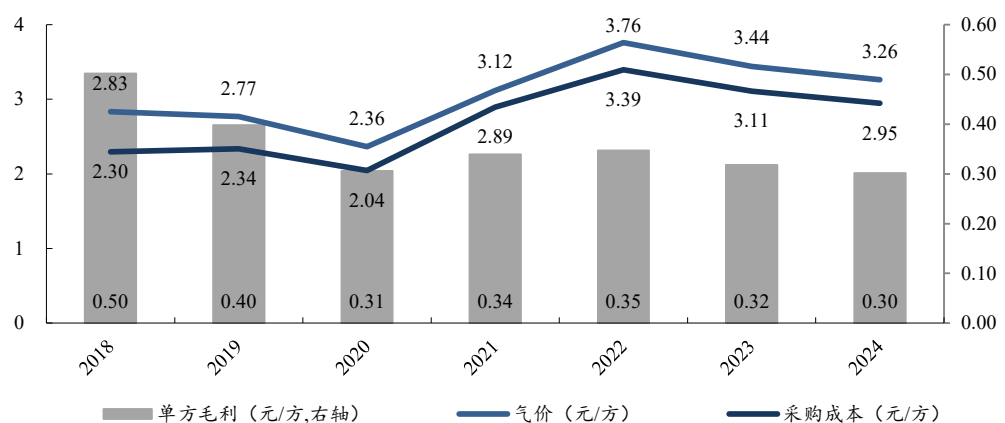
图19: 2023-2024 公司分用户用气量 (亿方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

气价回落, 单方毛利保持稳定。居民用户管道天然气价格执行当地政府定价政策, 工商业用户用气价格实行最高限价管理, 具体销售价格由供需双方在不超过最高限价内协商制定。公司非居民用户天然气销售价格制定采取与上游采购价格联动的机制, 但佛山市政府统筹兼顾天然气行业上下游、企业发展和民生保障的情况下, 采取了同步同向非全额传导涨价因素的方式确定非居民用户天然气销售价格。近年来, 受全球能源结构调整、减排目标逐步推进等影响, 天然气供需失衡; 加之爆发俄乌冲突等因素, 国际天然气价格波动较大; 2020年起公司气价/采购成本攀升, 2022年受到国际冲突影响气价达到近年最高值后回落。2020-2024年, 单方毛利较为稳定, 稳定在0.30-0.35元/方。

图20: 2018-2024 售气价格及单方毛利情况 (元/方)

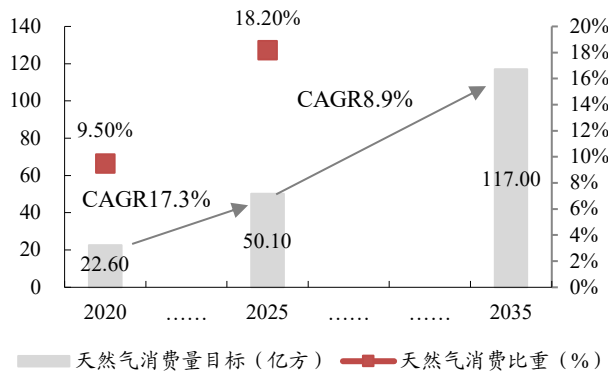


注: 气价=天然气供应收入/天然气销售量, 采购成本=天然气供应直接材料及制造费用/天然气生产量, 单方毛利=天然气供应毛利/天然气销售量

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

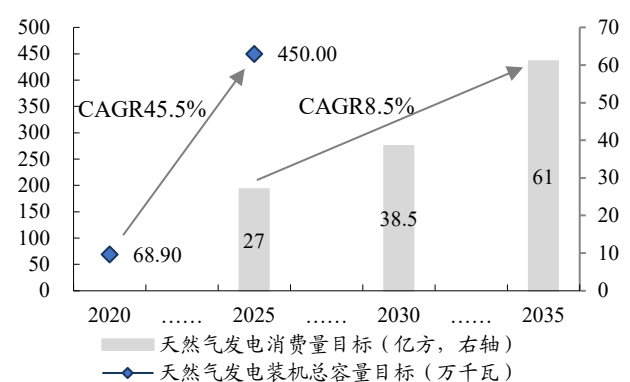
依照佛山市能源规划目标，2025-2035 整体/气电天然气消费量复增 8.9%/8.5%。根据《佛山市能源发展“十四五”规划》，2025 年全市天然气消费量需达 50.1 亿方，相较 2020 年复合增长 17.3%，同时计划天然气消费比重从 2020 年的 9.5% 提升至 2025 年的 18.2%；根据《佛山市天然气高压输配系统规划（2020-2035）》，到 2035 年佛山市天然气消费规模目标达到 115~119 亿方/年，取中值 117 亿方进行计算，2025-2035 年佛山市天然气消费量复合增速 8.9%。根据《佛山市能源发展“十四五”规划》，2025 年全市天然气发电装机总容量需达 450 万千瓦，相较 2020 年复合增长 45.5%；根据《佛山市天然气高压输配系统规划（2020-2035）》，电厂消费规模在 2025/2030/2035 年分别达到 22-32/33-44/61 亿方，取中值进行计算，2025-2035 年佛山市气电天然气消费量复合增速 8.5%。佛山市将加快推进佛燃三水水都分布式能源站、华电顺德西部生态产业园分布式能源站二期等天然气发电电厂项目的建设，公司电厂用户气量需求将进入加速释放周期。

图21：佛山市天然气消费目标



数据来源：《佛山市能源发展“十四五”规划》，《佛山市天然气高压输配系统规划（2020-2035）》，东吴证券研究所

图22：佛山市气电消费目标



数据来源：《佛山市能源发展“十四五”规划》，《佛山市天然气高压输配系统规划（2020-2035）》，东吴证券研究所

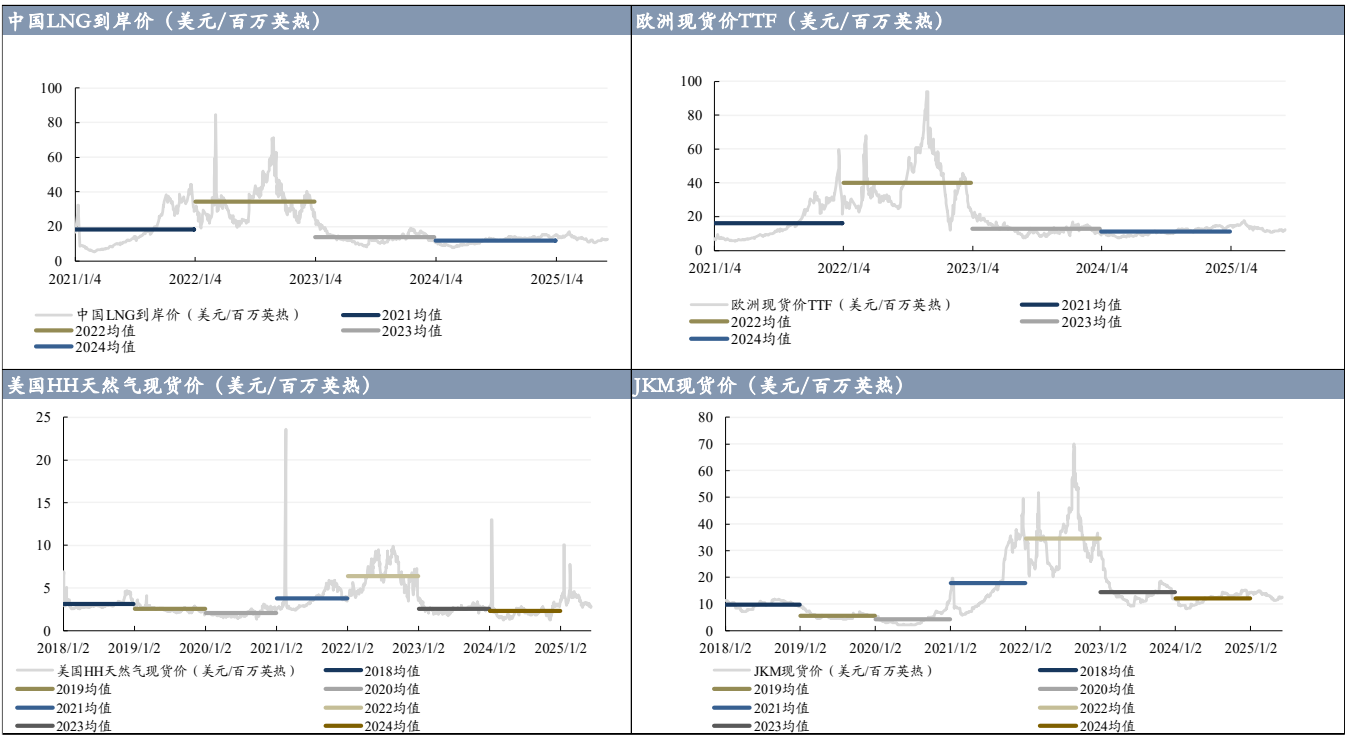
打造多元化气源供应体系，构建以本土资源为主体、国际资源为补充的稳定供气格局。公司深化与广东大鹏、中石油、中海油气电等国内核心供应商的战略合作，同时拓展国际资源渠道，与碧辟（中国）、切尼尔能源、中化新加坡等跨国能源企业建立长期采购关系，灵活开展国内外 LNG 采购。通过优化气源配置结构，有效增强对市场供需波动的抵御能力。公司签署的海外长协挂钩 HH，为低波动、低绝对值的美国气价指数，为公司奠定气源成本优势。根据执行时间进行估算，2028 年公司海外长协将达 109 万吨（约 16 亿方），公司资源保障能力将大幅提升。后续需进一步关注我国对美 LNG 进口关税的变化情况（截至 2025 年 6 月 11 日，关税税率 25%）。

表4：公司签订的重大采购合同情况（截至 2024 年底）

签订时间	签订主体	销售方	合同期限	主要内容	定价方式
2004年4月	公司本部	广东大鹏	2006年-2031年	约定广东大鹏向公司供应天然气的年合同量和买方下浮宽限及天然气价格。同时合同约定了照付不议量	/
2012年4月	高压管网公司	中石油	2012年-2039年	由中石油向高压管网公司供应天然气，前五年合同量依次为0.78亿立方米、2.26亿立方米、6.63亿立方米、7.3亿立方米、7.3亿立方米，合同期前五年结束以后的每个五年区间内各年的年合同量，将在该区间开始前一年的6月30日之前，由双方协商确定，如果双方未能达成一致，该区间各年内的年合同量应为上一区间最后一年的年合同量	/
2012年9月	肇庆佛燃天然气有限公司	中石油	2012年-2039年	由中石油向肇庆佛燃天然气有限公司供应天然气，前四年合同量依次为0.1亿立方米、0.5亿立方米、0.5亿立方米、0.5亿立方米。2012年-2016年五年合同量执行完毕，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	/
2020年1月	高压管网公司	中海油气电	2020年-2022年	依照照付不议原则，由中海油气电向高压管网公司供应天然气，2020年至2022年每年的合同供应量均是3.5亿立方米	/
2021年12月	深圳前海佛燃能源有限公司	碧辟中国	2023年-2032年	2023年4月1日至2024年合同量为4102500吉焦/年(约合7.5万吨/年),2025年至2032年合同量为5470000吉焦/年(约合10万吨/年)	合同价格=LNG价格元素+服务费元素
2021年11月	公司本部	切尼尔能源，后变更为科珀斯克里斯蒂公司	2023年-2042年	每个合同年采购4船LNG船货，供应期内拟采购总量不超过80船，总货量不超过32000百万万英热单位(折合约608万吨)	由与HH价格指数挂钩部分、液化费用及运输费用组成
2022年3月	公司本部	中化新加坡	2023年-2039年	供应期内年合同量为2至4船/年，供应期内拟采购总量不超过61船LNG货物，总货量不超过22875百万万英热单位（折合约435万吨）	由与HH价格指数挂钩部分、液化费用及运输费用组成
2023年11月	公司本部	切尼尔	预计2028年后起供，供应期为20年	供应期内每个合同年采购约4500百万万英热(约86万吨)。公司与香港中华煤气贸易公司签署了《液化天然气销售和购买协议》，供应期预计 2028 年后起供，供应期为 20 年，供应期内每个合同年销售约 2,250 百万万英热（约 43 万吨）。	由与HH价格指数挂钩部分、液化费组成，FOB

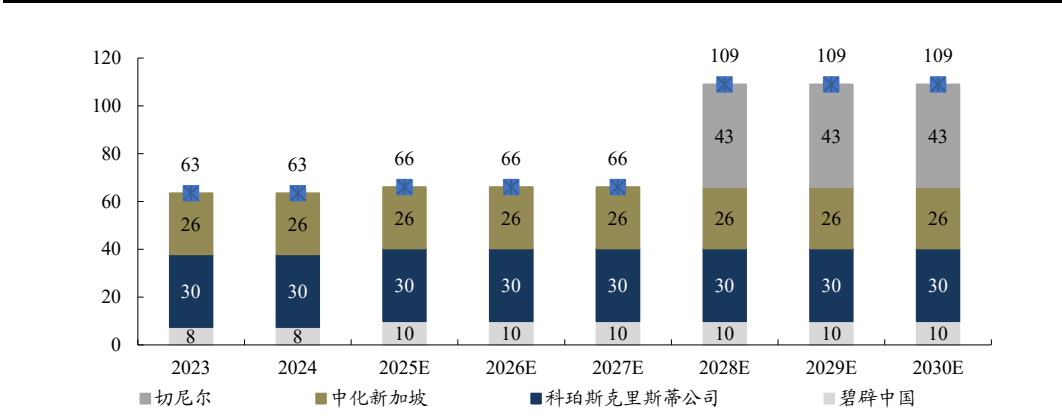
数据来源：《佛燃能源集团股份有限公司 2024 年跟踪评级报告》，东吴证券研究所

图23：各地天然气价格指数



数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 东吴证券研究所

图24：公司海外长协执行时间（万吨）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表5：2025 年燃气关税变动汇总

发布时间	文件/会议	具体内容
2025/2/4	税委会公告2025年第1号	自2025/2/10日起，对原产于美国的液化天然气加征 15% 关税 。
2025/4/4	税委会公告2025年第4号	自2025/4/10 12时01分起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征 34% 关税 。
2025/4/9	税委会公告2025年第5号	自2025/4/10 12时01分起，调整4号文的加征关税税率，由 34% 提高至 84% 。
2025/4/11	税委会公告2025年第6号	自2025/4/12起，调整5号文加征关税税率，由 84% 提高至 125% 。
2025/5/12	中美日内瓦经贸会谈	中国5月14日前修改税委会公告2025年第4号规定的对美国商品加征的从价关税，其中， 24%的关税在初始的90天内暂停实施，同时保留对这些商品加征剩余10%的关税，并取消根据税委会公告2025年第5号和第6号对这些商品的加征关税。

数据来源：财政部，东吴证券研究所

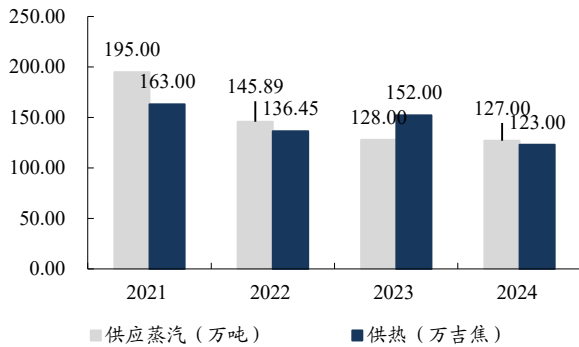
2.2. 新能源业务：多元布局，政策锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模复增 10.8%

多元布局新能源业务，包括冷热能、光伏储能等领域。1) 冷热能业务方面，针对公共服务行业，提供能源托管、供热与供冷改造等服务，以“电厂余热为主、备用燃气锅炉为辅”开展集中供热，同步推进蒸汽支线管网建设，扩大覆盖范围。2024 年向客户供应集中工业蒸汽约 127 万吨，供热约 123 万吉焦。2) 分布式能源业务方面，为工商业用户提供热、电、冷一体化能源供应服务，投资建设三水水都分布式能源站项目，助力基地集中供热并降低用能成本。3) 在光伏及储能业务上，依托燃气业务区域优势，推进分布式光伏发电，于 2024 年投资建设 2 个分布式光伏电站，总容量约 2.5MW。截至 2024 年末，公司累计持有 30 余个光伏项目，装机容量突破 36MW；2024 年全年累计发电量约为 3500 万 kWh。2024 年公司储能项目向客户供应电能约 44 万 kWh。

营业收入略有波动，政策推动下将稳步发展。2022~2024 年新能源业务营业收入持续下降，2024 年达 5.47 亿元，同比下降 11.36%。2021~2023 年新能源业务毛利由 2.10 亿元下降至 1.31 亿元，2024 年回升至 1.44 亿元，主要系光伏业务规模扩大，原材料价格回落降低采购成本，叠加自建电站发电效率提升，实现降本增效；新能源业务毛利率始终保持在 20%以上。《佛山市人民政府办公室关于印发佛山市推进分布式光伏高质量

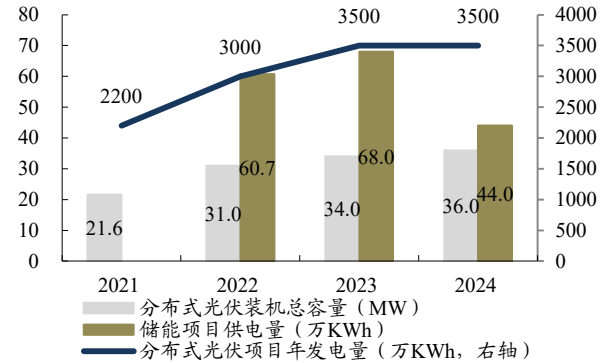
发展实施方案的通知》提到，力争每年新增分布式光伏装机规模达到 60 万千瓦，到 2025 年，总装机规模达到 360 万千瓦，年发电量达到 36 亿千瓦时；到 2030 年，全市分布式光伏装机规模超过 600 万千瓦，年发电量超过 60 亿千瓦时。《通知》锚定 2025-2030 年分布式光伏装机规模 10.8% 的复合增速，政策推动下公司新能源业绩将稳步发展。

图25：2021~2024 公司工业蒸汽、热供应量



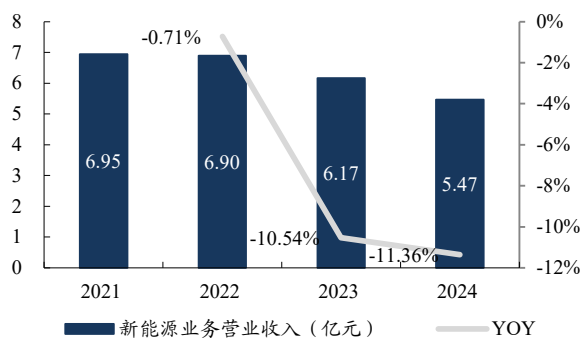
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图26：2021~2024 装机总容量&全年累计发电量



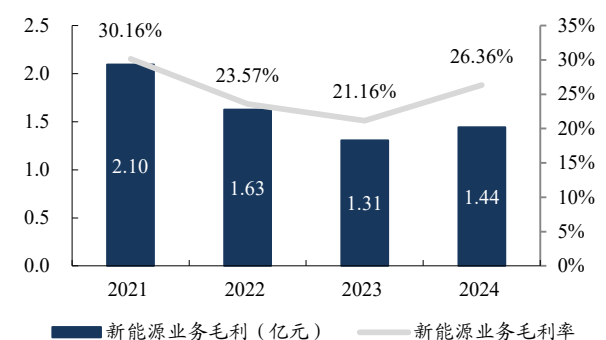
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图27：2021~2024 新能源业务收入及同比增速



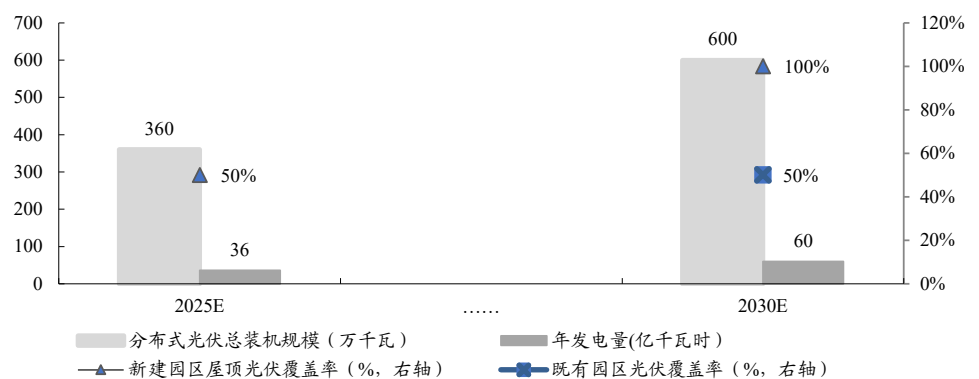
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图28：2021~2024 新能源业务毛利&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：佛山市分布式光伏发展目标



数据来源：《佛山市人民政府办公室关于印发佛山市推进分布式光伏高质量发展实施方案的通知》，东吴证券研究所

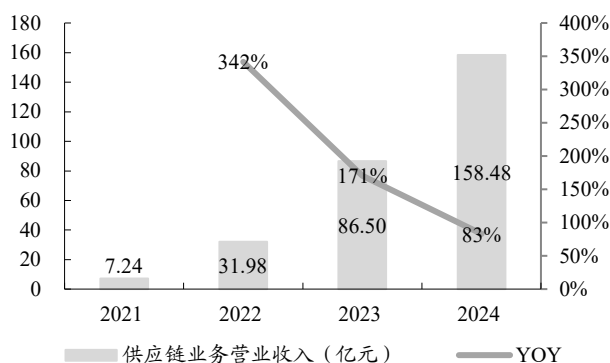
3. 供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花

3.1. 供应链业务：发挥产业链优势，营收高速增长

深耕能源供应领域，协同石化仓储、码头、运输等优势资源。公司为央企、批发商、加油站终端等客户提供多层次个性化供应链服务；经营品类已从天然气扩大至成品油、燃料油、沥青、生物柴油、甲醇、再生资源等产业链上多个细分品种；经营网络覆盖珠三角并辐射沿海地区。在石油化工供应链方面，公司于广州南沙小虎岛投资综合能源石化仓储基地与石化码头，凭借存储优势开展以多种能源化工产品为主的供应链业务。通过与国内外大型炼厂、资源商签订长期购销协议，提升资源端运营效率，并在东莞、佛山部署提货点开发终端客户。2024 年公司生物柴油、保税燃料油进出口业务量近 10 万吨；等值油品和化工品销售量 191.88 万吨，同比增长 67.35%。在天然气供应链方面，公司围绕天然气产业链布局，立足国内终端消费市场，并以境外全资子公司为海外平台，利用珠海金湾和广东大鹏的接收站资源，参与国际 LNG 贸易，为佛山及粤港澳大湾区制造业客户提供大宗商品资源、物流、仓储等一揽子供应链整体服务。

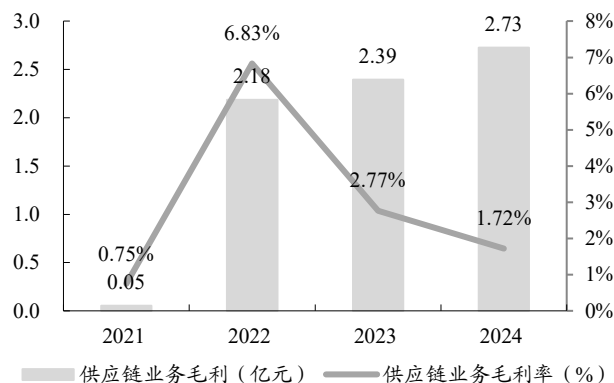
供应链业务收入持续高增，2024 年占总营收 46.43%，毛利率保持较低水平。供应链业务收入增长迅速，由 2021 年的 7.24 亿元逐步提升至 2024 年的 158.48 亿元；毛利持续增长，由 2021 年的 0.05 亿元提升至 2024 年的 2.73 亿元；毛利率自 2022 年起下行，在珠三角交通运输业下滑的背景下，区域能源及物流需求萎缩，成品油消费量下降，进而影响了公司供应链中相关业务的开展，在收入快速增长的情况下，成本控制难度加大，导致毛利率下滑。

图30：2021~2024 供应链业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：2021~2024 供应链业务毛利&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

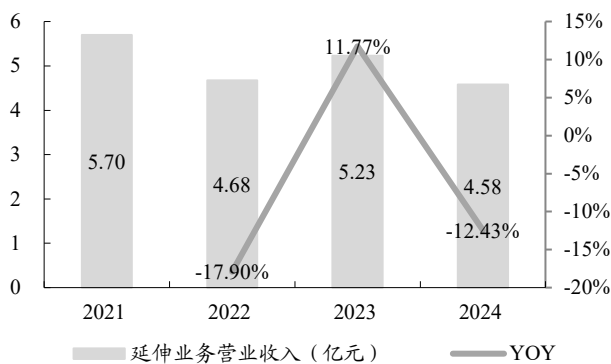
3.2. 延伸业务：工程服务与生活服务并行，毛利率高

围绕工程服务与生活服务，积极拓展延伸业务。工程服务，包括工程设计和工程施

工两类，主要为房地产开发企业等委托方提供庭院埋地燃气管道、楼栋盘立管和楼栋室内管等燃气管道设计及安装等服务。同时，依托公司天然气销售业务发展，承接新拓展区域内各类城市燃气工程；配合公司热能、氢能等新能源业务延伸，承接新能源基础设施建设工程。主要通过子公司开展业务，子公司华禅能获多项设计与监理资质，压力管道设计许可级别齐全，业务从燃气管道设计拓展到多领域，并覆盖工程全流程；子公司华燃能具备多项施工与电力设施许可资质，业务在燃气工程基础上向新能源工程拓展，还提供管网维护服务；子公司华睿能提供工程造价咨询业务，同时从燃气领域延伸至光伏和建筑行业。**生活服务板块**，依托深耕佛山 30 年的品牌形象，从推广厨电、自闭阀、燃气报警器、烟感器、便捷式灭火器等安全民生产品，到提供全屋安全智能家居服务，向“一站式全方位安全服务解决方案”战略转型。

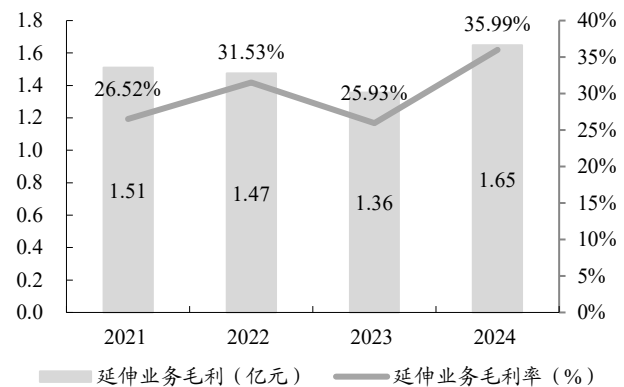
经营稳定，毛利率保持较高水平。2021 年起，延伸业务营业收入整体稳定在 5 亿元左右；毛利率维持在 25% 以上，盈利能力优秀。

图32：2021~2024 延伸业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：2021~2024 延伸业务毛利&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

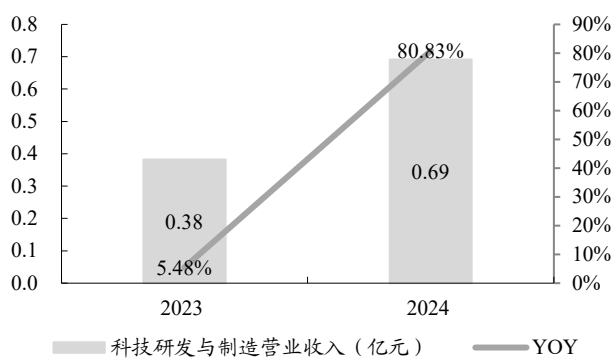
3.3. 科技研发与装备制造业务：加强校企合作，驱动科技创新

深入开拓科技研发与装备制造业务，大力投入科技研发，成果显著。**SOFC 固体氧化物燃料电池：**公司组建专业 SOFC 固体氧化物燃料电池研发团队，与国内外企业、高校合作推进系统样机开发与示范应用建设。在 SOFC 项目上，公司已累计授权发明专利 31 项，实用新型专利 60 项，软件著作权登记 18 项；并被认定为广东省固体氧化物燃料电池系统集成工程技术研究中心、广东省企业技术中心；参与制定的 SOFC 行业标准以及多项团体标准也已正式发布并实施。**窑炉热工装备制造与节能减排：**公司推广陶瓷工业窑炉数字智能化节能系统及热工装备，提供窑炉节能改造服务，采用合同能源管理模式，2024 年新增 10 条窑炉生产线节能改造项目，累计达 16 个，已验收项目平均节能率超 7%。**管道检测：**公司关注管道检测市场需求，研发优化管道检测产品与装备，获

取多项检测产品相关 ISO “三体系” 认证，多个产品通过检测认证并推广应用。**氢能装备制造研发：**公司整合行业资源，推动氢能高端装备国产化，运营加氢站；2024 年提供加氢服务超 6400 车次、加氢量超 6.8 万公斤；与国内制氢行业头部企业签署战略合作协议，斩获氢能压缩机订单。

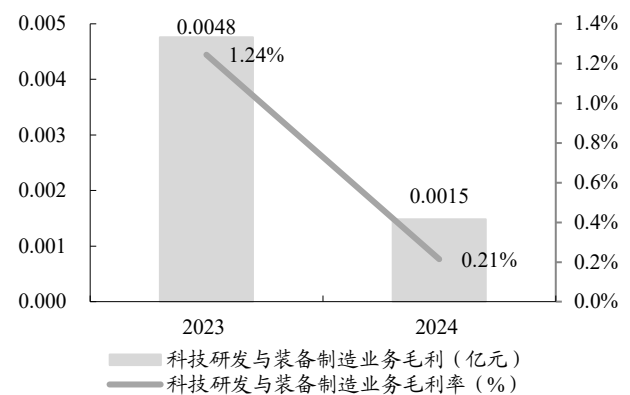
营业收入显著提升，成本投入较高、毛利率回落。2022 年起，科技研发与装备制造业务营收持续上升，2024 年达 0.69 亿元，同比增长 80.83%。与此同时，因科研成本投入增加且回报周期长，科技研发与装备制造业务毛利及毛利率持续下降，2024 年毛利 0.0015 亿元，毛利率 0.21%。

图34：科技研发与装备制造业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图35：科技研发与装备制造业务毛利&毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资评级

结合公司各业务发展情况，我们预计 2025-2027 年公司总收入合计为 317.61/326.28/335.54 亿元，分业务来看：

天然气供应：佛山市对天然气消费增长目标明确，考虑到 2025 年气量受到 2024 年暖冬影响，假设 2025-2027 年气量增速分别为 0.6%/4.9%/4.9%，价差保持 0.30 元每方，毛利率 9.15%/9.15%/9.16%。

新能源业务：佛山市对光伏装机目标明确，假设 2025-2027 年收入增速保持 5%，毛利率保持 25%。

科技研发与装备制造：公司持续进行科研投入，假设 2025-2027 年收入增速保持 5%，毛利率保持 0.21%。

供应链及延伸：业务保持相对稳定，假设 2025-2027 年收入微增，毛利率略有回升。

表6: 公司分业务预测

亿元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
1. 城燃等能源业务					
营业收入	163.27	152.15	152.92	160.45	168.35
YOY	7.26%	-6.81%	0.51%	4.92%	4.92%
营业成本	147.45	137.13	138.02	144.81	151.93
YOY	7.50%	-6.99%	0.65%	4.92%	4.92%
毛利率	9.69%	9.87%	9.74%	9.75%	9.75%
毛利	15.82	15.01	14.90	15.64	16.42
1.1 天然气供应					
营业收入	157.10	146.68	147.18	154.42	162.02
YOY	8.11%	-6.63%	0.34%	4.92%	4.92%
营业成本	142.58	133.11	133.71	140.29	147.18
YOY	8.11%	-6.65%	0.46%	4.92%	4.92%
毛利率	9.24%	9.25%	9.15%	9.15%	9.16%
毛利	14.51	13.57	13.46	14.13	14.83
天然气销售量 (亿方)	45.69	44.99	45.24	47.47	49.80
YOY	18.2%	-1.5%	0.6%	4.9%	4.9%
单方毛利 (元/方)	0.32	0.30	0.30	0.30	0.30
1.2 新能源业务					
营业收入	6.17	5.47	5.74	6.03	6.33
YOY	-10.54%	-11.36%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	4.86	4.03	4.31	4.52	4.75
YOY	-7.71%	-17.21%	6.93%	5.00%	5.00%
毛利率	21.16%	26.36%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利	1.31	1.44	1.44	1.51	1.58
2. 科技研发与装备制造					
营业收入	0.38	0.69	0.73	0.76	0.80
YOY	5.48%	80.83%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本	0.38	0.69	0.72	0.76	0.80
YOY	18.86%	82.71%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	1.24%	0.21%	0.21%	0.21%	0.21%
毛利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
3. 供应链及延伸业务					
营业收入	91.73	163.06	163.97	165.07	166.39
YOY	150.25%	77.76%	0.56%	0.67%	0.80%
营业成本	87.98	158.69	158.88	159.59	160.45
YOY	166.64%	80.37%	0.12%	0.45%	0.54%
毛利率	4.09%	2.68%	3.11%	3.32%	3.57%
毛利	3.75	4.36	5.09	5.48	5.94
合计					
营业收入	255.38	315.89	317.61	326.28	335.54
YOY	0.35	0.24	0.54%	2.73%	2.84%
营业成本	235.80	296.52	297.62	305.16	313.18
YOY	0.38	0.26	0.37%	2.53%	2.63%
毛利率	7.66%	6.13%	6.29%	6.47%	6.66%
毛利	19.57	19.38	19.99	21.12	22.36

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 8.72/9.22/9.76 亿元，同比 +2.2%/+5.7%/+5.9%，对应 PE15.3/14.5/13.7 倍（估值日期 2025/6/11）。我们选取同为地方城燃龙头的重庆燃气、深圳燃气、蓝天燃气做对比；与同行业公司均值相比公司估值略高，但公司维持更高的分红比例使得股息率高于同行均值。公司天然气供应业务持续稳定发展，政策目标佛山市 2025-2035 天然气消费量复增 8.9%；新能源业务稳步增长，政策锚定 2025-2030 年佛山市分布式光伏装机规模复增 10.8%；供应链、延伸、科技研发与装备制造业务多点开花。首次覆盖，给予“买入”评级。

表7：同行业公司对比（估值日期 2025/6/11）

公司简称	股票代码	股价 (元/股)	市值 (亿元)	归母净利润（亿元）					2024-2027年归母 净利润CAGR	P/E					股息率ttm
				2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E	
重庆燃气	600917.SH	5.62	88	4.99	3.83	4.51	4.81	5.05	9.7%	17.6	22.9	19.4	18.3	17.4	1.5%
深圳燃气	601139.SH	6.46	186	14.40	14.57	15.92	17.97	21.74	14.3%	12.9	12.8	11.7	10.3	8.5	2.5%
蓝天燃气	605368.SH	10.18	73	6.06	5.03	5.10	5.28	5.33	1.9%	12.0	14.5	14.3	13.8	13.6	8.8%
同业平均				8.48	7.81	8.51	9.35	10.71	11.1%	13.6	14.8	13.6	12.3	10.8	4.3%
佛燃能源	002911.SZ	10.27	133	8.44	8.53	8.72	9.22	9.76	4.6%	15.8	15.6	15.3	14.5	13.7	4.7%

注：蓝天燃气、佛燃能源盈利预测来自东吴证券研究所预测，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期。
数据来源：Wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

经济增速不及预期：天然气消费量与经济发展速度密切相关，如未来经济增速不及预期，将对国内以及佛山市天然气消费量增长产生不利影响。

极端天气&国际局势变化：如遇极端天气、国际局势变动进而出现针对天然气的能源制裁等情况，将对全球天然气供需产生扰动，各地气价可能会产生较大变动，对国内天然气供应商盈利能力造成影响；城燃终端价格调整仍存在时滞，对当期盈利水平造成不利影响，长时间维度来看影响可控。

安全经营风险：天然气易燃易爆，如在储配过程中发生爆炸等安全事故，将对业内公司生产经营产生影响。

商誉减值风险：公司于 2021 年收购元亨仓储（后更名为南沙仓储）40%股份，并于 2022 年进行战略改造，逐步拓展大宗商品资源、物流、仓储等一揽子供应链服务；2023 年 11 月，佛燃能源进一步认缴出资，股权比例变为 70%。南沙仓储商誉原值 1.54 亿，由于市场原因，2021-2023 年均未完成业绩承诺，截至 2024 年底已计商誉减值准备 1.0 亿元，尚余 0.5 亿元商誉，如果未来经营情况持续较差，可能存在进一步减值风险。

佛燃能源三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	6,669	7,757	8,261	9,058	营业总收入	31,589	31,761	32,628	33,554
货币资金及交易性金融资产	2,789	4,017	4,325	5,072	营业成本(含金融类)	29,652	29,762	30,516	31,318
经营性应收款项	2,254	2,134	2,298	2,321	税金及附加	48	51	52	53
存货	969	1,045	1,040	1,044	销售费用	118	125	131	134
合同资产	0	0	0	0	管理费用	390	397	408	419
其他流动资产	657	562	598	621	研发费用	315	349	375	396
非流动资产	12,642	12,794	12,560	12,183	财务费用	56	47	35	30
长期股权投资	550	550	550	550	加:其他收益	29	32	33	33
固定资产及使用权资产	7,225	7,342	7,268	7,027	投资净收益	506	324	315	302
在建工程	987	971	890	833	公允价值变动	(303)	(100)	(100)	(100)
无形资产	2,142	2,064	1,985	1,907	减值损失	(15)	(16)	(16)	(16)
商誉	56	56	56	56	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	135	135	135	135	营业利润	1,229	1,270	1,343	1,422
其他非流动资产	1,546	1,676	1,676	1,676	营业外净收支	5	0	0	0
资产总计	19,311	20,551	20,821	21,242	利润总额	1,234	1,270	1,343	1,422
流动负债	7,155	7,905	7,823	7,818	减:所得税	266	279	295	313
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,170	1,034	1,034	1,034	净利润	968	991	1,047	1,109
经营性应付款项	2,249	2,607	2,547	2,577	减:少数股东损益	115	119	126	133
合同负债	1,531	1,753	1,687	1,737	归属母公司净利润	853	872	922	976
其他流动负债	2,205	2,513	2,556	2,469	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.66	0.67	0.71	0.75
非流动负债	2,704	2,663	2,613	2,613	EBIT	1,083	1,317	1,377	1,452
长期借款	1,421	1,341	1,291	1,291	EBITDA	1,606	1,995	2,111	2,229
应付债券	500	500	500	500	毛利率(%)	6.13	6.29	6.47	6.66
租赁负债	63	63	63	63	归母净利率(%)	2.70	2.74	2.82	2.91
其他非流动负债	719	759	759	759	收入增长率(%)	23.70	0.54	2.73	2.84
负债合计	9,859	10,568	10,437	10,431	归母净利润增长率(%)	1.03	2.20	5.72	5.88
归属母公司股东权益	8,425	8,837	9,113	9,406					
少数股东权益	1,027	1,146	1,272	1,405					
所有者权益合计	9,452	9,983	10,385	10,811					
负债和股东权益	19,311	20,551	20,821	21,242					

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	1,750	2,580	1,373	1,711	每股净资产(元)	3.56	3.88	4.09	4.32
投资活动现金流	(806)	(486)	(185)	(98)	最新发行在外股份(百万股)	1,298	1,298	1,298	1,298
筹资活动现金流	(241)	(766)	(780)	(766)	ROIC(%)	7.04	8.05	8.20	8.40
现金净增加额	716	1,328	408	847	ROE-摊薄(%)	10.13	9.87	10.11	10.38
折旧和摊销	523	678	734	777	资产负债率(%)	51.05	51.43	50.12	49.11
资本开支	(657)	(700)	(500)	(400)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.62	15.28	14.46	13.65
营运资本变动	323	1,011	(294)	(72)	P/B (现价)	2.88	2.65	2.51	2.38

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>