

蓝天燃气 (605368)

2025 年中报业绩点评: 气量偏弱&接驳下滑致业绩承压, 分红比例 140%保证股东回报买入 (维持)

2025 年 09 月 02 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)	4,947	4,755	4,375	4,494	4,676
同比 (%)	4.06	(3.87)	(7.99)	2.72	4.03
归母净利润 (百万元)	606.31	503.38	397.80	406.47	410.44
同比 (%)	2.33	(16.98)	(20.97)	2.18	0.98
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.85	0.70	0.56	0.57	0.57
P/E (现价&最新摊薄)	11.70	14.10	17.84	17.46	17.29

投资要点

■ **事件:** 公司发布 2025 年半年度报告, 2025 年上半年公司实现营业收入 22.54 亿元, 同比减少 13.98%; 归母净利润 2.05 亿元, 同比减少 40.08%; 扣非归母净利润 2 亿元, 同比减少 39.51%。2025 中期拟向全体股东每股派发现金股利 0.40 元(含税), 共分红 2.86 亿元, 分红比例达 139.7%。

■ **气量偏弱&接驳下滑致 2025H1 业绩承压。** 2025 年上半年公司归母净利润 2.05 亿元, 同比减少 40.08%, 不及我们预期, 主要系: 1) 2025H1 天然气需求偏弱, 全国天然气表观消费量同比-0.9%; 2) 接驳业务受地产周期影响而下滑。2025H1 分业务来看: 1) **管道天然气销售**实现营收 10.47 亿元, 同比减少 11.45%; 毛利率 9.09%, 同减 1.09pct, 毛利贡献 23.98%; 我们判断 2025H1 公司所在区域天然气资源供给宽松&需求偏弱, 管道天然气气量&价差回落。2) **城市天然气销售**实现营收 9.15 亿元, 同比减少 8.67%; 毛利率 9.78%, 同减 4.79pct, 毛利贡献 22.53%; 我们判断天然气需求偏弱导致气量下降, 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 0.15 亿元, 同比增加 17.7%; 毛利率 67.01%, 同减 0.89pct, 毛利贡献 2.51%。4) **燃气安装工程**实现营收 2.22 亿元, 同比减少 39.87%; 毛利率 73.35%, 同增 6.29pct, 毛利贡献 40.94%。收入减少主要系地产周期下行影响, 叠加 2023 年公司可转债项目完工开始进行批量接驳、2024H1 接驳业务高基数所致。5) **其他主营业务**实现营收 0.54 亿元, 同比增加 4.65%; 毛利率 70.82%, 同增 2.59pct, 毛利贡献 9.67%; 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, 2022~2025M8, 全国共有 65%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, 期待公司特许经营权所在的城市落地顺价政策, 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%, 2023/2024/2025H1 实际分红比例达 97.1%/126.9%/139.7%, 高分红彰显安全边际。考虑到公司 2025H1 利润不及预期, 我们下调 2025-2027 年公司归母净利润预测至 3.98/4.06/4.10 亿元(原值 5.10/5.28/5.33 亿元), 同比-20%/+2%/+1%, 对应 P/E 17.8/17.5/17.3X (估值日 2025/9/1)。假设 2025 年分红比例取 2023-2024 年均值 112%, 对应股息率 6.3% (估值日 2025/9/1), 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)	9.93
一年最低/最高价	9.72/14.90
市净率(倍)	2.06
流通 A 股市值(百万元)	7,096.33
总市值(百万元)	7,096.33

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.82
资产负债率(% LF)	41.14
总股本(百万股)	714.64
流通 A 股(百万股)	714.64

相关研究

《蓝天燃气(605368): 2024 年年度业绩点评: 业绩承压, 分红比例达 127%》
2025-03-28

《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	1,807	1,324	1,291	营业总收入	4,755	4,375	4,494	4,676
货币资金及交易性金融资产	1,262	1,226	733	676	营业成本(含金融类)	3,832	3,614	3,721	3,902
经营性应收款项	285	302	308	325	税金及附加	14	12	13	13
存货	215	182	185	193	销售费用	44	39	40	37
合同资产	0	0	0	0	管理费用	190	175	180	187
其他流动资产	104	96	97	97	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	4,350	4,325	4,494	4,412	财务费用	37	31	28	21
长期股权投资	94	94	94	94	加:其他收益	20	20	20	21
固定资产及使用权资产	2,928	2,840	2,829	2,717	投资净收益	4	2	2	2
在建工程	146	206	386	416	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	871	871	871	871	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	521	533	539
其他非流动资产	85	89	89	89	营业外净收支	0	1	1	0
资产总计	6,216	6,132	5,818	5,703	利润总额	660	522	534	539
流动负债	1,491	1,636	1,548	1,611	减:所得税	150	120	122	123
短期借款及一年内到期的非流动负债	625	514	442	409	净利润	510	403	411	415
经营性应付款项	229	286	271	308	减:少数股东损益	6	5	5	5
合同负债	491	667	667	715	归属母公司净利润	503	398	406	410
其他流动负债	146	169	168	178	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.70	0.56	0.57	0.57
非流动负债	1,045	888	738	638	EBIT	693	553	562	560
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	886	681	693	692
应付债券	649	499	349	249	毛利率(%)	19.41	17.40	17.20	16.55
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	10.59	9.09	9.04	8.78
其他非流动负债	394	388	388	388	收入增长率(%)	(3.87)	(7.99)	2.72	4.03
负债合计	2,536	2,524	2,287	2,249	归母净利润增长率(%)	(16.98)	(20.97)	2.18	0.98
归属母公司股东权益	3,614	3,537	3,455	3,373					
少数股东权益	66	71	76	81					
所有者权益合计	3,680	3,608	3,531	3,454					
负债和股东权益	6,216	6,132	5,818	5,703					

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	833	541	632	每股净资产(元)	4.99	4.88	4.76	4.65
投资活动现金流	(192)	(101)	(297)	(48)	最新发行在外股份(百万股)	715	715	715	715
筹资活动现金流	(865)	(769)	(737)	(642)	ROIC(%)	10.48	8.91	9.68	10.23
现金净增加额	(459)	(37)	(493)	(57)	ROE-摊薄(%)	13.93	11.25	11.76	12.17
折旧和摊销	194	128	131	132	资产负债率(%)	40.79	41.17	39.30	39.44
资本开支	(199)	(99)	(299)	(50)	P/E (现价&最新股本摊薄)	14.10	17.84	17.46	17.29
营运资本变动	(145)	276	(28)	70	P/B (现价)	1.99	2.04	2.09	2.14

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>