

蓝天燃气 (605368)

蓝天燃气 2023 年年报点评：业绩同比微增，分红比例达 97%

买入 (维持)

2024 年 03 月 27 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 谷玥

执业证书：S0600122090068
guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	4,754	4,947	5,149	5,431	5,686
同比	21.86%	4.06%	4.09%	5.47%	4.69%
归母净利润 (百万元)	592.53	606.31	654.05	689.40	707.50
同比	40.78%	2.33%	7.87%	5.41%	2.62%
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.86	0.88	0.94	1.00	1.02
P/E (现价&最新摊薄)	15.94	15.57	14.44	13.70	13.35

关键词：#业绩不及预期 #大比例分红

投资要点

■ **事件**：公司发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现营业收入 49.47 亿元，同比增长 4.06%；归母净利润 6.06 亿元，同比增长 2.33%；扣非归母净利润 5.94 亿元，同比增长 1.59%；加权平均 ROE 同比降低 1.67pct，至 16.58%。拟向全体股东每股派发现金股利 0.85 元 (含税)，分红比例达 97.13%。

■ **中下游业务稳定经营，2023 年业绩同比微增**。2023 年公司归母净利润 6.06 亿元，同比增长 2.33%，不及我们预期，主要系 2023 年国内天然气市场供给较 2022 年宽松，公司中游业务价差回落所致。分业务来看：**1) 管道天然气销售**实现营收 23.22 亿元，同比减少 4.08%；毛利率 12.27%，同减 3.25pct，毛利贡献 26.94%。2023 年国内天然气市场供给较 2022 年宽松，该业务价差略有下滑。**2) 城市天然气销售**实现营收 18.97 亿元，同比增加 1.62%；毛利率 16.18%，同减 1.68pct，毛利贡献 29.02%。2023 年城市天然气业务气量平稳增长。**3) 代输天然气**实现营收 0.25 亿元，同比减少 38.12%；毛利率 66.97%，同减 3.94pct，毛利贡献 1.61%。收入减少主要系公司某客户代输量降低所致。**4) 燃气安装工程**实现营收 6.00 亿元，同比增加 71.48%；毛利率 64.62%，同增 1.82pct，毛利贡献 36.64%。收入增加主要系公司乡镇利用工程完工，乡镇市场安装业务开发大幅增加以及 2023 年由于疫情管控解除导致较多符合条件的安装客户集中安装所致。**5) 其他主营业务**实现营收 1.00 亿元，同比增加 37.56%；毛利率 59.85%，同增 3.53pct，毛利贡献 5.66%。其他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，2022~2024M2，全国共有 47%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.22 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，自 2023 年 9 月 1 日起，居民用气一档和二档标准分别上调 0.19 元/立方米和 0.24 元/立方米。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%，2023 年分红比例达 97.13%，对应股息率 6.2% (估值日期 2024/3/26)，彰显安全边际。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 6.5/6.9/7.1 亿元 (2024-2025 年前值 7.4/8.1 亿元)，同比增速 7.9%/5.4%/2.6%，当前市值对应 2024-2026 年 P/E 14.4/13.7/13.3X (估值日期 2024/3/26)，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，募投项目推进进度不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.63
一年最低/最高价	8.86/14.18
市净率(倍)	2.50
流通 A 股市值(百万元)	3,384.08
总市值(百万元)	9,443.27

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.44
资产负债率(% LF)	41.94
总股本(百万股)	692.83
流通 A 股(百万股)	248.28

相关研究

《蓝天燃气(605368)：分红比例底线提升至 70%，安全边际增强》

2023-11-17

《蓝天燃气(605368)：2023 年三季度报点评：城燃价差修复明显，内生增长稳健》

2023-10-30

事件:

公司发布2023年年度报告,2023年公司实现营业收入49.47亿元,同比增长4.06%;归母净利润6.06亿元,同比增长2.33%;扣非归母净利润5.94亿元,同比增长1.59%;加权平均ROE同比降低1.67pct,至16.58%。拟向全体股东每股派发现金股利0.85元(含税),分红比例达97.13%。

1. 中下游业务稳定经营,2023年业绩同比微增

2023年公司实现营业收入49.47亿元,同比增长4.06%。公司归母净利润6.06亿元,同比增长2.33%,不及我们预期,主要系2023年国内天然气市场供给较2022年宽松,公司中游业务价差回落所致;扣非归母净利润5.94亿元,同比增长1.59%。分业务来看:

- 1) **管道天然气销售实现营收23.22亿元,同比减少4.08%;毛利率12.27%,同减3.25pct,毛利贡献26.94%。**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。2023年国内天然气市场供给较2022年宽松,该业务价差略有下滑。
- 2) **城市天然气销售实现营收18.97亿元,同比增加1.62%;毛利率16.18%,同减1.68pct,毛利贡献29.02%。**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。2023年城市天然气业务气量平稳增长。
- 3) **代输天然气实现营收0.25亿元,同比减少38.12%;毛利率66.97%,同减3.94pct,毛利贡献1.61%。**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。收入减少主要系公司某客户代输量降低所致。
- 4) **燃气安装工程实现营收6.00亿元,同比增加71.48%;毛利率64.62%,同增1.82pct,毛利贡献36.64%。**收入增加主要系公司乡镇利用工程完工,乡镇市场安装业务开发大幅增加以及2023年由于疫情管控解除导致较多符合条件的安装客户集中安装所致。
- 5) **其他主营业务实现营收1.00亿元,同比增加37.56%;毛利率59.85%,同增3.53pct,毛利贡献5.66%。**其他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。2023年公司期间费用同比增长12.76%至2.65亿元,期间费用率上升0.41pct至5.35%。其中,销售、管理、财务费用同比分别增加23.66%、增加

8.91%、增加 23.5%至 0.45 亿元、1.89 亿元、0.31 亿元，其中销售费用增加主要系公司持续开展燃气增值业务计提的绩效所致，管理费用增加主要系公司计提并发放了部分专项薪酬所致，财务费用增加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；销售、管理、财务费用率分别上升 0.14pct、上升 0.17pct、上升 0.10pct 至 0.91%、3.82%、0.63%。

经营性现金流净额同减 18.02%至 6.8 亿元。1) 2023 年公司经营活动现金流净额 6.8 亿元，同比减少 18.02%，主要系公司采购支出增加所致；2) 投资活动现金流净额-3.02 亿元，同比增加 32.97%，主要系公司乡镇利用工程完工固定资产投资减少所致；3) 筹资活动现金流净额 1.3 亿元，同比增加 137.06%，主要系公司发行可转债所致。

资产负债率上升，加权平均 ROE 下降。2023 年公司资产负债率为 41.94%，同比上升 1.25pct。2023 年公司应收账款同比增长 3.4%至 1.28 亿元；存货同比减少 1.32%至 1.95 亿元；应付账款同比减少 42.67%至 2.11 亿元。2023 年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.66pct 至 16.58%。

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，2022~2024M2，全国共有 47%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为 0.22 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。2023 年 8 月 21 日，许昌市发展和改革委员会印发《关于我市城区居民用管道天然气销售价格执行联动机制的通知》，自 2023 年 9 月 1 日起，居民用气一档和二档标准分别上调 0.19 元/立方米和 0.24 元/立方米。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%，2023 年分红比例达 97.13%，对应股息率 6.2%(估值日期 2024/3/26)，彰显安全边际。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润 6.5/6.9/7.1 亿元(2024-2025 年前值 7.4/8.1 亿元)，同比增速 7.9%/5.4%/2.6%，当前市值对应 2024-2026 年 P/E 14.4/13.7/13.3X (估值日 2024/3/26)，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。

募投项目推进进度不及预期的风险：由于公司目前项目均为乡镇及农村工程，如果当地天然气安装进度及用气需求不及预期，募投项目贡献收益将低于募投书测算。

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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2,325	2,517	2,434	2,411	营业总收入	4,947	5,149	5,431	5,686
货币资金及交易性金融资产	1,717	1,882	1,771	1,724	营业成本(含金融类)	3,889	4,071	4,300	4,522
经营性应收款项	328	353	365	380	税金及附加	14	15	16	16
存货	195	198	217	225	销售费用	45	42	45	48
合同资产	0	0	0	0	管理费用	189	194	201	205
其他流动资产	85	84	81	82	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	4,393	4,427	4,413	4,357	财务费用	31	(3)	(7)	(7)
长期股权投资	92	92	92	92	加:其他收益	26	20	24	25
固定资产及使用权资产	2,974	2,880	2,851	2,844	投资净收益	2	6	5	5
在建工程	82	249	309	306	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	914	874	829	784	减值损失	(3)	(4)	(4)	(2)
商誉	225	225	225	225	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	0	0	0	营业利润	804	852	900	929
其他非流动资产	107	107	107	107	营业外净收支	(1)	3	2	0
资产总计	6,718	6,943	6,847	6,768	利润总额	803	854	902	929
流动负债	1,512	1,751	1,634	1,515	减:所得税	193	196	207	216
短期借款及一年内到期的非流动负债	461	395	262	136	净利润	611	659	695	713
经营性应付款项	211	346	340	329	减:少数股东损益	4	5	5	5
合同负债	669	813	828	844	归属母公司净利润	606	654	689	707
其他流动负债	171	198	204	205	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.88	0.94	1.00	1.02
非流动负债	1,305	1,255	1,235	1,235	EBIT	833	852	895	922
长期借款	94	44	24	24	EBITDA	1,017	1,018	1,069	1,099
应付债券	801	801	801	801	毛利率(%)	21.38	20.93	20.81	20.46
租赁负债	2	2	2	2	归母净利率(%)	12.26	12.70	12.69	12.44
其他非流动负债	408	408	408	408	收入增长率(%)	4.06	4.09	5.47	4.69
负债合计	2,817	3,006	2,869	2,750	归母净利润增长率(%)	2.33	7.87	5.41	2.62
归属母公司股东权益	3,837	3,870	3,904	3,940					
少数股东权益	63	68	73	78					
所有者权益合计	3,900	3,938	3,977	4,018					
负债和股东权益	6,718	6,943	6,847	6,768					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	680	1,119	870	887	每股净资产(元)	5.44	5.49	5.54	5.59
投资活动现金流	(302)	(192)	(153)	(115)	最新发行在外股份(百万股)	693	693	693	693
筹资活动现金流	130	(761)	(829)	(819)	ROIC(%)	13.02	12.58	13.46	14.09
现金净增加额	509	165	(111)	(47)	ROE-摊薄(%)	15.80	16.90	17.66	17.96
折旧和摊销	184	166	174	176	资产负债率(%)	41.94	43.29	41.91	40.63
资本开支	(294)	(197)	(158)	(120)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.57	14.44	13.70	13.35
营运资本变动	(153)	275	(16)	(20)	P/B (现价)	2.50	2.48	2.46	2.44

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>