

2026 年 07 月 23 日

投资评级：买入（首次）

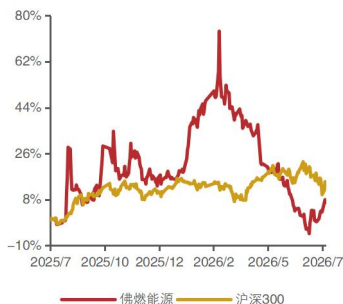
证券分析师

刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
邓思平
SAC: S1350524070003
dengsiping@huayuanstock.com

联系人

秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026 年 07 月 22 日

收盘价（元）	10.71
一年内最高/最低（元）	17.80/9.33
总市值（百万元）	13,903.46
流通市值（百万元）	13,569.98
总股本（百万股）	1,298.18
资产负债率（%）	53.80
每股净资产（元/股）	3.26

资料来源：聚源数据

佛燃能源 (002911.SZ)

——城燃现金流稳健 绿色甲醇与 SOFC 有望打开成长空间

投资要点：

- 佛山区域城燃，重视股东回报。**公司创立于 1993 年，控股股东为佛山市投资控股集团（截至 2026 年 3 月底持股比例 39.90%），实控人为佛山市国资委，二股东港华燃气投资有限公司（截至 2026 年 3 月底持股比例 36.60%）有望持续与公司形成业务协同，并引入员工持股公司海南众城投资。公司深耕城市燃气业务 30 余年，拥有 13 个区域管道燃气业务特许经营权。公司主营业务包括城市燃气、供应链、新能源、延伸和科技研发与装备制造业务，2025 年毛利占比分别为 77.0%、6.6%、7.0%、9.1%和 0.4%，城市燃气主业贡献利润基本盘，同时供应链业务营收较快增长，带动公司 2020–2025 年归母净利润 CAGR 达 17.0%。公司现金流充裕，重视股东回报，2018 年以来每年分红比例保持在 65%以上，截至 2026/7/22 对应股息率 4.9%。
- 城燃需求稳健、气源多元，构筑稳定盈利基本盘。**公司城燃项目主要位于佛山区域，2017 年以来销气量整体保持较高增速，2025 年公司总天然气供应量 47.56 亿方。根据《佛山市天然气高压输配系统规划（2020–2035）》，预计 2025–2030 年、2030–2035 年 CAGR 分别达 6%、6%，受气电增长需求驱动佛山市天然气消费有望保持稳定增长；同时 2025 年公司下游用气结构中工商业用气占比超过 80%，能够及时传导上游气源成本变化。公司气源结构多元，公司在手海气长协合计近 130 万吨/年（换算约 17 亿方），与切尼尔签订为期 20 年 86 万吨长协，预计将于 2028 年后开始供应，长协放量有望进一步贡献业绩增量。
- 拓展多元能源布局，绿色甲醇、SOFC 业务有望打开成长空间。**“双碳”背景下绿色燃料政策密集催化，绿色氢氨醇产业有望加速迎来规模化发展，2024 年公司与香港中华煤气签署《合作框架协议》投资绿色甲醇项目，打造产能合计为 100 万吨/年的绿色燃料及化工供应池：1）收购内蒙古易高公司，已实现 5 万吨/年绿色甲醇产能并批量销售，后续将陆续形成总计 30 万吨/年绿色甲醇产能；2）增资拟建设佛山绿色甲醇项目，规划产能 30 万吨/年。公司前沿布局 SOFC 业务，与国内知名 SOFC 电堆头部企业及境外知名 SOFC 系统设计公司合作共同推进 50kW SOFC 系统样机的开发，现已完成样机组装，正在开展调试工作。
- 盈利预测与评级：**预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 11.05、12.49、13.77 亿元，同比增速分别为+7.21%、+13.11%、+10.25%，当前股价对应 PE 分别为 13、11、10 倍。选取新奥股份、深圳燃气、九丰能源为可比公司，公司城燃主业经营稳健，绿色甲醇、SOFC 业务有望打开成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：上游气源价格波动风险、天然气下游需求不及预期、绿色甲醇投产进度不及预期。**

盈利预测与估值（人民币）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	31,589	33,595	37,519	40,105	42,804
同比增长率（%）	23.70%	6.35%	11.68%	6.89%	6.73%
归母净利润（百万元）	853	1,030	1,105	1,249	1,377
同比增长率（%）	1.03%	20.77%	7.21%	13.11%	10.25%
每股收益（元/股）	0.66	0.79	0.85	0.96	1.06
ROE（%）	10.13%	11.36%	11.69%	12.64%	13.30%
市盈率（P/E）	16.30	13.50	12.59	11.13	10.09

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2026–2028 年归母净利润分别为 11.05、12.49、13.77 亿元，同比增速分别为+7.21%、+13.11%、+10.25%，当前股价对应的 PE 分别为 13、11、10 倍。

从可比公司来看，我们选取新奥股份、深圳燃气、九丰能源为可比公司，可比公司 2026–2028 年平均 PE 分别为 11、10、9 倍。公司城燃主业经营稳健，绿色甲醇、SOFC 业务有望打开成长空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

假设公司 2026–2028 年天然气供应量分别为 48.99、50.46、51.97 亿立方米，预计公司 2026–2028 年营业收入分别为 375.19、401.05、428.04 亿元，同比增速分别为+11.68%、+6.89%、+6.73%。

投资逻辑要点

公司为佛山市属城燃公司，实控人为佛山市国资委，二股东为港华燃气，有望持续与公司形成业务协同，并引入员工持股公司彰显发展信心。公司深耕城市燃气业务 30 余年，拥有 13 个区域管道燃气业务特许经营权，佛山区域需求稳健，公司销气结构优、顺价及时，同时公司在手海外长协充足、气源多元，或将保障城燃主业盈利稳定性。公司多元布局绿色甲醇、SOFC 等业务，目前规划绿色甲醇产能合计 100 万吨/年，其中内蒙古易高公司已实现 5 万吨/年绿色甲醇产能，后续将陆续形成总计 30 万吨/年绿色甲醇产能；拟建设佛山绿色甲醇项目，规划产能 30 万吨/年，绿色甲醇、SOFC 业务有望为公司带来业绩与估值成长空间。公司现金流充裕，重视股东回报，截至 2026/7/22 对应股息率 4.9%。

核心风险提示

上游气源价格波动风险、天然气下游需求不及预期、绿色甲醇投产进度不及预期。

内容目录

1. 佛山区域城燃 多元布局重视股东回报	5
1.1. 佛山市属城燃公司 与股东业务协同	5
1.2. 主业稳健多元布局 重视股东回报	5
2. 需求稳健气源保障 城燃业务基本盘稳定	8
3. 绿醇产能有望放量 前沿布局 SOFC	10
3.1. 脱碳催化绿醇需求放量 产能扩张有望打造第二增长曲线	10
3.2. 数据中心带动 SOFC 需求上修 前沿布局加速发展	12
4. 盈利预测与评级	13
5. 风险提示	14

图表目录

图表 1： 公司发展历程	5
图表 2： 公司股权结构（截至 2026 年 3 月底）	5
图表 3： 公司业务结构	6
图表 4： 公司拥有特许经营权情况（截至 2025 年末）	7
图表 5： 2017-2025 年公司营业收入及增速（亿元）	7
图表 6： 2017-2025 年公司归母净利润及增速（亿元）	7
图表 7： 2020-2025 年公司营收结构（亿元）	8
图表 8： 2020-2025 年公司毛利结构（亿元）	8
图表 9： 2017-2025 年公司现金流情况（亿元）	8
图表 10： 2018-2025 年公司分红总额和股利支付率（亿元）	8
图表 11： 2017-2024 年公司销气量及增速（亿立方米）	9
图表 12： 2017-2024 年公司销气结构（亿立方米）	9
图表 13： 佛山市天然气消费量规划（亿立方米/年）	9
图表 14： 公司在手海外长协梳理	10
图表 15： 不同燃料综合对比	10
图表 16： 甲醇的主要生产路线	12
图表 17： 公司已规划绿色甲醇产能梳理	12
图表 18： 国外燃料电池发展概况	13
图表 19： 可比公司估值表	13

1. 佛山区域城燃 多元布局重视股东回报

1.1. 佛山市属城燃公司 与股东业务协同

佛山市属城燃公司，持续拓展多元能源布局。公司创立于1993年，扎根佛山市城市燃气业务30余年，区域市政管网建设成熟，此后陆续收购多家市内燃气公司，合计拥有13个区域管道燃气业务特许经营权。2021年收购元亨仓储，拓展供应链服务，创立佛燃天高拓展氢能装备制造领域，2024年与香港中华煤气签署《合作框架协议》拓展绿色甲醇项目，培育新的业务和增长点，不断扩张业务版图。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华源证券研究所

持续优化股东结构，实控人为佛山市国资委，有望持续与二股东港华燃气形成业务协同，引入员工持股公司。截至2026年3月底，公司控股股东为佛山市投资控股集团，持股比例39.90%，实控人为佛山市国资委。港华燃气为公司第二大股东，持股比例36.60%，港华燃气为香港中华煤气的附属公司，有望持续与公司形成业务协同。公司引入员工持股公司海南众城投资，充分调动公司高管团队和核心骨干人员的积极性，彰显公司发展信心。

图表2：公司股权结构（截至2026年3月底）



资料来源：wind，华源证券研究所

1.2. 主业稳健多元布局 重视股东回报

构建城市燃气、新能源、科技研发与装备制造、能源化工服务及延伸业务五大板块，布局绿色甲醇、SOFC 等发展方向。城市燃气方面，公司扎根佛山，持续推进区域外延扩张，目前公司合计已拥有 13 个区域管道燃气业务特许经营权；同时公司深耕经营区域内能源化工服务业务，协同石化仓储、码头、运输等优势资源，为涵盖央国企、地区性批发商、加油站终端等多种类型客户提供多层次、个性化的能源化工服务。

图表 3：公司业务结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

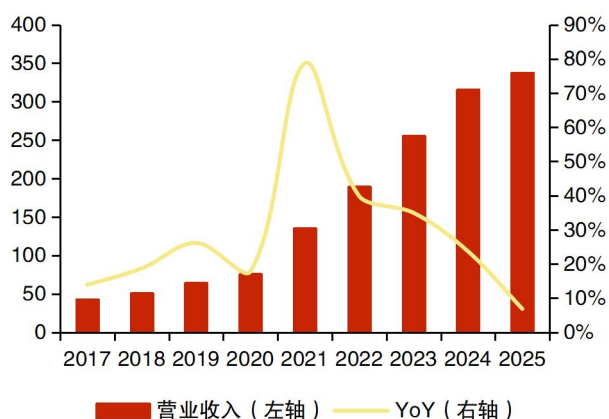
图表 4：公司拥有特许经营权情况（截至 2025 年末）

特许经营权主体	特许经营权区域	特许经营权有效期
佛山市禅城燃气有限公司	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
南雄市佛燃能源有限公司	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	梅州市大麻镇	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

资料来源：公司公告，华源证券研究所

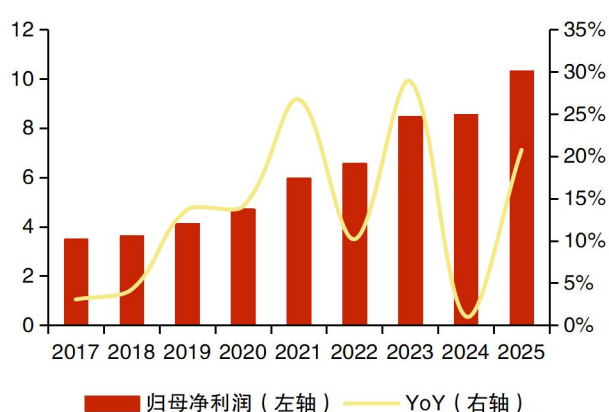
上市以来经营稳健，营业收入、归母净利润均保持较快增长。公司 2017 年上市以来，受益于城市燃气业务稳健经营、供应链业务较快扩张、多业务延伸转型综合能源，营业收入和归母净利润均保持较快增长。值得注意的是，即使是气价大幅上涨、城燃公司毛差普遍承压的 2022 年，公司受益于工商业用气占比高、顺价及时，归母净利润仍保持增长。2025 年公司实现营业收入 335.95 亿元，同比增长 6.35%；实现归母净利润 10.30 亿元，同比增长 20.74%。

图表 5：2017-2025 年公司营业收入及增速（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 6：2017-2025 年公司归母净利润及增速（亿元）

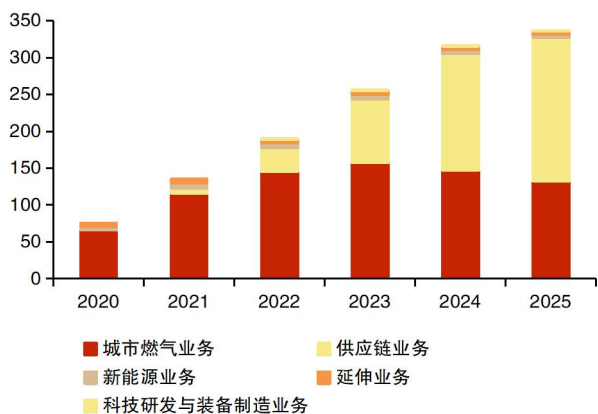


资料来源：wind，华源证券研究所

供应链业务营收较快增长，城燃主业仍贡献利润基本盘。从营收和毛利结构来看，2021 年以来公司供应链业务营收规模较快扩张，供应链业务营收占比从 2021 年的 5.35% 提升至 2025 年的 57.93%。城燃主业仍贡献利润基本盘，2020 年以来公司城燃主业毛利占比均在

70%以上，2025 年公司城市燃气、供应链、新能源、延伸、科技研发与装备制造业务毛利占比分别为 77.0%、6.6%、7.0%、9.1%、0.4%。

图表 7：2020-2025 年公司营收结构（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

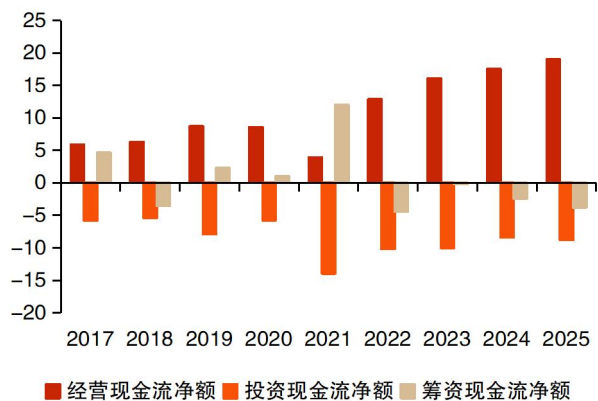
图表 8：2020-2025 年公司毛利结构（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

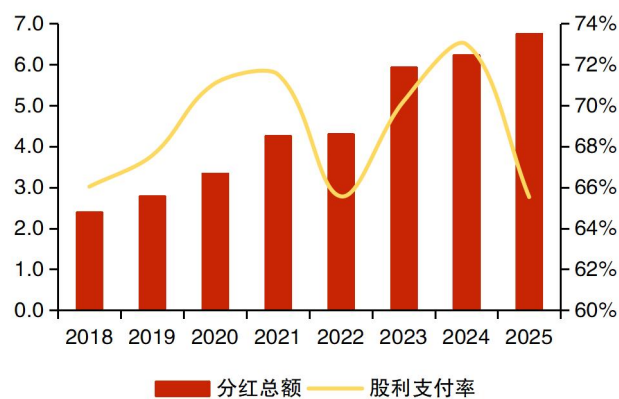
现金流充裕，2018 年以来分红率维持在 65%以上。公司现金流充裕，2025 年公司经营性现金流 18.98 亿元，投资性现金流-8.81 亿元。公司分红政策稳健，2018 年以来分红率维持在 65%以上，2025 年公司分红率 65.53%，截至 2026/7/22 收盘价对应股息率 4.9%。

图表 9：2017-2025 年公司现金流情况（亿元）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 10：2018-2025 年公司分红总额和股利支付率（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

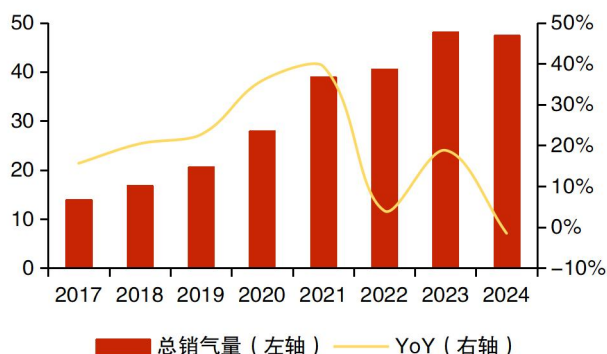
2. 需求稳健气源保障 城燃业务基本盘稳定

销气量整体保持较高增速，佛山市规划天然气消费量稳健增长。公司城燃项目主要位于佛山地区，2017 年以来公司天然气销气量保持较快增长，2017-2024 年公司总销气量 CAGR 达 19.1%，2025 年公司总天然气供应量 47.56 亿方，同比微降 3.1%。根据《佛山市天然气

高压输配系统规划（2020-2035）》，到2030年佛山天然气消费目标达79-94亿方/年，到2035年佛山天然气消费目标达115-119亿方/年，预计2025-2030年、2030-2035年CAGR分别达6%、6%，受气电增长需求驱动佛山市天然气消费有望保持稳定增长。

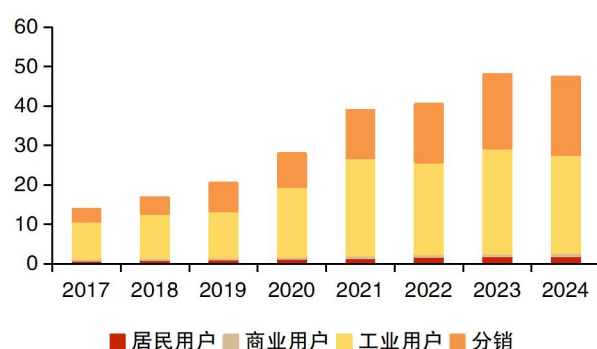
销气结构以非居民用气为主导，公司销气结构中非居民用气占比高，2025年公司工商业及贸易、居民、电厂、代管输量销气量占总销气量比重分别为81.0%、4.3%、13.3%、1.4%，我国非居民用气均已建立价格联动机制，气价联动周期为月度、季度或年度，已建立居民用气价格联动机制的区域居民气价联动周期往往为半年或一年，高非居民用气占比有助于公司及时传导上游采购成本，有望进一步保障公司毛差稳定。

图表 11：2017-2024 年公司销气量及增速（亿立方米）



资料来源：公司公告，华源证券研究所。备注：2025 年末披露同口径数据

图表 12：2017-2024 年公司销气结构（亿立方米）



资料来源：公司公告，华源证券研究所。备注：2025 年末披露同口径数据

图表 13：佛山市天然气消费量规划（亿立方米/年）

指标	2020	2025	2030	2035
天然气消费规模	23.2	59-72	79-94	115-119
非电厂消费规模	19	37-40	46-50	54-58
电厂消费规模	4.2	22-32	33-44	61
供应能力	40	72	94	119

资料来源：《佛山市天然气高压输配系统规划（2020-2035）》，华源证券研究所

在手具备成本优势的低价海气长协，具备多元化资源池。公司在手海气长协充裕，合计近130万吨/年，目前已生效近40万吨/年（换算约5.5亿方/年），主要挂钩美国Henry Hub价格，具备成本优势和多元化气源供应。公司与切尼尔签订为期20年86万吨长协，预计将于2028年后开始供应，长协放量有望进一步贡献业绩增量。

图表 14：公司在手海外长协梳理

供应商	签约时间	合同年限	合同量（万吨/年）	交付方式	开始供应年份	挂钩指数
Cheniere	2021	20 年	30	DES	2023	HH
BP 中国	2021	10 年	7.5-10		2023	国际 LNG 价格指数
Cheniere	2023	20 年	86	FOB	2028（预计）	HH

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 绿醇产能有望放量 前沿布局 SOFC

3.1. 脱碳催化绿醇需求放量 产能扩张有望打造第二增长曲线

航运业降碳需求或打开绿醇市场空间，相关政策密集催化。2023 年 7 月，IMO MEPC 第 80 届会议推出《2023 年国际海事组织船舶温室气体减排战略》，要求各国依据国情，力争在 2050 年前或 2050 年左右达成“净零”排放目标；自 2024 年 1 月起，航运业正式纳入欧盟碳排放权交易体系；2025 年 1 月 1 日起实施的《欧盟海运燃料条例》，要求在欧洲经济区成员国管辖范围内停靠的 5000 吨级以上船舶，以 2020 年为基准，逐年降低全年平均燃料温室气体排放强度，2025 年、2030 年、2040 年、2050 年分别降低 2%、6%、31%、80%。2025 年 4 月 MEPC 第 83 届会议批准了“IMO 净零框架规则”草案，规定自 2028 年起 5000GT 以上商船的燃料温室气体排放强度以 2008 年基准年份逐年下降，对不达标的船舶征收碳税；不过 2025 年 10 月 17 日 MEPC 特别会议上，该净零框架最终未能达成共识，各成员国决定将其推迟 12 个月，后续是否执行需观察 2026 年 10 月份会议结果。

在航运业脱碳进程中，替代燃料主要涵盖化石 LNG、生物燃料（生物 LNG、生物柴油、生物甲醇等），以及绿色合成燃料（绿电+空气捕捉二氧化碳合成甲烷、甲醇、氨、氢等），替代燃料的发展主要取决于技术成熟度、减排效果和经济性。从全生命周期温室气体排放看，相较于传统燃油，绿色甲醇、绿氨、绿氢燃料接近零排放。随着碳排成本的落地，传统燃油经济性弱化的同时，替代燃料需求有望上升。

图表 15：不同燃料综合对比

	氢	氨	LNG	甲醇	B30 混合燃料	生物柴油
热值 (MJ/kg)	120	18.6	50	20	39-41	37-39
燃料消耗 (吨/天)	78.6	506.8	188.5	471.3	170.5	231.8
环境影响	零 CO2 排放	无 CO2，但有 NOx 问题	CO2 较低，但存在甲烷泄漏	CO2 较低，但仍为碳基燃料	CO2 较低，但仍为碳基燃料	CO2 显著减少
安全性	易燃，需要专用储存	有毒、易燃，会产生 NOx	易燃，已有成熟安全规范	危险性较低，但可燃	安全，可兼容现有发动机	安全，可兼容现有发动机
成本（美元/吨）	3500-6000	400-800	500-1000	350-550	720-800	890-1200
基础设施	有限，成本高	有限，处于早期阶段	基础设施完善	已存在，可兼容现有发动机	可兼容现有发动机	可兼容现有发动机

资料来源：Ship&Bunker, Blend Tiger，华源证券研究所

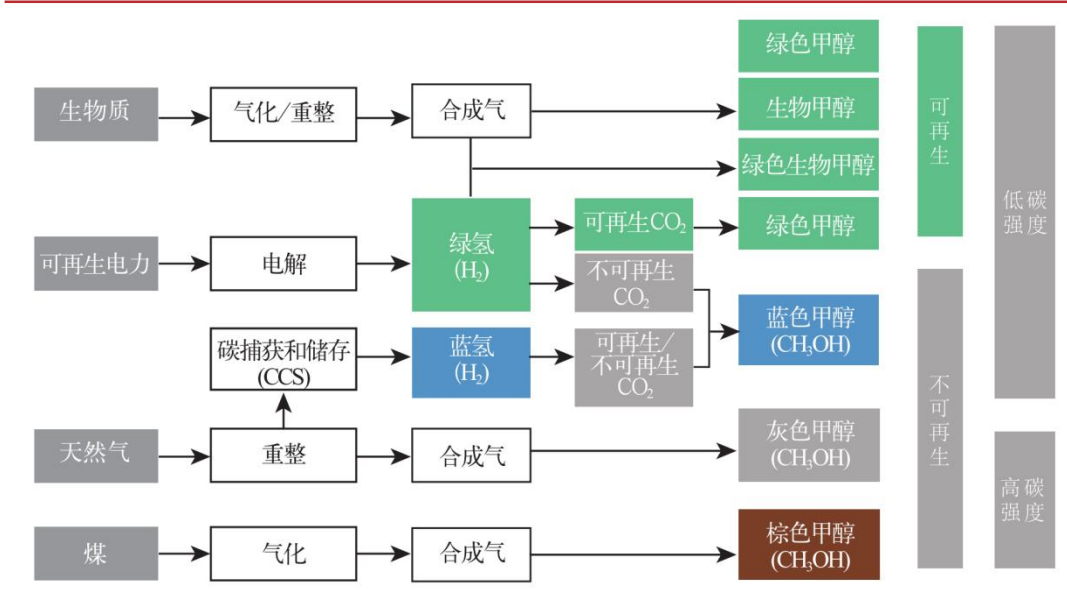
生物质制绿醇的生产成本较低，且理论上能做到更低的碳排放。绿色甲醇是指在生产过程中实现碳排放极低甚至为零而制取的甲醇。按生产方式不同，一般可分为电制甲醇和生物甲醇。目前，满足欧盟绿色甲醇要求的生产路线包括生物质制甲醇、电制甲醇和生物质耦合绿氢制甲醇，其中生物质制绿醇的生产成本较低，且理论上能做到更低的碳排放。

绿电制甲醇：目前成本较高，进一步降本或需依赖绿电降本。绿氢+CO₂制甲醇的主要工艺：通过绿电电解水制氢，通过工业生产的二氧化碳，两者合成甲醇。其成本主要包括CO₂成本、绿氢成本、工程成本及其他成本等。绿电制甲醇的主要成本是绿电制氢，而绿电制氢主要成本来自于电价。随着风电、光伏技术降本，绿电成本已经大幅下探。我们测算，假设绿电成本降至0.2元/kWh，二氧化碳单价400元/吨，则绿色甲醇成本可低至4268元/吨。如果电价进一步降至0.15元/kWh，绿色甲醇成本可降至约3800元/吨。继续降本则需要依赖电解槽等设备的成本下降。

生物质气化：成本低于绿电制醇，降本主要依赖生物质降本。生物质气化制甲醇主要工艺：将生物质（秸秆、木屑、稻壳等）置入气化设备生成粗气，并经过净化等工艺后将氢气与一氧化碳的体积比调节为2:1，将合成气加压后送入甲醇合成系统，并最终合成为甲醇。生物质气化成本主要取决于生物质以及固定成本。我们测算，在生物质成本1200元/t、绿电成本0.2元/kWh的情况下，生物质气化路线总成本约为3825元/吨，低于绿电制氢。其中主要成本项为生物质以及固定成本，其次为氧气成本和绿电成本。当生物质成本分别降至1000、800、600元/t时，生物质气化路线成本分别约为3400、2980、2560元/t。随着项目投资增加，固定成本也有进一步下降的可能。

生物质耦合绿氢：成本低于绿电制醇，降本依赖生物质和绿电降本。生物质气化路线在变换单元调整碳氢比例时存在损耗，在此路线上耦合绿电制氢则可以降低损耗并节省变换单元。同时将电解水制氢生成的氧气也作为原料输入，可以降低空分负荷，从而降低成本。我们测算，在生物质成本1200元/t、电价0.2元/kWh的情况下，生物质耦合路线成本约为3870元/t，与生物质气化基本相当。但生物质气化路线成本主要依赖生物质降本，而生物质耦合路线由于氢气制备也依靠绿电，绿电降本对整体降本带动作用更大，因此空间相比生物质气化方案更大。

图表 16：甲醇的主要生产路线



资料来源：金太山等《生物质制甲醇技术及船舶燃料应用分析》，华源证券研究所

与香港中华煤气合作绿色甲醇项目，产能有望持续扩张。2024 年公司与香港中华煤气签署《合作框架协议》投资绿色甲醇项目，投资总额 100 亿元，打造产能合计为 100 万吨/年的绿色燃料及化工供应池；根据 2025 年 6 月公告，合资平台 VENEX 拟以自有资金增资 5.39 亿元收购内蒙古易高煤化科技有限公司 100% 股权，内蒙古易高公司已实现 5 万吨/年绿色甲醇产能并批量销售，后续将投入资金对现有甲醇生产线进行改造，最终形成 30 万吨/年绿色甲醇产能；根据 2025 年 10 月公告，公司拟与香港中华煤气共同向 VENEX 增资合计 6.2 亿元。增资项目为佛山绿色甲醇项目，项目拟分两期建设，绿色甲醇产品规划产能 30 万吨/年，其中一期工程规划产能为 20 万吨/年。

图表 17：公司已规划绿色甲醇产能梳理

项目名称	持股比例	建设地点	产能（万吨/年）	状态
内蒙古易高公司绿色甲醇项目	50%	内蒙古	5	已投产
			25	规划
佛山绿色甲醇项目	50%	广东省佛山	20	拟投建
		市三水区大塘化工园区	10	规划

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 数据中心带动 SOFC 需求上修 前沿布局加速发展

数据中心带动 SOFC 需求上修，参与海外 SOFC 设备/材料供应环节的公司有望受益。SOFC 固体氧化物燃料电池是一种不经过燃烧过程，通过电化学反应方式将燃料（如天然气）的化学能直接转化为电能的高效发电装置，可广泛应用于数据中心等工商业场景。目前，SOFC 在海外已经实现初步商业化应用，从 SOFC 主要部署区域及类型看，美国、韩国以分布式电站作为主要应用形式，日本和欧盟则以热电联供（CHP）应用最为普遍。美国 SOFC

(天然气燃料) 运行成本约 0.8 元/kWh, 与其工商业电价水平持平; 国内 SOFC 尚不具备经济性, 相关项目以示范为主。

图表 18: 国外燃料电池发展概况

国别	燃料电池种类	主要燃料类型	主要应用类型	发电功率	发电效率	综合效率	代表企业或项目
美国	SOFC、MCFC	天然气、氢气、沼气	燃料电池电站	百 kW~数 MW	>47%	>90%	Bloom Energy 和 FuelCell Energy
欧盟	SOFC、PEMFC	天然气、氢气、沼气	CHP/CCHP	0.5~10kW	35%~65%	80%~95%	callux、ene.field 项目、PACE、KfW 433 项目
日本	SOFC、PEMFC	天然气、氢气、合成气	CHP/CCHP	百 W~几 kW	>40%	>90%	ENE-FARM 项目、日本三菱重工
韩国	MCFC、PAFC	天然气、氢气、液化石油气	燃料电池电站	百 kW~数 MW	40%~60%	>85%	斗山集团和 POSCO

资料来源: 王洪建等《燃料电池分布式供能技术发展现状及分析》, 华源证券研究所

前沿布局 SOFC, 具备气源和客户协同优势。SOFC 技术门槛较高, 公司进行前沿布局, 公司已组建以十余名博士及正高级工程师为核心的 SOFC 专业研发团队。公司与国内知名 SOFC 电堆头部企业及境外知名 SOFC 系统设计公司合作共同推进 50kW SOFC 系统样机的开发, 现已完成样机组装工作并已实现连续运行, 目前正在开展优化及改进迭代工作。公司在南庄天然气高压场站开展的 300kW SOFC 系统项目已投入示范应用。

4. 盈利预测与评级

假设公司 2026-2028 年天然气供应量分别为 48.99、50.46、51.97 亿立方米。我们预计公司 2026-2028 年营业收入分别为 375.19、401.05、428.04 亿元, 同比增速分别为+11.68%、+6.89%、+6.73%; 预计 2026-2028 年归母净利润分别为 11.05、12.49、13.77 亿元, 同比增速分别为+7.21%、+13.11%、+10.25%, 当前股价对应的 PE 分别为 13、11、10 倍。

从可比公司来看, 我们选取新奥股份、深圳燃气、九丰能源为可比公司, 可比公司 2026-2028 年平均 PE 分别为 11、10、9 倍。公司城燃主业经营稳健, 绿色甲醇、SOFC 业务有望打开成长空间。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 19: 可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS			PE		PB
		2026-07-22	26E	27E	28E	26E	27E	28E	
600803.SH	新奥股份	17.09	1.79	1.99	2.24	9.5	8.6	7.6	2.49
601139.SH	深圳燃气	6.41	0.64	0.68	0.71	10.0	9.4	9.1	1.15
605090.SH	九丰能源	33.39	2.34	2.56	3.21	14.3	13.0	10.4	2.08
					平均值	11.3	10.3	9.0	1.91
002911.SZ	佛燃能源	10.71	0.85	0.96	1.06	12.6	11.1	10.1	3.14

资料来源：wind，华源证券研究所。注：收盘价为人民币，EPS 单位为元/股，佛燃能源盈利预测来自华源证券研究所，其他公司盈利预测来自 wind 一致预期，PB 来自 wind

5. 风险提示

1) 上游气源价格波动风险：公司天然气供应盈利能力受上游气价影响，若地缘政治冲突或极端天气导致上游气源成本显著上涨，将对公司城燃业务盈利能力造成负面影响。

2) 天然气下游需求不及预期：天然气消费量受宏观经济、油气价格、替代能源成本等多种因素影响，公司城燃项目下游需求存在不确定性。

3) 绿色甲醇投产进度不及预期：公司绿色燃料项目投产进度受到政府审批、施工周期等多方面因素影响，投产时间存在不确定性。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	3,547	4,609	4,937	5,379
应收票据及账款	530	1,133	1,211	1,293
预付账款	787	1,167	1,248	1,332
其他应收款	506	440	470	502
存货	972	1,169	1,246	1,327
其他流动资产	505	581	605	631
流动资产总计	6,847	9,099	9,717	10,463
长期股权投资	876	1,086	1,297	1,507
固定资产	7,190	7,398	7,744	8,223
在建工程	1,367	1,244	956	500
无形资产	2,075	2,018	1,980	1,959
长期待摊费用	151	142	126	105
其他非流动资产	1,544	1,582	1,599	1,596
非流动资产合计	13,202	13,470	13,701	13,890
资产总计	20,049	22,569	23,418	24,353
短期借款	835	735	635	535
应付票据及账款	1,568	2,494	2,658	2,832
其他流动负债	4,217	5,464	5,731	6,012
流动负债合计	6,620	8,694	9,025	9,379
长期借款	2,426	2,326	2,226	2,126
其他非流动负债	848	848	848	848
非流动负债合计	3,274	3,174	3,074	2,974
负债合计	9,894	11,867	12,099	12,353
股本	1,298	1,298	1,298	1,298
资本公积	333	333	333	333
留存收益	7,438	7,819	8,249	8,724
归属母公司权益	9,069	9,450	9,881	10,356
少数股东权益	1,086	1,252	1,439	1,645
股东权益合计	10,156	10,702	11,320	12,001
负债和股东权益合计	20,049	22,569	23,418	24,353

现金流量表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	1,185	925	1,092	1,239
折旧与摊销	527	533	569	611
财务费用	69	67	60	54
投资损失	-506	-510	-510	-510
营运资金变动	147	983	141	150
其他经营现金流	477	568	568	568
经营性现金净流量	1,898	2,566	1,919	2,112
投资性现金净流量	-881	-513	-513	-513
筹资性现金净流量	-378	-991	-1,078	-1,156
现金流量净额	616	1,062	328	443

利润表（百万元）

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	33,595	37,519	40,105	42,804
营业成本	31,506	35,196	37,509	39,954
税金及附加	69	63	68	72
销售费用	117	137	146	156
管理费用	388	475	508	542
研发费用	334	414	442	472
财务费用	69	67	60	54
资产减值损失	-50	-24	-25	-27
信用减值损失	-30	-22	-24	-25
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	506	510	510	510
公允价值变动损益	-165	-150	-150	-150
资产处置收益	5	0	0	0
其他收益	24	24	24	24
营业利润	1,402	1,506	1,708	1,886
营业外收入	46	46	46	46
营业外支出	13	13	13	13
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,436	1,539	1,741	1,920
所得税	251	269	305	336
净利润	1,185	1,270	1,436	1,584
少数股东损益	154	165	187	206
归属母公司股东净利润	1,030	1,105	1,249	1,377
EPS(元)	0.79	0.85	0.96	1.06

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	6.35%	11.68%	6.89%	6.73%
营业利润增长率	14.09%	7.39%	13.40%	10.46%
归母净利润增长率	20.77%	7.21%	13.11%	10.25%
经营现金流增长率	8.45%	35.17%	-25.20%	10.05%
盈利能力				
毛利率	6.22%	6.19%	6.47%	6.66%
净利率	3.53%	3.38%	3.58%	3.70%
ROE	11.36%	11.69%	12.64%	13.30%
ROA	5.14%	4.89%	5.34%	5.66%
估值倍数				
P/E	13.50	12.59	11.13	10.09
P/S	0.41	0.37	0.35	0.32
P/B	2.64	2.46	2.29	2.12
股息率	4.86%	5.21%	5.89%	6.49%
EV/EBITDA	10	8	7	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，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）。