

燃气	收盘价 港元 7.48	目标价 港元 6.92↓	潜在涨幅 -7.5%
----	----------------	-----------------	---------------

2023年11月28日

中国燃气 (384 HK)

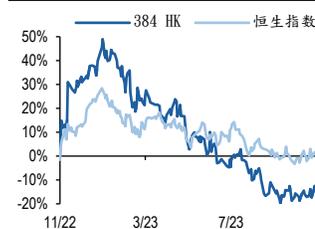
零售气量及新增接驳量不如预期，下调评级至中性

- 零售气量及新增接驳量不如预期，24财年上半年核心盈利再度倒退。中燃24财年上半年（4-9月）核心盈利同比下跌25%，较市场预期的15-20%跌幅更大。这当中较大的差异为：1）期内零售气量录得约2%的同比下跌，与市场预期中单位数增长有明显差距，原因是市场预期基于内地整体用气量的增长，但当中主要为直供气等非城市燃气的用气量，因而造成预期偏差；2）新增接驳的下滑未有减慢，同比仍减少31%。虽然售气量疲弱，公司的售气毛差同比改善3分至每立方0.57元人民币，主要得益于期内民用气开始顺价。另外，往年农村煤代气应收账款大幅减少24%，以及资本开支同比下降34%下，公司现金流持续改善，上半年自由现金流录得约50亿港元的净流入，较去年同期上升近5倍。
- 零售气量在24-25财年小幅增长。管理层分析上半年工业用气量仍同比减少4%的主因为纺织服装、化工、陶瓷、玻璃等行业的用户复苏进展慢于预期，我们认为公司在24-25财年工商业用气的增长仍受宏观环境影响较大，加上公司未有进取的项目收购，目前我们预期公司24/25年零售气量仅增长2.5%/3.5%（对比公司24财年指引为低单位数增长）。
- 顺价如期推进，25财年毛差将有更明显改善。公司目前民用气顺价比例已达46%，管理层亦预期河北气代煤项目的毛差在供暖期回升至每立方0.6元人民币，但24财年全年毛差指引仍下调4分至每立方0.52元人民币，我们相信是因为工商业气量占比仍较预期低，影响了改善幅度。唯25财年顺价生效时间较长，我们预期公司25财年售气毛差将改善至每立方0.54元人民币。
- 未来三年盈利复合增长有限，下调至中性。我们下调24/25财年盈利预测19%/17%，主要反映零售气量增长不如预期及对新增接驳量预期的下调。目前我们预测公司2024财年核心盈利同比微升3%，25财年有望在售气毛差改善及新增接驳量跌幅收窄下，盈利同比增长11%，23-26财年盈利复合增长仅为4%。因盈利增长有限，我们认为估值仍有下行可能，估值标准由24财年10倍预测市盈率下调至8.5倍，目标价从10.22港元下调至6.92港元，股价仍有下行空间，我们将评级从买入下调至中性。

个股评级

中性↓

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	12.86
52周低位 (港元)	6.92
市值 (百万港元)	40,658.06
日均成交量 (百万)	3.88
年初至今变化 (%)	(34.15)
200天平均价 (港元)	8.22

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万港元)	88,225	91,988	87,458	92,136	97,551
同比增长 (%)	26.1	4.3	-4.9	5.3	5.9
净利润 (百万港元)	7,662	4,293	3,977	4,902	5,019
每股盈利 (港元)	1.38	0.79	0.81	0.90	0.92
同比增长 (%)	-30.0	-43.0	3.0	10.9	2.4
前EPS预测值 (港元)			1.02	1.11	1.18
调整幅度 (%)			-20.4	-18.6	-21.5
市盈率 (倍)	5.4	9.5	9.2	8.3	8.1
每股账面净值 (港元)	11.48	10.64	10.93	11.53	12.10
市账率 (倍)	0.65	0.70	0.68	0.65	0.62
股息率 (%)	7.2	6.7	3.8	4.7	4.8

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 24 财年上半年业绩概要

3 月 31 日 年结 (百万港元)	1H23	2H23	1H24	同比 (%)
财务数据				
收入	42,976	49,012	36,049	(16.1)
销售成本	(36,005)	(43,949)	(30,326)	(15.8)
毛利	6,972	5,063	5,724	(17.9)
其他收入	821	553	661	(19.4)
其他损益	105	240	(538)	NM
销售及分销成本	(1,482)	(1,468)	(1,352)	(8.8)
行政及管理成本	(1,424)	(1,730)	(1,359)	(4.6)
经营利润	4,991	2,658	3,137	(37.2)
财务费用	(815)	(1,040)	(994)	22.0
应占联管公司损益	288	57	146	(49.5)
应占合资公司损益	(80)	(21)	231	NM
税前利润	4,384	1,654	2,519	(42.5)
税费	(533)	(391)	(412)	(22.7)
非控股权益	(591)	(229)	(277)	(53.2)
净利润	3,260	1,033	1,830	(43.9)
核心利润	3,290	1,004	2,459	(25.3)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 24 财年上半年运营情况概要

年结 3 月 31 日	1H23	1H24	同比 (%)
零售气量(亿立方米)			
居民用户	24.95	24.97	0.1
工业用户	51.2	49.0	-4.3
商业用户	14.1	15.2	7.6
加气站	3.6	2.9	-18.4
合计	93.8	92.0	-1.9
平均售气价(人民币/立方米)	3.25	3.21	-1.2
平均采购价(人民币/立方米)	2.71	2.64	-2.6
售气毛差(人民币/立方米)	0.54	0.57	5.6
新增接驳居民用户(百万户)			
- 城市	1.34	1.00	-25.6
- 乡镇	0.19	0.05	-71.5
合计	1.53	1.05	-31.2

资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 管理层指引变化

年结 3 月 31 日	指引前值	更新指引	变化
售气毛差 (城镇项目合计)	0.56 元/立方米	0.52 元/立方米	-0.04 元/立方米
城镇燃气项目销气量增长	10%	低单位数	下调超过 5ppts
新增接驳居民用户	180-200 万户	150-170 万户	下调约 30 万户
增值业务毛利或税前利润增长	25%	10%	下调 15ppts
LPG 销量	450 万吨	450 万吨	不变
核心利润增长	30%	5-10%	下调 20-25ppts

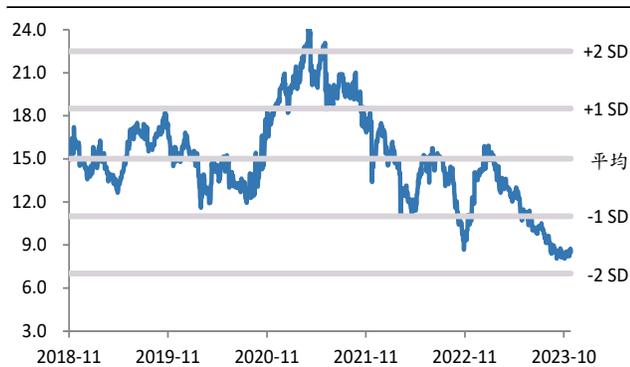
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 运营数据预测

年结 3 月 31 日	预测前值			最新预测			变化 (%)		
	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E	FY24E	FY25E	FY26E
燃气销售量 (百万立方米)									
居民用户	9,221	10,143	11,158	8,467	8,551	8,722	-8.2	-15.7	-21.8
工商业用户	15,650	17,215	18,832	14,695	15,524	16,368	-6.1	-9.8	-13.1
CNG/LNG 加气站	444	356	284	429	343	274	-3.4	-3.7	-3.5
燃气总零售量	25,315	27,713	30,274	23,590	24,418	25,365	-6.8	-11.9	-16.2
增长 (%)	10.0	9.5	9.2	2.5	3.5	3.9			
售气毛差 (人民币/立方米)	0.53	0.55	0.56	0.52	0.54	0.56	-1.9	-1.8	0.0
新接驳 (百万户)	1.82	1.73	1.68	1.44	1.33	1.29	-20.9	-23.1	-23.2

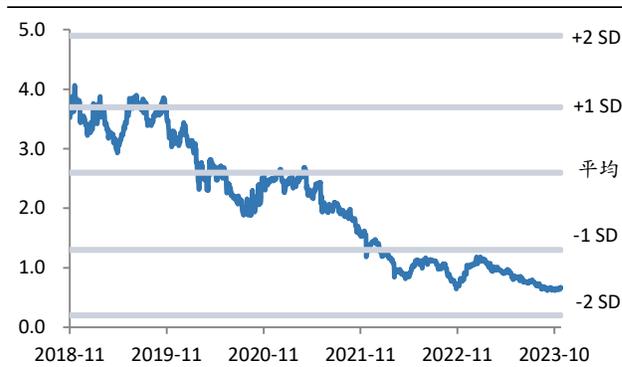
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 5: 预期市盈率区间 (倍)



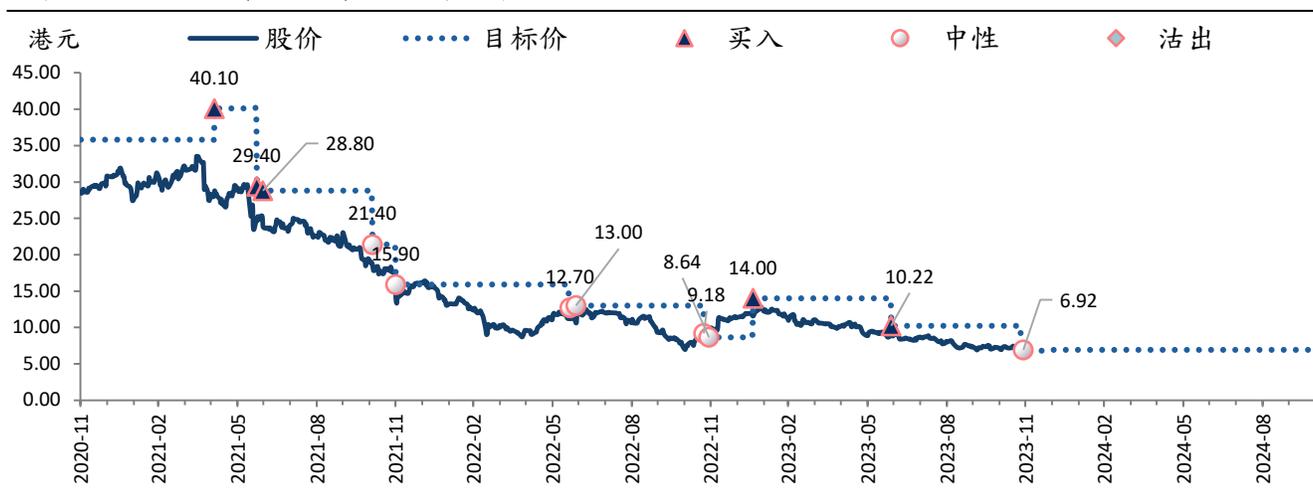
资料来源: Factset, 交银国际预测

图表 6: 预期市净率区间 (倍)



资料来源: Factset, 交银国际预测

图表 7: 中国燃气 (384 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 8: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	7.18	8.32	15.9%	2023 年 08 月 30 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.48	6.92	-7.5%	2023 年 11 月 28 日	分销商
2688 HK	新奥能源	中性	56.75	70.30	23.9%	2023 年 10 月 30 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	25.40	25.40	0.0%	2023 年 08 月 28 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.90	9.82	42.3%	2023 年 08 月 25 日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2023 年 11 月 27 日

财务数据

损益表(百万港元)					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	88,225	91,988	87,458	92,136	97,551
主营业务成本	(72,486)	(79,954)	(75,152)	(78,715)	(83,930)
毛利	15,739	12,035	12,305	13,422	13,621
销售及管理费用	(5,835)	(6,104)	(5,947)	(6,127)	(6,146)
其他经营净收入/费用	904	1,718	475	1,034	1,062
经营利润	10,809	7,650	6,833	8,329	8,537
财务成本净额	(1,457)	(1,855)	(1,911)	(1,964)	(2,017)
应占联营公司利润及亏损	1,435	244	653	669	682
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	10,787	6,038	5,575	7,033	7,201
税费	(2,004)	(924)	(1,003)	(1,266)	(1,296)
非控股权益	(1,121)	(821)	(594)	(865)	(886)
净利润	7,662	4,293	3,977	4,902	5,019
作每股收益计算的净利润	7,662	4,293	4,420	4,902	5,019

资产负债表(百万港元)					
截至3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10,011	10,439	11,833	12,688	14,513
应收账款及票据	16,247	16,702	16,054	16,913	17,372
存货	5,701	5,655	5,911	6,191	6,601
短期应收收入	17,138	12,707	11,436	10,864	9,778
其他流动资产	6,326	6,717	7,098	7,439	7,465
总流动资产	55,423	52,220	52,332	54,095	55,729
物业、厂房及设备	68,065	66,891	70,702	74,688	78,732
无形资产	4,053	3,601	3,623	3,638	3,645
合资企业/联营公司投资	22,886	22,291	22,951	23,626	24,315
其他长期资产	12,720	12,288	12,288	12,288	12,288
总长期资产	107,723	105,071	109,564	114,240	118,979
总资产	163,146	157,291	161,896	168,334	174,708
短期贷款	22,143	21,908	22,565	23,242	23,939
应付账款	21,079	19,557	20,590	21,566	22,994
其他短期负债	11,066	10,315	10,385	10,256	9,735
总流动负债	54,287	51,780	53,539	55,064	56,668
长期贷款	33,986	38,103	38,865	39,643	40,435
其他长期负债	2,804	2,617	2,617	2,617	2,617
总长期负债	36,790	40,721	41,483	42,260	43,053
总负债	91,077	92,501	95,022	97,324	99,721
股本	54	54	54	54	54
储备及其他资本项目	63,523	57,846	59,336	62,607	65,697
股东权益	63,578	57,901	59,390	62,662	65,751
非控股权益	8,491	6,890	7,484	8,349	9,235
总权益	72,069	64,790	66,874	71,011	74,986

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万港元)					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	10,787	6,038	5,575	7,033	7,201
合资企业/联营公司收入调整	(1,435)	(244)	(653)	(669)	(682)
折旧及摊销	2,261	2,473	2,422	2,557	2,698
营运资本变动	(1,679)	1,866	2,133	(377)	774
税费	(1,971)	(1,614)	(753)	(950)	(972)
其他经营活动现金流	1,913	1,508	0	0	0
经营活动现金流	9,876	10,027	8,725	7,596	9,020
资本开支	(10,332)	(5,879)	(6,055)	(6,358)	(6,548)
其他投资活动现金流	(1,873)	(1,629)	(207)	(207)	(207)
投资活动现金流	(12,205)	(7,507)	(6,262)	(6,565)	(6,755)
负债净变动	5,325	6,920	1,419	1,454	1,490
权益净变动	11,603	NA	NA	NA	NA
股息	(3,062)	(2,992)	(2,488)	(1,631)	(1,930)
其他融资活动现金流	(10,171)	(5,341)	0	0	0
融资活动现金流	3,695	(1,414)	(1,068)	(176)	(440)
汇率收益/损失	351	(678)	0	0	0
年初现金	8,294	10,011	10,439	11,833	12,688
年末现金	10,011	10,439	11,833	12,688	14,513

财务比率					
年结3月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(港元)					
核心每股收益	1.384	0.789	0.813	0.902	0.923
全面摊薄每股收益	1.384	0.789	0.813	0.902	0.923
每股股息	0.542	0.500	0.287	0.353	0.362
每股账面值	11.485	10.643	10.926	11.528	12.096
利润率分析(%)					
毛利率	17.8	13.1	14.1	14.6	14.0
净利率	8.7	4.7	4.5	5.3	5.1
盈利能力(%)					
ROA	4.7	2.7	2.5	2.9	2.9
ROE	12.1	7.4	6.7	7.8	7.6
其他					
净负债权益比(%)	64.0	76.5	74.2	70.7	66.5
流动比率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	28.7	25.8	28.7	28.7	28.7
应收账款周转天数	67.2	66.3	67.0	67.0	65.0
应付账款周转天数	106.1	89.3	100.0	100.0	100.0

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标竿指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标竿指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标竿指数为**恒生综合指数**，A股市场的标竿指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标竿指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康洋生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司及山西省安装集团股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。