

香港股市 | 公用事业 | 天然气

中国燃气 (384 HK)

FY24 中期业绩不及预期

1H FY24 股东净利润同比下跌 44.0%

公司 FY24 中期业绩 (2023 年 4-9 月) 低于预期。上半年收入及股东净利润分别同比下跌 16.1% 及 43.9% 至 360.5 亿及 18.3 亿元 (港元, 下同), 主因: (一) 城镇燃气销量及价格同比下跌导致管道燃气销售同比减少 12.0% 至 217.2 亿元; (二) 房地产市场不佳影响新接驳燃气用户量, 燃气接驳收入同比下跌 36.1% 至 23.1 亿元; (三) 国内液化石油气市场价格下跌导致液化石油气销售同比下跌 28.5% 至 84.2 亿元; (四) 外债利率上升, 财务支出同比上升 22.0% 至 9.9 亿元; (五) 城镇燃气销售毛差仅轻微同比上升 5.6% 至 0.57 元人民币/立方米。截至 11 月 26 日, 仅 46.4% 居民用户气销量获得政府上调零售价格, 调价进度慢于预期; 六) 人民币贬值, 导致股东净利润额外减少 1.8 亿元。

但公司以实际行动回馈股东, 宣布中期派息比率同比上升 27.4 个百分点至 44.1% (0.15 元中期股息), 远高于过去五年 (FY19-23) 的 9.5%-16.7% 中期派息比率范围。

公司下调 FY24 全年指引

公司下调多项 FY24 全年指引, 例如 (一) 城镇燃气销售毛差 (人民币/立方米) 由 0.56 元下调至 0.52 元; (二) 城镇燃气销量增长率由 10% 下降至低单位数; (三) 新增燃气接驳居民用户数由 180-200 万下调至 150-170 万。

调整盈利预测, 维持“中性”评级

我们认为 FY24 下半年的燃气需求增长可受益于内地正在恢复的经济活动。但考虑到近年业绩普遍逊预期, 我们对公司执行成效持观望态度。我们分别调低 FY24-25 股东净利润预测 23.5% 及 27.6% 至 42.6 亿及 53.4 亿元, 同比下跌 0.7% 及上升 25.2%, 并新增 FY26 预测。

我们相应将目标价由 9.22 港元下调至 7.06 港元, 对应 9.0 倍 FY24 市盈率及 5.6% 下行空间。维持“中性”评级。

风险提示: (一) 项目开发延误; (二) 天然气供应紧张; (三) 天然气接驳费大幅下降。

主要财务数据 (港币百万元) (更新至 2023 年 11 月 27 日)

年结: 3 月 31 日	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	88,225	91,988	92,519	98,380	105,743
增长率 (%)	26.1	4.3	0.6	6.3	7.5
股东净利润	7,662	4,293	4,264	5,338	5,779
增长率 (%)	(26.9)	(44.0)	(0.7)	25.2	8.3
每股盈利 (港币)	1.39	0.80	0.78	0.98	1.06
市盈率 (倍)	5.4	9.4	9.5	7.6	7.0
每股股息 (港币)	0.55	0.50	0.51	0.59	0.64
股息率 (%)	7.4	6.7	6.8	7.9	8.6
每股净资产 (港币)	11.69	10.64	11.80	12.33	12.93
市净率 (倍)	0.64	0.70	0.63	0.61	0.58

来源: 公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级: 中性

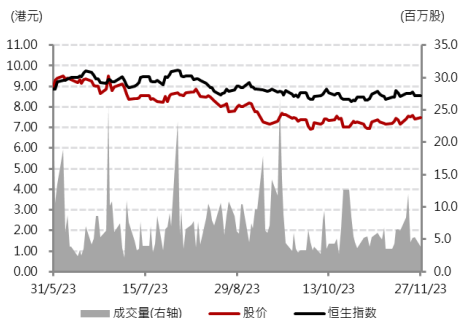
目标价: 7.06 港元

股票资料 (更新至 2023 年 11 月 27 日)

现价	7.48 港元
总市值	40,658.09 百万港元
流通股比例	49.14%
已发行总股本	5,435.57 百万
52 周价格区间	6.90-13.02 港元
3 个月日均成交额	50.82 百万港元
主要股东	北京控股集团 (占 23.37%) 刘明辉 (占 18.84%)

来源: 彭博、中泰国际研究部

股价走势图



来源: 彭博、中泰国际研究部

相关报告

20230627 - 中国燃气 (384 HK) 更新报告: 业绩虽逊预期, 前景渐见光明

20221128 - 中国燃气 (384 HK) 更新报告: 中期业绩逊预期

分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

图表 1：2024 年财年中期业绩回顾

年结: 3 月 31 日 (港币百万元)	2023 年上半年 实际	2024 年上半年 实际	增长 (同比%)	中泰国际评论
收入	42,976	36,049	(16.1)	城镇燃气销量及价格同比下跌 房地产市场不佳影响新接驳燃气用户量 1H FY24 国内液化石油气市场价格同比下跌 22.3%
- 管道燃气销售	24,676	21,718	(12.0)	
- 燃气接驳	3,610	2,308	(36.1)	
- 液化石油气销售	11,776	8,422	(28.5)	
- 增值服务	1,786	1,804	1.1	
- 其他	1,129	1,796	59.2	
销售成本	(36,005)	(30,326)	(15.8)	
毛利	6,972	5,724	(17.9)	
其他收入	821	661	(19.4)	
其它收益/(亏损)	105	(538)	不适用	
销售及分销成本	(1,482)	(1,352)	(8.8)	成本占收入比例由 3.4% 上升至 3.7%
行政开支	(1,424)	(1,359)	(4.6)	开支占收入比例由 3.3% 上升至 3.8%
经营利润	4,991	3,137	(37.2)	外债利率上升
财务费用	(815)	(994)	22.0	
应占联营和合营公司利润	208	377	81.5	实质税率由 12.8% 上升至 19.2%
税前利润	4,384	2,519	(42.5)	
所得税	(533)	(412)	(22.7)	
税后利润	3,851	2,107	(45.3)	
少数股东权益	(591)	(277)	(53.2)	
股东净利润	3,260	1,830	(43.9)	
股东应占核心溢利	3,290	2,459	(25.3)	扣除其他收益/亏损及联营公司中裕能源(3663 HK)的汇兑亏损
每股盈利 (港币)	0.60	0.34	(43.3)	派息比率由 16.7% 上升至 44.1%
每股股息 (港币)	0.10	0.15	50.0	
利润率 (%)			变动 (百分点)	
毛利率	16.2	15.9	(0.3)	
经营利润率	11.6	8.7	(2.9)	
股东净利润率	7.6	5.1	(2.5)	
运营表现			增长 (同比%)	
天然气销售量 (百万立方米)				
- 城镇燃气	9,378	9,200	(1.9)	
- 居民用户	2,495	2,497	0.1	
- 工业用户	5,118	4,896	(4.3)	
- 商业用户	1,409	1,517	7.7	
- CNG/LNG 加气站	356	291	(18.3)	
- 管道与贸易	7,305	7,771	6.4	
合计	16,683	16,971	1.7	
天然气新增居民用户 ('000)				
- 城市燃气项目	1,344	999	(25.6)	
- 乡镇气代煤项目	186	53	(71.5)	
合计	1,529	1,052	(31.2)	
居民用户接驳费 (人民币/户)				
- 城市燃气项目	2,496	2,509	0.5	
- 乡镇气代煤项目	2,945	2,901	(1.5)	
天然气零售气价与毛差 (人民币/立方米)				
城镇项目平均售气价	3.25	3.21	(1.2)	
城镇项目平均采购价	2.71	2.64	(2.6)	
城镇项目平均毛差	0.54	0.57	5.6	

注：由于四舍五入，总和未必相等
来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 2：天然气销量假设

年结: 3 月 31 日 (百万立方米)	2022 年 (实际)	2023 年 (实际)	2024 年 (预测)	2025 年 (预测)	2026 年 (预测)	2023-2026 年 复合年增长率 (%)
城市与乡镇	21,919	23,004	23,326	23,966	24,874	2.6
- 同比增长 (%)	17.2	5.0	1.4	2.7	3.8	
其中:-						
- 居民用户	7,354	8,383	8,550	8,807	9,159	3.0
- 同比增长 (%)	20.4	14.0	2.0	3.0	4.0	
- 工业用户	10,804	11,212	11,155	11,211	11,323	0.3
- 同比增长 (%)	19.8	3.8	(0.5)	0.5	1.0	
- 商业用户	2,948	2,887	3,176	3,557	4,019	11.7
- 同比增长 (%)	15.7	(2.1)	10.0	12.0	13.0	
- CNG/LNG 加气站	812	523	444	391	372	(10.8)
- 同比增长 (%)	(20.7)	(35.6)	(15.0)	(12.0)	(5.0)	
居民用户占比 (%)	33.6	36.4	36.7	36.7	36.8	
工商用户占比 (%)	62.7	61.3	61.4	61.6	61.7	
管道与贸易	14,784	16,245	17,261	18,694	20,396	7.9
- 同比增长 (%)	18.2	9.9	6.3	8.3	9.1	
合计	36,703	39,249	40,588	42,660	45,270	4.9
- 同比增长 (%)	17.6	6.9	3.4	5.1	6.1	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

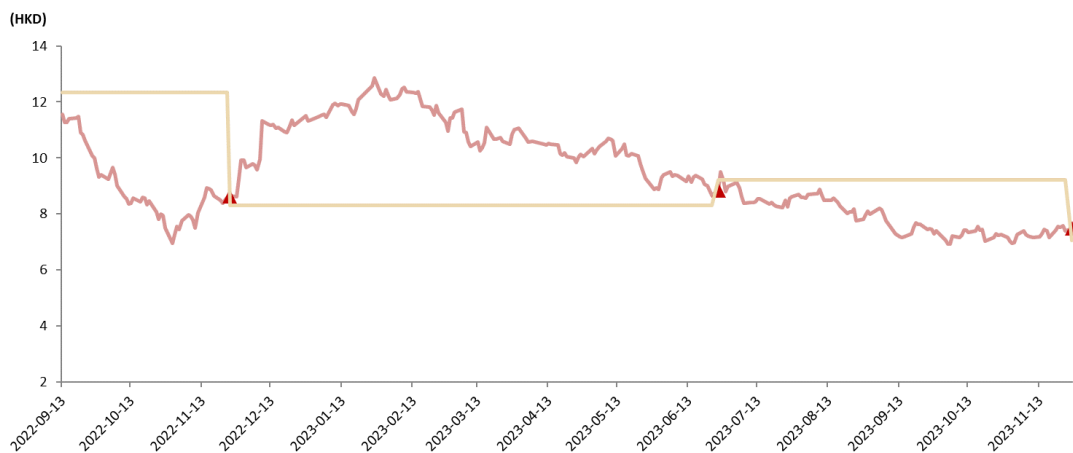
图表 3：财务摘要 (年结：3 月 31 日；港币百万元)

损益表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	现金流量表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
收入	88,225	91,988	92,519	98,380	105,743	经营活动现金流	9,876	10,027	11,153	9,980	11,321
销售成本	(72,486)	(79,954)	(80,110)	(84,800)	(91,035)	净利润	7,662	4,293	4,264	5,338	5,779
毛利	15,739	12,035	12,409	13,580	14,708	折旧与摊销	2,593	2,812	2,780	3,005	3,259
其他收入(不含利息收入)	1,096	1,073	1,110	1,082	1,163	营运资本变动	(1,679)	1,866	1,849	2,082	2,181
其它收益/(亏损)	(474)	345	(278)	177	190	其它	1,301	1,055	2,261	(446)	102
销售及分销成本	(2,861)	(2,950)	(2,961)	(3,148)	(3,384)	投资活动现金流	(12,205)	(7,507)	(5,720)	(8,008)	(8,809)
行政开支	(2,973)	(3,154)	(3,146)	(3,443)	(3,701)	资本性支出净额	(8,671)	(5,732)	(5,200)	(5,720)	(6,292)
经营利润	10,526	7,348	7,136	8,248	8,977	其它	(3,534)	(1,775)	(520)	(2,288)	(2,517)
利息收入	283	301	292	542	397	融资活动现金流	3,695	(1,414)	3,183	(7,442)	(4,317)
财务费用	(1,457)	(1,855)	(1,890)	(2,080)	(2,071)	股本变动	7,671	0	0	0	0
以股份为基础的开支	0	0	0	0	0	净债务变动	5,325	6,920	7,092	(284)	3,497
应占联营和合营公司利润	1,435	244	357	660	718	已派股息	(3,062)	(2,992)	(2,991)	(2,598)	(3,261)
税前利润	10,787	6,038	5,895	7,369	8,021	其它	(6,239)	(5,341)	(918)	(4,560)	(4,554)
所得税	(2,004)	(924)	(941)	(1,141)	(1,241)	净现金流	1,366	1,106	8,617	(5,471)	(1,805)
税后利润	8,783	5,114	4,953	6,229	6,780						
少数股东权益	(1,121)	(821)	(689)	(891)	(1,000)						
股东净利润	7,662	4,293	4,264	5,338	5,779						
息税折旧摊销前利润	14,836	10,706	10,565	12,455	13,351						
息税前利润	12,244	7,893	7,785	9,450	10,092						
每股盈利(港币)	1.39	0.80	0.78	0.98	1.06						
每股股息(港币)	0.55	0.50	0.51	0.59	0.64						
资产负债表	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测	主要财务指标	2022 年 实际	2023 年 实际	2024 年 预测	2025 年 预测	2026 年 预测
总资产	163,146	157,291	173,105	178,450	188,921	增长率(%)					
流动资产	55,423	52,220	61,358	58,582	59,856	收入	26.1	4.3	0.6	6.3	7.5
现金及现金等价物	10,011	10,439	19,356	14,185	12,680	毛利	(13.1)	(23.5)	3.1	9.4	8.3
短期银行存款	178	179	178	179	178	经营利润	(23.4)	(30.2)	(2.9)	15.6	8.8
应收账款	16,247	16,702	16,838	17,905	19,245	息税折旧摊销前利润	(15.9)	(27.8)	(1.3)	17.9	7.2
合约资产	17,138	12,707	12,953	13,773	14,804	息税前利润	(21.1)	(35.5)	(1.4)	21.4	6.8
存货	5,701	5,655	5,690	6,100	6,556	股东净利润	(26.9)	(44.0)	(0.7)	25.2	8.3
其它流动资产	6,148	6,538	6,343	6,441	6,392	每股盈利	(30.6)	(42.8)	(1.6)	25.2	8.3
非流动资产	107,723	105,071	111,747	119,868	129,065						
固定资产净额	68,065	66,891	72,720	79,432	87,013	利润率(%)					
联营和合营公司投资	22,886	22,291	22,870	23,759	24,715	毛利率	17.8	13.1	13.4	13.8	13.9
其它非流动资产	16,772	15,889	16,156	16,677	17,338	经营利润率	11.9	8.0	7.7	8.4	8.5
总负债	91,077	92,501	101,391	102,964	109,167	息税折旧摊销前利润	16.8	11.6	11.4	12.7	12.6
流动负债	54,287	51,780	66,751	56,731	59,201	息税前利润率	13.9	8.6	8.4	9.6	9.5
短期借款	22,143	21,908	35,516	23,735	23,735	股东净利润率	8.7	4.7	4.6	5.4	5.5
应付账款	21,079	19,557	20,354	21,644	23,263						
合约负债	9,443	9,080	9,252	9,838	10,574	净负债率(%)	72.5	85.6	74.4	78.5	82.0
其它流动负债	1,623	1,235	1,628	1,515	1,628						
非流动负债	36,790	40,721	34,640	46,233	49,966	其他(%)					
长期借款	33,986	38,103	31,587	43,085	46,582	实际税率	21.4	15.9	17.0	17.0	17.0
其它非流动负债	2,804	2,617	3,053	3,148	3,384	派息比率	39.5	62.7	65.0	60.1	60.2
权益总额	72,069	64,790	71,715	75,486	79,755	已动资本回报率	7.0	4.1	4.0	4.4	4.5
股东权益	63,578	57,901	64,135	67,016	70,284	平均净资产收益率	13.3	7.1	7.0	8.1	8.4
少数股东权益	8,491	6,890	7,579	8,470	9,470	平均资产收益率	5.0	2.7	2.6	3.0	3.1
权益及负债总额	163,146	157,291	173,105	178,450	188,921	利息覆盖倍数(倍)	8.4	4.3	4.1	4.5	4.9
净现金/(负债)	(46,119)	(49,572)	(47,748)	(52,634)	(57,637)						

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

历史建议和目标价

中国燃气 (384 HK): 股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博、中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2022/11/25	HK\$8.64	中性 (维持)	HK\$8.30
2	2023/6/26	HK\$8.85	中性 (维持)	HK\$9.22
3	2023/11/27	HK\$7.48	中性 (维持)	HK\$7.06

来源: 彭博、中泰国际研究部

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港中环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805