

买入

2024年06月27日

毛差有望进一步提升，盈利结构稳步改善

- 23/24 财年归母净利润下降 25.8%至 42.9 亿港元，全年派息同比持平：**公司 23/24 财年录得收入 814 亿港元，同比下降 11.5%。其中，管道燃气销售收入录得 524.4 亿港元，同比下降 8.9%；燃气接驳收入减少 29.4%至 40.1 亿港元，主要由于房地产市场疲软；LPG 销售收入下降 20.1%至 180 亿港元，主要由于 LPG 价格下降幅度较大；增值服务收入同比增长 5.8%至 36.5 亿港元。整体毛利率 13.9%，同比提升 0.8 个百分点，主要由于毛差改善。归母核心净利润同比下降 25.8%至 42.9 亿港元，扣除应收账款拨备及汇率等一次性或非经营性因素，公司经调整归母净利润同比持平。拟派末期股息每股 50 港仙，同比持平，全年派息率提升至 84.7%。
- 销气量增长 6.2%，毛差提升 19%至 0.5 元/m³：**期内公司天然气销气量为 417 亿方，同比增长 6.2%，其中居民、工业及商业用户销气量分别同比增长 3.4%、0.3%及 8.3%至 86.7 亿方、112.5 亿方及 31.3 亿方。城市与乡镇项目平均毛差为 0.50 元/m³，同比增加 0.08 元/m³，主要由于期内国家发布天然气上下游价格联动机制，部分城市已落实调价政策。随着更多城市实施联动机制，预计公司整体毛差有望进一步提升，利润率有望继续提升。
- 增值业务稳步增长，综合能源业务力争突破：**期内增值业务收入增长 5.8%至 36.5 亿港元，经营性利润增长 5.7%至 15.8 亿港元。主要由于公司优化传统产品结构，提升产品覆盖率，同时积极布局旧房改造、电器销售、家政服务、优选好物等领域，挖掘更多用户需求。综合能源业务方面，公司实现从 0 到 1 突破，综合能效已签约总装机容量 221.6MWH，其中工商业用户侧储能完成 112.7MWH，处于行业领先地位。
- 调整目标价至 8.75 港元，维持买入评级：**近两年来公司受新增居民接驳及毛差影响较大，但公司的盈利结构持续改善，期内公司的接驳业绩贡献逐步下降至 10.8%，而销气业绩贡献提升至 48.7%，成为公司的业绩主要来源。同时，通过加大回款力度等措施，公司经营性现金流增加 13.1 亿港元至 113.4 亿港元，自由现金流增加 17.7 亿港元至 42.9 亿港元，均达到历史最高水平，体现公司步入高效高质发展轨道。我们相信，未来随着各地价格联动机制的逐步实施，公司销气毛差有望继续改善。公司作为全国最大的燃气公司之一，将受益于天然气作为“双碳”目标下的重要过渡能源所带来的销气增量，再加上增值业务及综合能源新业务对主业的补充和延展的预期，我们预计公司未来三年公司收入分别为 859 亿/892 亿/922 亿港元，归母净利润为 43 亿/48 亿/50 亿港元，目标价 8.75 港元，相当于 24/25 财年的 11 倍 PE，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要资料

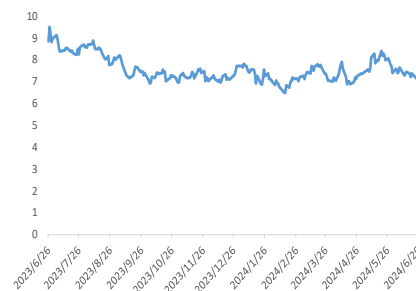
行业	燃气
股价	7.00 港元
目标价	8.75 港元 (+25%)
股票代码	384
已发行股本	54.4 亿股
总市值	380.5 亿港元
52 周高/低	8.88 港元/6.35 港元
每股净资产	11.28 港元
主要股东	北控集团•••23.43% 刘明辉•••18.85%

盈利摘要

截止3月31日财政年度	22/23实际	23/24实际	24/25预测	25/26预测	26/27预测
收入 (百万港元)	91,988	81,410	85,953	89,198	92,187
变动 (%)	4.3%	-11.5%	5.6%	3.8%	3.4%
归母净利润 (百万港元)	4,293	3,185	4,283	4,826	4,983
每股摊薄收益 (港元)	0.80	0.59	0.80	0.90	0.93
变动 (%)	-42.8%	-25.8%	34.5%	12.7%	3.2%
市盈率@7港元	8.8	11.8	8.8	7.8	7.6
每股派息 (港仙)	50.0	50.0	43.8	44.8	46.3
股息现价比率 (%)	7.14%	7.14%	6.25%	6.40%	6.61%

资料来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表						财务分析					
(港币) (千元), 财务年度截至3月31日						(港币) (千元), 财务年度截至3月31日					
	22/23 实际	23/24 实际	24/25 预测	25/26 预测	26/27 预测		22/23 实际	23/24 实际	24/25 预测	25/26 预测	26/27 预测
收入	91,988,445	81,410,133	85,952,610	89,198,447	92,186,756	增长					
毛利	12,034,675	11,304,123	12,746,638	13,872,253	14,334,381	总收入 (%)	4.3%	-11.5%	5.6%	3.8%	3.4%
其他收入	1,718,415	448,945	448,945	448,945	448,945	EBITDA (%)	-47.4%	-24.7%	30.6%	16.3%	2.6%
销售及分销费用	-2,950,007	-2,551,377	-2,693,737	-2,795,461	-2,889,114	摊薄每股收益 (%)	-42.8%	-25.8%	34.5%	12.7%	3.2%
行政开支	-3,153,578	-3,163,135	-3,339,630	-3,465,745	-3,581,853	盈利能力					
营业利润	7,649,505	6,038,556	7,162,216	8,059,992	8,312,358	毛利率 (%)	13.1%	13.9%	14.8%	15.6%	15.5%
财务开支	-1,855,358	-2,121,753	-1,719,052	-1,783,969	-1,843,735	EBITDA 率 (%)	5.5%	4.7%	5.8%	6.5%	6.5%
联营与合营公司	243,855	695,642	725,367	758,065	794,033	净利率 (%)	4.7%	3.9%	5.0%	5.4%	5.4%
税前盈利	6,038,002	4,612,445	6,168,531	7,034,088	7,262,656	营运表现					
所得税	-923,578	-759,558	-986,965	-1,195,795	-1,234,652	SG&A/收入 (%)	6.6%	7.0%	7.0%	7.0%	7.0%
少数股东应占利润	820,940	667,948	898,292	1,012,144	1,045,033	实际税率 (%)	15.3%	16.5%	16.0%	17.0%	17.0%
归母净利润	4,293,484	3,184,939	4,283,275	4,826,149	4,982,972	股息支付率 (%)	62.7%	84.5%	55.0%	50.0%	50.0%
折旧及摊销	2,812,164	2,910,497	2,894,358	3,008,947	3,146,953	财务状况					
EBITDA	5,081,196	3,823,701	4,993,226	5,809,110	5,959,438	净负债/权益	1.43	1.45	1.39	1.32	1.26
						收入/总资产	0.58	0.55	0.57	0.57	0.58
						盈利对利息倍数	4.12	2.85	4.17	4.52	4.51
资产负债表						现金流量表					
(港币) (千元), 财务年度截至3月31日						(港币) (千元), 财务年度截至3月31日					
	22/23 实际	23/24 实际	24/25 预测	24/27 预测	26/27 预测		22/23 实际	23/24 预测	24/25 预测	24/27 预测	26/27 预测
现金	10,438,990	8,094,336	11,805,475	13,547,990	14,484,766	除税前溢利	6,038,002	4,612,445	6,168,531	7,034,088	7,262,656
应收账款	16,702,411	15,519,598	15,041,707	14,717,744	14,288,947	融资成本	-1,855,358	-2,121,753	-1,719,052	-1,783,969	-1,843,735
存货	5,655,445	4,731,280	4,995,273	5,183,910	5,357,581	营运资金变化	1,866,180	2,375,126	2,327,916	1,103,769	1,117,885
其他流动资产	19,423,593	16,901,965	14,369,318	13,201,269	12,085,793	所得税	-1,613,916	-759,558	-986,965	-1,195,795	-1,234,652
总流动资产	52,220,439	45,247,179	46,211,773	46,650,913	46,217,087	营运活动现金流	10,027,284	11,206,709	10,716,044	10,273,031	10,616,777
固定资产	66,891,255	67,521,253	68,663,462	70,455,922	73,012,922	资本开支	-5,878,633	-6,172,565	-6,481,193	-6,805,253	-7,145,515
其他无形资产	6,831,445	6,322,904	6,389,102	6,241,615	6,092,657	其他投资活动	-1,628,660	-89,827	-98,810	-108,691	-119,560
其他长期资产	31,348,070	29,606,388	30,438,932	32,176,992	34,089,103	投资活动现金流	-7,507,293	-7,766,377	-6,593,951	-6,927,891	-7,279,023
总资产	157,291,209	148,697,724	151,703,269	155,525,442	159,411,769	银行贷款变化	6,919,823	-945,446	590,654	596,560	602,526
应付帐款	19,557,328	17,628,751	18,050,048	18,731,674	19,359,219	其他融资活动	-8,333,635	-4,839,540	-4,074,853	-4,197,044	-4,335,221
短期银行贷款	21,907,608	23,043,420	23,273,854	23,506,593	23,741,659	融资活动现金流	-1,413,812	-5,784,986	-3,484,200	-3,600,484	-3,732,695
其他短期负债	10,315,267	9,710,086	8,877,915	7,996,683	7,116,421	现金变化	1,106,179	-2,344,654	637,893	-255,344	-394,941
总短期负债	51,780,203	50,382,257	50,201,817	50,234,950	50,217,298	汇兑损失	-677,707	0	0	0	0
长期银行贷款	38,103,193	36,021,935	36,382,154	36,745,976	37,113,436	期初持有现金	10,010,518	10,438,990	8,094,336	11,805,475	13,547,990
其他负债	2,617,434	1,546,179	1,546,179	1,546,179	1,546,179	期末持有现金	10,438,990	8,094,336	11,805,475	13,547,990	14,484,766
总负债	92,500,830	87,950,371	88,130,151	88,527,105	88,876,913						
少数股东权益	6,889,795	6,819,698	7,717,990	8,730,134	9,775,167						
股东权益	57,900,584	53,927,655	55,855,129	58,268,203	60,759,689						
负债权益合计	157,291,209	148,697,724	151,703,269	155,525,442	159,411,769						

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。