

买入

2024年09月19日

毛差显著改善，大幅提升中期派息

- **2024H1 归母核心净利润同比增长 21.2%**：2024 年上半年公司实现营业收入 520.8 亿港元，同比增长 7.7%，其中燃气销售/接驳费/综合服务/设计及建设收入分别同比+11.0%/-29.1%/+20.3%/2.6%。整体毛利率为 18.6%，同比提升 0.4 个百分点，自 2020 年以来首次实现提升。实现股东应占溢利 34.6 亿港元，同比降低 2.5%，若剔除去年同期重庆燃气并表的一次性收益影响，则同比增长 21.2%。宣派中期股息每股 25 港仙，同比增加 66.7%。
- **天然气销气量增长 5.3%，单方毛差进一步修复至 0.54 元/方**：上半年天然气零售销气量达 209 亿方，同比增长 5.3%，其中居民/工业/商业销气量分别同比增长 7.0%/3.7%/8.1%。期内公司通过在香港设立天然气贸易公司、稳定三大油基本盘、拓展其他优质资源等举措丰富天然气自主资源池，优化气源成本，公司的整体毛差从 2023 年同期的 0.5 元/方提升至 0.54 元/方。随着上游成本的不断优化以及顺价政策的进一步开展，公司销气毛差有望持续改善。2023 年上半年公司新增接驳用户 105.6 万户，同比下降 22.6%，累计用户数达 5833 万户。
- **综合服务及综合能源业务增速显著**：公司期内综合服务业务收入增长 20.0%至 17.6 亿港元，分部溢利增长 22.1%至 7.6 亿港元。综合服务渗透率仍处于低位，预计随着公司持续深入推广，仍能保持较快发展速度。综合能源业务上半年实现收入 8.3 亿港元，同比增长 38.0%，毛利额增长 84.3%至 1.6 亿港元。期内综合能源新增签约 27 个分布式光伏项目及 28 个分布式能源项目，累计项目数分别达 208 个及 211 个。公司综合能源业务依托经营区域内大量的客户资源，聚焦分布式能源、分布式光伏及充电桩业务，布局“氢”、“碳”、“绿”、“储”等新业务发展方向，有望保持较快增速为公司带来新的盈利增长点。
- **调整目标价 32.60 港元，维持买入评级**：随着各地居民顺价的进一步开展，公司毛差水平将稳步提升，将有力支撑公司的业绩稳健增长。公司“双综”业务也能以较快速度保持增长。期内公司自由现金流大幅改善至 19.0 亿港元，得益于公司毛差大幅改善及资本开支减少 47.3%至 23.6 亿港元。预计公司未来资本开支将保持稳定，为公司持续的股东回报提供保障。我们预计 2024 年至 2026 年公司的收入分别为 1059 亿/1118 亿/1190 亿港元，归母净利润约 57 亿/62 亿/71 亿港元。给予目标价 32.6 港元，相当于 2024 年 13 倍 PE，维持买入评级。
- **风险因素**：销气量不及预期、顺价进展不及预期、新业务发展不及预期。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

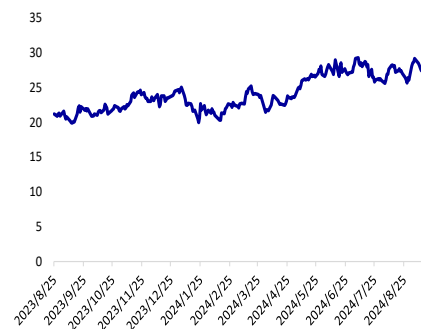
主要数据

行业	燃气
股价	28.15 港元
目标价	32.60 港元 (+16%)
股票代码	1193
已发行股本	23.14 亿股
市值	651.39 亿港元
52 周高/低	30.25/18.24 港元
每股净资产	19.33 港元
主要股东	华润集团 (61.46%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (千港元)	94,338,329	101,271,905	105,916,754	111,795,084	118,958,832
变动 (%)	18.5%	7.3%	4.6%	5.5%	6.4%
归母净利润 (千港元)	4,733,455	5,223,705	5,701,993	6,240,607	7,082,578
每股摊薄收益 (港元)	2.09	2.30	2.51	2.75	3.12
变动 (%)	-26.0%	10.4%	9.2%	9.4%	13.5%
市盈率@22.05港元 (倍)	10.6	9.6	8.8	8.0	7.1
每股派息 (港仙)	105.0	115.7	125.7	137.6	156.1
股息现价比率 (%)	4.8%	5.2%	5.7%	6.2%	7.1%

股价表现



资料来源：公司信息，第一上海预测

资料来源：彭博

主要财务报表

损益表

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日

	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
收入	94,338	101,272	105,917	111,795	118,959
毛利	18,082	18,452	20,580	21,921	23,865
其他收入	771	2,262	1,402	1,402	1,402
销售及分销费用	-6,303	-6,820	-7,027	-7,306	-7,655
行政开支	-3,883	-4,529	-4,631	-4,776	-4,963
营业利润	8,666	9,364	10,324	11,242	12,650
财务开支	-557	-941	-932	-939	-952
联营与合营公司	510	644	709	780	858
税前盈利	8,616	8,909	9,942	10,924	12,397
所得税	-2,307	-1,850	-2,237	-2,491	-2,827
少数股东应占利润	1,575	1,835	2,003	2,192	2,488
净利润	4,733	5,224	5,702	6,241	7,083
折旧及摊销	3,089	3,637	3,819	4,010	4,210
EBITDA	6,084	6,213	7,055	7,853	9,139
增长					
总收入 (%)	18.5%	7.3%	4.6%	5.5%	6.4%
EBITDA (%)	-33.1%	2.1%	13.6%	11.3%	16.4%
每股收益 (%)	-26.0%	10.4%	9.2%	9.4%	13.5%

资产负债表

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日

	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
现金	6,437	9,978	10,724	12,476	14,057
应收账款	17,042	20,896	22,986	25,284	27,813
存货	1,307	1,494	1,643	1,807	1,988
其他流动资产	3,286	3,085	3,716	4,732	6,493
总流动资产	28,073	35,454	39,069	44,300	50,351
固定资产	48,465	61,199	64,259	67,472	70,845
其他无形资产	4,821	9,935	10,683	11,493	12,371
其他长期资产	30,945	31,284	32,660	34,103	35,618
总资产	112,304	137,871	146,670	157,368	169,186
应付帐款	27,132	35,869	37,662	39,545	41,522
短期银行贷款	7,696	4,893	5,137	5,394	5,664
其他短期负债	11,492	10,348	10,861	11,902	13,046
总短期负债	46,320	51,109	53,660	56,841	60,232
长期银行贷款	10,021	17,279	19,007	20,908	22,999
其他负债	3,417	6,099	5,534	5,605	5,680
总负债	59,758	74,487	78,201	83,354	88,911
少数股东权益	13,238	22,611	24,615	26,807	29,295
股东权益	39,308	40,772	43,855	47,206	50,979
负债权益合计	112,304	137,871	146,670	157,368	169,186

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

财务分析

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日

	21年 实际	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
盈利能力						
毛利率 (%)	24.1%	19.2%	18.2%	19.4%	19.6%	20.1%
EBITDA 利率 (%)	11.4%	6.4%	6.1%	6.7%	7.0%	7.7%
净利率 (%)	8.0%	5.0%	5.2%	5.4%	5.6%	6.0%
营运表现						
SG&A/收入 (%)	12.0%	10.8%	11.2%	11.0%	10.8%	10.6%
实际税率 (%)	24.5%	26.8%	20.8%	22.5%	22.8%	22.8%
股息支付率 (%)	45.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%
库存周转	6.9	6.3	6.6	7.0	7.3	7.6
应付账款天数	158.1	129.9	158.1	161.1	160.6	159.4
应收账款天数	72.0	65.9	75.3	79.2	82.6	85.3
财务状况						
净负债/权益	1.26	1.52	1.83	1.78	1.77	1.74
收入/总资产	0.75	0.84	0.73	0.72	0.71	0.70
总资产/股本	2.57	2.86	3.38	3.34	3.33	3.32
盈利对利息倍数	27.42	15.56	9.95	11.08	11.97	13.29

现金流量表

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日

	21年 实际	22年 实际	23年 实际	24年 预测	25年 预测	26年 预测
EBITDA	9,092	6,084	6,213	7,055	7,853	9,139
融资成本	-382	-557	-941	-932	-939	-952
营运资金变化	2,424	1,132	6,735	7,697	8,383	8,641
所得税	-2,744	-2,307	-1,850	-2,237	-2,491	-2,827
营运活动现金流	8,390	4,351	10,157	11,583	12,806	14,002
资本开支	-6,432	-8,727	-4,294	-4,552	-4,822	-5,106
其他投资活动	-4,711	-3,622	-239	1,046	1,132	1,139
投资活动现金流	-11,143	-12,349	-4,533	-3,506	-3,690	-3,967
银行贷款变化	-1,911	18,319	3,989	-2,386	-2,197	-1,991
其他融资活动	-1,440	-10,703	-5,951	-4,945	-5,167	-6,464
融资活动现金流	-3,352	7,616	-1,962	-7,331	-7,364	-8,454
现金变化	-6,104	-382	3,662	746	1,752	1,580
汇兑损失	225	-744	-121	0	0	0
期初持有现金	13,442	7,563	6,437	9,978	10,724	12,476
期末持有现金	7,563	6,437	9,978	10,724	12,476	14,057

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。