

# 中国燃气 (00384.HK)

## 全国城市燃气龙头，居民气占比奠定高顺价弹性，盈利有望触底反弹 买入 (首次)

2024 年 11 月 22 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 谷玥

执业证书: S0600524090002

guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	FY2023A	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业总收入 (百万港元)	92423	81863	92308	96626	101265
同比(%)	4.31	(11.43)	12.76	4.68	4.80
归母净利润 (百万港元)	4293	3185	4017	4464	4914
同比(%)	(43.96)	(25.82)	26.12	11.12	10.09
EPS-最新摊薄 (港元/股)	0.79	0.59	0.74	0.82	0.90
P/E (现价&最新摊薄)	8.17	11.01	8.73	7.86	7.14

### 投资要点

■ **全国城市燃气龙头，盈利有望触底反弹。**公司于 2002 年成立，同年港股上市，2008 年起逐步发展液化石油气和增值服务业务，转变为综合能源供应服务商。2023/24 财年公司城镇管网售气量 235 亿方，占全国消费量 5.9%，龙头地位稳固。2023/24 财年公司归母净利润 31.85 亿港元，同比-25.82%，主要系受地产周期影响接驳业务量下滑；随 2023 年各地推动天然气顺价政策、公司挖掘接驳业务内生增长，盈利有望触底反弹。公司现金流良好，2023/24 财年净现比 2.94，股利支付率 85.3%，股息率 ttm7.74% (2024/11/20)，具备安全边际。

■ **城燃价差修复，接驳业务转向内生拓展。**1) 多地推行天然气顺价政策，2023/2024 公司毛差同比回升 0.08 元/方；积极签订 LNG 低价低波动长协，增强成本优势。2023 年起，我国加大力度推动居民端上下游联动机制的落地，联动机制更加完善。2023 年 2 月，国家发改委发布《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》，截至 2024 年 9 月底，全国有 163 个地级及以上城市进行了调价，占比 56%；平均上调幅度约 0.21 元/方。2023/24 公司毛差达 0.50 元/方，同增 0.08 元/方，盈利能力修复。公司积极签订 LNG 低价低波动长协，2022/23 财年公司子公司与三家美国 LNG 出口商签订采购量合计约 370 万吨/年的 LNG 长协，缓解单一国内气源带来的成本上涨压力，增强成本优势。2) 积极拓展接驳业务，2023/24 财年存量客户渗透率提至 71%。随着接驳业务增量放缓，公司积极开发存量客户的渗透率，2023/24 财年累计城市用户已达 5440 万户，城市用户渗透率提至 71%，带来内生增长。

■ **发掘增值业务和综合能源服务，打造公司第二增长极。**1) 全面布局增值业务，“壹品慧”计划分拆上市，品牌效应转换经济价值。增值服务业务分为传统城燃和壹品慧两个模块，公司积极发挥网络优势，利用原有的用户基础，创新性融合线上服务和线下资源。“壹品慧”采用域外拓展模式输出，目前已签约 50 余个域外燃气客户，与城燃主业协同发展。2) 落实绿色城市运营商战略，提供智慧化综合能源服务。公司投资建设优质工商业屋顶分布式光伏，并积极寻求业务合作方，推进 EPC+运维服务；合作成立零碳环境能源研究院，整合头部资源并利用全产业链优势，为政府打造双碳战略示范基地，为企业提供全面的碳管理体系建设服务；加强绿色交通业务布局，增加盈利贡献；积极开展售电业务，探索电力运营维护新模式。截至 2023/24 财年末，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。

■ **盈利预测与投资评级：**公司城燃项目提价顺畅，价差提升；积极布局国外长协资源获取成本优势。我们预计 FY2025-FY2027 公司归母净利润 40.17/44.64/49.14 亿港元，同比 26%/11%/10%，PE 8.7/7.9/7.1 倍 (2024/11/21)。首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**安全经营风险，天然气需求恢复不及预期，汇率波动

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(港元)	6.45
一年最低/最高价	5.78/8.43
市净率(倍)	0.65
港股流通市值(百万港元)	35,071.48

### 基础数据

每股净资产(港元)	9.92
资产负债率(%)	59.15
总股本(百万股)	5,437.44
流通股本(百万股)	5,437.44

### 相关研究

## 内容目录

1. 全国城市燃气龙头，跨区域综合能源供应服务商 .....	5
1.1. 天然气为主业，全业态发展.....	5
1.2. 围绕天然气布局业务版图，打造综合能源供应商.....	6
2. 能源业务：城燃价差修复、LPG 一体化发展.....	9
2.1 城燃价差修复，业务结构转好盈利可持续性增强 .....	9
2.1.1. 居民价差修复，盈利有望触底反弹.....	9
2.1.2. 业务结构变动，盈利可持续性增强.....	12
2.1.3. 天然气气源供应稳定，签订低价长协成本优势显现.....	14
2.2 液化石油气业务一体化稳定发展 .....	16
3. 发掘增值业务和综合能源服务，打造公司第二增长极 .....	19
3.1. 利用用户基础拓展增值业务，为公司发展注入新动力.....	19
3.2. 落实绿色城市运营商战略，提供智慧化综合能源服务.....	21
4. 盈利预测与投资评级 .....	22
5. 风险提示 .....	24

## 图表目录

图 1:	中国燃气发展历史.....	5
图 2:	截至 2024 年 9 月, 中国燃气股权结构.....	6
图 3:	2018/19-2023/24 财年公司主营业务收入 (亿港元) .....	6
图 4:	2018/19-2023/24 财年公司归母净利润 (亿港元) .....	6
图 5:	2018/19-2023/24 财年公司营业收入构成.....	7
图 6:	2018/19-2023/24 财年公司各分部利润占比.....	7
图 7:	2018/19-2023/24 财年公司各业务分部利润率.....	7
图 8:	2018/19-2023/24 财年销售毛利率&销售净利率.....	7
图 9:	2018/19-2023/24 财年费用率趋于平稳.....	7
图 10:	2018/19-2023/24 财年公司杜邦分析.....	8
图 11:	2018/19-2023/24 财年公司资本开支 (亿港元) .....	8
图 12:	2018/19-2023/24 财年公司现金流 (亿港元) .....	8
图 13:	2018/19-2023/24 财年净现比回升.....	9
图 14:	2018/19-2023/24 财年股利支付率稳步提升.....	9
图 15:	2018/19-2023/24 财年公司燃气用户结构.....	9
图 16:	2018/19-2023/24 财年公司城镇管网用户结构.....	9
图 17:	2018/19-2023/24 财年公司用户用气量 (亿方) .....	10
图 18:	上下游联动机制三阶段.....	10
图 19:	2018/19-2023/24 售气价格及毛差情况 (元/方) .....	11
图 20:	截至 2024M9, 全国天然气顺价政策推行情况.....	11
图 21:	2018/19-2023/24 财年接驳业务新增用户下滑.....	13
图 22:	2018/19-2023/24 财年燃气销售和接驳占比情况.....	13
图 23:	2018/19-2023/24 公司新接驳居民用户.....	13
图 24:	2018/19-2023/24 财年公司新接驳工商业用户.....	13
图 25:	2018/19-2023/24 财年公司累计居民用户结构.....	14
图 26:	2018/19-2023/24 财年公司城市用户渗透率.....	14
图 27:	2015/16-2023/24 财年公司应收款项情况.....	14
图 28:	近三财年公司天然气采购与销售情况对比.....	15
图 29:	2022/23 财年公司国内气源采购量 (亿方) .....	15
图 30:	2018/19-2023/24 财年公司管道建设情况.....	15
图 31:	2018/19-2023/24 财年公司供气能力情况.....	15
图 32:	2021/4-2024/11 各地天然气价格指数.....	16
图 33:	2018/19-2022/23 财年液化石油气采购和销售情况.....	17
图 34:	2018/19-2022/23 财年 LPG 价差变动.....	17
图 35:	2018/19-2023/24 财年 LPG 利润及分部利润率.....	17
图 36:	公司 LPG 业务上下游一体化.....	18
图 37:	增值业务四大中心、七大模块.....	19
图 38:	增值业务两大板块.....	19
图 39:	2018/19-2023/24 财年增值业务营收状况.....	20
图 40:	2018/19-2023/24 财年增值业务利润率上升.....	20
图 41:	“壹品慧”产品和服务一览.....	21
图 42:	综合能源服务项目成绩.....	21

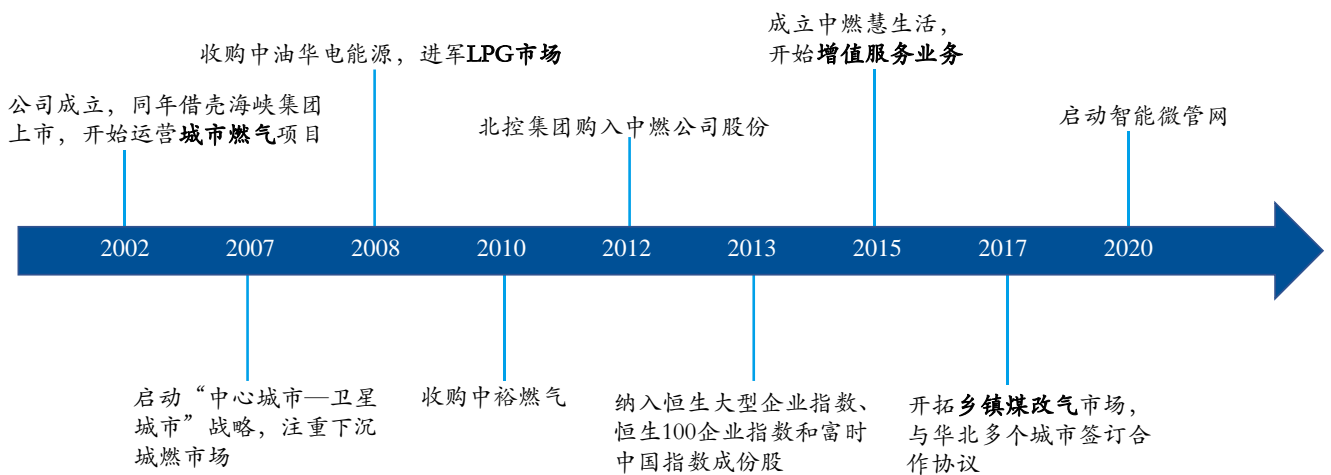
图 43: D + E 碳表体系助力双碳业务发展.....	21
表 1: 湖北省新旧联动政策对比.....	11
表 2: 2023/24 财年中国燃气长协梳理 .....	16
表 3: 2022/23 财年公司前五大 LPG 供应商 .....	18
表 4: 增值业务“网格私域零售”模式.....	20
表 5: 中国燃气各业务营收&分部利润预测（亿港元） .....	22
表 6: 中国燃气及其可比公司对比（估值日期：2024/11/21） .....	24

## 1. 全国城市燃气龙头，跨区域综合能源供应服务商

### 1.1. 天然气为主业，全业态发展

**燃气龙头，构建三大业务场景。**中国燃气于 2002 年成立，同年借壳海峡集团在港股上市，积极布局中国内陆城市燃气项目，并在此后明确“中心—卫星城市”的发展战略，兼顾城燃项目数量和区域项目覆盖密度。2008 年，公司收购当时中国液化石油气最大分销商中油华电能源，持有其 83% 的股权，进军液化石油气领域。2015 年公司整合品牌、渠道和客户等要素资源，打造“中国燃气·慧生活”品牌，将主营业务产业链条延伸到增值服务，公司定位从单纯的燃气用户开发商和燃气销售商转向以燃气业务为基础的综合运营服务商。目前公司业务可分为天然气、液化石油气和增值服务三大类，成功构建了以管道天然气业务为主导，液化石油气、液化天然气、车船燃气、丙烷微管网、氢能开发利用、低碳综合能源服务、能源互联网运营、燃气设备及厨房用具制造、网格电商并举的全业态发展结构。**2023/24 财年公司城镇管网售气量 235 亿方，占全国消费量约 5.9%，龙头地位稳固。**

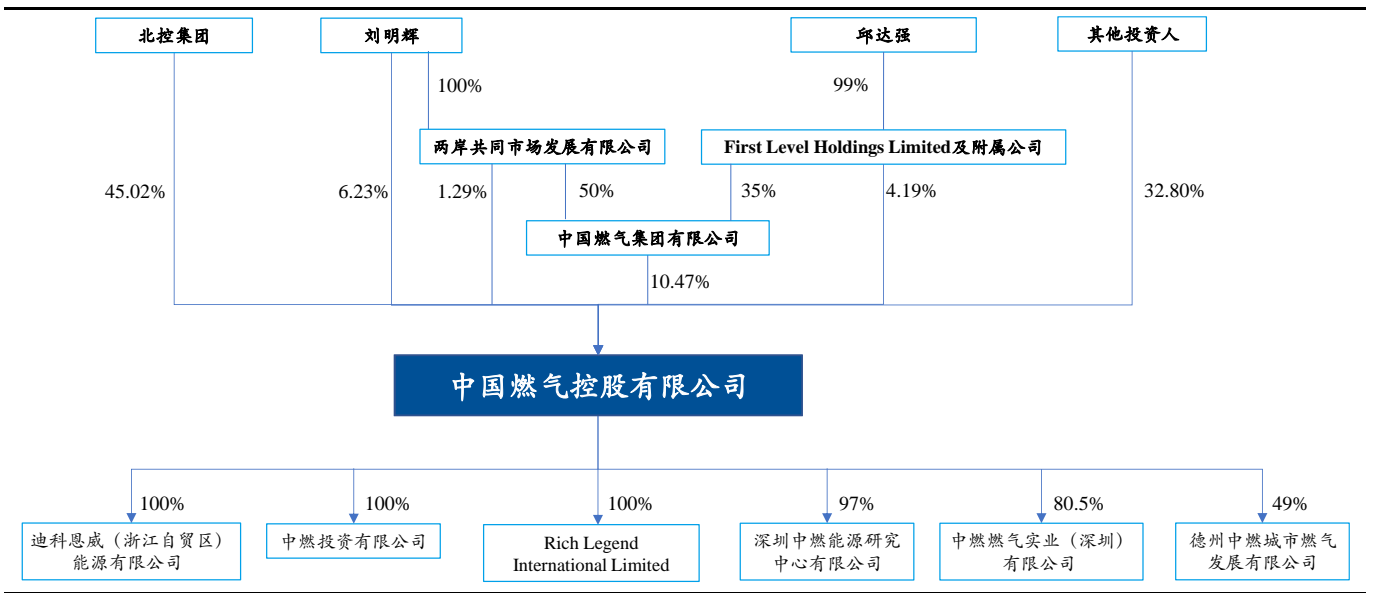
图1：中国燃气发展历史



数据来源：公司官网，公司公告，东吴证券研究所

**股权结构呈现分散性和国际化的特点。**截至 2024 年 9 月，北控集团及其附属公司合计持有公司 45.02% 的股权；创始人刘明辉合计持有公司 12.75% 的股权，其中直接持有股权 6.23%，通过两岸共同市场及中燃集团持有股权 6.52%；美国资本集团合计持有公司 7.85% 的股权。公司股权分散，国际股东为公司国际业务的发展奠定基础。

图2: 截至 2024 年 9 月, 中国燃气股权结构

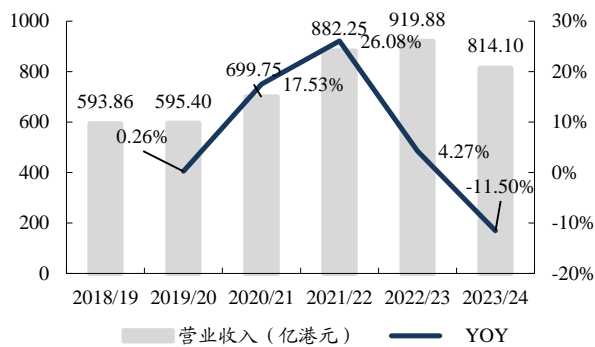


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 1.2. 围绕天然气布局业务版图, 打造综合能源供应商

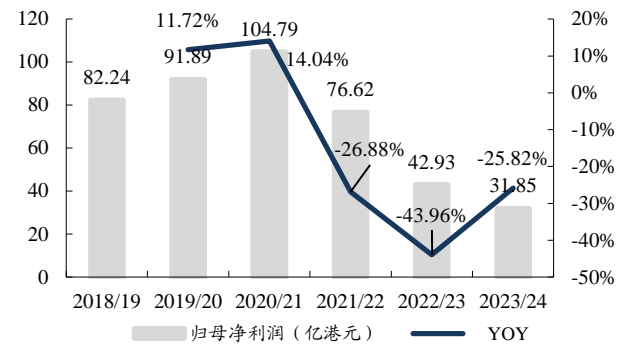
以天然气为核心, 构建多样化业务结构。2023/24 财年公司主营收入达 814.10 亿港元, 同比减少 11.50%; 归母净利润降幅缩窄, 2023/24 财年为 31.85 亿港元, 同比下降 25.82%。管道燃气销售、增值服务和燃气接驳是公司的三大主要业务, 2023/24 财年在分部利润中分别占比 47.2%、24.4%、10.5%。2023/24 财年归母净利润的下降主要系燃气接驳、工程建设的利润下滑, 分部利润分别同比下降 29.8%、12.1%; 同时公司就贸易应收账款及合约资产进行 6.86 亿港元的减值。

图3: 2018/19-2023/24 财年公司主营业务收入(亿港元)



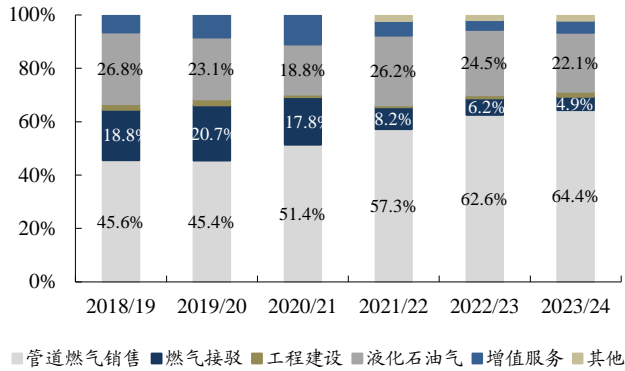
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 2018/19-2023/24 财年公司归母净利润(亿港元)



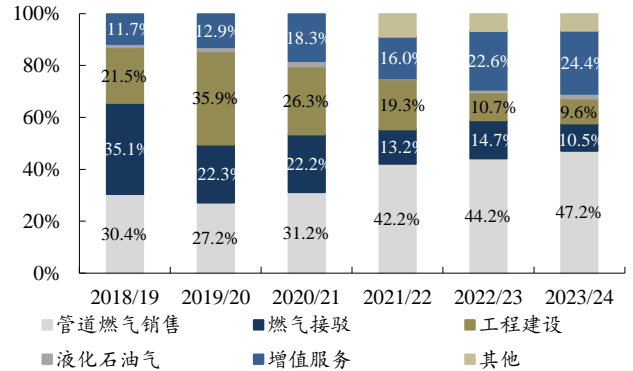
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5：2018/19-2023/24 财年公司营业收入构成



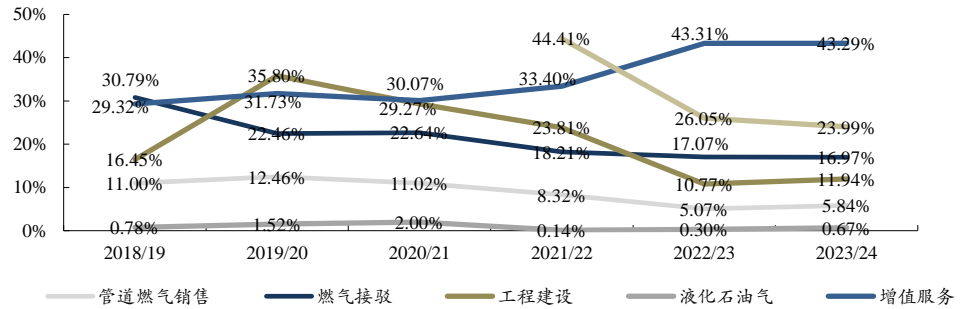
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图6：2018/19-2023/24 财年公司各分部利润占比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

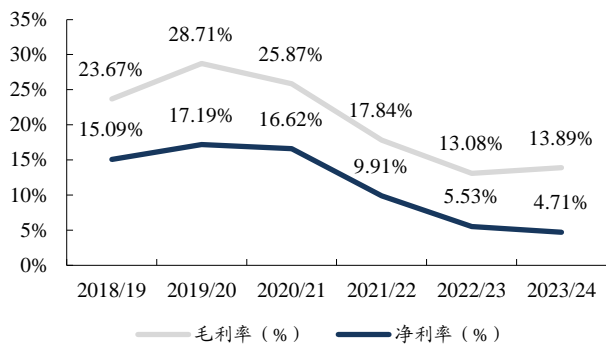
图7：2018/19-2023/24 财年公司各业务分部利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

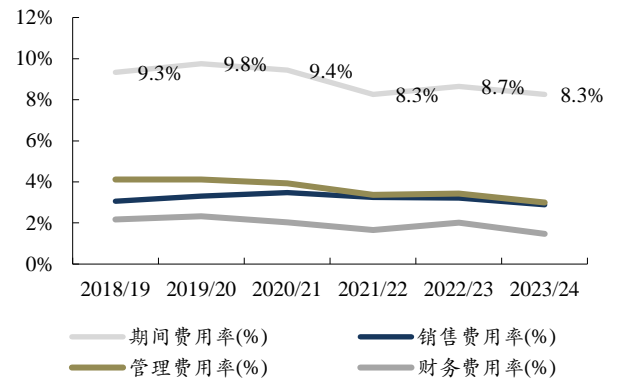
费用管控较为稳定。2019/20 财年公司毛利率开始下降，销售净利率变化趋势与之相同，2023/24 财年公司销售净利率为 4.71%，销售净利率的下降主要是由于高毛利接驳业务占比下降。2018/19-2023/24 财年，公司各项期间费用都较为稳定。2020/21 财年开始公司 ROE 水平下降，主要与公司销售净利率下滑有关。

图8：2018/19-2023/24 财年销售毛利率&销售净利率



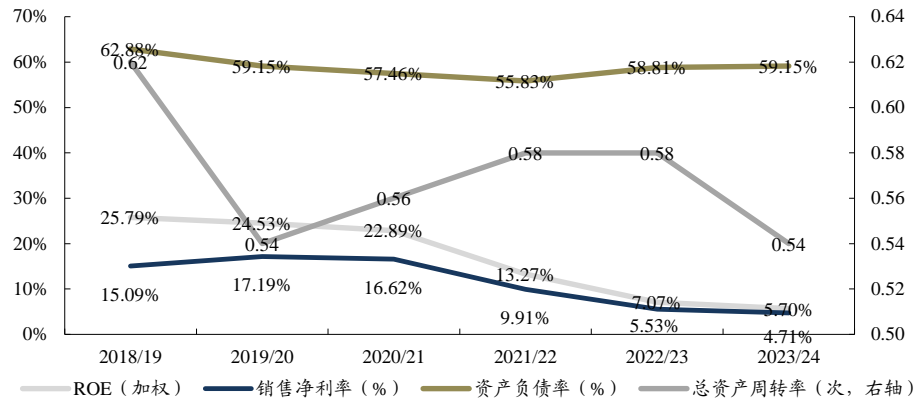
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图9：2018/19-2023/24 财年费用率趋于平稳



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

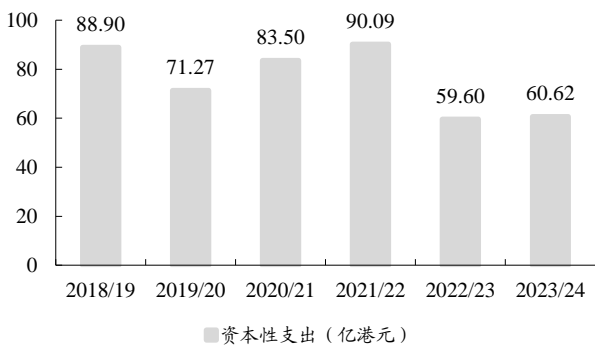
图10: 2018/19-2023/24 财年公司杜邦分析



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

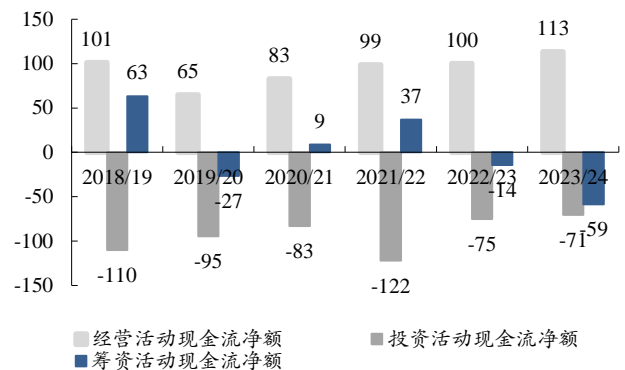
**严格控制资本开支, 资本开支与现金流良好匹配。**2018-2021 财年公司的资本开支维持在 70 亿元上下, 近年来公司启动智能微管网项目, 更加注重轻资产投资, 无需建设高中压管道, 因此资本开支有限。随着业务的多样化拓展, 公司的经营活动现金流净额趋势向好, 自 2019/20 财年起稳定攀升, 2021/22 财年超过资本性支出; 于 2023/24 财年达到 113 亿港元, 实现现金流与资本开支的良好匹配。

图11: 2018/19-2023/24 财年公司资本开支 (亿港元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图12: 2018/19-2023/24 财年公司现金流 (亿港元)

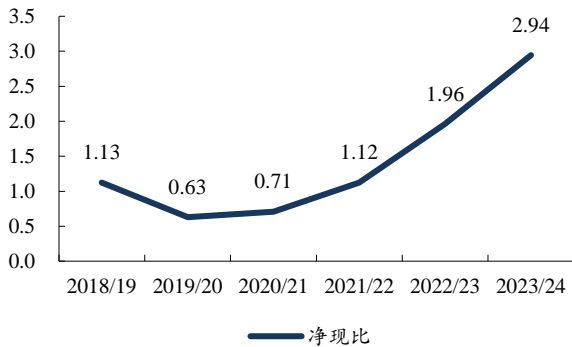


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**加大分红力度, 2023/24 财年股利支付率达到 85.3%。**受益于公司燃气业务良好的商业模式、逐渐加快农村“气代煤”的回款进度, 公司的净现比自 2021 年起稳步回升, 2023/24 财年达到 2.94, 为公司带来充足的现金流; 同年, 公司加大分红力度, 股利支付率达到 85.3%。

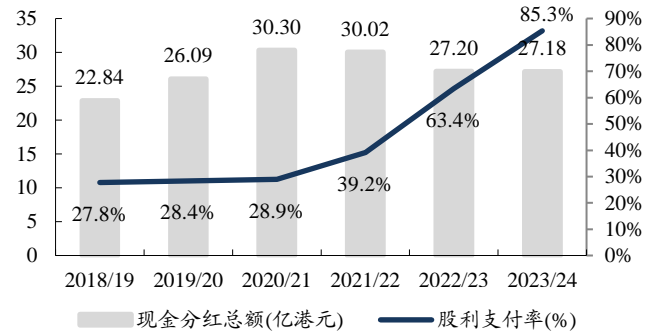


图13: 2018/19-2023/24 财年净现比回升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2018/19-2023/24 财年股利支付率稳步提升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

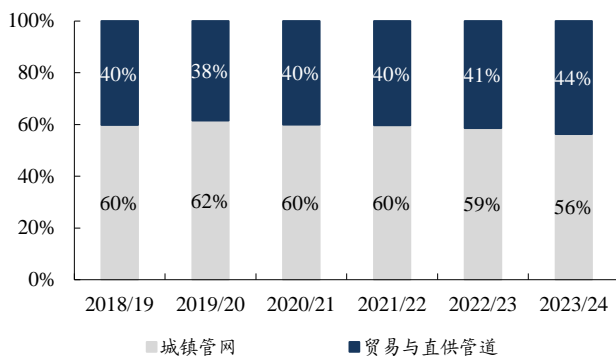
## 2. 能源业务: 城燃价差修复、LPG 一体化发展

### 2.1 城燃价差修复, 业务结构转好盈利可持续性增强

#### 2.1.1. 居民价差修复, 盈利有望触底反弹

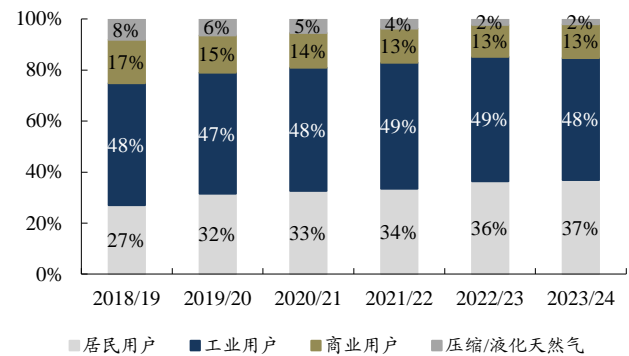
用户用气量不断攀升, 用户基础良好。2018/19 财年以来公司总体用户结构较为稳定, 城镇管网和贸易与直供管道占比分别在 60%和 40%上下浮动, 2023/24 财年城镇管网用气量达到 235.10 亿方, 贸易与直供管道用气量达到 181.90 亿方。就公司城镇管网用户结构来说, 自 2017 年以来公司积极开展“气代煤”项目, 使得居民用户占比呈上升趋势, 而商业用户和压缩/液化天然气占比不断压缩, 2023/24 财年工业用户占 48%, 居民用户占 37%, 商业用户占 13%。公司拥有稳定的用户基础, 为业务开展提供了重要资源。

图15: 2018/19-2023/24 财年公司燃气用户结构



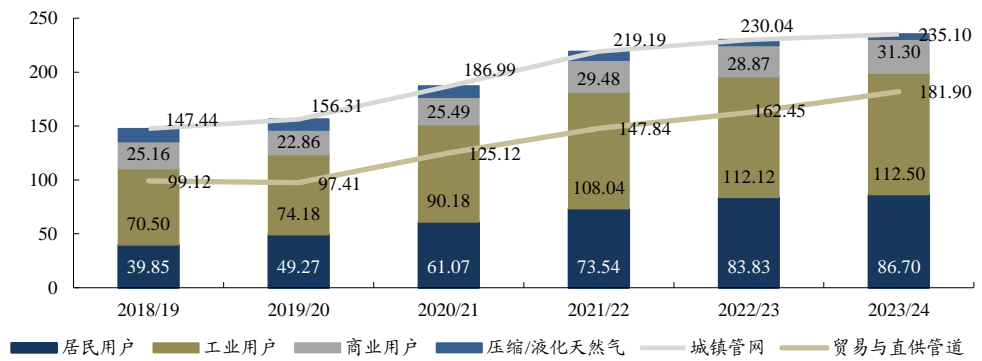
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图16: 2018/19-2023/24 财年公司城镇管网用户结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图17: 2018/19-2023/24 财年公司用户用气量 (亿方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

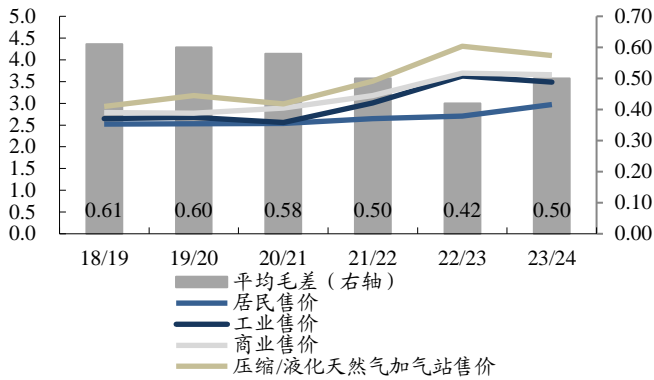
**多地推行天然气顺价政策, 2023/2024 公司毛差同比回升 0.08 元/方。**我国始终在推动天然气市场的改革, 2007-2016 年处于探索阶段。2017 年起非居民用气的上下游联动机制加速落地, 居民用气的价格联动较为克制。公司的居民用户销售价格在四类用户中最低, 2022/23 财年为 2.71 元/方, 同时上游居民用气供应不足, 以高价的工商业用气弥补居民用气的缺口加剧了公司成本压力, 2022/23 财年公司天然气毛差下滑 0.08 元/方。2023 年起, 我国加大力度推动居民端上下游联动机制的落地, 联动机制更加完善。2023 年 2 月, 国家发改委发布《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》, 我们梳理了全国地级以上城市的气价政策, 截至 2024 年 9 月底, 全国有 163 个地级及以上城市进行了调价, 占比 56%; 平均上调幅度约 0.21 元/方。顺价之后公司成本与一个地区内所有燃气公司燃气采购加权平均价格挂钩, 各燃气公司有动力将采购成本降至平均成本线以下, 有望扭转以往天然气采购成本不断上浮而售价难以相应上涨的局面, 天然气采购价波动对公司毛差的不利影响将减弱。2023/24 公司毛差达 0.50 元/方, 同增 0.08 元/方, 盈利能力修复。

图18: 上下游联动机制三阶段



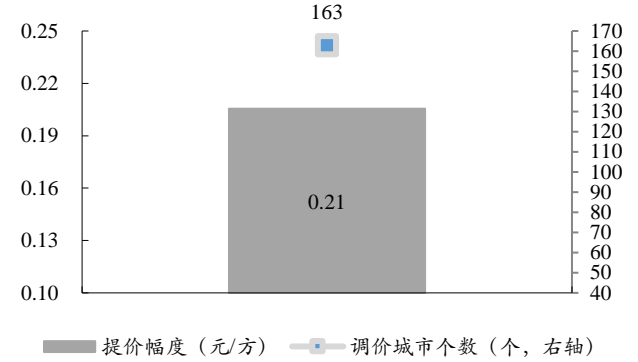
数据来源: 发改委, 中国政府网, 界面新闻, 财新周刊, 东吴证券研究所

图19: 2018/19-2023/24 售气价格及毛差情况 (元/方)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图20: 截至 2024M9, 全国天然气顺价政策推行情况



数据来源: 各地政府网站, 东吴证券研究所

联动机制的改进主要体现在联动范围扩大、联动周期缩短、联动公式挂钩价格由门站价改为综合采购价、联动程序简化等方面。2023年6月, 湖北省发布了完整的天然气价格联动政策文件《发改委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知》, 我们以湖北省为例, 通过对比新旧政策发现新政策主要调整了以下四点:

- **联动范围:** 2023年新机制将居民用气新增纳入联动范围。
- **联动周期:** 非居民用气按照季度/月度联动 (旧政策一年调三次, 分别在旺季、淡季和平季); 非居民用气联动周期原则上不超过一年。
- **联动公式:** 联动挂钩价格从门站价变为采购价, 仍然允许追溯调整。
- **联动程序:** 简化听证程序, 依据已经生效实施的联动机制制定具体价格水平时, 可以不再开展定价听证, 价格主管部门可直接调整销售价格。

表1: 湖北省新旧联动政策对比

	2023年新联动机制	旧联动机制
联动范围	各地终端销售价格与 <b>燃气企业采购价格(含运输费用)</b> 实行联动。采购价格按照同一区域内燃气企业采购的 <b>全部气源加权平均价格</b> 确定, 包括管道、液化、压缩天然气等。 当合同外气源采购价格对本地区终端销售价格影响较大时, 可按照用户自愿委托的原则, 对合同外购气量实行代购代销价格政策, 其购销价差不得高于配气价格。	国家放开居民用天然气销售价格前, 非居民用天然气销售价格先行与门站价格实行联动。 天然气门站价格由国务院价格主管部门管理, 居民、非居民用天然气门站价格逐步并轨。
联动周期	<b>非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动;</b> <b>居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年,</b> 用气淡旺季价差较大的可按半年或区分淡旺季联动。	天然气销售价格由经营销售业务的企业按 <b>旺季、淡季和平季</b> 三个浮动周期的门站价格变动情况调整, 原则上一个浮动周期一价。

**价格联动调整额度** = (本期**加权平均采购价格**-上期加权平均采购价格) / (1-**供销差率**) ± 上期应调未调金额及偏差金额

**联动公式** 【首次建立联动机制时】终端销售价格 = 加权平均采购价格 + 配气价格

【联动机制建成后】**终端销售价格 = 上期终端销售价格 + 价格联动调整额度**

**供销差率**: 原则上按照新建管网 4.5%; 运行 3 年(含)以上的管网 3.5% 确定。

**联动方式** 终端销售价格根据采购价格变动相应调整, **不设置联动启动条件**。各地可结合实际确定终端销售价格与上期实际采购价格或当期预测采购价格进行联动。同时**建立偏差校核机制, 对预测采购价格与实际采购价格的差异部分, 纳入后期联动统筹考虑**。

**联动幅度限制** 居民用气终端销售价格原则上单次上调不超过每立方米 0.5 元, 未调金额纳入下一联动周期统筹考虑。居民气价历史积累矛盾较大的, 应明确调整目标, 分周期逐步调整到位。

居民用气价格下调及非居民用气价格调整幅度不限。配气价格调整时, 终端销售价格相应调整, 不受联动机制限制; 国家和省对天然气价格调整另有政策规定的, 不受联动机制限制。

**联动程序** 天然气上下游价格联动由各地按照价格管理权限实施。建立或调整居民天然气价格联动机制应严格履行听证程序, **依据已经生效实施的联动机制制定具体价格水平时, 可以不再开展定价听证**。

各地可综合考虑当地气源特点、用户结构和市场状况, 合理优化实施联动的工作流程, 报经当地人民政府同意后, 可在规定调整金额或幅度内, **由价格主管部门按机制直接调整销售价格**。

**价格联动额** = [计算期**平均单位门站价格**(含税) - 基期平均单位门站价格(含税)] / (1-**管网输配气损耗率**)

**实施联动后的销售价格** = 基期价格 + 价格联动额

**管网输配气损耗率**: 原则上省内短途管道不得高于 0.5%、配气管网不得高于 3% 确定。

武汉市: 当上游非居民用气源购进价格(综合加权平均采购价格)变动达到或超过每立方米 0.1 元时, 启动联动机制。

旺季上浮销售价格时, 经营企业应考虑用户承受能力、淡旺季平衡以及当地政府价格调控要求等因素, 适当降低联动额度。淡季和平季销售价格下浮幅度不限。

对应调未调产生的差额, 可在之后的淡季、平季或者未来年度逐步消化。武汉市: 当上游非居民用气源购进价格变动低于 0.1 元/方时不作调整, 纳入下次调整累加或冲抵。放开居民用天然气销售价格之前, 各地可对配气成本按合理比例在居民用气和非居民用气间分配。分配的具体办法由市、州价格主管部门制定。

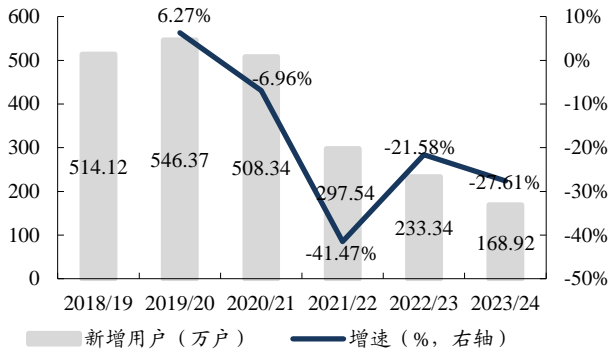
实行销售价格与门站价格联动后, 天然气销售价格由经营企业按照本办法相关规定调整, 并提前 15 日向社会公告。居民生活用天然气应当建立阶梯价格制度并按规定进行听证。最终天然气销售价格需召开价格听证会后确定。制定或调整省内短途管道运输价格、配气价格, 由价格主管部门动态实施, 也可由经营企业向价格主管部门提出申请。

数据来源: 湖北省发改委, 湖北日报, 东吴证券研究所

### 2.1.2. 业务结构变动, 盈利可持续性增强

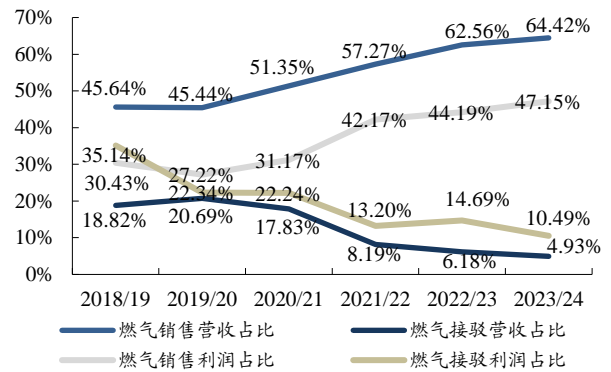
**接驳业务占比下滑, 营利可持续性增强**。管道燃气销售和燃气接驳是公司天然气业务的两大重要部分。相比于每年稳定运行的燃气销售业务, 燃气接驳业务可持续性较差。自 2017 年公司开拓乡镇煤改气市场后, 燃气接驳新用户增速维持在较高的水平, 燃气接驳收入在公司营业收入中占比也逐年攀升。2021/22 财年后由于疫情对安装工程的负面影响以及房地产周期下行, 新接驳用户数量大幅减少, 接驳业务在公司分部利润中的占比也从 2020/21 财年的 29.5%, 下降到 2023/24 财年的 10.49%。在公司减轻对接驳业务依赖的同时, 更稳定的燃气销售业务规模上升较快, 2023/24 财年分部利润占比上升至 47.15%。**公司业务结构的变动使盈利稳定性增强, 为未来可持续性发展奠定基础**。

图21: 2018/19-2023/24 财年接驳业务新增用户下滑



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

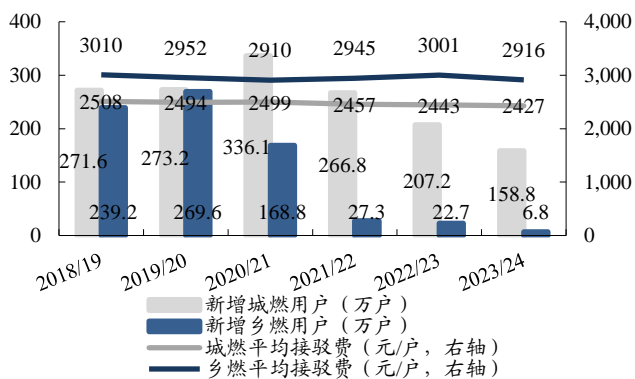
图22: 2018/19-2023/24 财年燃气销售和接驳占比情况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

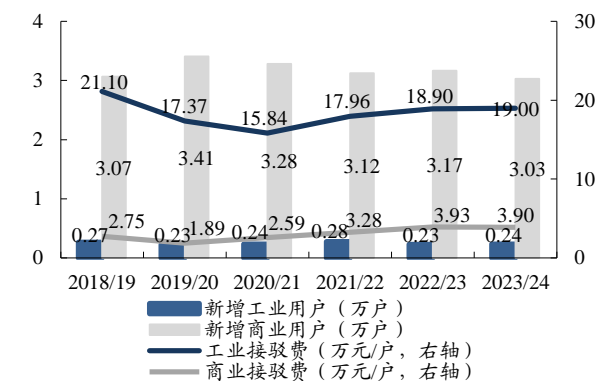
接驳业务拓展转向内生增长, 城市用户渗透从2020/21财年的60.81%提至2023/24财年的70.88%。公司接驳业务用户可分为居民用户和工商业用户两类, 2021/22财年后公司接驳业务新增用户的下滑主要体现为新增居民用户的下滑, 其中乡镇燃气接驳项目用户新增数量下降更为明显, 2023/24财年新增乡镇用户从2020/21财年的168.8万户下降到6.8万户; 公司工商业新增接驳用户数量较稳定, 因此在居民用户增速放缓的情况下, 其对接驳业务的利润贡献更为突出。由于乡镇接驳项目主要是“气代煤”带来的业务, 因此华北地区煤改气项目接近尾声对其影响较大, 同时房地产市场持续承压也使接驳业务难以保持快速增长。随着接驳业务增量放缓, 公司积极开发存量客户的渗透率, 2023/24公司可接驳城市用户5440万户, 城市用户渗透率达到70.88%, 为公司带来内生增长, 渗透率仍存在进一步增长空间, 公司在城市接驳项目上的利润潜力有望释放。

图23: 2018/19-2023/24 公司新接驳居民用户



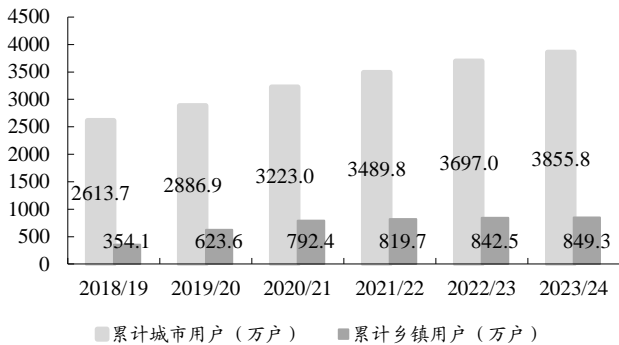
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图24: 2018/19-2023/24 财年公司新接驳工商业用户



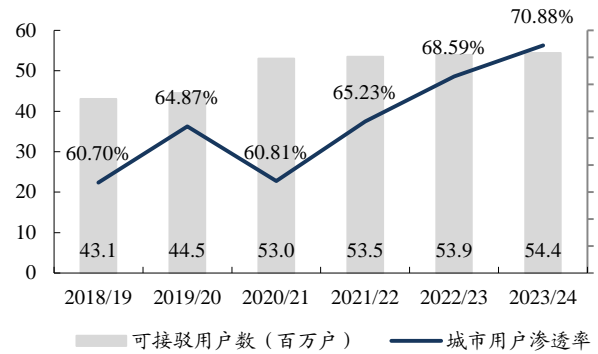
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图25: 2018/19-2023/24 财年公司累计居民用户结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

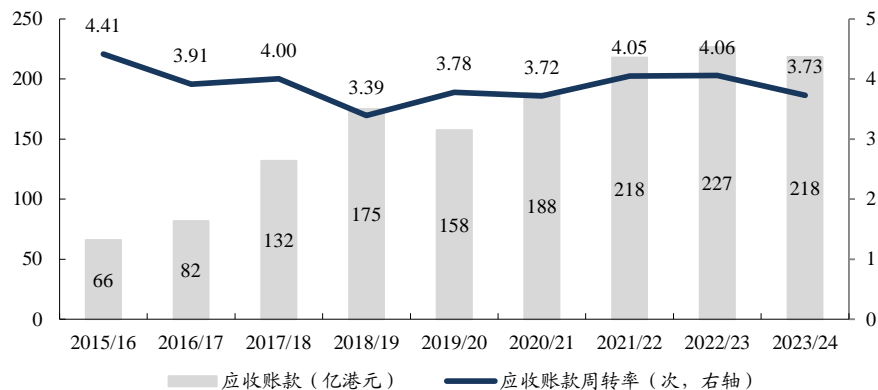
图26: 2018/19-2023/24 财年公司城市用户渗透率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**应收账款回款情况好转, “气代煤”业务回款加速。**公司自2017年起拓展“气代煤”业务, 该业务回款较慢, 应收账款快速增加, 应收账款周转率呈下行趋势; 随着公司“气代煤”业务增长放缓, 2021/22 财年应收账款周转率出现回升, 应收账款情况好转。据公司2022/23 财年业绩材料披露, 农村“气代煤”应收账款大幅减少46.1%至53.9亿港元, 2023/24 中报进一步减少至41.1亿港元。

图27: 2015/16-2023/24 财年公司应收款项情况



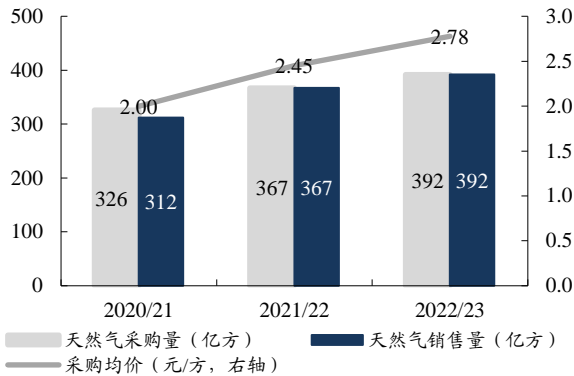
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 2.1.3. 天然气气源供应稳定, 签订低价长协成本优势显现

公司上游供应商主要为中石油等大型国有企业, 上游采购集中度较高。公司与上游供应商建立了长期合作关系, 并签订了“照付不议、照供不误”的长期供气协议。近三财年, 公司业务规模增长推动天然气采购量不断增长, 天然气的采购量和销售量基本匹配。2022/23 财年采购量和销售量基本维持在同一水平, 中石油供应量为180.32亿方,

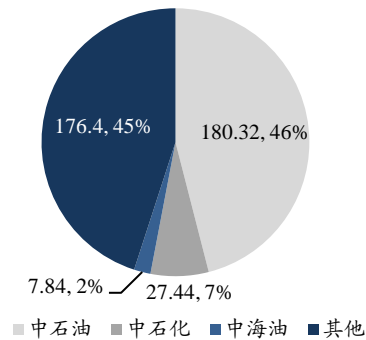
采购量占比 46%，是公司在国内最大的气源供应商。受全球能源供需结构影响，2020/21-2022/23 财年公司采购价格呈上涨趋势，2022/23 财年天然气采购均价（不含税）为 2.78 元/立方米，但居民端顺价政策的推行可以使得公司的燃气项目更容易转嫁上游天然气成本，预期价差修复后将维持稳定。

图28：近三财年公司天然气采购与销售情况对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

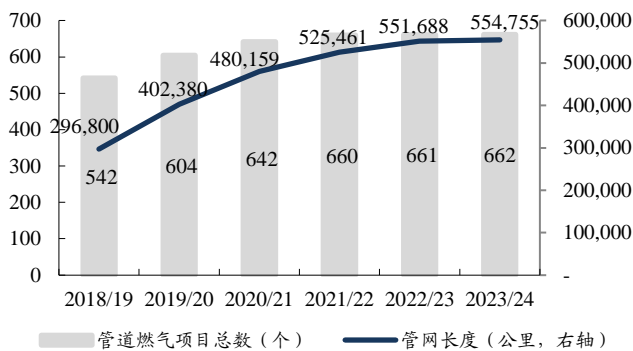
图29：2022/23 财年公司国内气源采购量（亿方）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

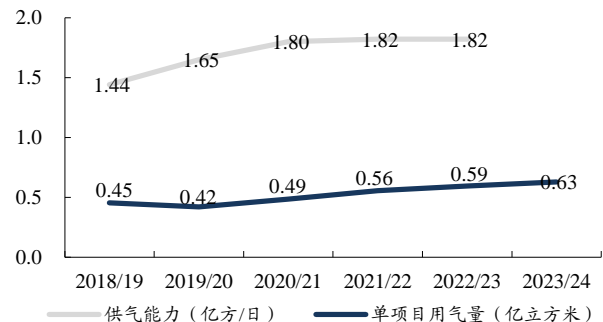
**公司中游资产运营能力稳定提升，保障公司燃气业务平稳运行。**公司管道燃气项目数量及管网长度持续保持增长状态，截至 2023/24 财年，公司累计取得 662 个拥有专营权的管道燃气项目，并拥有 32 条天然气长输管道、516 座压缩/液化天然气汽车加气站、1 个煤层气开发项目及 119 个液化石油气分销项目，公司管网长度达到 554,755 公里，为天然气的稳定输送供应提供了基础。在公司管道燃气项目用气量增加的同时，公司的供气能力也在稳步提升，2022/23 财年达 1.82 亿立方米/日，保障公司天然气业务发展。

图30：2018/19-2023/24 财年公司管道建设情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：2018/19-2023/24 财年公司供气能力情况



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

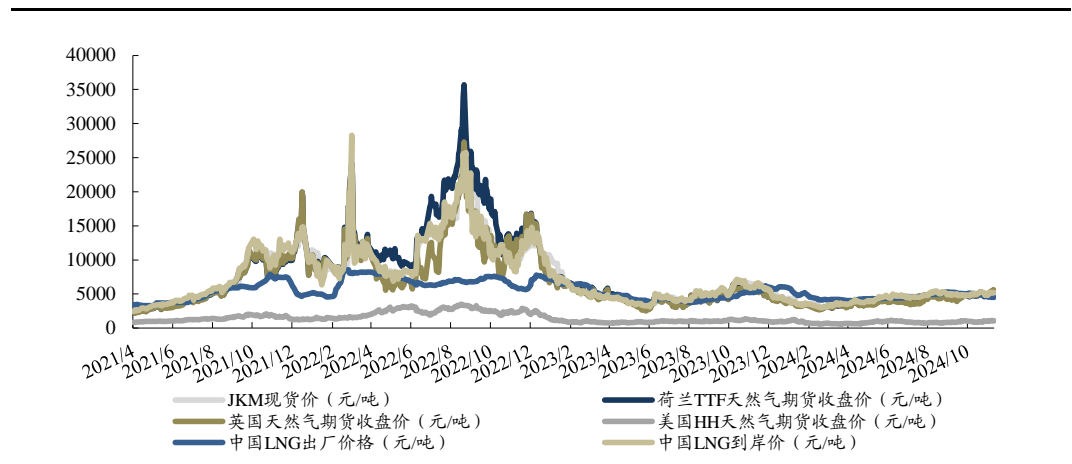
**积极签订 LNG 低价低波动长协，增强成本优势。**公司在与国内上游供应商保持稳定合作关系的同时，也拥有 LNG 集中采购平台作为补充气源，气源保障程度较高。2022/23 财年公司子公司与三家美国 LNG 出口商签订采购量合计约 370 万吨/年的 LNG 长协。公司所签订的 LNG 长约价格挂靠多种指数，其中与 Energy Transfer 和 NextDecade 的长协挂靠 HH 指数，与其他主流天然气价格指数相比，该指数价格最低，且在 2022 年的国际冲突局势下波动最小，为优质长协资源。通过进口 LNG，公司一方面可以用低价 LNG 补充管道气缺口，降低综合采购成本，获取额外价差；另一方面也可以提高供应的多元化，从而增强在国内采购天然气的议价能力。公司在山东、天津、广西等地均拥有 LNG 码头的窗口期使用权，为强化价格趋势预判以稳定采购价格提供条件。公司持续深化 LNG 进口资源合作，缓解单一国内气源带来的成本上涨压力，增强气源资源优势。

**表2：2023/24 财年中国燃气长协梳理**

序号	签约主体	供应商	合同年限	合同量 (万吨/年)	交付方式	气源	开始供应时间	挂钩指数
1	中国燃气	Energy Transfer	25 年	70	FOB	查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
2	中国燃气	Venture Global	20 年	100	FOB	Plaquemines LNG	-	
3	中国燃气	Venture Global	20 年	100	FOB	CP2 LNG	-	
4	中国燃气	NextDecade	20 年	100	FOB	RioGrande LNG	2027	HH

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

**图32：2021/4-2024/11 各地天然气价格指数**



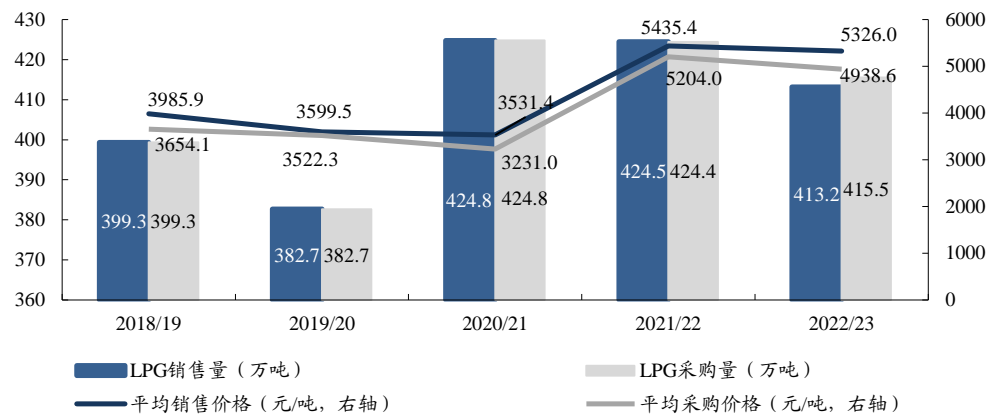
数据来源：ICE, Platts, NYMEX, 东吴证券研究所

## 2.2 液化石油气业务一体化稳定发展

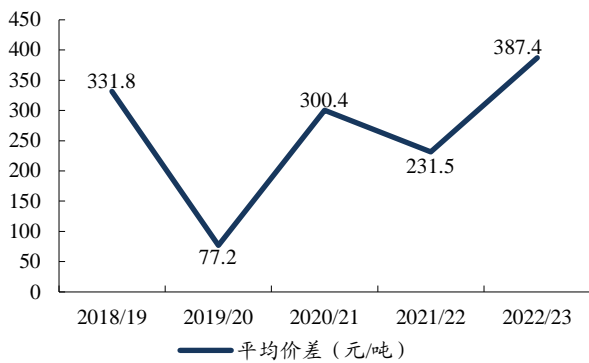
**LPG 业务规模稳健发展，分部利润率修复。**2019/20 财年 LPG 采购量和销售量同比略有下降,主要是因为期内国际原油及 LPG 价格波动加剧，为减少盈利受国际 LPG 采购价格大幅波动的影响，集团适当控制了 LPG 进口量，同时 2020 年前三月新冠疫情制约



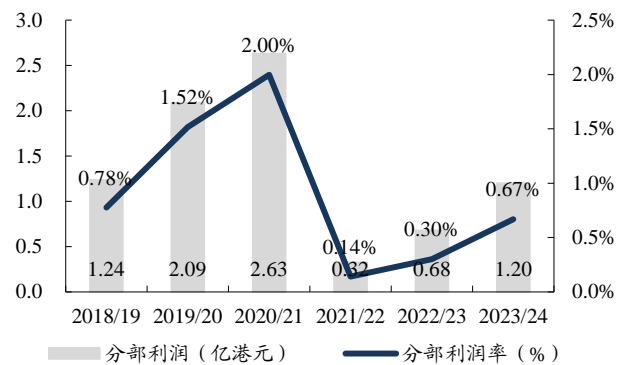
工商业活动，LPG 批发与零售的销售量受此影响，价差也大幅下降。2020/21 财年以来公司的 LPG 销量已稳定在 400 万吨以上，2022/23 财年销售量为 413.2 万吨，平均销售价格为 5326 元/吨，2023/24 财年销售量为 399.6 万吨，平均销售价格为 4500 元/吨。液化石油气的采购情况与销售情况基本匹配，2021/22 财年受国际原油价格上涨影响，LPG 采购价格上涨，公司 LPG 价差回落；2023/24 财年 LPG 采购价格回落较多，销售价差扩大，2023/24 财年 LPG 分部利润率由 2021/22 财年的 0.14% 回升至 0.67%。

**图33：2018/19-2022/23 财年液化石油气采购和销售情况**


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图34：2018/19-2022/23 财年 LPG 价差变动**


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图35：2018/19-2023/24 财年 LPG 利润及分部利润率**


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**LPG 业务一体化发展，整合上中下游优势。**在上游，公司坚持进口气、国产气的双气源多供应的采购策略，除了中石化、中石油和中海油等国内供应商外，公司也与 ASTOMOS 和 WANHUA CHEMICAL SINGAP 等国外气源供应商开展密切合作，并利用码头、仓储、船运和物流等资源，保障采购的稳定性和灵活性。在中游，公司增强国内分

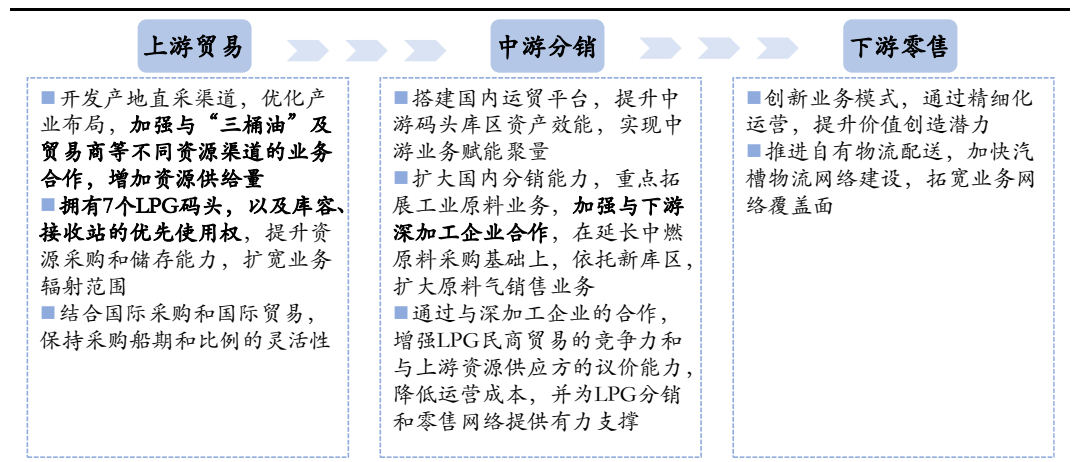
销能力，关注深加工领域，增强 LPG 贸易竞争力和与上游资源供应方的议价能力，降低运营成本。在下游，公司创新业务模式，提升价值创造潜力，加快发展自有物流配送，建设物流网络，为扩大业务覆盖面提供条件。通过整合一体化优势，公司目前已成为国内规模最大的上中下游垂直一体化 LPG 业务运营服务商。

表3: 2022/23 财年公司前五大 LPG 供应商

供应商名称	采购数量 (万吨)	占比 (%)
ASTOMOS ENERGY CORPORATION	54.99	13.2%
WANHUA CHEMICAL SINGAP	31.37	7.5%
Qatar Petroleum for the Sale of Petroleum Products Company Limited	27.11	6.5%
SINOCHEM INTERNATIONAL(OVERSEAS) PTE LTD	15.60	3.8%
REX COMMODITIES	14.14	3.4%
<b>合计</b>	<b>143.21</b>	<b>34.5%</b>

数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图36: 公司 LPG 业务上下游一体化



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

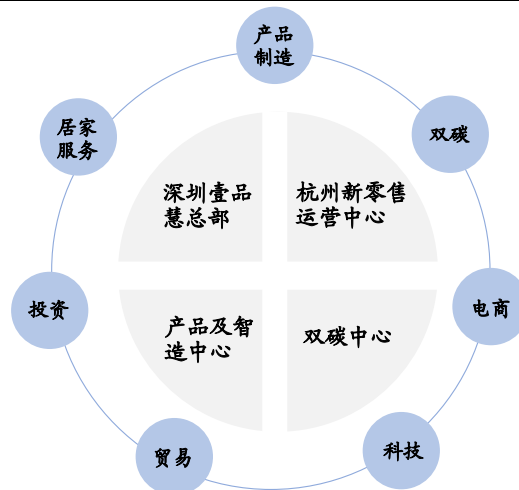
**布局 LPG 微管网建设，保障供应能力。**不同于传统的管网铺设，微管网是分布式局域网，没有跨区域外部输送管道，无需建设长距离的管道和气源场站就可将资源配送到偏远地区，符合公司轻资产运营的思想。公司一体化运营体系为智能微管网业务提供了资源保障，同时智能微管网的建设也为 LPG 业务的深入发展提供技术支持，通过 LPG 和智能微管网的良性互动，公司有望实现优势融合，为 LPG 业务提供增长点。

### 3. 发掘增值业务和综合能源服务，打造公司第二增长极

#### 3.1. 利用用户基础拓展增值业务，为公司发展注入新动力

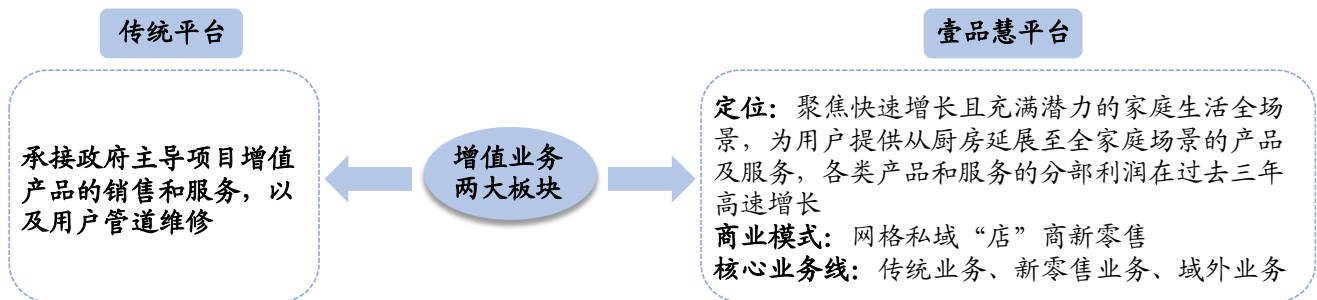
**四大中心、七大模块，全面布局增值业务。**增值服务业务分为传统城燃和壹品慧两个模块。公司着力打造深圳壹品慧总部等4大中心以及产品制造模块等7大模块，增值业务同时面向居民客户和工商业客户，具体包括为居民客户提供厨房、安防、供暖和家电清洁服务，并销售厨电、净水和安防等相关产品，以及为工商业客户提供燃气锅炉、节能设备产品销售以及锅炉的燃气改造和节能咨询与改造服务。目前公司的增值业务更聚焦居民端用户需求，打造独有的3×3×3“网格零售”模式，与用户建立信任联系，提供厨房场景相关产品的售卖、安装、安检到维修的端到端无忧服务，发挥网格优势，利用原有的用户基础，借鉴社交电商的运作模式和新零售门店的场景模式，创新性融合线上服务和线下资源。据2023/24财年年报披露，集团增值业务覆盖全国超600座城市，通过在线服务、线下缴费、新户报装、安检抄表等与用户密切接触的机会和场景，有近3万名网格员直接为用户提供产品及服务。

图37：增值业务四大中心、七大模块



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图38：增值业务两大板块



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

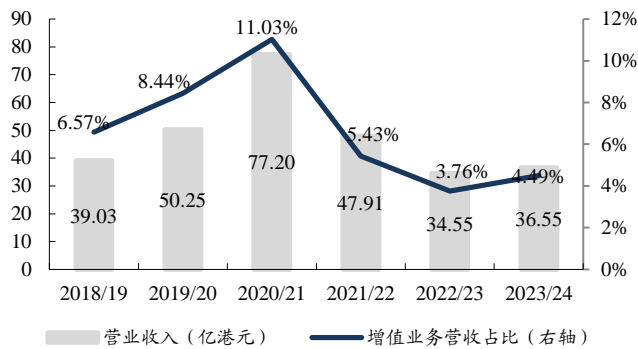
表4: 增值业务“网格私域零售”模式

特点	具体内容
内容导购	提供燃气使用、厨房生活相关小技巧, 产品评测, 本地服务, 好物推荐等, 且内容允许用户一键购买
网格服务	配送与上门服务, 解决用户厨房生活难题, 如安检、维修、清洁等
垂直电商	解决用户基本生存、厨房生活及厨房周边商品需求, 如米面粮油、厨房小家电等, 包含电商功能与促销活动模块
积分会员	中燃特有燃气优势, 可将消费积分转化为燃点(或燃值), 用户可直接兑换燃气用量, 进一步提升用户粘性
社交电商	吸引网格员、社群合伙人、团长、用户等合作方, 通过佣金、提成、返燃点设计刺激裂变推广

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

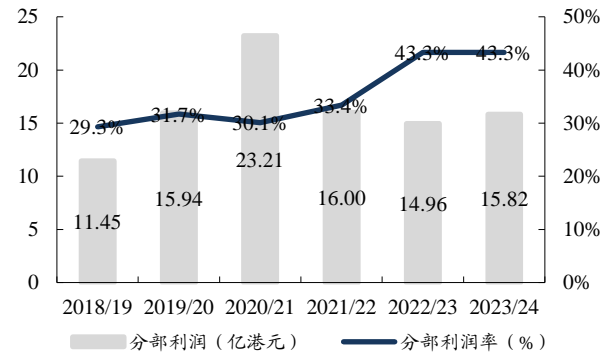
**增值业务盈利能力逐渐提升, 分部利润率上行。**2020/21 财年开始受疫情以及经济下行等宏观因素影响, 公司下游增值业务的需求减少, 增值业务的营收规模有所缩小, 加之天然气业务的扩张, 增值业务在总营业收入中占比下滑, 2022/23 财年营收 34.55 亿港元, 在营业收入中的比重下降至 3.76%, 但仍对主业收入形成良好补充。2023/24 财年营收 36.55 亿港元, 在营业收入中的比重上升至 4.49%。公司增值业务的分部利润率不断增长, 2023/24 财年达到 43.3%, 成本控制有显著成效, 未来发展动力充足。随着疫情影响减弱、宏观经济恢复, 预期增值业务规模迎来回升。增值业务产品和服务种类丰富, 作为分部利润率较高的业务, 业务占比的提升将拉高公司整体利润率水平, 推动公司稳健发展。

图39: 2018/19-2023/24 财年增值业务营收状况



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 2018/19-2023/24 财年增值业务利润率上升

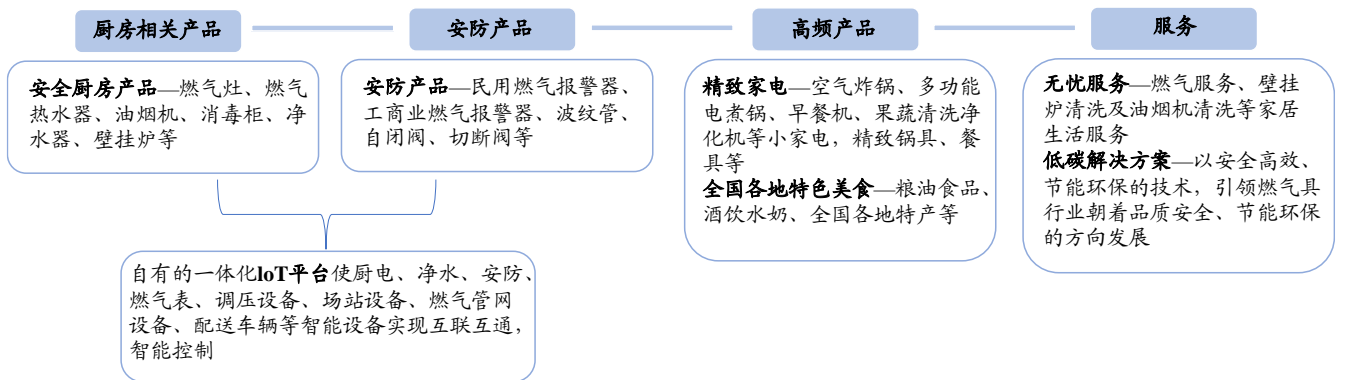


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

**“壹品慧”计划分拆上市, 品牌效应转换经济价值。**公司旗下品牌“壹品慧”着眼于家庭生活全场景, 主要提供以厨房为场景的家居产品和服务; 产品包括平台自有品牌“中燃宝”和 Homnly 燃气具等产品, 具体涵盖厨房相关产品、安防产品、家电等高频产品和服务。“壹品慧”平台的短中期目标是成为燃气增值业务运营服务商, 采用域外拓展模式输出, 目前已签约 50 余个域外燃气客户; 中长期目标则是转变为公用事业增值业务运营服务商, 与集团定位相一致, 将目标客户拓展至其它公共事业行业的大客户。相比于传统增值业务, “壹品慧”质量较高、未来成长价值较高, 目前正处于分拆上市的

进程中，平台的前期发展有赖于公司全新业态的推行，公司调动天然气主业所积累的客户资源，可以将供应链嵌入到居民小区中，销售“壹品慧”品牌的产品或入户提供服务，形成新的零售模式，在扩展公司天然气主业销售场景的同时也有助于“壹品慧”品牌的推广。品牌分拆上市后则可以形成自己的成长体系，与产品用户点对点的接触更有益于培养用户对品牌的依赖度，与天然气业务搭配为用户构建立体生活场景，促进中燃品牌的渗透。“壹品慧”平台以城市网格为核心可以进一步推动城市拓展，为公司发掘更多的潜在客户，提高品牌议价能力，以自身品牌价值为公司贡献收益。

图41：“壹品慧”产品和服务一览

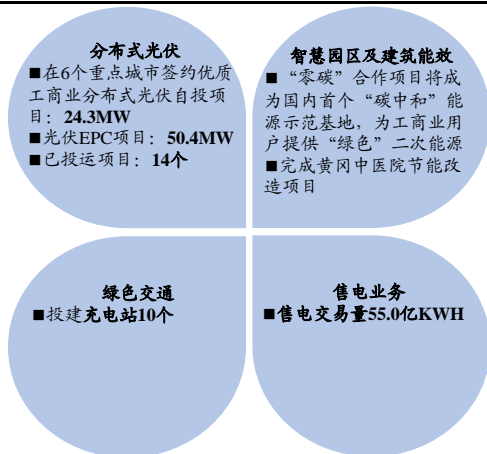


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

### 3.2. 落实绿色城市运营商战略，提供智慧化综合能源服务

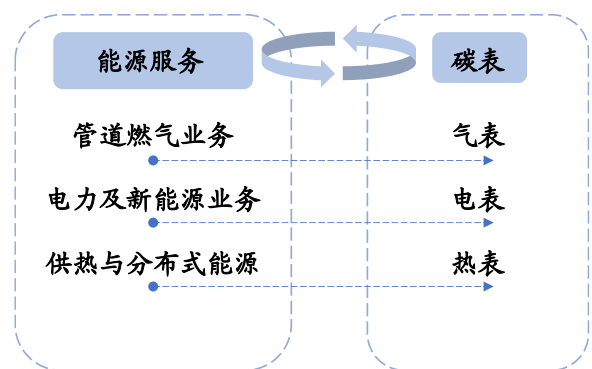
全面布局“源-网-荷-储”等领域，实现气、热、电系统的协同供应和闭合管理。公司投资建设优质工商业屋顶分布式光伏，并积极寻求业务合作方，推进EPC+运维服务；合作成立零碳环境能源研究院，整合头部资源并利用全产业链优势，为政府打造双碳战略示范基地，为企业提供全面的碳管理体系建设服务；加强绿色交通业务布局，增加盈利贡献；积极开展售电业务，探索电力运营维护新模式。截至2023/24财年末，综合能效已签约总装机容量221.6MWh。其中，工商业用户侧储能完成112.7MWh。

图42：综合能源服务项目成绩



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图43：D+E碳表体系助力双碳业务发展



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资评级

结合以上我们对行业和公司业务的判断，我们预计公司 FY 2025-FY2027 收入可达 919/962/1008 亿港元，分部利润达到 90/100/109 亿港元，分部利润率 9.82%/10.44%/10.83%。

**管道气销售：**我们预计公司整体售气量 FY 2025-FY2027 三年复合增速 5.3%。其中：城镇管网气量稳定增长，价差逐步恢复，FY 2025-FY2027 销售量分别达到 247/261/276 亿方，价差分别达到 0.53/0.56/0.58 元/方；贸易与直供管道气量稳定增长，FY 2025-FY2027 分别达到 191/201/211 亿方，FY 2025-FY2027 营业收入达到 608/644/682 亿港元。

**燃气接驳：**受地产周期影响，该业务增速减弱，公司主要通过提高存量项目燃气渗透率进行业务拓展。FY 2025-FY2027 居民接驳数分别达到 130/120/110 万户，接驳费稳定在 2500 元左右，FY 2025-FY2027 营业收入达到 35/34/32 亿港元。

**工程设计，建设及施工：**业务平稳增长，FY 2025-FY2027 营业收入达到 17/19/20 亿港元。

**液化石油气 (LPG) 销售：**公司充分发挥在 LPG 领域的贸易、接收码头、储存及物流的上下游一体化优势，销售量稳定增长，FY 2025-FY2027 销售量分别达到 455/460/465 万吨，随油价回落，FY 2025-FY2027 营业收入达到 200/202/204 亿港元。

**增值服务：**增值服务业务分为传统城燃和壹品慧两个模块，传统城燃的增值服务业务因受到新接驳下降的影响表现较弱，而壹品慧的增值服务业务保持高速增长的态势。FY 2025-FY2027 营业收入达到 40/44/49 亿港元。

表5：中国燃气各业务营收&分部利润预测（亿港元）

	FY2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>1. 管道燃气销售</b>				
营业收入（亿港元）	524.45	608.33	643.65	681.72
YOY	-8.9%	16.0%	5.8%	5.9%
分部利润（亿港元）	30.63	51.67	57.81	63.51
YOY	4.9%	68.7%	11.9%	9.9%
分部利润率（%）	5.84%	8.49%	8.98%	9.32%
<b>2. 燃气接驳</b>				
营业收入（亿港元）	40.15	34.54	33.55	32.41
YOY	-29.4%	-14.0%	-2.9%	-3.4%
分部利润（亿港元）	6.81	5.86	5.69	5.50
YOY	-29.8%	-14.0%	-2.9%	-3.4%
分部利润率（%）	16.97%	16.97%	16.97%	16.97%

<b>3. 工程设计, 建设及施工</b>				
营业收入 (亿港元)	15.38	16.91	18.61	20.47
YOY	41.1%	10.0%	10.0%	10.0%
分部利润 (亿港元)	6.23	4.83	5.32	5.85
YOY	-12.1%	-22.4%	10.0%	10.0%
分部利润率 (%)	11.94%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>4. 液化石油气 (LPG) 销售</b>				
营业收入 (亿港元)	179.81	199.91	202.10	204.30
YOY	-20.1%	11.2%	1.1%	1.1%
分部利润 (亿港元)	1.20	1.46	1.47	1.49
YOY	76.9%	21.3%	1.1%	1.1%
分部利润率 (%)	0.67%	0.73%	0.73%	0.73%
<b>5. 增值服务</b>				
营业收入 (亿港元)	36.55	40.20	44.22	48.65
YOY	5.8%	10.0%	10.0%	10.0%
分部利润 (亿港元)	15.82	16.89	19.90	21.89
YOY	5.7%	6.7%	17.9%	10.0%
分部利润率 (%)	43.29%	42.00%	45.00%	45.00%
<b>6. 其他</b>				
营业收入 (亿港元)	17.77	18.66	19.60	20.58
YOY	4.1%	5.0%	5.0%	5.0%
分部利润 (亿港元)	4.26	5.23	5.49	5.76
YOY	-4.1%	22.6%	5.0%	5.0%
分部利润率 (%)	23.99%	28.00%	28.00%	28.00%
<b>7. 中裕燃气</b>				
分部利润 (亿港元)	2.16	4.32	4.75	5.22
YOY	232.1%	100.0%	10.0%	10.0%
<b>主营业务合计</b>				
营业收入 (亿港元)	814.10	918.55	961.73	1008.12
YOY	-11.5%	12.8%	4.7%	4.8%
分部利润 (亿港元)	67.11	90.25	100.43	109.22
YOY	0.6%	34.5%	11.3%	8.8%
分部利润率 (%)	8.24%	9.82%	10.44%	10.83%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司城燃项目提价顺畅, 价差稳定提升, 需求恢复下气量增速好转; 积极布局国外长协资源获取成本优势, 天然气业务稳健发展。我们预计 FY2025-FY2027 公司归母净利润 40.17/44.64/49.14 亿港元, 同比 26%/11%/10%, EPS 为 0.74/0.82/0.90 港元, 对应 PE 8.7/7.9/7.1 倍 (估值日期 2024/11/21)。选取同为龙头城燃的华润燃气、昆仑能源、新奥能源、港华智慧能源进行对比, 中国燃气与行业龙头相比估值相当, 但未来三年利润增速更快, 且股息率更高安全边际更强。首次覆盖, 给予“买入”评级。

表6: 中国燃气及其可比公司对比 (估值日期: 2024/11/21)

公司简称	股票代码	股价 (港元/股)	市值 (亿港元)	市净率 MRQ	2023年ROE (%, 加权)	2023年分红率 (%)	股息率ttm (%)	归母净利润 (亿港元)				2023-2026年归母 净利润CAGR (%)	P/E				
								2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E	
华润燃气	1193.HK	29.15	675	1.62	13.04	51.2	4.31	52.24	57.22	62.71	67.88	9.1%	12.9	11.8	10.8	9.9	
昆仑能源	0135.HK	7.80	675	0.97	9.21	42.2	6.18	61.49	66.08	70.99	76.41	7.5%	11.0	10.2	9.5	8.8	
新奥能源	2688.HK	52.75	597	1.28	16.69	44.6	5.61	73.77	74.79	82.41	90.36	7.0%	8.1	8.0	7.2	6.6	
港华智慧能源	1083.HK	3.06	107	0.47	7.10	34.1	5.04	15.75	15.81	17.18	17.94	4.4%	6.8	6.7	6.2	5.9	
平均值					1.08	11.51	43.0	5.28	50.81	53.48	58.32	63.15	7.5%	9.7	9.2	8.4	7.8
中国燃气	0384.HK	6.45	351	0.65	5.70	85.3	7.75	31.85	40.17	44.64	49.14	15.6%	11.0	8.7	7.9	7.1	

注: 中国燃气、昆仑能源、华润燃气盈利预测来自东吴证券研究所, 新奥能源、港华智慧能源盈利预测来自 Wind 一致预期。港元兑人民币汇率按照 0.924 (2024/11/21) 计算。中国燃气财年以 3/31 为截止日, 表中 2024E、2025E、2026E 分别对应中国燃气 FY2025E、FY2026E、FY2027E。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

## 5. 风险提示

**安全经营风险:** 如因操作措施不当导致公司燃气业务发生安全事故, 将对公司生产经营产生影响。

**天然气需求恢复不及预期:** 如全国各地经济恢复情况不及预期, 将对用气需求产生影响, 造成公司售气量不及预期。

**汇率波动:** 汇率的波动会对公司外币债务贷款利率造成影响, 可能影响公司的财务费用进而影响公司利润。



## 中国燃气三大财务预测表

资产负债表 (百万港元)					利润表 (百万港元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>45,247.18</b>	<b>54,086.48</b>	<b>57,803.62</b>	<b>62,459.73</b>	<b>营业总收入</b>	<b>81,863.11</b>	<b>92,308.37</b>	<b>96,626.13</b>	<b>101,264.54</b>
现金及现金等价物	8,094.34	8,698.51	10,853.42	11,890.91	营业成本	70,106.01	79,065.51	82,499.19	86,197.20
应收账款及票据	7,676.92	10,761.21	11,112.51	11,776.19	销售费用	2,551.38	2,847.52	2,981.37	3,125.16
存货	4,731.28	6,147.44	6,389.63	6,869.04	管理费用	3,163.14	3,536.43	3,750.75	3,931.65
其他流动资产	24,744.64	28,479.31	29,448.06	31,923.58	研发费用	-	-	-	-
<b>非流动资产</b>	<b>103,450.55</b>	<b>107,515.48</b>	<b>109,502.53</b>	<b>110,641.54</b>	其他费用	294.83	367.42	384.69	403.25
固定资产	67,521.25	69,389.54	70,189.42	69,561.80	<b>经营利润</b>	<b>5,747.75</b>	<b>6,491.48</b>	<b>7,010.13</b>	<b>7,607.29</b>
商誉及无形资产	6,489.56	6,371.46	6,161.77	5,867.55	利息收入	381.33	145.70	156.57	195.36
长期投资	22,039.37	24,354.12	25,750.99	27,811.83	利息支出	2,121.75	2,235.77	2,255.34	2,262.32
其他长期投资	3,350.04	3,350.04	3,350.04	3,350.04	其他收益	605.12	1,219.85	1,323.04	1,308.69
其他非流动资产	4,050.32	4,050.32	4,050.32	4,050.32	<b>利润总额</b>	<b>4,612.45</b>	<b>5,621.26</b>	<b>6,234.40</b>	<b>6,849.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>148,697.72</b>	<b>161,601.97</b>	<b>167,306.15</b>	<b>173,101.27</b>	所得税	759.56	953.55	1,023.93	1,150.62
<b>流动负债</b>	<b>50,382.26</b>	<b>57,395.92</b>	<b>58,554.65</b>	<b>61,420.56</b>	<b>净利润</b>	<b>3,852.89</b>	<b>4,667.71</b>	<b>5,210.47</b>	<b>5,698.40</b>
短期借款	23,043.42	24,342.76	24,451.64	24,675.16	少数股东损益	667.95	650.77	746.95	784.30
应付账款及票据	13,232.40	17,109.88	17,570.80	19,131.99	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,184.94</b>	<b>4,016.93</b>	<b>4,463.52</b>	<b>4,914.10</b>
其他	14,106.44	15,943.28	16,532.21	17,613.42	EBIT	6,352.87	7,711.33	8,333.17	8,915.98
<b>非流动负债</b>	<b>37,568.11</b>	<b>41,568.11</b>	<b>43,568.11</b>	<b>41,568.11</b>	EBITDA	9,263.37	11,761.14	12,442.99	12,937.81
长期借款	36,021.94	40,021.94	42,021.94	40,021.94					
其他	1,546.18	1,546.18	1,546.18	1,546.18					
<b>负债合计</b>	<b>87,950.37</b>	<b>98,964.03</b>	<b>102,122.77</b>	<b>102,988.68</b>					
股本	54.36	54.36	54.36	54.36	<b>主要财务比率</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
少数股东权益	6,819.70	7,470.47	8,217.42	9,001.72	每股收益(港元)	0.59	0.74	0.82	0.90
归属母公司股东权益	53,927.66	55,167.47	56,965.96	61,110.88	每股净资产(港元)	9.92	10.15	10.48	11.24
<b>负债和股东权益</b>	<b>148,697.72</b>	<b>161,601.97</b>	<b>167,306.15</b>	<b>173,101.27</b>	发行在外股份(百万股)	5,437.44	5,437.44	5,437.44	5,437.44
					ROIC(%)	4.34	5.19	5.39	5.57
					ROE(%)	5.91	7.28	7.84	8.04
					毛利率(%)	13.89	13.92	14.22	14.50
					销售净利率(%)	3.91	4.37	4.64	4.87
					资产负债率(%)	59.15	61.24	61.04	59.50
					收入增长率(%)	(11.43)	12.76	4.68	4.80
					净利润增长率(%)	(25.82)	26.12	11.12	10.09
					P/E	11.01	8.73	7.86	7.14
					P/B	0.65	0.64	0.62	0.57
					EV/EBITDA	9.65	7.72	7.29	6.79

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为港元,预测均为东吴证券研究所预测。

港元汇率为2024年11月21日的0.924,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>