

燃气	收盘价 港元 6.44	目标价 港元 5.92↓	潜在涨幅 -8.1%
----	----------------	-----------------	---------------

2024年12月2日

中国燃气 (384 HK)

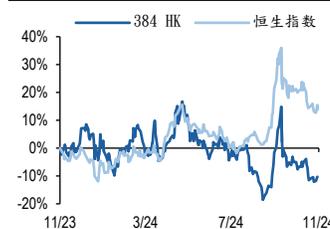
2025 上半财年盈利偏弱，仍需等待盈利可见度改善

- ⊕ **2025 上半财年盈利同比倒退，合营/税项/少数股东权益为主要因素。**中国燃气 2025 上半财年盈利同比降 3.8% 至 17.6 亿港元，低于市场预期约 15%，当中较大差异在于：1) 合营公司转亏 3.1 亿港元，主要因为地方政府对保供的补贴款要到下半财年才能收到；2) 税费同比上升 57%，原因是本期纳税利润同比上升，以及去年同期有税项返还所致；3) 少数股东权益因子公司盈利上升和拨备下降影响，同比上升 81.8%。虽然盈利同比下跌，管理层仍决定维持中期息 0.15 港元不变。
- ⊕ **期间售气量增长较低，但售气毛差改善明显。**运营方面，2025 上半财年公司零售气量同比增长 1.9%，受到工业用气只有约 1% 同比增长所拖累。2024 年 3-9 月/10-11 月公司新增 20/12 个城市实现了居民调价，目前的居民用气顺价比已达到 62%，居民售气毛差的改善推动了上半财年售气毛差同比上升 2 分至每方 0.59 元人民币。由于乡镇煤改气的减少及房地产销售疲软，公司上半财年新增居民接驳量同比下降 14%。
- ⊕ **经营端我们采取更保守的预期，下调盈利预测约 13-19%。**我们下调了 2025-27 财年盈利预测 13-19%，反映了：1) 下调 2025-27 财年零售气量 2-4% 以反映工业用气增长减慢；2) 2025-27 财年新增居民接驳量下调 5-8%。根据管理层的指引，我们仍保持公司全年 0.35 港元派息的预期。另外，公司分拆增值服务业务至美国市场上市的时间表仍有待公布，管理层期望是作为公司第二成长动力的增值服务业务应能得到较高的估值。
- ⊕ **增长动力的清晰度有待提高，维持中性。**面对未来零销气量增长的压力，管理层仍寄望在政府目前已推行的资产回报率机制上，对售气价格作出更大的调整，使售气量相对较低的项目亦能维持合理盈利。我们认为这需要更长时间才能得到验证。总体而言，我们认为公司盈利的确定性仍有待提高，特别是在零售气增量减速后公司的增长力度。我们维持公司 2025 财年 8.5 倍市盈率估值，下调目标价至 5.92 港元。维持中性评级。

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)	8.40
52周低位 (港元)	5.87
市值 (百万港元)	35,005.09
日均成交量 (百万)	8.24
年初至今变化 (%)	(16.47)
200天平均价 (港元)	7.02

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万港元)	91,988	81,410	75,900	77,917	80,141
同比增长 (%)	4.3	-11.5	-6.8	2.7	2.9
净利润 (百万港元)	4,293	3,185	3,783	4,038	4,268
每股盈利 (港元)	0.76	0.73	0.70	0.74	0.79
同比增长 (%)	-45.0	-4.2	-4.6	6.7	5.7
前EPS预测值 (港元)			0.80	0.89	0.96
调整幅度 (%)			-13.3	-16.6	-18.5
市盈率 (倍)	8.5	8.8	9.3	8.7	8.2
每股账面净值 (港元)	10.64	9.92	10.27	10.66	11.10
市账率 (倍)	0.61	0.65	0.63	0.60	0.58
股息率 (%)	7.8	5.4	5.4	5.4	5.4

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: 2025 上半财年业绩概要

年结 3 月 31 日 (百万港元)	1HFY24	2HFY24	1HFY25	同比 (%)
财务数据				
收入	36,049	45,361	35,105	(2.6)
销售成本	(30,326)	(39,780)	(29,250)	(3.5)
毛利	5,724	5,581	5,856	2.3
其他收入	661	551	647	(2.2)
其他损益	(538)	(226)	(18)	n.m
销售及分销成本	(1,352)	(1,200)	(1,286)	(4.8)
行政及管理成本	(1,359)	(1,804)	(1,404)	3.3
经营利润	3,137	2,902	3,794	21.0
财务费用	(994)	(1,127)	(829)	(16.6)
应占联营公司损益	146	152	256	75.9
应占合资公司损益	231	167	(310)	n.m
税前利润	2,519	2,093	2,911	15.6
税费	(412)	(348)	(647)	57.1
非控股权益	(277)	(391)	(503)	81.8
净利润	1,830	1,355	1,761	(3.8)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 2025 上半财年运营分部概要

年结 3 月 31 日 (百万港元)	1HFY24	2HFY24	1HFY25	同比 (%)
收入				
燃气销售	8,383	8,667	8,467	(9.6)
接驳工程	11,212	11,249	11,548	(0.9)
LPG 销售	2,887	3,128	3,147	13.5
增值服务销售	523	470	429	1.0
总收入	23,004	23,513	23,590	(2.6)
板块经营溢利				
燃气销售	1,560	1,503	1,658	6.3
接驳工程	715	589	870	21.6
LPG 销售	194	(74)	2	(99.0)
增值服务销售	1,117	892	1,239	11.0
总板块经营溢利	3,586	2,910	3,768	5.1

资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 管理层 2025 财年指引

年结 3 月 31 日	更新指引
售气毛差 (城镇项目合计)	0.53 元/立方米(维持)
城镇燃气项目销气量增长	>2%(前值为>5%)
新增接驳居民用户	120-140 万户(维持)
增值业务毛利或税前利润增长	10%+(维持)

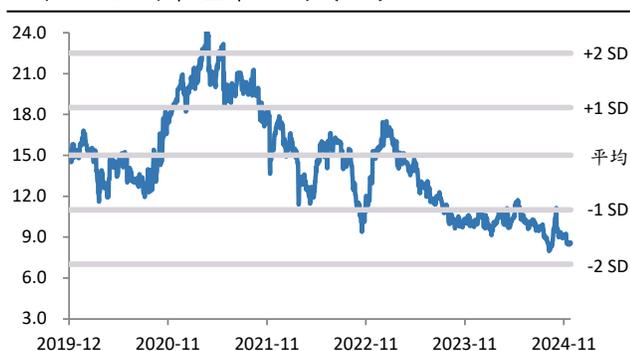
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 运营数据预测

年结 3 月 31 日	前预测			现预测			变化 (%)		
	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E	FY25E	FY26E	FY27E
燃气销售量(百万立方米)									
居民用户	8,927	9,194	9,470	8,970	9,275	9,581	0.5	0.9	1.2
工商业用户	15,149	15,857	16,478	14,646	14,980	15,383	-3.3	-5.5	-6.6
CNG/LNG 加气站	423	380	342	423	380	342	0.0	0.0	0.0
燃气总零售量	24,498	25,431	26,290	24,038	24,636	25,307	-1.9	-3.1	-3.7
增长 (%)	4.2	3.8	3.4	2.2	2.5	2.7			
售气毛差(人民币元/立方米)	0.53	0.54	0.54	0.53	0.54	0.54	0.0	0.0	0.0
新接驳(百万户)	1.34	1.31	1.31	1.27	1.25	1.21	-5.2	-4.6	-7.6

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)



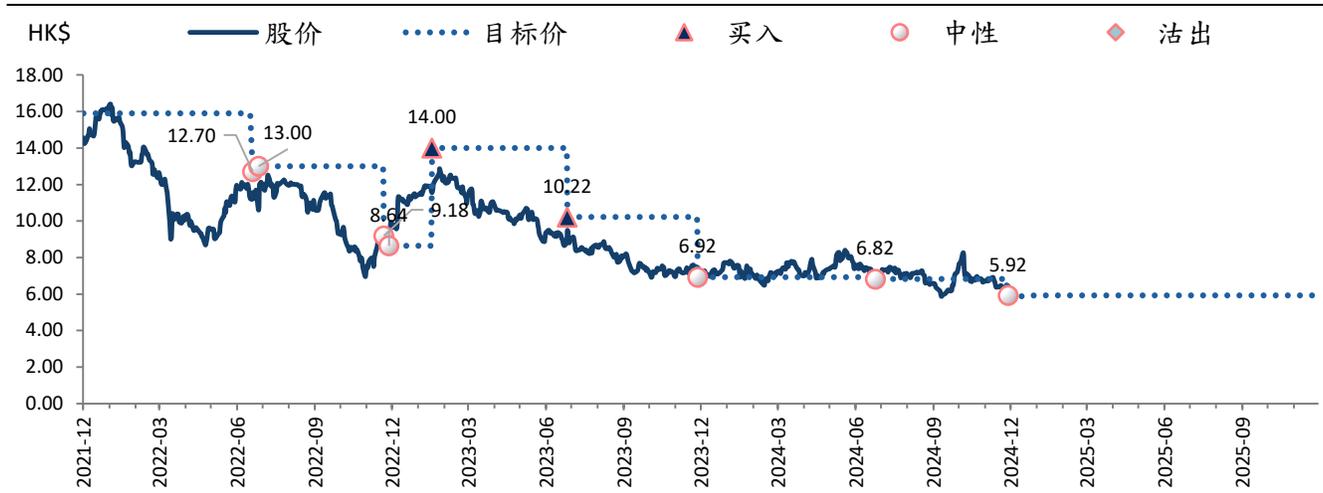
资料来源: Factset, 交银国际预测

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	7.34	9.35	27.4%	2024 年 08 月 27 日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	52.25	65.10	24.6%	2024 年 08 月 26 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.44	5.92	-8.1%	2024 年 12 月 02 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	27.80	28.90	4.0%	2024 年 09 月 02 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.76	8.45	25.0%	2024 年 08 月 26 日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2024 年 11 月 29 日

财务数据

损益表(百万港元)					
年结3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	91,988	81,410	75,900	77,917	80,141
主营业务成本	(79,954)	(70,106)	(64,077)	(65,539)	(67,292)
毛利	12,035	11,304	11,823	12,377	12,849
销售及管理费用	(6,104)	(5,715)	(5,465)	(5,610)	(5,770)
其他经营净收入/费用	1,718	449	1,176	1,184	1,193
经营利润	7,650	6,039	7,535	7,951	8,272
财务成本净额	(1,855)	(2,122)	(1,812)	(1,813)	(1,779)
应占联营公司利润及亏损	244	696	505	515	541
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	6,038	4,612	6,228	6,654	7,034
税费	(924)	(760)	(1,183)	(1,198)	(1,266)
非控股权益	(821)	(668)	(1,261)	(1,419)	(1,500)
净利润	4,293	3,185	3,783	4,038	4,268
作每股收益计算的净利润	4,144	3,966	3,783	4,038	4,268

资产负债表(百万港元)					
截至3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	10,439	8,094	8,533	11,243	13,674
应收账款及票据	16,702	15,520	15,675	15,361	15,054
存货	5,655	4,731	5,040	5,155	5,293
短期应收收入	12,707	10,261	10,364	10,156	9,953
其他流动资产	6,717	6,641	6,455	6,276	6,097
总流动资产	52,220	45,247	46,066	48,191	50,071
物业、厂房及设备	66,891	67,521	68,568	69,367	69,939
无形资产	3,601	3,245	3,273	3,294	3,307
合资企业/联营公司投资	22,291	22,039	22,538	23,047	23,582
其他长期资产	12,288	10,645	10,645	10,645	10,645
总长期资产	105,071	103,451	105,024	106,353	107,473
总资产	157,291	148,698	151,091	154,544	157,544
短期贷款	21,908	23,043	23,735	24,447	24,202
应付账款	19,557	17,629	17,555	17,956	18,436
其他短期负债	10,315	9,710	9,424	8,909	8,493
总流动负债	51,780	50,382	50,714	51,312	51,131
长期贷款	38,103	36,022	34,941	34,242	33,558
其他长期负债	2,617	1,546	1,546	1,546	1,546
总长期负债	40,721	37,568	36,487	35,789	35,104
总负债	92,501	87,950	87,201	87,100	86,235
股本	54	54	54	54	54
储备及其他资本项目	57,846	53,873	55,754	57,889	60,255
股东权益	57,901	53,928	55,809	57,944	60,310
非控股权益	6,890	6,820	8,081	9,499	10,999
总权益	64,790	60,747	63,889	67,443	71,309

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	6,038	4,612	6,228	6,654	7,034
合资企业/联营公司收入调整	(244)	(696)	(505)	(515)	(541)
折旧及摊销	2,473	2,612	2,625	2,670	2,707
营运资本变动	1,866	3,384	(883)	172	298
税费	(1,614)	(1,353)	(1,041)	(898)	(950)
其他经营活动现金流	1,508	2,780	0	0	0
经营活动现金流	10,027	11,340	6,424	8,083	8,548
资本开支	(5,879)	(6,001)	(3,500)	(3,290)	(3,093)
其他投资活动现金流	(1,629)	(1,050)	(193)	(193)	(193)
投资活动现金流	(7,507)	(7,051)	(3,693)	(3,483)	(3,286)
负债净变动	6,920	389	(389)	13	(929)
股息	(2,992)	(2,991)	(1,902)	(1,902)	(1,902)
其他融资活动现金流	(5,341)	(3,262)	0	0	0
融资活动现金流	(1,414)	(5,864)	(2,292)	(1,889)	(2,832)
汇率收益/损失	(678)	(769)	0	0	0
年初现金	10,011	10,439	8,094	8,533	11,243
年末现金	10,439	8,094	8,533	11,243	13,674

财务比率					
年结3月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(港元)					
核心每股收益	0.762	0.730	0.696	0.743	0.785
全面摊薄每股收益	0.762	0.730	0.696	0.743	0.785
每股股息	0.500	0.350	0.350	0.350	0.350
每股账面值	10.643	9.921	10.267	10.660	11.095
利润率分析(%)					
毛利率	13.1	13.9	15.6	15.9	16.0
净利率	4.7	3.9	5.0	5.2	5.3
盈利能力(%)					
ROA	2.7	2.1	2.5	2.6	2.7
ROE	7.4	5.9	6.8	7.0	7.1
其他					
净负债权益比(%)	76.5	83.9	78.5	70.3	61.8
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0
存货周转天数	25.8	24.6	28.7	28.7	28.7
应收账款周转天数	66.3	69.6	67.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	89.3	91.8	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杆指数**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杆指数**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杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**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；及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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、潮州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、极兔速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线及多点数智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七牛智能科技有限公司的已发行股本逾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，或可能以受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，并可能受送递延误、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，而非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。