

公用事业

2024 年 12 月 03 日

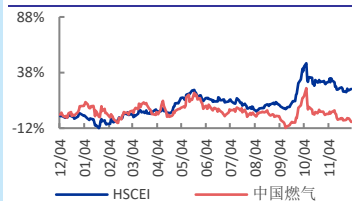
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2024 年 12 月 03 日

收盘价 (港币)	6.34
恒生中国企业指数	7072.13
52 周最高/最低 (港币)	8.43/5.78
H 股市值 (亿港元)	344.73
流通 H 股 (百万股)	5,437.44
汇率 (人民币/港币)	1.0808

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com

研究支持

朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

中国燃气 (00384)

——工业承压销气小幅增长 毛差延续修复趋势

投资要点：

- **中国燃气发布 2024/25 财年半年度业绩。**2023/24 财年公司实现营业收入 351.05 亿港元，同比下降 2.6%；归属于上市公司股东的净利润 17.61 亿港元，同比减少 3.8%，低于我们的预期，主要系地方政府对保供的补贴款发放延期，税费及少数股东权益增加等因素影响。公司拟派末期股息每股 0.15 港元，同比持平。
- **主营销气业务增速放缓，毛差继续修复。**1H FY2024/25 公司天然气售气量 171.3 亿 m³，同比增长 0.9%，其中城镇燃气销气量 93.3 亿 m³，同比增长 1.4%，居民、工业、商业用户销气增速同比分别增长 3.6%、0.9%、4.8%，加气站销气同比下降 24.9%。公司通过“瓶改管”和小微商用户的市场开发拉动商业新增接驳用户增长，带动商业用气增速保持较高水平。1H FY2024/25 公司零售气毛差为 0.59 元/m³，同比提升 0.02 元/m³。2024-2025 年中石油管道气合同中不再区分居民气及非居用气，工商用气成本整体回落而居民成本有所上涨。整体来看上半财年公司居民用气成本增加约 0.07 元/m³，而居民气价联动机制执行力度增强，推动居民端售价上涨至 2.85 元/m³，同比上升 0.08 元/m³。居民气终端顺价比例提升，短期覆盖年内居民气成本端涨幅，长期则进一步打开居民气盈利空间。展望下半财年，10 月以来多地顺价执行加速，如国际资源随供给端提升而价格逐步回落，价格敏感型工商业需求有望持续恢复，销气主业量利回升趋势有望延续。
- **接驳业务延续承压趋势，工商业接驳高增成亮点。**1H FY2024/25 公司新增居民用户 90.4 万户，同比下滑 14%，全年指引为 120-140 万户。在接驳用户增量中，存量用户贡献占比达到 33.2%，同比增长 0.2 个百分点。产业转移和“瓶改管”为工商业客户开拓提供机遇，上半年工业接驳同比增长 11% 至 1316 户，商业接驳同比增长 63% 至 2.49 万户。上半财年，接驳及工程业务合计税前利润占公司全部业务税前利润的 22.6%。考虑到公司接驳用户数降幅持续收窄，接驳业务已逐渐企稳。
- **增值业务与综合能源快速发展，增厚公司业绩。**2024/25 上半财年，公司增值业务收入达 20.1 亿港元，同比增长 11.6%，增值服务经营性利润达 20.1 亿港元，同比增长 10.0%。公司积极拓展服务边界，新兴业务包括电器、宜居、到家、优选等服务进一步围绕家居需求，为客户提供多元优质服务。综合能源业务方面，公司充分利用多年积累的市场网络、用户等优势，布局光储、绿电及综合能效业务，为公司提供业绩新增量。
- **维持“买入”评级。**考虑到工业用气增速不及预期，LPG 业务盈利能力下滑，少数股东损益超预期增加等因素影响，我们下调对公司 2024/25-2026/27 财年的归母净利润至 39.59、49.49、53.64 亿港元（下调前分别为 44.95、56.43、62.11 亿港元）。同时对 2024/25-2026/27 财年 EPS 下调至 0.73、0.91、0.99 港元/股（下调前为 0.83、1.04、1.14 港元/股），新增 2026/27 财年 EPS 预测为 1.14 港元/股。当前股价对应 2024/25-2026/27 财年 PE 分别为 8.7、7.0、6.4 倍。参考公司近两年分红政策，以 0.5 港元/股计算，公司当前股息率高达 7.9%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**天然气采购成本上涨；天然气顺价不及预期。

财务数据及盈利预测

	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
营业收入 (百万港元)	91,988	81,410	79,553	83,334	85,624
同比增长率 (%)	4.3	-11.5	-2.3	4.8	2.7
归母净利润 (百万港元)	4,293	3,185	3,959	4,949	5,364
同比增长率 (%)	-44.0	-25.8	24.3	25.0	8.4
每股收益 (港元/股)	0.80	0.59	0.73	0.91	0.99
净资产收益率 (%)	7.96	5.91	6.35	7.61	7.89
市盈率	7.9	10.8	8.7	7.0	6.4
市净率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

报告日期	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E
营业收入	91,988	81,410	79,553	83,334	85,624
营业成本	-79,954	-70,106	-67,611	-69,426	-71,047
营业利润	12,035	11,304	11,942	13,908	14,577
其他收入	1,374	1,213	1,213	1,152	1,210
销售费用	-2,950	-2,551	-2,466	-2,583	-2,569
管理费用	-3,154	-3,163	-2,991	-3,167	-3,168
税息折旧及摊销前利润	10,242	8,851	9,889	11,819	12,759
息税前利润	7,649	6,039	7,437	9,168	9,911
应占合营/联营公司损益	244	696	657	661	665
财务费用	-1,855	-2,122	-1,668	-1,693	-1,644
除税前溢利	6,038	4,612	6,427	8,136	8,932
所得税	-924	-760	-1,285	-1,708	-1,965
少数股东损益	-821	-668	-1,183	-1,478	-1,602
归母净利润	4,293	3,185	3,959	4,949	5,364

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。