

2025年4月7日
 滨海投资 (2886.HK)

公司深度分析

证券研究报告

公用事业

接驳压力释放，业绩有望企稳回升

事件：公司公布2024年业绩。2024年公司实现收入61.98亿港元，同比下降3%；毛利5.69亿港元，同比下降24%；年内利润2.09亿港元，同比下降21%；归母净利润2.00亿港元，同比下降22%。宣派股息每股7.6港仙，派息率52%，股息率7%（以最近市价）。公司24年业绩承压，主要受暖冬以及接驳业务的影响，25年预计接驳影响减弱，在毛差进一步恢复和燃气销气量不断提升的预期下，业绩有望企稳回升。公司坚持分红派息，长期回报股东。我们预计公司25E/26E/27E年EPS为0.18/0.20/0.21港币，目标价1.36港元，对应P/E 7.8x。维持“买入”评级。

报告摘要

气量增长符合行业趋势，毛差下半年恢复较快。公司实现销气总量25.15亿方（yoy+13%），其中管道天然气销售17.14亿方（yoy+6.5%），管输气8.01亿方（yoy+32%）。符合行业增长趋势，但略微不及指引。主要是受暖冬影响较大，影响了销量达3600万方以及气贸6400万方。公司预计25年能够实现总销气量27亿方，同比+9%，当中管销气量约19亿方，同比+9%，管输气量保持稳定。公司24年实现综合毛差0.41元/方，同比下降0.06元/方。当中下半年城镇燃气毛差大幅修复，达0.58元/立方米，主要是上游结构的调整带来的正向影响。预计25年公司的气源采购策略将继续发挥优势，毛差继续呈现修复态势。公司指引25年城镇毛差0.52元/方，同比上涨0.04元/方。

接驳业务有望企稳，增值业务提供增长动力。公司24年新增接驳7万户，主要受房地产市场下行影响。预计2025年新增接驳户数能够同比持平，接驳业务有望企稳。增值服务业务24年实现毛利5470万港元，同比上升9.6%，近四年复合年增长率约42%。随着公司增值业务自主品牌泰悦佳的推广销售，增值业务有望实现高速增长，毛利率也有望进一步提升。25年预计增值业务毛利继续实现双位数增长。

有息负债减少，长期分红回报股东。公司24年有息负债减少5.7亿，债务结构优化。25年公司将继续优化债务结构，预计全年融资成本下降2000万人民币。公司坚持回报股东，计划2025-2027年在每股0.076港元的派息基础上，未来三年每年提升不低于10%。公司的分红指引以DPS为基础，有利于保障股东每年分红派息的绝对值，目前的股息率达7%，较为吸引。

目标价1.36港元，维持“买入”评级。公司的燃气销气量增速指引仍然高于行业平均水平，叠加毛差进一步恢复以及接驳业务的企稳预期，我们预计公司2025E/2026E/2027E收入分别为65.09/68.78/72.68亿港元，同比+0.5%/+5.7%/+5.7%；归母净利润分别为2.37/2.64/2.78亿港元，同比+18.8%/+11.3%/+5.5%。我们认为公司的股息率较为吸引，给予公司2025年P/E为7.8x，对应目标价1.36港元，维持“买入”评级。

风险提示：天然气成本快速上行，需求不及预期，经济增速不及预期。

财务及估值摘要

(年结31/12; 千港元)	FY 2023A	FY 2024A	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	6,406,681	6,197,801	6,509,336	6,877,811	7,268,395
增长率 (%)	5.0%	-3.3%	5.0%	5.7%	5.7%
归母净利润	256,612	199,775	237,284	264,030	278,470
增长率 (%)	-21.2%	-22.1%	18.8%	11.3%	5.5%
净利润率 (%)	4.0%	3.2%	3.6%	3.8%	3.8%
每股收益 (港币)	0.19	0.15	0.18	0.20	0.21
每股净资产(人民币)	1.72	1.70	1.74	1.87	1.98
市盈率	5.69	7.31	6.16	5.53	5.25
市净率	0.63	0.63	0.62	0.58	0.54
净资产收益率 (%)	11.1%	8.6%	10.2%	10.8%	10.7%
股息收益率 (%)	7.0%	7.2%	7.9%	8.7%	9.5%

数据来源：公司资料，国证国际预测

投资评级：

买入

维持评级

6个月目标价

1.36港元

股价 2025-04-04

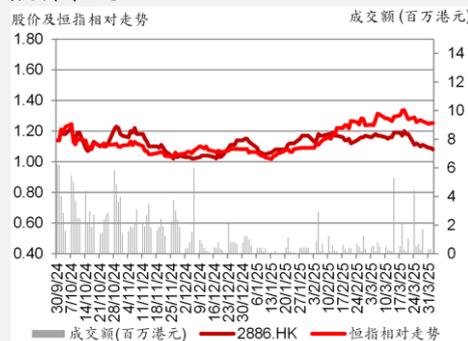
1.08港元

总市值(亿港元)	1,484.85
流通市值(亿港元)	1,484.85
总股本(亿股)	1,374.86
流通股本(亿股)	1,374.86
12个月低/高(港元)	0.86/1.36
平均成交(百万港元)	0.64

股东结构

泰达	42.08%
中石化	29.45%
其他	28.47%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-6.22	-19.21	-45.86
绝对收益	-6.90	-3.57	-9.24

数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 行业分析师

+852-22131403

joyceyan@sdicsi.com.hk

附表：财务报表预测

单位：港币千元	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E	单位：港币千元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表						资产负债表					
主营业务收入	6,406,681	6,197,801	6,509,336	6,877,811	7,268,395	现金	808,364	384,045	294,631	285,786	236,474
营业成本	(5,657,702)	(5,628,324)	(5,881,954)	(6,207,483)	(6,572,167)	应收账款	348,342	304,602	382,495	343,497	423,723
毛利	748,979	569,477	627,381	670,327	696,228	存货	107,863	97,266	131,477	109,925	145,659
行政开支	(218,607)	(202,963)	(221,317)	(233,846)	(247,125)	预付款项	433,193	293,528	452,910	477,976	506,057
其他收入	140,681	153,612	168,973	182,491	197,090	其他流动资产	177,649	41,868	60,000	60,000	60,000
其他利得/(亏损)净额	(21,596)	20,757	10,000	10,000	10,000	流动资产合计	1,875,411	1,121,309	1,321,513	1,277,184	1,371,913
金融及合约资产的减值(亏损)	(17,548)	(11,882)	(11,882)	(11,882)	(11,882)	固定资产	6,007,569	5,985,500	6,170,412	6,508,919	6,835,823
经营利润	500,329	416,453	442,968	479,535	498,943	无形资产	266,544	258,750	251,583	244,990	238,927
融资成本净额	(156,400)	(120,697)	(117,500)	(116,000)	(115,000)	按权益法入账的投资	296,902	302,781	302,781	302,781	302,781
应占联营公司及合营企业纯利	10,769	14,603	14,895	15,193	15,497	预付款项	87,476	15,720	88,229	93,112	98,583
税前利润	354,698	310,359	340,363	378,728	399,440	其他长期资产	56,880	65,728	65,728	65,728	65,728
所得税	(91,276)	(101,098)	(91,898)	(102,256)	(107,849)	非流动资产合计	6,715,371	6,628,479	6,878,732	7,215,530	7,541,841
税后利润	263,422	209,261	248,465	276,471	291,591	总资产合计	8,590,782	7,749,788	8,200,245	8,492,714	8,913,754
少数股东权益	6,810	9,486	11,181	12,441	13,122	应付账款	1,324,393	1,204,412	1,442,467	1,350,900	1,606,575
归母净利润	256,612	199,775	237,284	264,030	278,470	短期借款	1,846,244	1,071,352	1,200,000	1,200,000	1,200,000
总股数	1,352,422	1,352,422	1,352,422	1,352,422	1,352,423	其他流动负债	881,323	746,907	746,907	746,907	746,907
EPS	0.19	0.15	0.18	0.20	0.21	流动负债合计	4,051,960	3,022,671	3,389,374	3,297,807	3,553,482
EBITDA	511,098	431,056	457,863	494,728	514,440	长期借款	2,059,386	2,258,172	2,300,000	2,500,000	2,500,000
EBITDA	732,609	658,381	678,129	726,432	757,218	递延税及递延收入	142,721	145,265	143,205	151,312	159,905
同比(%)						其他					
营业收入	5%	-3%	5%	6%	6%	16,164	19,534	19,534	19,534	19,534	19,534
毛利	3%	-24%	10%	7%	4%	非流动负债合计	2,218,271	2,422,971	2,462,739	2,670,846	2,679,439
营业利润	3%	-17%	6%	8%	4%	负债合计	6,270,231	5,445,642	5,852,114	5,968,653	6,232,921
税前利润	-21%	-21%	19%	11%	5%	股本	330,299	282,325	242,325	202,325	162,325
归母净利润	-21%	-22%	19%	11%	5%	留存收益	1,932,273	2,020,124	2,136,639	2,269,665	2,405,167
现金流量表						所有者权益合计					
税前利润	354,698	310,359	340,363	378,728	399,440	少数股东权益	87,161	82,407	89,229	95,914	101,872
折旧和摊销	(221,511)	(227,325)	(220,266)	(231,705)	(242,778)	其他	(29,182)	(80,710)	(120,062)	(43,844)	11,469
营运资本变动	373,444	145,777	(105,940)	(60,967)	106,164	所有者权益合计	2,320,551	2,304,146	2,348,131	2,524,061	2,680,833
融资成本	156,400	120,697	117,500	116,000	115,000	主要财务比率					
已收利息	6,612	17,862	8,000	9,000	10,000	P/E (x)	5.7	7.3	6.2	5.5	5.2
已付所得税	(91,276)	(101,098)	(91,898)	(102,256)	(107,849)	P/B (x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
其他	254,018	390,302	450,000	450,000	450,000	Dividend yield (%)	7%	7%	8%	9%	10%
经营性现金净流量	832,385	656,574	497,760	558,800	729,978	Gross margin (%)	12%	9%	10%	10%	10%
资本开支	(578,114)	(395,390)	(561,000)	(561,000)	(561,000)	Pre-tax profit margin (%)	6%	5%	5%	6%	5%
其他	(8,742)	70,000	-	-	-	Net margin (%)	4%	3%	4%	4%	4%
投资性现金净流量	(586,856)	(325,390)	(561,000)	(561,000)	(561,000)	ROE (%)	11%	9%	10%	11%	11%
新发股份	397	-	-	-	-	ROA (%)	3%	2%	3%	3%	3%
支付股息	(139,331)	(108,700)	(119,150)	(130,645)	(143,290)	Current ratio (x)	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
新增债务	1,371	(576,106)	170,476	200,000	-	Stock turnover days (s)	7.8	6.6	7.0	7.0	7.0
利息支出	(156,400)	(120,697)	(117,500)	(116,000)	(115,000)	A/R turnover days (s)	19.2	19.0	19.0	19.0	19.0
其他	41,412	50,000	40,000	40,000	40,000	A/P turnover days (s)	82.9	80.9	81.0	81.0	81.0
融资性现金净流量	(252,551)	(755,503)	(26,174)	(6,645)	(218,290)	Interest coverage (x)	3.3	3.6	3.9	4.3	4.5
净现金流	(7,022)	(424,319)	(89,414)	(8,845)	(49,312)	Net debt/ (cash) to equity	133%	128%	137%	135%	129%
汇兑损益	(29,864)	-	-	-	-	Total asset to equity ratio	3.7	3.4	3.5	3.4	3.3
期初现金余额	845,250	808,364	384,045	294,631	285,786	Dividend payout ratio (%)	40%	40%	40%	38%	38%
期末现金余额	808,364	384,045	294,631	285,786	236,474						

数据来源：公司资料，国证国际预测

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。国证国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映国证国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。国证国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

国证国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。国证国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，国证国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意国证国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国证国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得国证国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 国证国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

国证国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010