

燃气	收盘价 港元 7.56	目标价 港元 6.70个	潜在涨幅 -11.4%	2025年6月20日
----	----------------	-----------------	----------------	------------

中国燃气 (384 HK)

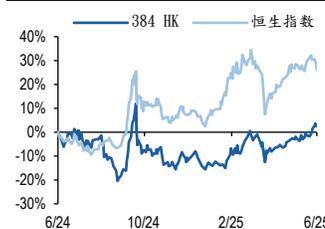
2025 财年受暖冬影响盈利同比下降，关注明年盈利改善确定性

- ⊕ 下半财年受暖冬影响时间较长，拖累期内盈利水平。公司将于6月27日公布2025财年全年业绩，我们预期公司全年核心利润同比降6.4%至37亿港元，受下半财年内暖冬影响，公司有4至5个月售气量偏弱（较12月年结的同业受影响时间更长），我们估计公司全年零售气量同比微增约1%（下半年仅同比升0.5%），低于公司指引的2%。其中，居民/工商业售气同比升2%/0.5%，售气毛差应可达公司指引的每立方米0.53元人民币。另外，预计期内居民新增接驳同比下降约21%至125万户。我们预期末期分红维持在0.35港元（全年派息0.5港元）。同时我们预计公司在合营公司的应收款回收或持续取得进展，自由现金流有望维持在46亿港元的水平。
- ⊕ 2026财年预期营运端平稳，期待分拆增值业务上市有所突破。展望2026财年，我们认为零售气量同比增长有望回升至2%，售气毛差在居民用气持续顺价后提升至每方0.54元人民币的水平。至于居民新增接驳，目前我们保守预期同比轻微下降至123万户，若公司2025财年下半年新增接驳量超预期，或在手合同能显现复苏信号，我们会上调预期。另外目前我们预期公司对项目收购仍然采取保守的态度，2026财年资本开支同比仍有下降的可能，因此自由现金流仍可以维持在较佳水平。同时，我们关注公司在下周业绩发布会中，是否会进一步更新增值业务分拆上市进展。
- ⊕ 微调2025财年预测，关注公司基本面改善的确定性。我们下调2025财年盈利预测约2%，以反映暖冬对售气量的影响。预期2026/27财年盈利同比增长8.9%/5.5%。估值方面，我们调整基准年至2026财年，上调估值标准至9.5倍，相比我们覆盖的其他燃气公司（10-11倍的估值标准）仍有折让，目标价上调至6.7港元（原5.92港元），维持中性评级。我们认为公司目前超过6%的股息率有一定防守性，若未来在盈利构成、自由现金流稳定性，及分红政策有更明确的方向，这些将会是我们上调评级的关键依据。

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)	8.26
52周低位 (港元)	5.87
市值 (百万港元)	41,092.93
日均成交量 (百万)	13.04
年初至今变化 (%)	11.67
200天平均价 (港元)	6.85

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	75,183	76,937	78,771
同比增长 (%)	4.3	-11.5	-7.6	2.3	2.4
净利润 (百万港元)	4,293	3,185	3,712	4,044	4,268
每股盈利 (港元)	0.76	0.73	0.68	0.74	0.79
同比增长 (%)	-45.0	-4.2	-6.4	8.9	5.5
前EPS预测值 (港元)			0.70	0.74	0.79
调整幅度 (%)			-1.9	0.2	-0.0
市盈率 (倍)	9.9	10.4	11.1	10.2	9.6
每股账面净值 (港元)	10.64	9.92	10.10	10.35	10.63
市账率 (倍)	0.71	0.76	0.75	0.73	0.71
股息率 (%)	6.6	6.6	6.6	6.6	6.6

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: 2024 财年业绩概要及 2025 财年预测

3月31日年结 (百万港元)	FY24	FY25E	同比 (%)
财务数据			
收入	81,410	75,183	(7.6)
销售成本	(70,106)	(63,447)	(9.5)
毛利	11,304	11,737	3.8
其他收入	1,213	1,173	(3.3)
其他损益	(764)	0	(100.0)
销售及分销成本	(2,551)	(2,406)	(5.7)
行政及管理成本	(3,163)	(3,007)	(4.9)
经营利润	6,039	7,496	24.1
财务费用	(2,122)	(1,812)	(14.6)
应占联营公司损益	297	306	3.0
应占合资公司损益	398	40	(90.0)
税前利润	4,612	6,030	30.7
税费	(760)	(1,146)	50.8
非控股权益	(668)	(1,172)	75.5
净利润	3,185	3,712	16.6
核心利润	3,966	3,712	(6.4)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2:运营情况及预测

年结 3月31日	FY23	FY24	FY25E	FY25E	FY25E
零售气量(亿立方米)					
居民用户	8,383	8,667	8,840	9,061	9,287
工商业用户	14,099	14,377	14,449	14,738	15,032
加气站	523	470	423	380	342
合计	23,004	23,513	23,711	24,179	24,662
同比增长	5.0	2.2	0.8	2.0	2.0
售气毛差(人民币/立方米)					
	0.42	0.50	0.53	0.54	0.54
新增接驳居民用户(百万户)					
- 城市	2.07	1.59	1.25	1.23	1.19
- 乡镇	0.23	0.07	0	0	0
合计	2.30	1.66	1.25	1.23	1.19

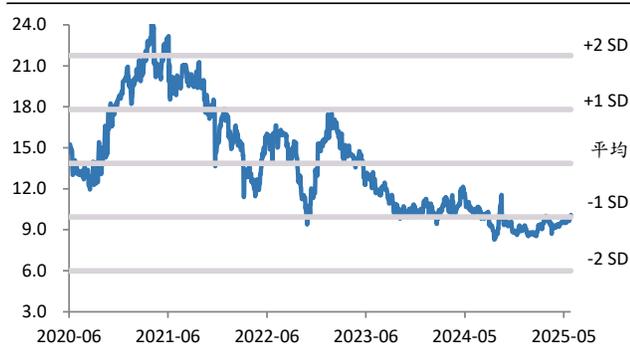
资料来源：公司资料，交银国际

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)

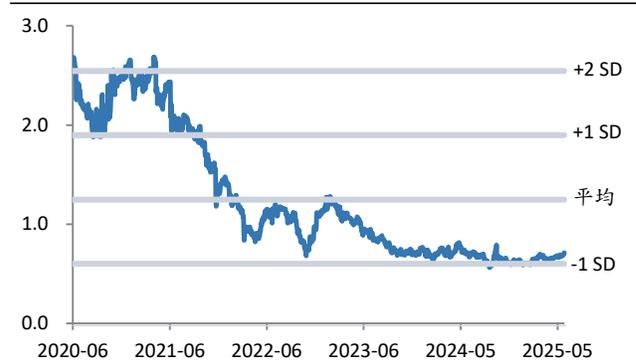
资料来源: 公司资料, 交银国际

图表 4: 预期市盈率区间 (倍)



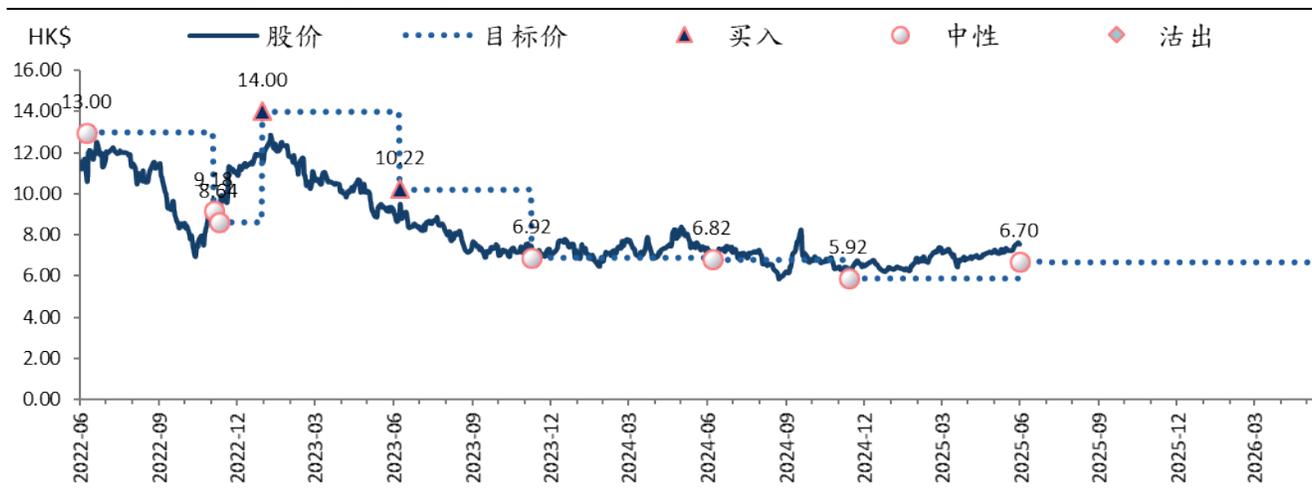
资料来源: Factset, 交银国际预测

图表 5: 预期市净率区间 (倍)



资料来源: Factset, 交银国际预测

图表 6: 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 7: 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
2688 HK	新奥能源	买入	63.40	74.60	17.7%	2025年04月29日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.76	9.02	16.2%	2025年03月27日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.56	6.70	-11.4%	2025年06月20日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	20.85	20.80	-0.2%	2025年03月31日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.22	8.12	30.5%	2025年03月27日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至2025年6月20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	75,183	76,937	78,771
主营业务成本	(79,954)	(70,106)	(63,447)	(64,670)	(66,074)
毛利	12,035	11,304	11,737	12,266	12,697
销售及管理费用	(6,104)	(5,715)	(5,413)	(5,539)	(5,672)
其他经营净收入/费用	1,718	449	1,173	1,179	1,187
经营利润	7,650	6,039	7,496	7,906	8,212
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	346	396	416
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	6,038	4,612	6,030	6,489	6,849
税费	(924)	(760)	(1,146)	(1,168)	(1,233)
非控股权益	(821)	(668)	(1,172)	(1,277)	(1,348)
净利润	4,293	3,185	3,712	4,044	4,268
作每股收益计算的净利润	4,144	3,966	3,712	4,044	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	9,620	10,783	11,625
应收账款及票据	16,702	15,520	14,213	14,544	14,891
存货	5,655	4,731	4,990	5,086	5,197
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	5,887	5,724	5,563
总流动资产	52,220	45,247	45,073	46,294	47,228
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	22,379	22,768	23,177
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	104,865	106,074	107,069
总资产	157,291	148,698	149,938	152,368	154,297
短期贷款	21,908	23,043	23,735	24,447	24,202
应付账款	19,557	17,629	17,383	17,718	18,102
其他短期负债	10,315	9,710	9,419	8,897	8,473
总流动负债	51,780	50,382	50,537	51,062	50,778
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	87,024	86,850	85,881
股本	54	54	54	54	54
储备及其他资本项目	57,846	53,873	54,868	56,194	57,744
股东权益	57,901	53,928	54,922	56,248	57,799
非控股权益	6,890	6,820	7,992	9,269	10,617
总权益	64,790	60,747	62,914	65,517	68,416

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	6,030	6,489	6,849
合资企业/联营公司收入调整	(244)	(696)	(346)	(396)	(416)
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	1,025	(536)	(440)
税费	(1,614)	(1,353)	(1,008)	(876)	(925)
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	8,326	7,351	7,775
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)	(2,718)	(2,718)	(2,718)
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)	(3,107)	(2,705)	(3,647)
汇率收益/损失	(678)	(769)	0	0	0
年初现金	10,011	10,439	8,094	9,620	10,783
年末现金	10,439	8,094	9,620	10,783	11,625

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	0.683	0.744	0.785
全面摊薄每股收益	0.762	0.730	0.683	0.744	0.785
每股股息	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500
每股账面值	10.643	9.921	10.104	10.348	10.633
利润率分析(%)					
毛利率	13.1	13.9	15.6	15.9	16.1
净利率	4.7	3.9	4.9	5.3	5.4
盈利能力(%)					
ROA	2.7	2.1	2.5	2.7	2.8
ROE	7.4	5.9	6.8	7.2	7.4
其他					
净负债权益比(%)	76.5	83.9	78.0	73.1	67.4
流动比率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
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	69.0	69.0	69.0
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、武汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、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、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康(南京)科技股份有限公司及周六福珠宝股份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，并可能受递送延误、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。