

燃气	收盘价 港元 7.35	目标价 港元 6.80个	潜在涨幅 -7.5%
----	----------------	-----------------	---------------

2025 年 6 月 30 日

中国燃气 (384 HK)

一次性项目影响 2025 财年盈利，2026 财年现金流确定性仍待提高

- 较多一次性项目影响 2025 财年盈利，自由现金流有较大改善。中燃 2025 财年报表盈利同比增 2.1%，核心盈利同比降约 14%，低于我们预期，主因：1) 下半财年零售气量同比下滑 1%，因公司受暖冬影响约 5 个月，导致居民售气同比下跌 4%；2) 由于船舶出售，期内减少 2.6 亿港元的租赁收入；3) 2024 财年有 1.5 亿港元的一次性的退税没有在 2025 财年再出现。虽然如此，公司售气毛差同比增约 4 分至每方 0.54 元人民币，新增居民接驳同比仅下跌 15% 至 150 万户，仍高于我们预期的 125 万户，增值业务经营利润同比增长 10.6%，合乎预期。同时公司自由现金流达到新高 46.6 亿港元，末期分红亦维持在 0.35 港元，合乎预期。
- 2026/27 财年自由现金流仍有望覆盖目前年度分红。公司 2026 财年指引偏向保守：1) 零售气增长 2%，售气毛差微升至每方 0.55 元人民币；2) 居民新增接驳 120 万户。有关售气方面，管理层主要判断是来年再出现暖冬的机会较低，同时居民售气顺价程度应再提高，对售气毛差应有温和推动。另外，我们仍关注公司对目前的自由现金流/分红政策能否维持，因为 2025 财年公司经营现金流由于补贴相关合同资产上升（~15 亿港元）等因素，同比降 43%，但在合资公司和联营公司收到年度股息、借款回款，以及项目重组等收回投资性资金合计 28.6 亿港元，大幅减少投资性现金流出。公司估计 2026 财年资本开支约 40 亿港元（同比降 14%），我们认为在合资/联营公司回收款项，以及对运营资金控制改善之下，公司仍有机会在 2026/27 财年录得超过 30 亿港元的自由现金流，能覆盖目前 0.5 港元的每股派息（总派息 27.2 亿港元）。
- 目前为股息率最高的燃气分销商，唯估值已属合理水平。另外，公司增值业务分拆上市方面，目前已回答完监管方的问题，今年 3 季度应在审批上有所进展。我们下调公司 2026/27 财年盈利预测 8.5%/8.0%。估计公司盈利在 2026/27 财年同比上升 8.5%/6.1%，估值方面，因公司自由现金流持续改善，我们上调估值至 10 倍 2026 财年市盈率，目标价调整至 6.8 港元。公司目前 6.8% 的股息率为我们覆盖的燃气分销商中最高，但我们认为目前公司约 10 倍 2026 财年市盈率已是合理水平。目前我们认为提高评级仍需要等待盈利/现金流稳定度再提高，从而在股息率和估值上有更好的平衡点。维持中性评级。

财务数据一览

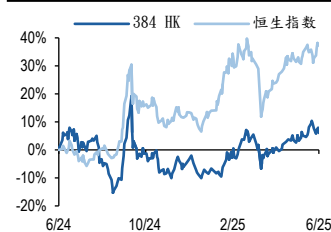
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入(百万港元)	81,410	79,258	80,449	82,049	83,692
同比增长(%)	-11.5	-2.6	1.5	2.0	2.0
净利润(百万港元)	3,185	3,252	3,707	3,934	4,114
每股盈利(港元)	0.73	0.63	0.68	0.72	0.76
同比增长(%)	-4.2	-14.1	8.5	6.1	4.6
前EPS预测值(港元)			0.74	0.79	
调整幅度(%)			-8.5	-8.0	
市盈率(倍)	10.1	11.7	10.8	10.2	9.7
每股账面净值(港元)	9.92	9.89	10.07	10.29	10.55
市账率(倍)	0.74	0.74	0.73	0.71	0.70
股息率(%)	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	39,951.46
日均成交量(百万)	8.47
年初至今变化(%)	8.57
200天平均价(港元)	6.90

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

图表 1：2025 财年业绩概要

年结 3 月 31 日 (百万港元)	FY24	FY25	FY25E 交银国际预测	同比 (%)	差异 (%)
财务数据					
收入	81,410	79,258	75,183	(2.6)	5.4
销售成本	(70,106)	(67,995)	(63,447)	(3.0)	7.2
毛利	11,304	11,263	11,737	(0.4)	(4.0)
其他收入	1,213	997	1,173	(17.8)	(15.0)
其他损益	(764)	(164)	0	(78.6)	NM
销售及分销成本	(2,551)	(2,441)	(2,406)	(4.3)	1.5
行政及管理成本	(3,163)	(3,111)	(3,007)	(1.6)	3.5
经营利润	6,039	6,544	7,496	8.4	(12.7)
财务费用	(2,122)	(1,802)	(1,812)	(15.1)	(0.6)
应占联营公司损益	297	187	306	(36.9)	(38.8)
应占合资公司损益	398	254	40	(36.3)	537.2
税前利润	4,612	5,183	6,030	12.4	(14.0)
税费	(760)	(993)	(1,146)	30.8	(13.3)
非控股权益	(668)	(938)	(1,172)	40.5	(20.0)
净利润	3,185	3,252	3,712	2.1	(12.4)
核心利润	3,966	3,416	3,712	(13.9)	(8.0)

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：运营情况及预测

年结 3 月 31 日	FY24	FY25	FY26E	FY27E	FY28E
零售气量(亿立方米)					
居民用户	8,667	8,488	8,657	8,831	9,007
工商业用户	14,377	14,603	14,895	15,251	15,616
加气站	470	427	384	346	311
合计	23,513	23,518	23,937	24,428	24,934
同比增长	2.2	0.0	1.8	2.0	2.1
售气毛差(人民币/立方米)					
	0.50	0.54	0.55	0.55	0.55
新增接驳居民用户(百万户)					
	1.66	1.40	1.19	1.15	1.12

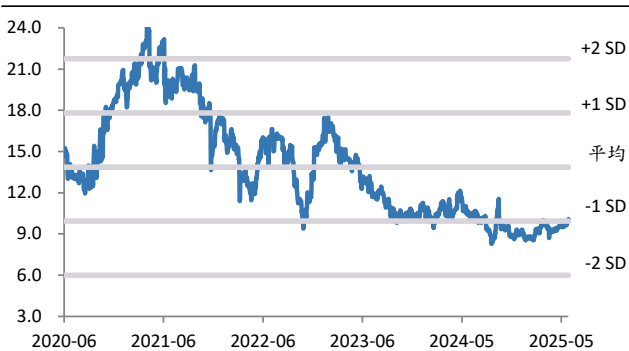
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：管理层 2025 财年指引

年结 3 月 31 日	FY25 指引	FY26 指引
售气毛差(城镇项目合计)	0.53 元/立方米	0.55 元/立方米
城镇燃气项目销气量增长	>2%	>2%
新增接驳居民用户	120-140 万户	100-120 万户
增值业务毛利或税前利润增长	10%+	10%+

资料来源：公司资料，交银国际

图表 4：预期市盈率区间（倍）



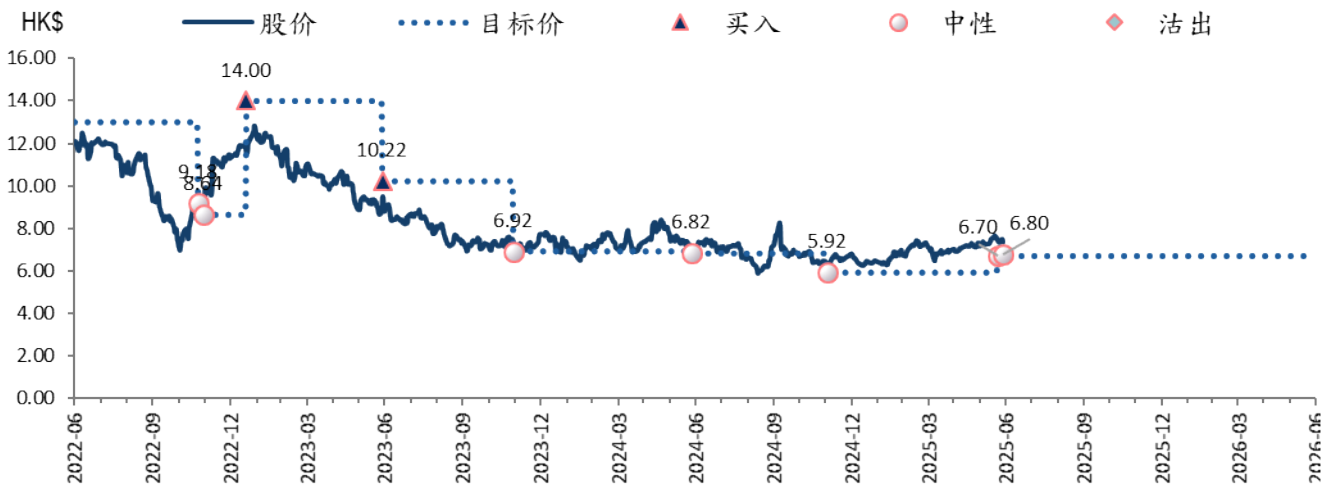
资料来源：Factset，交银国际预测

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	62.70	74.60	19.0%	2025 年 04 月 29 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.67	9.02	17.6%	2025 年 03 月 27 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.35	6.80	-7.5%	2025 年 06 月 30 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	20.45	20.80	1.7%	2025 年 03 月 31 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.44	8.12	26.1%	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 27 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
收入	81,410	79,258	80,449	82,049	83,692
主营业务成本	(70,106)	(67,995)	(68,728)	(69,935)	(71,208)
毛利	11,304	11,263	11,722	12,114	12,485
销售及管理费用	(5,715)	(5,552)	(5,615)	(5,727)	(5,842)
其他经营净收入/费用	449	833	981	987	994
经营利润	6,039	6,544	7,087	7,374	7,637
财务成本净额	(2,122)	(1,802)	(1,466)	(1,437)	(1,420)
应占联营公司利润及亏损	696	441	448	460	472
其他非经营净收入/费用	0	0	0	0	0
税前利润	4,612	5,183	6,069	6,397	6,690
税费	(760)	(993)	(1,092)	(1,151)	(1,204)
非控股权益	(668)	(938)	(1,269)	(1,311)	(1,371)
净利润	3,185	3,252	3,707	3,934	4,114
作每股收益计算的净利润	3,966	3,416	3,707	3,934	4,114

资产负债表简表 (百万港元)					
截至3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	8,094	8,853	7,924	7,909	9,519
应收账款及票据	15,520	15,562	15,649	15,735	16,051
存货	4,731	4,285	4,331	4,407	4,487
短期应收收入	10,261	11,754	11,519	11,288	10,159
其他流动资产	6,641	4,093	3,752	3,436	3,152
总流动资产	45,247	44,548	43,174	42,775	43,368
物业、厂房及设备	67,521	68,749	70,252	71,459	72,397
无形资产	3,245	3,031	3,049	3,060	3,063
合资企业/联营公司投资	22,039	21,560	22,001	22,455	22,920
其他长期资产	10,645	10,332	10,332	10,332	10,332
总长期资产	103,451	103,673	105,634	107,306	108,712
总资产	148,698	148,221	148,809	150,081	152,080
短期贷款	23,043	21,082	20,660	20,454	20,249
应付账款	17,629	16,747	16,947	17,244	17,558
其他短期负债	9,710	9,073	8,412	7,838	7,340
总流动负债	50,382	46,902	46,019	45,536	45,148
长期贷款	36,022	39,149	38,366	37,599	37,223
其他长期负债	1,546	1,443	1,443	1,443	1,443
总长期负债	37,568	40,592	39,809	39,041	38,665
总负债	87,950	87,494	85,828	84,577	83,813
股本	54	54	54	54	54
储备及其他资本项目	53,873	53,810	54,795	56,007	57,399
股东权益	53,928	53,865	54,850	56,061	57,453
非控股权益	6,820	6,862	8,131	9,442	10,814
总权益	60,747	60,727	62,981	65,504	68,267

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
税前利润	4,612	5,183	6,069	6,397	6,690
合资企业/联营公司收入调整	(696)	(441)	(448)	(460)	(472)
折旧及摊销	2,612	2,632	2,680	2,742	2,793
营运资本变动	3,384	222	(148)	(32)	690
税费	(1,353)	(874)	(961)	(1,013)	(1,060)
其他经营活动现金流	2,780	(281)	0	0	0
经营活动现金流	11,340	6,440	7,191	7,634	8,641
资本开支	(6,001)	(4,640)	(4,000)	(3,760)	(3,534)
其他投资活动现金流	(1,050)	2,860	(193)	(193)	(193)
投资活动现金流	(7,051)	(1,780)	(4,193)	(3,953)	(3,728)
负债净变动	389	1,165	(1,205)	(974)	(581)
股息	(2,991)	(2,718)	(2,722)	(2,722)	(2,722)
其他融资活动现金流	(3,262)	(2,355)	0	0	0
融资活动现金流	(5,864)	(3,908)	(3,927)	(3,696)	(3,303)
汇率收益/损失	(769)	7	0	0	0
年初现金	10,439	8,094	8,853	7,924	7,909
年末现金	8,094	8,853	7,924	7,909	9,519

财务比率					
年结3月31日	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股指标(港元)					
核心每股收益	0.730	0.627	0.681	0.722	0.755
全面摊薄每股收益	0.730	0.627	0.681	0.722	0.755
每股股息	0.500	0.500	0.500	0.500	0.500
每股账面值	9.921	9.887	10.068	10.290	10.545
利润率分析(%)					
毛利率	13.9	14.2	14.6	14.8	14.9
净利率	3.9	4.1	4.6	4.8	4.9
盈利能力(%)					
ROA	2.1	2.2	2.5	2.6	2.7
ROE	5.9	6.0	6.8	7.0	7.2
其他					
净负债权益比(%)	83.9	84.6	81.1	76.6	70.2
流动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	1.0
存货周转天数	24.6	23.0	23.0	23.0	23.0
应收账款周转天数	69.6	71.7	71.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	91.8	89.9	90.0	90.0	90.0

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、周六福珠宝股份有限公司、搜康视云制药有限公司及富卫集团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。