

公用事业

2025 年 06 月 30 日

中国燃气 (00384)

——毛差稳健提升 自由现金流再创新高

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2025 年 06 月 27 日

收盘价 (港币)	7.35
恒生中国企业指数	8762.47
52 周最高/最低 (港币)	8.40/5.78
H 股市值 (亿港元)	400.44
流通 H 股 (百万股)	5,448.15
汇率 (人民币/港币)	1.0959

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
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com

投资要点：

- 中国燃气发布 2024/25 财年业绩。**2024/25 财年公司实现营业收入 792.58 亿港元，同比下降 2.6%；归属于上市公司股东的净利润 32.52 亿港元，同比增加 2.1%，略低于我们的预期，主要系 2024/25 冬季偏暖导致公司总销气量下滑。公司自由现金流为 46.6 亿港元，同比增长 8.7%。公司拟派末期股息每股 0.35 港元，全年分红达 0.5 港元/股，同比持平。按照 6 月 27 日收盘价计算，公司股息率达 6.8%。
- 公司自由现金流再创新高，融资成本持续走低。**随着公司销气毛差快速修复，资本开支规模减少，公司全财年自由现金流再创历史最高水平，达 46.6 亿港元，同比提升 8.7%。以全年 0.5 港元/股派息水平计算，公司全年分红规模约为 27.2 亿港元，大幅低于公司自由现金流水平。公司现金创造能力较强，可以支撑当前高分红水平。同时公司财务管理稳健，通过将外币高息债务置换等方式大幅降低综合财务成本，公司全财年平均融资成本下降至 3.84%，同比下降 0.99pct，财务费用 18.02 亿港元，同比下降 3.20 亿港元。
- 公司天然气零售销量同比微增，毛差延续修复趋势。**2024/25 财年，公司天然气售气量 399.6 亿 m³，同比下降 4.2%，其中城镇燃气销气量 235.2 亿 m³，同比增长 0.02%，增速较中期放缓的原因主要系下半财年气温偏暖导致全年居民用气下滑 2.1%，工业用气受部分行业包括玻璃、陶瓷需求下滑拖累，全年增速 1.0%。虽然零售气量增速较中期有所放缓，但毛差呈稳健回升趋势。2024/25 财年零售气毛差为 0.537 元/m³，同比提升 0.036 元/m³。上游成本回落 0.08 元/m³，同时居民端联动机制逐步落地推动居民端售价上涨，达 3.00 元/m³，同比上升 0.03 元/m³。公司销气业务对经营性利润贡献逐渐提升，2024/25 财年占比达 50%。展望未来，国际 LNG 产能逐步释放全球供需走宽，利好公司综合采购成本下降。同时随着宏观经济恢复、采暖季需求有望低基数下回归，也有望带动价格敏感型工商用气增速进一步提升，改善公司销气结构并提振整体毛差。
- 接驳业务继续承压，降幅同比有所收窄。**2024/25 财年公司新增居民用户 140.05 万户，同比下滑 15.5%（去年同比下滑 28%）。在接驳用户增量中，存量用户占比达到 34.5%，同比增长 2.7 个百分点。2024/25 财年接驳及工程业务合计税前利润仅占公司全部业务税前利润的 16.4%，接驳业务对利润贡献度持续下降。根据公司业绩指引，2025/26 财年新增接驳用户数量小幅下降至 100-120 万户，接驳用户数有望降幅进一步收窄，接驳业务未来对公司整体业绩影响可控。
- 增值业务与综合能源稳健成长，打造公司成长新动能。**2024/25 财年，公司增值业务收入达 37.32 亿港元，同比增长 2.1%，经营利润 17.5 亿港元，同比增长 10.6%。公司以“壹品慧”平台业务作为增值服务业务主要服务载体，通过增加服务范围及网格精细化管理，盈利能力持续提升。综合能源业务方面，公司全年供能规模达 77.6 亿 KWh，切入工商业用户侧储能、绿电、综合能效等业务领域，为客户打绿色低碳综合能源服务生态，提供多元能源解决方案。
- 维持“买入”评级。**结合公司最新业绩指引，我们下调对公司 2025/26-2026/27 财年的归母净利润至 35.12、38.85 亿港元（下调前为 49.49、53.64 亿港元），新增 2027/28 财年归母净利润预测为 43.30 亿港元。当前股价对应 2025/26-2027/28 财年 PE 分别为 11、10、9 倍，与行业可比公司接近。公司分红比例及股息率显著高于可比公司，根据港股燃气公司 2024 年分红方案及最新收盘价计算，可比公司股息率平均为 4.56%，而中国燃气高达 6.8%。参考行业平均，保守估计公司合理股息率为 5%，对应公司合理市值为 545 亿港元，较当前市值有 36%的提升空间。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，天然气销售规模不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E	2027/28E
营业收入 (百万港元)	81,410	79,258	78,487	75,362	76,308
同比增长率 (%)	-11.50	-2.6	-1.0	-4.0	1.3
归母净利润 (百万港元)	3,185	3,252	3,512	3,885	4,330
同比增长率 (%)	-25.82	77.6	8.0	10.6	11.4
每股收益 (港元/股)	0.59	0.60	0.64	0.71	0.79
净资产收益率 (%)	5.9	6.0	6.4	6.9	7.4
市盈率	12.5	12.3	11.4	10.3	9.2
市净率	-	-	-	-	-

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

表 1：港股燃气公司估值及股息统计

证券代码	证券名称	2025/6/29	24 年每股	EPS			PE			股息率
		收盘价 (港元)	分红(港元/股)	25E	26E	27E	25E	26E	27E	2024
01083.HK	港华智慧能源	4.00	0.19	0.52	0.55	0.58	8	7	7	4.75%
00003.HK	香港中华煤气	6.65	0.35	0.33	0.35	0.37	20	19	18	5.26%
02688.HK	新奥能源	62.70	2.35	6.32	6.82	7.09	9	8	8	3.75%
01193.HK	华润燃气	20.45	0.95	2.21	2.51	2.66	9	8	8	4.65%
00135.HK	昆仑能源	7.67	0.34	0.74	0.80	0.86	9	9	8	4.40%
可比公司平均							11	10	10	4.56%
00384.HK	中国燃气	7.35	0.50	0.64	0.71	0.79	11	10	9	6.80%

资料来源：Wind，申万宏源研究

注：港股公司收盘价及每股分红为港元，新奥能源及昆仑能源 EPS 为人民币元/股，其他公司为港元/股。

合并利润表

百万港元	2023/24	2024/25	2025/26E	2026/27E	2027/28E
营业收入	81,410	79,258	78,487	75,362	76,308
营业成本	-70,106	-67,995	-67,219	-64,007	-64,344
营业利润	11,304	11,263	11,268	11,356	11,964
其他收入	1,213	1,213	997	1,047	1,099
销售费用	-2,551	-2,441	-2,433	-2,261	-2,213
管理费用	-3,163	-3,111	-2,983	-2,788	-2,823
税息折旧及摊销前利润	8,949	9,342	9,537	10,257	11,127
息税前利润	6,039	6,544	6,739	7,246	7,924
应占合营/联营公司损益	696	441	620	650	700
财务费用	-2,122	-1,802	-1,585	-1,427	-1,414
除税前溢利	4,612	5,183	5,774	6,469	7,209
所得税	-760	-993	-1,212	-1,423	-1,586
少数股东损益	-668	-938	-1,049	-1,161	-1,293
归母净利润	3,185	3,252	3,512	3,885	4,330

资料来源：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	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@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。