

2025年9月8日
 滨海投资 (2886.HK)

公司深度分析

证券研究报告

公用事业

投资评级: **买入**

维持评级

6个月目标价 **1.36 港元**

股价 2025-09-05 **1.13 港元**

降本成效显著，股息率吸引

事件：公司公布 2025 年中期业绩。上半年实现收入 29.31 亿元，同比-17%；毛利 3.1 亿元，同比-10%；归母净利 1.73 亿元，同比+3%。公司收入和毛利主要受 Q1 暖冬导致气量下降以及接驳疲软的影响。Q2 开始气量有所恢复，财务成本显著降低，增值业务有望较好增长，为今年利润端提供增长动力。另外公司派息政策保障分红的绝对值，今年股息率有望超 7% 较为吸引。我们预计公司 25E/26E/27E 年 EPS 为 0.17/0.18/0.18 港币，略微下调。基于同业估值比较，公司所处估值较低，有一定上升空间。我们给予预测 P/E7.9x，略微上调，对应目标价 1.36 港元（前值 1.36 港元）。维持“买入”评级。

报告摘要

气量同比有所下降，毛差同比有较大提升。上半年公司实现总销气量 11.4 亿方 (yoy-14%)，其中管销气 8.3 亿方 (yoy-13%)，管输气 3.1 亿方 (yoy-18%)。主要由于暖冬所带来的市场需求变化以及部分客户年内停工检修等原因。Q2 管销气量同比上涨+17%，恢复强劲。公司指引全年总销气量约 25.68 亿方，同比+2%；管销气量约 18.68 亿方，同比+9%。毛差同比较大增长，上半年综合毛差 0.44 元/方，同比+0.07 元/方，其中城镇燃气平均毛差为 0.50 元/方，同比+0.07 元/方。主要是公司积极开拓上游渠道资源，气体采购成本持续下降以及居民气顺价的不断推进。公司指引全年城镇毛差约 0.52 元/方，同比+0.04 元/方。

接驳业务影响减小，增值业务有望较好增长。上半年公司新增接驳户数 2.86 万户，主要受房地产市场下行影响。但公司目前的结构来看，接驳业务的占比逐年下降，受到接驳业务的影响减小。增值服务业务上半年实现收入 3767.0 万港元，同比+6.9%；实现毛利 2539.9 万港元，同比+6.9%。上半年公司将增值服务纳入主营业务，证明了公司对增值业务的看好和重视。

融资管理成效显著，长期分红回报股东。上半年公司融资成本为 4549 万港币，同比大幅下降 39%。主要是公司主动偿还高息债务，合理调整债务结构。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。若以此假设今年分红每股 0.0836 港元，目前的股息率可高达 7.4%，料对投资者较为吸引。

目标价 1.36 港元，维持“买入”评级。公司今年持续的降本增效，大幅减少财务费用，毛差同比恢复较好，但鉴于行业需求有待提升，我们略微下调公司的盈利预测。我们预计公司 2025E/2026E/2027E 收入分别为 61.46/64.53/68.27 亿港元，同比-0.8%/+5.0%/+5.8%；归母净利润分别为 2.32/2.37/2.42 亿港元，同比+16.5%/+2.1%/+1.9%。我们认为公司的股息率较为吸引，给予公司 2025 年 P/E 为 7.9x，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	6,146,441	6,452,801	6,827,224
增长率 (%)	5.0%	-3.3%	-0.8%	5.0%	5.8%
归母净利润	256,612	199,775	232,761	237,627	242,162
增长率 (%)	-21.2%	-22.1%	16.5%	2.1%	1.9%
净利润率 (%)	4.0%	3.2%	3.8%	3.7%	3.5%
每股收益 (港币)	0.19	0.15	0.17	0.18	0.18
每股净资产(人民币)	1.72	1.70	1.76	1.93	2.24
市盈率	5.96	7.65	6.57	6.43	6.31
市净率	0.66	0.66	0.64	0.59	0.51
净资产收益率 (%)	11.1%	8.6%	9.9%	9.5%	8.6%
股息收益率 (%)	6.7%	6.8%	7.5%	8.3%	9.1%

数据来源：公司资料，国证国际预测

总市值(百万港元)	1,552.16
流通市值(百万港元)	1,552.16
总股本(百万股)	1,373.60
流通股本(百万股)	1,373.60
12个月低/高(港元)	0.86/1.25
平均成交(百万港元)	0.49

股东结构

泰达	42.18%
中石化	29.52%
其他	28.30%
总共	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	6.70	6.72	-24.26
绝对收益	8.49	12.75	21.05

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	2024A	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	6,146,441	6,452,801	6,827,224	现金	808,364	384,045	329,033	321,596	483,802
营业成本	(5,657,702)	(5,628,324)	(5,479,676)	(5,753,572)	(6,094,419)	应收账款	348,342	304,602	344,189	336,940	383,711
毛利	748,979	569,477	666,764	699,228	732,805	存货	107,863	97,266	100,611	107,157	112,920
行政开支	(218,607)	(202,963)	(208,979)	(219,395)	(232,126)	预付款项	433,193	293,528	421,935	443,025	469,270
其他收入	140,681	153,612	30,722	36,867	38,710	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	64,072	40,000	30,000	流动资产合计	1,875,411	1,121,309	1,255,768	1,268,717	1,509,703
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	6,288,285	6,581,094	6,864,255
经营利润	500,329	416,453	417,769	415,762	420,963	无形资产	266,544	257,750	249,674	235,632	222,669
融资成本净额	(156,400)	(120,697)	(98,790)	(90,100)	(89,100)	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	82,195	86,304	91,416
税前利润	354,698	310,359	333,874	340,855	347,360	其他长期资产	56,880	66,728	66,728	66,728	66,728
所得税	(91,276)	(101,098)	(90,146)	(92,031)	(93,787)	非流动资产合计	6,715,371	6,628,479	6,989,664	7,272,539	7,547,850
税后利润	263,422	209,261	243,728	248,824	253,573	总资产合计	8,590,782	7,749,788	8,245,432	8,541,256	9,057,553
少数股东权益	6,810	9,486	10,968	11,197	11,411	应付账款	1,324,393	1,204,412	1,261,442	1,327,665	1,414,823
归母净利润	256,612	199,775	232,761	237,627	242,162	短期借款	1,846,244	1,071,352	1,856,964	1,500,000	1,500,000
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	0.17	0.18	0.18	流动负债合计	4,051,960	3,022,671	3,865,313	3,574,572	3,661,730
EBIT	511,098	431,056	432,664	430,955	436,460	长期借款	2,059,386	2,258,172	1,849,470	2,200,000	2,200,000
EBITDA	289,587	210,551	213,605	202,578	199,516	递延税及递延收入	142,721	145,265	135,222	141,962	150,199
同比(%)						其他					
营业收入	5%	-3%	-1%	5%	6%	其他	16,164	19,534	19,534	19,534	19,534
毛利	3%	-24%	17%	5%	5%	非流动负债合计	2,218,271	2,422,971	2,004,226	2,361,496	2,369,733
营业利润	3%	-17%	0%	0%	1%	负债合计	6,270,231	5,445,642	5,869,539	5,936,068	6,031,463
税前利润	-21%	-21%	16%	2%	2%	股本	330,299	282,325	242,325	202,325	162,325
归母净利润	-21%	-22%	17%	2%	2%	留存收益	1,932,273	2,020,124	2,131,902	2,237,282	2,334,765
现金流量表						少数股东权益					
税前利润	354,698	310,359	333,874	340,855	347,360	其他	87,161	82,407	90,284	98,997	114,991
折旧和摊销	221,511	220,505	219,059	228,377	236,945	其他	(29,182)	(80,710)	(88,619)	66,584	414,009
营运资本变动	373,444	145,777	(180,784)	41,728	3,266	所有者权益合计	2,320,551	2,304,146	2,375,893	2,605,188	3,026,090
融资成本	156,400	120,697	98,790	90,100	89,100	主要财务比率					
已收利息	6,612	17,862	8,000	9,000	10,000	P/E (x)	6.0	7.6	6.6	6.4	6.3
已付所得税	(91,276)	(101,098)	(90,146)	(92,031)	(93,787)	P/B (x)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5
其他	(189,004)	(119,110)	(100,000)	(100,000)	100,000	Dividend yield (%)	7%	7%	8%	8%	9%
经营性现金净流量	832,385	594,992	288,793	518,029	692,883	Gross margin (%)	12%	9%	11%	11%	11%
资本开支	(578,114)	(417,884)	(502,776)	(502,776)	(502,776)	Pre-tax profit margin (%)	6%	5%	5%	5%	5%
其他	(8,742)	204,489	-	204,489	204,489	Net margin (%)	4%	3%	4%	4%	4%
投资性现金净流量	(586,856)	(213,395)	(502,776)	(298,287)	(298,287)	ROE (%)	11%	9%	10%	10%	9%
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	0.3	0.4	0.4
新增债务	1,371	(576,106)	376,910	(6,434)	-	Stock turnover days (s)	7.8	6.6	6.5	6.5	6.5
利息支出	(156,400)	(120,697)	(98,790)	(90,100)	(89,100)	A/R turnover days (s)	19.2	19.0	19.0	19.0	19.0
其他	41,412	24,897	-	-	-	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)	(780,606)	158,970	(227,179)	(232,390)	Interest coverage (x)	3.3	3.6	4.4	4.8	4.9
净现金流	(7,022)	(399,009)	(55,012)	(7,437)	162,207	Net debt/ (cash) to equity	133%	128%	142%	130%	106%
汇兑损益	(29,864)	(25,310)	-	-	-	Total asset to equity ratio	3.7	3.4	3.5	3.3	3.0
期初现金余额	845,250	808,364	384,045	329,033	321,596	Dividend payout ratio (%)	40%	40%	40%	38%	38%
期末现金余额	808,364	384,045	329,033	321,596	483,802						

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