

公用事业

2025 年 12 月 01 日

中国燃气

(00384)

—— 气量毛差承压 自由现金流再创新高

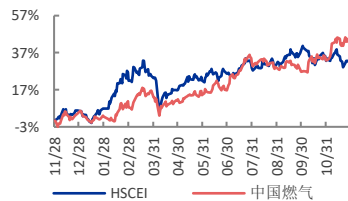
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 11 月 28 日

收盘价（港币）	8.60
恒生中国企业指数	9130.18
52 周最高/最低（港币）	8.85/5.97
H 股市值（亿港元）	468.54
流通 H 股（百万股）	5,448.15
汇率（港币/人民币）	0.9100

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 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

投资要点：

- **中国燃气发布 1H FY2025/26 业绩。**1H FY2025/26 公司实现营业收入 344.81 亿港元，同比下降 1.8%；归属于上市公司股东的净利润 13.34 亿港元，同比下跌 24.2%，低于我们的预期，主要系新增接驳用户减少及工业用气增速下滑等。公司自由现金流为 26.0 亿港元，同比增长 17.2%。公司拟派中期股息每股 0.15 港元，同比持平。
- **公司天然气零售销量同比下降，毛差同比小幅下降。**1H FY2025/26，公司天然气售气量 174.1 亿 m³，同比增长 1.7%，其中城镇燃气销气量 91.9 亿 m³，同比下跌 1.5%，同比下跌的原因主要系工商业用气需求同比下滑，工业用气受钢铁、建材等行业下滑拖累，上半财年同比下跌 1.1%，商业用气同样受宏观环境影响下跌 2.2%。管输与贸易气量方面，上半财年公司销气量 82.2 亿 m³，同比提升 5.4%。1H FY2025/26 零售气毛差为 0.58 元/m³，同比下跌 0.01 元/m³，主要系高毛差工商用气下滑导致毛差结构性下降。展望下半财年，在去年暖冬低基数基础上，公司销气增速有望实现反弹。同时国际 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。看好销气增速恢复，及成本改善后持续提振销气毛差，提升公司销气业务的盈利能力。公司维持全财年 0.55 元/m³毛差目标，如顺利达成，相较于 2024/25 财年毛差有 0.01 元/m³的提升空间。
- **接驳业务继续承压，边际影响有望持续回落。**1H FY2025/26 公司新增居民用户 67.63 万户，同比下滑 25.2%。在接驳用户增量中，新楼接驳用户占比达 67.9%，同比增长 1.1 个百分点。1H FY2025/26 接驳及工程业务合计税前利润仅占公司全部业务分部利润总额的 16.0%，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，接驳用户数将持续收窄，接驳业务未来对公司整体业绩影响有望进一步下降。
- **增值业务与综合能源保持稳健成长，为公司业绩贡献新增量。**上半财年公司增值业务收入达 20.2 亿港元，同比增长 0.3%，经营利润 10.2 亿港元，同比增长 1.3%。公司通过增加服务范围及网格精细化管理，持续丰富产品和服务组合，在主营业务承压的背景下贡献增量业绩。电力和新能源能源业务方面，公司重点布局的工商业用户储能实现跨越式发展，上半财年公司工商业用户侧储能达 617.7MWh，同比高增 693.5%，同时在售电业务也保持高速发展，上半财年售电量 35.3 亿度，同比高增 25.5%，绿证交易量同比高增 709%。看好增值业务及综合能源业务持续稳健成长，持续增厚公司利润。
- **公司自由现金流持续走高，融资成本稳步下降。**随着公司资本开支规模下降，上半财年自由现金流再创历史最高水平，达 26.0 亿港元，同比提升 17%。同时公司积极优化公司债务结构，通过持续降低综合财务成本，1H FY2025/26 公司融资成本下降至 3.39%，较 FY 2024/25 下降 0.45pct。
- **维持“买入”评级。**考虑到公司上半财年销气增速放缓，叠加接驳业务持续承压，我们下调对公司 2025/26-2027/28 财年的归母净利润至 32.64、37.70、41.92 亿港元（下调前为 35.12、38.85、43.30 亿港元）。当前股价对应 2025/26-2027/28 财年 PE 分别为 14、12、11 倍，公司派息政策稳定，股息率位居行业前列，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	76,368	72,404	72,595
同比增长率（%）	-11.5	-2.6	-3.6	-5.2	0.3
归母净利润（百万港元）	3,185	3,252	3,264	3,770	4,192
同比增长率（%）	-25.8	2.1	0.4	15.5	11.2
每股收益（港元/股）	0.59	0.60	0.60	0.69	0.77
ROE（%）	5.91	6.04	5.95	6.69	7.25
市盈率	14.7	14.4	14.4	12.4	11.2
市净率	0.9	0.9	0.9	0.8	0.8

注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本



申万宏源研究微信服务号

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	76,368	72,404	72,595
营业成本	-70,106	-67,995	-65,405	-61,438	-61,104
营业利润	11,304	11,263	10,963	10,966	11,490
其他收入	1,213	1,213	997	1,047	1,099
销售费用	-2,551	-2,441	-2,367	-2,172	-2,105
管理费用	-3,163	-3,111	-2,902	-2,679	-2,686
利息折旧及摊销前利润	8,949	9,342	9,379	10,065	10,897
息税前利润	6,039	6,544	6,581	7,054	7,695
应占合营/联营公司损益	696	441	370	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	5,365	6,277	6,980
所得税	-760	-993	-1,127	-1,381	-1,536
少数股东损益	-668	-938	-975	-1,126	-1,252
归母净利润	3,185	3,252	3,264	3,770	4,192

资料来源：聚源数据，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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swsresearch.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swsresearch.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。