

2026年4月22日  
 滨海投资(2886.HK)

## 公司动态分析

证券研究报告

城燃

### 一季度销气量同比高增，股息率吸引

事件：公司公布2026年一季度经营情况。公司一季度管道燃气销量7.94亿立方米，yoy+21%；其中管道气销量5.85亿立方米，yoy+23%。此前公司公布2025年全年业绩，公司全年实现收入人民币56.06亿元，同比下降3%；归母净利润2.06亿元，同比上升12%。公司降本增效成果显著，股息率为6.9%较为吸引。结合同行估值和行业趋势，我们给予公司2026年预测P/E 8x（汇率假设1人民币=1.15港币），对应目标价1.43港元，维持“买入”评级。

#### 报告摘要

一季度销气量实现同比较好增长。公司一季度管道燃气销量7.94亿立方米，yoy+21%；其中管道气销量5.85亿立方米，yoy+23%，包括销售予工商业用户气量4.39亿立方米，yoy+31%，民生用气量1.46亿立方米，yoy+4%；管输气量2.09亿立方米，yoy+15%。此前公司公布2025年年度业绩，全年燃气销售收入52.5亿元（yoy-2%）；毛利3.1亿元（yoy-1%）。在较弱的大市下仍体现具有韧性的业绩。燃气接驳收入2.2亿元（yoy-26%）；毛利1.2亿元（yoy-34%），主要受到房地产行业的影响。天然气管输业务收入0.52亿元（yoy-17%）；毛利0.44亿元（yoy-18%）。增值业务实现快速增长，实现收入0.76亿人民币（yoy+14%）；毛利0.50亿人民币（yoy+13%）。公司指引2026年总销气量25亿方，其中管销气量19亿方（yoy+6%），管输气量6亿方（yoy-7%）；城镇燃气毛差0.51元，新增接驳户数4.3万户，增值服务毛利增长15%。

降本增效成果显著，两大股东坚定支持公司发展。2025年公司融资成本75.2百万元，同比下降41%；全年平均贷款利率为4.4%，较去年同期下降90bps。公司不断优化债务结构，主动偿还高息债务；不断扩展融资渠道，落地多家大型金融机构创新型融资产品。公司预期今年仍有1000-1500万元的融资成本下降空间。公司两大股东天津泰达、中石化天然气已签订《关于进一步深化战略合作支持本公司发展的框架协议》，在气源、终端市场、清洁能源项目等多方面支持公司业务发展。

全年派息率51%，股息率较为吸引。公司宣派末期股息每股8.36港仙，较去年提升0.76港仙，全年派息率达到51%。公司宣布三年派息指引：在2024年每股派息额0.076港元的基础上，2025-2027年度每年拟以不低于10%提升每股派息额。目前公司股息率在6.9%左右，较为吸引。

目标价1.43港元，维持“买入”评级。我们假设销气量小幅增长，毛差小幅增长，新接驳户数小幅下降。结合同行估值和行业趋势，我们给予公司2026年预测P/E 8x（汇率假设1人民币=1.15港币），对应目标价1.43港元，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期，成本大幅上涨，房地产行业持续下行等。

#### 财务及估值摘要

(年结31/12; 人民币千元)*	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
营业收入	6,406,681	5,804,697	5,606,422	5,640,251	5,812,782
增长率 (%)	5.0%	-9.4%	-3.4%	0.6%	3.1%
归母净利润	256,612	184,790	206,149	210,384	218,671
增长率 (%)	-21.2%	-28.0%	11.6%	2.1%	3.9%
净利润率 (%)	4.0%	3.2%	3.7%	3.7%	3.8%
每股收益 (人民币元)	0.19	0.14	0.15	0.16	0.16
每股净资产(人民币元)	1.72	1.60	1.66	1.84	2.01
市盈率	6.38	8.86	6.90	6.76	6.51
市净率	0.71	0.75	0.73	0.81	0.92
净资产收益率 (%)	11.1%	8.2%	9.4%	8.9%	8.4%
股息收益率 (%)	6.3%	6.4%	6.7%	7.4%	8.1%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

注\*：由于报表重述，FY2023单位为港币千元，FY2024年及之后单位为人民币千元

投资评级：

买入

维持 评级

6个月目标价

1.43 港元

股价 2026-04-22

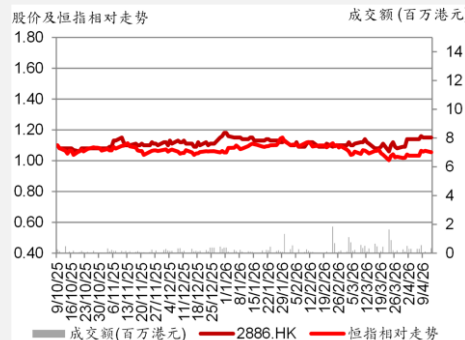
1.21 港元

总市值(亿港元)	1,653.40
流通市值(亿港元)	1,653.40
总股本(亿股)	1,366.45
流通股本(亿股)	1,366.45
12个月低/高(港元)	0.99/1.27
平均成交(百万港元)	0.45

#### 股东结构

泰达控股	42.23%
中石化	29.55%
其他	28.22%
总共	100.0%

#### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.50	7.89	-13.30
绝对收益	9.01	6.14	8.04

数据来源：彭博、港交所、公司

颜晨 行业分析师

+852-22131403

[joyceyan@sdicsi.com.hk](mailto:joyceyan@sdicsi.com.hk)

**附表：财务报表预测**

单位：人民币千元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
<b>利润表</b>					
主营业务收入	6,406,681	5,804,697	5,606,422	5,640,251	5,812,782
营业成本	(5,657,702)	(5,219,002)	(5,086,889)	(5,114,985)	(5,267,502)
毛利	748,979	585,695	519,533	525,267	545,280
行政开支	(218,607)	(199,231)	(200,878)	(191,769)	(197,635)
其他收入	140,681	94,651	69,035	82,842	86,984
其他利得/(亏损)净额	(21,596)	19,200	71,172	40,000	30,000
金融及合约资产的减值(亏损)/	(17,548)	(10,991)	(16,225)	(16,225)	(16,225)
经营利润	500,329	385,217	358,573	355,511	361,213
融资成本净额	(156,400)	(111,645)	(72,391)	(61,211)	(55,011)
应占联营公司及合营企业纯利	10,769	13,508	15,665	15,978	16,298
税前利润	354,698	287,080	301,847	310,279	322,500
所得税	(91,276)	(93,516)	(89,879)	(89,981)	(93,525)
税后利润	263,422	193,564	211,968	220,298	228,975
少数股东权益	6,810	8,774	5,819	9,913	10,304
归母净利润	256,612	184,790	206,149	210,384	218,671
总股数	1,352,422	1,352,422	1,352,422	1,352,422	1,352,423
EPS	0.19	0.14	0.15	0.16	0.16
EBIT	511,098	398,725	374,238	371,490	377,511
EBITDA	289,587	178,220	154,407	143,758	143,393
<b>同比(%)</b>					
营业收入	5%	-9%	-3%	1%	3%
毛利	3%	-22%	-11%	1%	4%
营业利润	3%	-23%	-7%	-1%	2%
税前利润	-21%	-27%	10%	4%	4%
归母净利润	-21%	-28%	12%	2%	4%
<b>现金流量表</b>					
税前利润	354,698	287,080	301,847	310,279	322,500
折旧和摊销	221,511	220,505	219,831	227,732	234,117
营运资本变动	373,444	116,523	112,465	(30,918)	20,463
融资成本	156,400	111,645	72,391	61,211	55,011
已收利息	6,612	17,862	2,789	2,789	2,789
已付所得税	(91,276)	(93,516)	(89,879)	(89,981)	(93,525)
其他	(189,004)	(121,993)	(16,110)	(16,110)	(16,110)
经营性现金净流量	832,385	538,106	603,334	465,002	525,245
资本开支	(578,114)	(379,223)	(465,404)	(503,880)	(503,880)
其他	(8,742)	171,378	71,136	71,136	71,136
投资性现金净流量	(586,856)	(207,845)	(394,268)	(432,744)	(432,744)
新发股份	397	-	-	-	-
支付股息	(139,331)	(95,594)	(95,594)	(105,153)	(115,669)
新增债务	1,371	(576,106)	(402,724)	173,200	-
利息支出	(156,400)	(111,645)	(62,393)	(61,211)	(55,011)
其他	41,412	79,390	153,647	153,647	153,647
融资性现金净流量	(252,551)	(703,955)	(407,064)	160,483	(17,033)
净现金流量	(7,022)	(373,694)	(197,968)	192,740	75,468
汇兑损益	(29,864)	(73,399)	2,071	-	-
期初现金余额	845,250	808,364	361,271	165,344	358,084
期末现金余额	808,364	361,271	165,344	358,084	433,552

单位：人民币千元	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E
<b>资产负债表</b>					
现金	808,364	361,271	163,273	358,084	433,552
应收账款	348,342	286,539	223,912	246,109	286,729
存货	107,863	91,498	99,624	90,767	113,202
预付款项	433,193	276,123	315,145	281,324	289,713
其他流动资产	177,649	39,385	67,352	67,352	40,000
流动资产合计	1,875,411	1,054,816	869,306	1,043,636	1,163,197
固定资产	6,007,569	5,630,559	5,872,151	6,086,025	6,292,391
无形资产	266,544	242,465	254,586	233,669	221,432
按权益法入账的投资	296,902	284,826	310,806	310,806	310,806
预付款项	87,476	14,788	44,957	76,725	79,013
其他长期资产	56,880	62,770	30,770	30,770	30,770
非流动资产合计	6,715,371	6,235,408	6,513,270	6,737,994	6,934,411
总资产合计	8,590,782	7,290,224	7,382,576	7,781,630	8,097,608
应付账款	1,324,393	1,132,990	1,260,145	1,240,514	1,334,709
短期借款	1,846,244	1,007,821	1,128,103	1,300,000	1,300,000
其他流动负债	881,323	702,616	793,561	793,561	793,561
流动负债合计	4,051,960	2,843,427	3,181,809	3,334,075	3,428,270
长期借款	2,059,386	2,124,262	1,798,697	1,800,000	1,800,000
递延税及递延收入	142,721	136,651	135,697	135,366	127,881
其他	16,164	18,376	25,738	25,738	25,738
非流动负债合计	2,218,271	2,279,289	1,960,132	1,961,104	1,953,619
负债合计	6,270,231	5,122,716	5,141,941	5,295,179	5,381,889
股本	330,299	244,261	223,098	183,098	143,098
留存收益	1,932,273	1,527,233	1,593,139	2,217,642	2,313,948
少数股东权益	87,161	77,520	64,637	72,107	78,756
其他	(29,182)	318,494	359,761	13,604	179,917
所有者权益合计	2,320,551	2,167,508	2,240,635	2,486,451	2,715,719
<b>主要财务比率</b>					
P/E (x)	6.4	8.9	6.9	6.8	6.5
P/B (x)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.6
Dividend yield (%)	6%	6%	7%	7%	8%
Gross margin (%)	12%	10%	9%	9%	9%
Pre-tax profit margin (%)	6%	5%	5%	6%	6%
Net margin (%)	4%	3%	4%	4%	4%
ROE (%)	11%	8%	9%	9%	8%
ROA (%)	3%	2%	3%	3%	3%
Current ratio (x)	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
Stock turnover days (s)	7.8	6.9	6.8	6.7	7.0
A/R turnover days (s)	19.2	19.7	16.4	15.0	16.5
A/P turnover days (s)	82.9	84.8	84.7	88.0	88.0
Interest coverage (x)	3.3	3.6	5.2	6.1	6.9
Net debt/(cash) to equity (%)	133%	137%	123%	110%	98%
Total asset to equity ratio (x)	3.7	3.4	3.3	3.1	3.0
Dividend payout ratio (%)	40%	40%	40%	38%	38%

数据来源：公司资料，国投证券国际预测

注\*：由于报表重述，FY2023 单位为港币千元，FY2024 年及之后单位为

人民币千元

**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投证券国际证券(香港)有限公司（国投证券国际）编写。此报告所载资料的来源皆被国投证券国际认为可靠。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。国投证券国际，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、意见及推测反映国投证券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。国投证券国际，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。

国投证券国际及其高级职员、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。国投证券国际，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 年美国投资证券法 S 规则的解释），国投证券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。

收件人应注意国投证券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，投资者应注意国投证券国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而国投证券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。除非获得国投证券国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。国投证券国际保留一切权利。

**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。
- 国投证券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。

**国投证券国际证券（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