

售氣量放緩 燃氣股盈利增長減弱

新奧純利跌12% 昆侖每立方毛利降至0.47元

悠閒理財

不同行業都難以擺脫周期升降特徵，內地城市燃氣行業亦未能避免。燃氣公司近年盈利增長動力不斷減弱，在剛公布的2024年度業績顯示，盈利出現倒退的公司並不在少數。綜合燃氣企業去年經營數據，其間有四個關注點，第一是售氣量增幅放慢。第二是售氣毛利見到改善。第三是新增接駁用戶減少，導致接駁費減少，拖低燃氣公司盈利。第四個關注點是，在城市燃氣主業以外，部分燃氣公司開拓新興業務打造盈利新增長點。

大公報記者 劉鎮豪

中國2024年天然氣表觀消費量4260.5億立方米，按年增加約8%，增幅略高於2023年的7.6%。天然氣消費增長平穩，原本應該為燃氣行業提供較好經營環境，可是燃氣股2024年度業績卻未能讓投資市場滿意。新奧能源（02688）去年純利59.87億元（人民幣，下同），按年跌12.2%；若單計內地基礎業務核心利潤則有10.2%增幅。另一隻重磅燃氣股華潤燃氣（01193），去年純利40.88億港元，按年跌21.7%；核心利潤則有0.02%升幅。中裕能源（03633）去年盈利更大幅減少40.7%至1.46億港元。

券商：今年售氣升幅僅單位數

燃氣股盈利增長乏力，一方面因天然氣銷售不給力。華潤燃氣去年燃氣總銷量增加2.9%，增幅低於2023年的8.1%。港華智慧能源（01083）情況類

似，燃氣銷售量按年增加4.5%，低於2023年的7.9%增幅。新奧能源是少數在去年天然氣零售銷售量有改善的公司，去年銷售量增加4.2%，2023年則下跌3.1%。另外，昆侖能源（00135）去年天然氣總銷售量增加9.9%，略高於2023年的9.5%，可是零售氣量增幅由2023年的9.1%縮窄至8%。

投資看前景。燃氣公司今年售氣前景方面，交銀國際稱，華潤燃氣今年售氣量料增加4%至5%，即較2024年有改善。大利稱，港華智慧能源售氣量料增加4%至5%；交銀國際稱，新奧能源零售氣量料增加4.3%；東吳證券則指，昆侖能源零售氣量料增加8%。換言之，除華潤燃氣，其餘三家燃氣公司今年售氣增幅維持去年水平。

雖然天然氣銷售不給力，售氣毛利為燃氣公司「加氣」。華潤燃氣去年每立方米售氣毛利由0.51元升至0.53元。

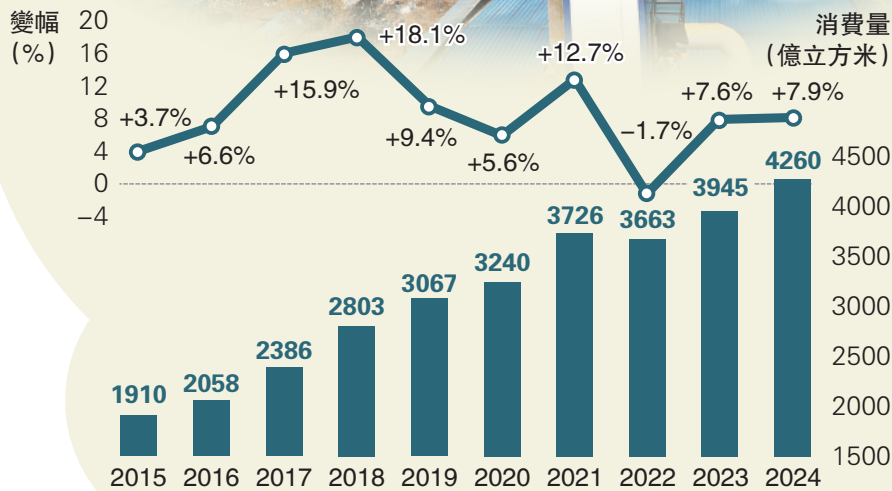
港華智慧能源去年城市燃氣綜合價差同樣提升0.02元至0.56元。新奧能源增幅更大，毛利上升0.04元至0.54元。昆侖能源去年售氣毛利則由0.501元降至0.47元，補充一提，昆侖能源去年全年整體毛利高於上半年的0.45元。

毛利有望改善

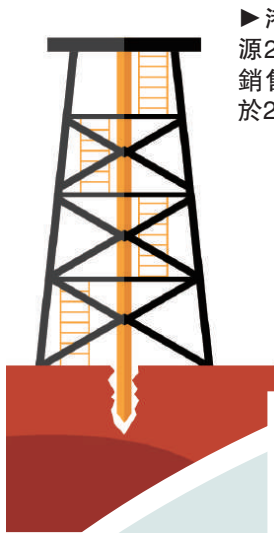
展望今年，交銀國際預期，華潤燃氣今年每立方售氣毛利進一步升至0.54元，新奧能源有望提升至0.55元，昆侖能源則維持在0.47元水平。

因此，燃氣公司的主營售氣業務在2025年應該保持增長，可是或僅單位數升幅，售氣業務前景難寄予厚望。至於新增接駁用戶情況，以及新興業務發展，另文再詳細介紹。

▼內地城市燃氣行業進入周期性下跌。燃氣公司盈利增長動力不斷減弱。



內地過去10年天然氣表觀消費量



►港華智慧能源2024年燃氣銷售量增幅低於2023年。



►華潤燃氣2024年新增居民接駁用戶按年減少62萬戶。

燃氣股2024年業績摘要

股份	昆侖能源 (00135)	港華智慧能源 (01083)	華潤燃氣 (01193)	新奧能源 (02688)	中裕能源 (03633)	濱海投資 (02886)
營業額 (億元)	1870.46 (+5.4%)	213.14 (+7.4%)	1026.76 (+1.4%)	1098.53 (-3.5%)	134.72 (-1.3%)	61.98 (-3.2%)
股東應佔溢利 (億元)	59.60 (+4.9%)	16.06 (+2%)	40.88 (-21.7%)	59.87 (-12.2%)	1.46 (-40.7%)	1.99 (-22.1%)
每股盈利 (元)	0.6883 (+4.9%)	0.471 (-1.2%)	1.80 (-21.7%)	5.35 (-11.5%)	0.0525 (-39.9%)	0.146 (-23.1%)
末期息 (元)	0.1517 (-46.5%)	0.19 (+18.7%)	0.70 (-30.4%)	2.35 (+1.7%)	0.02 (恢復派息)	0.076 (不變)

註：

- 昆侖能源、新奧能源以人民幣為單位，其餘以港元為單位。
- 新奧能源股息以港元為單位。昆侖能源連同中期股息，全年股息增加11.3%。
- 港華智慧能源建議派發末期股息16仙及特別股息3仙

新增用戶降 接駁費收入萎縮

持續下滑

居民用戶燃氣接駁收入一直是燃氣公司的重要盈利支柱，曾經貢獻年度盈利比重超過五成。然而，伴隨著新增燃氣接駁用戶減少，近年燃氣公司來自接駁費收入不斷萎縮，對經營業績構成不利影響。

華潤燃氣（01193）2024年新增居民接駁用戶269.3萬戶，新增數量按年減少62萬戶，但減幅少於2023年的76.4萬戶。華潤燃氣管理層預期，2025年新增接駁量約240萬至250萬戶。新增用戶持續減少，華潤燃氣2024年接駁收入減少15%至92.5億港元，分類業績減少27.5%至29.2億港元。

港華智慧能源（01083）客戶增量比較好。2024年城市燃氣新增客戶約87萬戶，高於2023年的84萬戶。儘管如此，該公司去年燃氣接駁收入不升反跌0.15%至18.64億港元，分部業績減少0.26%至7.26億港元，這可能與匯率變動有關。

另一隻燃氣股新奧能源（02688），2024年新增家庭用戶由2023年的185.4萬戶降至161.7萬戶，降幅12.7%。交銀國際預計，新奧能源今年新增接駁用戶再跌2%。新奧能源去年工程安裝業務承壓，營業額下跌23.2%至40.95億元人民幣；溢利跌幅更達31.5%至18.95億元人民幣。

至於昆侖能源（00135），去年城燃用戶總量突破1645萬戶，按年增加84.6萬戶，低於2023年的89.1萬新增用戶。東吳證券引述該公司管理層今年指引約60萬至70萬戶，似乎亦面臨挑戰。昆侖能源並無列出這項業績的收入及盈利數字。

綜上所述，接駁工程業務曾經撐起燃氣公司盈利「半邊天」，如今卻成為「痛點」。事實上，燃氣公司早已知道接駁費縮減的問題，所以積極開拓新盈利增長支撐點。另文將介紹燃氣公司在新興業務的發展情況。

新奧拓泛能 港華涉足可再生能源

新增長點

內地燃氣公司早年已經意識到天然氣銷售及接駁費增長見頂問題，所以銳意尋找新盈利增長點。新奧能源（02688）冀通過泛能業務、智家業務尋找盈利增長突破口。港華智慧能源（01083）在可再生能源業務獲得亮眼成績。

新奧能源去年泛能銷售量415.69億千瓦時，按年增加19.8%，營業額152.73億元人民幣，按年升5.2%，分類溢利／毛利增幅較佳，按年升16.4%至22.2億元人民幣。泛能業務佔總體分類溢利／毛利比重，由2023年的13.3%提升至16.5%。新奧能源在智家業務亦獲得不俗成績，去年營業額45.93億元人民幣，按年增加24%，分類溢利／毛利29.71億元，增加18%，佔總體分類溢利／毛利比

重，由17.5%提升至22.1%。

港華智慧能源去年可再生能源業務大步走，銷售額18.63億港元，按年增加76.4%，淨利潤大增五倍至4.79億港元，分類業績2.54億港元，增幅兩倍。可再生能源業務去年佔總體分類業績比重，由2023年的4.6%提升至12.3%。港華智慧能源截至2024年底在全國投資建設超過1000個可再生能源項目，光伏併網2.3吉瓦，增加27%，年發電量按年翻倍至18.3億度。中銀國際指出，由於港華智慧能源的可再生能源業務的強勁增長，能夠抵銷天然氣分銷業務盈利下降的影響，所以預期該公司今年每股盈利有10%的按年增長。

至於華潤燃氣（01193）、昆侖能源（00135）在燃氣主業以外業務就欠缺太亮點。

中概股除牌衝擊有限 北水四月加速流入

滄海桑田

倪相仁

近期隨著關稅戰的升級，中概股回流香港的話題再度成為市場焦點，目前在美上市的中概股超100家，總市值逾6萬億港元。一方面，美國為了轉移關稅戰對華爾街造成的壓力，不會放棄打這張牌；另一方面，特區政府已吸取上一次中概股回流香港市場的經驗，提前做好應對之策。即使美方通過中概股除牌施壓中方，相信對港股的衝擊力有限。

對港股壓力較貿戰1.0輕

有趣的是，在美國採取對等關稅極限施壓之下，中歐關係出現了微妙的變化。據外國網站消息，德國新政

府聯盟協議已悄然刪除「華為排除條款」。最新版協議不再限定「可信國家」組件，改為「可信技術標準」，這是否為華為參與德國5G建設打開綠燈？從港股這次面對的壓力來看，明顯較第一次貿易戰時歐美聯手為輕。

美國財政部長貝森特在上周的一次公開採訪中，當被問及美國可能對中國公司採取的應對措施時表示：「一切皆有可能」，有意無意將焦點引向逼中概股除牌的意圖。美國對華貿易專家，科文頓、柏靈律師事務所（Covington & Burling）的高級顧問克里斯托弗·亞當斯認為，金融可能是美國在貿易戰中最有力的工具，最壞的情況是切斷中國銀行業對美元的使用，但這種情況不太可能發生，因為

這會對全球經濟造成嚴重影響。他並認為貝森特有關ADR摘牌的言論，可能是為了安撫市場，防止美國經濟進一步受損，對中國採取金融措施並非貝森特的首要任務。

話雖如此，貿易戰蔓延至金融戰的風險，既不能誇大也不應掉以輕心。根據另一間美資大行高盛作了一項底線研究，在極端情況下，如果美國投資者被禁止投資中國證券，可能涉及到價值8000億美元的中國股票持倉，而中國投資者可能需要拋售總計約1.7萬億美元（約3700億美元股票和1.3萬億美元債券）的美國金融資產。換言之，金融戰一旦打起來，對雙方的傷害都是巨大的。

具體到ADR方面，高盛曾在2022

年構建了ADR退市晴雨表，截至周二（4月15日）收市，該晴雨表接近2023年初以來的最高水平，這意味着中國ADR的退市概率被市場定價為66%。若出現強制退市的情況，ADR及MSCI中國指數（MXCN）的估值可能會從當前價格下跌9%及4%，相反一旦退市風險完全消除，二者的公允價值可提升15%及7%。其實，中國公司在美國上市是中美政經關係的一部分，相信也是中美貿易談判的一個籌碼。除非中美經貿關係完全脫鉤，否則中概股遭除牌的極端情況可能性並不高。

回到港股，自4月2日美國宣布超預期的關稅政策以來，恒指已累計下跌9%，恒生科技指數更累計下跌11%。若以恒生科指3月7日創下的階

段性高位計，回調超20%。在經歷大跌後，恒生科指動態市盈率已從3月最高的19倍，迅速回落到14倍，降至過去3年均值以下。這次的急回，市底較去年10月初高位回落的情況有所不同，其中一個指標是抄底資金加速流入。4月至今，南向資金已累計淨流入超1500億港元。

控制好倉位 靜待風暴過去

雖然市場對中美最後達成協議並不絕望，但無疑是一個艱難的過程，雙方不僅需要時間去重建共識，更需要建立互信，在這之前，市場波動不可避免。對於個人投資者而言，最重要的仍舊是控制好倉位，靜待風暴過去。