

# 盈利与现金流向上，派息潜力提升

华泰研究

2024年5月31日 | 中国香港

首次覆盖

燃气及分销

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

7.66

研究员

SAC No. S0570517050002  
SFC No. BEB090

王玮嘉

wangweijia@htsc.com  
+(86) 21 2897 2079

研究员

SAC No. S0570519090003  
SFC No. BQR122

黄波

huangbo@htsc.com  
+(86) 755 8249 3570

研究员

SAC No. S0570523050003  
SFC No. BTC420

李雅琳

liyalin018092@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

研究员

SAC No. S0570523120002

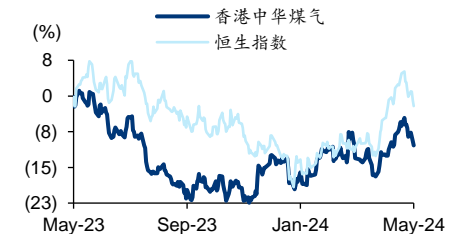
胡知

huzhi019072@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(港币)	7.66
收盘价(港币 截至5月30日)	6.12
市值(港币百万)	114,198
6个月平均成交额(港币百万)	96.81
52周价格范围(港币)	5.25-7.37
BVPS(港币)	3.21

## 股价走势图



资料来源: S&amp;P

### 香港煤气与内地城燃龙头，首次覆盖予以“买入”评级

香港中华煤气是香港首家公用事业公司，拥有香港煤气、内地公用事业、延伸业务三大核心板块。2023年底公司在香港/内地覆盖客户数达到202万/4,019万户；其中香港煤气市场规模和利润率稳定；内地公用需求复苏与利润率修复，公司城燃龙头地位牢固；名气家重组融合香港与内地延伸业务，轻资产模式注入新的增长点。我们预计公司2024-2026年归母净利润为62.1/69.0/74.7亿港元，BPS为3.19/3.21/3.26港元。参考公司历史3年PB均值2.4x，预计公司盈利和自由现金流增长、为提升派息创造空间，给予公司2024E 2.4xPB，目标价7.66港元，首次覆盖予以“买入”评级。

### 香港煤气：与电力竞争存量市场，利润贡献的基本盘

公司是香港唯一的煤气供应商、收费及利润不受香港政府监管。2013-23年煤气客户数由179.9万户增至202.0万户、CAGR为+1.2%，住宅煤气覆盖率保持在74%左右；户均售气量由15.88GJ降至13.43GJ、CAGR为-1.7%，煤气销量由28,556TJ降至27,125TJ、CAGR为-0.5%。煤气面临电力的市场竞争，但借助于低价和低碳的相对优势，公司煤气价格充分传导上游采购价格、人工与运营成本的变化。我们预计2024-2026年香港分部收入相对稳健，而EBITDA利润率有望维持在50%左右的水平。

### 内地公用：需求复苏与利润率修复，城市燃气龙头地位牢固

公司于1994年开始在内地开展燃气项目。2023年公司城市燃气销气量达到347亿方、同比+8%，得益于分销气量的快速增长和工商业用气需求的复苏。公司在内地城市燃气市场的份额稳定向上，2023年销气量占内地天然气销量的8.9%，2016年以来保持在8.1%以上、且近三年持续提升。采气成本下降以及部分地区顺价机制完善，2023年公司价差同比回升0.02人民币/方。价差修复和可再生能源开始贡献正向收益，我们预计2024-2026年内地公用分部的EBITDA利润率也有望逐年回升至15%以上。

### 延伸业务：聚焦智慧服务场景，启动香港与内地业务整合

公司于2023年启动名气家重组，旨在融合香港与内地延伸业务。2023年延伸业务总收入为92亿港元，其中名气家占比45%；名气家业务中，香港/内地分别占比41%/59%。2023年名气家经营利润为4.9亿港元，经营利润率为12%。2023年公司在香港的燃气具/橱柜市场份额达80%/30%，得益于良好的产品口碑和品牌知名度。公司内地用户市场覆盖率远低于香港市场，家庭保险20%/家居安全6%/智慧厨房10%，潜在市场空间广阔。

风险提示：香港煤气需求不及预期；内地天然气需求不及预期；借贷成本管控不及预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(港币百万)	60,953	56,971	58,173	58,865	60,127
+/-%	13.80	(6.53)	2.11	1.19	2.14
归属母公司净利润(港币百万)	5,248	6,070	6,206	6,904	7,470
+/-%	4.60	15.67	2.23	11.25	8.19
EPS(港币, 最新摊薄)	0.28	0.33	0.33	0.37	0.40
ROE(%)	7.87	9.83	10.40	11.56	12.37
PE(倍)	21.76	18.81	18.40	16.54	15.29
PB(倍)	1.80	1.91	1.92	1.91	1.88
EV EBITDA(倍)	13.63	12.55	12.78	12.21	11.79

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



## 正文目录

<b>投资概要</b> .....	<b>3</b>
核心逻辑.....	3
股价复盘：燃气行业 $\beta$ 属性弱化，类债券资产属性增强.....	4
有别于市场的观点.....	4
<b>香港煤气：与电力竞争存量市场，利润贡献的基本盘</b> .....	<b>5</b>
从街灯煤气供应成长为绿色智慧能源企业.....	5
与电力竞争终端用能市场，煤气具备价格和碳排优势.....	7
<b>内地公用：需求复苏与利润率修复，城市燃气龙头地位牢固</b> .....	<b>10</b>
气电抬升国内天然气发展潜力，国产气增长与进口气降价有望刺激需求.....	10
城市燃气标杆企业，受益于内地需求复苏与价差回升.....	13
<b>延伸业务：聚焦智慧服务场景，启动香港与内地业务整合</b> .....	<b>16</b>
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>18</b>
2024/2025/2026 年公司营业收入有望同比+2.1%/+1.2%/+2.1%.....	18
2024/2025/2026 年公司核心利润有望同比+5.3%/+11.3%/+8.2%.....	20
目标价 7.66 港元，首次覆盖予以“买入”评级.....	21
风险提示.....	22

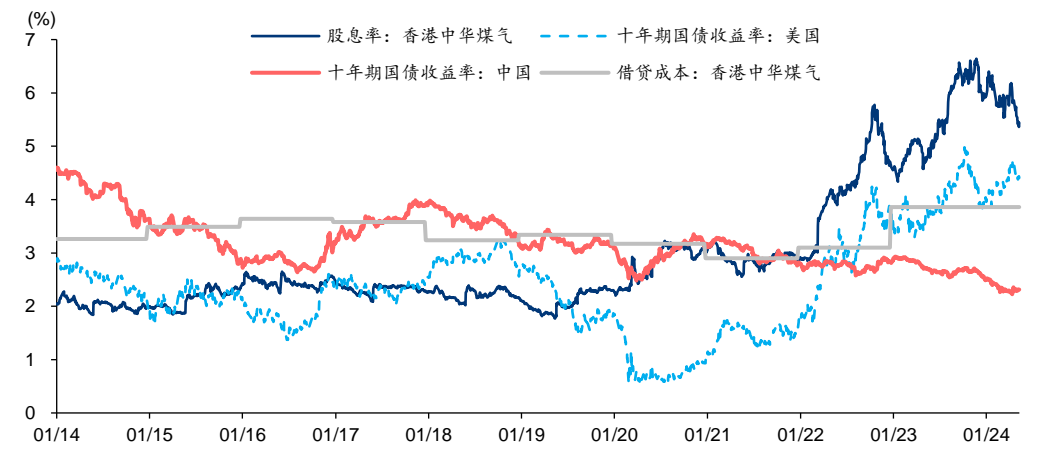
## 投资概要

### 核心逻辑

**盈利能力：香港业务构筑基本盘，内地公用与延伸业务贡献弹性。**公司是香港第一家公用事业公司，也是大型能源供应商之一。根据公司与香港政府签署的协议，公司是香港本地唯一的煤气供应商、不存在竞争对手，煤气覆盖的住宅客户数份额保持在 74% 左右。但从客户用能选择的角度来看，煤气主要面临电力的市场竞争；煤气相较于电力具有价格和碳排优势，2013-23 年单位热值差价比例由 8.9% 扩大至 32.0%、2023 年电力碳排指数较煤气高 94%。我们认为公司的香港分部有望持续贡献稳定向上的利润和现金流，价格提升对冲煤气销量下滑、且延伸业务收入受益于客户数增长。公司在内地城市燃气主要布局优质的城市区块，2024-2026 年有望显著受益于国际天然气供需边际改善带来的成本下行、顺价机制落地对价差的修复。我们认为公司的内地公用分部有望贡献更大的利润弹性。

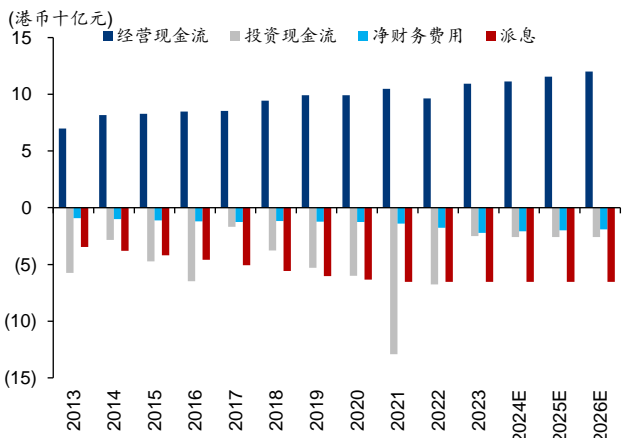
**稳健的派息政策，2023 年末股息率 5.9%，自由现金流扩大形成正向循环。**公司执行固定的每股派息+不定期的派发红股的分红政策。DPS 长期保持在 35 港仙（中期 12 港仙+末期 23 港仙）；2013-2018/2019-2020 财年（对应实际派发日期在 2014-2019/2020-2021 自然年）公司每 10/20 股派发 1 股红股，公司派发股息总额由 33.5 亿港元增厚至 62.2 亿港元，对应年末股息率由 2.0% 提升至 3.0%；而 2021-2023 财年（对应实际派发日期在 2022-2024 自然年）公司未派发红股，相应的股息总额则维持在 65.3 亿港元，对应年末股息率分别为 2.9%/4.7%/5.9%。2023 年公司自由现金流对于派息的覆盖度大幅提升至 95%；随着主营核心业务盈利稳健增长、资本开支以及借贷规模降低，我们预计覆盖度有望自 2025 年重回 100% 以上，为公司后续提升每股派息或恢复派发红股创造空间。

图表1：香港中华煤气股息率对比中美十年期国债收益率



资料来源：Bloomberg、公司公告、华泰研究

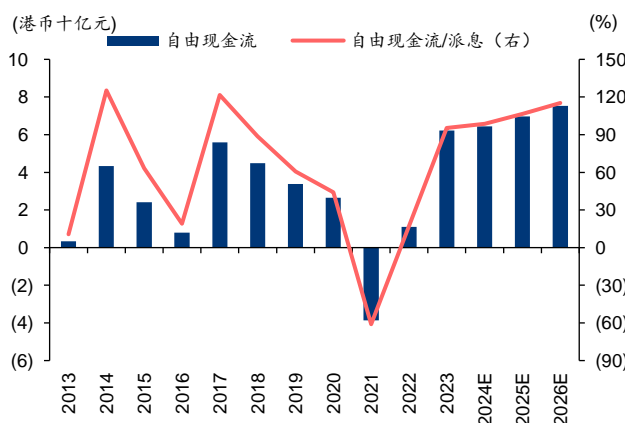
图表2：香港中华煤气经营与投资现金流



注：假设 2024-2026 财年 DPS 维持 35 港仙

资料来源：Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

图表3：香港中华煤气自由现金流与派息



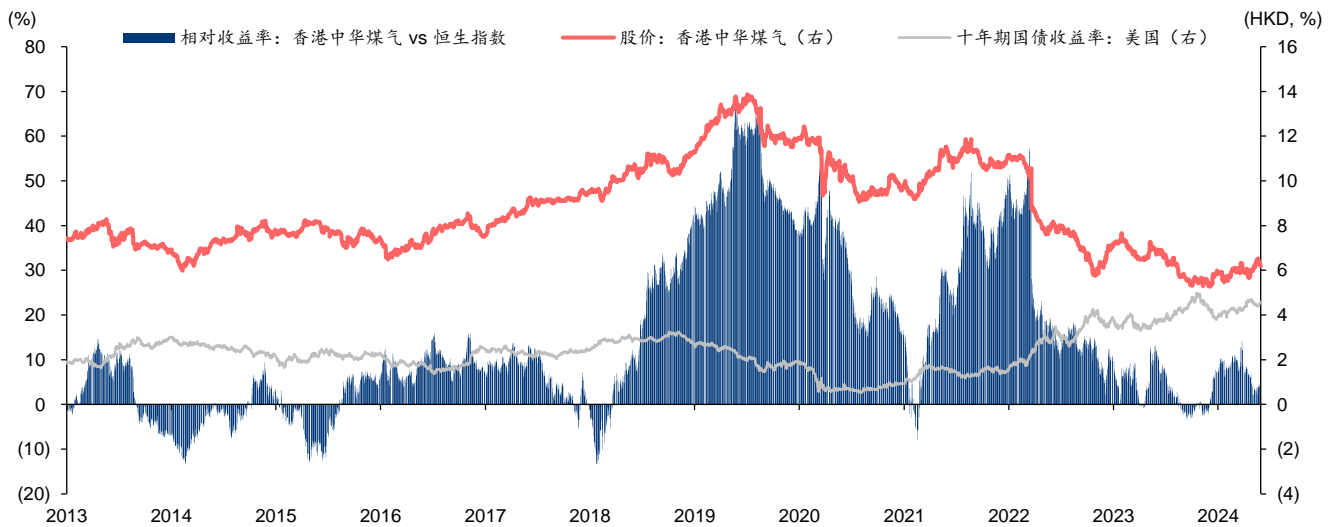
注：假设 2024-2026 财年 DPS 维持 35 港仙

资料来源：Bloomberg、公司公告、华泰研究预测

## 股价复盘：燃气行业 $\beta$ 属性弱化，类债券资产属性增强

2013年以来多数时间对港股大盘有相对收益，美联储加息周期下股价与美债收益率负相关。我们复盘了公司自2013年以来股价走势、相较恒生指数的超额收益率以及美国10年期国债的走势，期间公司相对恒生指数的收益率为正的天数占79%，得益于公司的稳定盈利能力及较高的股息率赋予了其类优质债券属性。2016年初至2019年中，公司股价接近翻倍，公司作为城燃龙头显著受益于行业 $\beta$ ，归母净利润在2018年达到高点。2019-2022年外部环境变化，公司归母净利润震荡下行，股价也出现阶段性波动。2022年起，随美联储不断加息，公司类债券资产属性增强，股价虽显著承压，但仍在大部分时间跑赢大盘。2024年5月14日，美联储主席鲍威尔称下一步行动不太可能是加息；我们认为公司具备稳定且优异的盈利能力、稳健的分红水平及较高的股息率，若美联储降息预期落地，公司稳定派息的相对收益有望扩大，公司价值有望获得重估。

图表4：2013年至今香港中华煤气股价、较恒生指数超额收益走势及10年期美债收益率走势



资料来源：Wind，华泰研究

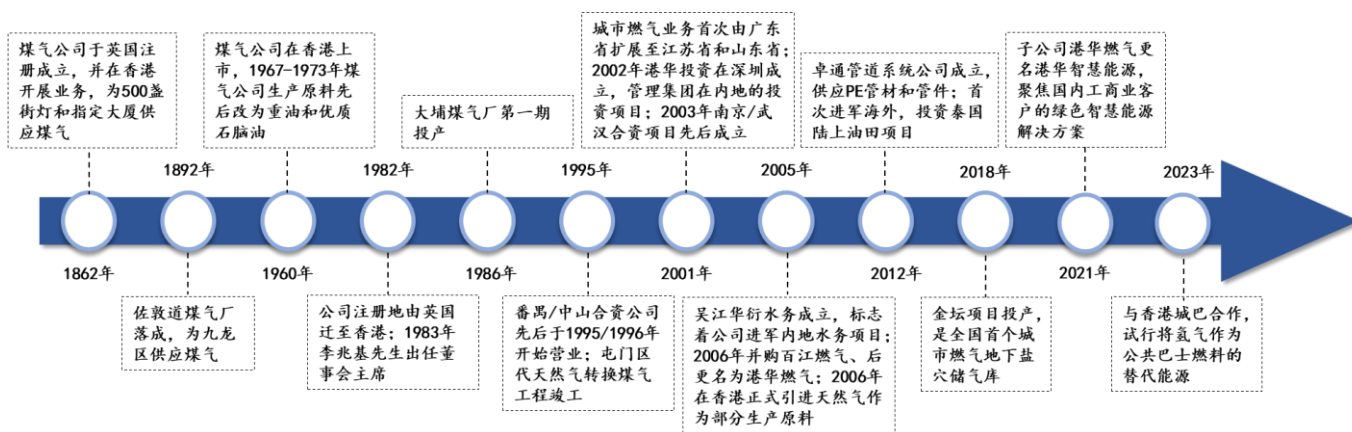
## 有别于市场的观点

市场认为公司分红空间有限，我们看好公司自由现金流扩大带来的分红提升潜力。公司香港业务分部是利润与现金流的基本盘，未来有望持续受益于北部都市区开发带来的客户数增长、香港本地市场需求复苏和完善的成本传导机制。公司是内地城市燃气龙头，内地公用业务分部盈利能力自2023年见底回升、EBITDA利润率同比增加1pp，中长期受益于天然气需求的持续增长和延伸业务渗透率的提升。随着公司盈利的稳步增长和自由现金流的扩大，我们看好公司自由现金流扩大带来的分红提升潜力。

## 香港煤气：与电力竞争存量市场，利润贡献的基本盘 从街灯煤气供应成长为绿色智慧能源企业

香港首家公用事业公司，拥有香港煤气、内地公用事业、延伸业务三大核心板块。香港中华煤气成立于1862年，是香港第一家公用事业机构，也是香港规模居前的能源供应商之一。公司与香港共同成长，由初期供应煤气用于街灯服务，逐步发展成香港及内地的绿色智慧能源企业，拥有香港煤气、内地公用事业、延伸业务三大核心板块。截至2023年底，公司在香港覆盖202万户煤气客户，在内地覆盖4,019万户城市燃气客户，累计开发124个零碳智慧园区、并投产1.8GW工商业分布式光伏，延伸网络平台在香港/内地分别拥有27.4万/280万活跃会员。

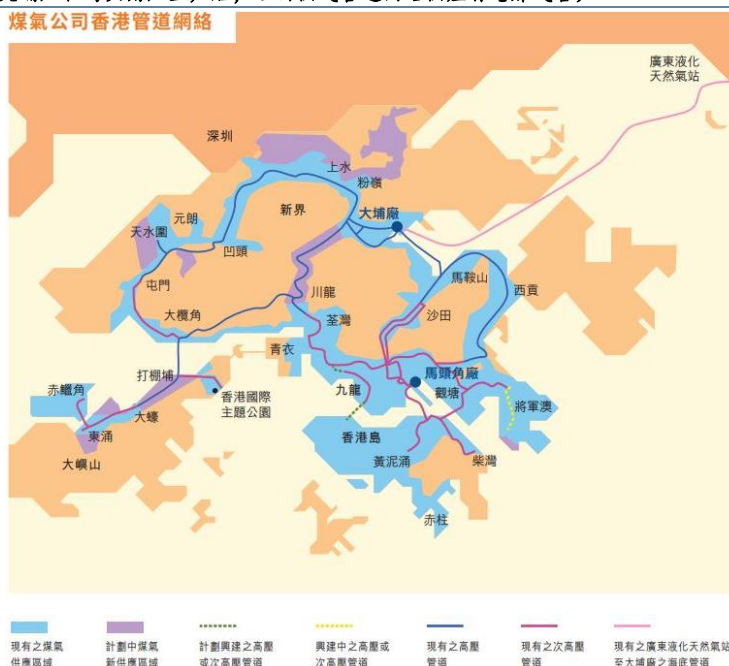
图表5：1862-2023年香港中华煤气由一家提供街灯煤气服务的公司，逐步发展成为香港及内地的绿色智慧能源企业



资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

供气管道网络覆盖香港大部分区域。公司在香港拥有两座生产基地，分别是大埔厂和马头角厂。其中全港超过98%的煤气由大埔厂生产，其余则来自马头角厂。两座生产厂房最高每日合共可生产1,282万标准立方米煤气。公司的煤气生产原料中，天然气占60%、为澳气长协通过深圳大鹏LNG接收站以管道输送至大埔厂；石脑油占39%、从东南亚及澳洲等地进口；沼气占1%、在香港堆填区沼气处理站提取。截至2023年底公司在香港的供气管道总长超过3,700公里。

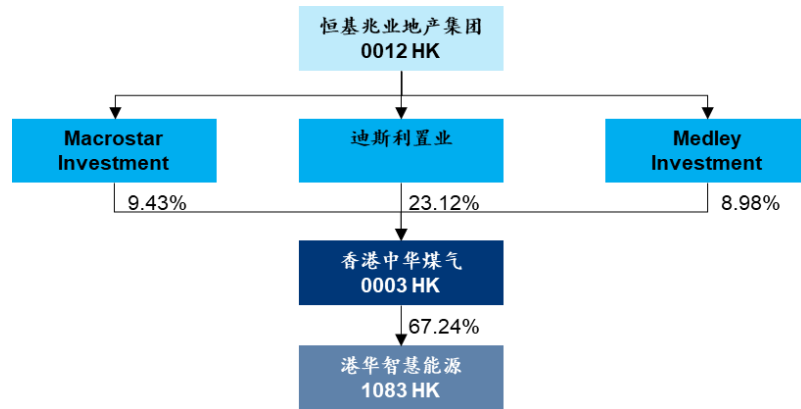
图表6：煤气从大埔厂和马头角厂生产后，经由供气管道网络供应香港煤气客户



资料来源：公司官网、华泰研究

恒基地产为公司大股东。公司大股东为恒基兆业地产集团 (0012 HK)，通过三家公司合计持有公司 41.53% 股份 (截至 2023 年底)。公司控股港华智慧能源 (1083 HK)、持股比例 67.24%。

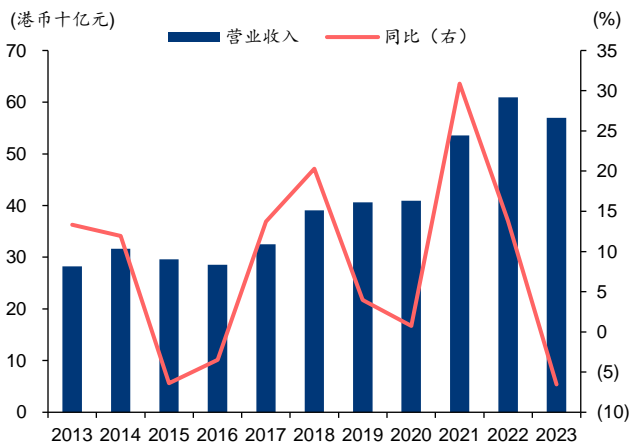
图表7：恒基地产为公司大股东，截至 2023 年底合计持有公司 41.53% 股份



资料来源：公司官网、公司公告、华泰研究

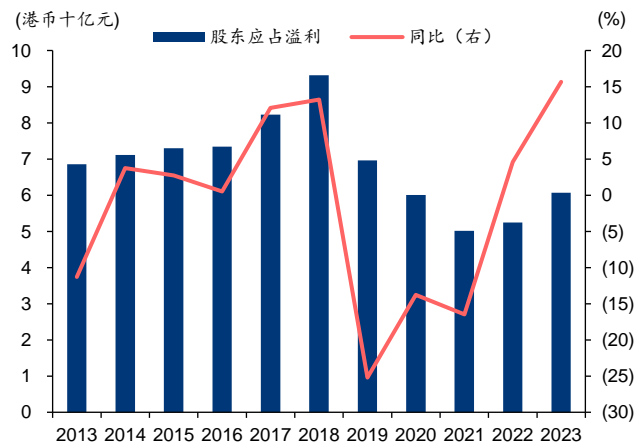
2013-23 年收入规模上升但盈利受部分业务板块拖累。2013-23 年公司营业收入由 282 亿港元增长至 570 亿港元，十年 CAGR 达到 7.3%，主要得益于燃气销售、炉具销售及保养收入的增长，生物质利用和可再生能源业务的并表；但公司的股东应占溢利由 69 亿港元降至 61 亿港元，十年 CAGR 为 -1.2%。

图表8：2014-23 年公司营业收入 CAGR 达到 7.3%



资料来源：公司公告、华泰研究

图表9：2014-23 年公司股东应占溢利 CAGR 为 -1.2%

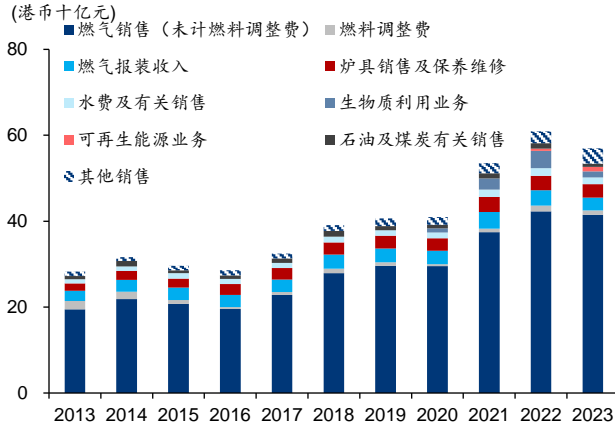


资料来源：公司公告、华泰研究

收入规模扩大。2013-23 年公司燃气销售 (含燃料调整费) 收入由 214 亿港元增长至 425 亿港元，十年 CAGR 达到 7.1%；其中香港市场燃气销售收入十年前后维持在 81 亿港元左右，而内地市场燃气销售收入则由 133 亿港元增长至 344 亿港元，十年 CAGR 达到 10%。2013-23 年公司炉具销售及保养收入由 17 亿港元增长至 32 亿港元，十年 CAGR 达到 6.3%、仅次于燃气销售，得益于公司在香港与内地市场客户规模的扩张、公司延伸业务保持良好的品牌效应和市场地位。公司分别在 2020/2022 年开展生物质利用/可再生能源业务，进一步增厚收入规模。

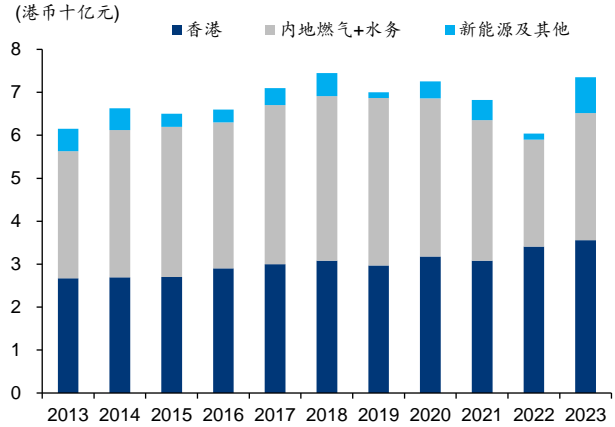
OPAT 低速增长。2013-23 年公司税后经营利润 (OPAT) 由 62 亿港元增长至 73 亿港元，十年 CAGR 为 1.8%；其中香港业务 OPAT 由 27 亿港元增长至 36 亿港元，十年 CAGR 为 2.9%，对公司利润贡献比例维持在 40% 以上；内地燃气和水务业务 OPAT 十年前后维持在 30 亿港元左右，21-22 年燃气利润下滑拖累盈利表现；新能源及其他业务 OPAT 由 5.2 亿港元增长至 8.3 亿港元，十年 CAGR 为 4.8%，主要是新增业务板块贡献利润增量。

图表10: 燃气销售(香港煤气+内地燃气)是公司收入的主要构成



资料来源: 公司公告、华泰研究

图表11: 香港分部是公司 OPAT 的基石, 内地业务近三年波动较大

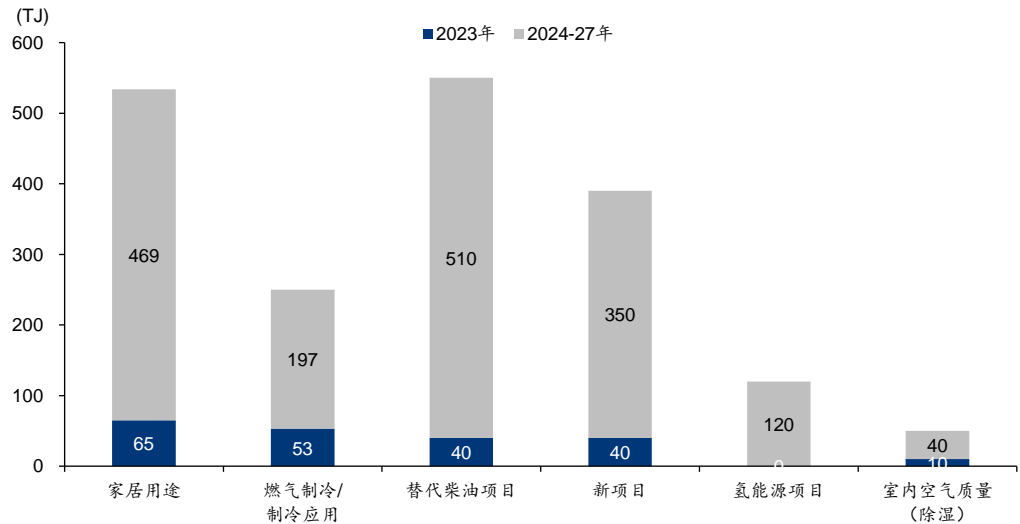


资料来源: 公司公告、华泰研究

### 与电力竞争终端用能市场, 煤气具备价格和碳排优势

香港煤气供应属于存量市场, 2024-27 年住宅/工商业市场增量空间预计为 2023 年的 3/10%。煤气在香港的主要用途包括: 1) 住宅市场, 用于家居的煮食、干衣、浴室热水供应等, 公司预计 2024-27 年累计增量为 469TJ; 2) 燃气制冷/制热应用, 公司预计 2024-27 年累计增量为 197TJ, 目标用户包括香港机场/北区医院/启德体育园等; 3) 替代柴油项目, 公司预计 2024-27 年累计增量为 510TJ, 目标用户包括医院/食品厂/洗衣店等; 4) 新的商业客户项目, 公司预计 2024-27 年累计增量为 350TJ; 5) 氢能源项目, 公司预计 2024-27 年累计增量为 120TJ, 目标用户包括巴士公司/重载车辆; 6) 室内空气质量(除湿), 公司预计 2024-27 年累计增量为 40TJ, 目标用户包括酒店/医院/写字楼等。其中住宅/工商业市场潜在增量占公司 2023 年住宅/工商业客户售气量的 3%/10%。

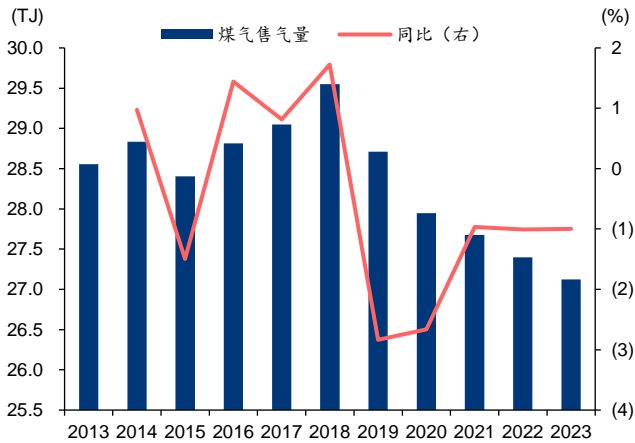
图表12: 香港煤气销售增量的主要市场分布



注: 2023 年为新增用户带来的煤气销售增量  
资料来源: 公司公告、华泰研究

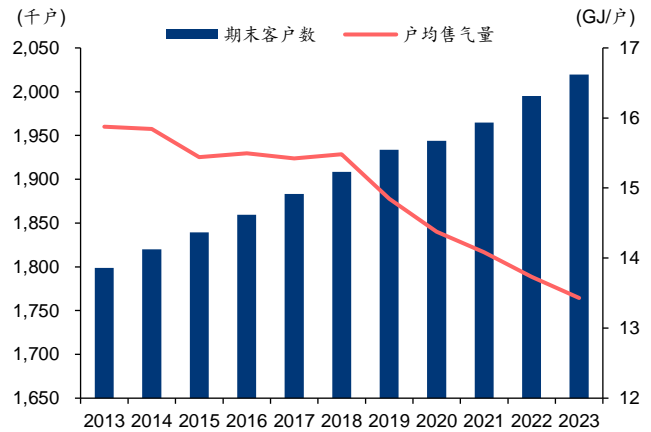
2013-23 年煤气客户数增加、但户均售气量减少。2013-23 年公司煤气售气量由 28,556TJ (百万兆焦耳) 降至 27,125TJ, 十年 CAGR 为-0.5%、其中住宅/商业/工业客户 CAGR 分别为-0.4%/-0.8%/+0.8%。2013-23 年公司年末煤气客户数由 179.9 万户增长至 202.0 万户、十年 CAGR 为+1.2%, 但户均售气量由 15.88GJ(1000 兆焦耳) 降至 13.43GJ、十年 CAGR 为-1.7%。

图表13: 2014-23 年香港煤气售气量 CAGR 为-0.5%



资料来源: 香港政府统计处、华泰研究

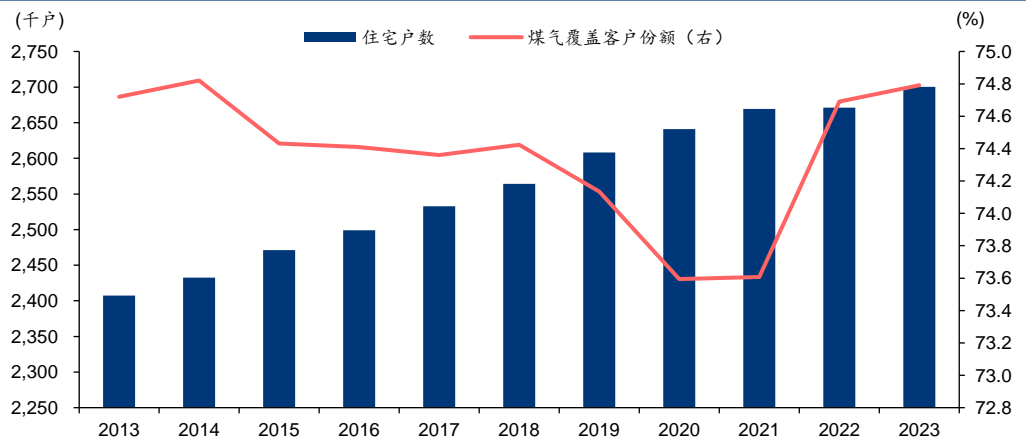
图表14: 2014-23 年香港煤气客户数增加, 但户均售气量减少



资料来源: 香港政府统计处、华泰研究

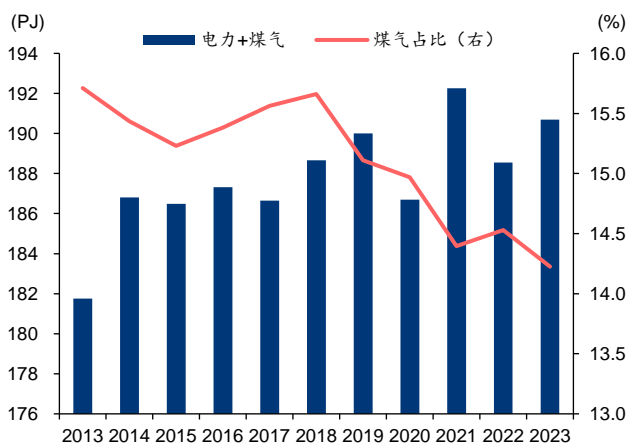
**煤气主要面临电力的市场竞争。**根据公司与香港政府签署的协议, 公司是香港本地唯一的煤气供应商、不存在竞争对手。尽管公司在住宅户数的市场份额保持稳定, 2013-23 年香港住宅户数由 241 万户增加至 270 万户, 而煤气覆盖的客户数份额保持在 74% 左右; 但从客户用能选择的角度来看, 煤气主要面临电力的市场竞争。2013-23 年香港电力和煤气的合计用能规模在 182~192PJ (十亿兆焦耳) 区间内窄幅波动, 两者基本处于存量市场当中; 但煤气在其中的份额由 15.7% 降至 14.2%, 煤气在住宅市场的份额由 27.7% 降至 24.8%、在商业市场由 10.3% 降至 9.1%、在工业市场由 12.6% 小幅提升至 13.5%。

图表15: 2013-23 年香港住宅户数由 241 万户增加至 270 万户, 而煤气覆盖的客户数份额保持在 74% 左右



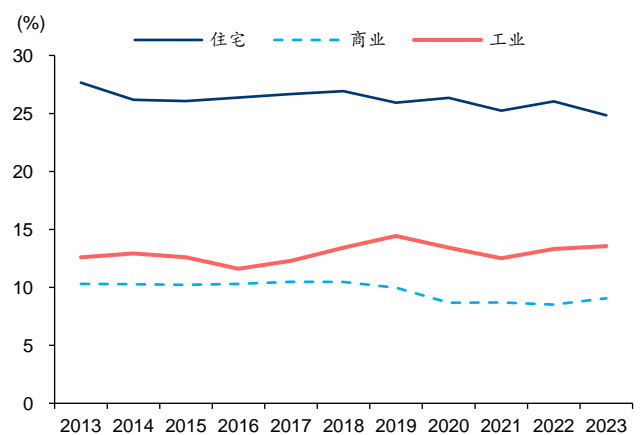
资料来源: 香港政府统计处、公司公告、华泰研究

图表16: 2013-23 年香港电力+煤气用能规模在 182~192PJ 区间波动



资料来源: 香港政府统计处、华泰研究

图表17: 煤气用能份额: 住宅/商业下降, 工业小幅提升

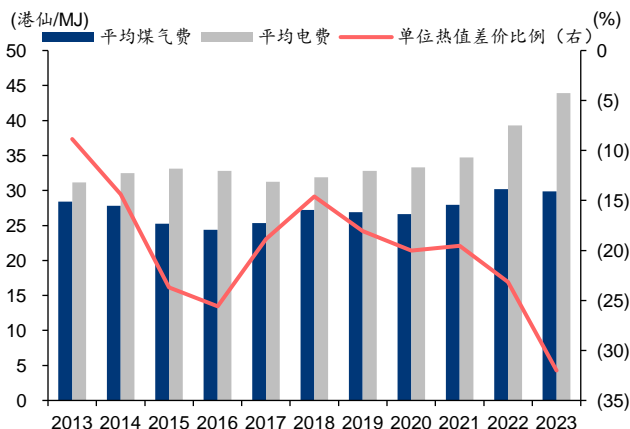


资料来源: 香港政府统计处、华泰研究



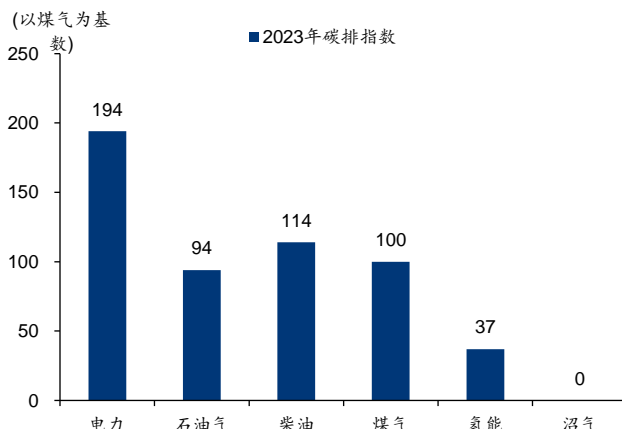
煤气相较于电力的价格和碳排优势，价格具备向上的调整空间。2013-23 年，香港煤气费始终保持相对于电力价格的优势，单位热值差价比例由 8.9% 扩大至 32.0%，2021-23 年变化更为显著，主要是期间电价跟随上游燃料价格大幅涨价，而煤气价格变化相对温和，得益于天然气长协已锁定成本、石脑油价格波动幅度有限。根据香港中华煤气 2023 年业绩简报披露，2023 年电力碳排指数较煤气高 94%；从降碳路径看，电力依赖于可再生能源电量占比的上升，而煤气则主要依靠氢能占比的上升、当前含氢量在 46.3%~51.8%。

图表 18: 2013-23 年香港煤气费相对于电价保持低价优势



资料来源: 香港政府统计处、华泰研究

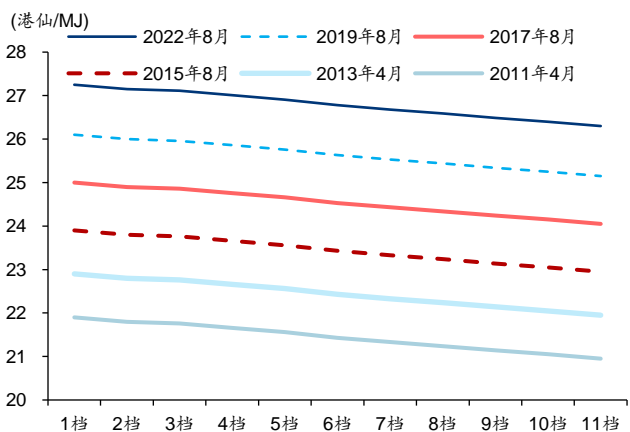
图表 19: 2023 年电力碳排指数较煤气高 94%



资料来源: 香港中华煤气 2023 年业绩简报、公司公告、华泰研究

香港煤气费由标准收费和燃料调整费共同组成。煤气标准收费根据当期有效的收费表计算，根据每月煤气用量阶梯计价，用量越多、单位价格越低。收费表一般每两年调整一次，2019-22 年间隔三年、主要受疫情影响；当前收费表自 2022 年 8 月生效，参考以往正常调价节奏，我们判断 2024 年 8 月有望更新。燃料调整费每月调整，以石脑油价格每千升 1,420 港元为基准价，实际原料成本每增加或减少 1 港元，则每兆焦耳 (MJ) 煤气费相应增收或减收 0.004 港仙。公司在香港煤气市场不收取报装费，但按月收取保养月费 (每户 9.5 港元)；若客户月用量收费不足 20 港元、则还需额外收取每月基本收费 (每户 20 港元)。

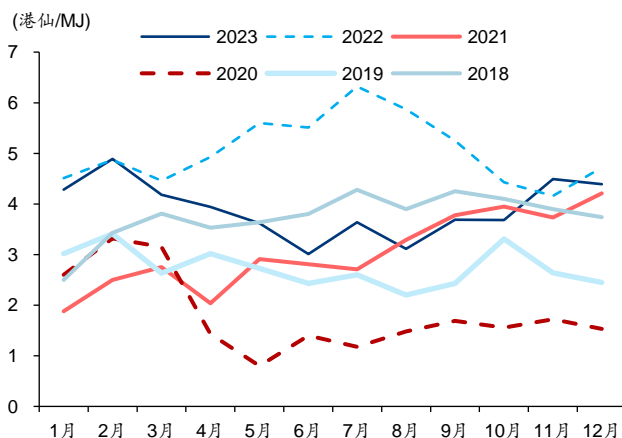
图表 20: 香港居民客户煤气收费表通常每两年调整一次



注: 1-11 档代表每月煤气用量区间由低到高

资料来源: 香港政府统计处、华泰研究

图表 21: 煤气的燃料调整费: 根据石脑油价格变化每月调整



资料来源: 香港政府统计处、华泰研究

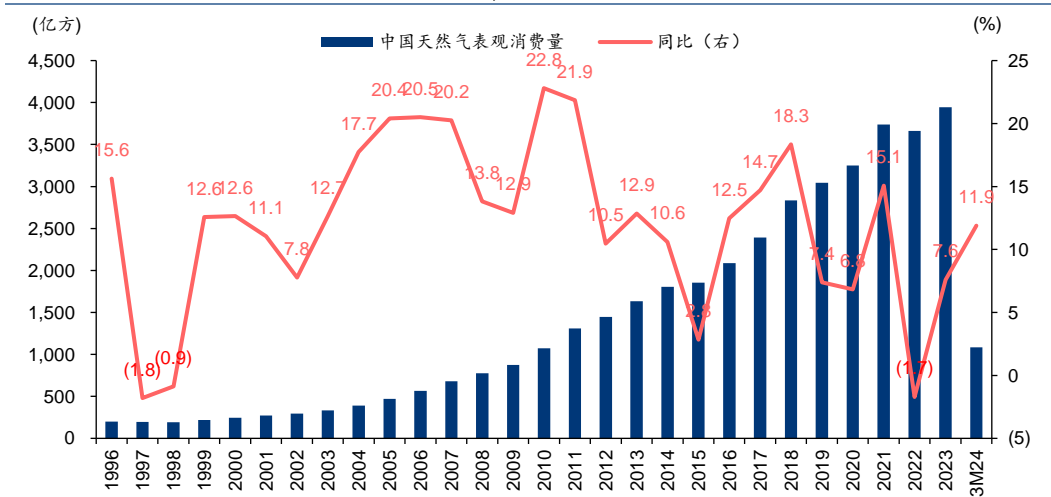
煤气收费及利润不受香港政府监管，但调价与投资仍需达成透明化和审慎性。1997 年 4 月 3 日，香港特别行政区政府跟香港中华煤气有限公司签订了为期三年的资料及咨询协议。公司为香港大部份地区供应煤气，收费及利润均不受政府监管。协议旨在令中华煤气的收费机制及价格调整的理由更透明化，并列明某些程序：在调整收费及添置主要系统时，中华煤气需咨询政府；及每年向公众披露某些公司资料，以确保消费者的权益。协议已第九度延长，为期三年。现行协议自 2024 年 4 月 3 日起生效，直至 2027 年 4 月 2 日为止。

## 内地公用：需求复苏与利润率修复，城市燃气龙头地位牢固

### 气电抬升国内天然气发展潜力，国产气增长与进口气降价有望刺激需求

国内天然气表观消费量重回增长轨道。国家发改委数据显示，2023年全国天然气表观消费量为3,945亿方，同比+7.6%，扭转2022年小幅下滑的势头。2024年1-3月全国天然气表观消费量为1,083亿方，同比+11.9%，高增长得益于低基数效应和气电对需求的拉动。中国石油企业协会2024年4月18日发布的蓝皮书预计，在宏观经济稳步增长、国际气价下降、替代能源供应增加等多重因素影响下，2024年全国天然气消费量将达4,212亿立方米，增速为6.2%；国内天然气产量同比增长4.6%，天然气进口量同比增长8.3%，对外依存度增至43.2%。

图表22：2023年全国天然气表观消费量同比+7.6%，2024年1-3月同比+11.9%

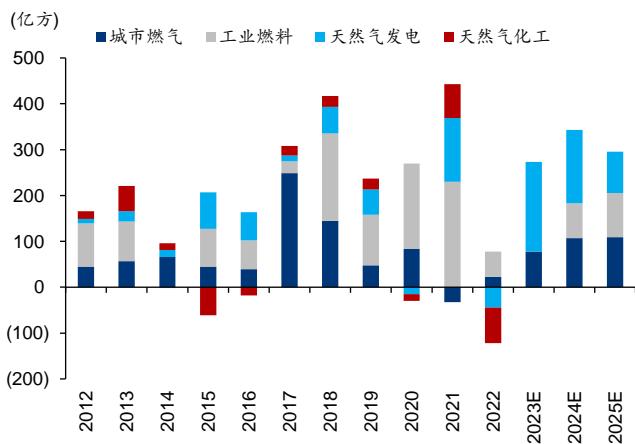


注：表观消费量=国内产量+进口量-出口量

资料来源：国家发改委、华泰研究

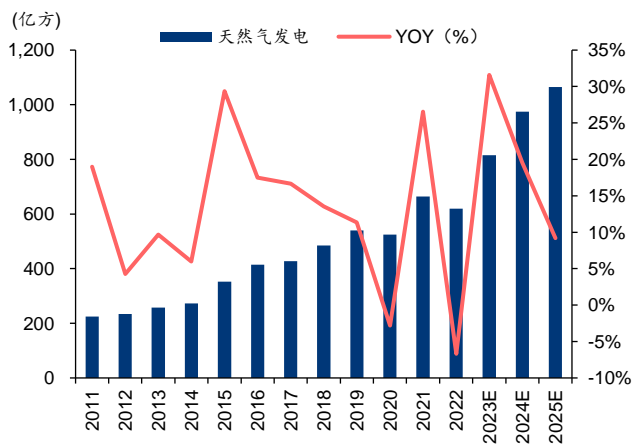
**2023-25年气电有望拉动国内天然气需求增长。**根据国家能源局和国家发改委的数据统计，2022年以前城市燃气（居民、公共服务、工商业）与工业燃料交替成为国内天然气需求增长的主力。从2022年国内天然气消费结构看，工业燃料（除原油及天然气开采用气、化工用气、发电用气以外的其他工业用气均视为工业用气）占天然气消费总量的42%，高于城市燃气（生活用气、商服用气和车用气）占比（33%）。而天然气发电占比自2011年以来一直维持在15~20%区间内。但随着“十四五”国内天然气发电装机的快速增长，其中2021/2022年投产771/649万千瓦（国家能源局），我们预计2023-2025年将投产1,868/2,625/1,479万千瓦（预测过程见2024/4/25华泰公用事业《装机与成本双拐点，气电价值重估》），2024-2025年天然气发电用气量有望达到975/1065亿方、同比+20%/+9%。

图表23：2023-24年气电有望拉动国内天然气需求增长



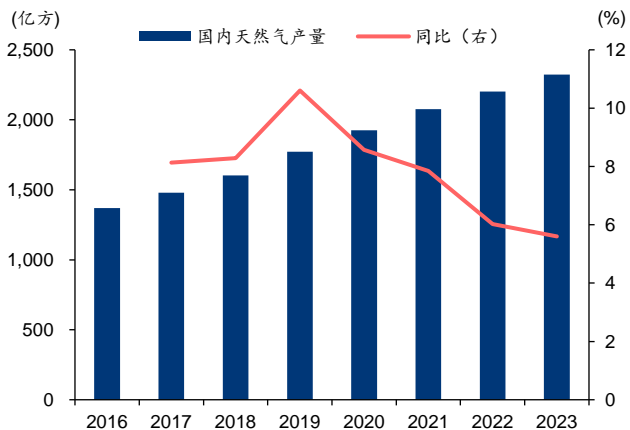
资料来源：国家发改委、国家统计局、华泰研究预测

图表24：预计2024-25年天然气发电用气同比+20%/+9%

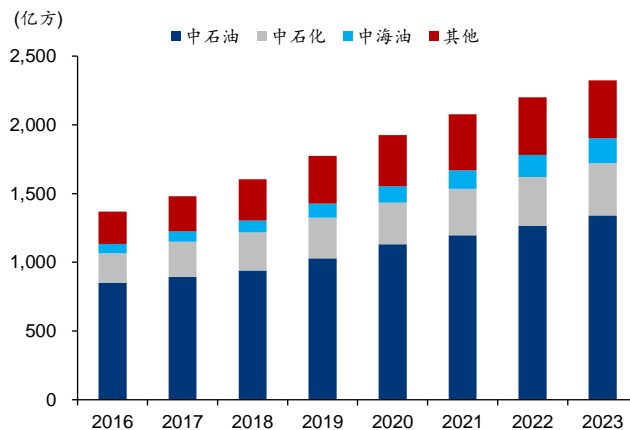


资料来源：中国能源统计年鉴、华泰研究预测

**国产天然气持续增产，保障能源供给安全。**根据国家发改委统计，2023年中国天然气产量为2,324亿立方米，同比+5.6%，全年增产超过100亿方。三桶油持续加大油气勘探力度，是国产气持续增产的重要支柱，2023年中石油/中石化/中海油实际增产天然气76/25/20亿方，2024年中石油/中石化计划增产天然气114/12亿方。

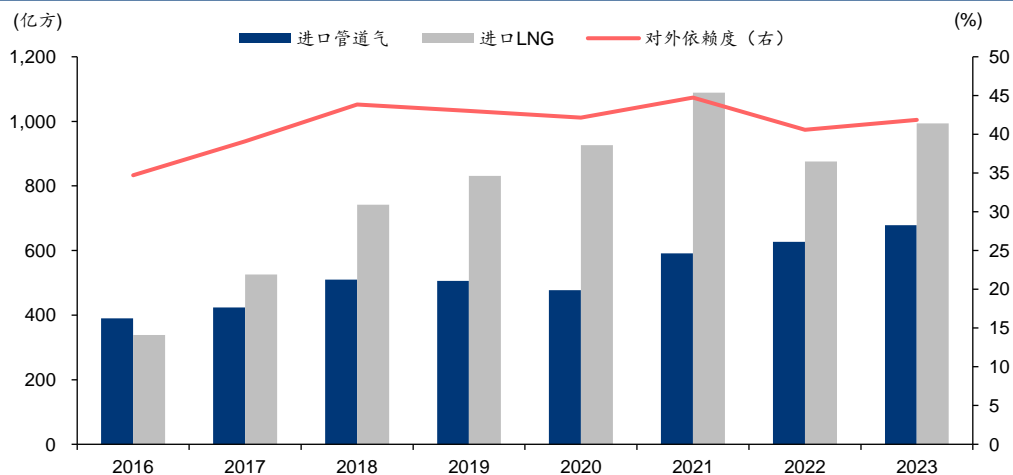
**图表25：2023年国产天然气同比+5.6%**


资料来源：国家能源局/国务院发展研究中心/自然资源部《中国天然气发展报告(2022)》、国家发改委、华泰研究

**图表26：三桶油是国产气持续增产的重要支柱**


资料来源：中国石油/中国石化/中国海油年报、华泰研究

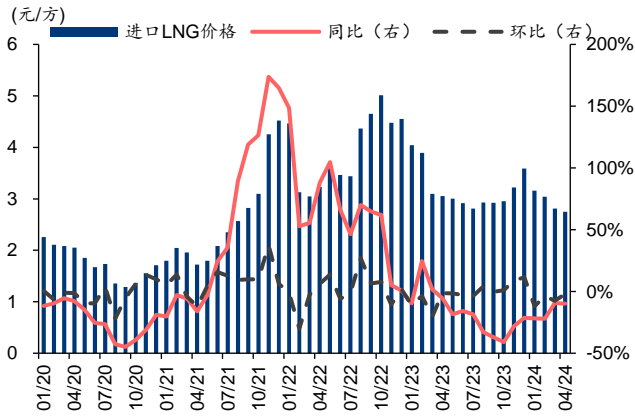
**24-25年进口管道气中俄气有望年增70/80亿方，进口LNG有望年增不低于128/110亿方。**2023年进口管道气同比+8.2%至678亿方，占国内天然气总供给的17%，自2021年以来俄气成为进口管道气中的最大增量。2022年2月4日俄气与中石油签署新的天然气长期供应协议，将中俄东线供应能力由380亿方/年提升至480亿方/年。随着中俄管道产能爬坡，我们预估俄气24-25年年增幅有望达到70/80亿方。2023年进口LNG同比+13.5%至994亿方，占国内天然气总供给的25%，21-23年受国际天然气价格大幅波动影响，国内的LNG进口量也出现一定震荡。随着国际天然气价格回落和国内LNG接收站陆续投产，我们看好进口LNG规模持续增长、24-25年同比增加不低于128/110亿方。

**图表27：2023年国内进口管道气同比+8.2%、进口LNG同比+13.5%，天然气对外依存度42%**


资料来源：海关总署、国家能源局、华泰研究

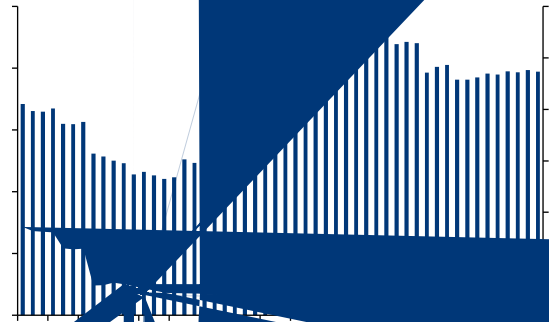
**进口天然气价格自2022年末见顶回落。**24年2/3/4月国内进口LNG均价同比-22%/-9%/-10%、环比-4%/-7%/-2%；自23年4月以来LNG均价同比持续回落，24年4月均价2.75元/方，已进入21年6月以前的价格区间(1.3~2.8元/方)。24年2/3/4月国内进口管道气均价同比-10%/-10%/-10%、环比0%/+1%/-1%；自23年8月以来管道气均价同比持续回落，24年4月均价1.97元/方，由于进口管道气与原油价格相关度更高、而原油价格相较于天然气现货价格更加稳定，因此进口管道气价格的涨跌幅一般低于进口LNG价格的涨跌幅。

图表28: 2024年2/3/4月国内进口LNG均价同比-22%/ -9%/ -10%



资料来源: 海关总署、华泰研究

图表29: 2024年2/3/4月国内进口LNG均价环比-10%/ -10%



资料来源: 海关总署

2022年10月以来国际LNG现货价格自高点回落，国内LNG价格也随之回落。供需结构差异，东亚地区更具参考性的JKM价格自2022年10月以来持续下跌，而欧洲的TTF价格只在2023年1月以后才出现相同趋势。国内LNG长协定价公式（MA6/MA9）对于LNG长协更有参考意义，JKM与MA6/MA9价格走势高度相关。受国际LNG现货价格同比回落的趋势，我们判断国内部分LNG长协价格或已出现回落。

图表30: JKM价格自22年10月起延续同比下跌态势

图表31: TTF价格自23年1月起延续

资料来源: Bloomberg、华泰研究

资料来源: Bloomberg

挂钩长协价格降幅或大于挂钩油长协。国内LNG长协定价公式为  $P(LNG)=A*指数+B$ ，A是挂钩系数（包含热值转换、运费与通胀等）。原油价格与NYMEX亨利港（HH）挂钩长协定价公式中常见的挂钩指数。HH MA6/MA9在2023年2-10月同比持续下跌、但自11月以来基本企稳或进入价格稳定期。





















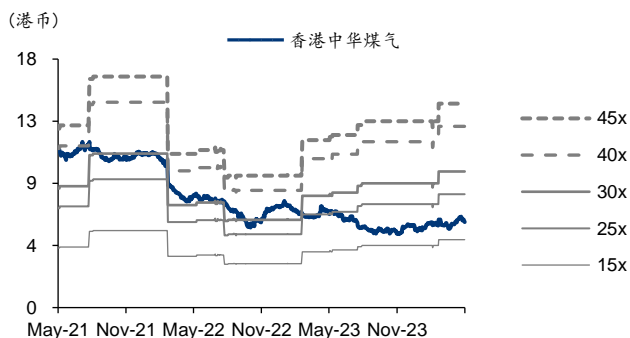
## 风险提示

**香港煤气需求不及预期。**我们预计 2024 年公司煤气销售量同比基本持平，若香港煤气需求不及预期，公司煤气销售量可能出现明显下滑，公司 2024 年的财务表现将低于我们的预期。

**内地天然气需求不及预期。**我们预计 2024 年公司内地燃气销售量同比增加 8% 至 375 亿方，若内地天然气需求不及预期，则公司内地燃气销售量可能出现下滑，公司 2024 年的财务表现将低于我们的预期。

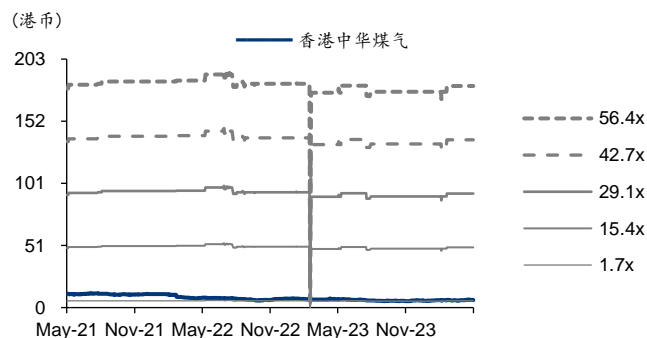
**借贷成本管控不及预期。**2021-2023 年公司借贷成本由 2.90% 升至 3.86%，受到美联储加息周期的影响，公司已计划降低借贷规模。但美联储加息背景下，若未来借贷成本出现持续大幅上升，公司业绩表现或低于我们的预期。

图表53：香港中华煤气 PE-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

图表54：香港中华煤气 PB-Bands



资料来源：S&P、华泰研究

## 盈利预测

### 利润表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	60,953	56,971	58,173	58,865	60,127
销售成本	(52,592)	(48,834)	(49,478)	(49,657)	(50,568)
<b>毛利润</b>	<b>8,362</b>	<b>8,137</b>	<b>8,694</b>	<b>9,208</b>	<b>9,559</b>
销售及分销成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他收入/支出	531.00	324.90	324.90	324.90	324.90
财务成本净额	(1,776)	(2,215)	(2,091)	(1,995)	(1,898)
应占联营公司利润及亏损	1,067	2,927	2,620	2,781	2,934
<b>税前利润</b>	<b>8,184</b>	<b>9,174</b>	<b>9,548</b>	<b>10,320</b>	<b>10,919</b>
税费开支	(1,859)	(2,003)	(2,219)	(2,180)	(2,123)
少数股东损益	965.00	992.80	1,015	1,127	1,218
<b>归母净利润</b>	<b>5,248</b>	<b>6,070</b>	<b>6,206</b>	<b>6,904</b>	<b>7,470</b>
折旧和摊销	(3,525)	(3,549)	(3,109)	(3,183)	(3,256)
EBITDA	13,485	14,938	14,748	15,497	16,074
EPS (港币, 基本)	0.28	0.33	0.33	0.37	0.40

### 资产负债表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	3,426	2,567	3,480	2,313	3,306
应收账款和票据	10,663	9,925	10,436	7,878	9,158
现金及现金等价物	13,241	8,972	6,379	4,307	2,796
其他流动资产	1,381	2,971	2,971	2,971	2,971
<b>总流动资产</b>	<b>28,711</b>	<b>24,435</b>	<b>23,266</b>	<b>17,469</b>	<b>18,231</b>
固定资产	71,819	71,277	70,767	70,184	69,526
无形资产	5,340	4,463	4,443	4,422	4,402
其他长期资产	62,599	61,803	64,444	67,246	70,201
<b>总长期资产</b>	<b>139,758</b>	<b>137,543</b>	<b>139,654</b>	<b>141,852</b>	<b>144,130</b>
<b>总资产</b>	<b>168,469</b>	<b>161,978</b>	<b>162,920</b>	<b>159,321</b>	<b>162,361</b>
应付账款	22,004	19,927	22,680	20,081	23,464
短期借款	19,681	14,709	13,709	12,709	11,709
其他负债	1,838	4,788	4,788	4,788	4,788
<b>总流动负债</b>	<b>43,523</b>	<b>39,425</b>	<b>41,177</b>	<b>37,578</b>	<b>39,962</b>
长期债务	39,623	40,716	39,216	37,716	36,216
其他长期债务	10,185	10,819	10,819	10,819	10,819
<b>总长期负债</b>	<b>49,808</b>	<b>51,534</b>	<b>50,034</b>	<b>48,534</b>	<b>47,034</b>
股本	5,475	5,475	5,475	5,475	5,475
储备/其他项目	58,137	54,378	54,053	54,426	55,365
股东权益	63,612	59,853	59,528	59,901	60,839
少数股东权益	11,527	11,166	12,180	13,307	14,525
<b>总权益</b>	<b>75,139</b>	<b>71,019</b>	<b>71,708</b>	<b>73,208</b>	<b>75,364</b>

### 估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	21.76	18.81	18.40	16.54	15.29
PB	1.80	1.91	1.92	1.91	1.88
EV EBITDA	13.63	12.55	12.78	12.21	11.79
股息率 (%)	5.72	5.72	5.72	5.72	5.72
自由现金流收益率 (%)	4.55	3.16	5.49	6.50	7.52

### 现金流量表

会计年度 (港币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	13,485	14,938	14,748	15,497	16,074
融资成本	1,776	2,215	2,091	1,995	1,898
营运资本变动	1,717	(480.00)	1,328	1,127	1,111
税费	(1,859)	(2,003)	(2,219)	(2,180)	(2,123)
其他	(5,474)	(3,738)	(4,820)	(4,885)	(4,941)
<b>经营活动现金流</b>	<b>9,645</b>	<b>10,932</b>	<b>11,129</b>	<b>11,554</b>	<b>12,019</b>
CAPEX	(7,738)	(8,360)	(7,100)	(6,600)	(6,100)
其他投资活动	977.80	5,865	4,500	4,000	3,500
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,760)</b>	<b>(2,495)</b>	<b>(2,600)</b>	<b>(2,600)</b>	<b>(2,600)</b>
债务增加量	5,734	(2,538)	(2,500)	(2,500)	(2,500)
权益增加量	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(6,531)	(6,531)	(6,531)	(6,531)	(6,531)
其他融资活动现金流	1,151	(3,379)	(2,091)	(1,995)	(1,898)
<b>融资活动现金流</b>	<b>354.20</b>	<b>(12,448)</b>	<b>(11,122)</b>	<b>(11,026)</b>	<b>(10,929)</b>
现金变动	3,239	(4,012)	(2,594)	(2,072)	(1,511)
年初现金	10,557	13,241	8,972	6,379	4,307
汇率波动影响	(554.40)	(257.50)	(259.77)	(259.77)	(259.77)
<b>年末现金</b>	<b>13,241</b>	<b>8,972</b>	<b>6,379</b>	<b>4,307</b>	<b>2,796</b>

### 业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>增长率 (%)</b>					
营业收入	13.80	(6.53)	2.11	1.19	2.14
毛利润	(5.19)	(2.68)	6.85	5.91	3.80
营业利润	22.55	(4.84)	6.58	5.70	3.67
净利润	4.60	15.67	2.23	11.25	8.19
EPS	4.60	15.67	2.23	11.25	8.19
<b>盈利能力比率 (%)</b>					
毛利润率	13.72	14.28	14.95	15.64	15.90
EBITDA	22.12	26.22	25.35	26.33	26.73
净利润率	8.61	10.65	10.67	11.73	12.42
ROE	7.87	9.83	10.40	11.56	12.37
ROA	3.12	3.67	3.82	4.29	4.64
<b>偿债能力 (倍)</b>					
净负债比率 (%)	72.41	77.61	78.19	76.99	74.18
流动比率	0.66	0.62	0.57	0.46	0.46
速动比率	0.58	0.55	0.48	0.40	0.37
<b>营运能力 (天)</b>					
总资产周转率 (次)	0.36	0.34	0.36	0.37	0.37
应收账款周转天数	58.51	65.05	63.00	56.00	51.00
应付账款周转天数	138.59	154.56	155.00	155.00	155.00
存货周转天数	22.48	22.09	22.00	21.00	20.00
现金转换周期	(57.61)	(67.42)	(70.00)	(78.00)	(84.00)
<b>每股指标 (港币)</b>					
EPS	0.28	0.33	0.33	0.37	0.40
每股净资产	3.41	3.21	3.19	3.21	3.26

资料来源:公司公告、华泰研究预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人, 王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知, 兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见; 彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司(已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格, 以下简称“本公司”)制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制, 但本公司及其关联机构(以下统称为“华泰”)对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期, 华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时, 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。以往表现并不能指引未来, 未来回报并不能得到保证, 并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员, 其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正, 但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考, 不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明, 本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现, 过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现, 分析中所做的预测可能是基于相应的假设, 任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内, 与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员, 也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人(无论整份或部分)等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并需在使用前获取独立的法律意见, 以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求, 同时注明出处为“华泰证券研究所”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作, 在香港由华泰金融控股(香港)有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股(香港)有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管, 是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司, 后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题, 请与华泰金融控股(香港)有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股(香港)有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息,请参华泰金融控股(香港)有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券(美国)有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券(美国)有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。对于其在美国分发的研究报告,华泰证券(美国)有限公司根据《1934年证券交易法》(修订版)第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释,对本研究报告内容负责。华泰证券(美国)有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管(FINRA)分析师的注册资格,可能不属于华泰证券(美国)有限公司的关联人员,因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券(美国)有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司,后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券(美国)有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士,应通过华泰证券(美国)有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师王玮嘉、黄波、李雅琳、胡知本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬,包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司,及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具,包括股票及债券(包括衍生品)华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具,包括股票及债券(包括衍生品)。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司,及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券(或任何相关投资)头寸,并可能不时进行增持或减持该证券(或投资)。因此,投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券(新加坡)有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证,可从事资本市场产品交易,包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约,并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问,就投资产品向他人提供建议,包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券(新加坡)有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用,华泰证券(新加坡)有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者,请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券(新加坡)有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券(新加坡)有限公司关系经理或客户主管,了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A股市场基准为沪深300指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普500指数,台湾市场基准为台湾加权指数,日本市场基准为日经225指数,新加坡市场基准为海峡时报指数,韩国市场基准为韩国有价证券指数),具体如下:

#### 行业评级

- 增持:** 预计行业股票指数超越基准
- 中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入:** 预计股价超越基准15%以上
- 增持:** 预计股价超越基准5%~15%
- 持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出:** 预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测,以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

**华泰证券(新加坡)有限公司**

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司