

# 华润燃气 (01193.HK)

优于大市

城燃销气量位列五大城燃第一，居民用气顺价有望修复盈利能力

## 核心观点

**五大城燃之一，城燃销气量居首。**公司城燃主业涵盖 25 个省份 276 个项目，覆盖 3 个直辖市和 15 个省会城市。2023 年，公司全年零售天然气销气量 387.8 亿方，为“五大城燃”中城燃销气量最高的公司。公司气量结构中，工业气量占比最高，达 51.9%，居民气量占比 24.3%，商业气量占比 21.2%；车用气量占比 2.6%。公司平均销气价格和成本随市场价格回落，平均销气价格 3.50 元/方，居民燃气顺价带动平均毛差上行，达 0.51 元/方。

**“双碳”推动天然气需求持续增长。**天然气是替代煤炭，实现能源结构低碳转型的重要能源形式，在“双碳”相关政策推动下，天然气需求有望持续增长。分行业看，居民用气需求受益于我国城市化程度不断提高，燃气普及率上升；工业、化工领域“煤改气”催化工业和化工用气需求，气价维持地位有利于提高用户用气积极性；车用气经济优势显现，LNG 汽车增长势头强劲，有望带动车用气量快速增长。

**国际市场供需趋于宽松，气价有望维持较低水平。**随着欧洲天然气需求下降，亚洲成为天然气消费增长主力，叠加美国 2025 年 LNG 出口项目投产预期，全球天然气市场供需关系有望趋于缓和，气价有望维持较低水平，降低城燃公司和终端用户用气成本。另一方面，国产气量连续 7 年增加 100 亿方以上，中俄东线管输气逐步达产，以及 LNG 接收站进入投产高峰期，天然气供给持续增加，支撑天然气消费增长。

**居民端顺价机制全面推动，城燃公司盈利有望修复。**2023 年 6 月，国家发展改革委下发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》。多地相继出台地方性天然气价格联动政策，多数地区调价幅度在 0.1-0.4 元/方之间。随着居民端价格机制的理顺，城燃公司居民用气价格倒挂现象有望得到缓解，售气毛差或得到改善，从而修复盈利水平。

**盈利预测与估值：**我们预计 2024-2026 年公司实现营业收入 1067.3/1152.8/1224.8 亿港元，同比增长 5%/8%/6%；归母净利润分别为 56.4/61.3/66.3 亿港元，同比增长 8%/9%/8%，EPS 为 2.44/2.65/2.86 港元。通过多角度估值，预计公司合理估值 30.23-31.69 港元之间，较当前股价有 9%-14%的溢价，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

**风险提示：**用气量增长不及预期，价格波动，顺价政策推进不及预期。

## 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万港元)	94,338	101,272	106,726	115,280	122,481
(+/-%)	20.7%	7.3%	5%	8.0%	6.2%
归母净利润(百万港元)	4733	5224	5641	6133	6629.0
(+/-%)	-26.0%	10.4%	8.0%	8.7%	8.1%
每股收益(港元)	2.05	2.26	2.44	2.65	2.86
EBIT Margin	9.5%	9.4%	9.6%	9.8%	10.1%
净资产收益率 (ROE)	12.0%	12.8%	12.9%	13.1%	13.3%
市盈率 (PE)	13.7	12.4	11.5	10.5	9.8
EV/EBITDA	10.1	10.3	10.7	10.8	10.8
市净率 (PB)	1.64	1.59	1.48	1.39	1.29

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 公司研究·深度报告

### 公用事业·燃气 II

证券分析师：黄秀杰 021-61761029  
huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002

证券分析师：郑汉林 0755-81982169  
zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

联系人：崔佳诚  
021-60375416  
cuijiacheng@guosen.com.cn

### 基础数据

投资评级 优于大市(首次)  
合理估值 30.23 - 31.69 港元  
收盘价 27.95 港元  
总市值/流通市值 64677/64677 百万港元  
52 周最高价/最低价 30.30/18.81 港元  
近 3 个月日均成交额 130.71 百万港元

### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

## 内容目录

<b>五大城燃之一，城燃销气量居首</b>	<b>5</b>
聚焦经济发达区域，工业用气量占比较高	5
盈利能力恢复，经营性现金流充沛	9
五大城燃之一，城燃销气量第一	13
打造“1+2+N”业务体系，打造天然气自主资源池	15
<b>“双碳”重要能源形式，天然气产量和用量有望持续增长</b>	<b>18</b>
我国天然气供需形势：增储上产，消费较快增长	19
我国天然气定价机制	23
<b>城燃顺价持续推进，多重边际因素向好</b>	<b>25</b>
上游资源生产供应能力增强，进口气量有望持续增长	25
深化市场体系改革，居民端顺价全面推进	27
居民用气和车用气有望带动气量持续增长	30
<b>盈利预测</b>	<b>31</b>
假设前提	31
未来3年盈利预测	33
盈利预测的敏感性分析	33
<b>估值与投资建议</b>	<b>33</b>
绝对估值：30.23-32.28 港元	33
绝对估值的敏感性分析	34
相对法估值：29.25-31.69 港元	35
投资建议	35
<b>风险提示</b>	<b>35</b>
<b>附表：财务预测与估值</b>	<b>37</b>

## 图表目录

图 1: 华润燃气发展历程 .....	5
图 2: 华润燃气股权结构图 .....	5
图 3: 华润燃气城燃业务分布图 .....	6
图 4: 华润燃气城燃用户构成 .....	7
图 5: 华润燃气销气量 (亿方) 及同比增速 (%) .....	7
图 6: 华润燃气销气量结构 .....	7
图 7: 华润燃气分用途加气量同比增速 .....	8
图 8: 华润燃气城燃业务气价和毛差情况 (单位: 元/方) .....	8
图 9: 公司接驳业务收入及增速 (单位: 亿港元) .....	9
图 10: 公司接驳可覆盖户数和居民用户渗透率 .....	9
图 11: 公司营运收入及增速 (单位: 亿港元) .....	10
图 12: 公司股东应占溢利及增速 (单位: 亿港元) .....	10
图 13: 公司半年度营业收入情况 (单位: 亿港元) .....	10
图 14: 公司半年度股东应占溢利情况 (单位: 亿港元) .....	10
图 15: 公司毛利率、净利率情况 .....	11
图 16: 公司费用率情况 .....	11
图 17: 公司 ROE 及杜邦分析 .....	11
图 18: 公司现金流情况 (单位: 亿港元) .....	11
图 19: 公司营运收入结构 (%) .....	12
图 20: 公司分类业绩结构 (%) .....	12
图 21: 五大城燃营运收入 (亿港元) .....	13
图 22: 五大城燃股东应占溢利 (亿港元) .....	13
图 23: 五大城燃 (从左到右依次为华润燃气、港华智慧能源、新奥能源、昆仑能源、中国燃气) 销气量 (单位: 亿立方米) .....	14
图 24: 五大城燃总销气量同比增速 .....	14
图 25: 五大城燃城燃业务销气量同比增速 .....	14
图 26: 五大城燃平均销气价格 (元/立方米) .....	15
图 27: 五大城燃平均销气毛差 (元/立方米) .....	15
图 28: 华润燃气 2023 年项目拓展情况 .....	15
图 29: 2022 年公司长三角燃气项目分布图 .....	16
图 30: 2022 年公司川渝地区燃气项目分布图 .....	16
图 31: 华润燃气智慧客户服务体系架构 .....	17
图 32: 公司智能客户服务流程 .....	17
图 33: 公司昆明某项目创新碳捕集利用场景 .....	17
图 34: 2023 年全国天然气供需结构 .....	19
图 35: 中国天然气消费量 (单位: 亿方) .....	19
图 36: 2023-2024 年各月份天然气表观消费量 (单位: 亿方) .....	20

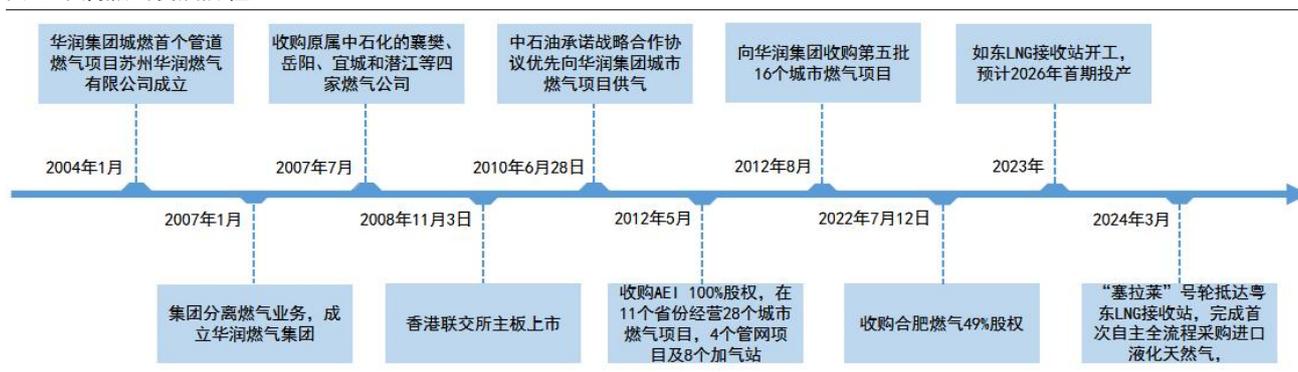
图 37: 中国天然气分行业消费情况 (单位: 亿方)	20
图 38: 2023 年中国各公司天然气产量占比	22
图 39: 中国天然气进口结构及对外依存度 (单位: 亿方)	22
图 40: 2023 年中国进口 PNG 主要来源国	23
图 41: 2023 年中国进口 LNG 主要来源国	23
图 42: 中国天然气产业链及定价机制	25
图 43: 美国 LNG 出口能力和新增项目投产情况	26
图 44: 北美洲 LNG 出口项目	27
图 45: 公司接驳可覆盖户数和居民用户渗透率情况	31
表 1: 我国各省 (区、市) 天然气基准门站价 (元/方, 含 10% 增值税)	24
表 2: 部分地区城市燃气居民用气价格调整政策情况梳理	28
表 3: 天然气管道运输价格	30
表 4: 公司业务关键假设及测算	32
表 5: 未来 3 年盈利预测表 (百万港元)	33
表 6: 2024 年归母净利润随平均销气价格及销气总量的敏感性分析 (百万港元)	33
表 7: 公司盈利预测假设条件 (%)	34
表 8: 资本成本假设	34
表 9: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (港元)	34

## 五大城燃之一，城燃销气量居首

### 聚焦经济发达区域，工业用气量占比较高

华润燃气控股有限公司（以下简称“华润燃气”）成立于2007年，是华润（集团）有限公司的全资子公司，于2008年11月3日在香港联交所主板成功上市。公司的主要业务涵盖下游城市燃气分销、燃气接驳、综合服务、设计建设服务以及经营加气站等。凭借华润集团的资源优势，公司通过内涵式增长和城燃项目的收并购，已发展成为中国最大的城市燃气运营商之一，主要运营项目分布于京津冀区域、长三角区域、成渝双城经济区、粤港澳大湾区等国家重要战略区域。

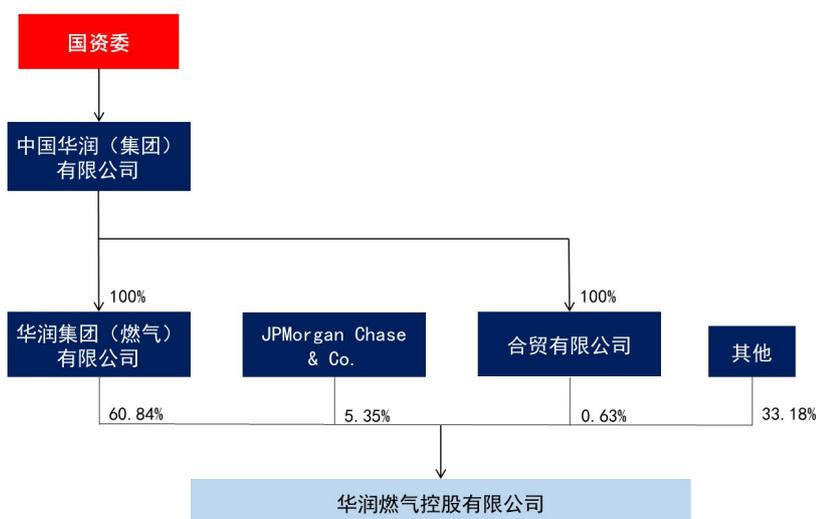
图1：华润燃气发展历程



资料来源：公司官网、公司公告，国信证券经济研究所整理

公司实控人为国务院国资委，控股股东为华润集团有限公司。目前，华润集团有限公司直接持有和通过合贸有限公司间接持有公司股权 61.47%，JPMorgan Chase & Co. 持有公司股权 5.35%。而华润集团 2003 年归属国务院国有资产监督管理委员会直接管理，因此公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

图2：华润燃气股权结构图



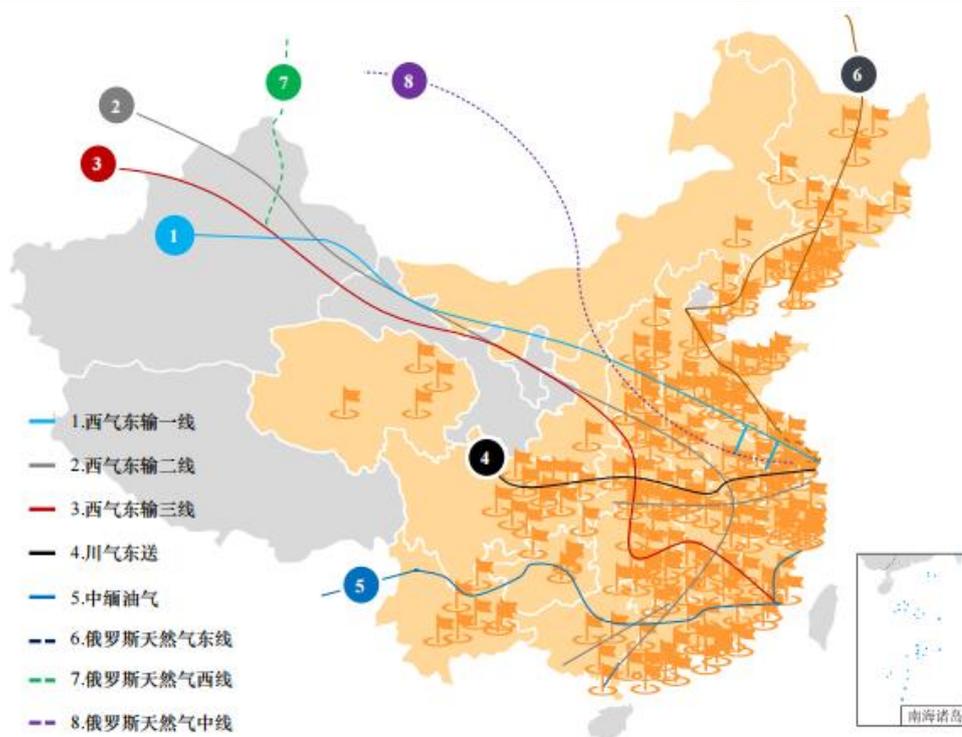
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

公司业务主要分为城市燃气主业、综合服务业务和综合能源业务三大板块。城燃

主业包括居民用气、工业用气、商业用气和车用气四大用途以及管道接驳业务；综合服务业务为客户提供增值服务，打造“燃气管家”增强用户粘性，提升市场渗透率；综合能源业务挖掘经营区域内工商业用户用能需求，提供清洁能源解决方案。此外，公司还布局了氢能、储能业务，探索碳资产商业化路径，发掘业务新动能。

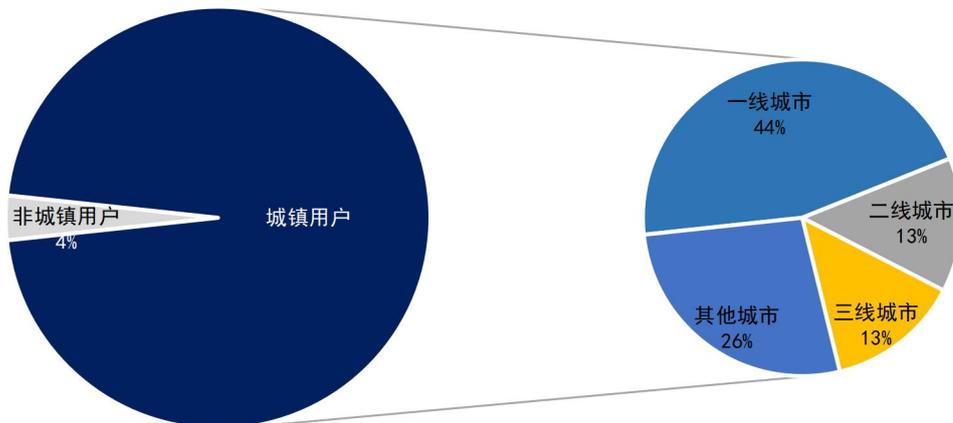
**城燃主业聚焦东部区域，着重覆盖省会区域，城镇用户占比高。**截止 2023 年底，公司城燃主业涵盖 25 个省份 276 个项目，运营管网 30.7 万公里，接驳用户数量达 5778 万户，覆盖用户 9708 万户，市场渗透率 59.5%。2023 年，集团层面新注册项目 4 个，成员企业层面新签约项目 3 个、新注册项目 4 个，完成重庆燃气财务并表，股权增持厦门项目至 51%，获取 51% 股权控股昆明煤气，至此，公司城燃业务已覆盖 3 个直辖市和 15 个省会城市。公司城镇居民用户 5581 万户，占全部燃气用户的 96.6%，其中一、二、三线城市用户分别占 45.6%/13.7%/13.6%，合计 4068.4 万户，占总用户数的 70.4%。

图3：华润燃气城燃业务分布图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

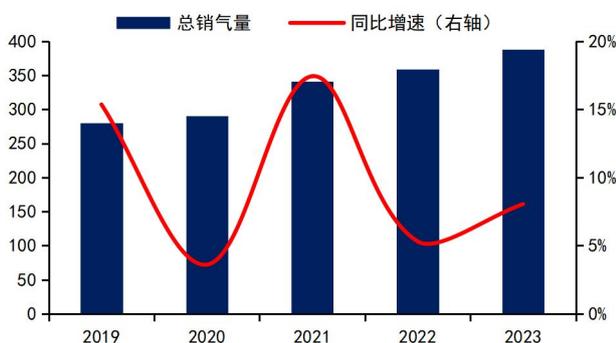
图4: 华润燃气城燃用户构成



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

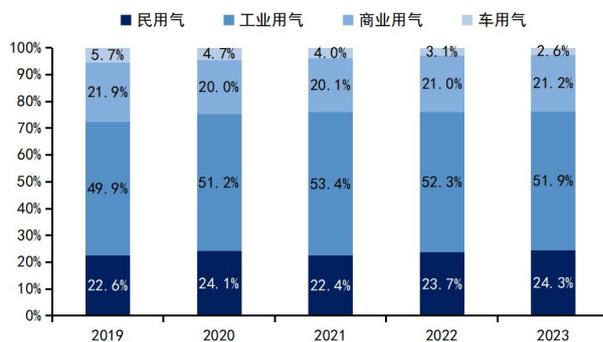
**工业用气占比最高, 气量结构相对稳定。**2023年, 公司全年零售天然气销气量387.8亿方, 同比增长8.1%。其中, 居民气量94.4亿方, 同比增长11.1%, 占比24.3%; 工业气量201.1亿方, 同比增长7.2%, 占比51.9%; 商业气量82.1亿方, 同比增长9.0%, 占比21.2%; 车用气量10.2亿方, 同比减少7.0%, 占比2.6%。公司多年来气量结构相对稳定, 工商业用气占比较高。

图5: 华润燃气销气量(亿方)及同比增速(%)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

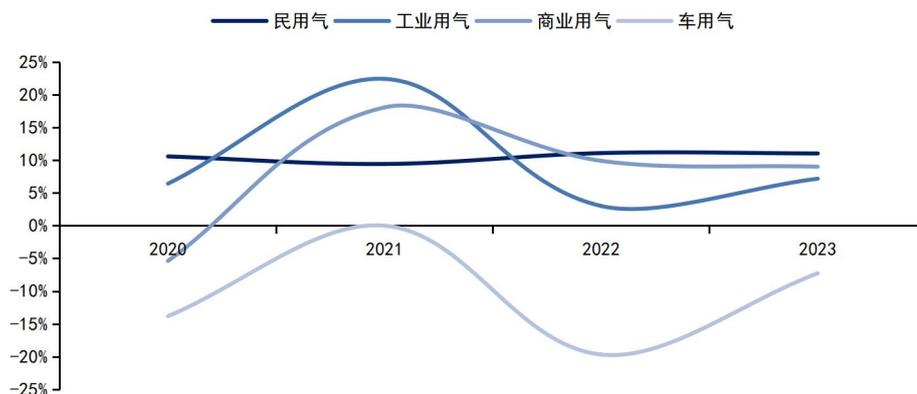
图6: 华润燃气销气量结构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**工业用气增速振幅较大, 居民用气平稳增长。**公司气量结构中, 工业用气量受气价和市场供需情况等因素影响较为明显, 2022年, 受国际气价大幅上涨等因素, 我国天然气表观消费量近20年内首次出现下降, 公司气量增长也相对疲软, 工业用气和商业用气增速明显放缓, 2021年和2022年同比增速振幅达-19.5pct; 受新能源车的冲击, 车用气量同比降幅扩大。另一方面, 公司居民用气增长较为坚挺, 多年保持10%左右的同比增速。

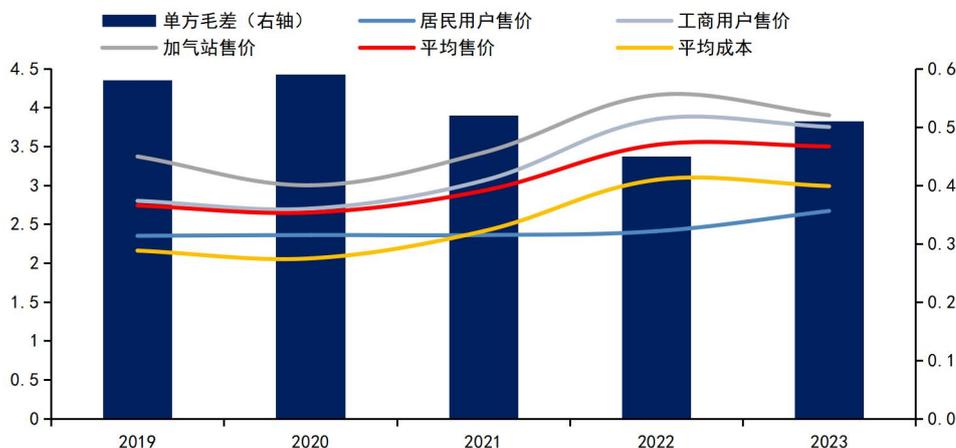
图7：华润燃气分用途加气量同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**居民顺价助力销气毛差增长。**2022年天然气价大幅上涨，公司销气价格和成本均明显上升，但由于居民用气顺价不畅，平均毛差同比收窄。2023年，公司平均销气价格和成本随市场价格回落，平均销气价格3.50元/方，同比下降0.02元/方；平均成本2.99元/方，同比下降0.08元/方；2023年6月，国家发展改革委下发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》启动居民燃气顺价，公司居民用气平均售价达2.67元/方，同比提高0.26元/方，带动平均毛差上行，达0.51元/方，同比提升0.06元/方。

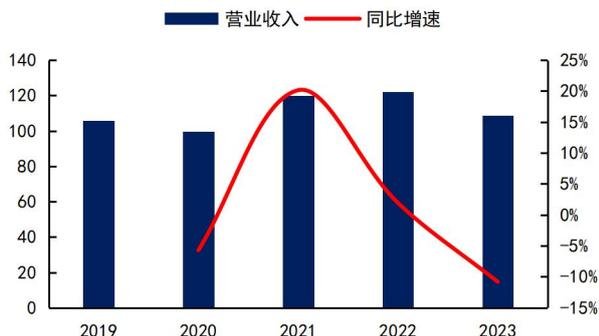
图8：华润燃气城燃业务气价和毛差情况（单位：元/方）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**燃气接驳利润率较高，但业务规模有所收缩。**燃气接驳指将新的燃气管道与现有燃气管道系统连接的工程，包括城市供气系统改造、居民和工商业的燃气入户、新建筑物的通气等。2023年公司接驳业务收入108.9亿港元，同比下降10.8%，实现分类业绩40.4亿港元，同比下降5.7%。公司平均居民接驳收入2660元/户，同比下降3元/户，新增合并口径接驳居民数（已收款）265.4万户。燃气行业接驳业务毛利率一般在40%-60%之间，明显高于销气业务毛利率，也是天然气特许经营范围内重要的收益来源，同时也是拓展城燃业务覆盖率和渗透率的重要途径。但接驳业务增长主要由新房贡献，与房地产的开发情况呈正相关，随着房地产市场相对疲软，接驳业务收入下行风险较大。

图9：公司接驳业务收入及增速（单位：亿港元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司接驳可覆盖户数和居民用户渗透率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 公司综合服务业务和综合能源业务是依托城燃主业发展的增值业务。

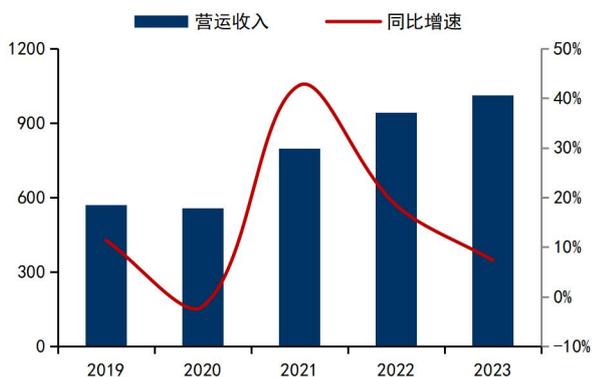
综合服务业务主要针对居民用户，包括厨电燃热、保险代理和安居业务等，全面推广维修、安检、抄表、综合服务一体化网格服务模式，配置“燃气管家”，打造“百城万店”的沉浸式社区服务。截至2023年底，公司网格化服务模式覆盖用户超3000万户，设置燃气管家1万余名。2023年，公司综合服务业务营业额40.4亿港元，同比增长27.0%，占总营业额的4.0%；实现毛利17.2亿港元，同比增长9.4%，毛利率为42.6%；实现分部溢利13.7亿港元，同比增长19.0%。

综合能源服务主要针对城燃业务的工商业用户经营区内的园区、公建和交通用能场景，提供分布式光伏、分布式能源和交通充能等清洁能源解决方案，在燃气供应的基础上发展绿电、冷热、光储充、能碳管理等业务。公司目前拥有工商业用户48万户，其中工业用户4.2万户，商业用户44.2万户，经营区域内包括600个园区和2500家医院，公司测算综合能源市场规模360GW，能源需求量8000亿kWh。2023年综合能源业务实现营业额16.4亿港元，同比增长72.8%，占总营业额的1.6%；实现毛利2.7亿港元，同比增长120.7%，毛利率为16.5%。

### 盈利能力恢复，经营性现金流充沛

**营业收入保持增长，股东应占溢利增速出现下降。**2023年，公司实现营运收入1012.72亿港元，同比增长7.35%，较去年增加了69.34亿港元。公司的除税前溢利89.09亿港元，较去年提高2.93亿港元，同比增速3.41%。股东应占溢利52.24亿港元，较去年提高4.91亿港元，同比增速10.36%，较去年提高了36.35pct。2022年国际气价居高，城燃居民顺价不畅，售气平均成本增加，导致毛利收窄，基数下降，燃气收入占总收入比例下降。2023年公司改善天然气采购成本，售气平均成本下降0.08元/方，单方毛差提高0.06元/方；居民用气量与工商用气量增加，燃气收入占总收入比例增加，带动公司收入增加。此外，2023年公司实现重庆燃气及厦门华润燃气并表，实现一次性收益共计10.8亿港元。

图11: 公司营运收入及增速 (单位: 亿港元)



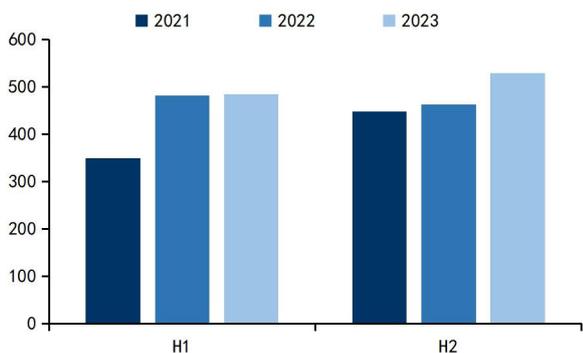
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司股东应占溢利及增速 (单位: 亿港元)



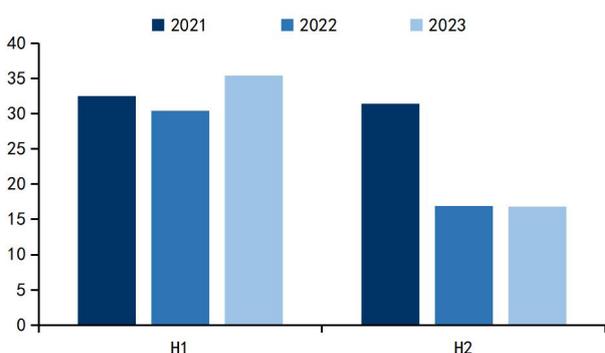
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司半年度营业收入情况 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

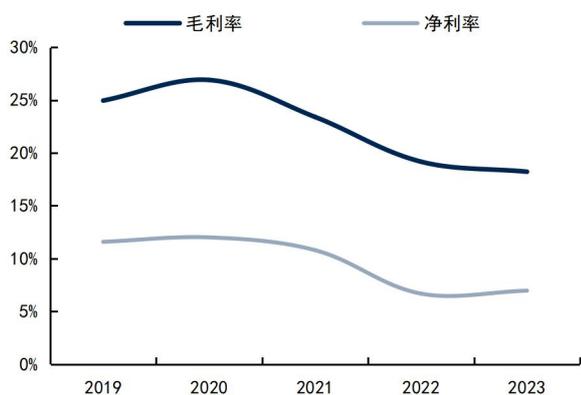
图14: 公司半年度股东应占溢利情况 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

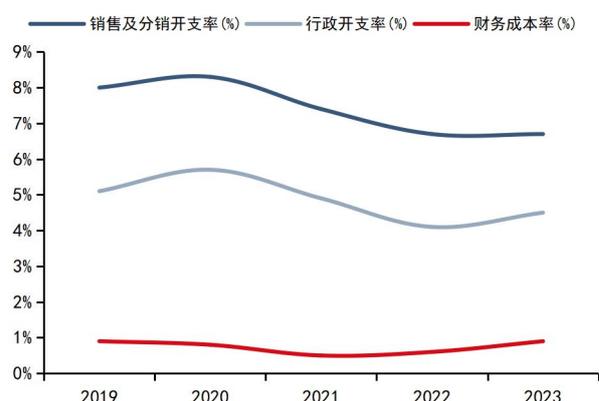
**毛利率下降, 净利率小幅上升, 总费用率增加。**2023年公司毛利率为18.22%, 同比下降0.95pct, 净利率6.97%, 同比提高0.28pct。2023年公司毛利率较低的销气业务收入占总收入的比例增加, 毛利率较高的燃气接驳收入占比由去年同期的12.9%下降至10.8%, 导致公司整体毛利率呈现下行趋势。公司总费用率12.1%, 同比提升0.7pct。其中, 销售及分销开支率为6.7%, 与2022年基本持平; 行政开支率为4.5%, 较去年提高0.4pct; 财务成本率为0.9%, 较去年提高了0.3pct, 主要系借贷总额提升所致。公司毛利率下降, 费用率增加, 但净利率上升, 主要是2023年公司出售联营公司损益等非经常性项目损益13.8亿港元, 同比增加了12亿港元。

图15: 公司毛利率、净利率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

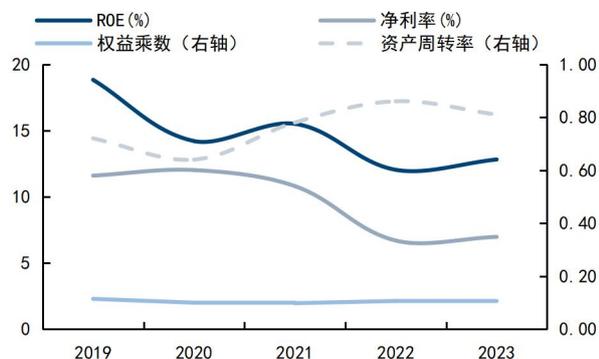
图16: 公司费用率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

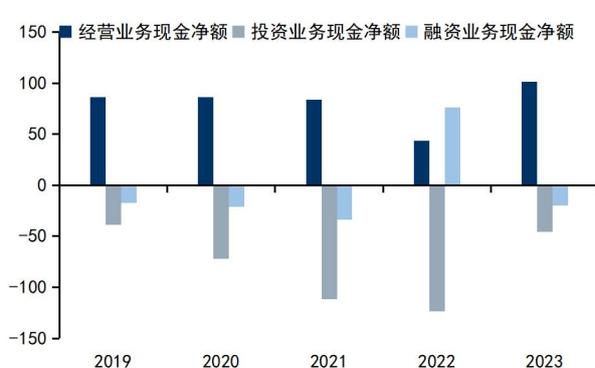
**ROE 同比下降, 经营现金流大幅增加, 投融资现金流明显下降。**2023 年, 公司 ROE 为 12.81%, 同比降低 0.78pct。2023 年公司经营业务现金净流入 101.57 亿港元, 同比提高 133.4%, 公司经营活动合同负债明显增加, 营运资本变动导致的经营活动现金流入增加了 54.4 亿港元; 投资业务现金净流出 45.33 亿港元, 同比下降 63.3%, 2022 年公司出资人民币 46.34 亿元收购合肥燃气 49% 股权, 本期对外投资现金流出同比大幅减少; 2023 年, 融资业务现金转为净流出 19.62 亿港元, 2023 年公司借贷相对减少, 偿债相对增加。

图17: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

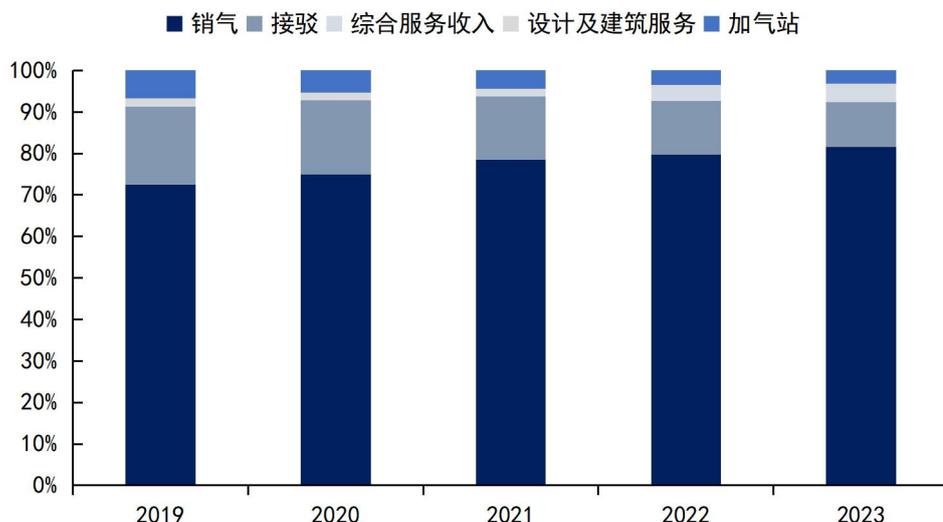
图18: 公司现金流情况 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**销气业务稳定增长, 营收占比持续增长。**2023 年公司总营运收入为 1012.7 亿港元。其中销售及分销气体燃料及相关产品收入 826.3 亿港元, 同比增速 9.97%, 占总营运收入的 81.59%; 燃气接驳收入 109.8 亿港元, 同比增速-10.81%, 占总营运收入的 10.75%; 加气站收入 32.8 亿港元, 同比增速-1.74%, 占总营运收入的 3.24%; 设计及建设服务收入 4.4 亿港元, 同比增速-7.43%, 占总营运收入的 0.43%; 综合服务收入 40.5 亿港元, 同比增速 27.00%, 占总营运收入的 3.99%。

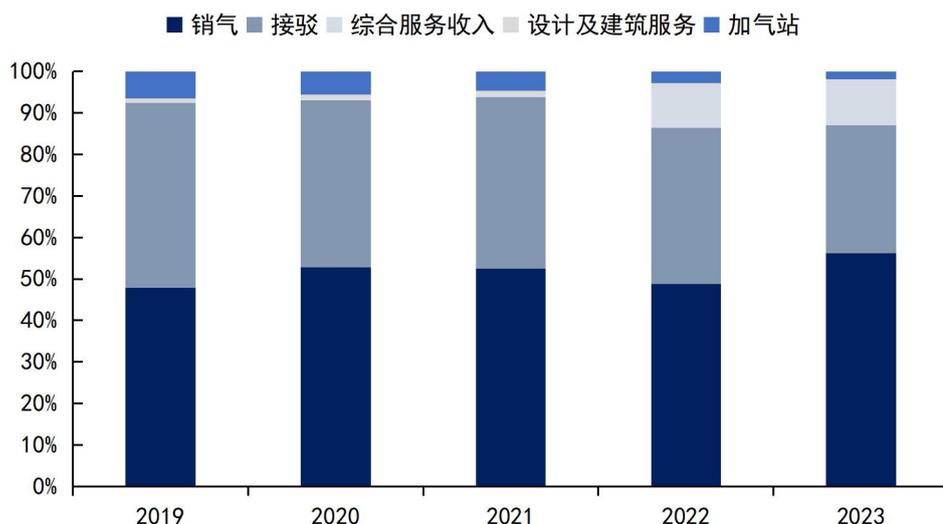
图19: 公司营运收入结构(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2021年及以前综合服务业务为销售燃气器具

**接驳业务和综合服务利润率较高, 但接驳业务的分类业绩占比降低。**2023年公司销气业务、接驳业务、综合服务、设计及建筑服务和加气站分类业绩占比分别为56.2%/30.9%/10.5%/0.5%/2.0%, 其中销气业务分类业绩占比明显低于营运收入占比, 而接驳业务和综合服务分类业绩占比高于营运收入占比, 说明销气业务利润率明显低于接驳业务和综合服务。但随着2021年以来接驳业务收入规模下降, 接驳业务分类业绩占比也有所降低, 拉低公司整体利润率, 另一方面, 综合服务业务规模快速增长, 一定程度上弥补了接驳业务业绩的收缩。

图20: 公司分类业绩结构(%)



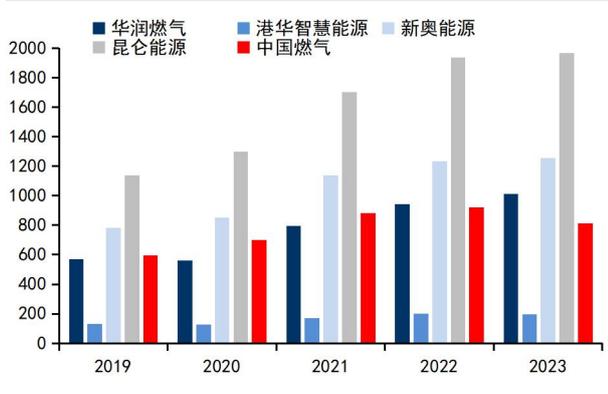
资料来源: 公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 2021年及以前综合服务业务为销售燃气器具

## 五大城燃之一，城燃销气量第一

我国“五大城燃”包括昆仑能源（0135.HK）、华润燃气（1193.HK）、港华燃气（港华智慧能源 1083.HK）、新奥能源（2688.HK）和中国燃气（0384.HK）。

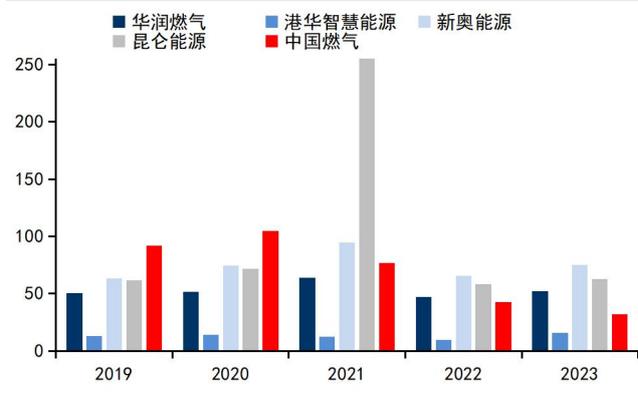
**华润燃气营收和股东应占溢利排行五大城燃中游。**2023 年华润燃气营运收入在五大燃气中排行第三，低于昆仑能源和新奥能源；股东应占溢利排行第 3，低于新奥能源和昆仑能源。五大城燃公司在城燃主业之外均有相关延伸业务或其他主业，昆仑能源主业包括天然气销售、LPG 销售、LNG 加工储运和勘探生产等业务；新奥能源主业包括天然气零售、泛能业务、燃气批发、工程安装和智家业务；港华智慧能源（1083.HK）是香港中华煤气集团旗下专门从事燃气业务投资、开发和运营管理的燃气公司，在城市燃气主业之外延伸了综合能源业务；中国燃气主业包括天然气销售、燃气接驳、工程设计及施工、液化石油气销售、增值服务等业务。

图21: 五大城燃营运收入（亿港元）



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 五大城燃股东应占溢利（亿港元）



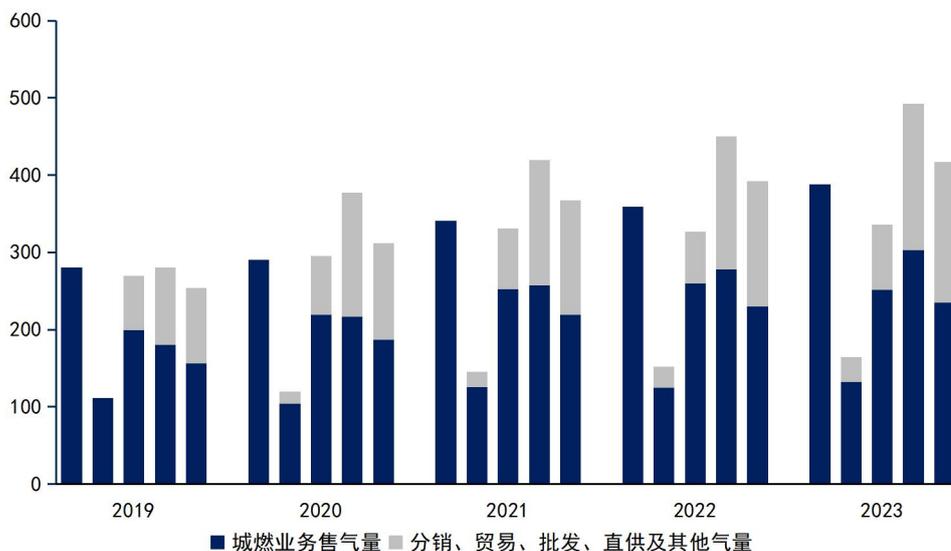
资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**从经营区域看，五大城燃分别在我国多数省份均有项目分布。**截至 2023 年底，华润燃气主要营业地区包括中国京津冀区域、长三角区域、成渝双城经济区、粤港澳大湾区等区域，覆盖了 15 个省会城市、76 个地级城市；昆仑能源项目遍布 29 个省级区域，总计 280 个城燃项目；港华智慧能源城市燃气项目 187 个（包括企业再投资项目）；新奥能源拥有独家经营权的城市燃气项目共 259 个，覆盖 20 个省级区域；截至 2024 年 3 月 31 日<sup>1</sup>，中国燃气在 30 个省级区域取得 662 个拥有专营权的管道燃气项目。

**从销气量看，昆仑能源总销气量最高，华润燃气城燃销气量最高。**2023 年，华润燃气总销气量为 387.8 亿立方米，港华智慧能源总销气量为 164.6 亿方，新奥能源总销气量 336.2 亿立方米，昆仑能源总销气量 492.8 亿立方米，中国燃气总销气量 417.0 亿立方米。分别扣除销气量中管输、分销、贸易和直供等部分，华润燃气城燃销气量仍为 387.8 亿立方米，港华智慧能源城燃销气量为 131.9 亿立方米，新奥能源总销气量 251.5 亿立方米，昆仑能源总销气量 303.1 亿立方米，中国燃气总销气量 235.1 亿立方米。

<sup>1</sup> 中国燃气因行业整体收入周期受季节性影响，将财政年度结算日更改为 3 月 31 日

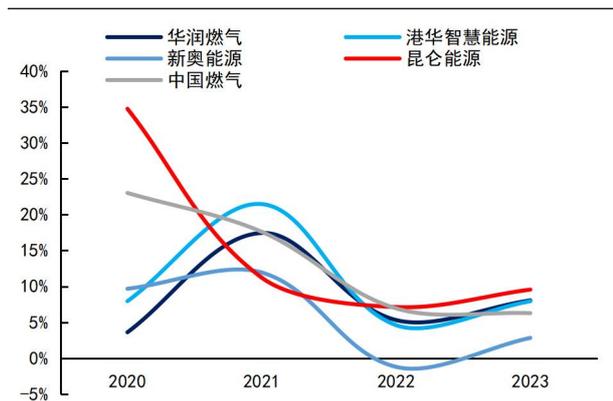
图23: 五大城燃（从左到右依次为华润燃气、港华智慧能源、新奥能源、昆仑能源、中国燃气）销气量(单位: 亿立方米)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

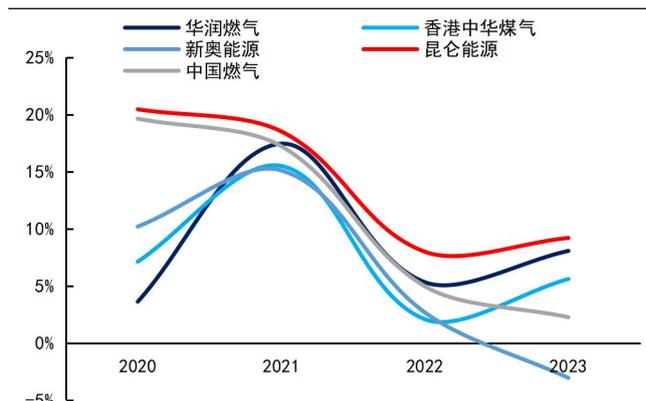
从销气量增速看, 五大城燃整体趋势相似。2022 年受国际气价上升影响, 国内天然气消费不振, 全国天然气表观消费量 3663 亿立方米, 出现多年来首次下降, 受此影响, 华润燃气、港华智慧能源、新奥能源和中国燃气总销气量和城燃业务销气量同比增速均有不同程度的下降, 而昆仑能源虽然城燃业务销气量增速下降, 但分销和贸易销气量仍保持增长, 总销气量同比增速基本稳定。2023 年国际气价回落, 国内天然气消费复苏, 去年天然气表观消费量 3945 亿立方米, 除中国燃气外各公司总销气量增速上升。整体来看, 多年来华润燃气城燃业务销气量在五大城燃公司中处于靠前地位, 仅低于昆仑能源。

图24: 五大城燃总销气量同比增速



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 五大城燃城燃业务销气量同比增速

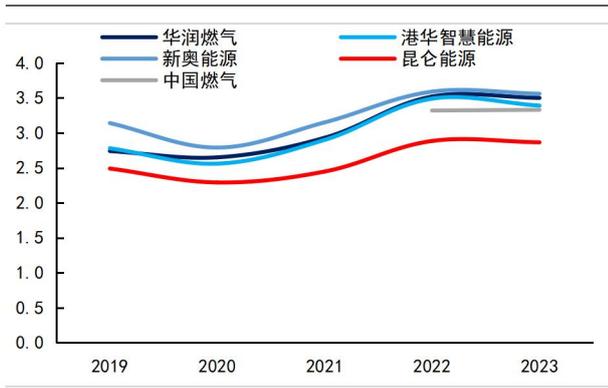


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从销气价格来看, 五大城燃销气价格走势基本一致。2023 年, 华润燃气平均销气价格 3.50 元/方, 港华智慧能源平均销气价格 3.39 元/方, 新奥能源平均销气价格 3.56 元/方, 昆仑能源平均销气价格 2.87 元/方, 中国燃气平均销气价格 3.33 元/方。五大城燃销气价格走势基本一致, 华润燃气销气价格处于中间水平, 2023 年仅次于新奥能源。

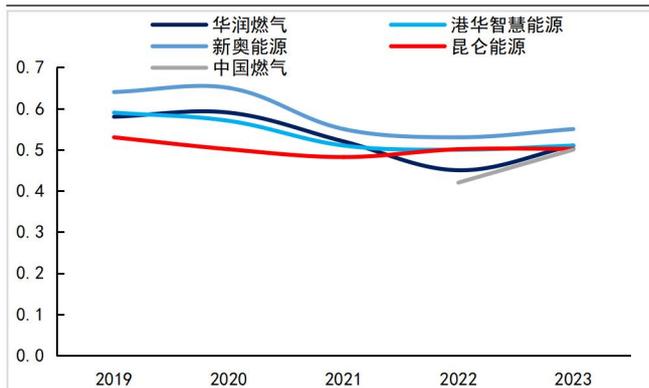
从平均销气毛差来看，昆仑能源毛差最稳定。2023年，华润燃气平均销气毛差0.51元/方，港华智慧能源平均销气毛差0.51元/方，新奥能源平均销气毛差0.55元/方，昆仑能源平均销气毛差0.50元/方，中国燃气平均销气毛差0.50元/方。除昆仑能源毛差保持稳定外，五大城燃剩余四家公司销气毛差均受到2022年气价上升和2023年城燃顺价等因素影响。华润燃气平均销气毛差处于中间水平，2023年仅次于新奥能源，与港华智慧能源持平。

图26: 五大城燃平均销气价格 (元/立方米)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 中国燃气销气价格由年度业绩简报披露

图27: 五大城燃平均销气毛差 (元/立方米)



资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理 注: 中国燃气销气价格由年度业绩简报披露

## 打造“1+2+N”业务体系，打造天然气自主资源池

城燃主业持续开拓项目，推动优质联合营项目并表。2023年公司集团层面新注册4个项目，成员企业层面新签约项目3个，新注册项目4个，并完成重启燃气并表、厦门项目股权增持至51%和控股昆明燃气。2016年至今公司已完成重庆、厦门项目在内10个优质联合营项目并表。公司保障气量稳健增长，重点关注“保交楼”、“超大特大城市推进城中村改造”等政策契机，开发居民用户市场；工业端开展节能技改，采取灵活价格策略，提高用户粘性；商业端降低报装门槛，推动“瓶改管”。

图28: 华润燃气2023年项目拓展情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**LNG 接收站开工，打造稳定可靠的天然气自主资源池。**公司 2023 年年度气源合同覆盖率 99.3%，额外争取合同气量 3.5 亿方；全年统筹气量 30 亿方，同比增加 68%，补充煤制气、页岩气等超 4.0 亿方。公司与中石油签订十年管道气长协，总量 410 亿方，增强气源保障能力，同时与中石化、国家管网合作自主储气超 1.6 亿方，开展储气调峰业务。公司如东 LNG 接收站 2023 年 6 月 21 日正式开工建设，预计 2026 年首期建成投产，达产后年供气能力可达 90 亿立方米，已签订 88 亿立方米供气意向书<sup>2</sup>。如东接收站与公司下游燃气市场契合度高，有望增强公司长三角地区供气保障能力和区域协同效应。此外公司布局官网下载点，统筹在国家管网的 10 处开工申请已批复 2 处。

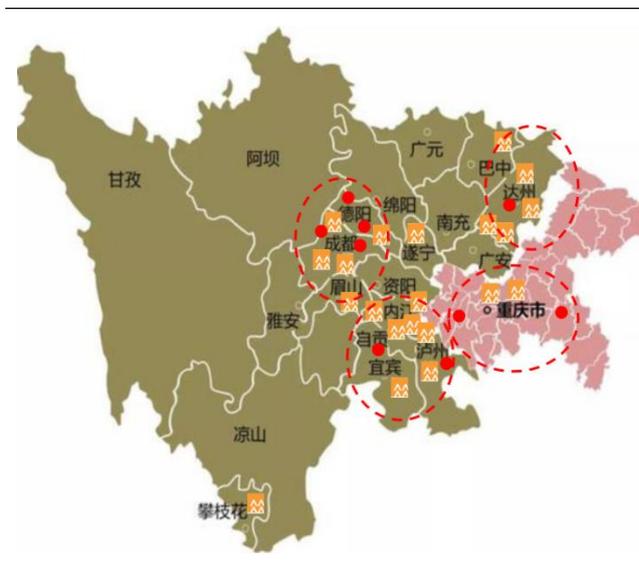
**聚焦长三角、川渝等战略地区，整合市场增强区域协同。**公司燃气项目主要分布在我国华东、华南、华中，以及川渝、京津冀等地区，公司重点关注成渝区域、长三角区域、京津冀区域和粤港澳大湾区等城市快速扩张、人口净流入的四大战略区域的项目开拓。公司通过整合经济发达和快速发展地区项目优化气源结构，强化气源保障协同，降低气源成本，加强消纳能力。

图29：2022 年公司长三角燃气项目分布图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：2022 年公司川渝地区燃气项目分布图

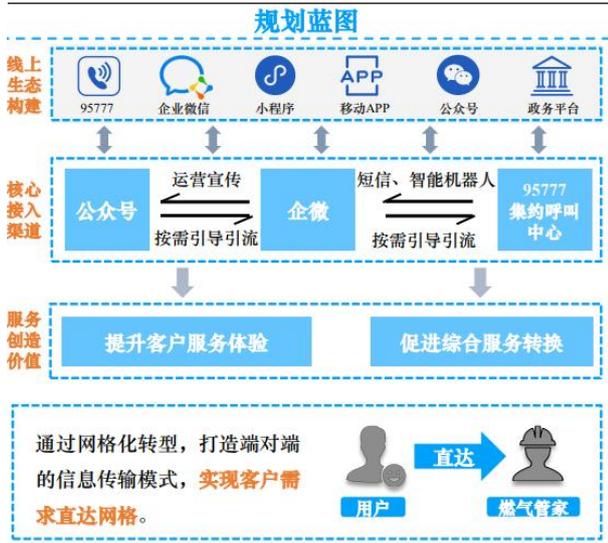


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

**构建智能客户服务体系，市占率仍有较大提升空间。**公司综合服务业务全方位构建智慧客户服务体系，改善用户体验。截至 2023 年底，公司网格化服务模式覆盖用户超 3000 万户，企业微信上线用户超 1200 万户，电话热线覆盖用户 1100 万户。公司综合服务业务中，厨电燃热存量市场占有率仅 8.61%，保险代理存量市场占有率 23.04%，发展空间较大。综合服务客户具有一定的带动作用，有望拉动市占率加速提高。

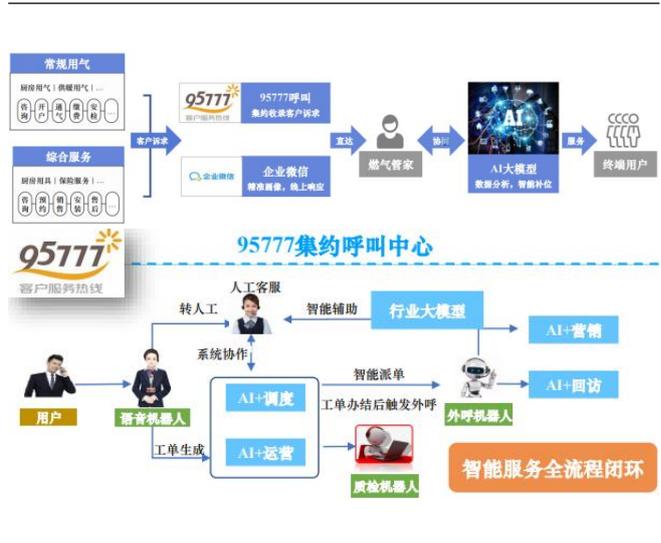
<sup>2</sup> 新华日报《华润燃气 LNG 接收站开工 如东阳光岛再添大型能源仓》

图31: 华润燃气智慧客户服务体系架构



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 公司智能客户服务流程



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**综合能源业务待开发市场空间较大。**据公司测算, 经营区域内已开发综合能源装机规模仅达到市场规模的0.5%, 供能量仅占能源需求0.4%, 待开发市场空间巨大。2023年公司新签约分布式光伏项目98个, 新投运32个, 累计开发168个, 装机规模213.7MW; 新签约分布式能源项目30个, 新投运34个, 累计开发173个, 装机规模1.2GW, 全年能源销售量29.4亿kWh, 同比增长58.5%。随着能耗双控转向碳排放双控, 公司经营区域内综合能源需求有望持续转化。

**布局氢、储业务, 探索碳资产商业化路径。**公司在城燃主业+综合服务+综合能源的“1+2”业务格局基础上, 积极探索新型“+N”业务。氢能产业链方面, 公司在山东试点“氢进万家”项目已获得国家科技部立项批复, 规划建成5公里纯氢网络; 并与同济大学合建燃烧技术实验室, 推动社区掺氢示范应用, 为2000户以上用户提供掺氢10%以上的燃气; 运营加氢站7座, 2023年售氢量269.3吨。储能方面, 在惠州大亚湾、浙江杭州、广东江门等项目试点光储一体化运营, 合计储能规模达388kWh。此外, 公司开拓碳捕集利用场景, 试点碳交易业务, 搭建“碳中和平台”和“商户联盟”, 2023年完成473笔碳中和业务, 销售3.3万吨碳减排量。

图33: 公司昆明某项目创新碳捕集利用场景



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

## “双碳”重要能源形式，天然气产量和用量有望持续增长

天然气是一种以甲烷为主要成分的复杂烃类混合物，杂质包括乙烷、丙烷和少量其他重烃类及若干不可燃气体，如氮气、水、硫化氢，氦气和二氧化碳。天然气按成因可分为气田气、凝析气田气、石油伴生气和煤矿矿井气等；按照储运方式，可分为管道天然气（PNG）和液化天然气（LNG），特别地，将天然气加压到 20-25MPa，经高压深度脱水后的储存形式被称为压缩天然气（CNG）。

天然气主要用途是用作燃料，热值为 8500 大卡/m<sup>3</sup>，也可用于化工原料，生产乙醛、乙炔、碳黑、乙醇等化学品。硫化氢和有机硫化物是天然气常见杂质，使用前一般需要除去，含硫杂质或二氧化碳较多的天然气也被称为“酸性天然气”。

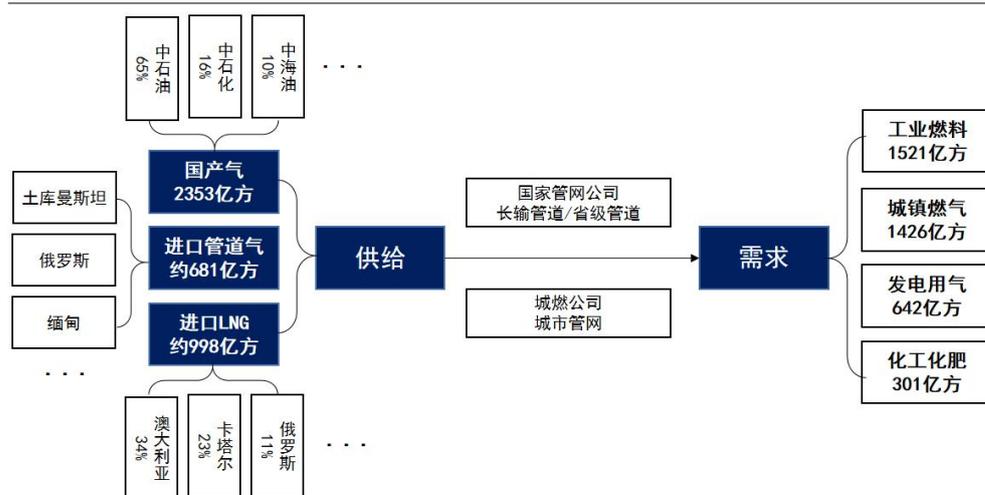
大气压下冷却至约-161.5℃时，天然气由气态转变成液态，称为液化天然气（LNG）。LNG 无色，无味，无毒且无腐蚀性。天然气液化后体积约为同量气态天然气体积的 1/625，密度约为 430-470kg/m<sup>3</sup>，热值为 52MMBtu/t（百万英热单位/吨），约合 1.3 万大卡/kg（1MMBtu=2.52×10<sup>8</sup>cal）。

相比于 CNG，LNG 主要优点包括：密度较高，便于贮存和运输；无需高压，安全性好；能量密度高，CNG 体积能量密度约为汽油的 26%，而 LNG 体积能量密度约为汽油的 72%；天然气在液化前必须经过严格的预净化，因而 LNG 中的杂质含量低于 CNG，环保性较好。

天然气上游主要为开采和进口企业，以“三桶油”为主，即中石油、中石化、中海油，囊括 90%以上的国产气产量，此外也有部分企业自主进行 LNG 的进口。中游主要包括天然气输送管网、储气设施以及 LNG 运输槽车等运营商，其中长输管网和储气设施主要由国家管网公司运营，城市管网主要由当地燃气公司运营。

除开采自用气外，天然气消费结构主要由工业燃料、城镇燃气、发电和化工四大用途构成。其中工业燃料和城镇燃气占比最大，并贡献天然气消费主要增量。2023 年全国工业燃料用气量 1521 亿方，同比增长 6.3%，占比 38.6%；城镇燃气用气量 1426 亿方，同比增长 7.9%，占比 36.1%；发电用气量 642 亿方，同比增长 7.0%，占比 16.3%；化工化肥用气量 301 亿方，占比 7.6%。

图34：2023年全国天然气供需结构



资料来源：《中国天然气行业年度运行报告蓝皮书（2023）》，国信证券经济研究所整理

### 我国天然气供需形势：增储上产，消费较快增长

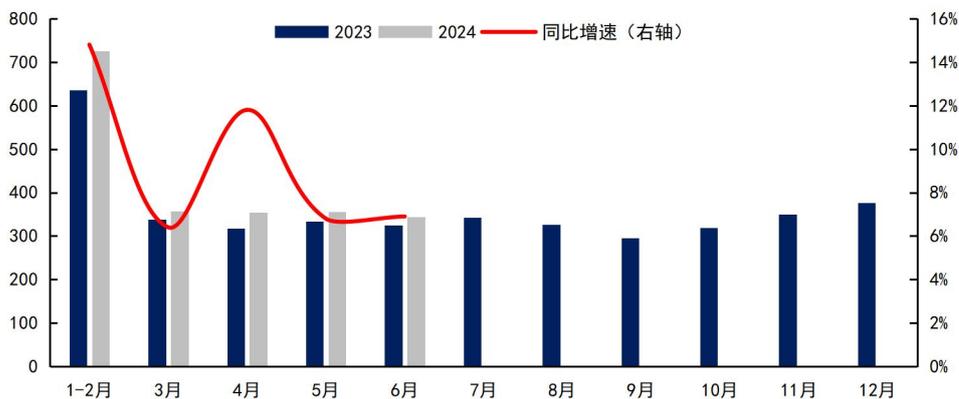
三大因素支撑天然气消费较快增长，新能源或带来竞争风险。2023年，中国天然气消费量为3945亿立方米，增量282亿立方米，同比增长7.6%，扭转了2022年首次增速为负的趋势。2014-2023年天然气消费量CAGR为9.2%，整体保持较高增速。2024年1-6月全国天然气表观消费量2137.5亿方，同比增长10.1%。带动天然气消费量增长主要原因包括：1、服务业景气持续扩张，工业生产逐步恢复，带动用气需求增长；2、夏季天气高温，水电发电量下降，气电补位需求增长，叠加政策鼓励等影响，天然气发电量快速增长；3、国际气价下行带动国内LNG市场价下降，等热值LNG与柴油价格比降低，车用LNG经济性优势明显，LNG汽车销量同比增长超300%，车用气快速增长。另一方面，随着新能源替代化石能源进程不断推进，竞争影响持续扩大，虽然天然气作为相对清洁的化石能源，是传统化石能源向可再生能源过渡的重要途径，但仍存在行业增速有所放缓的风险。

图35：中国天然气消费量（单位：亿方）



资料来源：国家发改委《全国天然气运行快报》，国信证券经济研究所整理

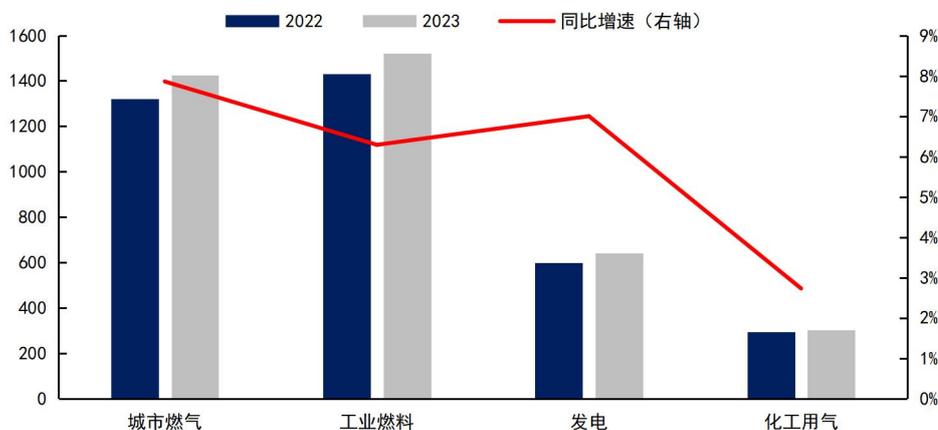
图36: 2023-2024 年各月份天然气表观消费量（单位：亿方）



资料来源：国家发改委《全国天然气运行快报》，国信证券经济研究所整理

我国天然气消费结构中城市燃气和工业燃料占比最高。分行业来看，2023 年中国天然气消费结构中，城市燃气、工业燃料、发电和化工四大行业消费占比分别为 36.1%/38.6%/16.3%/7.6%，城市燃气和工业燃料为中国天然气消费主要行业。从增速看，城市燃气、工业燃料、发电和化工同比增速分别为 7.9%/6.3%/7.0%/2.7%，城镇燃气主要受商业服务业、交通和采暖用气需求拉动；工业用户需求受气价影响较大，而 2023 年下半年制造业景气度相对低迷，导致工业用气增速略显疲软。

图37: 中国天然气分行业消费情况（单位：亿方）



资料来源：《中国天然气行业年度运行报告蓝皮书（2023）》，LNG 行业信息，重庆石油天然气交易中心，国信证券经济研究所整理

城市燃气主要受覆盖范围和普及率，以及交通用气需求增长拉动。2023 年，城市燃气用气量为 1426 亿立方米，同比增长 104 亿方或 7.9%。其中城市燃气管道覆盖范围逐步扩大支撑居民用气稳步增长，2022 年居民生活天然气消费量 589.34 亿方<sup>3</sup>；商业快速恢复，用气量大幅增长；采暖用气稳定增长，京津冀等平原地区稳妥有序推进清洁取暖，宁夏、青海、甘肃等省份持续推进重点地区采暖“煤改

<sup>3</sup> 数据来源：国家统计局，2023 年数据暂未列示

气”；交通用气快速增长，国内 LNG 市场价格大幅下降，与柴油等热值价格比降至近 3 年最低<sup>4</sup>，按照 2023 年 12 月下旬流通领域重要生产资料市场价格变动情况披露数据，LNG 价格为 5811.3 元/吨，柴油价格 7740 元/吨，取 LNG 热值 13000 大卡/kg，柴油热值 9600 大卡/升，柴油密度 0.84kg/升，等热值 LNG 与柴油价格比约为 0.66，LNG 经济性优势显著，催化 LNG 汽车需求，LNG 重卡销量达 15.2 万辆，同比增长 30.7%，市场渗透率提升至 16.7%。

**工业用气是用气量最大的行业。**工业用气全年用气量 1521 亿立方米，同比增长 90 亿方或 6.3%。受宏观经济回升向好、气价下降等因素影响，工业企业用气积极性回升。全国制造业采购经理指数（PMI）全年均值为 49.9%，同比增长 0.8 个百分点；规模以上工业增加值同比增长 4.6%，较上年回升 1.0 个百分点。主要用气行业例如玻璃、钢材等产量同比分别增长 9.8%和 5.2%<sup>3</sup>。

**天然气发电装机和用气规模快速增长。**全年发电用气量为 642 亿立方米，同比增长 42 亿方或 7.0%，扭转上年发电用气规模下降的趋势。2023 年全国气电总装机规模达到 1.3 亿 kW，新增规模超过 1000 万 kW，叠加全国电力需求较快增长、水电出力下降以及煤炭供应持续改善、新能源发电量快速提升等因素综合影响，天然气发电量约占总发电量的 3.2%，约为 0.3 万亿 kWh，而全球天然气发电量占比达到 23%，我国天然气发电仍有较大发展空间<sup>5</sup>。

**受产品供需等因素影响，化工用气增速疲弱。**2023 年，化肥化工用气 301 亿立方米，同比增长 8 亿方或 2.7%。分品种看，化工用气需求下降，化肥用气需求持稳。甲醇需求恢复缓慢，市场供需宽松，年均价格为 2330 元/吨，同比下降 10%；国家持续推进化肥保供稳价，尿素需求较好，受煤价等生产成本回落影响，尿素年均价格为 2465 元/吨，同比下降 8.8%，气头甲醇和尿素盈利性收窄<sup>3</sup>。

**增储上产，天然气产量持续增长。**中国油气行业增储上产“七年行动计划”持续推进，天然气勘探开发在陆上超深层、页岩气等领域取得突破。2023 年，中国天然气产量为 2324 亿立方米，同比增长 5.6%，增量为 123 亿立方米，连续 7 年增产超 100 亿立方米。其中，煤层气产量 117.7 亿立方米，同比增长 20.5%，占国内天然气供应的 5%，增量占比达 18%<sup>6</sup>；页岩气产量约 250 亿立方米，同比增长 4.5%<sup>3</sup>。

**国产气主要由“三桶油”供应，中国石油占主要地位。**2023 年，中国石油产气量 1846 亿立方米，其中国内产气量 1529 亿立方米，同比增长 5.1%<sup>7</sup>，占全国天然气总产量的 65%；中国石化天然气产量 13378 亿立方英尺，约合 379 亿立方米，同比增长 7.1%<sup>8</sup>；中国海油天然气产量为 8647 亿立方英尺，约合 236 亿立方米，同比增长 11.0%；此外，陕西延长石油（集团）有限公司产量约 80 亿立方米。

<sup>4</sup> 段兆芳，张晓宇，吴珉颀，崔子健，段天宇，《2023 年国内外天然气市场回顾与 2024 年展望》，中国石油集团经济技术研究院

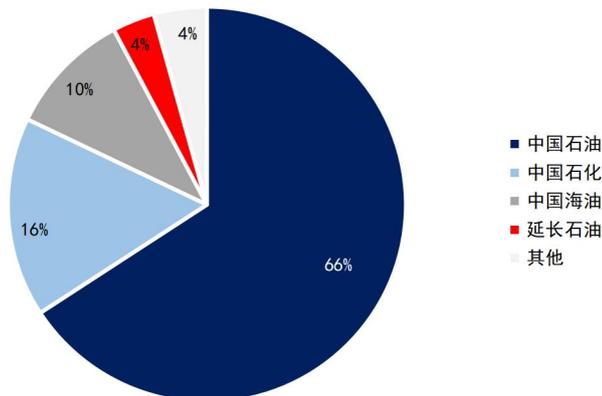
<sup>5</sup> 中国能源报《天然气发电大有可为》

<sup>6</sup> 国家能源局新闻发布会

<sup>7</sup> 中国石油 2023 年 ESG 报告，其中可销售天然气产量为 1341.9 亿方，同比增长 6.0%

<sup>8</sup> 中国石化 2023 年年报

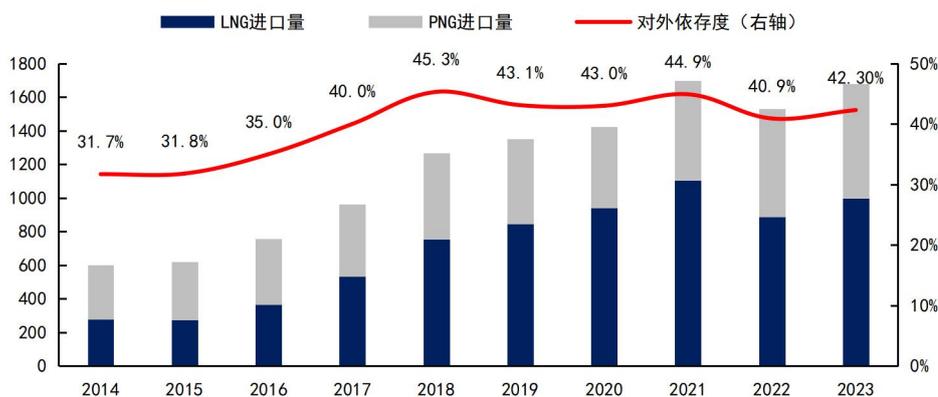
图38: 2023 年中国各公司天然气产量占比



资料来源: 中国石油、中国石化、中国海油公司公告, 延长石油公司官网, 国信证券经济研究所整理

**进口气恢复增长, 对外依存度小幅回升。**2023 年, 全国天然气进口量为 11997.1 万吨, 约合 1679.6 亿立方米, 同比增速为 9.9%, 对外依存度为 42.3%, 较上年提高 1.1pct。其中, LNG 进口量占比 59.4%, 管道气进口量占比为 40.6%。

图39: 中国天然气进口结构及对外依存度 (单位: 亿方)

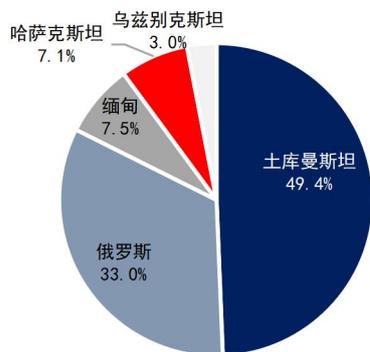


资料来源: 海关总署, 海关统计数据平台, 国信证券经济研究所整理 注: 按照 1 吨折合 1400 立方米计算

**管道气进口量较快增长, LNG 进口增速由负转正, 但仍低于 2021 年水平。**2023 年, 全国管道气进口量为 4865 万吨, 约合 681 亿立方米, 同比增长 6.2%。中俄东线供气量快速增加, 俄罗斯对华天然气供应全年进口气量达 227 亿立方米, 同比增加 72 亿立方米, 贡献管道气进口量主要增量。2023 年, 全国 LNG 进口量为 7132 万吨, 约合 998 亿立方米, 同比增长 12.4%, 较上年提高了 32.0pct, 但仍不及 2021 年的 7893 万吨。

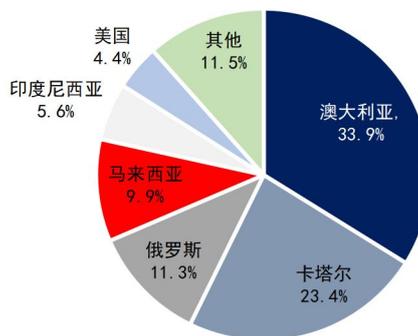
**LNG 进口来源和主体多元化。**截至 2023 年底, 中国天然气进口来源为 26 个, 其中 PNG 进口来源排名前五的国家分别是土库曼斯坦、俄罗斯、缅甸、哈萨克斯坦和乌兹别克斯坦; LNG 进口前五的国家分别是澳大利亚、卡塔尔、俄罗斯、马来西亚和印度尼西亚。除“三桶油”和国家管网公司外, 已投运 LNG 接收站的第二梯队燃气公司包括广汇能源、九丰能源、新奥股份、深圳燃气、申能集团、嘉燃和杭燃集团、北京燃气、广州燃气、浙能集团、河北建设、新天绿能等公司。

图40: 2023 年中国进口 PNG 主要来源国



资料来源：海关总署，《中国天然气行业年度运行报告蓝皮书（2023）》，国信证券经济研究所整理 注：由于海关总署不在公布 PNG 多维统计分组数据，以各月份不同进口国的总进口价格除以当月 PNG 平均进口价格后累加得到全年进口量

图41: 2023 年中国进口 LNG 主要来源国



资料来源：海关总署，《中国天然气行业年度运行报告蓝皮书（2023）》，国信证券经济研究所整理

## 我国天然气定价机制

我国天然气定价机制主要包括井口价、管输费和配气费三部分。

**井口价：**定价采用净回值法推算。天然气下游价格与具有竞争性的可替代能源相挂钩，先通过计算公式确定天然气市场价值，然后通过倒推方式推算出上游各个环节的天然气价格。

**管网输配费：**跨省输气费用，管输费实行政府定价，由国务院价格主管部门制定和调整，定价采用“准许成本+合理收益”原则，准许收益率按照管道负荷率不低于 75%取得税后全投资收益率 8%的原则确定<sup>717261444</sup>。

**门站价格：**门站价格采用基准门站价格管理。供需双方可以在基准门站价格的基础上上浮 20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。各省门站基准价格分布在 1.04-2.06 元/方，考虑 20%上浮上限，广东、上海门站价格最高可达 2.47 元/方。2019 年 4 月 1 日调整各省天然气基准门站价格后，门站基准价格未发生变化。

<sup>717261444</sup> 国家发改委《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》

表1: 我国各省(区、市)天然气基准门站价(元/方, 含10%增值税)

省份	基准门站价格	省份	基准门站价格
北京	1.88	湖北	1.84
天津	1.88	湖南	1.84
河北	1.86	广东	2.06
山西	1.79	广西	1.89
内蒙古	1.23	海南	1.53
辽宁	1.86	重庆	1.53
吉林	1.65	四川	1.54
黑龙江	1.65	贵州	1.60
上海	2.06	云南	1.60
江苏	2.04	陕西	1.23
浙江	2.05	甘肃	1.32
安徽	1.97	宁夏	1.40
江西	1.84	青海	1.16
山东	1.86	新疆	1.04
河南	1.89		

资料来源: 国家发展改革委, 国信证券经济研究所整理

**配气价格:** 指城镇燃气管网配送环节价格, 由政府严格监管, 按照“准许成本+合理收益”原则制定, 其中准许收益率按税后全投资收益率不超过7%确定<sup>10</sup>。

**终端用户价格=门站价格+配气价格。**其中居民用气阶梯气价第一档用气量按覆盖区域内80%居民用户的月均用气量确定, 保障居民基本生活用气需求; 第二档用气量按覆盖区域内95%居民家庭用户的月均用气量确定, 体现改善和提高居民生活质量的合理用气需求; 第三档用气量为超出第二档的用气部分。居民用气门站价格理顺后, 各地可参照国家标准, 居民阶梯气价第一二三档调整为“1:1.2:1.5”, 适当控制一档气价调整幅度, 市县政府对城乡低收入群体给予适当补贴, 尽量减少对居民基本生活的影响。

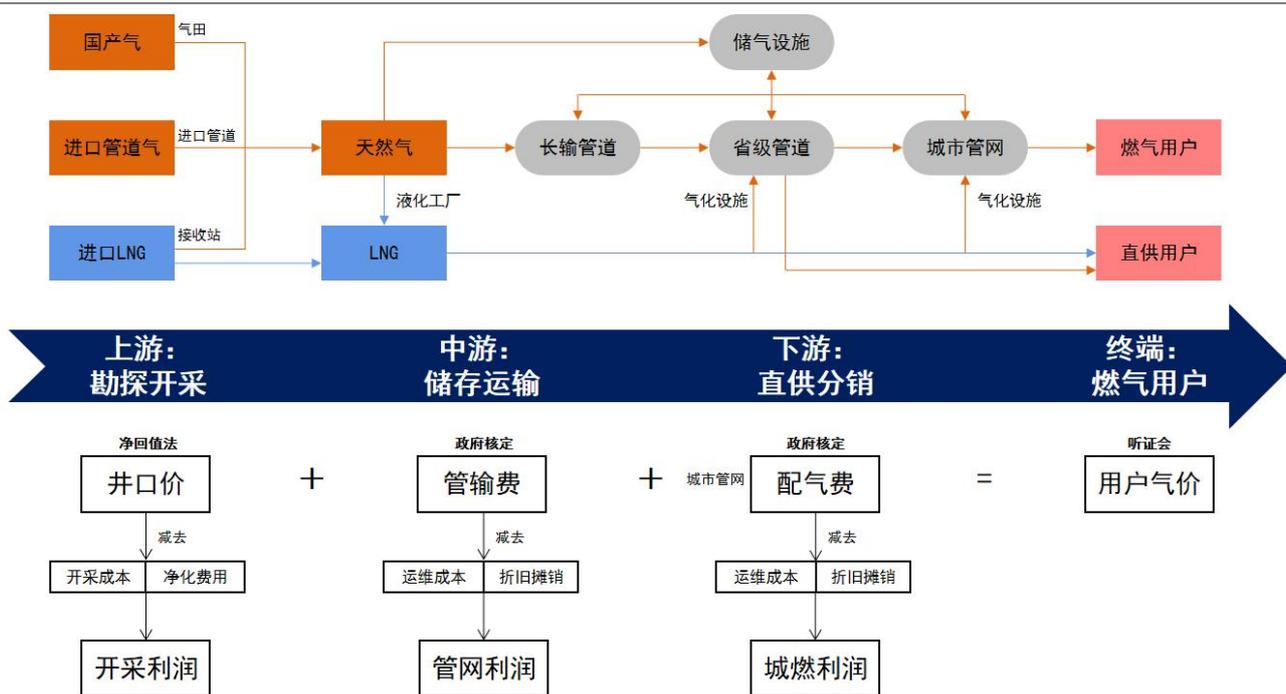
**居民城燃调价需开展定价听证, 若已实施价格联动则可不再开展。**天然气销售价格顺调的审批程序, 应遵循听证会形成共识而建立的顺调机制原则, 并按《政府制定价格行为规则》的其他有关规定执行<sup>11</sup>; 同时, 按照《政府制定价格听证办法》规定, 依据已经生效实施的定价机制制定具体价格水平时, 可以不再开展定价听证。若当地已实施居民用天然气销售价格与天然气门站价格联动调整机制, 在满足联动条件情况下可直接执行联动程序, 无需定价听证。

**非居民用气顺价机制通畅。**发改委2015年2月发布《关于理顺非居民用天然气价格的通知》, 决定理顺非居民用气价格, 实现非居民用气价格并轨, 试点放开直供用户(化肥企业除外)用气门站价格, 由供需双方协商定价。此外, 各地政府非居民用气调价周期较短(以上海为例, 非居气价每3月联动调整一次), 也无需定价听证。因此城燃企业工商业用户用气价格变动相对灵活, 单方毛差比较稳定。

<sup>10</sup> 国家发改委《关于加强配气价格监管的指导意见》

<sup>11</sup> 国家发改委《成都五城区及高新区生活用气价顺调 可不再听证》

图42: 中国天然气产业链及定价机制



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

## 城燃顺价持续推进，多重边际因素向好

### 上游资源生产供应能力增强，进口气量有望持续增长

国家能源局在《2024年能源工作指导意见》中要求，能源供应保障能力持续增强，加大油气勘探开发力度，天然气保持快速上产态势。2023年我国天然气产量2353亿方，连续7年增产超100亿方；2024年1-6月份规上天然气产量1236亿方，同比增长6.0%，预计2024年新增产量仍将保持百亿方以上。中国石油企业协会预计，2024年国内天然气产量将达到2468亿方，同比增长4.6%，对外依存度增至43.2%<sup>12</sup>；中国石油集团经济技术研究院预计，2024年全年国产天然气量为2458亿方，同比增长4.5%，国产气在资源供应中占比57.9%，对外依存度42.1%<sup>13</sup>。国家能源局《中国天然气发展报告（2024）》则预计2024年天然气产量2460亿方，天然气消费量4200-4250亿方。

**LNG长贸合同量持续增加。**2023年，中国石油和中国石化分别与卡塔尔能源签署27年内400万吨/年和300万吨/年的LNG长协购气协议；此外，广东能源与卡塔尔能源集团的100万吨/年\*10年长贸合同、上海申能集团与英国Centrica的50万吨/年\*15年长贸合同等将于2024年启动执行，预计“三桶油”和其他市场主体LNG中长期合同新增约60亿立方米<sup>3</sup>，保障我国进口LNG持续增长。

**LNG接收站稳定投产，接收能力持续增加。**截至2023年底，全国已投运LNG接收

<sup>12</sup> 中国石油企业协会，《中国天然气行业年度运行报告蓝皮书（2023-2024）》

<sup>13</sup> 段兆芳，张晓宇，吴珉颀，崔子健，段天宇，《2023年国内外天然气市场回顾与2024年展望》，中国石油集团经济技术研究院

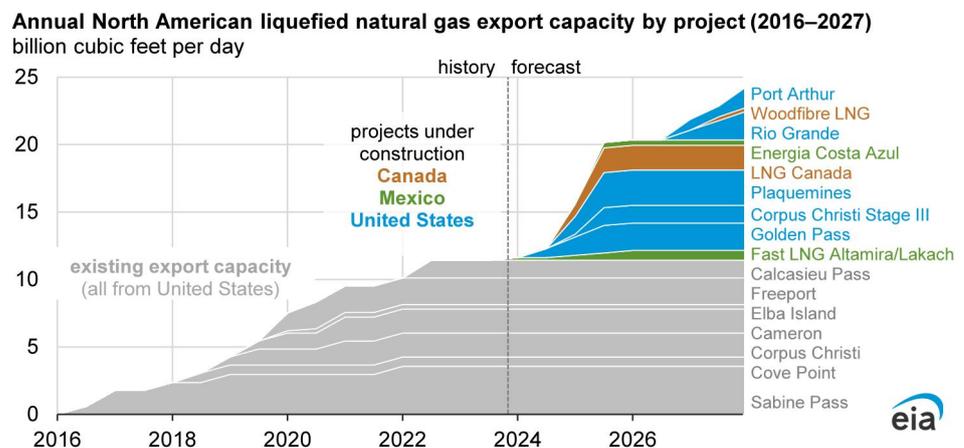
站 28 座，总接卸能力达 1.16 亿吨/年。沿海 LNG 接收站在 2024 年达到投产高峰，预计今年年底前有 10 座投产，新增接收能力 3880 万吨/年。其中，山东省投产 3 座，新增接收能力 1600 万吨/年；广东省投产 4 座，新增接收能力 1580 万吨/年，浙江、福建、江苏各投产 1 座，新增接收能力分别为 200 万吨/年、300 万吨/年和 200 万吨/年<sup>14</sup>。

**进口管道剩余输送能力较为可观。**我国进口管道气天然气主要有中亚天然气管道、中缅油气管道和中俄东线天然气管道（“西伯利亚力量”）三大通道。其中，中亚天然气管道年输气能力 550 亿立方米，2022 年输气量 432 亿立方米；中缅油气管道年输气能力 120 亿立方米，截至 2023 年底累计输送天然气 416.7 亿立方米；中俄东线天然气管道年输送能力 380 万吨，2023 年供气量 227 亿立方米。

**中俄天然气合作加强，进口气量有望增长。**目前，俄罗斯主要通过“西伯利亚力量”输气管道对华供气，2024 年按合同增供 80 亿立方米<sup>3</sup>，按计划 2025 年将达到 380 亿方的满负荷供气能力<sup>15</sup>。“西伯利亚力量 2 号”将于 2024 年开工建设，计划于 2028 年竣工，年输气能力达到 500 亿立方米。2023 年，中俄签署关于中俄远东线路供气的协议，规定建设从俄罗斯达利涅列琴斯克的天然气测量站经乌苏里江到中国虎林站的跨境天然气管道，俄罗斯天然气工业股份公司宣布最晚从 2027 年开始对华供气，年供应量为 100 亿方。

**美国 LNG 出口项目投产有望引导全球天然气市场供给趋好。**2023 年，美国成为世界最大的天然气生产国和 LNG 出口国，产量达产量为 1.15 万亿立方米，LNG 出口量 8592 万吨，约合 0.12 亿方。美国信息能源署（EIA）在 2024 年 4 月短期能源展望中预测，随着美国五个在建 LNG 出口项目中 Golden Pass、Corpus Christi Stage III 和 Plaquemines 三个项目投产，美国 2025 年日均出口量将再提升 1/6。

图43: 美国 LNG 出口能力和新增项目投产情况



资料来源：EIA，国信证券经济研究所整理

<sup>14</sup> 周淑慧，沈鑫，《天然气发展气势足：沿海 LNG 接收站在 2024 年达到投产高峰，预计今年年底前有 10 座投产！》，中国石油石化

<sup>15</sup> 黑龙江省对俄经贸合作平台，《俄气“西伯利亚力量”管道完成预防性维修 恢复对华供气》

图44: 北美洲 LNG 出口项目



资料来源: EIA, 国信证券经济研究所整理

**欧洲天然气需求下降，全球现货市场价格有望维持较低水平。**根据欧盟统计局 5 月 28 日公布数据，欧盟对天然气的需求已连续两年下降，继 2022 年下降 13.3% 之后，2023 年的需求量又下降了 7.4%。尽管欧洲一度面临能源危机导致国际天然气价格飙升，但随着供应问题缓解和天然气储量维持较高水平，以及欧盟理事会关于协调减少天然气需求措施的条例（2022/1369），欧洲对天然气供给的紧张情绪有望逐渐缓解。因此，预计国际天然气现货市场供需关系有望趋于宽松，使现货价格维持相对较低水平。

## 深化市场体系改革，居民端顺价全面推进

**深化油气市场化改革是推进油气勘探开发和增储上产的重要手段。**2023 年 7 月 11 日，中央全面深化改革委员会第二次会议审议通过《关于进一步深化石油天然气市场体系改革提升国家油气安全保障能力的实施意见》，指出要围绕提升国家油气安全保障能力的目标，针对油气体制存在的突出问题，积极稳妥推进油气行业上、中、下游体制机制改革，确保稳定可靠供应。

**天然气优先类用户主要为城镇燃气、发电和其他用户。**2023 年 9 月 28 日，国家能源局发布《天然气利用政策（征求意见稿）》，调整了天然气利用领域和利用顺序，将 12 类天然气用户划分为优先类用户，并划分允许类、限制类和禁止类用户。其中，优先类天然气用户包括：（1）城镇居民用气，（2）公共服务设施用气，（3）集中式采暖用户，（4）已纳入国家级规划计划、气源已落实、气价可承受且已完成施工的农村煤改气取暖项目等 4 类城镇燃气用户，（5）可中断工业用户，系唯一的工业燃料优先类用户，（6）气源落实、具有经济可持续性的调峰电站，（7）热电联产项目，（8）带燃补的太阳能热发电项目等 3 类发电用户，及 3 类其他用户，包括（9）分布式能源项目，（10）符合规定的海洋工程装备，（11）载货卡车、城际载客汽车等运输车辆，（12）天然气利用新业态，如油气电氢综合能源供应项目、终端天然气掺氢示范项目。

**城燃企业议价能力较弱，居民用气存在交叉补贴问题。**居民用气有保障民生的任务，因此地方政府一般对居民气价实施强管控，终端售价定价空间相对受限，居

民用气价格无法反映实际成本，在上游调涨用气价格时无法及时向下游疏导，导致居民用气毛差收窄甚至出现价格倒挂，城燃公司利润收窄。事实上，居民用气点分散、终端多、单位用气量低，而工商业用户用气量大，部分直供用户用气中间环节少，产业链成本低，但居民用气价格低于工商业用气价格。根据隆众资讯数据，2024年4月30日全国25个直辖市、省会和首府城市管网工业用气平均价格为3.90元/立方米，较国家发改委《2024年3月36个大中城市服务收费平均价格表》民用管道天然气（第一档）价格2.74元/立方米<sup>16</sup>高42%，主要原因是非居民用户气价交叉补贴居民用气。由于交叉补贴的存在，城燃企业向上游购气时，若获批复居民气量不足以满足居民用气需求，必须将价格更高的非居民用气指标用于居民气量销售，导致交叉补贴扩大。

**天然气市场价格上下游联动加快，顺价机制理顺。**2023年6月，国家发展改革委下发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，要求地方政府采纳并执行天然气上下游价格联动机制，推动终端销售价格与上游采购成本联动。自文件发布至今，江苏、福建、山东等多个省份及下辖地市相继出台地方性天然气价格联动政策，对合理疏导能源价格上涨、城燃企业居民气价购销倒挂等价格矛盾，促进燃气企业正常经营和发展具有重要意义。综合多地居民燃气价格调整方案，多数地区调价幅度在0.1-0.4元/方之间，福建省福州市上调幅度达0.45元/方，少数地区气价下调，如湖南省娄底市气价下调0.29元/方。2024年3月36个大中城市民用管道天然气（第一档）价格2.74元/立方米，同比上升2.6%<sup>16</sup>。考虑每户每年用气量160-200立方米，在调价幅度0.1-0.4元/方的情况下，居民用户每年用气支出增长约为16-80元。

表2: 部分地区城市燃气居民用气价格调整政策情况梳理

省份	地市	文件	调整前价格	调整后价格
内蒙古	呼和浩特	内蒙古自治区发展和改革委员会关于调整居民和非居民用管道天然气销售价格的通知	居民销售价格 2.12 元/立方米 (2022 年 4 月 1 日起)	居民销售价格 2.252 元/立方米
重庆		重庆市发展和改革委员会关于 2023 年非采暖季中心城区天然气销售价格的通知	1. 居民天然气一、二、三阶梯最高销售价格分别为每立方米 2.039 元、2.209 元、2.559 元。 2. 执行居民类用气价格的学校、养老福利机构和部队食堂用气最高销售价格为每立方米 2.089 元。 3. 低保用户和特困人员生活用气最高销售价格为每立方米 1.96 元执行。 (2021 年 11 月 1 日起) 第一、二、三阶梯价格分别为 2.61 元/立方米、3.06 元/立方米、3.80 元/立方米。	1. 居民天然气一、二、三阶梯最高销售价格调整为 2.196 元、2.366 元、2.716 元。 2. 执行居民类用气价格的学校、养老福利机构和部队食堂用气最高销售价格调整为 2.246 元。 3. 低保用户和特困人员生活用气最高销售价格本次暂不作调整。
贵州	贵阳	省发展改革委部署联动调整居民用气价格		调整后的第一、二、三档价格分别为 2.76 元/立方米、3.21 元/立方米、3.95 元/立方米。 1. 居民用气第一阶梯价格调整为 3.15 元/立方米，上涨 0.37 元/立方米。第二、第三阶梯价格分别按照第一阶梯价格的 1.15 倍、1.35 倍调整为 3.62 元/立方米、4.25 元/立方米。
河北	石家庄	关于调整主城区居民用管道天然气销售价格的通知	1. 居民用气第一阶梯价格 2.78 元/立方米。 2. 低保户、特困对象、深度困难职工家庭用气价格在第一阶梯气量内，销售价格为 2.58 元/立方米。 3. 用燃气采暖炉独立采暖用户气价，在政府规定采暖期内，执行第一阶梯价格。 4. 学校教学和学生生活、养老福利机构等特定用户气价，执行第一阶梯、第二阶梯平均气价。	2. 低保户、特困对象、深度困难职工家庭用气价格在第一阶梯气量内，销售价格为 2.85 元/立方米，优惠 0.30 元/立方米，超出第一阶梯气量部分不再优惠。 3. 用燃气采暖炉独立采暖用户气价，在政府规定采暖期内，执行第一阶梯价格。 4. 学校教学和学生生活、养老福利机构等特定用户气价，执行第一阶梯、第二阶梯平均气价，销售价格为 3.385 元/立方米。 5. 属于农村“气代煤”范围的居民用气，执

<sup>16</sup> 格隆汇《三中全会提天然气价格改革，城燃公司获市场化定价重大机遇！》

甘肃	兰州	关于启动居民用管道天然气气源采购和销售价格上下游联动机制的通知	2022年4月1日起,居民用管道天然气第一阶梯销售价格1.76元/m <sup>3</sup> ,第二阶梯销售价格2.11元/m <sup>3</sup> ,第三阶梯销售价格2.64元/m <sup>3</sup> 。非居民用气集中供热用气销售价格(不含商用)2.17元/m <sup>3</sup> ;工商业用气销售价格由2.46元/m <sup>3</sup> 。	行第一档阶梯价格3.15元/立方米。 第一阶梯销售价格调整为每立方米2.02元;第二阶梯、第三阶梯为每立方米2.42元、3.03元。 执行居民用气价格的非居民用户销售价格按居民第一阶梯气价的基础上增加0.05元,为每立方米2.07元。
陕西	西安	西安市发展和改革委员会关于联动调整我市居民用管道天然气终端销售价格的通知	居民用管道天然气第一阶梯价格为2.05元/m <sup>3</sup> ,第二阶梯从2.46元/m <sup>3</sup> ;第三阶梯从3.08元/m <sup>3</sup> 。	调整后居民用管道天然气第一阶梯销售价格2.18元/m <sup>3</sup> ,第二阶梯2.62元/m <sup>3</sup> ;第三阶梯3.27元/m <sup>3</sup> 。
宁夏	银川	银川市发展和改革委员会关于对我市天然气销售价格进行联动的通知	居民用天然气销售价格:1.86元/m <sup>3</sup> (2021年5月8日至2021年10月31日)	居民用天然气销售价格:2.09元/m <sup>3</sup>
山东	济南	济南市发展和改革委员会关于调整居民用管道天然气销售价格的通知	普通居民用户年用气量216立方米以内(含)第一阶梯气价每立方米3.30元;年用气量216—360立方米(含)第二阶梯气价每立方米3.90元;年用气量360立方米以上第三阶梯气价每立方米4.80元。 执行居民气价的学校、托幼园所、社区医疗机构、社会福利机构、城乡社区居委会等非居民用气销售价格由每立方米3.60元(不包括采暖锅炉用气)。 燃气壁挂炉采暖用户用气价格每立方米3.30元。 持有《城乡居民最低生活保障证》或《济南市特困职工优待证》的用户价格为每立方米2.70元。	普通居民用户年第一阶梯气价调整为3.50元;第二阶梯气价调整为4.10元;第三阶梯气价调整为5.00元。 执行居民气价的学校、托幼园所、社区医疗机构、社会福利机构、城乡社区居委会等非居民用气销售价格调整为每立方米3.80元(不包括采暖锅炉用气)。 燃气壁挂炉采暖用户用气价格每立方米3.50元。 持有《城乡居民最低生活保障证》或《济南市特困职工优待证》的用户价格不变。
天津		市发展改革委关于调整我市城市燃气管网居民天然气销售价格的通知	(一)居民生活用气。一档用气价格每立方米(下同)2.50元,二档用气价格3.00元,三档用气价格3.75元。 (二)居民独立采暖用气。一档用气价格2.40元,二档用气价格3.00元,三档用气价格3.75元。 (三)执行居民气价的非居民用户用气价格2.53元。 (四)农村“煤改气”居民家庭冬季采暖用气参照独立采暖一档用气价格执行,2.40元。 (五)低保户、特困户等低收入家庭的居民用气价格,继续按居民用气一档气价执行,不执行阶梯气价。	(一)居民生活用气。一档用气价格由每立方米(下同)调整至2.79元,二档用气价格调整至3.29元,三档用气价格调整至4.04元。 (二)居民独立采暖用气。一档用气价格调整至2.69元,二档用气价格调整至3.29元,三档用气价格调整至4.04元。 (三)执行居民气价的非居民用户用气价格调整至2.82元。 (四)农村“煤改气”居民家庭冬季采暖用气参照独立采暖一档用气价格执行,调整至2.69元。 (五)低保户、特困户等低收入家庭的居民用气价格,继续按居民用气一档气价执行,不执行阶梯气价。每户每年免费使用的管道天然气调整为150立方米,实际年用气量不足150立方米的按实际用气量减免。
福建	福州	福州市发展和改革委员会关于调整福州市五城区居民管道天然气销售价格的通知	福州市五城区居民生活用管道天然气第一阶梯销售价格现行3.16元/立方米。 城乡低保对象、特困人员、享受国家定期抚恤补助的优抚对象、“革命五老”等人员家庭,用气价格仍按原标准3.16元/立方米执行。	福州市五城区居民生活用管道天然气第一阶梯销售价格由现行3.16元/立方米调整为3.61元/立方米。各阶梯气价仍按1:1.2:1.5的比例相应调整。 城乡低保对象、特困人员、享受国家定期抚恤补助的优抚对象、“革命五老”等人员家庭,用气价格仍按原标准3.16元/立方米执行。
广东	深圳	深圳市发展和改革委员会关于联动调整我市管道天然气销售价格的通知	居民:夏季第一档价格为3.10元/立方米,第二档价格为3.60元/立方米,第三档价格为4.85元/立方米;冬季第一档价格为3.10元/立方米,第二档价格为3.60元/立方米,第三档价格为4.85元/立方米。	居民:夏季第一档价格为3.41元/立方米,第二档价格为3.91元/立方米,第三档价格为5.16元/立方米;冬季第一档价格为3.41元/立方米,第二档价格为3.91元/立方米,第三档价格为5.16元/立方米。

资料来源:各地政府官网、国信证券经济研究所整理

**管输价格分区域核定,加快形成“全国一张网”。**2023年12月5日,国家发改委印发《关于核定跨省天然气管道运输价格的通知》,以宁夏中卫、河北永清、贵州贵阳3个管道关键节点为主要界限,核定西北价区运价率为0.1262元/(千方\*千米),东北价区运价率为0.1828元/(千方\*千米),中东部价区运价率为0.2783元/(千方\*千米),西南价区运价率为0.3411元/(千方\*千米),以上均含9%增值税。本次灌输价格重新核定,将国家管网经营的跨省天然气管道运价

率由 20 个减少至 4 个，构建了相对统一的运价结构。

表3: 天然气管道运输价格

所属价区	含税运价表 (元/千立方米·公里)	原管道运输价格	
		管道	含税价 (元/千立方米·公里)
中东部价区	0.2783	川气东送	0.3824
		榆济线	0.4363
		陕京一、二、三、四线	0.2805
		西一线东段、西二线东段、忠武线、长宁线	0.2386
		中贵联络线、西二线广南支干线	0.3890
		西三线东段	0.1202
西北价区	0.1262	西一线西段、西二线西段、涩宁兰线	0.1416
		西三线西段	0.1202
东北价区	0.1828	秦沈线、大沈线、哈沈线	0.4594
西南价区	0.3411	中缅线	0.4035

资料来源：国家发展改革委《关于核定跨省天然气管道运输价格的通知》、国家石油天然气管网集团有限公司官网、国信证券经济研究所整理

## 居民用气和车用气有望带动气量持续增长

**天然气是替代煤炭，实现“碳中和”的重要清洁能源形式。**国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》指出，有序引导天然气消费，优化利用结构，优先保障民生用气，大力推动天然气与多种能源融合发展；逐步提高电力、天然气应用比重。2023年10月20日，国家发改委印发了《国家碳达峰试点建设方案》，提出将在全国范围内选择100个具有代表性的城市和园区开展碳达峰试点建设。随着碳达峰、碳中和的不断推进，我国能源消费结构中天然气占比有望进一步提高。

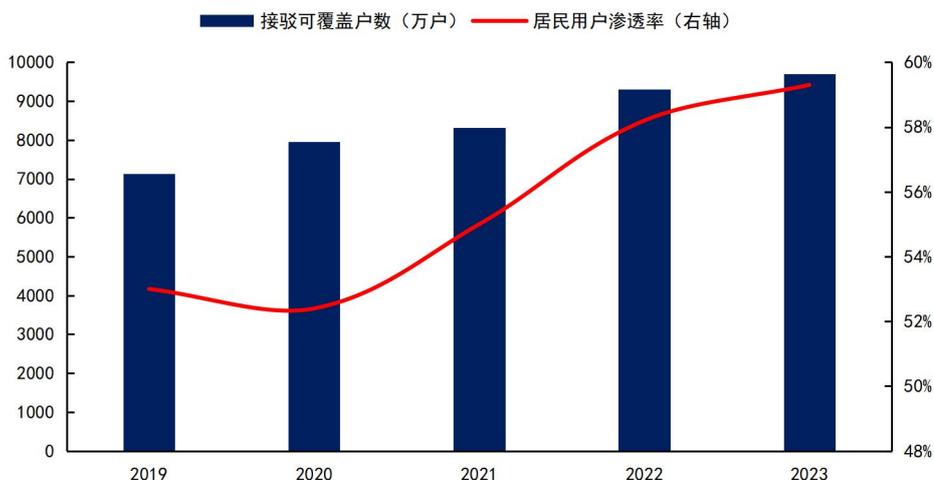
**推进能源结构转型升级，提高天然气消费占比。**发展清洁能源是推动能源结构转型升级，实现“双碳”目标的重要途径，2023年天然气在一次能源消费总量中占比8.5%，较上年提高0.1pct。而根据Energy Institute发布的《2024年世界能源统计年鉴》，天然气占全球能源结构的约26%，我国天然气在能源结构中的占比仍有较大差距。

**工业用气量受宏观经济和 gas 价变化影响。**工业用气顺价机制相对通畅，用户对 gas 价相对敏感，需求增量受全年 gas 价走势影响较大，随着 gas 价回落并逐渐趋于平稳，有望催化工业用气量增长。另一方面，工业用气具有顺周期属性，与宏观经济形势和制造业景气度等方面关联相对密切。2024年6月我国制造业采购经理指数为49.5%，上半年仅3、4月PMI高于50%，或导致工业用气量有所收缩。

**坚持“以气定改”原则，循序渐进推进“煤改气”。**“煤改气”指用天然气替代燃煤，减少燃煤产生的大气污染和二氧化碳排放。《2030年前碳达峰行动方案》鼓励以电力、天然气等替代煤炭。我国在城市燃气、工业燃料等方面全面推进天然气替代，坚持“以气定改”的原则，即在推进煤改气等能源转型项目时，根据可获得的天然气资源量确定改造的规模和速度。

**居民端城市燃气普及率和渗透率持续上升，居民用气有望稳健增长。**随着“煤改气”、“瓶改管”、城中村燃气改造的持续推进，居民接驳比例上升，用户数量持续增长，有望带动居民用气维持稳健增长。以华润燃气为例，在扩大业务覆盖区域的同时，居民用户渗透率整体呈持续上升态势，2023年底达到59.3%，接驳可覆盖户数达9708万户。

图45: 公司接驳可覆盖户数和居民用户渗透率情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**LNG 重卡增长强劲, 车用气需求有望快速增长。**2023 年国内天然气中重卡累计销量达 15.2 万辆, 同比增长 307%。由于天然气与柴油价差明显, 很多对运营成本比较敏感的重卡用户, 都选择购买或者置换天然气重卡。终端上牌数据显示, 2024 年 6 月国内天然气重卡销售 1.62 万辆, 环比上月下降 23%, 同比仍然增长 29%, 销量仍然创下史上同期第二。2024 年上半年燃气重卡累计销售近 11 万辆 (10.88 万辆), 同比 2023 年上半年的 5.33 万辆大涨 104%。

不考虑燃烧效率等因素的影响, 行驶同样路程需要同样热量, 取 LNG 热值 13000 大卡/kg, 柴油热值 9600 大卡/升, 则 LNG 价格 (元/kg) 小于等于 1.35 倍柴油价格 (元/升) 或 1.12 倍柴油价格 (元/kg) 时, LNG 作为车用燃料具有经济性。考虑到 LNG 车购车成本、维护费用等高于柴油车, 实际运营状态下这一比例可能降低, 隆众资讯测算 LNG 价格小于等于 1 倍柴油价格时, LNG 具有经济性<sup>17</sup>。隆众数据显示, 2024 年 1-4 月, LNG 价格指数均价为 4392 元/吨, 同比下滑 20.75%, 主流柴油价格 7000-7500 元/吨, 等热值 LNG 与柴油价格比达 0.6, 百公里消耗的 LNG 比柴油节省约 117 元, LNG 作为燃料用气经济性凸显<sup>18</sup>。

## 盈利预测

### 假设前提

公司燃气分销业务主要受销气量、销气价格和销气成本三个因素共同决定, 其中销气量与接驳用户数量、户均销气量等因素有关, 还受到宏观经济变化和天然气市场价格等因素的影响, 销气价格主要与城燃业务顺价程度有关, 而销气成本主要受上游天然气供应商定价方案影响。随着天然气普及率和渗透率不断提高, 居民用气和车用气量增长, 叠加气价维持较低水平, 工业用气积极性上升, 公司销气量有望维持稳健增长; 并随着居民用气顺价不断推进, 单方毛差有望提高, 增厚公司利润。

<sup>17</sup> 隆众资讯《低价推动 LNG 重卡销量增加 后市行业发展竞争仍显激烈》

<sup>18</sup> 中国能源报《车用 LNG 增量势头猛》

**我们的盈利预测基于以下假设条件：**

**销气量：**居民用气方面，假设公司居民用气渗透率每年提高 1pct，且 2024 年新增接驳可覆盖用户 300 万户（2021-2023 年分别为 355/986/406 万户）；平均每户用气量参考往年水平假设为 168 方/（户\*年），计算得 2024-2026 年居民用气量分别为 100/106/110 亿方。工商业用气方面，参考往年增速，假设 2024 年及以后每年销气量同比增速约 6.2%。车用气方面，考虑到 LNG 车增长势头强劲，车用气量有望快速增长，假设 2024-2025 年车用气量同比增速为 30%，2026 年及以后回落至 5%。

**销气价格：**居民用气方面，考虑到各地顺价工作持续推进，天然气上下游价格联动机制建立，假设 2024 年居民毛差修复与 2023 年持平，平均销气价格达到 2.75 元/方，2025 年及以后每年进一步顺价 0.05 元/方，直至销气价格与平均购气成本持平。工商业用气和车用气方面，分别假设 2024 年平均售气价格与上年持平，此后每年随购气成本降低 0.01 元/方，保持毛差不变。

**购气成本：**随着我国天然气增储上产，天然气市场化改革持续推进，国际天然气供需趋于宽松，气价回落并维持在较低水平，预计综合用气成本将有所降低，假设每年平均购气成本同比下降 0.01 元/方。

**接驳业务：**如前所述，同时假设公司接驳业务平均每户接驳收入与 2023 年基本持平，预计 2024-2026 年接驳业务实现营业收入 119.9/121.2/122.4 亿港元。

**综合服务业务：**综合服务业务提高居民用户粘性，用户覆盖率均有较大提升空间，有望随着公司燃气业务的持续运营和规模扩大而保持稳健增长，参考 2021-2023 年公司综合服务营收 7.7/31.9/40.4 亿港元，假设每年同比增速 20%，2024-2026 实现营业收入 48.5/58.2/69.9 亿港元。

**销售费用和管理费用：**参考公司过往费用率情况，假设 2024 年公司销售费用率为 6.5%，管理费用率为 4.0%，后续每年降低 0.02pct。

**投资收益和非经常项目损益：**参考公司过去对外投资收益和非经常性损益情况，2024 年后对外投资收益和非经常性项目损益分别取 2021-2023 年平均值 7.5 亿港元和 6.0 亿港元。

表4：公司业务关键假设及测算

	2023	2024E	2025E	2026E
<b>燃气分销业务（含加气站）</b>				
总销气量（亿方）	387.8	414.2	442.1	467.7
平均售价（元/方）	3.50	3.51	3.52	3.53
平均成本（元/方）	2.99	2.98	2.97	2.96
单方毛差（元/方）	0.51	0.53	0.55	0.57
营业收入（亿港元）	826.3	917.1	991.9	1051.2
YoY	10.0%	6.8%	8.2%	6.0%
毛利率	14.7%	15.2%	15.7%	16.1%
<b>接驳业务</b>				
营业收入（亿港元）	108.9	97.3	98.3	99.3
YoY	-10.8%	-10.6%	1.0%	1.0%
毛利率	41.3%	42.1%	41.2%	40.3%
<b>综合服务业务</b>				
营业收入（亿港元）	40.4	48.5	58.2	69.9
YoY	27%	20%	20%	20%
毛利率	40%	40%	40%	40%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理、假设和测算

## 未来 3 年盈利预测

按上述假设条件，我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1067.3/1152.8/1224.8 亿港元，同比增速 5%/8%/6%；归母净利润分别为 56.4/61.3/66.3 亿港元，同比增长 8%/9%/8%；EPS 分别为 2.44/2.67/2.86 港元。

表5：未来 3 年盈利预测表（百万港元）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	101272	106726	115280	122481
营业成本	82820	86647	93274	98705
销售费用	6820	6937	7470	7912
管理费用	4529	4786	5261	5689
财务费用	560	600	836	1056
营业利润	7528	9022	9860	10707
利润总额	8909	9621	10459	11306
归属于母公司净利润	5224	5641	6133	6629
EPS（港元）	2.26	2.44	2.65	2.86
ROE	13%	13%	13%	13%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

## 盈利预测的敏感性分析

我们的预测模型中，2024 年公司平均销气价格为 3.51 元/方，销气总量 414 亿方。现将公司 2023 年的归母净利润与平均销气价格、销气总量做敏感性分析，平均销气价格在原始值 3.51 元/方的基础上提高到 3.52 元/方时，会使归母净利润较原始估值提升 2.4%；销气总量在原始值 414 亿方的基础上提高到 420 亿方，就会使归母净利润较原始估值提升 0.6%。

表6：2024 年归母净利润随平均销气价格及销气总量的敏感性分析（百万港元）

归母净利润	平均销气价格（元/方，不含税）					
	3.49	3.50	3.51	3.52	3.53	
400	5285	5418	5550	5683	5815	
410	5343	5479	5614	5750	5886	
销气总量 (亿方)	414.2	5367	5504	5641	5779	5916
420	5400	5539	5679	5818	5957	
430	5458	5600	5743	5885	6028	

资料来源：国信证券经济研究所预测

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：30.23-32.28 港元

输入条件：基于公司历史财务报表中反映的公司资本结构和财务状况情况，我们假定目标权益资本比为 60%，有杠杆贝塔系数为 1.15，无风险利率采用 10 年期国债到期收益率 3.0%，风险溢价为 7.00%，债务资本成本为 4.0%，计算得出 WACC 值为 7.91%。

2024 年 3 月 28 日国家发改委修订了《基础设施和公用事业特许经营管理办法》，

将特许经营期限原则上提高至 40 年，且投资规模大、回报周期长的特许经营项目可以根据实际情况适当延长。城市燃气特许经营权到期后企业需要进行续展，建设部《管道燃气特许经营协议示范文本》中规定城燃公司不再拥有特许经营权时资产必须进行移交，国家发改委《政府和社会资本合作项目特许经营协议（编制）范本（2024 年试行版）》细化了移交程序及要求。考虑到特许经营权到期的情况，参考公司摊销年限，仅考虑 25 年内公司自由现金流情况，即 2024-2033 年按照盈利预测结果计算自由现金流，2034-2048 年自由现金流按永续增长率测算。

FCFF 估值结果：在永续增长率为 1.0% 的假设条件下，测算出华润燃气对应每股权益价值为 30.23-32.28 港元，高于目前股价 9%-17%。

表7：公司盈利预测假设条件（%）

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入增长率	5.4%	8.0%	6.2%	5.4%
毛利率	18%	19%	19%	19%
管理费用/营业收入	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
销售费用/营业收入	6.7%	6.5%	6.5%	6.5%
所得税税率	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
股利分配比率	51.4%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所假设

表8：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.76	T	20.8%
无风险利率	3.00%	Ka	8.32%
股票风险溢价	7.00%	有杠杆 Beta	1.15
公司股价（港元）	26.30	Ke	11.08%
发行在外股数（百万）	2314	E/(D+E)	60.0%
股票市值(E, 百万港元)	60859	D/(D+E)	40.0%
债务总额(D, 百万港元)	39802	WACC	7.91%
Kd	4.0%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

## 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 13 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表9：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（港元）

		WACC 变化				
		7.5%	7.7%	7.91%	8.1%	8.3%
永续增长率变化	1.2%	33.61	32.61	31.63	30.68	29.76
	1.1%	33.44	32.44	31.47	30.53	29.62
	1.0%	33.28	32.28	31.32	30.38	29.47
	1.0%	33.28	32.28	31.32	30.38	29.47
	0.9%	33.11	32.12	31.16	30.23	29.33
	0.8%	32.94	31.96	31.01	30.08	29.18
	0.7%	32.78	31.80	30.85	29.93	29.04

资料来源：国信证券经济研究所测算

## 相对法估值：29.25-31.69 港元

我们认为“双碳”趋势下，天然气有望成为能源结构低碳转型的重要能源形式，产量和用量有望持续增长。随着居民用气价格形成机制逐渐理顺，城燃公司收益有望得到修复。我们预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 56.4/61.3/66.3 亿港元，同比增长 8%/9%/8%；EPS 分别为 2.44/2.65/2.86 港元。我们选取五大城燃中剩余公司（昆仑能源、新奥能源、港华智慧能源、中国燃气）作为可比公司。我们预计随着燃气行业多重边际因素修复，盈利能力和成长性有望转好，燃气行业整体估值水平有望改善，给予公司 2024 年 12-13 倍 PE，对应权益市值 676.9-733.3 亿港元，对应 29.25-31.69 港元/股合理价值，较目前股价有 6%-14% 的溢价空间。

表10: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值		EPS				PE				ROE		PEG		投资评级
			亿港元	23A	24E	25E	25E	23A	24E	25E	25E	23A	24E				
1193. HK	华润燃气	27.70	641	2.26	2.48	2.67	2.87	12.3	11.2	10.4	9.7	12.8%	1.41			优于大市	
<b>可比公司</b>																	
0135. HK	昆仑能源	7.57	655	0.66	0.74	0.79	0.86	11.5	10.2	9.6	8.8	9.0%	0.7			无	
2688. HK	新奥能源	55.30	626	6.05	6.28	6.85	7.45	9.1	8.8	8.1	7.4	16.0%	1.9			无	
1083. HK	港华智慧能源	3.00	104	0.48	0.45	0.49	0.52	6.3	6.6	6.1	5.8	6.9%	16.8			无	
0384. HK	中国燃气	7.28	396	0.59	0.78	0.88	0.95	12.1	8.9	7.9	7.3	7.4%	0.3			无	
								<b>9.8</b>	<b>8.6</b>	<b>7.9</b>	<b>7.3</b>						

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：可比公司取自 Wind 一致预期。中国燃气报告期为每年 3 月至次年 3 月。

## 投资建议

综合上述估值，我们认为公司股票价值在 30.23-31.69 港元之间，较当前股价有 9%-14% 的溢价。我们认为“双碳”趋势下，天然气有望成为能源结构低碳转型的重要能源形式，产量和用量有望持续增长。随着居民用气价格形成机制逐渐理顺，城燃公司收益有望得到修复。首次覆盖，给予“优于大市”评级。

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 30.23-31.69 港元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 3.0%、风险溢价 7.50%，可能仍然存在对各参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 0.5%，主要系我们认为“双碳”趋势

下，天然气有望成为能源结构低碳转型的重要能源形式，产量和用量有望持续增长。若天然气行业未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 作为相对估值的参考；

### 盈利预测的风险

在对公司发电、售电业务的未来盈利预测中，我们设定了很多参数，这些参数为基于历史数据及对未来变化的个人判断：

- 1、我们对公司的销气量进行了一定假设。若未来公司下游需求不及预期，可能导致业绩降低；
- 2、我们对公司的平均销气价格和购气成本进行了一定假设。若公司燃气分销业务顺价不畅，毛差收窄，可能导致业绩降低；
- 3、我们对公司综合服务业务增速及毛利率进行了一定假设，若公司相关业务项目进展不及预期，或项目收益率降低，可能导致公司盈利能力下降；

### 经营及其它风险

- 1、价格波动风险。公司主业为城燃业务，天然气市场价格受宏观经济环境、国际天然气供需关系等因素影响，若上游天然气价格出现波动，可能影响公司的盈利能力；
- 2、下游需求不及预期。若未来出现天然气替代能源，或因其他原因导致天然气需求不及预期，可能导致公司销气量下降，业绩增长不及预期；
- 3、政策风险。居民用气顺价机制仍未完全理顺，若未来政策发生变化，居民顺价不畅，可能导致公司盈利能力下降；
- 4、宏观经济下行风险。若宏观经济下行，将可能会影响天然气消费需求下降，从而影响公司销气量、收入和净利润水平。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万港元）					利润表（百万港元）						
	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
现金及现金等价物	6437	9978	13237	14560	16016	营业收入	94338	101272	106726	115280	122481
应收款项	16822	20310	19006	20529	21812	营业成本	76256	82820	86647	93274	98705
存货净额	1307	1494	1591	1716	1818	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	3286	3085	5124	5535	5880	销售费用	6303	6820	6937	7470	7912
<b>流动资产合计</b>	<b>28073</b>	<b>35454</b>	<b>39544</b>	<b>43044</b>	<b>46371</b>	管理费用	3883	4529	4786	5261	5689
固定资产	48109	61199	63477	65674	67754	财务费用	314	560	600	836	1056
无形资产及其他	5337	10346	13458	16776	20328	投资收益	510	644	748	748	748
投资性房地产	3659	5365	7154	8942	10730	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	26874	25507	34009	42512	51014	其他收入	338	342	517	673	839
<b>资产总计</b>	<b>112052</b>	<b>137871</b>	<b>157641</b>	<b>176948</b>	<b>196197</b>	营业利润	8428	7528	9022	9860	10707
短期借款及交易性金融负债	12545	8818	13971	15881	18036	营业外净收支	187	1381	599	599	599
应付款项	11157	15040	14772	15938	16884	<b>利润总额</b>	<b>8616</b>	<b>8909</b>	<b>9621</b>	<b>10459</b>	<b>11306</b>
其他流动负债	22532	27251	28476	30713	32533	所得税费用	2307	1850	1998	2172	2348
<b>流动负债合计</b>	<b>46234</b>	<b>51109</b>	<b>57219</b>	<b>62532</b>	<b>67453</b>	少数股东损益	1575	1835	1982	2154	2329
长期借款及应付债券	10021	17831	25831	33831	41831	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4733</b>	<b>5224</b>	<b>5641</b>	<b>6133</b>	<b>6629</b>
其他长期负债	3256	5547	7396	9246	11095						
<b>长期负债合计</b>	<b>13277</b>	<b>23378</b>	<b>33228</b>	<b>43077</b>	<b>52926</b>	<b>现金流量表（百万港元）</b>					
<b>负债合计</b>	<b>59511</b>	<b>74487</b>	<b>90446</b>	<b>105609</b>	<b>120379</b>	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
少数股东权益	13206	22611	23602	24680	25844	净利润	4733	5224	5641	6133	6629
股东权益	39335	40772	43593	46659	49974	资产减值准备	0	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>112052</b>	<b>137871</b>	<b>157641</b>	<b>176948</b>	<b>196197</b>	折旧摊销	3360	4061	4213	4450	4733
						公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	314	560	600	836	1056
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	营运资本变动	(9062)	5712	186	1404	1097
每股收益	2.05	2.26	2.44	2.65	2.86	其它	767	892	991	1077	1164
每股红利	1.05	1.16	1.22	1.33	1.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>(202)</b>	<b>15889</b>	<b>11031</b>	<b>13064</b>	<b>13623</b>
每股净资产	17.00	17.62	18.84	20.16	21.60	资本开支	(5987)	(22022)	(9602)	(9965)	(10364)
ROIC	13%	10%	10%	10%	11%	其它投资现金流	1385	(365)	0	(117)	(141)
ROE	12%	13%	13%	13%	13%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(10538)</b>	<b>(21020)</b>	<b>(18105)</b>	<b>(18585)</b>	<b>(19007)</b>
毛利率	19%	18%	19%	19%	19%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	9%	9%	10%	10%	10%	负债净变化	9725	7810	8000	8000	8000
EBITDA Margin	13%	13%	14%	14%	14%	支付股利、利息	(2430)	(2677)	(2821)	(3066)	(3314)
收入增长	21%	7%	5%	8%	6%	其它融资现金流	(4976)	(1595)	5153	1911	2155
净利润增长率	-26%	10%	8%	9%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>9614</b>	<b>8672</b>	<b>10332</b>	<b>6845</b>	<b>6840</b>
资产负债率	65%	70%	72%	74%	75%	<b>现金净变动</b>	<b>(1125)</b>	<b>3541</b>	<b>3258</b>	<b>1324</b>	<b>1456</b>
息率	3.8%	4.1%	4.4%	4.7%	5.1%	货币资金的期初余额	7563	6437	9978	13237	14560
P/E	13.7	12.4	11.5	10.5	9.8	货币资金的期末余额	6437	9978	13237	14560	16016
P/B	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	(5150)	(4746)	2894	4838	5260
EV/EBITDA	10	10	11	11	11	权益自由现金流	(402)	1026	15572	14087	14578

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032