

燃气	收盘价 港元 26.30	目标价 港元 28.90个	潜在涨幅 +9.9%
----	-----------------	------------------	---------------

2024年9月2日

华润燃气 (1193 HK)

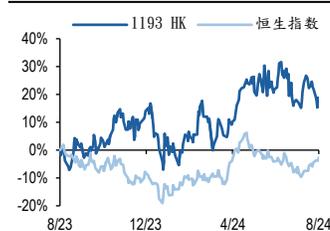
上半年零售气盈利增长有惊喜，唯估值提升空间有限

- ⊕ 上半年售气毛差改善幅度较大，期内核心利润超预期。公司上半年核心盈利上升 21%至 34.6 亿港元，高于我们预期 8%。当中盈利增长贡献较多的是零售气分部，期内零售气量同比增长 5.3%，售气毛差上升 4 分至每立方 0.54 元（人民币，下同），对比我们预期的 0.50 元。同时综合服务收入/分部经营利润维持较快增长（同比+20%/+22%），部分抵销接驳工程分部利润同比下跌 29%的影响。期内公司居民接驳量同比减少 30 万户至 134 万户。另外，销售及分销/行政开支均比我们预期低 5-6%，推动整体经营利润高于我们预期 22%。另外，相比今年 3 月公司在 2023 年度只维持派息比率持平，中期股息同比提升 67%至每股 0.25 港元，是一个惊喜。
- ⊕ 2024-26 年盈利预测有较大幅度的提升。我们预测 2024/25 全年零售气量同比增长 5.3%/5.1%，售气毛差分别为每立方 0.53/0.54 元。至于接驳工程，我们预期公司在 2024/25 年的居民新增接驳量为 280/240 万户（同比下降 17%/14%），管理层表示目前约 280-290 万户的指引是参考 2023 年度的新签订单给出，今年上半年新签约为 115 万户。但同时上半年的合同负债为近年首次在中报期间在 100 亿港元以下，我们认为 2025 年的新增接驳预期仍较取决于下半年的新签约量。由于公司零售气毛差及经营费率控制优于预期，我们上调 2024-26 年盈利预测 13%/18%/19%，2023-26 年盈利复合增长为 9.8%。
- ⊕ 接驳量偏高应限制估值提升，维持中性评级。由于公司提高中期股息，并考虑到公司在 2023 年度只维持派息比率持平，我们预期公司仍有机会小幅提升 2024 年度的派息比率 2 个百分点至 52%。对于估值标准，我们仍相对保守地维持 10 倍 2025 年预测市盈率（相对新奥/昆仑的 9 倍/10 倍 2025 年市盈率），目标价提升至 28.9 港元。我们认为，市场仍可能担心公司未来两年的新增接驳量预测仍较新奥/昆仑/中燃高出近 1 百万户，我们的估值标准相对公司 5 年历史平均值仍有 32%的折让，以反映对公司新增接驳基数较高的风险。维持中性评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	29.55
52周低位 (港元)	20.85
市值 (百万港元)	59,653.92
日均成交量 (百万)	5.22
年初至今变化 (%)	2.73
200天平均价 (港元)	26.14

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万港元)	94,338	101,272	106,135	110,608	115,958
同比增长 (%)	18.5	7.3	4.8	4.2	4.8
净利润 (百万港元)	4,733	5,224	5,966	6,491	7,028
每股盈利 (港元)	2.05	2.26	2.58	2.81	3.04
同比增长 (%)	-26.0	10.4	14.2	8.8	8.3
前EPS预测值 (港元)			2.29	2.38	2.55
调整幅度 (%)			12.5	18.1	19.1
市盈率 (倍)	12.9	11.7	10.2	9.4	8.7
每股账面净值 (港元)	17.00	17.62	19.02	20.46	21.96
市账率 (倍)	1.55	1.49	1.38	1.29	1.20
股息率 (%)	3.9	4.3	5.1	5.8	0.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 1H24 年业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万港元)	1H23	2H23	1H24	1H24E	同比 (%)	差异 (%)
总收入	48,370	52,902	52,076	52,033	7.7	0.1
销售成本	(39,551)	(43,269)	(42,404)	(42,927)	7.2	(1.2)
毛利润	8,819	9,633	9,671	9,107	9.7	6.2
其他收入	1,208	1,054	665	402	(45.0)	65.2
分销和销售费用	(2,812)	(4,008)	(2,872)	(3,025)	2.1	(5.0)
行政费用	(1,617)	(2,912)	(1,643)	(1,740)	1.6	(5.6)
减值损失	0	(159)	0	0	NM	NM
经营利润	5,598	3,608	5,821	4,744	4.0	22.7
财务费用	(434)	(507)	(549)	(361)	26.6	52.4
应占合管公司业绩	198	80	286	222	44.7	29.0
应占联管企业业绩	230	136	159	207	(31.0)	(23.4)
税前利润	4,898	4,011	5,716	4,813	16.7	18.8
所得税费用	(1,035)	(816)	(1,223)	(810)	18.2	51.0
非控股权益	(1,012)	(823)	(1,037)	(793)	2.4	30.8
净利润	3,545	1,678	3,457	3,210	(2.5)	7.7
核心利润	2,852	1,295	3,457	3,210	21.2	7.7

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 1H24 年分部业绩

年结 12 月 31 日 (百万港元)	1H23	2H23	1H24	同比 (%)
收入				
燃气销售	41,237	41,388	45,924	11.4
燃气接驳	4,255	6,633	3,016	-29.1
综合服务	1,470	2,574	1,765	20.0
设计及建设服务	327	109	336	2.6
加气站	1,081	2,198	1,035	-4.2
总计	48,370	52,902	52,076	7.7
经营利润				
燃气销售	3,509	3,835	4,655	32.7
燃气接驳	1,592	2,449	1,124	-29.4
综合服务	623	750	761	22.1
设计及建设服务	48	17	34	-28.6
加气站	107	149	94	-12.5
总计	5,879	7,200	6,668	13.4

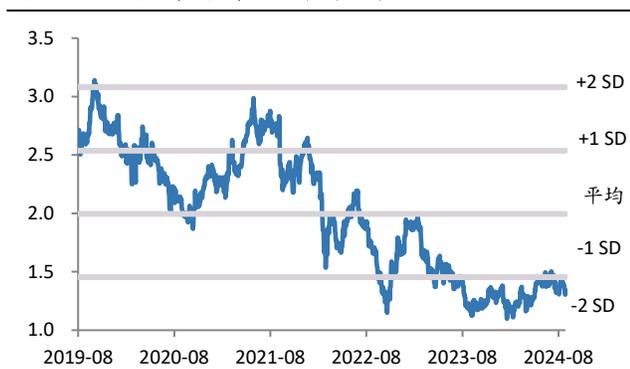
资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 运营数据预测

年结 12 月 31 日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
居民售气量 (百万立方米)	8,497	9,444	10,105	10,812	11,569
工商售气量 (百万立方米)	26,295	28,320	29,781	31,238	32,725
加气站销量 (百万立方米)	1,097	1,020	938	863	794
天然气总销量 (百万立方米)	35,889	38,784	40,825	42,914	45,089
增长 (%)	5.3	8.1	5.3	5.1	5.1
售气毛差 (人民币/立方米)	0.45	0.51	0.53	0.54	0.55
新增居民接驳 (百万户)	4.08	3.37	2.80	2.40	2.10

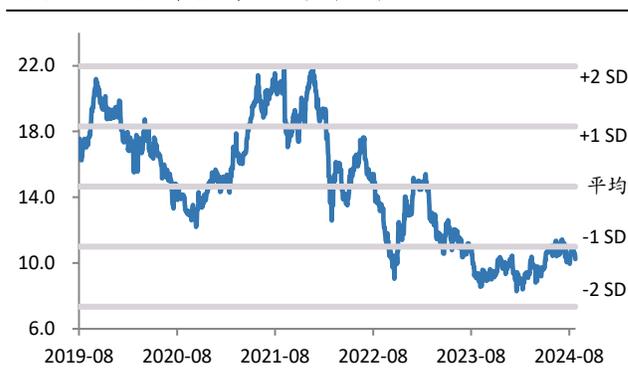
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 预期市净率区间 (倍)



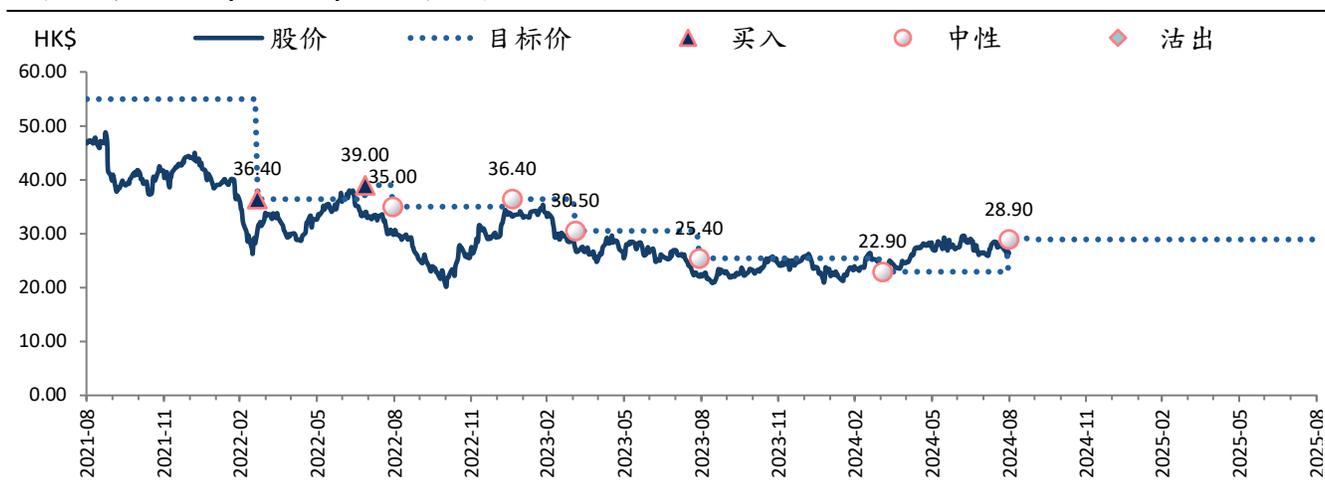
资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 预期市盈率区间 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 华润燃气 (1193 HK) 目标价及评级



资料来源: 交银国际预测

图表 7: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	现价较目标价 上升空间	最新目标价/评级 发表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	7.81	9.35	19.7%	2024年08月27日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	50.90	65.10	27.9%	2024年08月26日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	26.30	28.90	9.9%	2024年09月02日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.60	6.82	3.3%	2024年06月25日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.30	8.45	34.1%	2024年08月26日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至2024年8月30日

财务数据

损益表(百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	94,338	101,272	106,135	110,608	115,958
主营业务成本	(76,256)	(82,820)	(85,411)	(88,784)	(92,759)
毛利	18,082	18,452	20,724	21,824	23,199
销售及管理费用	(10,187)	(11,349)	(11,356)	(11,724)	(12,234)
其他经营净收入/费用	768	2,103	1,134	1,158	1,123
经营利润	8,663	9,206	10,501	11,258	12,088
财务成本净额	(557)	(941)	(896)	(810)	(782)
应占联营公司利润及亏损	510	644	797	871	949
税前利润	8,616	8,909	10,402	11,319	12,255
税费	(2,307)	(1,850)	(2,341)	(2,547)	(2,757)
非控股权益	(1,575)	(1,835)	(2,096)	(2,281)	(2,469)
净利润	4,733	5,224	5,966	6,491	7,028
作每股收益计算的净利润	4,733	5,224	5,966	6,491	7,028

资产负债表(百万港元)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	6,437	9,978	13,067	13,006	13,355
应收账款及票据	20,328	23,624	24,135	24,849	26,051
存货	1,307	1,494	1,614	1,677	1,752
其他流动资产	1	358	358	358	358
总流动资产	28,073	35,454	39,173	39,890	41,516
物业、厂房及设备	48,109	61,199	64,923	68,933	72,573
合资企业/联营公司投资	24,564	22,301	23,098	23,969	24,918
其他长期资产	11,306	18,917	18,798	18,679	18,560
总长期资产	83,979	102,417	106,819	111,581	116,051
总资产	112,052	137,871	145,992	151,472	157,567
短期贷款	7,696	4,893	6,893	6,548	6,483
应付账款	27,046	35,869	36,271	37,216	38,120
其他短期负债	11,492	10,348	10,385	10,533	10,685
总流动负债	46,234	51,109	53,548	54,297	55,288
长期贷款	10,021	17,831	18,178	17,297	16,460
其他长期负债	3,256	5,547	5,547	5,547	5,547
总长期负债	13,277	23,378	23,725	22,844	22,007
总负债	59,511	74,487	77,273	77,141	77,295
股本	231	231	231	231	231
储备及其他资本项目	39,103	40,541	43,780	47,111	50,583
股东权益	39,335	40,772	44,011	47,343	50,814
非控股权益	13,206	22,611	24,708	26,988	29,458
总权益	52,540	63,384	68,719	74,331	80,272

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万港元)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	8,616	8,909	10,402	11,319	12,255
合资企业/联营公司收入调整	(510)	(644)	(797)	(871)	(949)
折旧及摊销	3,089	3,637	3,696	3,914	4,148
营运资本变动	(4,953)	419	(133)	265	(276)
税费	(2,365)	(2,066)	(2,399)	(2,496)	(2,702)
其他经营活动现金流	474	(99)	393	307	279
经营活动现金流	4,351	10,157	11,163	12,438	12,756
资本开支	(6,239)	(5,149)	(6,301)	(6,805)	(6,669)
其他投资活动现金流	(6,110)	616	(497)	(497)	(497)
投资活动现金流	(12,349)	(4,533)	(6,798)	(7,302)	(7,166)
负债净变动	18,319	3,989	2,347	(1,226)	(903)
股息	(2,881)	(2,382)	(2,727)	(3,160)	(3,557)
其他融资活动现金流	(7,822)	(3,569)	(896)	(810)	(782)
融资活动现金流	7,616	(1,962)	(1,276)	(5,196)	(5,242)
汇率收益/损失	(744)	(121)	0	0	0
年初现金	7,563	6,437	9,978	13,067	13,006
年末现金	6,437	9,978	13,067	13,006	13,355

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(港元)					
核心每股收益	2.046	2.257	2.578	2.805	3.037
全面摊薄每股收益	2.046	2.257	2.578	2.805	3.037
每股股息	1.029	1.134	1.341	1.515	0.000
每股账面值	16.998	17.620	19.019	20.459	21.959
利润率分析(%)					
毛利率	19.2	18.2	19.5	19.7	20.0
净利率	5.0	5.2	5.6	5.9	6.1
盈利能力(%)					
ROA	4.2	3.8	4.1	4.3	4.5
ROE	12.0	12.8	13.6	13.7	13.8
ROIC	2.1	1.9	2.0	2.0	2.0
其他					
净负债权益比(%)	21.5	20.1	17.5	14.6	11.9
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

2024年9月2日
华润燃气(1193 HK)

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。