

# 华润燃气 (01193.HK)

优于大市

居民顺价继续推动毛差修复，“两综”业务快速发展

## 核心观点

**销气量增长及毛差修复带动业绩稳定增长。**2024年上半年，公司实现营业收入520.76亿港元(+7.7%)，实现股东应占净利润34.57亿港元(-2.5%)，若剔除2023年同期重庆燃气并表产生的一次性收益6.94亿港元后同比增长21.2%。公司销气量达到209.0亿方(+5.3%)，实现销气毛差0.54元/方(+0.04元/方)，销气业务溢利47.5亿港元(+31.3%)。

**民用气和商用气增速较快，内涵式增长拉动气量增加。**2024年上半年公司209.0亿方中，居民用气57.6亿方，同比增长7.0%，占比达到27.6%；工业用气96.6亿方，同比增长3.7%，占比降至46.2%；商业用气50.1亿方，同比增长8.1%，占比为24.0%；车用气量4.7亿方，同比减少8.4%，占比进一步下降至2.2%。上半年公司成员企业层面新签约项目2个，注册项目3个，外延气量增长贡献较少，主要由存量项目内涵式增长拉动。

**销气售价和成本有所下降，居民用气顺价推动毛差修复。**2024年上半年，公司平均销气价格为3.48元/方(-0.10元/方)，其中，居民用气售价2.67元/方(+0.08元/方)；工商业用气售价3.81元/方(-0.18元/方)；车用气售价3.87元/方(-0.17元/方)。公司平均销气成本为2.94元/方(-0.14元/方)，单方毛差0.54元/方(+0.04元/方)。

**接驳业务规模缩减，“两综”业务快速发展。**2024年上半年，公司接驳业务收入30.16亿港元，同比下降29.1%，占总营收的比例为5.8%，同比下降3.0pct；实现分类业绩11.24亿港元，同比下降29.4%，占总除税前溢利的19.7%，同比下降8.8pct。公司综合服务收入17.7亿港元，同比增速20.0%，溢利7.6亿港元，同比增长22.1%；综合能源收入8.3亿港元，同比增长38.0%。“两综”业务的快速发展一定程度上弥补了接驳业务收缩对公司整体业绩的影响。

**中期分红大幅增加。**公司拟派发中期股息0.25港元/股，同比增长66.7%，股利支付率为16.74%。公司分红主要集中在年度分红，2023年度分红1.16港仙/股，股利支付率51.25%，对应股息率为4.5%。

**风险提示：**气价波动、下游需求减弱、政策不及预期、项目进度不及预期。

**投资建议：**维持盈利预测，维持“优于大市”评级。预计公司2024-2026年公司实现归母净利润分别为56.4/61.3/66.3亿港元，同比增长8%/9%/8%，对应当前股价PE为12/11/10X，维持“优于大市”评级。

## 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)	14.4	13.0	12.1	11.1	10.3
EV/EBITDA	10.1	10.3	10.7	10.8	10.8
市净率(PB)	1.73	1.67	1.56	1.46	1.36

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·财报点评

### 公用事业·燃气 II

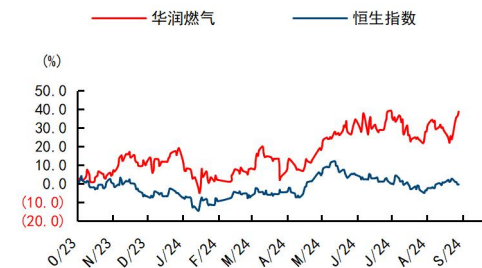
证券分析师: 黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002  
 证券分析师: 郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003

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

### 基础数据

投资评级 优于大市(维持)  
 合理估值  
 收盘价 29.45 港元  
 总市值/流通市值 68148/68148 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 115.80 百万港元

### 市场走势



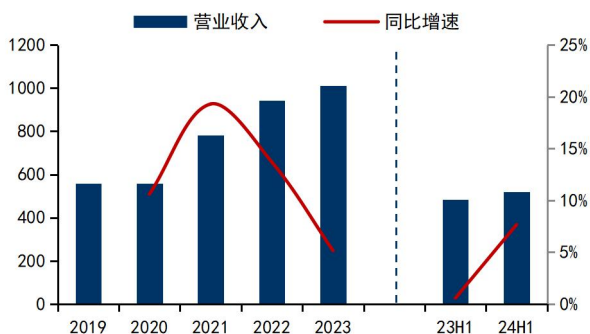
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 相关研究报告

《华润燃气(01193.HK)-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》——2024-08-21

**销气量增长及毛差修复带动业绩稳定增长。**2024年上半年，公司实现营业收入520.76亿港元，同比增长7.7%，实现股东应占净利润34.57亿港元，同比降低2.5%，若剔除2023年同期重庆燃气并表产生的一次性收益6.94亿港元后同比增长21.2%。公司销气量达到209.0亿方，同比增长5.3%，实现销气毛差0.54元/方，同比提高0.04元/方，销气业务溢利47.5亿港元，同比大幅增长31.3%。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元)

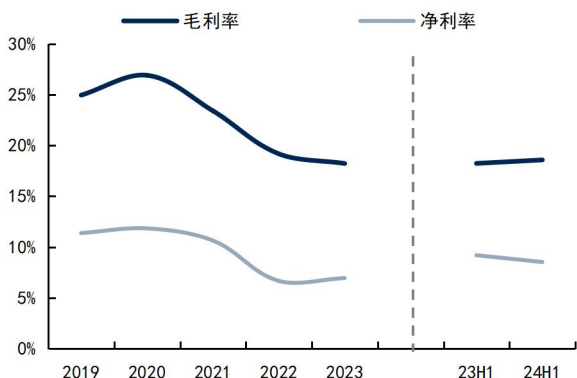


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率有所提高,净利率和费用率有所降低。**2024年上半年公司上半年毛利率为18.57%，同比提高0.34pct，主要系销气毛差修复，销气业务盈利能力增强所致；净利率为8.52%，同比降低0.67pct，主要系上年同期重庆燃气并表产生一次性收益，同比基数较高所致。公司销售费用率为5.45%，同比降低0.22pct，管理费用率为3.12%，同比降低0.14pct，财务费用率为1.04%，同比提高0.16pct，公司总费用率为9.7%，同比下降约0.4pct，整体费用水平有所优化。

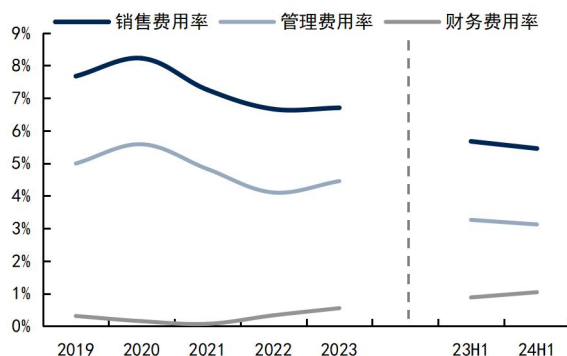
**ROE 同比下降,自由现金流大幅增加。**2024年上半年，公司ROE为8.31%，同比下降0.60pct，主要系净利率下降所致；公司资产周转率为0.38次，同比下降0.02次，主要系总资产规模有所增加所致；权益乘数为3.37，同比提高0.24。公司资本开支为23.6亿港元，同比下降47.3%，主要系并购项目有所减少所致；公司自由现金流达到19.0亿港元，同比提高562.3%，公司流动性保持充足。

图3: 公司毛利率、净利率情况



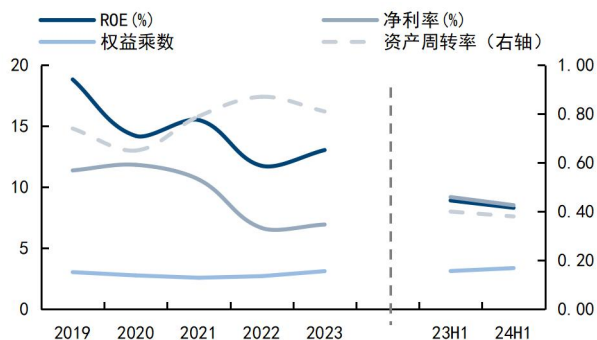
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司三项费用率情况



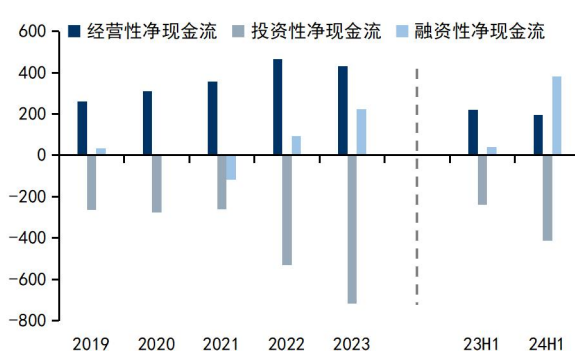
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 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6: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**销气售价和成本有所下降, 居民用气顺价推动毛差修复。**2024年上半年, 公司平均销气价格为3.48元/方, 同比下降0.10元/方, 其中, 居民用气售价2.67元/方, 同比提高0.08元/方; 工商业用气售价3.81元/方, 同比下降0.18元/方; 车用气售价3.87元/方, 同比降低0.17元/方。公司平均销气成本为2.94元/方, 同比下降0.14元/方, 单方毛差0.54元/方, 同比提高0.04元/方。城燃居民端顺价趋势下, 居民用气价格有所提高, 叠加销气成本降低, 推动公司销气业务毛差进一步修复。

**民用气和商用气增速较快, 内涵式增长拉动气量增加。**2024年上半年公司209.0亿方中, 居民用气57.6亿方, 同比增长7.0%, 占比达到27.6%; 工业用气96.6亿方, 同比增长3.7%, 占比降至46.2%; 商业用气50.1亿方, 同比增长8.1%, 占比为24.0%; 车用气量4.7亿方, 同比减少8.4%, 占比进一步下降至2.2%。上半年公司成员企业层面新签约项目2个, 注册项目3个, 外延气量增长贡献较少, 主要由存量项目内涵式增长拉动。

**接驳业务规模缩减, “两综”业务快速发展。**2024年上半年, 公司接驳业务收入30.16亿港元, 同比下降29.1%, 占总营收的比例为5.8%, 同比下降3.0pct; 实现分类业绩11.24亿港元, 同比下降29.4%, 占总除税前溢利的19.7%, 同比下降8.8pct。公司合并口径新增接驳居民数77万户, 同比减少28.3%, 平均接驳收入2662元, 同比提高2元; 新增接驳工商业用户2.5万户, 同比增加10.1%。公司综合服务收入17.7亿港元, 同比增速20.0%, 溢利7.6亿港元, 同比增长22.1%; 综合能源收入8.3亿港元, 同比增长38.0%。“两综”业务的快速发展一定程度上弥补了接驳业务收缩对公司整体业绩的影响。

**中期分红大幅增加。**公司拟派发中期股息0.25港元/股, 同比增长66.7%, 股利支付率为16.74%。公司分红主要集中在年度分红, 2023年度分红1.16港仙/股, 股利支付率51.25%, 对应股息率为4.5%。

**投资建议: 维持盈利预测, 维持“优于大市”评级。**预计公司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%, 对应当前股价PE为12/11/10X, 维持“优于大市”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE	PEG	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	(23A)	(24E)	
0135.HK	昆仑能源	7.57	655.5	0.66	0.73	0.79	0.86	11.54	10.30	9.60	8.78	9.0%	0.78	无
2688.HK	新奥能源	48.25	545.8	6.05	6.11	6.73	7.38	7.98	7.90	7.17	6.54	16.0%	5.18	无
1083.HK	港华智慧能源	2.87	99.9	0.48	0.45	0.49	0.52	6.01	6.32	5.82	5.57	6.9%	16.11	无
0384.HK	中国燃气	6.34	344.6	0.59	0.78	0.88	0.95	12.05	8.08	7.21	6.65	7.4%	-0.47	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 以上公司数据均来自 Wind 一致预测, 中国燃气报告期为每年三月至次年三月

# 财务预测与估值

资产负债表 (百万港元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万港元)	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>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>负债合计</b>	<b>59511</b>	<b>74487</b>	<b>90446</b>	<b>105609</b>	<b>120379</b>	净利润	4733	5224	5641	6133	6629
少数股东权益	13206	22611	23602	24680	25844	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	39335	40772	43593	46659	49974	折旧摊销	3360	4061	4213	4450	4733
<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>	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	14.4	13.0	12.1	11.1	10.3	货币资金的期末余额	6437	9978	13237	14560	16016
P/B	1.7	1.7	1.6	1.5	1.4	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