

华润燃气 (01193.HK)

气润中华, 优质区域为基, 主业持续增长+“双综”业务快速布局

买入 (首次)

2024 年 11 月 15 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 谷玥

执业证书: S0600524090002
guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	94685	101762	98882	105267	112006
同比(%)	19.27	7.47	(2.83)	6.46	6.40
归母净利润 (百万元)	4733	5224	5722	6271	6788
同比(%)	(25.99)	10.36	9.54	9.60	8.24
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.05	2.26	2.47	2.71	2.93
P/E (现价&最新摊薄)	13.93	12.63	11.53	10.52	9.72

股价走势



投资要点

- **全国最大城市燃气运营商, 现金流良好匹配资本开支、分红稳步提升。**截至 2024 年 6 月, 国资委为公司实控人, 间接持有 61.47% 股份。截至 2023 年底, 集团层面注册城市燃气项目数已经达到 276 个, 遍布全国 25 个省份; 2023 年公司零售天然气销气量 387.80 亿方, 约占全国消费量 10%, 为全国最大的城市燃气运营商。2023 年公司经营性现金流/资本开支分别为 101.57/78.9 亿港元, 实现现金流与资本开支的良好匹配, 推动公司稳健扩张。公司每股派息额由 2016 年的 0.45 港元稳步增长至 2023 年的 1.16 港元, 复合增速 14.5%; 2023 年公司现金分红总额为 26.8 亿港元, 分红比例 51.25%, 为股东创造稳定增长的回报。
- **燃气销售业务项目优质, 市场化改革下价差修复盈利能力改善。项目优质推动用气量稳步增长, 2018-2023 年公司零售气量复合增速 9.8%。**2023 年公司的单个城燃零售气量位列五大龙头第一, 且单项目用气量呈现逐年增加趋势, 项目优质; 公司约 60% 的居民用户分布在一线、二线城市等经济水平较高的地区, 42% 的项目分布在 GDP 前十的省份/直辖市, 推动气量稳步增加, 2018-2023 年公司零售气量复合增速 9.8%, 2024H1 零售气量同比增长 5.3%。**2023 年公司毛差修复 0.06 元/方至 0.50 元/方, 2024H1 进一步修复至 0.54 元/方, 同比增加 0.04 元/方, 市场化改革下期待毛差进一步修复。**2023 年 2 月, 国家发改委发布《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》, 2023 年, 公司全力推动终端价格疏导, 全年销气毛差已经从 2022 年的 0.45 元/方提升到 2023 年的 0.51 元/方, 同增 0.06 元/方, 2024H1 进一步修复至 0.54 元/方, 同比增加 0.04 元/方, 顺价效果明显。我们梳理了全国地级以上城市的气价政策, 2022~2024M9, 全国共有 56% 的地级及以上城市进行了居民的顺价, 提价幅度为 0.21 元/方。随顺价逐步落地公司顺价弹性将继续显现。
- **拓展综合服务和综合能源业务, 打造新增长点。综合服务快速增长, 打造“百城万店”模式。**该业务主要面向终端用户提供厨电燃热、保险代理和安居产品。截至 2023 年底, 公司拥有 5580.8 万户城镇居民用户, 其中三线及以上城市居民用户 4068.4 万户, 占比 73%, 为综合服务打下良好用户基础。2023 年综合服务分部溢利由 11.5 亿港元增长 18.99% 至 13.7 亿港元, 2024H1 分部溢利同比增长 22.12% 至 7.6 亿港元, 增速进一步加快; 厨电燃热和保险业务的存量用户市场占有率分别为 8.6% 和 23.0%, 2023 年安居业务的户均收入由 2022 年的 102.2 元增长至 107.2 元, 期待渗透率提升、业务放量。**聚焦“两布一充”综合能源赛道, 挖掘工商业用户用能需求。**公司择优选取分布式光伏、分布式能源和交通充能的发展赛道, 聚焦园区、公建和交通优质用能场景。2023 年公司能源销售量同比增长 84.9% 至 29.4 亿千瓦时, 实现毛利额 2.7 亿港元, 同比增长 125%; 2024H1 能源销售量同比增长 54.6% 至 14.9 亿千瓦时, 实现毛利额 1.6 亿港元, 同比增长 84.3%, 保持较快增速。
- **盈利预测与投资评级:** 城市燃气项目优质、顺价推进利润修复、双综业务增速领先行业。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 57.22/62.71/67.88 亿港元, 同比+9.5%/+9.6%/+8.2%, 对应当前 PE11.5/10.5/9.7 倍 (估值日期 2024/11/14)。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 地产周期, 经济增速不及预期, 极端天气&国际局势变化, 安全经营风险

市场数据

收盘价(港元)	28.50
一年最低/最高价	19.50/35.20
市净率(倍)	1.58
港股流通市值(百万港元)	65,949.37

基础数据

每股净资产(港元)	17.98
资产负债率(%)	53.54
总股本(百万股)	2,314.01
流通股本(百万股)	2,314.01

相关研究

内容目录

1. 我国最大城燃，主业稳健发展，“双综”业务快速布局	5
1.1. 城燃龙头地位稳固，国资委控股保障公司稳健发展.....	5
1.2. 现金流良好匹配资本开支，分红稳定提升.....	6
2. 城市燃气主业：燃气销售价差修复，气量稳定增长	10
2.1. 燃气销售业务：项目优质，市场化改革下价差修复盈利能力改善.....	10
2.2. 燃气接驳业务：转向内生增长，提高现有用户渗透率.....	15
3. 拓展综合服务和综合能源业务，打造新增长点	16
4. 盈利预测	19
5. 风险提示	21

图表目录

图 1:	华润燃气发展历史.....	5
图 2:	截至 2024 年 6 月, 华润燃气股权结构.....	6
图 3:	2018-2024H1 公司主营业务收入 (亿港元)	7
图 4:	2018-2024H1 公司归母净利润 (亿港元)	7
图 5:	2018-2024H1 公司总分类业绩 (亿港元)	7
图 6:	2018-2024H1 公司营收构成	7
图 7:	2018-2024H1 公司分类业绩结构	8
图 8:	2018-2024H1 各业务分类业绩利润率	8
图 9:	2018-2024H1 公司净利率&毛利率	8
图 10:	2018-2024H1 公司期间费用率降低	8
图 11:	2018-2024H1 公司 ROE 水平	9
图 12:	2020-2023 年公司资本开支情况 (亿港元)	9
图 13:	2018-2023 年公司现金流情况 (亿港元)	9
图 14:	2019-2023 年公司净现比	10
图 15:	2019-2023 年公司分红能力	10
图 16:	2016-2023 年每股股利与股利支付率	10
图 17:	2023 年各城燃公司零售气量占全国消费量比例.....	11
图 18:	2018-2023 年城燃项目数目及管道建设情况	11
图 19:	2018-2024H1 公司燃气用户结构	11
图 20:	2018-2024H1 公司用户用气量 (亿方)	12
图 21:	城燃公司零售气量对比 (亿方)	12
图 22:	城燃公司单个项目零售气量对比 (万方/个)	12
图 23:	截至 2023 年底, 公司 42% 的项目分布在 GDP 前十的省份/直辖市	12
图 24:	截至 2023 年底, 公司 276 个城燃项目分布情况.....	13
图 25:	2023 年公司城镇居民用户分布.....	13
图 26:	公司天然气自主资源池配置多元化.....	13
图 27:	上下游联动机制三阶段.....	14
图 28:	2019-2024H1 售气价格及毛差情况 (元/方)	14
图 29:	2022-2024M9 天然气顺价政策推行情况.....	14
图 30:	2018-2024H1 公司累计接驳用户数量 (万户)	15
图 31:	2018-2023 年接驳新增工商业用户 (万户)	15
图 32:	2020-2024H1 接驳新增居民用户 (万户)	15
图 33:	2018-2024H1 公司居民用户渗透率	15
图 34:	2023 年公司城镇居民用户分布.....	16
图 35:	2021-2023 年综合服务营收和分类业绩 (亿港元)	16
图 36:	2021-2023 年综合服务业务营业收入构成 (亿港元)	16
图 37:	2021-2024H1 厨电燃热和保险代理市占率 (%)	17
图 38:	2021-2023 年安居业务户均收入 (元/户)	17
图 39:	2022-2024H1 能源销量&营业额&毛利额	18
图 40:	2018-2024H1 新签约项目和累计开发项目 (个)	18
图 41:	2018-2024H1 累计投运充电站及售电量	18
图 42:	2021-2024H1 绑定服务车辆数目	18

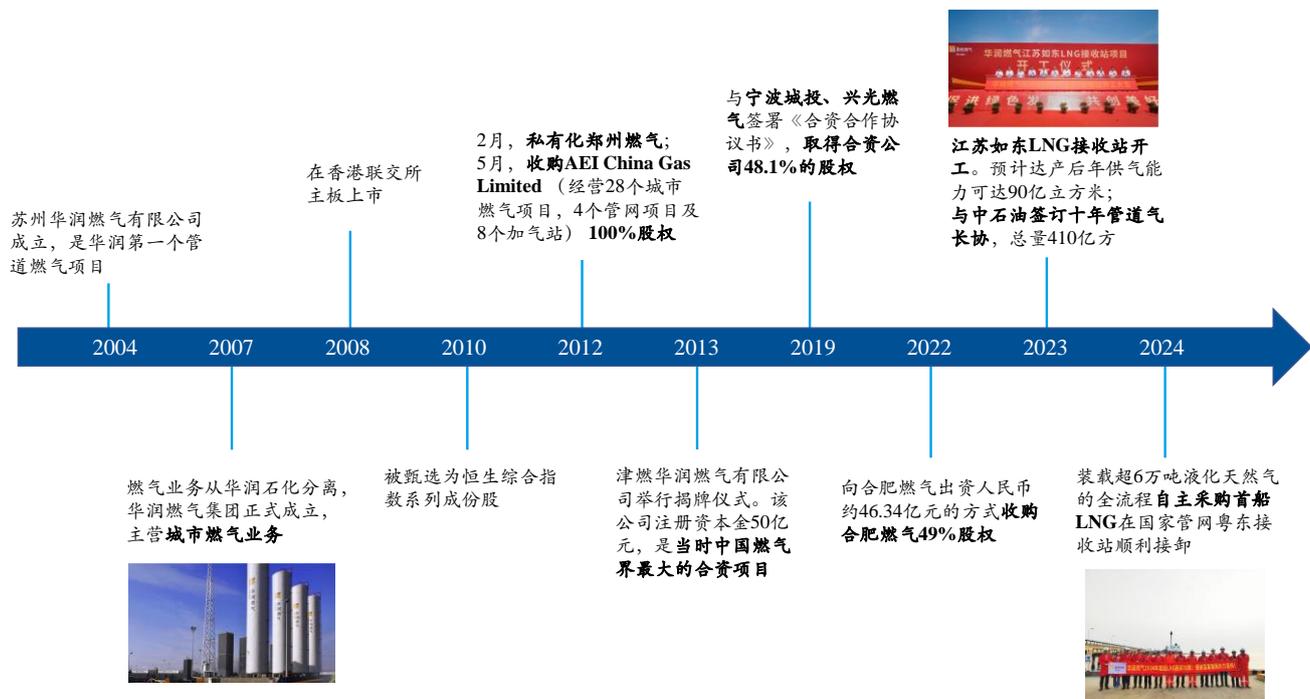
图 43: 2018-2024H1 加气站 (CNG/LNG/L-CNG) 数量 (座)	19
表 1: “两布一充” 综合能源业务模式.....	17
表 2: 公司分业务预测.....	20
表 3: 2024 年公司归母净利润敏感性测算.....	21
表 4: 同行业公司对比 (估值日期 2024/11/14)	21

1. 我国最大城燃，主业稳健发展，“双综”业务快速布局

1.1. 城燃龙头地位稳固，国资委控股保障公司稳健发展

我国最大的城市燃气运营商，公司城燃主业稳定发展，大力拓展“双综”业务。2004年，苏州华润燃气有限公司成立，这是华润进军城市燃气行业的第一个管道燃气项目。2007年，燃气业务从华润石化分离出来，华润燃气集团正式成立，主营城市燃气业务。2012年2月，私有化郑州燃气；同年5月，收购 AEI China Gas Limited 100% 股权；2019年8月，公司与宁波城投、兴光燃气签署三方协议拟成立合资公司，12月取得合资公司48.1%的股权。2023年6月，江苏如东 LNG 接收站开工建设，项目地处长三角核心地带，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。2023年，公司与中石油签订十年管道气长协，总量410亿方，气源保障能力进一步增强，有利于平抑季节性成本的大幅波动。2023年公司零售天然气销气量达到387.80亿方，约占到全国消费量的10%，为全国最大的城市燃气运营商。截至2024H1，公司在全国运营276个城市燃气项目，遍布全国25个省份，天然气分销版图不断扩大，且集中在国家天然气主干管线周边，拥有充足的气源保障和广阔的用气市场，并借助优质的项目布局开展综合服务和综合能源业务。公司将坚持“1+2+N”业务战略，在做好主业稳定发展的基础上，丰富天然气自主资源池，推动优质外延项目投资，持续提升综合服务业务的渗透率、拓展综合能源的规模，实现集团的可持续发展。

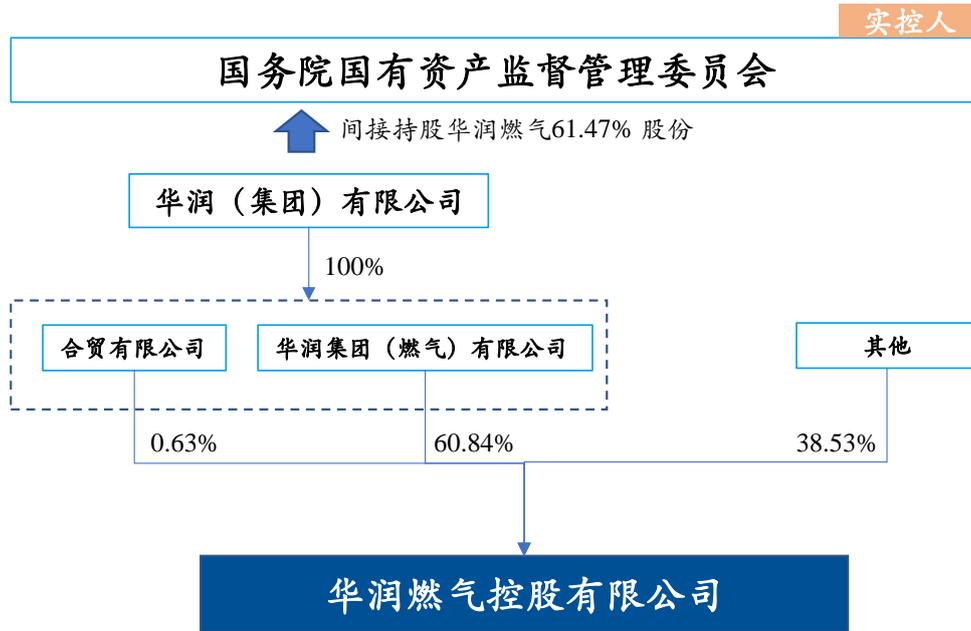
图1：华润燃气发展历史



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

实控人实力强劲，保障公司稳健发展。截至 2024 年 6 月，国资委为公司实际控制人，间接持有华润燃气 61.47% 的股份。华润（集团）有限公司的前身是于 1938 年在香港成立的“联和行”，1948 年联和进出口公司改组更名为华润公司，1983 年改组成立华润（集团）有限公司。1999 年，与外经贸部脱钩，列为中央管理。2003 年归属国务院国资委直接监管，被列为国有重点骨干企业。

图2：截至 2024 年 6 月，华润燃气股权结构

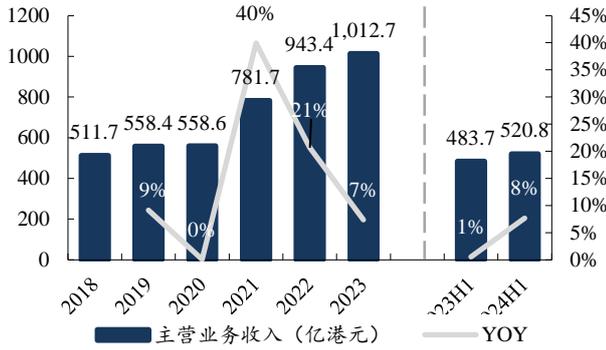


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 现金流良好匹配资本开支，分红稳定提升

城燃主业稳定发展，“双综”业务逐步拓展。公司业务可分为五大板块：销售及分销气体燃料及相关产品业务、燃气接驳业务、综合服务业务、加气站业务和设计及建筑服务业务。2023 年，公司主营业务收入为 1012.7 亿港元，2018-2023 年五年复合增速 14.6%，保持稳定增长。2024H1 公司主营业务收入为 520.8 亿港元，同比+8%。从收入构成来看，燃气销售占比逐年提升、接驳占比逐年下降，2023 年分别达到 81.6%/10.8%，2024H1 分别达到 88.2%/5.8%，业务结构优化，城市燃气主业地位稳固。公司分类业绩 2018-2023 年五年复合增速 6.5%，2022 年受海内外气价高企、终端需求不振影响，盈利下滑，2023 年有所恢复。从分类业绩构成来看，燃气销售占比逐年提升、接驳占比逐年下降，2023 年分别达到 56.2%/30.9%，2024H1 分别达到 69.8%/16.9%，2023/2024H1 综合服务分类业绩占比 10.5%/11.4%，提升迅速。公司燃气接驳和综合服务的分类业绩利润率维持在较高水平，超过 30%；燃气销售业务分类业绩利润率在 10%左右。公司坚持“1+2+N”的业务发展战略，在坚定发展城燃主业的基础上，大力拓展“双综”业务，积极探索布局新业务。

图3: 2018-2024H1 公司主营业务收入 (亿港元)



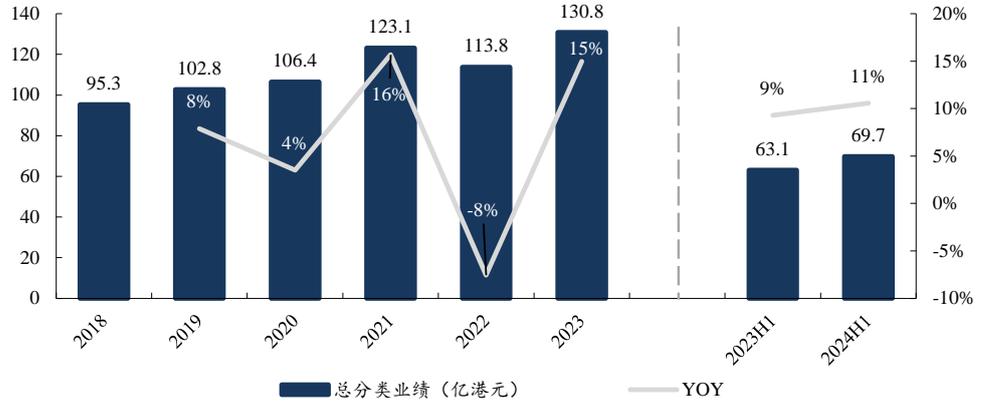
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 2018-2024H1 公司归母净利润 (亿港元)



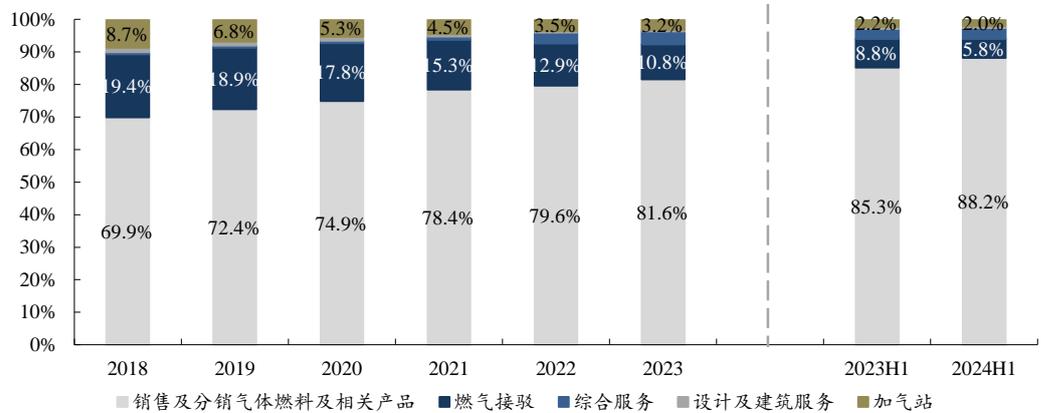
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图5: 2018-2024H1 公司总分类业绩 (亿港元)



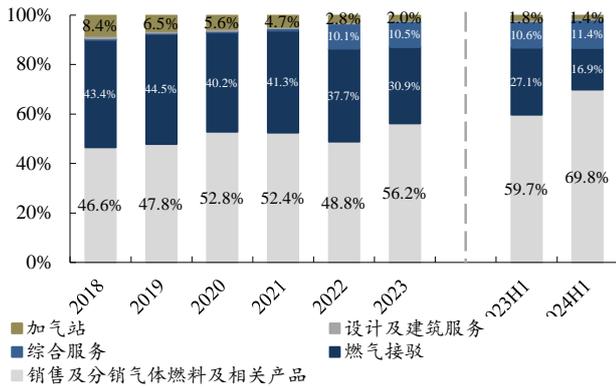
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图6: 2018-2024H1 公司营收构成



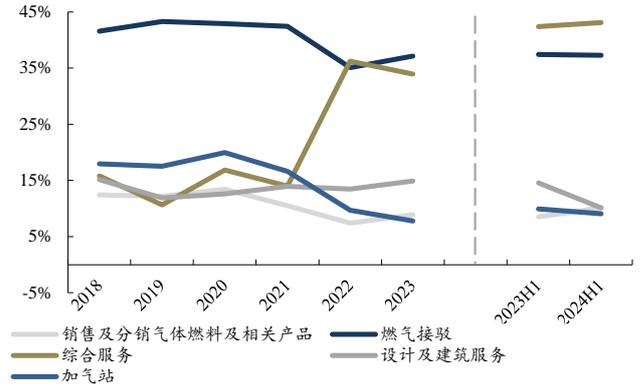
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图7：2018-2024H1 公司分类业绩结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

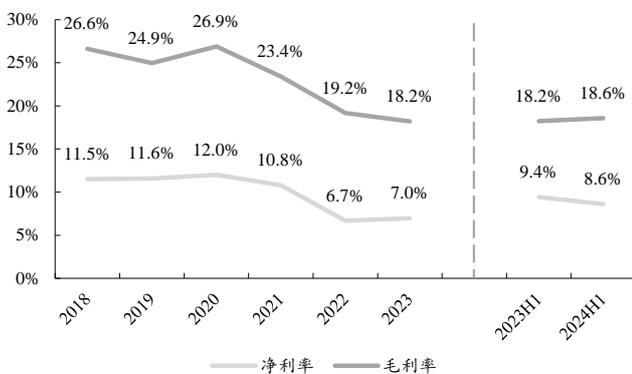
图8：2018-2024H1 各业务分类业绩利润率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

费用管控卓有成效，盈利回升。2018-2021 年公司毛利率保持在 20%以上，净利率保持在 10%以上，2022 年下降主要系燃气销售分销、加气站业务毛利率下跌，毛利率相对较高的接驳收入占比下降所致。2023 年，由于国内宏观经济持续稳定恢复，净利率略有提升。2018-2024H1 年，财务费用率保持相对稳定，销售费用率和管理费用率整体呈现下降趋势，使得期间费用率从 2018 年的 14.5%下降至 2024H1 的 9.7%。2023 年，公司管理费用率为 4.5%，同比增加 0.4pct，主要系公司这两年并购涉及资产评估增值带来的摊销费用增加；财务费用率为 0.9%，同比增加 0.3pct，主要系借贷总额提升。2022 年公司 ROE 水平为 11.8%，同比下降 4.7pct，主要系 2022 年城市燃气行业面临上游气源价格高企、终端需求不振的挑战，公司销气业务利润率下降；2023 年，由于气源紧张形势有所缓解、价格联动逐步落地，ROE 回升至 13.1%。

图9：2018-2024H1 公司净利率&毛利率



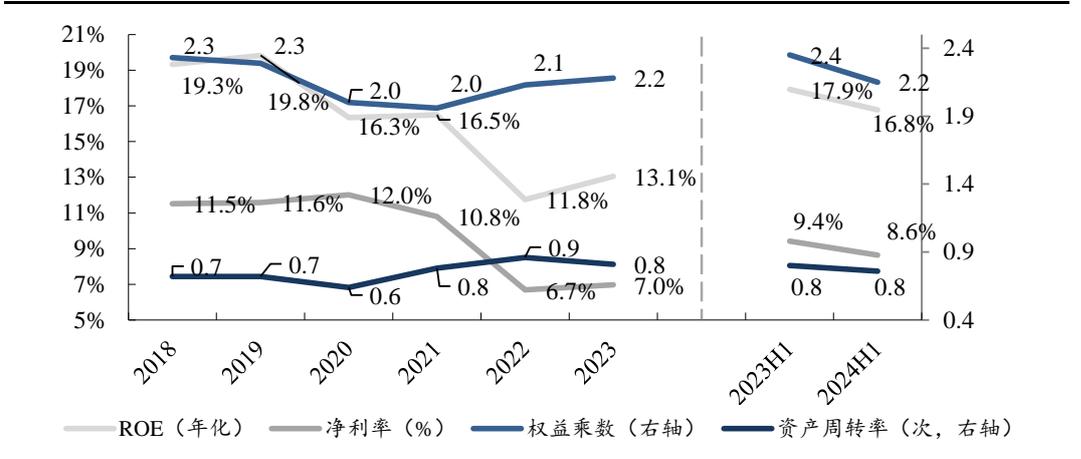
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图10：2018-2024H1 公司期间费用率降低



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

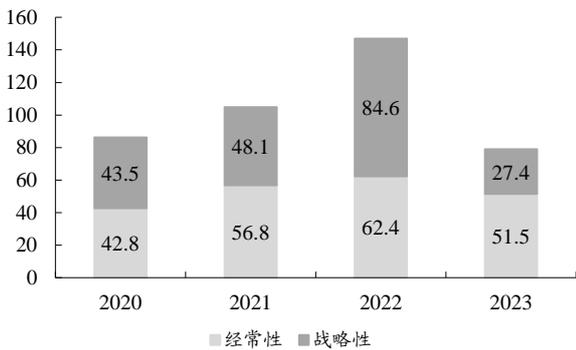
图11: 2018-2024H1 公司 ROE 水平



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

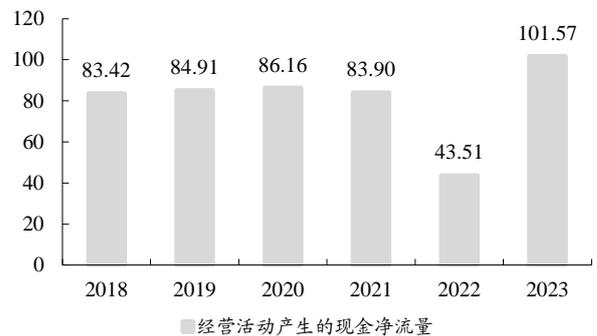
现金流良好匹配资本开支, 推动公司稳健发展。2018-2023 年, 公司经营活动现金流充足, 其中 2022 年经营性现金流为 43.51 亿港元, 同比下降 48.14%, 2023 年经营性现金流大幅改善至 101.57 亿港元, 同比增长 133.4%。2023 年, 公司资本开支 78.9 亿港元, 同比去年下降 68.1 亿港元; 其中经常性资本开支 (扩充其现有城市燃气管道和相关设施) 为 51.5 亿港元, 战略性资本开支 (收购扩充) 为 27.4 亿港元。公司现金流保持充足, 且高于资本开支, 推动公司稳健扩张。

图12: 2020-2023 年公司资本开支情况 (亿港元)



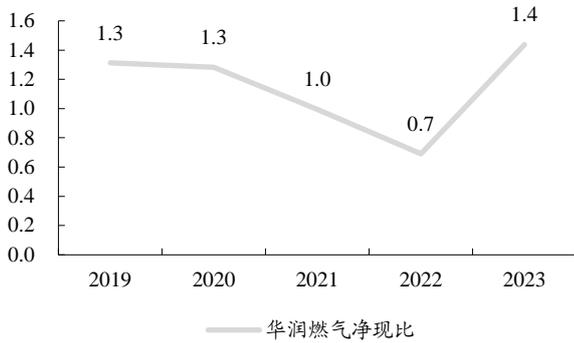
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图13: 2018-2023 年公司现金流情况 (亿港元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图14: 2019-2023 年公司净现比



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图15: 2019-2023 年公司分红能力

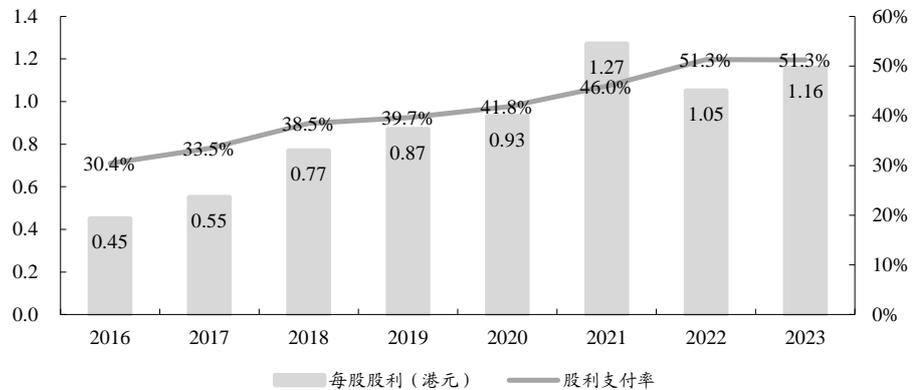


注: 自由现金流通过经营性净现金流减去报表披露的资本开支得出。

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

分红稳步提升, 2016-2023 年每股派息复合增速 14.5%。2023 年公司现金分红总额为 26.8 亿港元, 股利支付率为 51.25%。公司每股派息额由 2016 年的 0.45 港元稳步增长至 2023 年的 1.16 港元, 复合增速达 14.5%, 为股东创造长期稳定增长的回报。

图16: 2016-2023 年每股股利与股利支付率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

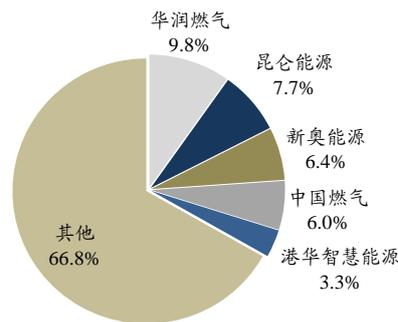
2. 城市燃气主业: 燃气销售价差修复, 气量稳定增长

2.1. 燃气销售业务: 项目优质, 市场化改革下价差修复盈利能力改善

用户基础良好&天然气分销版图扩大, 推动用气量攀升。2018-2023 年公司零售气量复合增速 9.8%。2023 年公司零售天然气销气量达到 387.80 亿方, 同比增长 8.1%, 占全国消费量 10%。2024H1 公司零售天然气销气量达到 209.0 亿方, 同比增长 5.3%。2018 年以来总体用户结构较为稳定, 公司天然气零售业务主要面向工商业用户、汽车加气站

以及居民用户；就公司燃气用户结构来说，2023年工业用户占51.9%，居民用户占24.3%，商业用户占21.2%。2024H1工业用户占46.2%，居民用户占27.6%，商业用户占23.4%，其中，工商业售气量之和占总售气量约70%，此类型用户可以接受的售价较高，与居民用户相比政府限价更高，保证了公司的下游顺价能力。公司拥有稳定的用户基础，为业务开展提供了重要资源。将国内五大城燃公司进行横向对比，2023年公司的单个城燃零售气量位列行业第一，且单项目用气量呈现逐年增加趋势，项目优质。公司天然气分销版图不断扩大，截至2023年底，集团层面注册城市燃气项目数已经达到276个，遍布全国25个省份，主要城市燃气项目广泛分布于中国经济较为发达的区域，且集中在国家天然气主干管线周边；约60%的居民用户分布在一、二线城市等经济水平较高的地区，42%的项目分布在GDP前十的省份/直辖市。2023年，公司完成重庆燃气财务并表、厦门项目股权增持和控股昆明煤气，进一步夯实了公司在核心城市燃气市场的主导地位。公司管网长度达到306955公里，为天然气的稳定输送供应提供了基础。工商业用户占比高&城燃项目大多位于经济较发达区域的区位优势，推动气量稳步增加。

图17：2023年各城燃公司零售气量占全国消费量比例



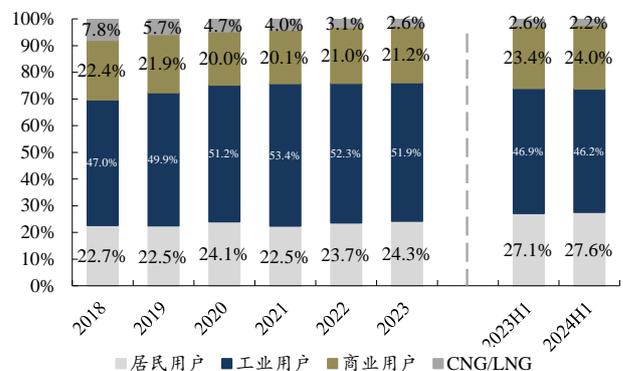
数据来源：发改委，各公司公告，东吴证券研究所

图18：2018-2023年城燃项目数目及管道建设情况



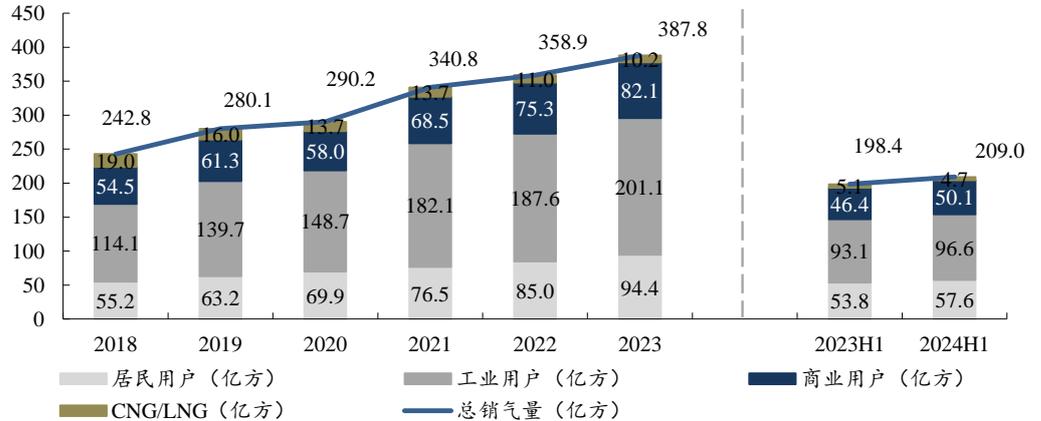
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图19：2018-2024H1公司燃气用户结构



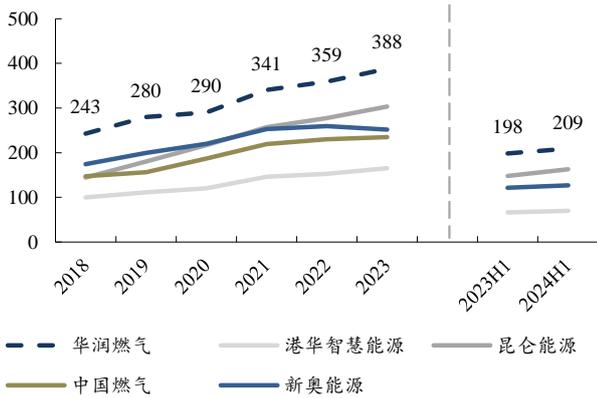
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图20: 2018-2024H1 公司用户用气量 (亿方)



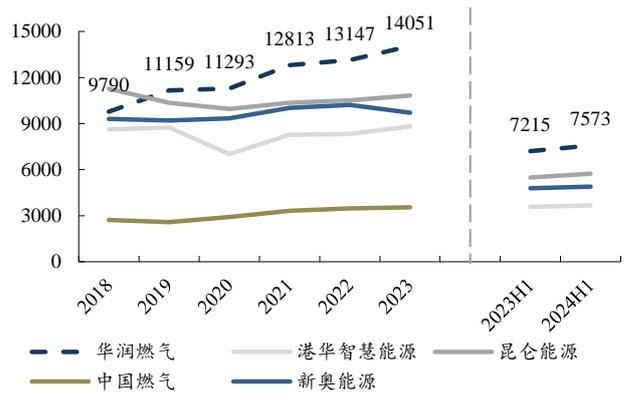
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图21: 城燃公司零售气量对比 (亿方)



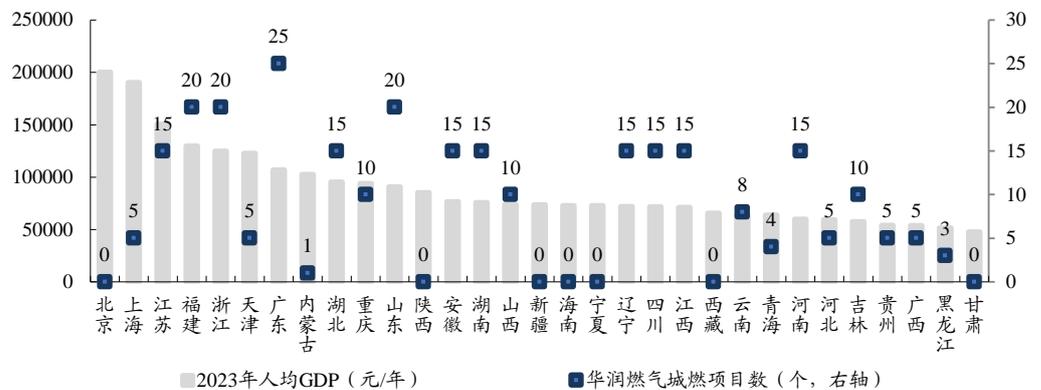
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图22: 城燃公司单个项目零售气量对比 (万方/个)



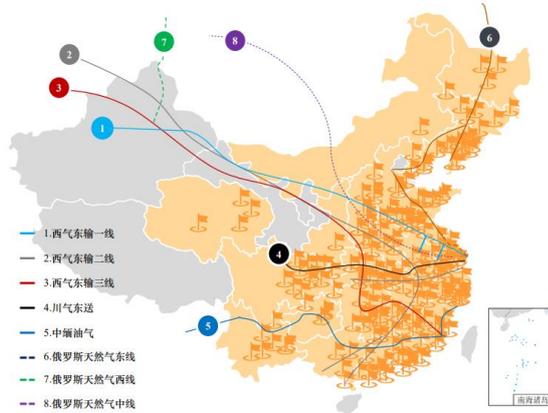
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图23: 截至 2023 年底, 公司 42% 的项目分布在 GDP 前十的省份/直辖市



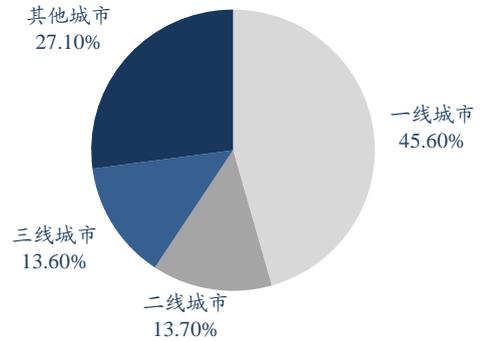
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图24: 截至 2023 年底, 公司 276 个城燃项目分布情况



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

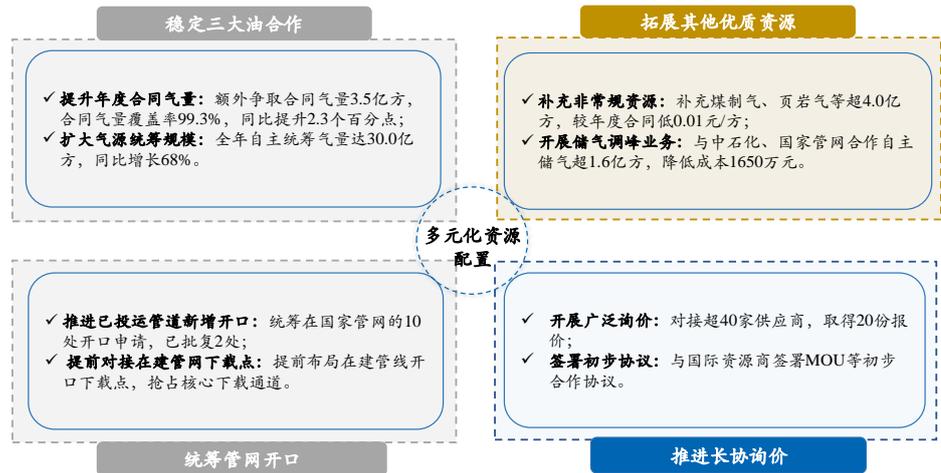
图25: 2023 年公司城镇居民用户分布



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

打造稳定可靠的天然气自主资源池。2023 年, 如东接收站开工建设, 与公司下游重点燃气市场高度契合; 与中石油签订十年管道气长协, 总量 410 亿方, 增强了气源保障能力, 有利于平抑季节性成本的大幅波动; 年度气源合同覆盖率升至 99.3%, 全年统筹气量 30.0 亿方, 同比增加 68%, 补充非常规资源 4.0 亿方, 资源获取能力不断提升, 气源成本得到进一步优化。

图26: 公司天然气自主资源池配置多元化

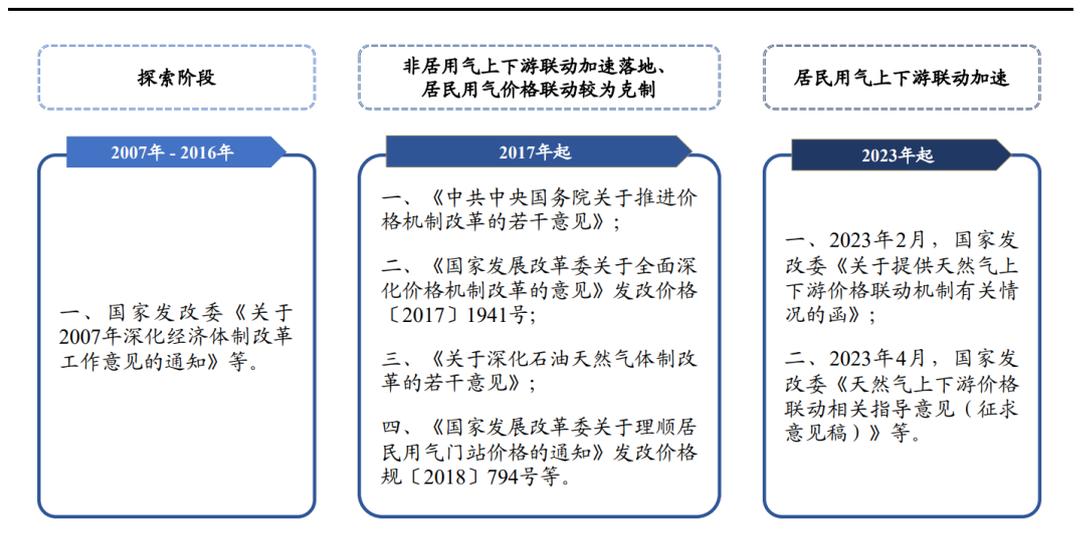


数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

顺价机制持续落地, 盈利能力修复。我国始终在推动天然气市场的改革, 2007-2016年处于探索阶段。2017年起非居民用气的上下游联动机制加速落地, 居民用气的价格联

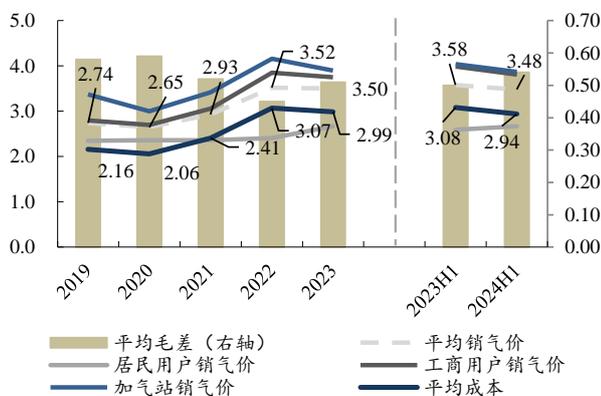
动较为克制。2022年由于上游气源价格高位运行、终端居民用气调价不畅，销气盈利能力有所下滑，2022年公司天然气零售毛差下滑0.07元/方至0.45元/方。2023年起，我国加大力度推动居民端上下游联动机制的落地，联动机制更加完善。2023年2月，国家发改委发布《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》，2023年，公司全力推动终端价格疏导，全年销气毛差已经从2022年的0.45元/方提升到2023年的0.51元/方，同比增长0.06元/方，顺价效果明显。我们梳理了全国地级以上城市的气价政策，**2022-2024M9，全国共有56%的地级及以上城市进行了居民的顺价，提价幅度为0.21元/方。**淡季到来，我们认为未进行顺价的城市将利用淡季的窗口期继续推动顺价，预计2024年采暖期到来之前（2024年10月底前）将有更多城市推动顺价落地，顺价弹性继续显现。

图27：上下游联动机制三阶段



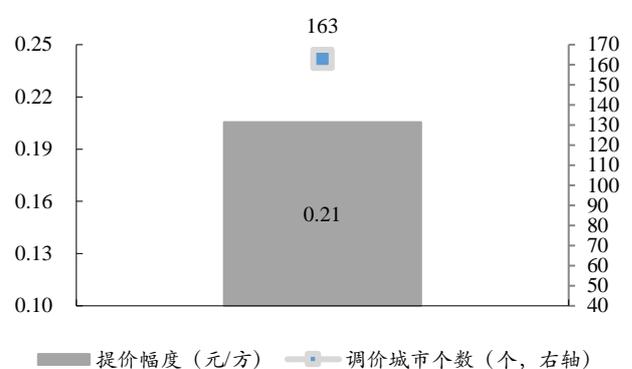
数据来源：发改委，中国政府网，界面新闻，财新周刊，东吴证券研究所

图28：2019-2024H1 售气价格及毛差情况（元/方）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图29：2022-2024M9 天然气顺价政策推行情况

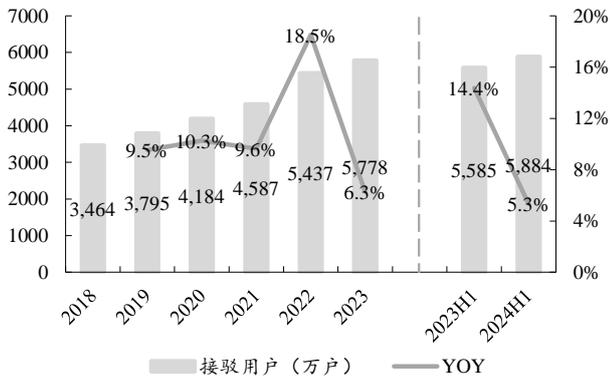


数据来源：各地政府网站，东吴证券研究所

2.2. 燃气接驳业务：转向内生增长，提高现有用户渗透率

接驳业务拓展转向内生增长，居民用户渗透从 2018 年的 50.3% 提至 2024H1 的 59.6%。公司接驳业务用户可分为居民用户和工商业用户两类。公司 2023 年新增居民用户 331.3 万户，同比下降 18.74%；公司 2024H1 新增居民用户 103.1 万户，同比下降 23.1%，其中新房用户为 88.2 万户，占比 85.5%。工商业新增接驳用户数量较稳定，2020-2023 年新开发工商业用户保持在 4 万户左右。凭借公司在经济发达区域的项目布局，短期内接驳业务市场保持相对稳定；公司用户体量不断扩大，2024H1 累计天然气用户增长至 5883.6 万户。公司积极开发存量客户的渗透率，2024H1 公司接驳可覆盖户数 9842 万户，居民用户渗透率达到 59.6%，渗透率有望进一步提升，为公司带来内生增长。

图30：2018-2024H1 公司累计接驳用户数量（万户）



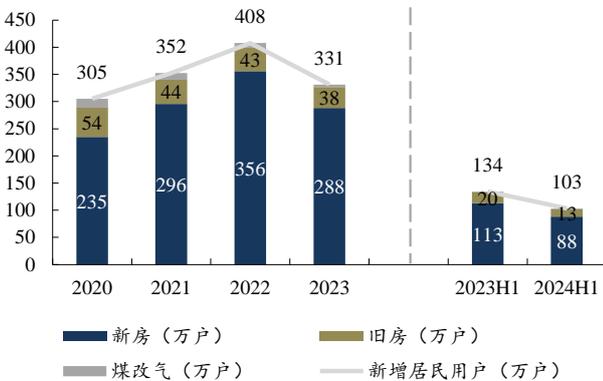
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图31：2018-2023 年接驳新增工商业用户（万户）



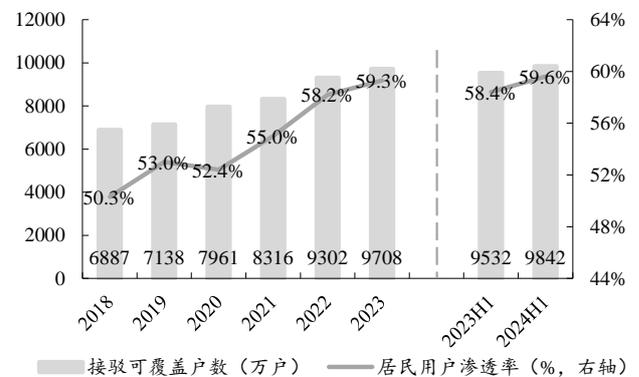
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图32：2020-2024H1 接驳新增居民用户（万户）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图33：2018-2024H1 公司居民用户渗透率

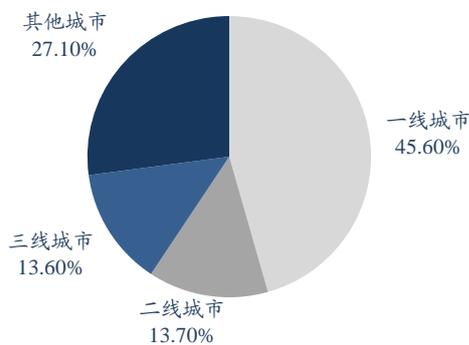


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 拓展综合服务和综合能源业务，打造新增长点

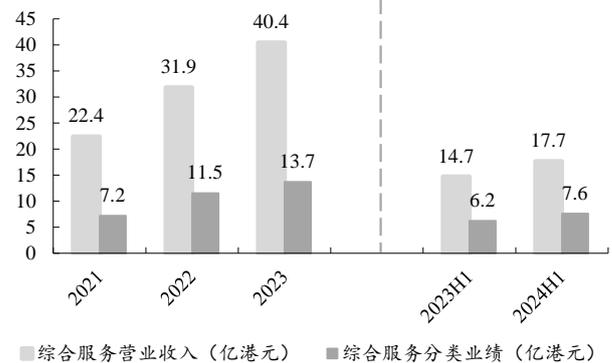
综合服务快速增长，打造“百城万店”模式。2023年，公司全面推广维修、安检、抄表、综合服务一体化网格服务模式，覆盖使用者超3000万户；打造“燃气管家”，使客户从营业厅办理业务变革为燃气管家提供线上服务；万余名燃气管家成为经营综合服务的“流动商店”，打造“百城万店”的沉浸式社区服务。截至2023年底，公司拥有5580.8万户城镇居民用户，其中三线及以上城市居民用户4068.4万户，占比72.9%，为综合服务打下良好用户基础。**综合服务业务主要是面向终端用户提供厨电燃热、保险代理和安居产品。**2023年，综合服务营业额由2022年的31.9亿港元大幅增长26.99%至40.4亿港元，分部溢利由2022年的11.5亿港元增长18.99%至13.7亿港元。2024H1，综合服务营业额由2023H1的14.7亿港元大幅增长20.0%至17.7亿港元，分部溢利由2023H1的6.2亿港元增长22.1%至7.6亿港元；其中2023年燃气具和安居业务收入分别为20.95亿港元和16.34亿港元，同比增加82.36%和13.17%；燃气保险业务收入为3.16亿港元，同比减少46.7%。综合服务业务渗透率不断提升，2023年厨电燃热和保险业务的存量用户市场占有率分别为8.6%和23.0%，2023年安居业务的户均收入由2022年的102.2元增长至107.2元；期待渗透率提升、业务放量。

图34：2023年公司城镇居民用户分布



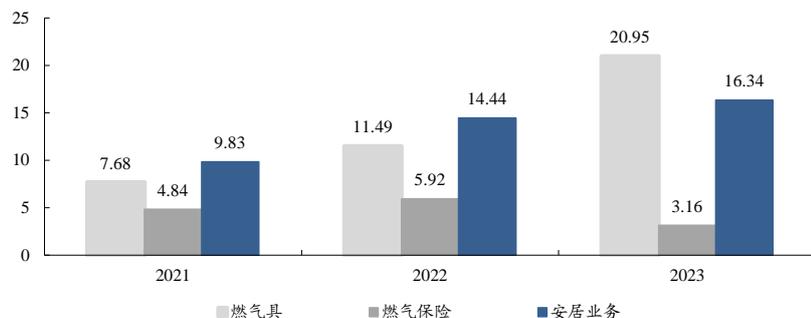
数据来源：公司官网，第一财经，东吴证券研究所

图35：2021-2023年综合服务营收和分类业绩(亿港元)



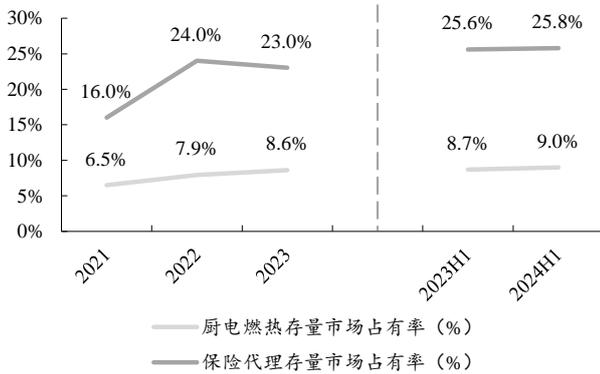
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图36：2021-2023年综合服务业务营业收入构成(亿港元)



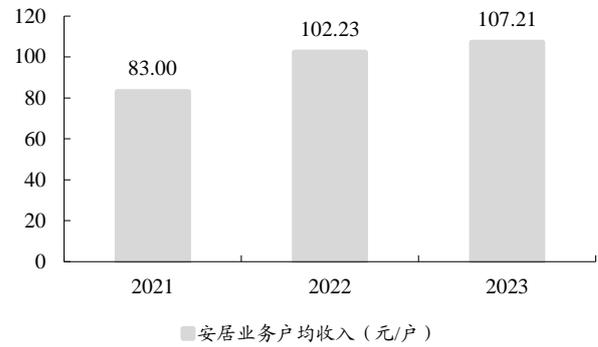
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图37: 2021-2024H1 厨电燃热和保险代理市占率 (%)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图38: 2021-2023 年安居业务户均收入 (元/户)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

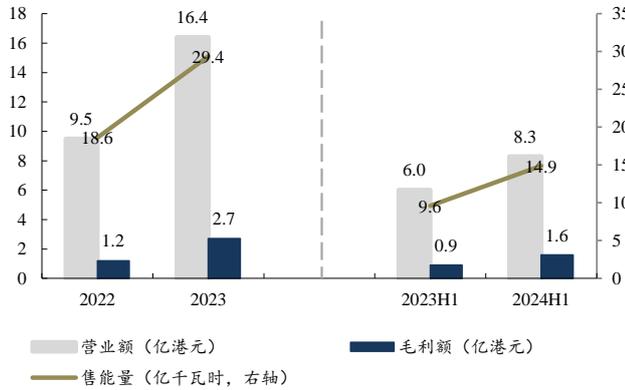
聚焦“两布一充”综合能源赛道, 挖掘工商业用户用能需求。公司择优选取分布式光伏、分布式能源和交通充能的发展赛道, 聚焦园区、公建和交通优质用能场景。2023年, 能源销售量同比增长 84.9%至 29.4 亿千瓦时, 实现综合能源业务营业额 16.4 亿港元, 同比增长 72.6%, 毛利额 2.7 亿港元, 同比增长 125.0%。2024H1, 能源销售量同比增长 54.6%至 14.9 亿千瓦时, 实现综合能源业务营业额 8.3 亿港元, 同比增长 38.0%, 毛利额 1.6 亿港元, 同比增长 84.3%, 综合能源收入和毛利保持较快增速。2024H1 公司新签约分布式光伏项目 27 个, 累计开发 208 个; 新签约分布式能源项目 28 个, 累计开发 211 个。公司加快发展交通充能业务, 2024H1, 累计投运充电站 263 座, 同比增加 86 座, 绑定服务车辆 9386 辆, 全年售电量 1.8 亿度, 同比增长 20.0%。

表1: “两布一充”综合能源业务模式

应用场景	商业模式	特点
分布式光伏	单体工商业用户和整域分布式光伏 自发自用, 余电上网	<ul style="list-style-type: none"> 与燃气主业协同强、边际成本低 投资收益稳健、现金流稳定 快速、规模化复制推广
分布式能源	园区和公建 发力轻资产业务, 合同能源管理是主流模式, 包括空调冷暖、生活热水、燃气锅炉等	<ul style="list-style-type: none"> 优质园区和医院数量多 终端用户需求多样化 轻资产运行投资小、回报快、风险低
交通充能	小区、园区、城市快充 布局重庆、成都、郑州等重点城市, 搭建充电数智化运营平台, 统筹推进交通充能业务	<ul style="list-style-type: none"> 经济发达区域的城燃项目布局 与城市燃气公司共享运营人员 现有加气站的区位优势

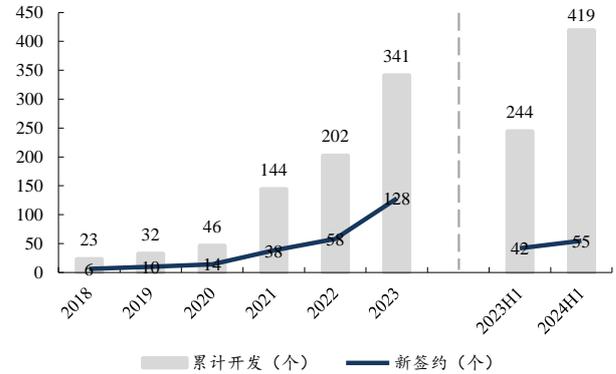
数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

图39: 2022-2024H1 能源销量&营业额&毛利额



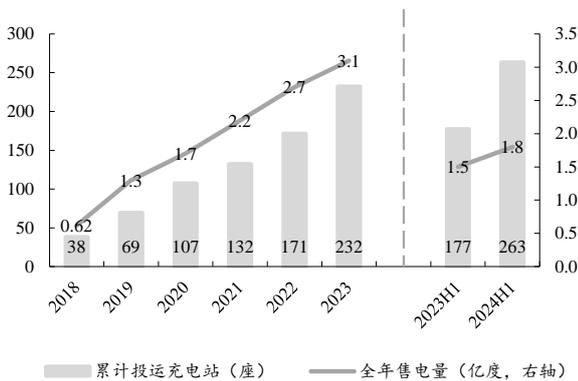
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图40: 2018-2024H1 新签约项目和累计开发项目 (个)



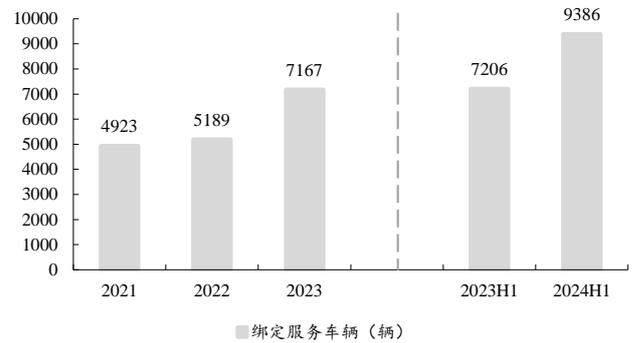
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图41: 2018-2024H1 累计投运充电站及售电量



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

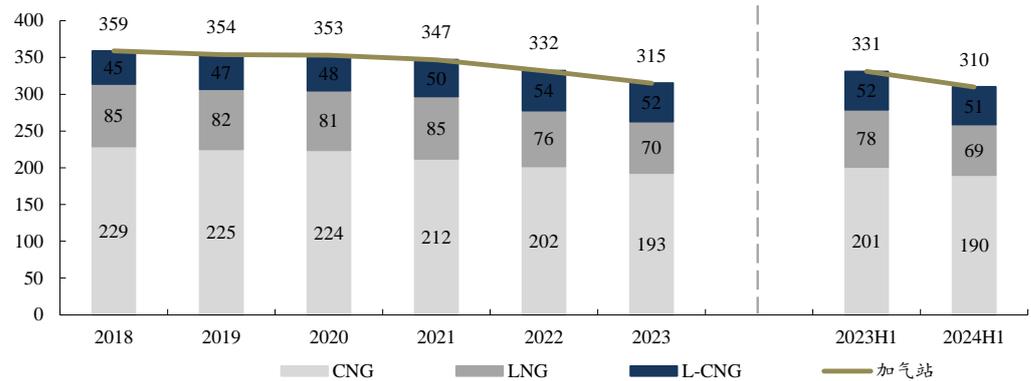
图42: 2021-2024H1 绑定服务车辆数目



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

公司坚持“1+2+N”业务战略，同时发展设计及建设服务以及加气站业务。设计及建设服务主要是指有关燃气接驳项目的设计、建设、顾问及管理；加气站业务主要指于天然气加气站销售气体燃料。截至2024H1，公司累计取得310座加气站，其中CNG加气站190座、LNG加气站69座、L-CNG加气站51座。公司将坚持“1+2+N”业务战略，在做好城燃主业稳定发展的基础上，丰富天然气自主资源池，推动优质外延项目投资，持续提升综合服务业务的渗透率、拓展综合能源的规模，促进业绩稳步增长，实现可持续发展。

图43: 2018-2024H1 加气站 (CNG/LNG/L-CNG) 数量 (座)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

4. 盈利预测

结合公司各业务发展情况, 我们预计 2024-2026 年公司各业务板块总收入为 983.54/1046.83/1113.46 亿元, 总分类业绩为 142/154/164 亿港元, 分业务来看:

燃气销售: 用户优质, 气量稳定增长、价差修复。2024-2026 年气量增速分别为 6.8%/6.9%/6.4%, 价差 0.55/0.58/0.58 元每方; 分类业绩 84.9/96.0/102.3 亿港元, 分类业绩利润率 10.6%/11.1%/11.1%。

燃气接驳: 随地产周期而下行, 2024-2026 年居民接驳量 285/242/218 万户, 以每年 10-15% 的速度下滑; 分类业绩 35.8/31.3/28.4 亿港元, 分类业绩利润率 36%/35%/34%。

双综业务快速增长: 2024-2026 年, 1) 综合服务业务收入增速近 30%, 分类业绩 17.7/22.9/29.4 亿港元, 分类业绩利润率 34%/34.5%/35%; 2) 综合能源业务收入增速保持 50% 左右, 毛利 4.4/7.0/10.5 亿港元, 毛利率 17%/17.5%/18%。

设计及建筑服务业务稳步下降: 2024-2026 年分类业绩 0.51/0.43/0.36 亿港元, 分类业绩利润率保持 13.0%。

加气站业务稳步恢复: 2024-2026 年分类业绩 3.03/3.14/3.46 亿港元, 分类业绩利润率 10.3%/11.7%/13.8%。

居民提价偏慢、接驳超预期下滑对业绩影响有限。 我们假设 2024 年接驳户数下滑 14%, 如果接驳超预期下滑 18%, 则 2024 年公司归母净利润将减少 0.58 亿港元, 影响可控。当公司价差修复幅度在 0.02~0.06 元/方, 2024 年公司归母净利润将在 52.67~61.77 亿港元, 与假设 2024 年价差修复 0.04 元/方至 0.55 元/方相比, 2024 年公司归母净利润将变动 -4.55~+4.55 亿港元。

表2: 公司分业务预测

亿港元	2023A	2024E	2025E	2026E
1. 销售及分销气体燃料及相关产品				
营业收入	826.25	798.66	860.99	918.20
YOY	9.97%	-3.34%	7.80%	6.64%
分类业绩	73.44	84.86	95.96	102.33
YOY	32.32%	15.54%	13.07%	6.64%
分类业绩利润率	8.9%	10.6%	11.1%	11.1%
总销气量 (亿方)	387.8	414.0	442.8	471.3
YOY	8.06%	6.76%	6.94%	6.44%
平均毛差 (元/方)	0.51	0.55	0.58	0.58
2. 燃气接驳				
营业收入	108.88	99.50	89.37	83.63
YOY	-10.81%	-8.62%	-10.18%	-6.42%
分类业绩	40.41	35.82	31.28	28.44
YOY	-5.68%	-11.36%	-12.67%	-9.09%
分类业绩利润率	37.1%	36.0%	35.0%	34.0%
新增接驳工商用户 (万户)	4.13	4.00	4.00	4.00
新增居民用户 (万户)	331	285	242	218
3. 综合服务				
营业收入	40.45	52.15	66.23	83.82
YOY	26.99%	28.91%	27.01%	26.56%
分类业绩	13.73	17.73	22.85	29.34
YOY	18.99%	29.13%	28.87%	28.40%
分类业绩利润率	33.9%	34.0%	34.5%	35.0%
4. 设计及建筑服务				
营业收入	4.36	3.92	3.33	2.73
YOY	-7.58%	-10.00%	-15.00%	-18.00%
分类业绩	0.65	0.51	0.43	0.36
YOY	2.02%	-21.38%	-15.00%	-18.00%
分类业绩利润率	14.9%	13.0%	13.0%	13.0%
5. 加气站				
营业收入	32.79	29.31	26.91	25.07
YOY	-1.74%	-10.60%	-8.20%	-6.82%
分类业绩	2.56	3.03	3.14	3.46
YOY	-20.82%	18.21%	3.76%	10.16%
分类业绩利润率	7.8%	10.3%	11.7%	13.8%
6. 综合能源业务 (以净值即毛利形式体现在其他收入里)				
营业额	16.40	26.06	39.99	58.46
YOY	72.63%	58.92%	53.44%	46.17%
毛利额	2.70	4.43	7.00	10.52
YOY	125.00%	64.10%	57.95%	50.35%
毛利率 (%)	16.5%	17.0%	17.5%	18.0%
总营业收入	1012.72	983.54	1046.83	1113.46
总分类业绩	130.79	141.94	153.66	163.92
本公司拥有人应占净利润	52.24	57.22	62.71	67.88

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所预测

表3: 2024年公司归母净利润敏感性测算

2024年归母净利润 (亿港元)		价差提升幅度(元/方)							
		0	0.01	0.02	0.03	0.04	0.05	0.06	0.07
接 驳 下 滑 幅 度	0%	49.91	52.19	54.47	56.75	59.02	61.30	63.58	65.86
	-5%	49.29	51.56	53.84	56.11	58.39	60.67	62.94	65.22
	-9%	48.71	50.98	53.26	55.53	57.81	60.08	62.35	64.63
	-14%	48.13	50.40	52.67	54.95	57.22	59.49	61.77	64.04
	-18%	47.55	49.82	52.09	54.36	56.64	58.91	61.18	63.45
	-23%	46.97	49.24	51.51	53.78	56.05	58.32	60.59	62.86
	-28%	46.39	48.66	50.93	53.20	55.47	57.73	60.00	62.27

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

城市燃气项目优质、顺价推进利润修复、双综业务增速领先行业。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 57.22/62.71/67.88 亿港元, 同比+9.5%/+9.6%/+8.2%, 对应当前 PE11.5/10.5/9.7 倍(估值日期 2024/11/14), 与行业内其他公司相比利润增速更快, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表4: 同行业公司对比(估值日期 2024/11/14)

公司简称	股票代码	股价 (港元/股)	市值 (亿港元)	归母净利润(亿元/亿港元)				2023-2026年归母 净利润CAGR	P/E			
				2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
昆仑能源	0135.HK	7.60	658	56.82	61.06	65.60	70.60	7.5%	10.7	9.9	9.2	8.6
新奥能源	2688.HK	52.35	592	68.16	69.11	76.15	83.49	7.0%	8.0	7.9	7.2	6.5
同业平均				62.49	65.08	70.87	77.05	7.2%	9.2	8.8	8.1	7.5
华润燃气	1193.HK	28.50	659	52.24	57.22	62.71	67.88	9.1%	12.6	11.5	10.5	9.7

注: 新奥能源和昆仑能源的归母净利润币种为人民币, 华润燃气为港元。昆仑能源、华润燃气盈利预测来自东吴证券研究所, 新奥能源盈利预测来自 wind 一致预期。港元兑人民币汇率为 0.92。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

地产周期影响: 截至 2023 年底, 公司接驳利润占比 31%, 如果接驳量受地产周期影响超预期下滑, 将对公司整体的利润带来较大负面影响。

经济增速不及预期: 天然气消费量与经济发展速度密切相关, 如未来经济增速不及预期, 将对国内天然气消费量增长产生不利影响。

极端天气&国际局势变化: 如遇极端天气、国际局势变动进而出现针对天然气的能源制裁等情况, 将对全球天然气供需产生扰动, 各地气价可能会产生较大变动, 对国内天然气供应商盈利能力造成影响; 城燃终端价格调整仍存在时滞, 对当期盈利水平造成不利影响, 长时间维度来看影响可控。

安全经营风险: 天然气易燃易爆, 如在储配过程中发生爆炸等安全事故, 将对业内公司生产经营产生影响。

华润燃气三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	35,453.80	35,971.41	35,071.64	41,602.35	营业总收入	101,762.48	98,881.61	105,266.61	112,005.79
现金及现金等价物	9,978.47	10,733.46	9,443.22	13,778.95	营业成本	82,820.23	77,477.72	81,322.52	86,429.93
应收账款及票据	11,435.93	10,561.89	11,571.33	12,279.46	销售费用	6,820.39	7,376.51	8,165.26	8,740.63
存货	1,493.61	1,400.93	1,443.50	1,551.89	管理费用	4,529.01	4,720.97	5,234.14	5,567.28
其他流动资产	12,545.80	13,275.12	12,613.58	13,992.05	研发费用	-	-	-	-
非流动资产	102,417.29	106,724.85	109,126.27	109,605.94	其他费用	164.61	177.04	230.30	278.36
固定资产	61,198.86	62,038.92	62,349.47	62,157.00	经营利润	7,428.23	9,129.38	10,314.38	10,989.59
商誉及无形资产	10,346.34	11,779.02	12,652.57	12,994.94	利息收入	381.02	149.68	161.00	141.65
长期投资	22,301.33	24,336.16	25,553.48	25,883.25	利息支出	940.93	1,088.52	1,014.77	897.52
其他长期投资	3,205.58	3,205.58	3,205.58	3,205.58	其他收益	2,040.72	1,989.22	1,994.10	2,002.01
其他非流动资产	5,365.18	5,365.18	5,365.18	5,365.18	利润总额	8,909.05	10,179.75	11,454.71	12,235.73
资产总计	137,871.09	142,696.26	144,197.92	151,208.29	所得税	1,850.16	2,341.34	2,863.68	2,936.58
流动负债	51,108.93	52,077.27	49,744.17	52,970.13	净利润	7,058.89	7,838.41	8,591.03	9,299.16
短期借款	8,817.66	8,817.66	7,817.66	6,617.66	少数股东损益	1,835.18	2,116.37	2,319.58	2,510.77
应付账款及票据	14,435.11	11,627.44	12,446.30	13,754.39	归属母公司净利润	5,223.71	5,722.04	6,271.45	6,788.38
其他	27,856.17	31,632.16	29,480.22	32,598.08	EBIT	9,468.96	11,118.59	12,308.48	12,991.60
非流动负债	23,378.47	22,378.47	20,878.47	18,878.47	EBITDA	13,530.07	14,845.85	16,124.37	16,841.70
长期借款	17,831.12	16,831.12	15,331.12	13,331.12	Non-GAAP	-	-	-	-
其他	5,547.35	5,547.35	5,547.35	5,547.35					
负债合计	74,487.40	74,455.74	70,622.64	71,848.60					
股本	231.40	231.40	231.40	231.40	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	22,611.45	24,727.82	27,047.40	29,558.17	每股收益(元)	2.26	2.47	2.71	2.93
归属母公司股东权益	40,772.23	43,512.70	46,527.87	49,801.52	每股净资产(元)	27.39	29.49	31.80	34.30
负债和股东权益	137,871.09	142,696.26	144,197.92	151,208.29	发行在外股份(百万股)	2,314.01	2,314.01	2,314.01	2,314.01
					ROIC(%)	9.09	9.31	9.69	10.07
					ROE(%)	12.81	13.15	13.48	13.63
					毛利率(%)	18.22	21.23	22.32	22.38
					销售净利率(%)	5.16	5.82	5.99	6.10
					资产负债率(%)	54.03	52.18	48.98	47.52
					收入增长率(%)	7.47	(2.83)	6.46	6.40
					净利润增长率(%)	10.36	9.54	9.60	8.24
					P/E	12.63	11.53	10.52	9.72
					P/B	1.04	0.97	0.90	0.83
					EV/EBITDA	5.61	5.45	4.94	4.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年11月14日的0.92,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>