

公用事业

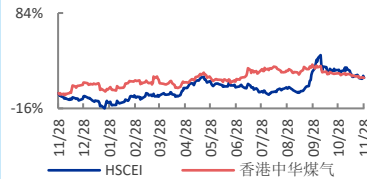
2024 年 11 月 29 日

报告原因：首次覆盖

买入（首次评级）

市场数据：	2024 年 11 月 28 日
收盘价（港币）	5.90
恒生中国企业指数	6924.51
52 周最高/最低（港币）	6.66/5.25
H 股市值（亿港元）	1,100.93
流通 H 股（百万股）	18,659.87
汇率（人民币/港币）	1.0823

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

研究支持

朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

联系人

朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

香港中华煤气 (00003)

——城燃回暖高分红 绿色能源添动能

- **公司城燃行业起步于香港，目前已遍及全国。**香港中华煤气有限公司成立于 1862 年，并早在 1960 年即在香港上市。1995 年，公司进入内地市场，开启了全国化的探索和布局，目前已经发展为五大全国性城市燃气企业之一。截至 2024 年上半年，公司业务已遍布 29 个省、直辖市及自治区，内地拥有 321 个城市燃气项目，燃气用户规模超 4000 万户。1H24 公司在中国香港及内地天然气销量约 190.3 亿 m³（其中香港 4.3 亿 m³），约占全国天然气表观消费量的 8.9%。
- **香港业务盈利稳定，未来仍具提价空间。**香港燃气市场已进入成熟期，公司用户规模温和稳定增长。2023 年公司在香港覆盖用户数突破 200 万户，市场覆盖率达 75%，主要以居民及商业客户为主。2023 年香港燃气销售结构中，住宅、商业、工业分别占比 54%、40%、6%，随着居民及商业用气需求增加，我们测算至 2028 年末，香港业务销气量较 2023 年底仍存在 7% 的增量空间。公司在香港地区调价自主性较强，可根据成本变动情况调增燃气终端售价，盈利能力较强且高度稳定。2024 年 8 月，多年未变的保养月费调增 0.5 港元/月，基本定价也上涨 0.013 港元/MJ。展望未来，由于香港地区电价上涨幅度较燃气更高，燃气性价比持续凸显，价格长期仍具备进一步提升空间。
- **内地业务销量稳定成长，顺价改善毛差持续修复。**截至 2024 年上半年，公司直接及通过子公司港华智慧能源合计控制内地城市燃气项目 321 个，广泛集中于华东、华南、华中等人口稠密、经济发达地区，具备显著区位优势。2018-2023 年间公司销气量 CAGR 达 8.56%。2023 年公司工业、商业、居民、分销及其他用气占比分别为 45%、14%、22%、19%。电动车、锂电池、光伏产品等行业用气规模高速增长，有望带动公司销气量持续提升。2023 年下半年起，国家大力推进居民气顺价机制的执行力度。在公司燃气业务所覆盖的城市中，包括南京、西安、济南等省会城市已经先后完成调价。1H24 销气毛差显著回升至 0.47 元/m³，同比增长 0.05 元/m³。量利齐升驱动，公司内地燃气市场盈利能力有望持续提升。
- **多点开花，注入公司发展新动能。**延伸业务方面，公司聚焦居民用户，主要由全资子公司名气家为客户打造一站式生活服务解决方案。公司在内地与香港分别覆盖超过 4100 万和 200 万用户，为发展延伸业务提供坚实客群基础。2024 年上半年，延伸业务贡献利润 1.9 亿港元，其中香港与内地业务分别贡献 1.4 亿港元与 0.5 亿港元。可再生能源业务方面，公司在深耕燃气领域多年后积累大量优质园区工业用户，以此为基础 2022 年起公司开始发展分布式光伏及能碳服务，受益于公司精益运营管理及良好项目开发策略，2023 年起公司可再生能源业务已实现扭亏为盈。产能稳步爬升，多元发展未来可期。公司积极布局可再生能源领域，包括可持续航空燃料、绿色甲醇及氢化植物油的生产销售工作。长期来看，公司在可持续能源方面产能逐步爬升，有望持续增厚公司业绩。
- **首次覆盖，给予“买入”评级。**基于公司内地燃气销量增长稳定，毛差稳步修复，以及香港地区盈利能力持续扩张，多元业务持续向好的预期，我们预测公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 62.07、67.13、70.94 亿港元，EPS 分别为 0.33、0.36、0.38 港元/股。香港中华煤气长达二十余年分红政策长期稳定（每年 0.35 港元/股），长期以来股价锚定美债收益率，在美元降息周期内，随着无风险收益率下降，股息率回报要求降低利于公司估值提升。同时随着城市燃气行业经营稳定性逐步增强，业绩将逐步回归平稳增长期，随着城燃现金流逐步增长，DCF 估值能进一步体现公司基本面上行带来的估值提升空间。经测算，我们给予公司目标价 7.77 港元，较当前股价有 31.7% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

- 风险提示：天然气价格高波动风险、国内顺价落地情况不及预期、燃气销售增长情况低于预期

财务数据及盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万港元）	60,953	56,971	59,446	61,632	63,593
同比增长率（%）	14	-7	4	4	3
归母净利润（百万港元）	5,359	6,179	6,207	6,713	7,094
同比增长率（%）	5	15	2	8	6
每股收益（港元/股）	.	.	.	.	.
净资产收益率（%）	8.75	10.32	10.43	11.24	11.77
市盈率	21.0	18.2	17.8	16.4	15.6
市净率	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

公司深耕燃气销售主营业务，拥有稳定的销气结构和优质的城燃项目，并不断拓宽能碳服务范围，开拓居民延伸服务、可再生能源、可持续能源等业务，持续赋能公司业绩增长。中国香港地区基本收费与基本定价走高，公司在香港地区燃气售价持续上涨。内地区域随着居民端顺价政策相继落地，量价齐升利好毛差修复，提振公司长期盈利能力。公司城燃项目集中于中东部经济发达地区，积累大量优质客户资源。无论是对延伸业务还是对可再生能源业务，公司均可进一步挖掘客群资源价值，持续为公司创造业绩增量。

基于公司内地燃气销量增长稳定，毛差稳步修复，以及香港地区盈利能力持续扩张，多元业务持续向好的预期，我们预测公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 62.07、67.13、70.94 亿港元，EPS 分别为 0.33、0.36、0.38 港元/股。通过 DCF 估值视角，我们测算公司目标价 7.77 港元，较当前股价有 31.7% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

香港业务：考虑到香港工业、商业用气需求稳定恢复，我们预计 2024-2026 年公司香港业务销气量分别为 27121、27345、27580TJ，考虑到公司香港燃气业务的历史调价节奏和幅度，我们预计 2024-2026 年平均销气价格分别为 0.30、0.30、0.31 港元/MJ，单户延伸与其他业务收入维持 1140 港元/户。

内地公用业务：考虑到下游工商业和气电需求的增长，我们预计 2024-2026 年公司内地城市燃气销气量分别为 371.56、397.81、421.06 亿方，考虑到居民端顺价落地平均销气毛差分别为 0.48、0.51、0.52 元/方。

有别于大众的认识

市场认为公司业绩近期增速较为缓慢，对公司长期成长性认识有限，我们认为公司燃气量利均有增长潜力，同时多元化业务可以进一步增厚公司业绩。香港中华煤气长达二十余年分红政策长期稳定，长期以来股息率定价为香港中华煤气的核心估值体系，公司股价锚定美债收益率波动。但股息率定价事实上忽视了城燃企业的新兴业务成长能力，低估城燃企业实际价值。随着全球气价回归正常区间，天然气上下游成本传导机制完善，城市燃气行业经营稳定性逐步增强，DCF 估值能进一步体现公司基本面上行带来的估值提升空间。

股价表现的催化剂

美国联邦利率超预期下行，全球气价超预期回落，内地工商业用气增速高增

核心假设风险

天然气价格高波动风险、国内顺价落地情况不及预期、燃气销售增长情况低于预期

目录

1. 香港中华煤气：行业先驱 城燃标杆	6
1.1 百年老店历久弥新 业务多元驱动成长	6
1.2 主营业务盈利改善 公司业绩进入修复拐点	8
2. 香港燃气业务：量稳利增 基本盘稳固	10
2.1 用户规模稳中有增 销气规模基本稳定	10
2.2 燃气调价自主可控 盈利能力存提升空间	12
2.2.1 燃气定价由三部分组成 近年来逐步提升	12
2.2.2 电力价格走高凸显燃气性价比 香港气价调涨空间仍然广阔	14
3. 内地燃气业务：量利双升可期 创造业绩增量	17
3.1 集团项目优质 销气规模持续增长	17
3.2 居民顺价持续推进 成本改善助推毛差修复	20
4. 其他业务：多点开花 注入公司发展新动能	24
4.1 延伸业务：挖掘居民用户潜力 满足多样化需求	24
4.2 可再生能源：轻装上阵 快速发展	25
4.3 可持续能源：引战国际资本 业务迎来新篇章	27
5. 盈利预测及估值	28
5.1 盈利预测	28
5.2 分红稳定性优于业绩稳定性 股息率定价成城燃估值主流	29
5.3 经营稳定性回归 DCF 视角下城燃长期价值进一步彰显	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1：公司历史发展沿革.....	6
图 2：截至 2024H1 公司股权结构	7
图 3：公司业务分部情况（截至 2023 年底）	7
图 4：2019-2024H1 公司营业收入及增速（单位：亿港元）	8
图 5：2019-2024H1 公司收入结构（单位：亿港元）	8
图 6：2012-1H24 公司 EBIT 结构（单位：亿港元）	8
图 7：2012-1H24 公司归母净利润及增速（单位：亿港元）	8
图 8：2012-2023 年公司 ROE、ROA 变化趋势.....	9
图 9：2012-2024H1 公司资产负债率变化趋势	9
图 10：2012-2023 年公司派息额及派息率（单位：亿港元）	10
图 11：中国香港住宅户数及同比增长（单位：万户）	10
图 12：2001-2023 年公司香港业务客户数量及覆盖率（单位：万户）	11
图 13：2001-2023 年公司香港业务燃气销售量（单位：TJ）	11
图 14：2024-2028 年公司香港业务燃气销售增量分布（单位：TJ）	12
图 15：中国香港燃气定价机制.....	12
图 16：中国香港每月基本收费、保养月费（单位：港元/户）	13
图 17：中国香港燃气基本定价变化趋势（单位：港元/MJ）	13
图 18：2022 年香港业务气源结构.....	14
图 19：石脑油价格趋势（单位：元/吨）	14
图 20：中国香港电力定价机制.....	15
图 21：秦皇岛动力末煤价格(Q5500,山西产)（单位：元/吨）	15
图 22：JKM 天然气主连期货价格（单位：美元/百万英热）	15
图 23：布伦特原油现货价格（单位：美元/桶）	15
图 24：中国香港发电燃料结构变化趋势.....	15
图 25：港灯燃料结构（单位：TJ）	16
图 26：中电燃料结构（单位：TJ）	16
图 27：港灯电价构成变化（单位：港元/度）	16
图 28：中电电价构成变化（单位：港元/度）	16
图：电费和煤气费对比和折价比例（单位：港元/MJ）	

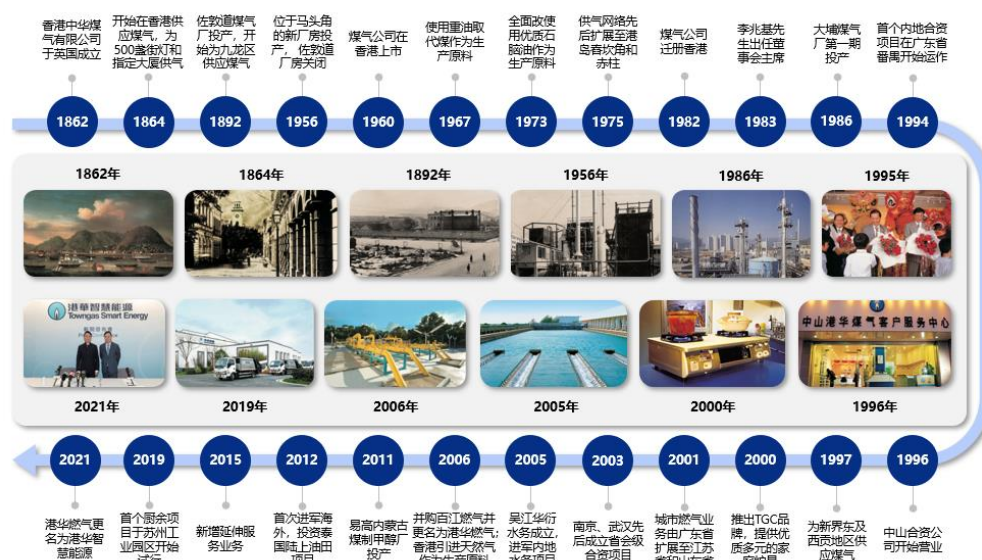
图 30: 天然气表观消费量 (单位: 亿 m ³)	19
图 31: 2018-2023 年 H1 公司销气量 (单位: 亿 m ³)	19
图 32: 2019-2023 年 H1 公司销气结构变化	19
图 33: 2018-1H24 内地公用事业营收规模及增速	20
图 34: 2018-1H24 内地公用事业 EBIT 及 EBIT 利润率	20
图 35: 气源统筹地图	23
图 36: 2018-1H24 公司内地燃气供销价格及毛差 (单位: 元/m ³)	24
图 37: 业务介绍	24
图 38: 公司厨电销售量 (单位: 万台)	25
图 39: 公司橱柜销售量 (单位: 台)	25
图 40: 2022-2024 年光伏并网规模 (单位: GW)	26
图 41: 2022-2024 年光伏发电量 (单位: 亿千瓦时)	26
图 42: 公司可再生能源业务发展思路	26
图 43: EcoCeres 厂址分布地图	27
图 44: 不同估值方式对比及切换条件	29
图 45: 股息率定价公式	29
图 46: 近年来港股全国性城燃公司股息率与美国十年期国债收益率对比	30
图 47: 公司股息率及息差水平	31
表 1: 香港电力《管制计划协议》主要内容	14
表 2: 公司内地城燃项目分布	17
表 3: 国家层面持续推进天然气价格上下游联动机制建立	20
表 4: 地方政府层面持续推进天然气价格上下游联动机制建立	21
表 5: 公司经营区内居民气价联动机制逐步推进 (单位: 元/立方米)	22
表 6: 业务拆分与盈利预测	28
表 7: 复杂 FCFF 模型估值结果	31

1. 香港中华煤气：行业先驱 城燃标杆

1.1 百年老店历久弥新 业务多元驱动成长

起步香港辐射全国，香港中华煤气成长为领先的全国性城燃企业。香港中华煤气有限公司成立于 1862 年，是中国香港历史最悠久的公用事业企业，也是中国香港规模最大的能源供应商之一。公司于 1960 年即在香港上市，发展至今为超过 200 万户香港客户供应燃气。在上世纪 90 年代，中国内地对天然气的需求快速增加，公司开始进入内地市场，1995 年在番禺启动首个内地合资项目，开启了全国化的探索和布局。2000 年，香港中华煤气在内地经营的子公司港华智慧能源有限公司(以下简称“港华智慧能源”，股票代码 01083.HK)成立，并于 2005 年上市。截至 2024 年上半年，公司业务已遍布 29 个省、直辖市及自治区，内地拥有 321 个城市燃气项目，燃气用户规模超 4000 万户。1H24 公司中国香港及内地天然气销量约 190.3 亿 m³(其中香港 4.3 亿 m³)，约占全国天然气表观消费量的 8.9%。

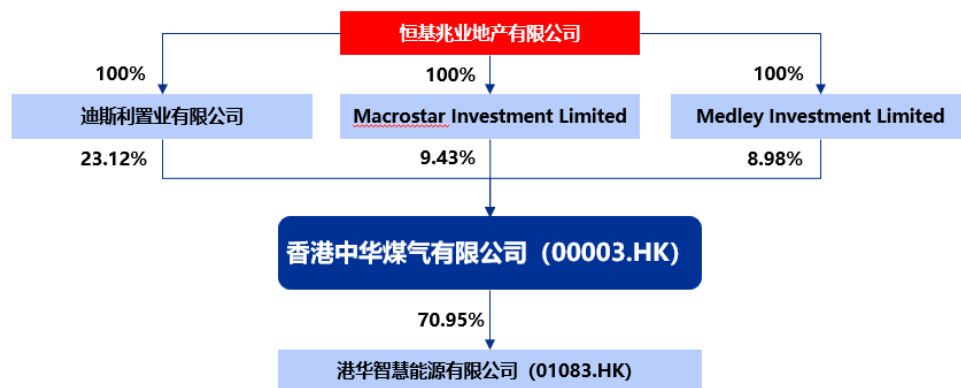
图 1：公司历史发展沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司实际控制人为李兆基。公司控股股东为恒基兆业地产有限公司，李兆基系恒基地产实际控制人，通过包括迪亚斯置业、Macrostar、Medley 等全资子公司合计控制公司 77.49 亿股，持股比例达 41.53%。

图 2：截至 2024H1 公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国香港与内地燃气销售为主业，多元布局协同发展。公司业务布局燃气销售、燃气接驳、延伸业务、可再生能源、水务及环境、可持续能源、地产等，业务经营区域遍布香港和全国 29 个省级地区。中国香港地区燃气业务已经进入稳定期，截至 2024 年中公司香港居民用户数达 202.7 万户，销气量保持基本稳定。公司结合自身优质燃气用户禀赋，切入包括智慧厨房，安全家居等方面的延伸业务。此外公司还涉及绿色甲醇的生产，拓展在绿色能源领域的布局。公司内地业务则更为多元，通过自身及港华智慧能源涉足燃气销售、接驳业务、延伸业务、可再生能源、水务及环境等领域。

图 3：公司业务分部情况（截至 2023 年底）

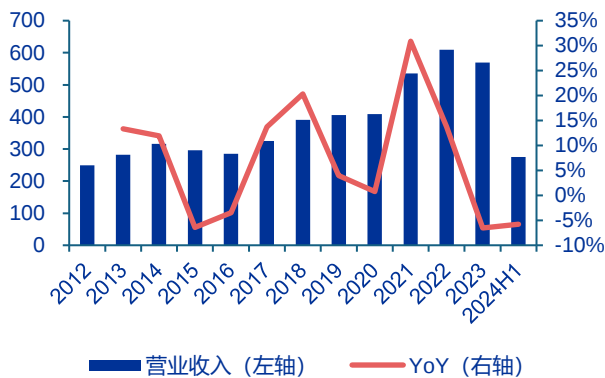


资料来源：公司 2023 年年报，申万宏源研究

1.2 主营业务盈利改善 公司业绩进入修复拐点

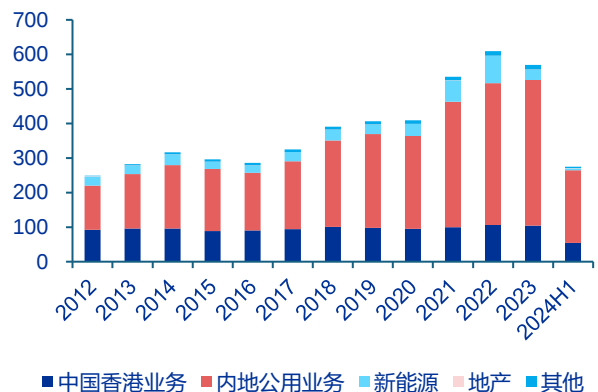
营业收入稳步增长，内地业务占比逐渐提升。受益于销气规模扩张及多元业务拓展，近年来公司营业收入稳步增长，2018-2023 年 CAGR 达到 7.8%。1H24 公司实现总营收 274.96 亿港元，同比下降 5.76%，主要受原控股子公司 EcoCeres 于 2Q23 出表，去年同期存在高基数，以及国际气价下降带动内地燃气售价下降等因素影响。1H24 公司内地公用业务、香港业务、其他业务营业收入（包含新能源，地产及其他业务）分别为 209.61、54.71、10.64 亿港币，其中内地业务在总营收占比同比上升 5.7pct 至 76.2%，占比最高且近年来保持稳中有升趋势。分产品来看，1H24 公司燃气销售收入（已计燃料调整费）、水务、炉具相关收入及新能源项目分别为 212.96、7.42、15.65、7.55 亿港元，其中新能源业务增长明显，同比增长超 70%。

图 4：2019-2024H1 公司营业收入及增速（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2019-2024H1 公司收入结构（单位：亿港元）

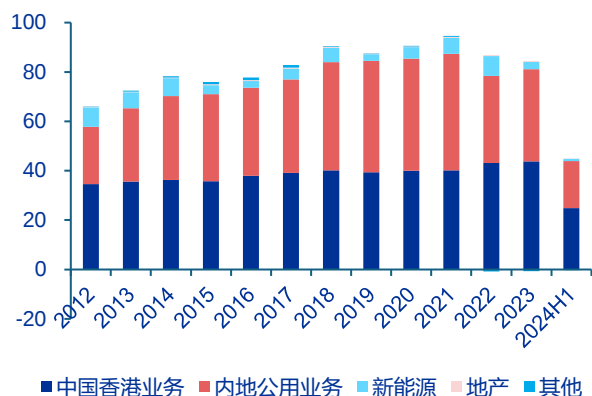


资料来源：公司公告，申万宏源研究

业绩修复进入拐点，盈利改善可期。2018 年公司归母净利润 93.13 亿港元，为历史最高水平，此后公司归母净利润持续下滑，2021 年下降至 50.17 亿港元。原因主要包括：第一，中国香港地区旅游业及工商业下滑导致需求端萎缩，销气量降低。第二，内地受地缘冲突及疫情扰动，工商业用气成本高企，叠加居民端顺价不畅，内地销气盈利能力下降。2023 年，随着全球气价回落带动城燃企业上游购气成本下降，同时居民端顺价改善减轻工商交叉补贴，使价格敏感、毛差较高的工商业用气量持续修复，内地销气业务盈利能力改善。2024 年上半年，公司经营利润合计 38.9 亿港币，其中香港业务、内地业务、其他业务（包含可再生能源，延伸业务及综合其他）分别贡献利润 20.1、15.3、3.5 亿港元，主营销气盈利恢复趋势延续。随着内地居民端顺价能力提升，中国香港地区价格稳中有升，叠加延伸业务及新能源业务持续发展，公司盈利能力有望持续改善。

图 6：2012-1H24 公司 EBIT 结构（单位：亿港元）

图 7：2012-1H24 公司归母净利润及增速（单位：亿港元）



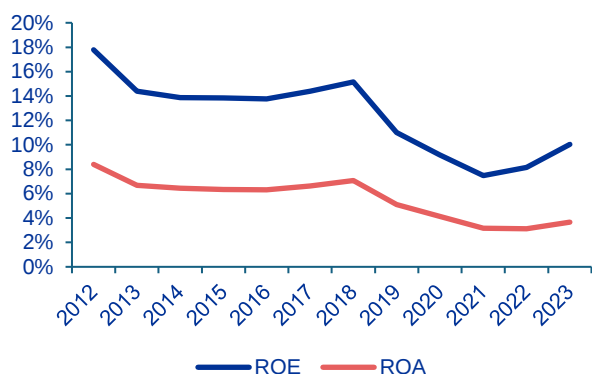
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

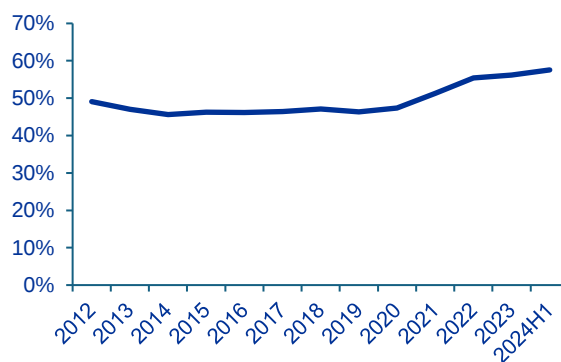
经营效率逐渐提升，财务结构健康。2018 年前公司盈利能力较强，ROE 及 ROA 相对稳定，但 2019-2022 年受公司盈利能力下降影响，ROE 及 ROA 均呈现较大规模下滑。2023 年公司 ROE 录得 10.0%，较 2022 年提升 1.8 pct；ROA 录得 3.7%，较 2022 年提升 0.6pct。资产负债率方面，公司在 2020 年前资产负债率稳定在 50% 以下，近年来受重资产投资的新能源项目增加影响，公司资产负债率逐步提升，1H24 至 57.6%。公司信用评级等级优秀，标普及穆迪评级分别为 A- 及 A1，融资能力较强。考虑到公司在手现金充足，我们认为公司偿债风险可控，充足的财务弹性将为公司多元业务发展打下坚实基础。

图 8: 2012-2023 年公司 ROE、ROA 变化趋势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9: 2012-2024H1 公司资产负债率变化趋势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

历史派息高度稳定，高分红增强配置价值。公司历史派息政策高度稳定，长期维持每年 0.35 港元/股的分红规模，其中中期分红 0.12 港元/股，末期分红 0.23 港元/股。2010-2018 年，除固定派息外，公司坚持每 10 股派送 1 股红股的政策，2019-2020 年转为每 20 股派送 1 股红股。在公司每股派息保持不变，股本规模逐渐增加的背景下，公司派息总额度稳定提升。2021-2023 年公司盈利能力下滑，但总派息额度并未下降，稳定的派息力度增强投资者对公司投资回报的信心，有效巩固自身在资本市场中的竞争力。

图 10：2012-2023 年公司派息额及派息率（单位：亿港元）



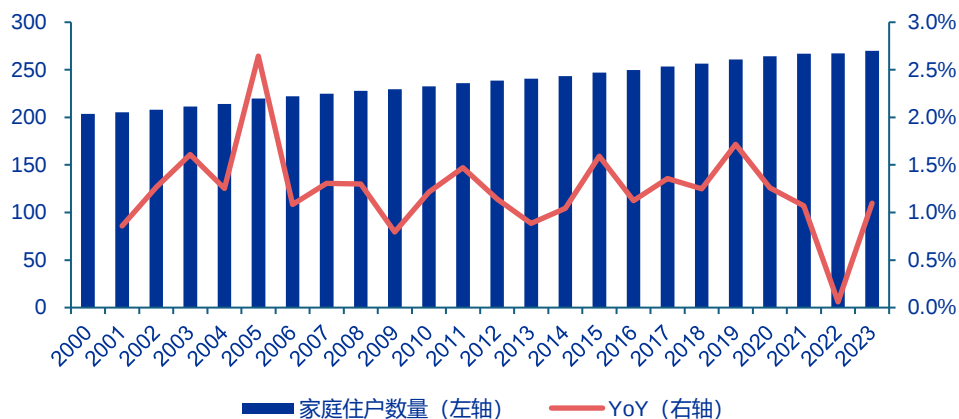
资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 香港燃气业务：量稳利增 基本盘稳固

2.1 用户规模稳中有增 销气规模基本稳定

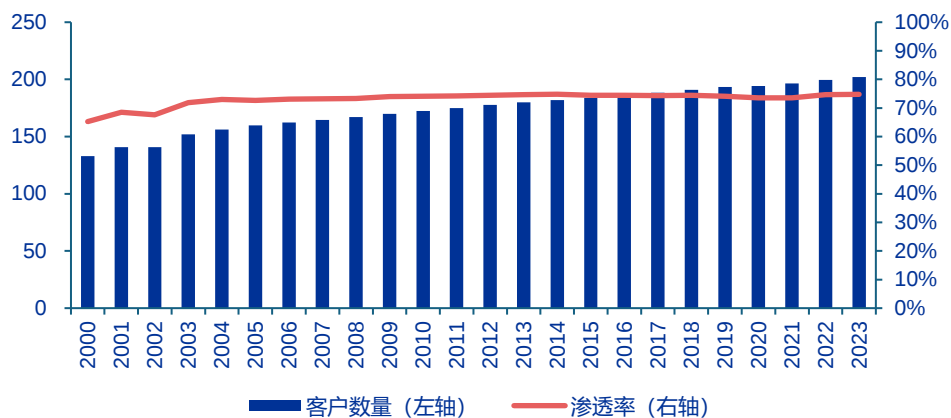
客户数量小幅增长，覆盖率基本保持稳定。2000 年以来中国香港住宅户数增速稳定在 1% 左右，截至 2023 年底全港约有 270 万户。公司作为香港本地唯一燃气供应商，长期以来公司在市场覆盖率维持在 75% 左右。目前中国香港燃气市场已进入成熟期，公司用户规模温和稳定增长，2023 年公司在香港覆盖用户数突破 200 万户。

图 11：中国香港住宅户数及同比增长（单位：万户）



资料来源：香港政府统计处，申万宏源研究

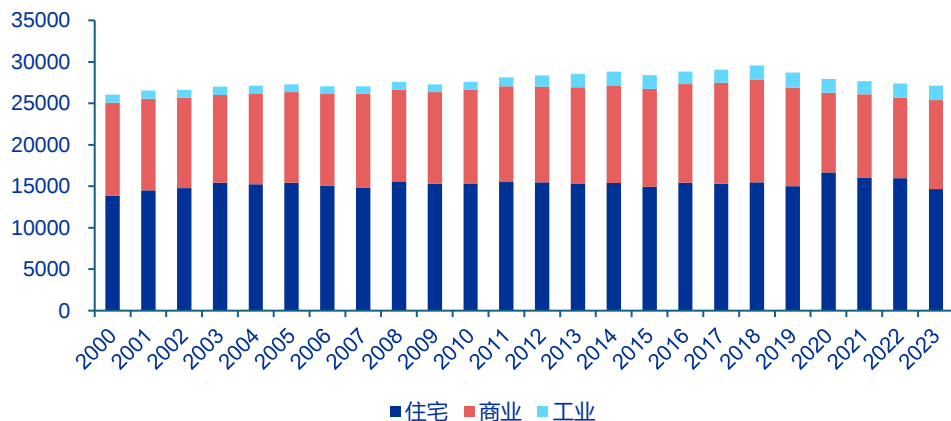
图 12：2001-2023 年公司香港业务客户数量及覆盖率（单位：万户）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

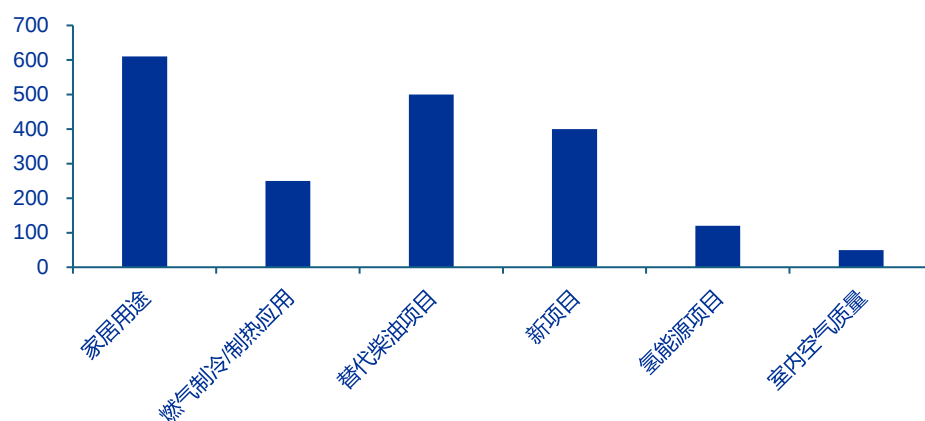
商业及居民用气为主流，近年销气规模小幅下滑。中国香港的经济以服务业为主，第三产业高度发达，居民住宅、商业用气在总体用气结构中占据绝对主流地位。2023 年，公司在香港地区煤气销量达 27125 太焦耳，其中住宅、商业、工业占比分别为 54%、40%、6%。2019 年来受气候变化、疫情因素、中国香港居民消费习惯变化等因素影响，公司居民及商业销气量呈小幅震荡下行趋势。2024 年上半年，公司销气规模 14932 太焦耳，同比微降 0.23%。展望未来，2024-2028 年随着居民家庭用户需求提升，以及商业用气中燃气制冷/制热、替代柴油、氢能源领域的需求增加，我们计算至 2028 年末，香港业务销气量较 2023 年底仍存在 7% 的增量空间。未来中国香港北部都会区开发有望助力公司实现用户数量扩张，带动销气量中枢提升。

图 13：2001-2023 年公司香港业务燃气销售量（单位：TJ）



资料来源：香港政府统计处，申万宏源研究

图 14：2024-2028 公司香港业务燃气销售增量分布（单位：TJ）



资料来源：公司 2023 年全年业绩演示材料，申万宏源研究

2.2 燃气调价自主可控 盈利能力存提升空间

2.2.1 燃气定价由三部分组成 近年来逐步提升

基本收费与基本定价走高，公司在中国香港地区燃气售价持续上涨。香港燃气定价主要由三部分组成，包括基本收费、基本定价及燃料调整费。公司调价自主性较强，随着基本收费和基本定价的提升，公司在地区的燃气销售价格总体呈上升趋势。

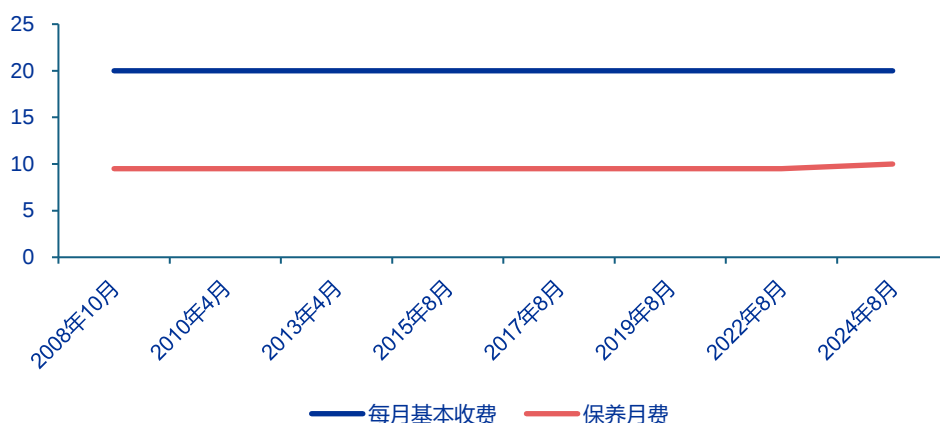
图 15：中国香港燃气定价机制



资料来源：申万宏源研究

- ① 基本收费包括每月 20 港元/月的基本收费以及 10 港元/月的保养月费（2024 年 8 月上调 0.5 港元/月）。

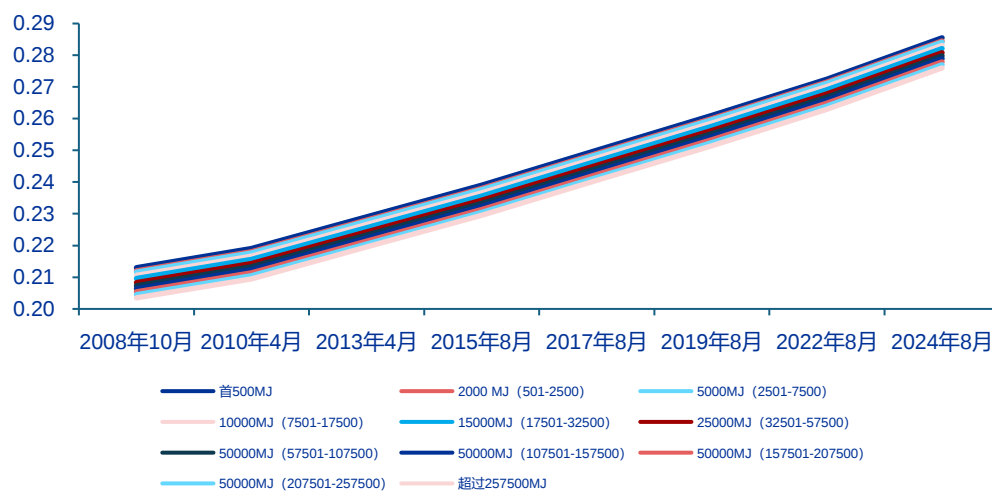
图 16：中国香港每月基本收费、保养月费（单位：港元/户）



资料来源：香港政府统计处，申万宏源研究

- ② 基本定价则与用户实际需求挂钩，按照每兆焦耳热值进行收费，并遵循阶梯气价原则，单位气价随消费提升而下降。公司对基本定价具有自主调整能力，调价时仅需向香港立法会报备即可。近年来公司调价频率基本为两年一次，且保持连续上涨趋势。2024年8月公司将阶梯气价每档价格调增0.013港元/MJ。

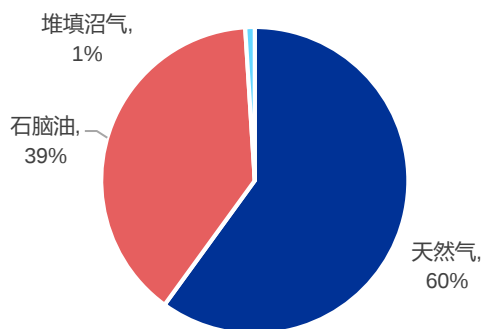
图 17：中国香港燃气基本定价变化趋势（单位：港元/MJ）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

- ③ 燃料调整费主要反映石脑油实际原料成本。中国香港地区燃气成分较为复杂，包括60%的天然气、39%的石脑油以及1%的堆填沼气。天然气来源为LNG长协，成本较为稳定，燃料调整费主要反映石脑油价格变化趋势。

图 18: 2023 年香港业务气源结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 19: 石脑油价格趋势 (单位: 元/吨)



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2.2 电力价格走高凸显燃气性价比 香港气价调涨空间仍然广阔

中国香港的电力行业受管制计划协议规管，运营采用准许收益率法。中国香港电力运营商包括中电集团全资附属公司中华电力有限公司及香港电灯有限公司。1964 年，中国香港政府与中华电力签订首个《管制计划协议》。据协议规定，中华电力可实现的最高许可收益率为电力运营固定资产平均净值的 13.5%，协议期限为 15 年。1979 年，香港电灯有限公司也与政府签订了《管制计划协议》。政府将根据《管制计划协议》的约定内容，定期对电力公司的财务、电费、业绩、电力发展计划及成本等进行审核。当前实行的管制计划协议于 2019 年生效，有效期限至 2033 年，约定准许利润水平为电力公司电力相关业务的平均固定资产净值的 8%。

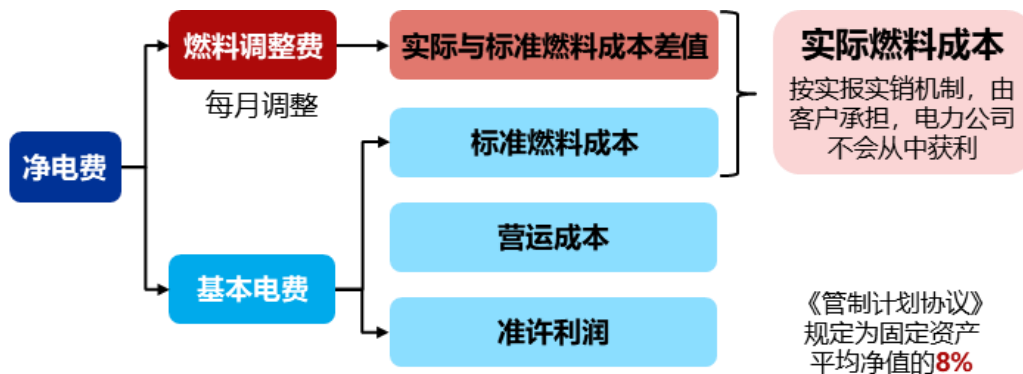
表 1: 香港电力《管制计划协议》主要内容

现行管制计划协议 (2018-2033 年)		过往管制计划协议 (2008-2018 年)
年期	为期 15 年	为期 10 年，政府可选择续期五年
准许回报率	固定资产平均净值的 8%	固定资产平均净值的 9.99%
	可再生能源及非可再生能源资产采用同等的准许回报率	投资可再生能源设施，准许回报率为 11%
电价调整	每年进行的电价调整机制不变，但电价组合中的燃料调整费，调整次数由每年一次增至每月一次	电价组合中的燃料调整费每年调整一次
其他	若新机组投产时出现过剩容量，有关机组的整体机电设备成本的 100% 将从固定资产净值中扣除，不准计算在准许利润内	若新机组投产时出现过剩容量，有关机组的整体机电设备成本的 50% 将从固定资产净值中扣除，不准计算在准许利润内
	设立能源危机期间的特别电费纾缓机制	

资料来源：香港政府统计处，申万宏源研究

中国香港电力定价调整灵活。中国香港电费包括基本电费及燃料成本费，其中基本电费包含标准燃料成本、营运成本及准许利润。其中燃料调整费会于年内按耗用燃料的实际价格和原来预测价格的差别，每月自动调整，及时反映燃料价格的变动。

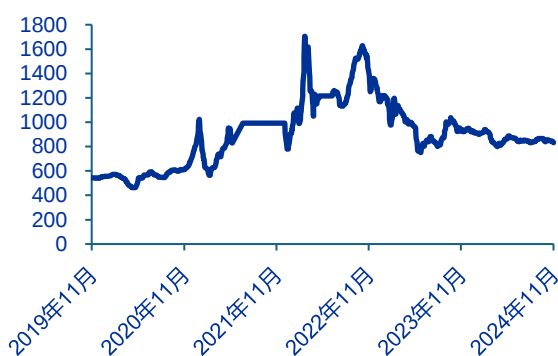
图 20：中国香港电力定价机制



资料来源：港灯官网，申万宏源研究

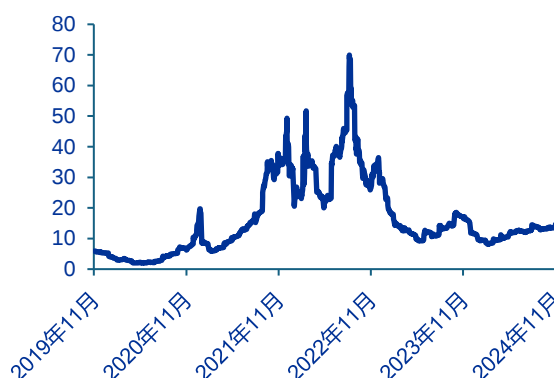
受燃料价格波动及能源结构改变影响，中国香港地区发电成本逐步攀升。近年中国香港电价逐步调高，主要是 2021 年下半年起全球地缘政治冲突加剧，带动包括煤炭、石油、天然气等传统化石能源价格走高，导致燃料成本增加。此外，香港特区政府在 2017 年公布《香港气候行动蓝图 2030+》，提出在 2030 年前香港的碳排放强度由 2005 年的水平，降低 65%-70% 的减碳目标。因此近年来中国香港电力运营商逐步以天然气发电及非化石燃料取代燃煤发电，为了配合政府的环保政策，中电、港灯自 2020 年以来大幅提升天然气在整体燃料组合中的比重，并进一步推高燃料成本。

图 21：秦皇岛动力末煤价格(Q5500,山西产) (单位：元/吨)



资料来源：Wind，申万宏源研究

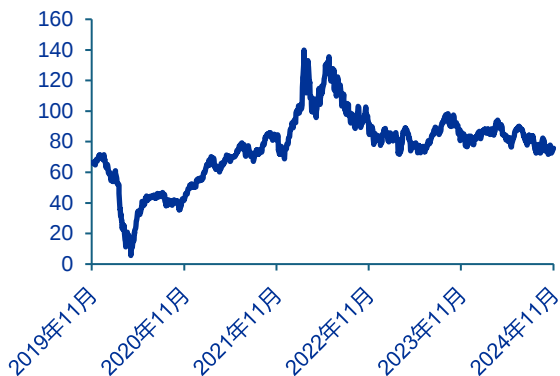
图 22：JKM 天然气主连期货价格 (单位：美元/百万英热)



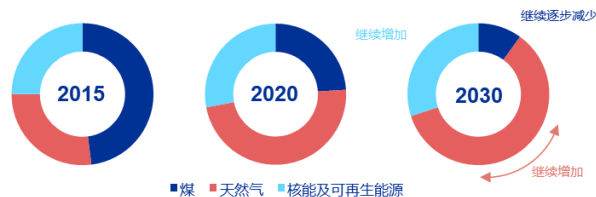
资料来源：路孚特天然气板块，申万宏源研究

图 23：布伦特原油现货价格 (单位：美元/桶)

图 24：中国香港发电燃料结构变化趋势

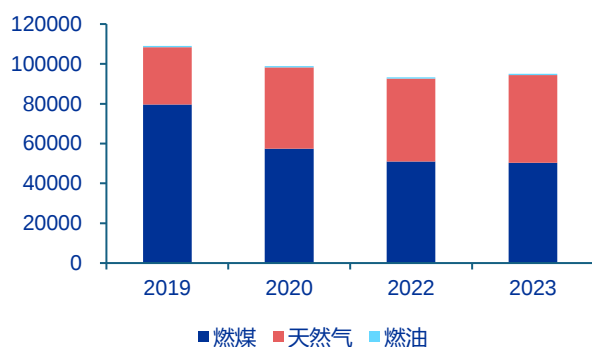


资料来源：路孚特天然气板块，申万宏源研究



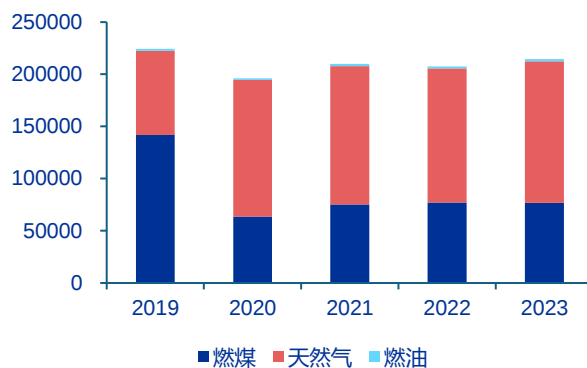
资料来源：《香港气候行动蓝图 2030》，申万宏源研究

图 25：港灯燃料结构（单位：TJ）



资料来源：港灯官网，申万宏源研究

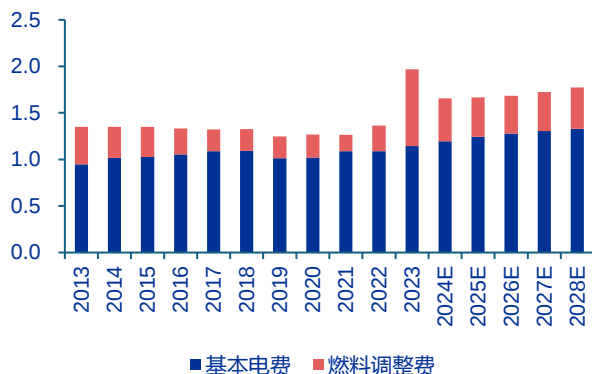
图 26：中电燃料结构（单位：TJ）



资料来源：中电官网，申万宏源研究

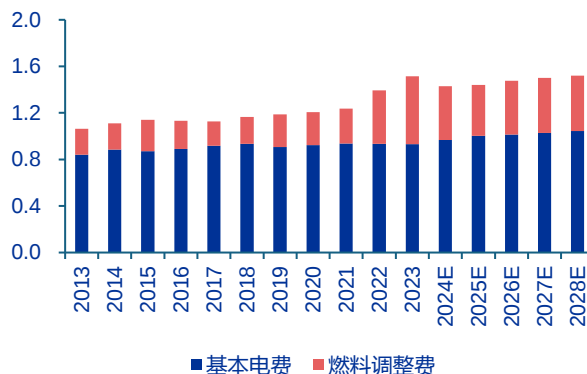
中国香港电价或将保持稳中有升态势。在燃料成本远期持续提升的背景下，港灯、中电在各自的《2024-2028 年发展计划》中预测 2024 年-2028 年间，每年基本电费持续上涨 2%-5%。2023 年燃料调整费较高，带动港灯及中电电价大幅上涨。在 2024 年以后假设燃料回归正常区间，不断上升的基本电费将驱动总体电费在 2024-2028 年保持稳定增长。

图 27：港灯电价构成变化（单位：港元/度）



资料来源：港灯官网，申万宏源研究

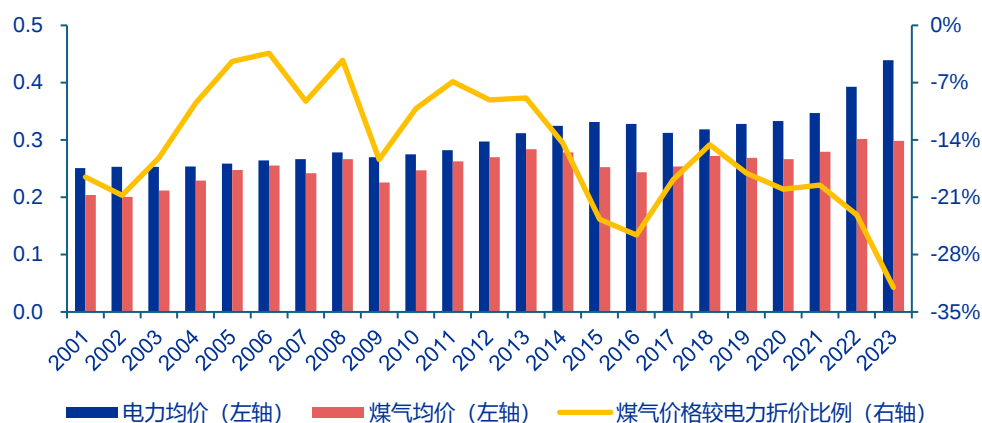
图 28：中电电价构成变化（单位：港元/度）



资料来源：中电官网，申万宏源研究

煤气价格相较于电价具有显著优势，未来有持续提价空间。在产生同等热值情况下，长期以来中国香港电价略高于煤气价格。在近年来电价快速上涨背景下，虽然燃气价格同样小幅上涨，但燃气价格较电价折价比例逐渐提升。根据香港统计局数据计算，2023 年香港电力均价及煤气均价分别为 0.439 港元/MJ 及 0.299 港元/MJ，煤气价格较电力价格折价比例达 32%，创 21 世纪以来的新高。目前煤气价格具有高竞争力，看好在价格优势背景下燃气用户覆盖率有望继续提升，同时燃气价格亦具备提升潜力，香港燃气主业盈利能力有望进一步增强。

图 29：电费和煤气费对比和折价比例（单位：港元/MJ）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 内地燃气业务：量利双升可期 创造业绩增量

3.1 集团项目优质 销气规模持续增长

集团城燃项目主要集中于中东部经济发达地区。公司内地公用业务以城市燃气为主体，此外还包括部分水务及固废业务。公司 1995 年起从广东番禺项目起步，进入内地城燃市场已经接近 30 年，目前已发展为最大的全国性城燃企业之一。截至 2024 年上半年，公司直接在内地经营的城燃公司达 35 个，子公司港华智慧能源在内地经营的城燃公司达 103 个，合计控制内地城市燃气项目达 321 个。公司城燃项目集中于华东、华南、华中等人口稠密、经济发达地区，项目较多的省份包括辽宁、山东、江苏、广东、安徽等，具备显著区位优势。

表 2：公司内地城燃项目分布

省份	香港中华煤气	港华智慧能源
安徽		安庆、博望、池州、黄山、徽州、马鞍山、屯溪、芜湖繁昌、芜湖江北、郑蒲港新区现代产业园区
北京	北京经济技术开发区	
重庆		綦江
福建		长汀
广东	番禺、中山、东永、深圳、潮安、潮州饶平	佛山、清远、韶关、阳东

广西		桂林、柳州、中威（扶绥）
贵州		兴义
海南	琼海	
河北	景县	安国、沧县、孟村、秦皇岛、石家庄、盐山
河南	新密	
黑龙江		齐齐哈尔
湖北	武汉	钟祥
湖南		汨罗
吉林	吉林	长春、公主岭、四平
江苏	宜兴、泰州、张家港、吴江、徐州、睢宁、丰县、沛县、丹阳、金坛、铜陵、苏州工业园、常州、南京、永安洲	大丰、南京高淳、铜山
江西	丰城、萍乡、江西、樟树	昌九、抚州、九江、武宁、修水、宜丰
辽宁		鞍山、北票、本溪、本溪满族自治县、朝阳、大连长兴岛、大连经济技术开发区、大连太平湾、阜新、建平、喀左、旅顺、沈阳近海经济区、铁岭、瓦房店、新邱、营口
内蒙古		包头、达茂旗
山东	济南东	博兴经济开发区、茌平、肥城、即墨、济南西、莱阳、崂山、崂山湾、临朐、龙口、平阴、泰安、潍坊、威海、五莲、阳信、招远、淄博、淄博绿博
陕西	西安	
四川		苍溪、成都、大邑、夹江、简阳、乐至、绵阳、绵竹、彭山、蓬溪、平昌、三台、威远、新都、新津、岳池、中江、资阳
云南		陆良
浙江	杭州	湖州、松阳、桐乡、余杭

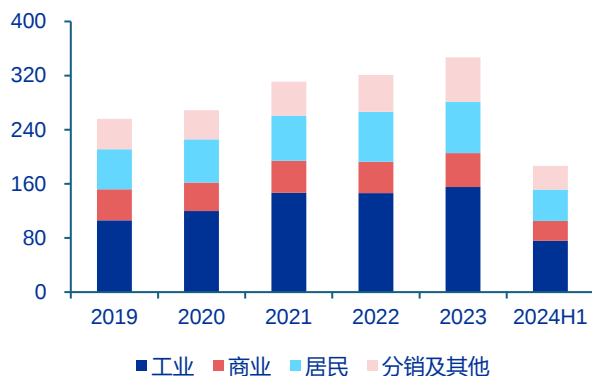
资料来源：公司公告，申万宏源研究

我国天然气消费量稳定增长。在我国宏观经济稳定发展，能源转型稳步推进的背景下，除 2022 年受疫情因素影响外，国内天然气消费量连年高增。2023 年起，我国天然气消费重回增长轨道，2024 年延续快速增长趋势。9M24 全国天然气表观消费量 3183.7 亿立方米，同比增长 9.9%。分月份来看，2024 年各月天然气消费量均保持 6%以上增速，其中 1-2 月、4 月、9 月单月录得双位数增长。根据国家能源局《中国天然气发展报告（2021）》预测，2030 年我国天然气消费规模将达 5500 亿-6000 亿 m³。根据该预测计算，我国天然气消费量在 2023-2030 年间 CAGR 有望保持在 5.5%左右。

图 30：天然气表观消费量（单位：亿 m³）

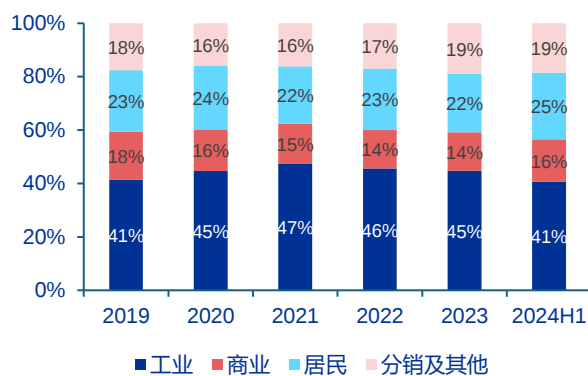
资料来源：香港政府统计处，申万宏源研究

公司内地燃气业务中工业气占比最高，销气量稳中有升。近年来公司各类销气量均保持稳定增长趋势，带动公司销气量稳定增长，2018-2023 年间公司销气量 CAGR 达 8.56%。近年来公司各类型用气结构基本保持稳定，其中工业居民气量占比最高，常年占比 40% 以上。2023 年公司工业、商业、居民、分销及其他用气占比分别为 45%、14%、22%、19%。2024 年上半年，公司内地城燃销气量达 186.3 亿 m³，同比增加 6.8%。展望未来，全国新质生产力发展迅速，电动车、锂电池、光伏产品等行业用气规模高速增长，有望带动公司销气量持续提升。

图 31：2018-2023 年 H1 公司销气量（单位：亿 m³）

资料来源：公司公告，申万宏源研究

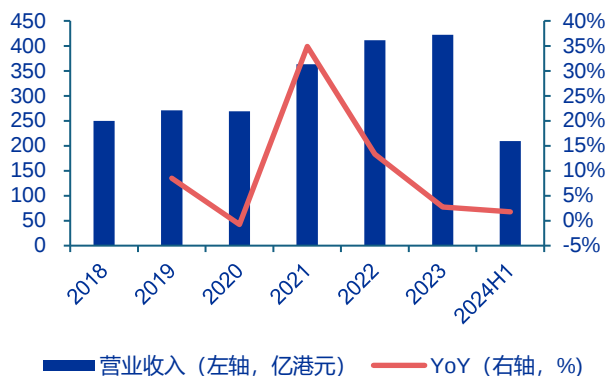
图 32：2019-2023 年 H1 公司销气结构变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

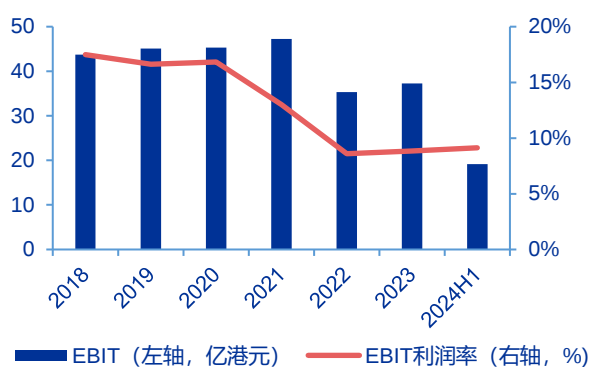
内地公用业务营收规模稳定增长，盈利能力逐渐提振。受益于公司燃气销量持续扩张、水务及固废业务处理量提升，近年来公司内地公用事业营收规模稳定增长，1H24 达 209.61 亿港元，同比增长 1.79%。2021 年之前，公司内地公用事业 EBIT 利润率稳定在 16% 以上。受 2021 年下半年起购气成本上升，顺价不畅等因素影响，2021 年起内地公用业务盈利能力下滑，2022 年 EBIT 利润率跌至 8.6% 的历史低位。2023 年以来随着宏观经济逐步向好，国际气价回落以及居民气顺价机制完善，公司盈利能力处于逐步修复阶段。

图 33：2018-1H24 内地公用事业营收规模及增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 34：2018-1H24 内地公用事业 EBIT 及 EBIT 利润率



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 居民顺价持续推进 成本改善助推毛差修复

近年来国家积极推进上下游价格联络机制的建立。为解决天然气上下游价格传导受阻问题，切实保障城燃企业和工商业企业的正常经营，国家发改委以“管住中间、放开两头”（即管住配气价格，放开气源采购价、终端销售价）为总体思路，出台多个文件要求理顺天然气销售价格以及建立完善气源采购和销售价格同步联动机制。2023年起，国家发改委、国务院等部门在多个文件提及**建立健全终端销售价格与采购价格联动机制**。2024年7月18日，二十届三中全会审议通过《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》同时强调推进水、能源、交通等领域价格改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度。深化市场化改革可进一步高效配置资源、充分释放市场潜力，利好产业链各环节盈利能力稳定性提升。

表 3：国家层面持续推进天然气价格上下游联动机制建立

发布机构	时间	文件名称	机制内容
国务院	2018年9月	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	加快建立上下游天然气价格联动机制。
国家发改委	2021年5月	《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》	按照“管住中间、放开两头”的改革方向，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。
	2023年3月	《2022年国民经济和社会发展计划执行情况与2023年国民经济和社会发展计划草案》	建立健全城镇燃气终端销售价格与采购成本联动机制，积极推进上下游价格联络机制的建立。
	2023年10月	《天然气利用政策（征求意见稿）》	落实好天然气上下游价格联动机制，指导各地建立健全能涨能降、灵活反映供需变化的终端销售价格形成机制，更好保障天然气安全稳定供应。
国务院	2023年12月	《空气质量持续改善行动计划》	要建立健全终端销售价格与采购价格联动机制，落实好清洁取暖气价政策。
中共中央委员会	2024年7月	《中共中央关于进一步全面深化改革 推进中国式现代化的决定》	推进能源、铁路、电信、水利、公用事业等行业自然垄断环节独立运营和竞争性环节市场化改革，健全监管体制机制。推进水、能源、交通等领域价格

改革，优化居民阶梯水价、电价、气价制度，完善成品油定价机制。

资料来源：国务院，国家发改委，申万宏源研究

各地积极响应，多个省、市天然气上下游顺价机制密集出台。自 2023 年中央政府积极倡导建立健全天然气上下游价格联动机制以来，已有包括湖南、湖北、山东、辽宁等省发改委发布相关文件建立健全省内天然气上下游价格联动机制。此外包括南昌、乌鲁木齐、海口等省会城市也建设相关机制，对省内其他地区具有较强示范效应。多地文件将地区内**加权平均采购价**作为调价依据，更真实地反映了城燃公司采购成本的变动情况，对于深化天然气市场化改革具有重要意义。

表 4：地方政府层面持续推进天然气价格上下游联动机制建立

省市	时间	文件名称	机制内容
湖南省	2023 年 2 月	《关于建立健全湖南省天然气上下游价格联动机制的通知》	居民用气门站价格波动达到 8%及以上，或者连续两年波动达到 5%及以上，非居民用气平均采购成本波动达到 5%及以上，天然气终端销售价格同步同向调整。居民气终端销售价格每年联动上调不超过 1 次，上调额度不高于第一档基价的 10%，下调不限。非居民用气终端销售价格每年联动上调不超过 2 次，上调额度不超过基准终端销售价格的 20%，下调不限。
内蒙古自治区	2023 年 3 月	《关于调整居民和非居民用管道天然气销售价格的通知》	居民和非居民用气价格按气源企业调价幅度进行调整。上游供气企业如调整价格政策，自治区发改委将同步调整终端销售价格。
湖北省	2023 年 6 月	《省发改委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知》	各地终端销售价格与燃气企业采购价格（含运输费用）实行联动。采购价格不区分气源价格形式，原则上按照同一区域内燃气企业采购的全部气源加权平均价格确定。居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年。价格联动调整额度 =（本期加权平均采购价格—上期加权平均采购价格）/（1—供销差率）±上期应调未调金额及偏差金额。
山东省	2023 年 7 月	《关于健全完善天然气上下游价格联动机制的通知》	当居民用气合同量满足居民用气终端销售量时，计算公式为：居民用气价格联动幅度=居民天然气城市基准门站价格 x 上游企业居民用气价格浮动比例（1-居民用气购销差率）。居民用气终端销售价格联动下调幅度不限，向上联动时应设置上调幅度限制。非居民用气终端销售价格按季度或半年联动，居民用气终端销售价格原则上可按半年或一年联动。
湖南省	2023 年 10 月	《关于完善湖南省天然气上下游价格联动机制的通知》	完善后的联动机制创新建立了激励约束机制。增加“标杆价格”的概念，明确“当实际采购价格高于标杆价格时，高出部分不疏导；当实际采购价格低于标杆价格时，低于标杆价格部分由燃气企业与用户各分享 50%”。增加价格限制性内容，“当市场价格持续大幅上涨，可能对居民正常生活和经济平稳运行产生严重不利影响时，可暂时中止联动。应调未调额度在下一个调整周期统筹考虑”。
辽宁省	2024 年 5 月	《省发展改革委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知》	终端销售价格=加权平均采购价格+配气价格。联动机制建立后，终端销售价格=上期终端销售价格+价格联动调整金额。价格联动调整金额=（计算期含税加权平均采购价格-上期含税加权平均采购价格）1（1-供销差率）±上期应调未调金额。

江西南昌	2024 年 5 月	《管道天然气上下游价格联动机制的实施办法》	首次建立联动机制时，终端销售价格=综合采购价格+配气价格。机制建立后，调整终端销售价格=上期终端销售价格+价格联动调整额度。价格联动调整额度=(本期预测综合采购价格-上期综合采购价格)/(1-供销差率)±上期累计应调未调金额及偏差金额/本期供气量。供销差率最高不超过 4%，低于 4%的据实计算。
新疆乌鲁木齐	2024 年 6 月	《关于建立乌鲁木齐市管道天然气气源采购和销售价格上下游联动机制的通知》	居民用气气源采购价相比上一周期涨跌 12%及以上，启动价格联动机制。销售价格联动调整额上、下限为 0.13 元/立方米。天然气销售价格调整额=(调整期天然气综合采购价格-基期天然气综合采购价格)÷(1-购销差率)，购销差率原则上不超过 5%，运行 3 年(含)以上的管网不超过 4%。
海南海口	2024 年 11 月	《海口市人民政府办公室关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知》	非居民终端销售价格=非居民上期终端销售价格+非居民价格联动调整金额。非居民价格联动调整金额=(本期非居民加权平均采购价格-上期非居民加权平均采购价格)±上期应调未调金额及偏差金额。居民终端销售价格=居民上期终端销售价格+居民价格联动调整金额。居民价格联动调整金额=(本期居民加权平均采购价格-上期居民加权平均采购价格)±上期应调未调金额及偏差金额。非居民用气终端销售价格按半年联动，居民用气终端销售价格按一年联动。

资料来源：各省、市发改委，申万宏源研究

公司经营区域内价格联动机制相继落地，提升居民气盈利能力。2023 年下半年起，国家大力推进居民气顺价机制的执行力度。在公司燃气业务所覆盖的城市中，包括南京、西安、济南等省会城市已经先后完成调价。包括绵阳、常州、芜湖等城市调价幅度在 10%以上。公司经营版图的居民顺价政策的落地将强劲拉动公司毛差，提振公司主营业务盈利能力。

表 5：公司经营区内居民气价联动机制逐步推进（单位：元/立方米）

地点	政策文件	执行日期	居民气第一档阶梯价格 调整前	调整后	调整幅度	涨幅 (%)
内蒙古包头	《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》	2023/4/1	2.12	2.252	0.132	6.23%
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》	2023/6/14	2.78	3.15	0.37	13.31%
河北秦皇岛	《关于联动调整城市居民管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023/7/1	2.73	3.13	0.4	14.65%
江苏南京	《关于调整居民用管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023/7/1	2.73	3.03	0.3	10.99%
四川绵阳	《绵阳市发展和改革委员会关于绵阳市中心城区居民生活用气销售价格的通知》	2023/7/10	1.98	2.18	0.2	10.10%
陕西西安	《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》	2023/7/25	2.05	2.18	0.13	6.34%
江苏常州	《市发展改革委关于调整居民用管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023/9/1	2.72	3.01	0.29	10.66%
山东济南	《关于调整居民用管道天然气销售价格的通知》	//	.	.	.	.%

广东深圳	《关于联动调整我市管道天然气销售价格的通知》	2024/3/16	3.1	3.41	0.31	10.00%
四川成都	《关于居民用气销售价格联动调整有关事项的通知》	2024/3/22	2.18	2.34	0.16	7.34%
安徽芜湖	《芜湖市发展和改革委员会关于调整市区居民用管道天然气价格的通知》	2024/9/1	2.65	2.99	0.34	12.83%

资料来源：各省、市发改委，申万宏源研究

国际气价回落叠加进气结构多元，公司成本端有望持续改善。2021-2022 年受国际地缘政治因素影响，国际天然气价格大幅上涨，但目前已回归至历史正常水平。根据 2024-2025 年中石油管道气合同方案，非居民气上浮比例调降并调增居民气上浮比例。由于公司内地业务非居用气占销气比例较高，1H24 公司综合进气成本同比下降。气源方面，公司充分发挥强议价能力，与中石油等资源方统谈，优化供应成本和资源调度。此外公司积极扩充自主进口 LNG 资源池，并与其他资源方开展互联合作。具体而言，公司投资建设唐山 LNG 接收站二期 2#、6#共 2 座 20 万立方米的储罐，并与新天绿色能源合资设立面向国际、国内市场的 LNG 贸易型公司。2023 年，公司还与参股公司佛燃能源签署《液化天然气销售和购买协议》，2028 年后每年购买 LNG 约 2250 万百万英热（约 43 万吨），供应期限为 20 年。在国际气价回落周期内，公司综合用气成本持续下降，资源保障能力不断提升。

图 35：气源统筹地图

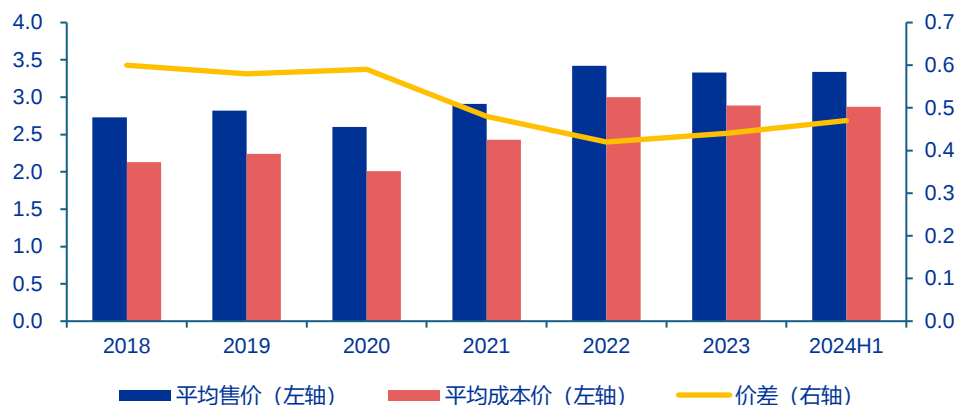


资料来源：公司 2024 年中期业绩演示材料，申万宏源研究

内地燃气销售毛差持续回升。在内地居民气价格联动不畅的情况下，2021-2022 年起公司毛差中枢迅速回落。2023 年以来，居民合同气外的上游市场化资源价格回落，公司天然气采购成本有所下降，叠加居民气顺价加速改善，公司内地燃气业务毛差逐步回升。2023

年公司销气毛差修复至 0.44 元/m³, 同比提升 0.02 元/m³。1H24 销气毛差显著回升至 0.47 元/m³, 同比增长 0.05 元/m³ (其中城燃部分毛差达 0.5 元/m³, 同比增长 0.05 元/m³)。

图 36: 2018-1H24 公司内地燃气供销价格及毛差 (单位: 元/m³)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

4. 其他业务: 多点开花 注入公司发展新动能

4.1 延伸业务: 挖掘居民用户潜力 满足多样化需求

客户数量持续攀升, 推动延伸业务快速成长。公司目前内地与香港分别覆盖超过 4100 万和 200 万用户, 并广泛分布于中东部经济发达地区, 为发展延伸业务提供坚实客群基础。公司延伸业务聚焦居民用户, 主要由全资子公司名气家为客户打造一站式生活服务解决方案。公司在提供优质城燃服务基础上, 名气家依托庞大的客户群体, 推出优质炉具、橱柜, 安全家居等延伸服务, 为公司发展创造新商机。2024 年上半年, 延伸业务贡献利润 1.9 亿港元, 其中香港与内地业务分别贡献 1.4 亿港元与 0.5 亿港元。

图 37: 业务介绍

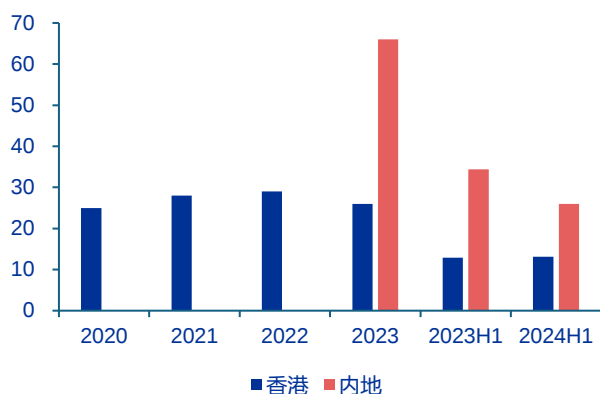


资料来源: 公司 2023 年业绩演示材料, 申万宏源研究

目前智慧厨房和安全家居为公司延伸业务主要场景，长期来看公司在社区零售、一体化智慧家居等领域也有巨大潜力。

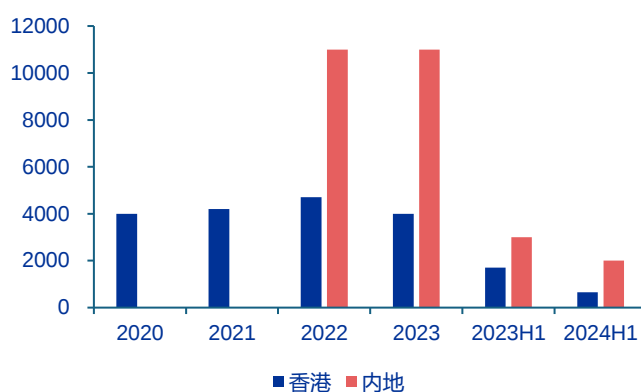
- ① 智慧厨房：名气家持续推广歌仙娜橱柜与港华紫荆炉具，并与内地许多知名品牌建立战略合作，提升知名度。此外，名气家大力推行以旧换新活动，利用网上平台，提升炉具销量。2024 年上半年，厨电及橱柜在内地和香港合计销量分别为 39 万套、2651 套。

图 38：公司厨电销售量（单位：万台）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 39：公司橱柜销售量（单位：台）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

- ② 安全家居：名气家还推出了警报平台服务方案，利用公司已有的数码平台优势，提供多维度整合方案，确保居民家居安全。公司与其他几家科技企业联合开发的港华芯 RISC-V 物联网安全晶片主要用于工业防火墙及远端燃气表，2023 年出货量超过 160 万片。公司还推出云平台连接多板块，助力延伸业务与燃气服务发挥协同作用。

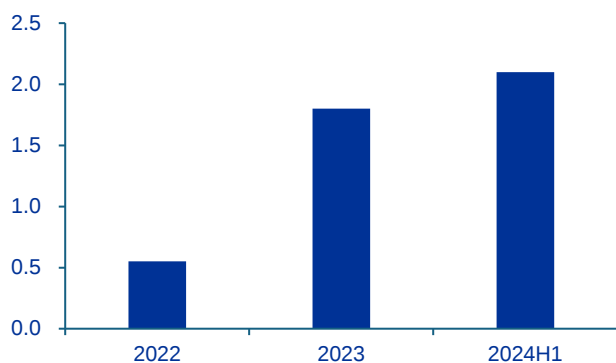
延伸业务依托香港成熟品牌经验，优化整合深耕内地市场。截止 2023 年底，公司在中国香港地区燃气具及橱柜占有率分别为 80%与 30%，在延伸业务中具备品牌成熟，运营经验丰富等优势。目前公司在内地市场占有率仍然较低，我们认为依托品牌多年经验积累，公司在内地市场渗透率提升潜力巨大。目前公司加速全集团的延伸业务整合。港华智慧能源于 2024 年 10 月发布公告，宣布与名气家签署转让协议，中华煤气旗下名气家以 2200 万元及增发 12%股票收购港华智慧能源旗下延伸业务，其中包括安全家居与保险业务、智慧厨房业务及名气家（成都）。我们认为香港与内地延伸业务的深度整合将有效发挥公司经营协同性，利用香港市场先进经验为内地市场赋能，加速提升延伸业务在内地的渗透率。

4.2 可再生能源：轻装上阵 快速发展

深掘园区工业用户潜力，可再生能源业务高速发展。公司经营区域主要集中于电力消纳良好、电价较高的中东部地区，在深耕燃气领域多年后积累大量优质园区工业用户。通过贯彻低成本资金扩大规模、加速轻资产服务、严格控制风险等策略，年起公司正式

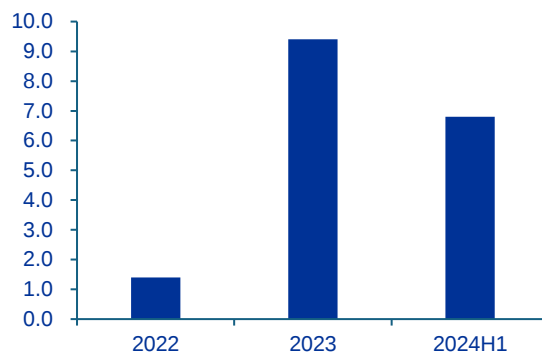
启动包括分布式光伏及能碳服务可再生能源业务。截止 2023 年年底，公司已取得 354 个可再生能源项目，零碳园区 124 个。港华园区各项指标领先于市场，包括光伏电价、开发成本、采购成本、运维效益，助力园区拥有高于行业平均水平的项目回报率。此外公司积极配合国家政策，大力部署一体化综合能源服务。2024 年上半年，公司光伏累计并网规模达 2.1GW，同比增长 90%；发电量达 6.8 亿 kWh，同比增长 143%。

图 40：2022-2024 年光伏并网规模（单位：GW）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 41：2022-2024 年光伏发电量（单位：亿千瓦时）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

积极探索新兴模式，为客户打造一站式绿能服务。公司在储能等领域采用 AuM 模式进行投资，通过实施稳健的现金流政策，充分发挥光伏服务的优势，全方位专注于光伏资产的建设与管理，率先构建了轻资产、高收益的光伏业务模式。同时依托于“光伏+售电+储能” EaaS 模式，帮助客户实现用能低成本、高效能，为公司本身奠定了强大的业务与风控能力。

图 42：公司可再生能源业务发展思路



资料来源：公司 2024 年中期业绩演示材料，申万宏源研究

可再生能源业务增长迅猛，盈利发展进入快车道。凭借公司精益运营管理及良好项目开发策略，2023 年起公司可再生能源业务已实现扭亏为盈，长期可持续为公司提供业绩增量。1H24 公司可再生能源业务贡献利润 2.23 亿人民币元，同比增加 259%，其中光伏发电（含 AuM 出售收益）及服务与能碳服务贡献利润分别为 1.95 亿人民币元与 0.28 亿人民

币元，同比增长分别达到 254%与 300%。净利润方面，1H24 可再生能源业务贡献 1.51 亿人民币元，较上年同期为公司增厚净利润 1.48 亿人民币元。

4.3 可持续能源：引战国际资本 业务迎来新篇章

产能稳步爬升，多元发展未来可期。根据公司 2023 年报，香港特区政府提出将大力推进航空公司在香港注入 SAF 及为本地或远洋船舶提供绿色甲醇加注服务。公司积极布局可再生能源领域，包括可持续航空燃料（SAF）、绿色甲醇及氢化植物油（HVO）的生产销售工作。集团持股公司 EcoCeres 利用生物质废料转化为更广泛使用的生物燃料、生物化学品和生物材料。公司通过加强技术研发与产能提升，1H24 已成功将 SAF 的产能提高。公司位于张家港市厂房运作顺利，马来西亚新厂房也将于 2025 年年底落成。截止 2023 年年底，EcoCeres 年内生产超过 10 万吨 SAF，已然成为亚洲最大绿色航空燃料供应商之一。同时，公司位于内蒙古自治区绿色甲醇生产基地产能预计在 2025 年可增至 15 万吨/年，并于去年向海外客户完成首批交付。近期燃油服务提供商中燃泛国石化(CPN)与公司建立合作伙伴关系，共同开发国内外绿色甲醇船用燃料市场，CPN 与港华燃气最近签署了一份谅解备忘录（MoU），就绿色甲醇燃料分销展开合作。长期来看，公司在可持续能源方面产能逐步爬升，有望持续增厚公司业绩。

图 43：EcoCeres 厂址分布地图



资料来源：2024 年中期业绩演示材料，申万宏源研究

与贝恩资本强强联手，迈入扩张新高度。考虑到未来发展及平衡资金压力，2023 年公司整合可再生能源业务板块，将 EcoCeres 的部分股权出售给贝恩资本（BainCapital），该投资使附属公司变为联营公司，公司将继续持有 EcoCeres 的 43.9% 股权。引入后，贝恩资本深厚的行业经验与资源将提升 EcoCeres 技术水平，携手扩大全球市场的业务规模与影响力。

5. 盈利预测及估值

5.1 盈利预测

香港业务：考虑到香港工业、商业用气需求稳定恢复，我们预计 2024-2026 年公司香港业务销气量分别为 27121、27345、27580TJ，考虑到公司香港燃气业务的历史调价节奏和幅度，我们预计 2024-2026 年平均销气价格分别为 0.30、0.30、0.31 港元/MJ，单户延伸与其他业务收入维持 1140 港元/户。

内地公用业务：考虑到下游工商业和电需求的增长，我们预计 2024-2026 年公司内地城市燃气销气量分别为 371.56、397.81、421.06 亿方，考虑到居民端顺价落地平均销气毛差分别为 0.48、0.51、0.52 元/方。

表 6：业务拆分与盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
中国香港业务					
营业收入	10590	10403	10546	10637	10857
YoY	6.09%	-1.77%	1.37%	0.86%	2.07%
EBITDA	5186	5250	5322	5368	5480
YoY	6.14%	1.24%	1.37%	0.86%	2.07%
EBITDA 利润率	48.97%	50.47%	50.47%	50.47%	50.47%
内地公用业务					
营业收入	41117	42231	45591	47799	49539
YoY	13.28%	2.71%	7.96%	4.84%	3.64%
EBITDA	5449	5879	6483	6940	7342
YoY	-16.24%	7.88%	10.28%	7.05%	5.78%
EBITDA 利润率	13.25%	13.92%	14.22%	14.52%	14.82%
其他业务					
营业收入	9247	4338	3309	3197	3197
YoY	26.92%	-53.09%	-23.72%	-3.39%	0.00%
EBITDA	1411	786	509	682	789
YoY	7.64%	-44.30%	-35.29%	34.14%	15.60%
EBITDA 利润率	15.26%	18.12%	15.38%	21.35%	24.68%
总计					
营业收入	60953	56971	59446	61632	63593
YoY	13.80%	-6.53%	4.34%	3.68%	3.18%
EBITDA	11887	11679	12078	12755	13374
YoY	-1.83%	-1.75%	3.42%	5.60%	4.85%
EBITDA 利润率	19.50%	20.50%	20.32%	20.70%	21.03%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司深耕燃气销售主营业务，拥有稳定的销气结构和优质的城燃项目，并不断拓宽能碳服务范围，开拓居民延伸服务、可再生能源、可持续能源等业务，持续赋能公司业绩增长。香港地区基本收费与基本定价走高，公司在中国香港地区燃气售价持续上涨。内地区

域随着居民端顺价政策相继落地，量价齐升利好毛差修复，提振公司长期盈利能力。公司城燃项目集中于中东部经济发达地区，积累大量优质客户资源。无论是对延伸业务还是对可再生能源业务，公司均可进一步挖掘客群资源价值，持续为公司创造业绩增量。

基于公司内地燃气销量增长稳定，毛差稳步修复，以及中国香港地区盈利能力持续扩张，多元业务持续向好的预期，我们预测公司 2024-2026 年的归母净利润分别为 62.07、67.13、70.94 亿港元，EPS 分别为 0.33、0.36、0.38 港元/股。

5.2 分红稳定性优于业绩稳定性 股息率定价成城燃估值主流

股息率定价为城市燃气公司主流定价体系。公司处于成长期时，市场普遍采取参考公司预期业绩增速、ROE 等，通过市盈率、市净率等相对估值法为公司定价。而当公司逐渐发展至成熟期后，其盈利能力稳定性增强，带动分红能力持续提升。在稳定的分红政策下，成熟期企业的估值水平往往由分红总额、股息率决定。我国城市燃气行业已度过“跑马圈地”的高速发展阶段，“十四五”期间逐渐步入成熟稳定的发展期。由于行业发展阶段不同，市场对城燃企业的估值体系由 PE 相对估值法向股息率定价方式靠拢。

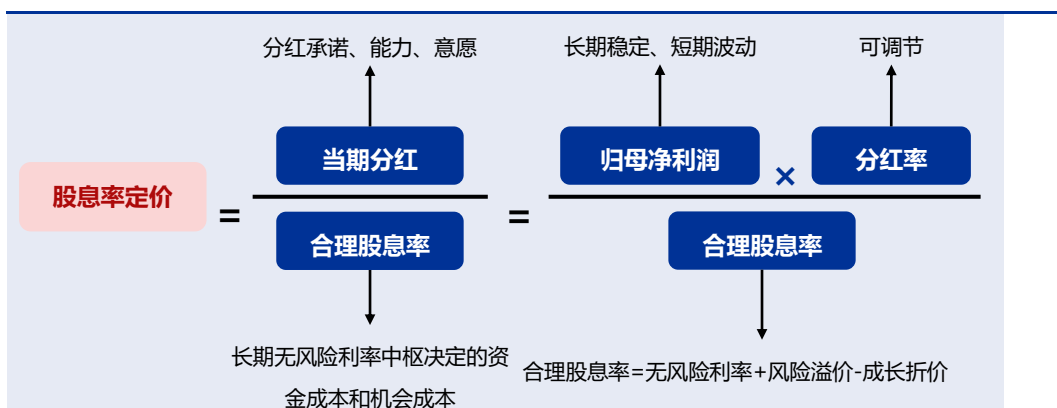
图 44：不同估值方式对比及切换条件

切换条件	估值方式	适用条件	具体内容
分红率较高 股息率高于 无风险利率	PB	盈利不稳定	股权市值=市净率倍数×净资产，合理PB参考历史、同业、ROE
	PB = PE×ROE		
	PE	盈利稳定	股权市值=市盈率倍数×净利润，合理PE参考历史、同业、业绩增速
	股息率定价	分红稳定，股息率较高	合理市值 = $\frac{\text{当期分红}}{\text{合理股息率}}$ 合理股息率=无风险利率+风险溢价-成长折价
长期分红或 现金流稳定 可预期	DDM	分红稳定可预期	股权价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{D_{n+1}}{(r-g) \times (1+r)^n} \xrightarrow{\text{永续分红}} \frac{D_1}{r-g}$
	DCF	现金流稳定可预期	FCFE 股权价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(r-g) \times (1+r)^n}$
			FCFF 企业价值 = $\sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g) \times (1+WACC)^n}$

资料来源：申万宏源研究

业绩波动及分红规模提升进一步强化城燃股息率定价逻辑。近年来受国际气价高波动，接驳规模下滑及终端居民售价传导不畅等因素影响，2021 年来各主流城燃公司经营稳定性受到严峻挑战，以公司业绩为锚的相对估值体系越来越难以准确衡量企业价值。在过去几年城燃业绩下滑期间，各公司分红规模或分红率水平仍相对稳定，以股息为锚确定城燃公司估值价值的方式受到市场青睐。

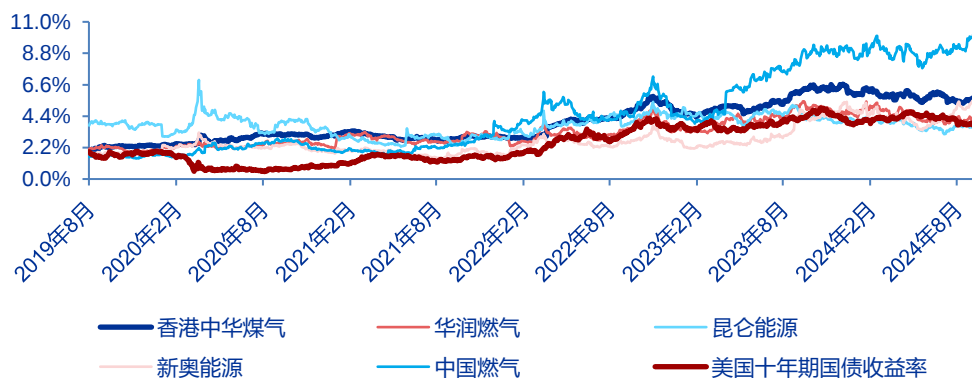
图 45：股息率定价公式



资料来源：申万宏源研究

香港中华煤气分红极度稳定，股价长期锚定美国国债收益率。股息率倒推定价的本质是绝对估值法，即 DDM 模型在股息长期增长率为零情况下的特例。香港中华煤气长达二十余年分红政策长期稳定（每年 0.35 港元/股），分红规模提升依靠转送红股方式提升，近乎完美符合股息率定价假设，因此长期以来股息率定价为香港中华煤气的核心估值体系。由于公司所处港股市场，境外投资者较多的原因，公司估值水平实际锚定美国国债收益率。常年来，公司股息率与美国国债收益率走势几乎完全一致。事实上，除中国燃气近两年分红率波动较大外，其他城燃公司股息率在美国十年期国债收益率附近波动。受隐含成长折价的影响，其余城燃公司股息率略低于香港中华煤气，但股息率定价对成长型城燃公司也具有重要参考意义。

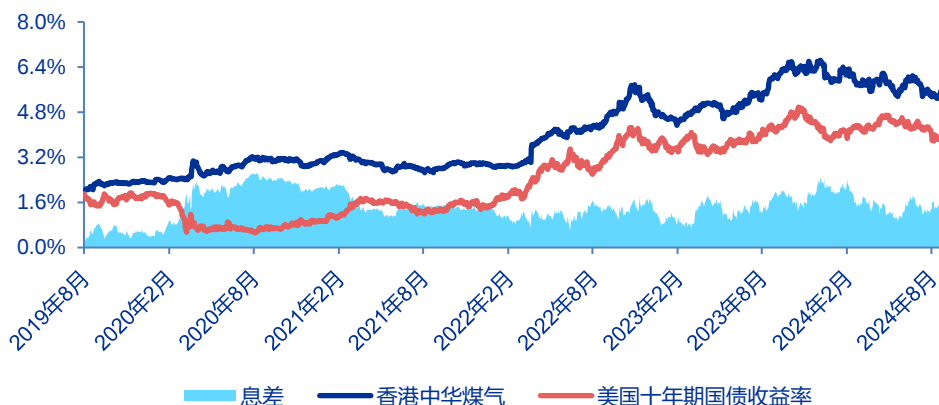
图 46：近年来港股全国性城燃公司股息率与美国十年期国债收益率对比



资料来源：Wind，申万宏源研究

公司股息率无风险利率走势整体趋同，利率下行周期估值存在提升空间。公司合理股息率由市场无风险利率加上息差的方式确定。在美元利率短期大幅变化时，息差并非一成不变，但长期来看利率变化趋势会持续修正股息率下限。以美国十年期国债收益率作为无风险利率，近年来公司股息率相较于无风险收益率，息差基本在 1.5% 水平波动。2024 年 9 月美国联邦基金利率目标区间下调 50 个基点，并在 11 月继续降低 25 个基点。降息周期内随着无风险利率持续下行，投资者对公司股息率要求将同步下降，有利于公司估值水平提升。

图 47：公司股息率及息差水平



资料来源：Wind，申万宏源研究

5.3 经营稳定性回归 DCF 视角下城燃长期价值进一步彰显

城燃稳定性与成长性兼备，DCF 视角下公司估值空间更为广阔。城市燃气企业具有长周期的特许经营权，竞争格局稳定且收益率可预期性强。随着全球气价回归正常区间，天然气上下游成本传导机制完善，城市燃气行业经营稳定性逐步增强，业绩将逐步回归平稳增长期。目前主流的股息率定价方式事实上忽视了城燃企业的新兴业务成长能力，低估城燃企业实际价值。我们认为随着城燃现金流逐步增长，DCF 估值能进一步体现公司基本面上行带来的估值提升空间。

我们选择 FCFF 方式计算公司价值，FCFF 模型核心假设包括：

根据美国十年期国债收益率，无风险利率取 3.5%。根据 1980 年以来恒生公用事业收益率（5.38%）与无风险利率差值，股权风险溢价取 1.88%，根据 Wind 近五年香港公用事业指数成分股按市值加权计算， β 系数取 0.756，测算 CAPM 为 4.92%，WACC 为 4.00%。

假设在半显性阶段收入增长率为 1.5%。永续阶段收入增长率为 1%，EBIT Margin 为 15%。经测算，我们给予公司目标价 7.77 港元，较当前股价有 31.7% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：复杂 FCFF 模型估值结果

百万港元，百万股	价值	比例
显性半显性递减过渡价值	59,198	27%
终值	147,807	68%
核心企业价值	207,005	96%
加：非核心长期投资	0	0%
货币资金	,	%

交易性金融工具净值	0	0%
企业总价值	215,977	100%
减：付息债务	59,732	28%
少数股东权益价值	11,166	5%
股权价值	145,079	67%
流通股数	18,660	
最新每股价值	7.77	

资料来源：申万宏源研究

6. 风险提示

燃气销售增长情况低于预期风险。居民端天然气需求具有季节性，且受天气影响。工商业用气需求与宏观经济恢复情况密切相关，且对气价波动更为敏感。如居民端和工商端整体天然气需求增量不足时，或将导致公司燃气销售涨幅减小，制约公司利润增长。

天然气价格高波动风险。尽管 2024 年以来全球天然气供需趋于宽松，价格有所回落，但是供给侧风险频发，气价短期高波动频发。在国内定价机制与国际气价联动程度加深，城燃企业对海气进口依赖程度增加的背景下，公司盈利能力仍受上游气源价格震荡风险影响。

国内顺价机制落地情况不及预期风险。尽管国家引导地方政府陆续出台顺价政策，但落地时间和效果存在地区差异性。目前顺价机制在包括河北、江苏等省份集中落地，效果相对明显，而在其他一些省份落地执行力度仍有改善空间。如天然气顺价政策落地效果不及预期，将会导致公司毛差恢复速度减缓，影响企业盈利。

合并损益表

百万港元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	60,953	56,971	59,446	61,632	63,593
营业支出	-52,592	-48,834	-51,002	-52,599	-54,027
已使用之库存及物料	-39,309	-34,996	-36,955	-38,345	-39,563
折旧及摊销	-3,525	-3,542	-3,635	-3,722	-3,808
人力成本	-3,741	-3,879	-3,996	-4,116	-4,239
其他营业支出	-6,016	-6,417	-6,417	-6,417	-6,417
EBIT	8,362	8,137	8,444	9,033	9,566
其他收益净额	531	325	325	325	325
利息支出	-1,776	-2,215	-2,175	-2,003	-1,961
应占联营公司损益	865	2,361	2,361	2,361	2,361
应占合资企业损益	202	566	566	566	566
除税前溢利	8,184	9,174	9,520	10,282	10,857
所得税	-1,859	-2,003	-2,190	-2,365	-2,497
少数股东损益	965	993	1,015	1,096	1,157
归母净利润	5,248	6,070	6,207	6,713	7,094

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并资产负债表

百万港元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动资产	139,758	135,344	140,664	145,071	148,794
物业、机器及设备	71,819	71,277	73,842	75,485	76,434
投资物业	997	1,001	1,001	1,001	1,001
使用权资产	2,813	2,140	1,990	1,851	1,721
无形资产	5,340	4,463	4,441	4,418	4,395
联营公司	34,178	36,064	38,425	40,786	43,147
合资企业	11,163	10,884	11,450	12,016	12,581
其他非流动资产	13,448	9,515	9,515	9,515	9,515
流动资产	28,711	24,435	21,073	19,633	20,570
现金及银行存款	13,294	9,038	6,687	6,019	5,500
存货	3,426	2,567	2,250	2,133	2,369
贸易及其他应收账款	10,663	9,925	9,230	8,575	9,797
其他流动资产	1,328	2,905	2,905	2,905	2,905
持作出售资产		2,199			
总资产	168,469	161,978	161,737	164,704	169,365
流动负债	43,523	39,425	39,310	41,099	44,139
借贷	19,681	14,709	14,709	15,009	15,309
贸易应付账款及其他负债	22,004	19,927	19,742	21,169	23,853
其他流动负债	1,838	4,788	4,859	4,921	4,977
非流动负债	49,808	50,817	50,717	50,617	50,517
借贷	39,623	40,716	40,616	40,516	40,416
递延税项	6,927	6,924	6,924	6,924	6,924
其他流动负债	3,258	3,177	3,177	3,177	3,177
总负债	93,331	90,959	90,027	91,716	94,657
股东资金	61,228	59,853	59,529	59,711	60,274
股本	5,475	5,475	5,475	5,475	5,475
各项储备金	55,753	54,378	54,054	54,236	54,799
永续资本证券	2,384	0	0	0	0
非控股权益	11,527	11,166	12,181	13,277	14,434
权益总额	72,755	71,019	71,710	72,987	74,708
负债及权益总额	168,469	161,978	161,737	164,704	169,365

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

合并现金流量表

百万港元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	8,184	9,174	9,520	10,282	10,857
折旧及摊销	3,525	3,549	3,635	3,722	3,808
利息支出	1,776	2,215	2,175	2,003	1,961
营运资金变动	-1,288	848	897	2,261	1,283
已付税项	-1,260	-1,756	-2,190	-2,365	-2,497
其他经营活动现金流	-1,292	-3,098	-1,445	-2,927	-2,927
经营活动净现金流	9,645	10,932	12,592	12,977	12,485
添置物业、机器及设备	-7,725	-8,360	-6,028	-5,202	-4,605
其他投资活动现金流	964	5,865	0	0	0
投资活动净现金流	-6,760	-2,495	-6,028	-5,202	-4,605
借贷净增加	5,734	-2,538	-100	200	200
已付公司股东股息	-6,531	-6,531	-6,531	-6,531	-6,531
其他融资活动现金流	1,151	-3,379	-2,284	-2,112	-2,070
融资活动净现金流	354	-12,448	-8,915	-8,443	-8,400
现金及现金等价物期末余额	13,241	8,972	6,621	5,953	5,434

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhy.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhy.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhy.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhy.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhy.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhy.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。