



公司评级 买入（维持）

报告日期 2024 年 12 月 31 日

基础数据

12 月 31 日收盘价（港元）	30.75
总市值（亿港元）	711.56
总股本（亿股）	23.14

来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

华润燃气（01193.HK）24H1 跟踪点评报告：销气主业盈利继续改善，双综业务发展势头良好-2024.09.02

华润燃气（01193.HK）跟踪点评报告：销气主业增长亮眼，双综业务发展方向明确-2024.04.07

华润燃气(01193.HK)2023 年中期业绩点评：业绩稳步提升，零售气主业地位进一步巩固-2023.09.10

华润燃气(01193.HK)2022 年业绩点评：业绩承压，看好中长期修复空间-2023.04.03

华润燃气(01193.HK)2021 年业绩点评：业绩稳健增长，估值具备吸引力-2022.03.22

华润燃气(01193.HK)2021 年中期业绩点评：业绩稳增长，“1+2+N”战略拓宽未来发展-2021.08.24

分析师：李静云

S0190522120001
BUA484
lijingyun@xyzq.com.cn

分析师：蔡屹

S0190518030002
请注意：蔡屹并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

cai yi@xyzq.com.cn

分析师：史一粟

S0190523110001
请注意：史一粟并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。

shiyisu@xyzq.com.cn

华润燃气(01193.HK)

港股通（沪、深）

坐拥优质城市资源的央企城燃龙头

投资要点：

- 全国性龙头央企天然气零售商，国际气价回落正在传导至公司成本端，并有望刺激公司销气量增长。公司是华润集团旗下的城燃上市平台，截至 2023 年底，运营项目总共达 276 个，分布于中国 25 个省份，其中包括 15 个省会城市及 76 个地级市，年销气量达 388 亿方，客户数达 5778 万户。未来国际天然气供需趋于宽松，截至 2030 年全球已做出 FID 和在在建液化产能或达 2700 亿方/年，今年国内上游供应商已然开始降低售价，2024H1 华润燃气平均采购成本同比下降 4.5%。我们认为，在全球气价继续回落及国内需求增速有限的背景下，“三桶油”对城燃商的售价仍将呈现稳中有降趋势，气价回落叠加环保政策推行均有望刺激天然气消费量增长。我们认为公司拥有优秀的项目布局和相比同行更低的渗透率，未来两年其销气量将保持稳中有升。
- 居民顺价政策助力行业回归公用事业属性，公司毛差修复后保持稳定。2021-2022 年，上游气价大幅上涨而居民未能顺价，导致公司毛差同比下降 12%和 13%至 0.52 和 0.45 元/方；2023 年起由国家发改委牵头，各省市逐步落地居民顺价机制，公司当年毛差同比上涨 13%至 0.51 元/方，我们认为 2024-2027 年其有望提升至 0.53、0.55、0.57 和 0.59 元/方，随后趋于稳定。
- 综合服务（燃气具销售、燃气保险、安居服务等）处于早期快速增长阶段，依托庞大优质居民用户，未来两年公司该业务利润有望维持较高增速，或将有效对冲接驳下滑影响。2024 年上半年，该业务占公司分部业绩总和的比重已达到 11%。本文分析认为，类比发力该业务较早的同行，公司项目布局偏经济发达区域，居民用户规模大、潜在购买力强，2023 年 5581 万户城镇居民用户中，位于一线、二线和三线城市的占比达 73%。2024-2026 年间，其增值服务业绩年均增速有望维持 20%上下。通过接驳用户下滑的情景测算，我们认为公司增值服务分部业绩的增长将部分对冲因接驳业务下滑带来的影响，保守估计公司 2024-2026 年分部业绩总和的增速仍将在 5%-9%区间。
- 投资建议：2011-2023 年间，公司每股派息额年均复合增长率 21%；派息率由 18%提升至 50%，除少数年份持平外，基本维持每年 1-5pct 增长。2023 年，公司收缩资本开支至 79 亿港元，同期经营现金流为 102 亿港元，随着经营情况继续改善和收购性资本开支的收缩，其派息率有进一步提升空间。我们保守预计 2024-2026 年公司归母净利润为 54.55、58.11、63.64 亿港元，分别同比增长 4.4%、6.5%、9.5%；以 2024 年 12 月 31 日收盘价计算其 2025 年 PE 为 12 倍，股息率为 4.5%。维持“买入”评级。
- 风险提示：销气量增速、顺价政策推进不及预期；上游气价大幅上行；接驳超预期下滑

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万港元）	101,272	104,209	107,577	112,809
同比增长	7.3%	2.9%	3.2%	4.9%
归母净利润（百万港元）	5,224	5,455	5,811	6,364
同比增长	10.4%	4.4%	6.5%	9.5%
毛利率	18.2%	18.6%	18.9%	19.2%
ROE	11.1%	10.9%	10.9%	11.2%
每股基本收益（港元）	2.30	2.41	2.56	2.81
市盈率	13.4	12.8	12.0	11.0

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 央企天然气零售商龙头，深耕城燃主业	4
二、 行业：顺价推进+成本改善助力毛差企稳，公用事业属性逐步回归	6
（一） 国际天然气价格正在回归常态，缓解城燃成本压力	6
（二） 居民价格联动机制逐步落实，板块回归公用事业属性	10
（三） 低碳排放背景下，气价回落有望刺激气量增长	13
三、 城燃主业即将量价齐升，双综业务代替接驳打造新增长点	16
（一） 项目多位于经济发达地区，逆势扩张&央企背景保障气量增长潜力	16
（二） 上游气价回落缓解采购压力，居民顺价机制理顺毛差	19
（三） 接驳受地产影响有所承压，占业绩比重呈逐年下滑趋势	22
（四） 综合服务与综合能源业务打造全新增长点	24
（五） 经营和现金流改善，分红稳步提升	26
四、 投资分析与盈利预测	28

图目录

图 1、 截至 2024 年 6 月底华润燃气股权结构	4
图 2、 天然气产业链简图	4
图 3、 2023 年五家城燃商零售气量与居民用户数	5
图 4、 截至 2023 年底华润燃气天然气分销版图	5
图 5、 2017-2023 年公司归母利润情况	5
图 6、 2017-2024H1 公司分部业绩结构	5
图 7、 2022-2025E 全球天然气价格季度走势预测	6
图 8、 2013-2024E 全球 LNG 贸易量情况	6
图 9、 2014 至 2024 年 Q3 全球液化产能 FID 情况	7
图 10、 1990-2029E 全球液化产能情况	7
图 11、 2013-2025E 全球天然气消费量情况	8
图 12、 2024 年全球天然气消费量变化情况	8
图 13、 2013-2023 年全球天然气贸易情况	8
图 14、 2013-2023 年全球 LNG 与管道气贸易情况	8
图 15、 2012-2023 年中国天然气进口量情况	9
图 16、 2012-2023 年中国管道气与 LNG 进口量情况（单位：亿方）	9
图 17、 2011-2023 年香港中华煤气香港业务 EBITDA 与总资产情况	12
图 18、 美国城燃公司定价模式	13
图 19、 2010-2024 年美国各环节天然气价格（单位：美元/百万英热）	13
图 20、 2010-2023 年中国一次能源消费量情况	13
图 21、 2010-2023 年中国一次能源消费结构	13
图 22、 2010-2023 年中国天然气消费量情况	14
图 23、 2022-2023 年中国天然气分结构消费量	14
图 24、 2020-2024 年中国天然气月度消费量情况（单位：亿方）	14
图 25、 2018-2023 年公司销气量情况	16
图 26、 2019-2023 年五大城燃零售气量增速情况	16
图 27、 2023 年主要城燃公司销气量结构情况	16
图 28、 2018-2023 年公司居民销气量情况	16

图 29、	2018-2023 年公司商业销气量情况.....	17
图 30、	2018-2023 年公司工业销气量情况.....	17
图 31、	截至 2023 年底五大城市燃气公司项目分布示意图	17
图 32、	2018-2023 年公司接驳可覆盖户数与渗透率情况	18
图 33、	2023 年部分城燃公司接驳可覆盖用户数与渗透率情况	18
图 34、	2022-2023 年主要城燃公司居民销气价格同比变动情况	19
图 35、	2022-2023 年主要城燃公司毛差同比变动情况.....	19
图 36、	2019-2023 年公司销气价格与成本情况（单位：元/方）	20
图 37、	2018-2024 年 H1 公司毛差情况	20
图 38、	2012-2024 年 H1 公司居民销气价与成本价情况（单位：元/方）	20
图 39、	2012-2023 年公司工商业销气价与成本价情况（单位：元/方）	20
图 40、	2013 年-2028E 公司销气毛差保守预测.....	21
图 41、	2022 年公司气源结构情况.....	21
图 42、	公司如东接收站位置示意图.....	21
图 43、	2017-2023 年公司接驳业务分类业绩情况.....	22
图 44、	2017-2023 年公司分类业绩结构（单位：亿港元）	22
图 45、	2017-2023 年公司新接驳居民用户情况	23
图 46、	2017-2023 年公司累计居民用户与渗透率情况.....	23
图 47、	2021-2023 年公司综合服务业务营收与业绩（单位：亿港元）	24
图 48、	2021-2023 年公司综合服务业务存量市占率	24
图 49、	公司网格化服务模式示意图.....	25
图 50、	2022-2023 年公司综合能源业务情况	25
图 51、	公司分布式能源业务示意图.....	25
图 52、	公司资产负债率情况.....	26
图 53、	2019-2023 年公司平均贷款利率情况	26
图 54、	2010-2023 年公司现金流情况（单位：亿港元）	27
图 55、	2010-2023 年公司资本开支情况（单位：亿港元）	27
图 56、	2011-2023 年公司分红派息情况.....	27
图 57、	近十年公司 PE-Band.....	29
图 58、	近十年公司 PB-Band.....	29

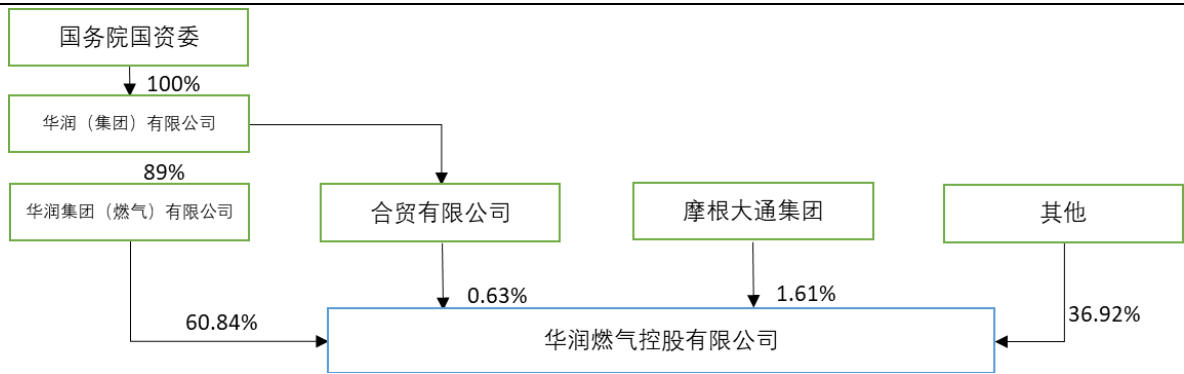
表目录

表 1、	2024-2027 年全球预计投产液化项目统计	7
表 2、	中石油 2024-2025 年管道气定价方案	9
表 3、	中石油 2023-2024 年管道气定价方案	9
表 4、	天然气价格联动机制相关政策文件.....	10
表 5、	部分地区上下游价格联动政策	11
表 6、	《天然气利用管理办法》部分条款归纳.....	15
表 7、	2020-2023 年公司整合并购项目情况	18
表 8、	公司部分老旧小区改造项目	22
表 9、	接驳业绩以-10%/-15%/-20%下滑时公司分部业绩总和测算	23

一、央企天然气零售商龙头，深耕城燃主业

华润集团旗下城燃龙头，股权结构较集中，集团持股比例超过 61%。华润燃气(简称“公司”)是华润集团旗下的城市燃气项目港股上市平台。2004 年 1 月，苏州华润燃气有限公司成立，为华润集团进军城市燃气行业的第一个管道燃气项目。2007 年 1 月，燃气业务从华润石化分离，华润燃气集团正式成立，并于 2008 年 11 月在港交所上市。截至 2024 年 6 月底，华润集团共持有公司 61.46% 股权，实际控制人为国务院国资委。

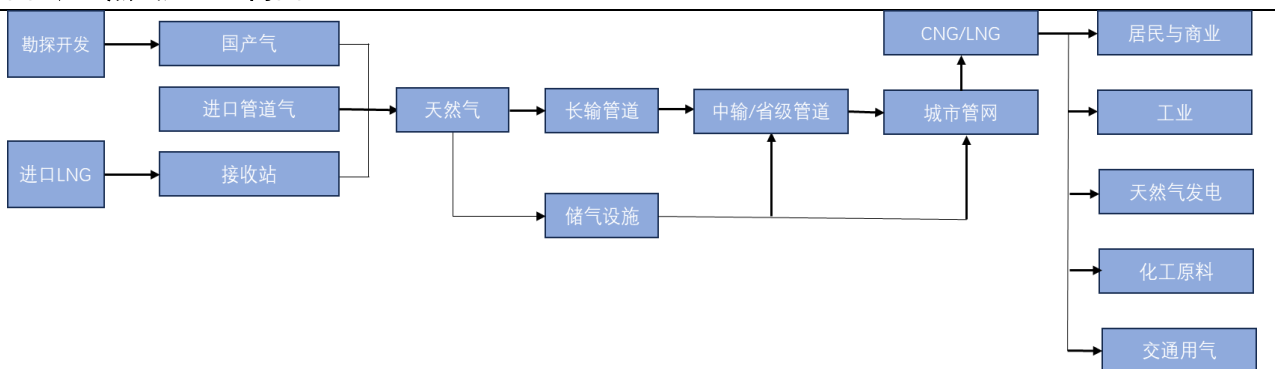
图1、截至 2024 年 6 月底华润燃气股权结构



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

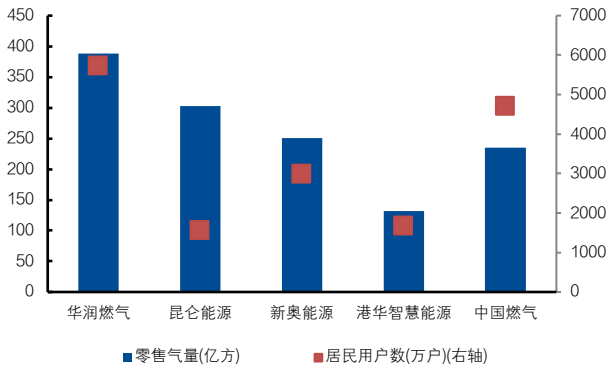
聚焦下游城市燃气业务的龙头天然气零售商，用户规模庞大。公司专注于下游城市燃气项目运营，2023 年公司天然气零售量 388 亿方，占中国天然气表观消费量接近 10%（同期，新奥能源和昆仑能源天然气零售量分别为 251 亿方和 303 亿方）。截至 2023 年底，公司累计天然气客户数达到 5778 万户，覆盖人口数量 3.46 亿，其中城镇居民用户 5581 万户，4068 万户居住在一、二、三线城市。

图2、天然气产业链简图



数据来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、2023年五家城燃商零售气量与居民用户数



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

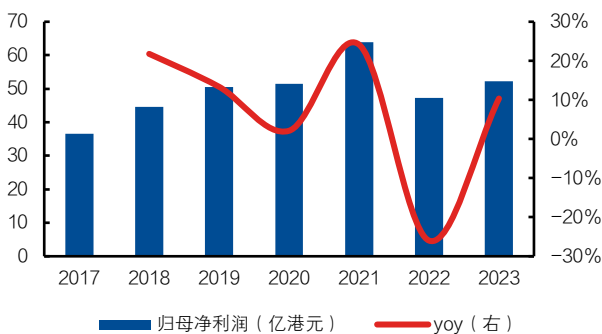
图4、截至2023年底华润燃气天然气分销版图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

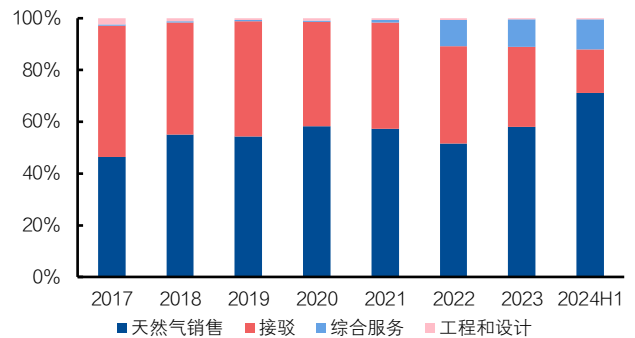
近两年公司盈利能力逐步修复，主营销气业务占利润的比重提升至2024年上半年的71%。2017-2021年，公司天然气销售与接驳业务规模扩张，归母净利润由36.5亿港元增长至64.0亿港元，年均复合增长率15%。2022年，受俄乌冲突导致上游气源价格高企、下游需求疲弱以及居民顺价不畅等因素影响，公司归母净利润同比下降26%至47.3亿港元，是上市以来首次出现利润下滑。2023年，销气业务量价齐升抵消了接驳下降的不利影响，公司归母净利润同比上升10.4%至52.2亿港元。在公司的分部业绩结构中，天然气销售业务占比由2017年的46%上升至2024年上半年的71%，接驳业务则由51%下降至17%。

图5、2017-2023年公司归母净利润情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、2017-2024H1公司分部业绩结构



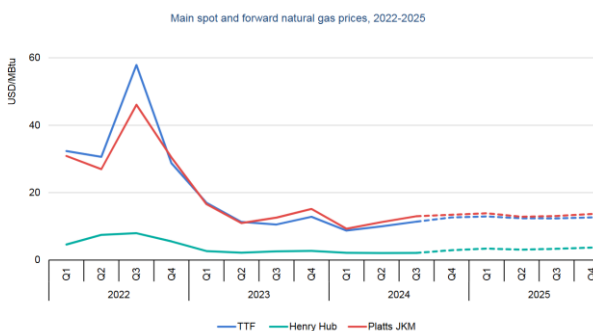
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

二、行业：顺价推进+成本改善助力毛差企稳，公用事业属性逐步回归

（一）国际天然气价格正在回归常态，缓解城燃成本压力

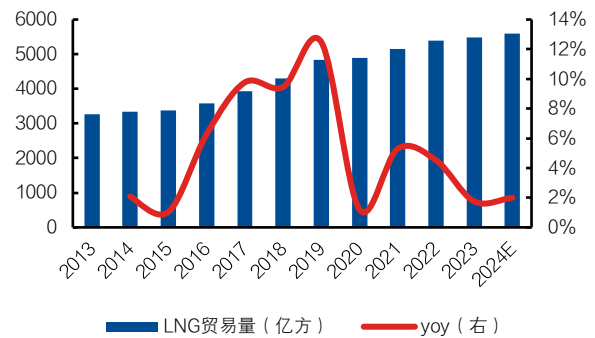
天然气价格中枢回落，短期仍有扰动。自 2022-2023 年的天然气供应冲击以来，全球天然气市场逐步转向再平衡，主要天然气价格指数较 2022 年高点均大幅下降。但由于部分原定于 2024 年新增的液化产能投产进度有所推迟，2024 年 1-3 季度全球液化天然气供应同比仅增长 2%（约 70 亿方），而同期全球天然气需求在亚洲地区的驱动下同比增长 2.8%，供需平衡仍显脆弱，叠加地缘政治冲突、极端天气等因素影响，2024 年第三季度 TTF/JKM 价格分别环比上涨 14%/15%至 11.5/13 美元。

图7、2022-2025E 全球天然气价格季度走势预测



数据来源：IEA，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、2013-2024E 全球 LNG 贸易量情况

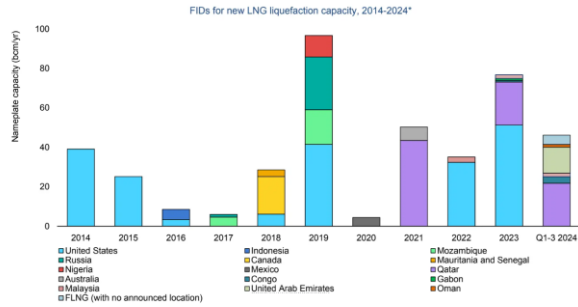


数据来源：EI，兴业证券经济与金融研究院整理

LNG 液化产能扩张周期或即将到来，将逐步缓解供给端担忧。2023 年，全球 LNG 贸易量为 5,487 亿方，同比增长 1.2%，而过去十年间年均增速为 5.3%。根据 IGU 统计，计划在 2024-2027 年间投产的 LNG 液化产能分别约为 546¹、314、588 和 528 亿方/年；2024 年 Q1-Q3，IEA 统计称尽管美国无新增液化产能批准，但全球新增批准的液化产能建设仍超过 450 亿方/年；而截至 2030 年，全球已做出 FID 和在建液化产能或达 2700 亿方/年。液化产能的释放有望宽松市场基本面，缓解天然气流通环节担忧。

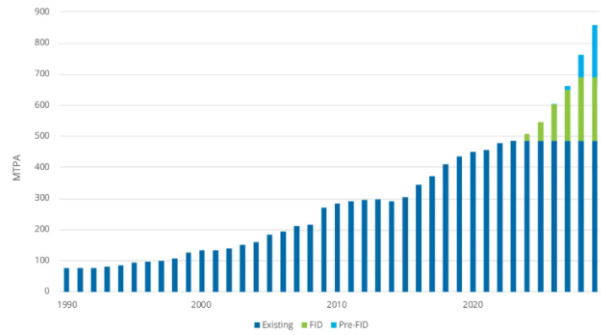
¹ 2024 年部分项目已经推迟

图9、2014 至 2024 年 Q3 全球液化产能 FID 情况



数据来源：IEA，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、1990-2029E 全球液化产能情况



数据来源：IGU，兴业证券经济与金融研究院整理

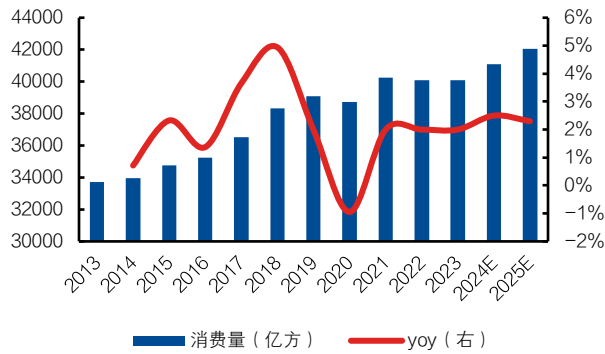
表1、2024-2027 年全球预计投产液化项目统计

年份	国家	项目	产能 (亿方/年)
2024			546
	Mexico	Altamira FLNG	20
	Nigeria	NLNG T7	112
	USA	Golden Pass LNG T1-T2	146
	Mauritania	Tortue/Ahmeyim FLNG T1	35
	USA	Plaquemines LNG T1-T18	141
	Russia	Arctic LNG 2 T1	92
2025			314
	USA	Golden Pass LNG T3	73
	Mexico	Energia Costa Azul LNG T1	46
	Canada	LNG Canada T1-T2	196
2026			588
	Qatar	QatarGas LNG T8-T9	218
	Australia	Pluto LNG T2 (expansion)	70
	USA	Corpus Christi Stage 3 T1-T7	139
	USA	Plaquemines LNG T19-T36	141
	Mexico	Altamira FLNG 2	20
2027			528
	Qatar	QatarGas LNG T10	218
	Congo	Eni Congo FLNG II	34
	USA	Rio Grande LNG T1-T3	247
	Canada	Woodfibre LNG T1-T2	29

数据来源：IGU，兴业证券经济与金融研究院整理

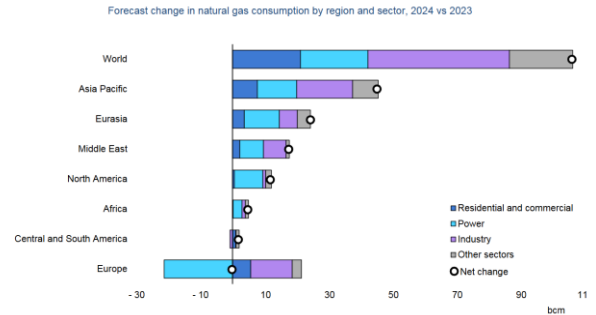
亚洲驱动全球需求端增速保持平稳，供需格局有望趋向宽松。2024 年，IEA 预计全球天然气需求同比增长 2.5% (约 1000 亿方)，高于过去十年间 1.9% 年均增长率，其中约 45% 的增量来自于亚洲地区。展望 2025 年，IEA 预计全球天然气需求增长约为 2.3% (约 1000 亿方)，与 2024 年类似的是其预计该增长中的一半是由亚洲提供。从历史贸易流通量情况来看，2013-2023 年全球天然气贸易量占消费量的比重基本维持在 23% 上下波动，其中 LNG 占贸易量比重由 42% 提升至 59%。我们认为，未来对于天然气贸易流通的需求或仍将增长，虽然市场或将出现局部或暂时不平衡，但结合液化产能建设与投资节奏来看，中期维度内全球天然气供需格局将趋向宽松。

图11、2013-2025E 全球天然气消费量情况



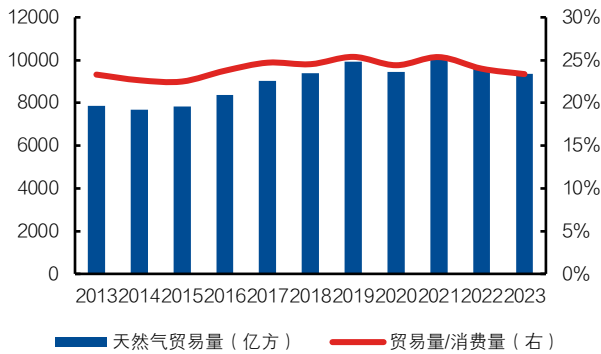
数据来源: EI, 兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2024 年全球天然气消费量变化情况



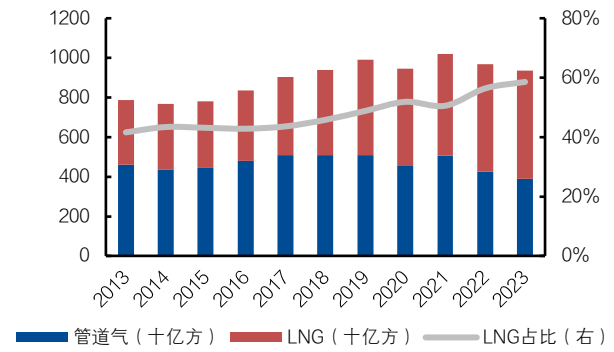
数据来源: IEA, 兴业证券经济与金融研究院整理

图13、2013-2023 年全球天然气贸易情况



数据来源: EI, 兴业证券经济与金融研究院整理

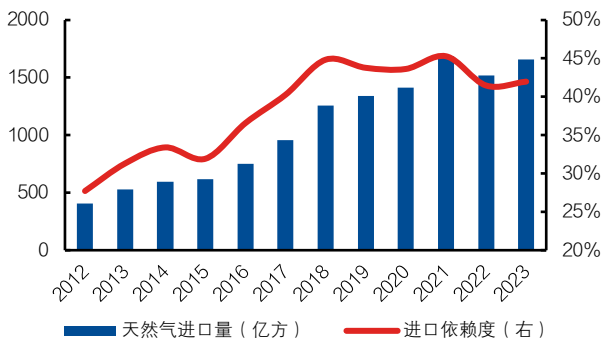
图14、2013-2023 年全球 LNG 与管道气贸易情况



数据来源: EI, 兴业证券经济与金融研究院整理

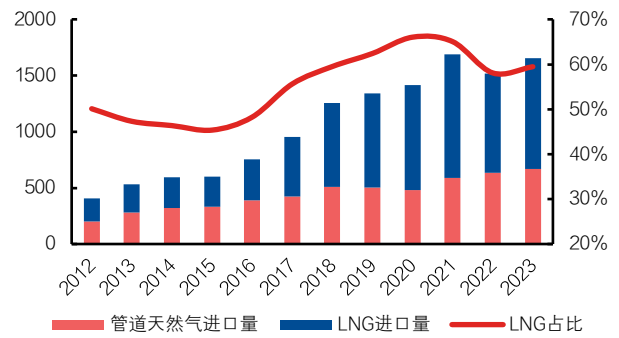
2023 年国内天然气进口依赖度提升至 42%，国际气价对国内天然气定价影响力增强。国内天然气产量增速低于消费量增速，进口依赖度不断提升，2012-2023 年间，中国天然气进口量由 421 亿方增长至 1,656 亿方，年均复合增速达到 13%，对于进口依赖度由 29%提升至 42%，其中 LNG 占进口量比重由 49%提升至 61%，国际天然气贸易约 70%是通过长协方式交易的，交易公式一般与油价或者气价挂钩，我国天然气进口依赖度的提升使得国际天然气价和国际油价对于国内上游气源价格的传导愈发明显。

图15、2012-2023 年中国天然气进口量情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、2012-2023 年中国管道气与 LNG 进口量情况（单位：亿方）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

近两年，中石油管道气合同价开始呈现稳中有降趋势，缓解城燃成本压力。2023年下半年，“三桶油”未对旺季签订补充协议，是城燃成本边际下降的重要信号。进入2024年，中石油年度管道气合同相比2023年具有管制气中居民与非居民合并价格上浮18.5%、提高淡季非管制气比例至35%、非管制气上浮比例区分沿海/内陆分别上浮80%/70%等几个变化，价格政策体现出目前天然气上游资源中非管制气资源占比提升、国际天然气价格对国内价格影响力增强等特点。2024年上半年，华润燃气/新奥能源（02688.HK）/港华智慧能源（01083.HK）/中国燃气（00384.HK）的平均成本价分别同比下降5%/3%/5%/3%。2025年，随着国际天然气供需基本面的进一步宽松，叠加城燃和工业板块用气量增速并不乐观，我们认为中石油管道气综合价格将进一步缓慢下行。

表2、中石油 2024-2025 年管道气定价方案

	气源类型	区域	2024年4月-2024年10月		2024年11月-2025年3月	
			占比	价格较门站价上浮	占比	价格较门站价上浮
合同量	管制气		65%	18.50%	55%	18.50%
	非管制气-固定	内陆	32%	70%	42%	70%
		沿海		80%		80%
	非管制气-浮动		3%	联动上海交易中心现货价	3%	联动上海交易中心现货价
调峰量			100%		100%	
非合同量	额外气		线上化市场交易形成			

数据来源：第一财经，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、中石油 2023-2024 年管道气定价方案

	居民	管制气	2023年4月-2023年10月		2023年11月-2024年3月		
			资源占比	价格较门站价上浮	占比	价格较门站价上浮	
合同量	居民	管制气	100%	15%	100%	15%	
		管制气（均衡1）	70%	20%	55%	20%	
	非居民	非管制气	固定	27%	80%	42%	80%
			浮动	3%	联动JKM现货	3%	联动JKM现货
调峰量			部分参考非居民非管制气上浮		上浮不低于120%		
非合同量	额外气		线上化市场交易形成				

数据来源：第一财经，兴业证券经济与金融研究院整理

（二）居民价格联动机制逐步落实，板块回归公用事业属性

2023年，国家发改委牵头健全居民气成本疏导机制。非居民用气价格改革推行较调价决策程序多、时间长，甚至部分省市多年未做调整，在2022年上游气源价格大幅上涨的背景下，部分城燃企业经营出现困境保供乏力，个别地方出现断供情况。2023年6月，国家发展改革委出台《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，明确要求加快推进并实施好价格联动机制；2024年1月，发改委进一步发布补充文件，并要求36个大中城市要在6月底完成顺价，9月底前全国县级以上行政区建立价格联动机制。

表4、天然气价格联动机制相关政策文件

文号	发布机构	文件	相关内容
发改价格（2017）1941号	国家发改委	《关于全面深化价格机制改革的意见》	进一步深化垄断行业价格改革。按照“管住中间、放开两头”的总体思路，深化垄断行业价格改革，能够放开的竞争性领域和环节价格，稳步放开由市场调节；保留政府定价的，建立健全成本监审规则和定价机制，推进科学定价。建立健全价格动态调整机制。逐步建立健全城市供电、供水、供气、供热等领域上下游价格联动机制。
国发（2018）31号	国务院	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	理顺天然气价格机制。加快建立上下游天然气价格联动机制，完善监管规则、调价公示和信息公开制度，建立气源采购成本约束和激励机制。推行季节性差价、可中断气价等差别化价格政策，促进削峰填谷，引导企业增加储气和淡旺季调节能力。加强天然气输配环节价格监管，切实降低过高的省级区域内输配价格。加强天然气价格监督检查，严格查处价格违法违规行为。
发改价格（2021）689号	国家发改委	《关于“十四五”时期深化价格机制改革价格（2021）689号国家发展和改革委员会改革行动方案的通知》	稳步推进石油天然气价格改革。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。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。

发改价格（2023）682号	国家发改委	《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》	文件内容明确要求尚未建立天然气上下游价格联动机制的省市，要倒排时间，加快建立；已建立天然气上下游价格联动机制的省市，要结合联动机制实施情况，围绕联动范围、联动周期、联动方式、联动程序、市场公允价格、价格偏差校核等进一步细化、完善联动机制，建立健全价格信息公开制度，探索建立激励约束机制，推动燃气企业积极优化采购渠道，降低采购价格。
发改价格（2023）1787号	国家发改委	《关于加快推进供气供热供水价格改革的通知》	

数据来源：国家发改委，国务院，兴业证券经济与金融研究院整理

今年各地陆续健全联动机制，居民顺价力度提升。截至 2024 年 9 月底，根据不完全统计，已经有 20 个省/自治区陆续发布天然气上下游联动政策，主要内容为推动成本监审和联动机制落地，以有效配气资产收益率 7%核定准许收益，理顺终端居民销售价格。以湖北省政策为例，终端销售价格由加权平均采购价格和配气价格确定，居民气价调价周期为半年或一年，调价幅度不超过 0.5 元/方，且价格联动机制建立后，后续价格调整不需再次听证，有望缩短居民用气价格调整的时间。

表5、部分地区上下游价格联动政策

地区	时间	文件名称	主要内容
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	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动。此前联动周期为半年及以上的，应逐步过渡到按季度联动，有条件的地区可按月度联动。 居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年，用气淡季旺季毛差较大的可按半年或区分淡旺季联动。 首次建立联动机制时，终端销售价格按以下公式确定：终端销售价格=加权平均采购价格+配气价格。 联动幅度原则上按企业天然气实际综合采购价格减基准门站价格，并考虑购销差率确定。
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	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，具体联动周期由各市人民政府根据当地实际情况确定。
江苏省	2023 年 9 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实施意见	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动，目前联动周期为半年及以上的，到 2025 年逐步过渡到按季度联动，有条件的地区可按月联动。 居民用气终端销售价格可按半年或一年联动。 首次建立联动机制时，终端销售价格=加权平均采购价格+配气价格。
湖南省	2023 年 10 月	湖南省发展和改革委员会关于完善湖南省天然气上下游价格联动机制的通知	达到气价联动启动条件，原则上居民用气终端销售价格每年联动 1 次，非居民用气终端销售价格每年联动 2 次。 终端销售价格根据采购价格变动上下调整。居民气价联动上涨幅度实行上限管理，原则上本期居民气价联动上调幅度不超过上期终端销售价格的 10%，超出部分统筹考虑，居民下调幅度不限；非居民气价联动原则上按照气源平均采购价格变动上下调整。
福建省	2024 年 1 月	关于进一步做好建立健全我省天然气上下游价	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动，目前联动周期为半年及以上的，因地制宜逐步过渡到按季度联动，有条件的地区

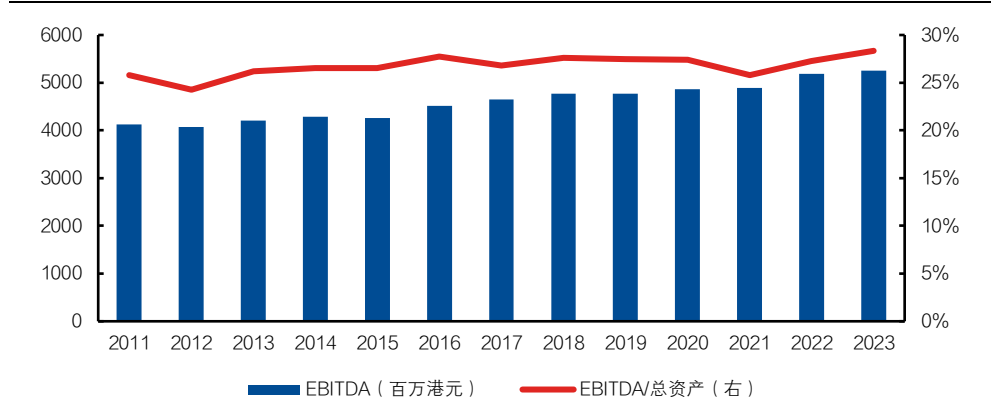
<p>四川省 成都市</p> <p>2024年6月</p> <p>继续实施《成都市居民用气上下游价格联动机制》的政策解读</p>	<p>格联动机制工作的通知</p> <p>可以按月联动。 居民用气终端销售价格可按半年或一年联动。终端销售价格应根据采购价格变动相应调整，价格低的气源优先保障居民用气。 联动方式包括按实际采购价格联动与按预测采购价格联动，同时要求建立偏差校核机制，对预测采购价格与实际采购价格的差异部分，纳入后期联动统筹考虑。 在联动幅度方面，原则上居民用气第一阶梯价格单次上调不超过每立方米0.5元，未调金额纳入下一联动周期统筹考虑。 该文件建立了销售价格随门站价格变化而相应调整的机制，明确了适用范围、联动原则、联动公式、联动条件、联动时间。当符合联动条件时，由价格主管部门提出调价方案，经市政府同意后公布实施，不再重复举行听证会。期间，国家、省另有政策规定的，从其规定。</p>
--	--

数据来源：省、市发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

以中国香港/美国的燃气监管定价机制为鉴，合理的价格传导机制保障稳定收益率。

中国香港：香港中华煤气负责香港大部分地区燃气供应，收费和利润不受政府监管，其居民燃气费的收用由煤气用量费+燃料调整费+每月基本收费+保养月费构成，其中燃料调整费根据生产煤气原料的平均成本按月调整。在此价格机制下，上游成本的上涨基本会在1个月之内疏导至下游用户。2011-2023年香港中华煤气香港本部业务 EBITADA 年均复合增速 2.0%，该分部 EBITDA 与总资产比例维持在 26%-28%左右。

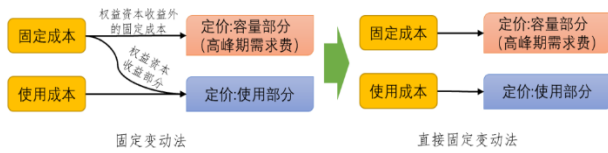
图17、2011-2023年香港中华煤气香港业务 EBITDA 与总资产情况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

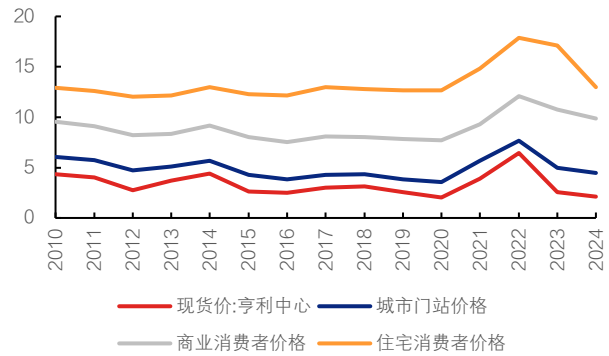
美国：联邦能源管理委员会（FERC）设定了管输费率表，容量部分仅向有预定容量的大客户收取，使用部分向大客户收费低，向小客户收费高，用以补偿燃气公司的变动成本，同时考虑服务总成本、收益、操作与维护支出、折旧、报损与摊销支出、所得税及其他营业支出等，并且规定了总体超预定容量部分的费率以及日间非计划部分的惩罚性费率（是正常费率的 10-20 倍），在此价格模式下，美国各环节天然气价格基本呈现同幅同向波动。

图18、美国城燃公司定价模式



数据来源：南滨观察，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、2010-2024 年美国各环节天然气价格（单位：美元/百万英热）

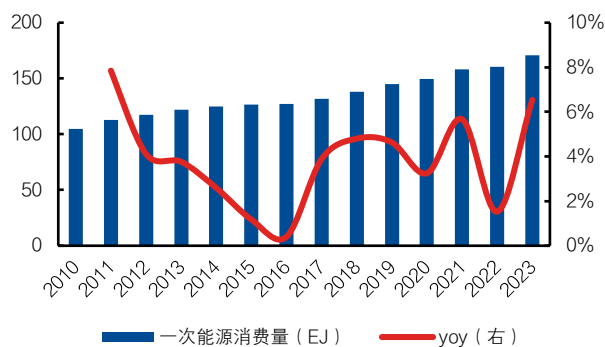


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）低碳排放背景下，气价回落有望刺激气量增长

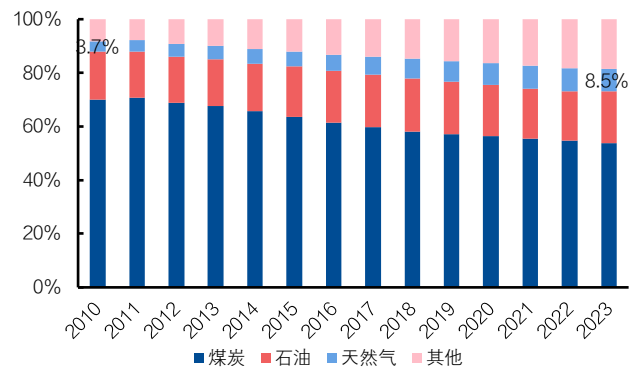
2023 年天然气占中国一次能源消费量比重提升至 8.5%，远低于世界平均水平 23%。2010-2023 年间，中国一次能源消费量由 104.6 艾焦耳增长至 170.7 艾焦耳，年均复合增长率为 3.8%，其中煤炭/石油/天然气占一次能源比重分别由 70%/18%/3.7%变动至 54%/19%/8.5%，天然气扮演了能源转型过程中替代煤炭的重要过渡角色。而 2023 年全球天然气占一次能源比重在 23%左右，欧洲、美国则分别为 21%、34%，相比之下，中国天然气占比仍有一定提升空间。

图20、2010-2023 年中国一次能源消费量情况



数据来源：EI，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、2010-2023 年中国一次能源消费结构

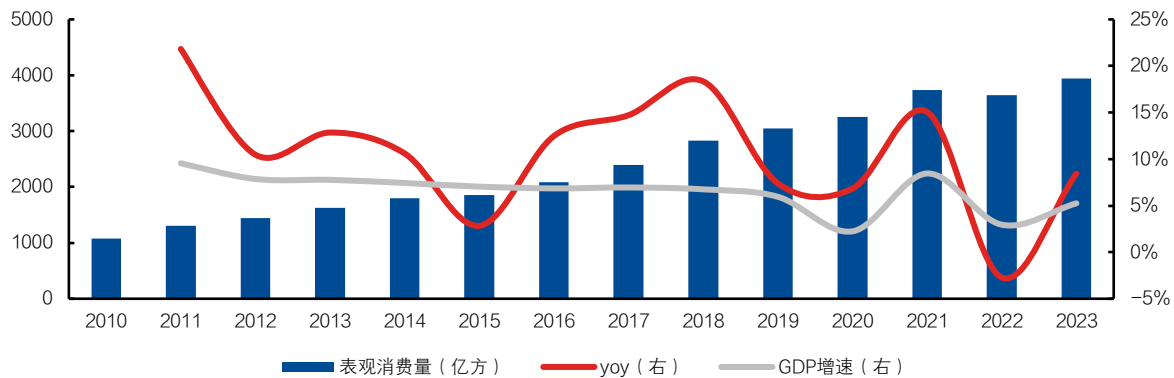


数据来源：EI，兴业证券经济与金融研究院整理

天然气作为双碳目标的重要过渡能源，气价下行与政策推动均会成为消费量提速的驱动力。天然气作为化石能源中唯一的清洁能源，承担着过渡能源的重要角色，在工业、发电、供热等领域仍有较大替代空间。从中国天然气消费量增长历程来看，2010-2023 年中国天然气表观消费量由 1074 亿方增长至 3945 亿方，年均复

合增速 10.5%。2015 年，由于煤价和油价的下降，经济性相对较差的天然气当年表观消费量仅同比增长 3%，而同期 GDP 增速为 7.0%。但在 2015 年 11 月国家发改委下调非居民门站价 0.7 元/方后，2016 年其消费量同比增长 12%。在 2017 年“煤改气”政策加速推动后，其表观消费量于 2017-2018 年分别同比增长 15% 和 18%。

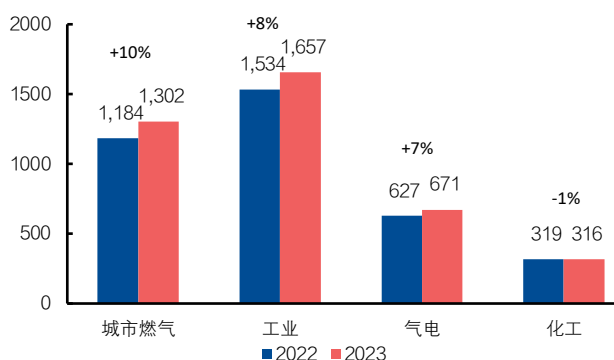
图22、2010-2023 年中国天然气消费量情况



数据来源：国家发改委，iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

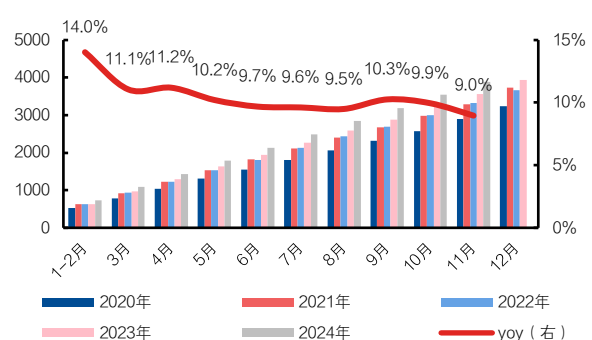
经历 2022 年高价带来的抑制后，2023-2024 年天然气消费量呈现恢复性增长。2022 年国际气价高涨及国内需求不振压制消费量，全年天然气表观消费量同比下降 1.7%，但随着 2023 年气价逐步回落、经济活动逐步复苏，中国天然气表观消费量达到 3,945 亿方，同比增长 7.6%。其中城市燃气/工业/气电/化工领域消费量分别为 1,302/1,657/671/316 亿方，同比+10%/+8%/+7%/-1%。2024 年 1-11 月，中国天然气表观消费量持续修复至 3,886 亿方，同比增长约 9.0%。

图23、2022-2023 年中国天然气分结构消费量



数据来源：《中国天然气发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、2020-2024 年中国天然气月度消费量情况 (单位：亿方)



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

双碳政策目标不动摇背景下，各领域和各地持续出台相关天然气消费促进政策。2023 年 4 月，中国轻工业联合会印发《轻工业重点领域碳达峰实施方案》，指出要加快用能结构转换，进一步降低陶瓷、日用玻璃行业中煤炭能源的比重，逐步

提高天然气和电能的使用比例。逐步禁止陶瓷行业使用燃煤及煤制气；2023年9月，湖南省人民政府办公厅关于印发《湖南省大气污染防治“守护蓝天”攻坚行动计划（2023—2025年）》的通知，通知中要求“多渠道扩展天然气气源，扩大外受电比重，持续推进“煤改气”“煤改电”工程，大力推进使用清洁能源或电厂热力、工业余热等替代锅炉、炉窑燃料用煤，加快推动玻璃、地板砖等建材行业企业以及有色冶炼行业鼓风机、反射炉等“煤改气”；2024年7月《天然气利用管理办法》进一步重申了增加天然气等清洁能源比例以实现“双碳”目标，扩大了支持天然气利用范围。2023年，中国天然气消费占一次能源比重仅为8.5%，国家发改委2030年目标占比为15%，根据国务院发展研究中心预测2030年中国天然气消费量或将达到约6,000亿方，2023-2030年间复合增长率6.2%。

表6、《天然气利用管理办法》部分条款归纳

分类	优先类	允许类	限制类	禁止类
城镇燃气	1、已纳入国家级规划计划，气源已落实、气价可承受地区按照“以气定改”已完成施工的农村清洁取暖项目（含居民炊事、生活热水等用气）； 2、城镇居民炊事、生活热水等用气； 3、公共服务设施； 4、集中式采暖用户	1、城镇建成区已通气未实行集中式采暖的分户式采暖用户 2、已纳入国家级规划计划，气源已落实、气价可承受地区按照“以气定改”实施的新增农村清洁取暖项目	1、除优先类、允许类以外的农村清洁取暖项目	
工业	1、以天然气为燃料的可中断工业用户； 2、天然气分布式能源项目 3、油气电氢综合能源供应项目、终端天然气掺氢示范项目等高精尖天然气安全高效利用新业态	1、建材、机电、轻纺、石化化工、冶金等工业领域中，环境效益和经济效益较好的天然气代煤项目，天然气代油、代液化石油气项目，以天然气为燃料的新建项目； 2、城市中心城区的工业锅炉燃料天然气置换项目； 3、为炼油、化工企业加氢装置配套、为钢铁冷轧配套的天然气制氢项目	1、以天然气为原料生产甲醇及甲醇生产下游产品装置、以天然气代煤制甲醇项目； 2、以甲烷为原料，一次产品包括乙炔、氯甲烷等小宗碳一化工项目 3、以天然气为原料的合成氨、氮肥项目，合成氨厂“煤改气”项目	天然气常压间歇转化工艺制合成氨
交通	1、远洋运输、工程、公务船舶以及开发、利用和保护海洋的海洋工程装备（含双燃料和单一液化天然气燃料），在内河、湖泊、沿海以液化天然气为单一燃料的运输、工程、公务船舶及装备； 2、以液化天然气为燃料的载货车、城际载客汽车、公交车等运输车辆			
天然气发电	1、气源落实、具有经济可持续性的天然气调峰电站项目； 2、天然气热电联产项目； 3、带补燃的太阳能热发电项目		神东、陕北、黄陇、晋北、晋中、晋东、鲁西、两淮、冀中、河南、云贵、蒙东（东北）、宁东、新疆十四个大型煤炭基地建设基荷燃气发电项目	

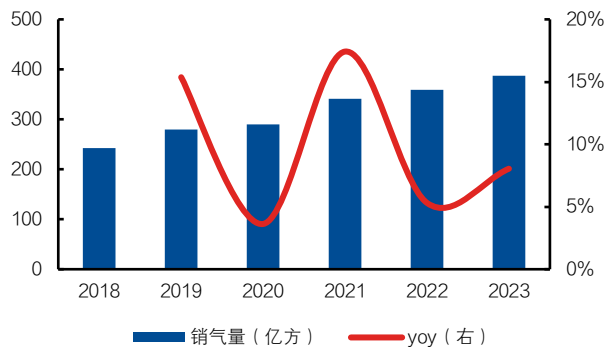
数据来源：国家发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

三、城燃主业即将量价齐升, 双综业务代替接驳打造新增增长点

(一) 项目多位于经济发达地区, 逆势扩张&央企背景保障气量增长潜力

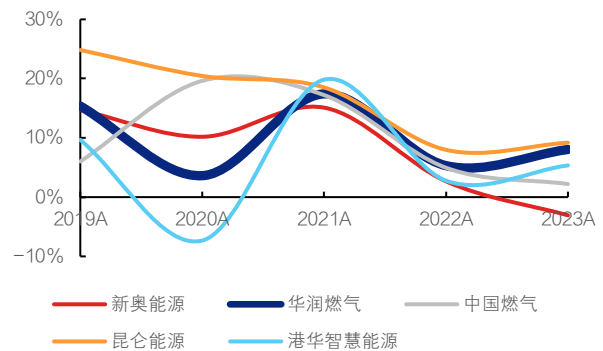
气量增速稳健, 居民与商业气占比较高。2018-2023 年间, 公司销气量由 243 亿方增长至 388 亿方, 年均复合增速 9.8%, 与四大全国性城燃龙头公司整体销气量增速趋势相似 (如图 29)。从销气结构来看, 2023 年公司居民/工业/商业气占比分别为 24%/52%/21%, 相较同业更高的居民与商业气占比, 或将使公司气量增长的稳定性更强。2023 年, 公司零售气量同比增长 8.0%, 在五大城燃公司中仅次于昆仑能源, 其中居民/商业/工业分别同比增长 11%/9%/7%。

图25、2018-2023 年公司销气量情况



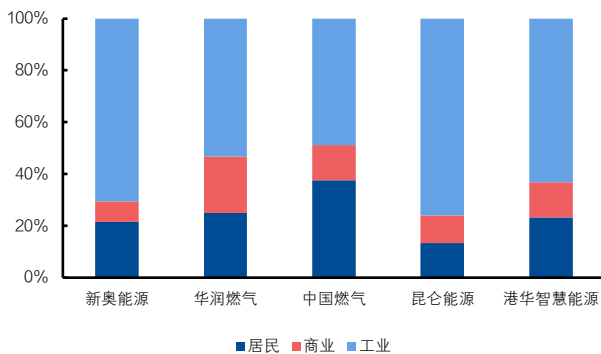
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图26、2019-2023 年五大城燃零售气量增速情况



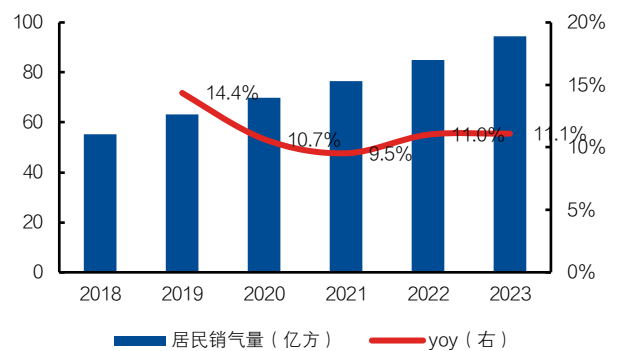
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图27、2023 年主要城燃公司销气量结构情况



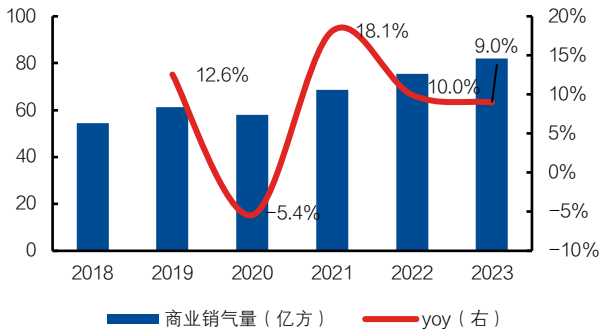
资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图28、2018-2023 年公司居民销气量情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2018-2023 年公司商业销气量情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

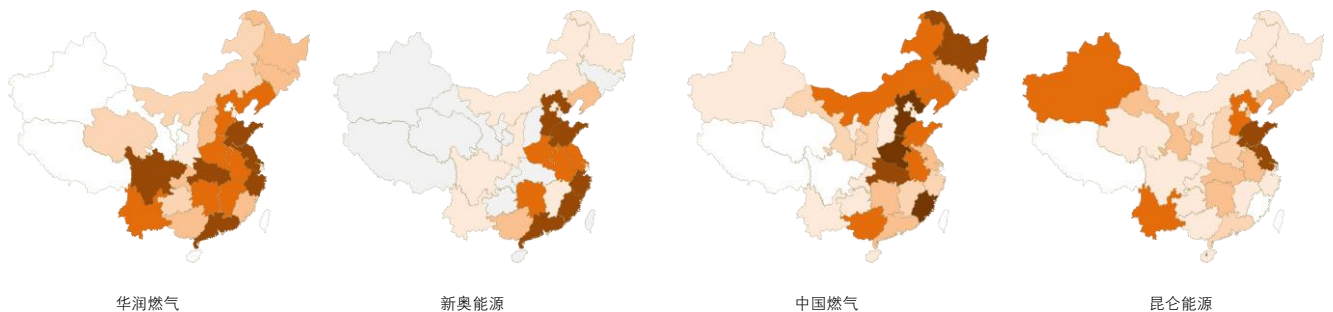
图30、2018-2023 年公司工业销气量情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

项目布局多位于增长潜力更强的经济发达地区，存量渗透率显著低于同业。截至2023年底，公司共276个城市燃气项目，其中有15个省会城市和76个地级市，2021年公司在京津冀、长三角、成渝经济区、粤港澳大湾区四大区域销售气量占比为57.6%。截至2023年底，公司居民用户渗透率仅为59.3%，新奥能源/中国燃气的渗透率则为65.2%/70.9%，2023年7月，国常会审议通过《关于在超大特大城市积极稳步推进城中村改造的指导意见》，超特大城市的城中村改造计划和“平急两用”公共基础设施建设将加快提上地方政府的日程。全国7个超大城市和14个特大城市中，仅有北京、广州、东莞、佛山等地未被公司城燃项目覆盖。超特大城市城中村改造计划以及城市基础设施建设的加快推进，也将有效推动公司存量项目渗透率的提升。

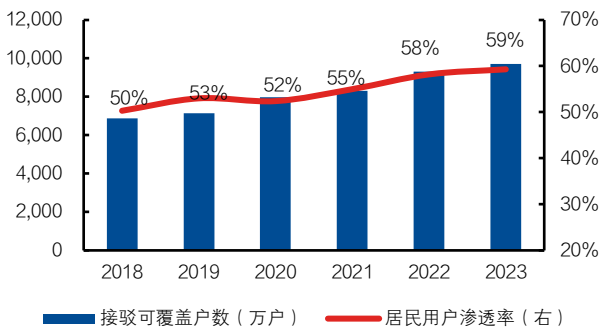
图31、截至2023年底五大城市燃气公司项目分布示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

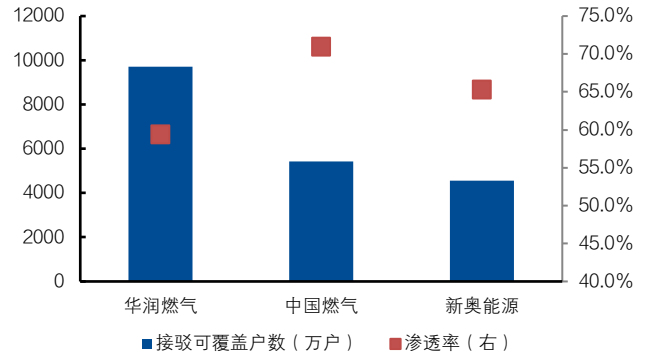
注：该图仅为各公司项目布局示意图，颜色深浅表示该地区项目数多少

图32、2018-2023 年公司接驳可覆盖户数与渗透率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、2023 年部分城燃公司接驳可覆盖用户数与渗透率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

安全保障形势下，公司央企背景具备整合优势。公司肩负国企安全责任，承建全国城镇燃气安全排查整治系统，为国家部委燃气安全管理提供技术支持，2012-2023 年公司累计投入 57.6 亿元人民币，完成 8080 公里老旧管网改造，对液化石油气和商业用户开展专项全覆盖排查。公司有央企背景和长期安全运营的口碑，同时又背靠华润集团在商业、地产、零售等产业的配套，我们认为其在项目整合并购上或更具优势。

合适时机和合适价格下推动重点地区并购整合，为未来气量提速做好准备。2020-2022 年，在公共卫生事件影响需求、全球资源价格波动导致部分地方城燃经营不善以及“一城一企”整合推进的背景下，公司加大优质项目整合并购力度，主要针对城市快速扩张、人口净流入的国家四大战略区域，整合天津、重庆、合肥、西安、成都、德阳、太仓、昆山等多地项目；2023 年，公司完成了重庆燃气财务并表、厦门项目股权增持、昆明煤气控股，进一步巩固了核心城市燃气市场的主导地位。

表7、2020-2023 年公司整合并购项目情况

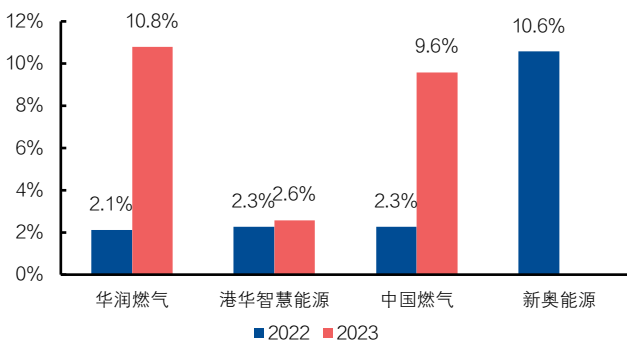
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
新注册项目数 (个)	28	23	18	8
新签约项目数 (个)	32	11	3	3
拓展经营面积	3.1 万平方公里	2.4 万平方公里	1.3 万平方公里	4,057 平方公里
预计新增用户	235 万户	311.4 万户	427.6 万户	33.8 万户
新增潜在气量	33 亿方/年	67 亿方/年	61.4 亿方/年	3.5 亿方/年
项目区位	四川、湖南、湖北、江苏、浙江、山东、山西等	天津、重庆、西安、阳泉、攀枝花等	合肥、太仓、昆山、定远、台州、成都、德阳、重庆、达州等	重庆、昆明、厦门等

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

(二) 上游气价回落缓解采购压力，居民顺价机制理顺毛差

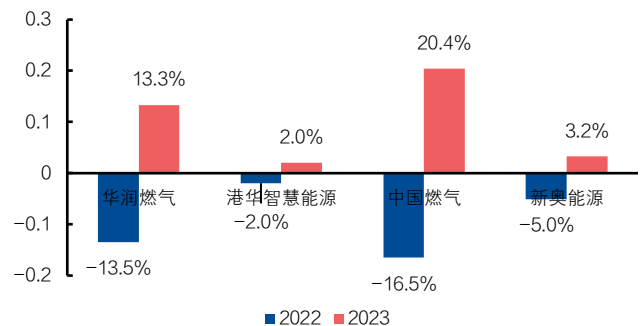
居民占比相对较高，顺价助力公司毛差修复。华润燃气的居民用户数、居民销气量在五大城燃均属于第一梯队，且华润燃气区位布局偏一线城市，公司相对更受益于全国性顺价政策的落实。2023年，华润燃气居民售价同比提升11%至2.67元/方，毛差同比提升13%至0.51元/方，相比之下，新奥能源毛差提升幅度为3%，港华智慧能源的居民售价和毛差提升幅度则分别为3%和2%。

图34、2022-2023年主要城燃公司居民销气价格同比变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：新奥能源未公布2023年公司居民销气价格

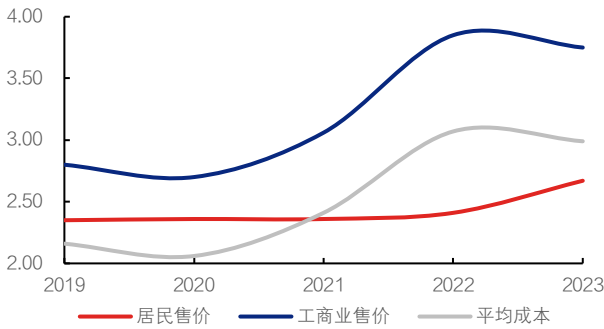
图35、2022-2023年主要城燃公司毛差同比变动情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

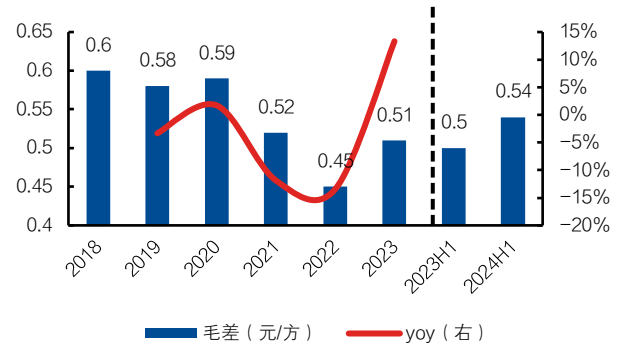
中短期来看，公司毛差将持续受益于顺价推进和采购成本的下降。2021与2022年公司销气平均毛差分别同比下降12%/13%至0.52、0.45元/方，主要是由于平均采购成本上涨而下游居民用户价格传导不顺。2023年，上游采购成本下降使得公司平均采购成本同比下降0.08元/方，同期公司平均售价仅同比下降0.02元/方，所以其毛差同比增长0.06元/方至0.51元/方。2024年上半年，公司毛差进一步同比增长0.04元/方至0.54元/方。

图36、2019-2023 年公司销气价格与成本情况（单位：元/方）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

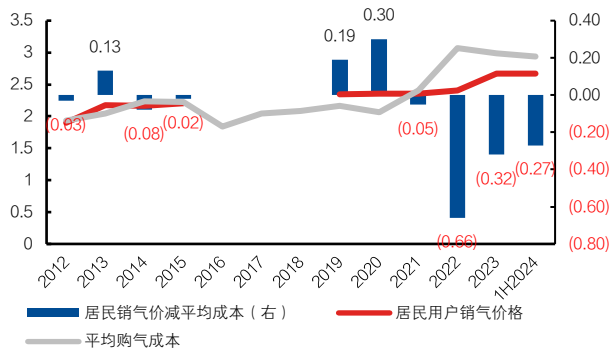
图37、2018-2024 年 H1 公司毛差情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

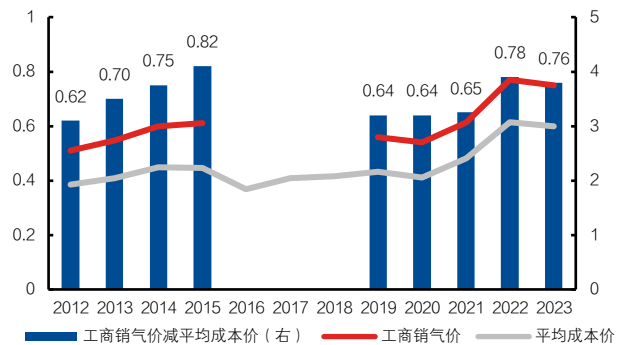
长期来看，居民价格联动机制建立后，公司毛差将趋于稳定，回归公用事业属性。非居民用气价格联动机制执行较为顺畅，上游采购成本波动可以较好地传导至终端工商业用户。我们可以根据各公司公告，用居民/工商业销气价格减去公司平均购气成本来简单测算各自毛差情况²。2021-2023 年，公司居民销气价与成本价差分别在-0.05、-0.67、-0.32 元/方，而工商业价差在 0.65、0.78、0.76 元/方。我们认为，公司毛差稳定的关键在于各地居民价格联动机制的落地，而理顺居民毛差也有望缓解居民与非居民交叉补贴，刺激价格更为敏感的工商业气量增长。根据历史情况，自 2017 年发改委《关于加强配气价格监管的指导意见》中规定准许收益率 7% 上限以来，2017-2020 年公司毛差维持在 0.58-0.60 元左右，我们认为 2024-2027 年公司毛差有望恢复至 0.53/0.55/0.57/0.59 元/方，随后趋于稳定。

图38、2012-2024 年 H1 公司居民销气价与成本价情况（单位：元/方）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2016-2018 年公司未单独公布居民、工商业销气价

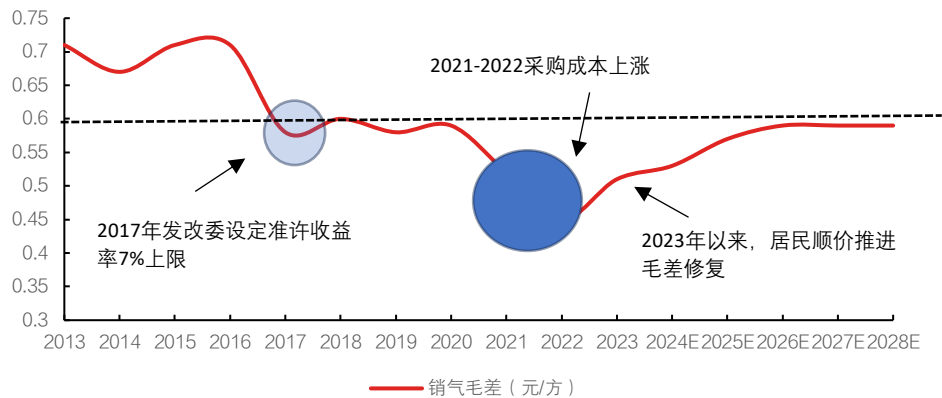
图39、2012-2023 年公司工商业销气价与成本价情况（单位：元/方）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：2016-2018 年公司未单独公布居民、工商业销气价

² 居民用气采购价低于公司平均采购成本，因此居民气实际毛差通常要高于该测算值

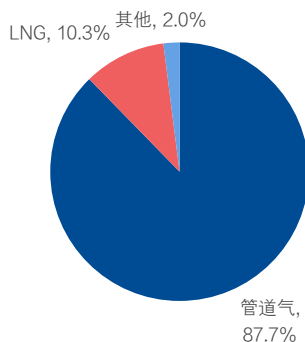
图40、2013年-2028E公司销气毛差保守预测



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院

公司正在逐步打造天然气自主资源池，未来有望通过优化气源结构进一步降低采购成本。目前，公司的气源结构中对三桶油的依赖程度依然较高，2022年其气源结构中87.7%为管道气，10.3%为LNG。2023年6月，公司如东LNG接收站开工建设，一期年周转能力为650万吨（约90亿方，产能上限约占公司2023年销气量的23%）。2022年，该接收站500公里半径内的80余家成员企业销气量达93亿方，累计用户规模达1068万户。公司依托接收站已接洽超40家海外供应商，并已签署初步合作协议，我们认为，未来公司有望依托自己的接收站和国家管网接收站的窗口期，逐步优化和更灵活的调配气源采购结构。类比同行，新奥能源（02688.HK）建设自有接收站时间较早，2022年其气源结构中80%为三桶油。同年，其平均采购成本同比上涨幅度为18%，显著低于华润燃气/昆仑能源（00135.HK）/港华智慧能源（01083.HK）的平均采购成本涨幅（27%/20%/25%）。2024年上半年，公司已通过贸易公司试行海外LNG采购，自主采购一船6.3万吨LNG，节约成本约0.14元/方。

图41、2022年公司气源结构情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、公司如东接收站位置示意图

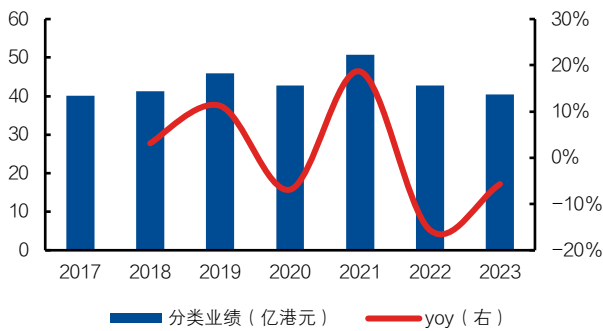


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（三）接驳受地产影响有所承压，占业绩比重呈逐年下滑趋势

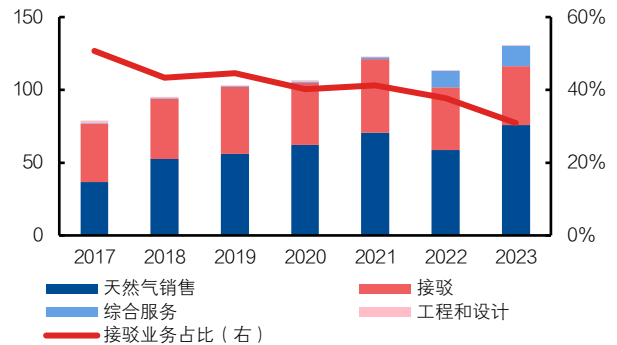
接驳业务占比呈下滑趋势，2024H1 其占分类业绩的比重已下滑至 17%。在销气规模与利润稳步上涨的同时，接驳业务受地产影响承压，公司接驳业务分类业绩由 2017 年的 40 亿港元增长至 2021 年的 51 亿港元后，2022-2023 年分别同比下降 16%/6% 至 43/40 亿港元后，接驳业务占公司营业收入和分类业绩的比重则由 2017 年的 22% 和 51% 下降至 2023 年的 11% 和 31%。

图43、2017-2023 年公司接驳业务分类业绩情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、2017-2023 年公司分类业绩结构（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

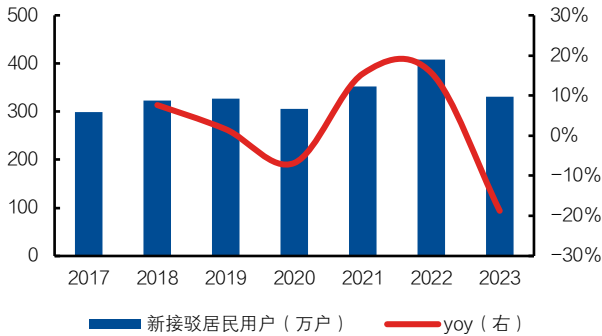
新增接驳用户数或继续承压，但存量拓展仍有空间。2023 年，公司新增接驳用户数为 331 万户，较 2017 年的 300 万户增长 10%，其中新房/旧房/煤改气接驳用户分别为 288/38/4.6 万户。新房接驳收入确认与房屋竣工关联度较高，在当前形势下，公司深挖内涵市场潜力，紧抓“保交楼”、老旧小区及城中村改造、保障房建设、商业“瓶改管”等契机加快用户开发，公司已在中山、郑州、大同等城市开展项目改造，截至 2023 年底公司经营区域内拥有 9,708 万户可接驳用户，整体居民用户渗透率仅为 59%，相比之下新奥能源/中国燃气分别为 65%/71%，存量项目拓展仍具有空间。

表8、公司部分老旧小区改造项目

时间	地区	项目详情
2022 年	中山市	66 个老旧小区天然气置换改造，7 万户居民
2022 年	大同市	224 个老旧小区燃气管网升级改造
2024 年	郑州市	已完成 335 个小区老旧管网更新

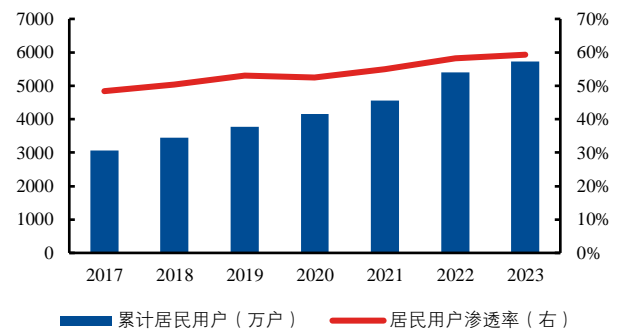
数据来源：中山华润燃气有限公司公众号、大同华润燃气公众号、郑州华润燃气公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、2017-2023 年公司新接驳居民用户情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、2017-2023 年公司累计居民用户与渗透率情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

增值服务分部业绩的增值将部分抵消接驳业务下滑的影响，公司业绩重心将进一步转向主营业务销气。2023 年公司燃气接驳分部业绩为 40.4 亿港元，占分部业绩总和的 31%，我们测算了不同情形下公司接驳业务下滑对整体分部业绩总和的影响，假设公司天然气销售业务与增值服务分部业绩增速在 2024-2026 年分别为 +15%/+12%/+10%、+20%/+20%/+20%，若公司接驳业务利润率水平保持稳定，接驳户数分别以 -10%/-15%/-20% 的速度下滑，则公司接驳分部业绩以 -10%/-15%/-20% 的速度下滑，增值服务分部业绩的增长可以部分对冲公司接驳业务下滑的影响；在这三种情景下，公司 2024-2026 年分部业绩总和的增速约在 5%-9% 区间，其中销气业务占比持续提升。

表9、接驳业绩以-10%/-15%/-20%下滑时公司分部业绩总和测算

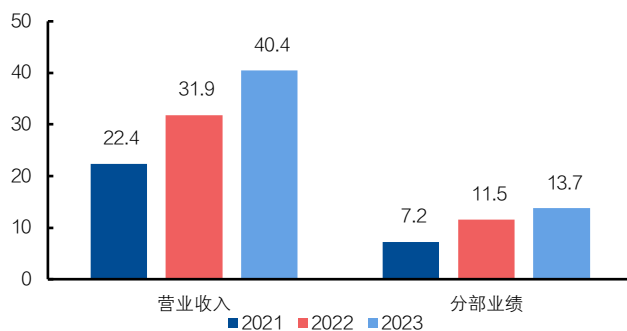
	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	
接驳	接驳分部业绩-10% (亿港元)	40.4	36.4	32.7	29.5	26.5
	yoy (亿港元)		-4.0	-3.6	-3.3	-2.9
	占公司分部业绩总和的比重 (%)	31%	26%	22%	18%	15%
	接驳分部业绩-15% (亿港元)	40.4	34.3	29.2	24.8	21.1
	yoy (亿港元)		-6.1	-5.2	-4.4	-3.7
	占公司分部业绩总和的比重 (%)	31%	25%	20%	16%	13%
销气	接驳分部业绩-20% (亿港元)	40.4	32.3	25.9	20.7	16.6
	yoy (亿港元)		-8.1	-6.5	-5.2	-4.1
	占公司分部业绩总和的比重 (%)	31%	24%	18%	14%	10%
	销气分部业绩 (亿港元)	76.0	87.4	97.9	107.7	118.5
增值	yoy (%)		15%	12%	10%	10%
	yoy (亿港元)		+11.4	+10.5	+9.8	+10.8
	增值服务分部业绩 (亿港元)	13.7	16.5	19.8	23.7	28.5
工程	yoy (%)		20%	20%	20%	20%
	yoy (亿港元)		+2.7	+3.3	+4.0	+4.7
公司分部业绩总和 (亿港元)	工程分部业绩 (亿港元)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	接驳分部业绩下滑-10%的情境下:	131	141	151	162	174
	yoy (%)		7.7%	7.2%	6.9%	7.8%
	接驳分部业绩下滑-15%的情境下:	131	139	148	157	169
	yoy (%)		6.2%	6.2%	6.3%	7.5%
接驳分部业绩下滑-20%的情境下:	131	137	144	153	164	
yoy (%)		4.6%	5.3%	5.9%	7.4%	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院预测

(四) 综合服务与综合能源业务打造全新增长点

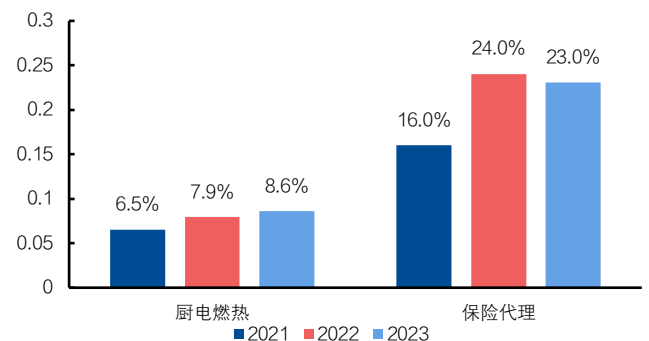
综合服务业务快速增长，业务覆盖率仍有提升空间。公司综合服务业务主要包括燃气具销售、燃气保险、安居业务等，以燃气主业为切入口，以公司 2023 年存量 5580 万户为基础，为其提供以安全产品和服务为核心的智能厨居一站式装配方案。2023 年，公司综合服务业务实现营业收入 40.4 亿港元，同比增长 27%；分部业绩 13.7 亿港元，同比增长 19%，占分部业绩的比重达到 10%。截至 2023 年，公司在厨电燃热、保险代理业务存量市场占有率分别为 8.6%、23.0%，业务覆盖率仍有较大增长空间。

图47、2021-2023 年公司综合服务业务营收与业绩
(单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

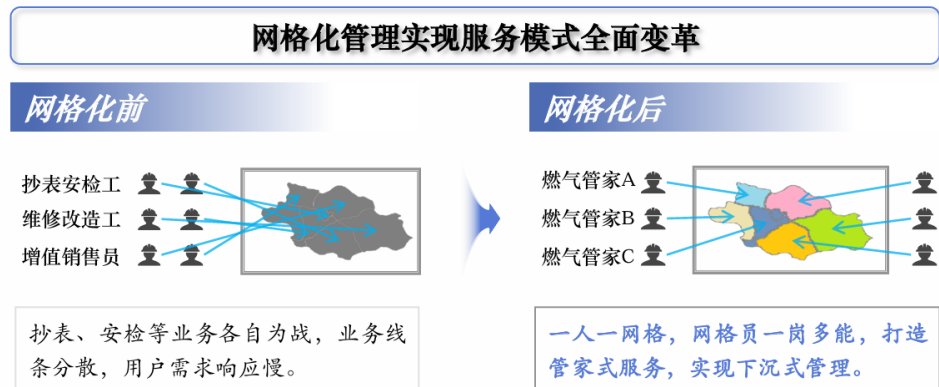
图48、2021-2023 年公司综合服务业务存量市占率



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

依托核心城市高购买力用户，打造综合服务业务新模式。截至 2023 年底，公司 5,581 万户城镇居民用户中，一线城市/二线城市/三线城市居民用户占比分别为 46%/14%/14%。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，打造全新的客户服务模式，有望提升用户接触频次，增强用户粘性，不断提高综合服务业务渗透率。中国燃气 (00384.HK) 在居民用户增值服务方面发力较早，2018-2024 财年间，其增值服务分部溢利由 7.8 亿港元增长至 20.1 亿港元，年均复合增长率 17%，中国燃气 (00384.HK) 于 2024 年 11 月 12 日宣布分拆旗下增值服务运营品牌“壹品慧”赴美上市。我们认为，华润燃气的居民用户布局偏向于经济发达区域，居民用户规模大、潜在购买力强，2024-2026 年间，其增值服务业绩年均增速有望达到 20% 上下。

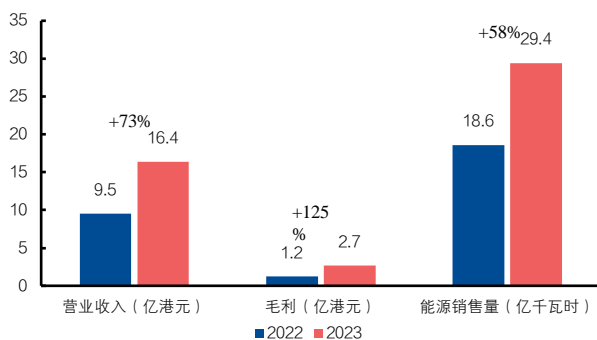
图49、公司网格化服务模式示意图



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

聚焦“两布一充”赛道，为 48 万户工商业客户提供综合能源服务。公司综合能源业务是以 2023 年 48 万户工商业客户为基础，聚焦分布式光伏、分布式能源和交通充能业务赛道，挖掘经营区域内更多工商业用户用能需求，针对客户需求提供多种类型的清洁能源解决方案。2023 年，公司综合能源实现营业收入 16.4 亿港元，同比增长 73%；实现毛利 2.7 亿港元，同比增长 121%；实现能源销售量 29.4 亿千瓦时，同比增长 58%。截至 2023 年底，公司经营区域内有 600 个园区，2,500 家医院，公司测算综合能源市场装机规模 360GW，能源需求量 8,000 亿千瓦时，公司中期市场开发目标为 200 亿千瓦时。

图50、2022-2023 年公司综合能源业务情况



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、公司分布式能源业务示意图

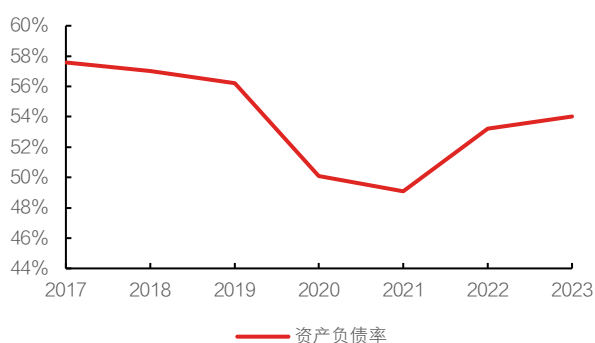


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

（五）经营和现金流改善，分红稳步提升

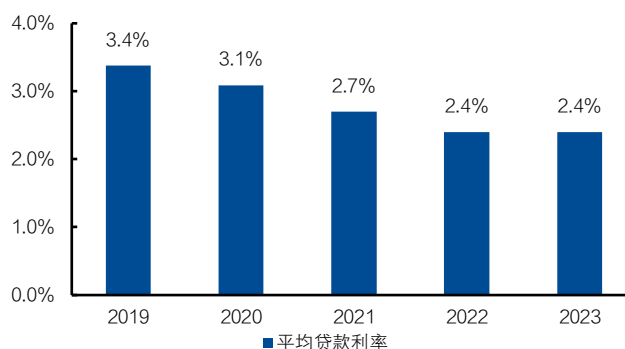
公司负债结构稳健，平均贷款利率逐年稳降，财务资源充足。公司整体负债结构稳健，截至 2023 年底资产负债率为 54%，有息负债率为 29.6%，平均贷款利率由 2019 年的 3.4% 下降至 2023 年的 2.4%。截至 2023 年底，公司在手现金 99.8 亿港元，一年内到期短期债务 49 亿港元，控股公司层面尚有 195 亿港元银行授信额度，整体财务状况稳健，融资能力较强，偿债风险可控。

图52、公司资产负债率情况



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图53、2019-2023 年公司平均贷款利率情况

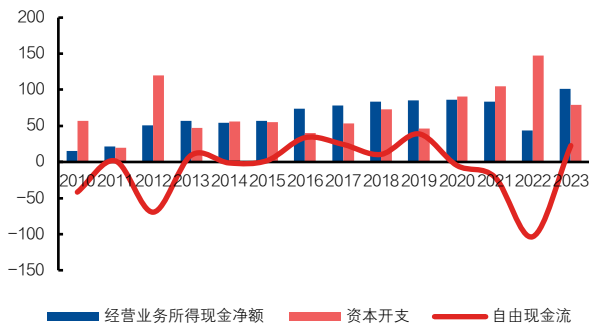


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

经常性资本开支维持稳定，收购性开支有收缩趋势。2020-2022 年，公司经常性资本开支维持在约 50-60 亿港元，但公司抓住部分城燃公司经营困难的机会提高收购性资本开支³，自由现金流状况承压。2023 年，公司收购性资本开支下降至 27 亿港元，经常性开支为 52 亿港元，全年资本开支 79 亿港元。2023 年，公司经营现金流量净额达到 101.6 亿港元，同比增长 133%。展望未来，在全国城燃经营环境逐步改善的背景下，各公司经营版图趋于成熟，公司已经开始审慎评估收购性机会，资本开支呈现收缩趋势。我们认为，未来五年公司经常性资本开支有望维持在 50-60 亿港元左右，甚至继续出现一定程度的下降，但其对投资方面将更审慎，自由现金流将持续改善。

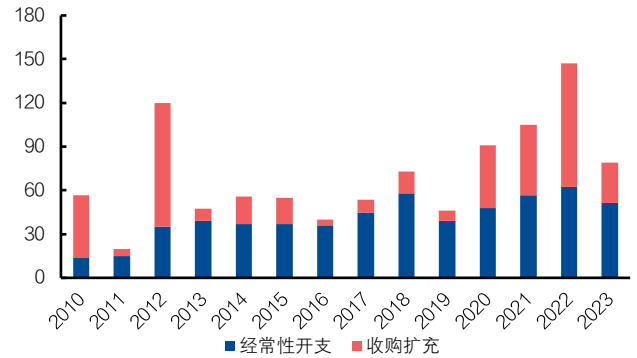
³ 2020-2022 年三年收购性资本开支分别为 43、48、85 亿港元

图54、2010-2023 年公司现金流情况 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理
注: 2012 年以及 2020-2022 年公司收购性资本开支增加

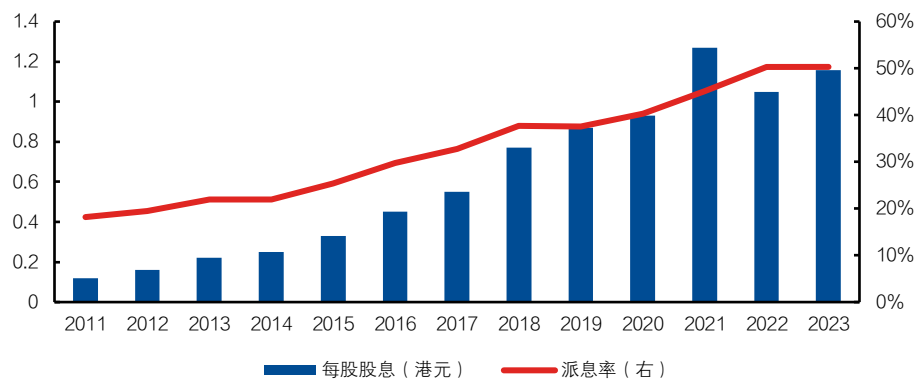
图55、2010-2023 年公司资本开支情况 (单位: 亿港元)



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

派息率稳步增长, 现金流改善背景下派息率将进一步提升。2011-2023 年间, 公司每股派息额由 0.12 港元提升至 1.16 港元, 年均复合增长率 21%, 派息率由 18% 提升至 50%。除 2014、2019 与 2023 年派息率基本持平以外, 其余年份派息率均维持 1-5pct 增长。未来, 在公司资本开支继续收缩和由业绩增长带来经营性现金流继续改善的背景下, 我们预计其自由现金流将有所增长, 支撑公司派息率进一步提升。

图56、2011-2023 年公司分红派息情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

四、投资分析与盈利预测

天然气销售业务：我们预计 2024-2026 年公司销气量将达到 414/447/485 亿方，同比+6.8%/+8.0%/+8.5%，其中居民销气量达到 103/113/124 亿方，工商业销气量达到 301/325/353 亿方，2024 年居民用气、商业用气、工业用气占总销气量比重分别达到约 25%、21%、52%，销气结构维持稳定。受益于国际天然气供需趋向宽松，我们保守预计 2024-2026 年公司平均采购成本下行，同时居民顺价持续推进，带动公司毛差回升至 0.53/0.55/0.57 元/方。

燃气接驳业务：公司居民用户存量渗透率仍有提升空间，我们预计公司 2024-2026 年新接驳居民用户分别为 289/265/238 万户，同比-13%/-8%/-10%，平均接驳费与接驳成本维持稳定。

综合服务业务：公司通过变革客户服务模式，为客户提供以安全为核心的智能厨居方案，依托经营区域内约 5000 万+城镇居民用户，我们预计公司 2024-2026 年综合服务业务分部溢利分别同比增长 28%/18%/15%至 48.5/57.3/65.9 亿港元。

综上，基于公司销气量增长、毛差修复、综合服务快速扩张的预期，我们保守预计 2024-2026 年公司归母净利润为 54.55、58.11、63.64 亿港元，分别同比增长 4.4%、6.5%、9.5%；每股派息 1.27、1.38、1.54 港元，分别同比增长 10.2%、8.5%、11.5%；2024 年 12 月 31 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 分别为 12.8、12.0、11.0 倍，对应 PB 分别为 1.6、1.5、1.4 倍；对应股息率分别为 4.1%、4.5%、5.0%，维持“买入”评级。

图57、近十年公司 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图58、近十年公司 PB-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示：

- 1) **销气量增速、顺价政策推进不及预期：**气量消费增速与宏观经济状况以及双碳政策推进进度具有一定相关性，若宏观经济需求疲软将影响公司销气量增长。各地区执行居民顺价政策进度不一，若居民顺价推进受阻将对公司毛差恢复产生影响。
- 2) **上游气价大幅上行：**国际液化产能的投产节奏存在不确定性，地缘政治冲突亦会影响全球天然气贸易流通。若全球天然气价格持续上行，城燃公司采购成本增加将对售气毛差产生抑制，同时会影响部分价格敏感的工商业用户消费需求。
- 3) **接驳超预期下滑：**公司接驳业务受新房竣工影响较大，若接驳量受地产周期影响超预期下滑将对接驳业务利润产生负面影响。

资产负债表

单位: 亿港元

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
现金	100	113	100	82
应收账款及其他应收款项	209	210	223	231
存货	15	13	16	15
其他流动资产	31	31	29	34
流动资产	355	367	367	361
物业厂房及设备	612	631	653	679
其他非流动资产	412	411	426	448
非流动资产	1,024	1,043	1,079	1,127
总资产	1,379	1,410	1,447	1,488
应付账款及其它应付款项	359	363	379	396
短期借款	49	122	110	99
其他流动负债	103	101	99	96
流动负债	511	586	588	592
长期借款	173	104	93	84
其他非流动负债	61	42	42	42
非流动负债	234	146	135	126
总负债	745	732	724	718
本公司拥有人应占权益	408	434	459	486
非控股权益	226	244	264	284
股东权益合计	634	678	723	770

现金流量表

单位: 亿港元

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
除税前溢利	89	93	99	109
物业、厂房及设备折旧	32	32	33	34
营运资金变动前的经营现金流量	118	124	129	135
经营业务产生的现金	122	122	130	137
经营活动产生现金流量	102	103	109	114
购置物业、厂房及设备的付款及按金	-51	-51	-55	-60
投资活动产生现金流量	-45	-39	-42	-50
融资活动产生现金流量	-20	-50	-81	-83
现金净变动	37	14	-13	-18
汇率影响	-1	0	0	0
现金的期初余额	64	100	113	100
现金的期末余额	100	113	100	82

利润表

单位: 亿港元

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
收入	1,013	1,042	1,076	1,128
销售成本	-828	-848	-872	-911
毛利	185	194	203	217
其他收入	23	9	9	9
其他收益与亏损	3	0	0	0
分销与销售开支	-68	-66	-68	-71
行政开支	-45	-47	-48	-50
财务费用	-9	-8	-7	-6
应占联营公司业绩	3	6	6	7
应占合营公司业绩	4	3	3	4
税前利润	89	93	99	109
所得税	-19	-19	-21	-23
净利润	71	74	79	86
少数股东权益	18	19	20	22
归母净利润	52	55	58	64

主要财务比率

	FY2023	FY2024E	FY2025E	FY2026E
成长性				
营业收入增长率	7.3%	2.9%	3.2%	4.9%
毛利增长率	2.0%	5.0%	5.0%	6.6%
净利润增长率	11.9%	4.4%	6.5%	9.5%
归母净利润增长率	10.4%	4.4%	6.5%	9.5%
盈利能力				
毛利率	18.2%	18.6%	18.9%	19.2%
归母净利率	5.2%	5.2%	5.4%	5.6%
ROA	5.1%	5.2%	5.4%	5.8%
ROE	11.1%	10.9%	10.9%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	54.0%	51.9%	50.0%	48.3%
流动比率	0.69	0.63	0.62	0.61
速动比率	0.66	0.60	0.60	0.59
运营能力(次)				
应收账款周转天数	74	73	74	74
存货周转天数	6	6	6	6
应付账款周转天数	156	154	156	157
每股资料				
EPS-基本(港元)	2.30	2.40	2.56	2.81
每股净资产(港元)	17.98	19.12	20.25	21.43
每股股利(港元)	1.16	1.27	1.38	1.54
股息率	3.8%	4.1%	4.5%	5.0%
估值比率(倍)				
PE	13.4	12.8	12.0	11.0
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理 (PE/PB以2024年12月31日股价计算)

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证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 JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、成都经开资产管理有限公司、宝应县开发投资有限公司、中泰证券、中泰金融国际有限公司、中泰国际财务英属维尔京群岛有限公司、杭州上城区城市建设投资集团有限公司、巨星传奇集团有限公司、湖州市城市投资发展集团有限公司、重庆大足实业发展集团有限公司、江西省金融资产管理有限公司、珠海华发集团有限公司、华发投控2022年第一期有限公司、海盐县国有资产经营有限公司、海盐海滨有限公司、平安国际融资租赁有限公司、湖北农谷实业集团有限责任公司、湖州经开投资发展集团有限公司、环太湖国际投资有限公司、泰安市城市发展投资有限公司、Taishan City Investment Co.,Ltd.、益阳市赫山区发展集团有限公司、佛山市高明建设投资集团有限公司、重庆巴洲文化旅游产业集团有限公司、高密市交运天然气有限公司、上海中金石企业管理有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、厦门国贸控股集团有限公司、国贸控股（香港）投资有限公司、中国国新控股有限责任公司、国晶资本(BVI)有限公司、中原资产管理有限公司、中原大禹国际(BVI)有限公司、南京溧水经济技术开发区集团有限公司、溧源国际有限公司、多想云控股有限公司、成都中法生态园投资发展有限公司、桐庐县国有资产投资经营有限公司、润歌互动有限公司、政金金融国际(BVI)有限公司、济南市中财金投资集团有限公司、百德医疗投资控股有限公司、江苏省溧阳高新区控股集团有限公司、江苏中关村控股集团(国际)有限公司、连云港港口集团、山海(香港)国际投资有限公司、漳州圆山发展有限公司、镇江交通产业集团有限公司、Higher Key Management Limited、广州产业投资基金管理有限公司、淮安市交通控股集团有限公司、恒源国际发展有限公司、建发国际集团、四海国际投资有限公司、商丘市发展投资集团有限公司、江苏瑞科生物技术股份有限公司、青岛市即墨区城市开发投资有限公司、交运燃气有限公司、中南高科产业集团有限公司、中国光大教育集团控股有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、重庆市万盛工业园区开发建设有限公司、湖北光谷东国有资本投资运营集团有限公司、湖北新铜都城市投资发展集团有限公司、厦门国际投资有限公司、无锡市太湖新城资产经营管理有限公司、江苏句容投资集团有限公司、漳州市九龙江集团有限公司、Yi Bright International Limited、临沂城市建设投资集团有限公司、杭州钱塘新区建设投资集团有限公司、孝感市高创投资有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、济南舜通国际有限公司、济南轨道交通集团有限公司、仪征市城市国有资产投资发展(集团)有限公司、常德市城市发展集团有限公司、郴州市福天建设发展有限公司、扬州江淮建设发展有限公司、成都东进淮州新城投资集团有限公司、平潭综合实验区城市发展集团有限公司、陕西榆神能源开发建设集团有限公司、福建漳州城投集团有限公司、澳门国际银行股份有限公司、升辉清洁集团控股有限公司、BPHL Capital Management LTD、北京建设(控股)有限公司、北京控股集团有限公司、香港一联科技有限公司、镇江国有投资控股集团有限公司、苏州苏高新集团有限公司、SND International Bvi Co Ltd、泸州航空发展投资集团有限公司、济南城市建设集团有限公司、Jinan Urban Construction International Investment Co., Limited、龙川海外投资有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、宁乡市水务建设投资有限公司、华通国际投资控股有限公司、青岛华通国有资本投资运营集团有限公司、四川简州空港农业投资发展集团有限公司、永州市零陵资产经营有限责任公司、浙江省新昌县投资发展集团有限公司、金龙山实业(英属维尔京群岛)有限公司、济南章丘控股集团有限公司、Shenghai Investment Co., Limited、青岛军民融合发展集团有限公司、华信药业(香港)有限公司、泰州华信药业投资有限公司、泸州白酒产业发展投资集团有限公司、天风证券、三明市城市建设发展集团有限公司、Zhejiang Anji Construction Development Hong Kong Co Ltd、浙江安吉国控建设发展集团有限公司、陕西金融资产管理有限公司、湘潭振湘国有资产经营投资有限公司、曲阜兴达投资发展有限公司、沂晟国际有限公司、临沂市城市建设投资集团有限公司、长沙蓝月谷智造产业投资有限公司、科学城(广州)投资集团有限公司、海垦国际资本(香港)有限公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、阜宁县城发控股集团有限公司、菏泽财金投资集团有限公司、鹤山市公营资产经营有限公司、四川纳兴实业集团有限公司、水发集团有限公司、淮北市公用事业资产运营有限公司、茂名港集团有限公司、江苏荃信生物医药股份有限公司、浙江钱塘江投资开发有限公司、众创(香港)科技有限公司、海通恒信、AITONG UT BRILLIANT LIMITED、Vertex Capital Investment Limited、五矿地产有限公司、南平武夷集团有限公司、南平武夷发展集团有限公司、洛阳国苑投资控股集团有限公司、南昌金开集团有限公司、JinJiang Road & Bridge Construction Development Co Ltd、福建省晋江市建设投资控股集团有限公司、江苏海晟控股集团有限公司、RONGHE INTERNATIONAL INDUSTRY CO.,LTD.、青岛西海岸新区融合控股集团有限公司、淄博市城市资产运营集团有限公司、威海城市投资集团有限公司、平度市城市开发集团有限公司、舟山普陀城投开发建设有限公司、海纳城投国际控股有限公司、上海浦东发展银行股份有限公司香港分行、新希望集团有限公司、三明市城市建设投资集团、南安市发展投资集团有限公司、宜都市国有资产投资运营控股集团有限公司、淮南建设发展控股(集团)有限公司、济南高新控股集团有限公司、济高国际(开曼)投资发展有限公司、莆田市国有资产投资集团有限责任公司、洛阳国晟投资控股集团有限公司、潍坊市城区西部投资发展集团有限公司、高邮

市水务产业投资集团有限公司、上饶创新发展产业投资集团有限公司、泰州东方中国医药城控股集团有限公司、安吉七彩灵峰乡村旅游投资有限公司、乌鲁木齐经济技术开发区建发国有资本投资运营（集团）有限公司、福建省晋江城市建设投资开发集团有限责任公司、上饶投资控股集团有限公司、上饶投资控股国际有限公司、海宁市城市发展投资集团有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、东方资本有限公司、集友银行有限公司、济南历城控股集团有限公司、历城国际发展有限公司、光大银行、漳州市交通发展集团有限公司、中国国际金融股份有限公司、天风国际证券集团有限公司、TFI Overseas Investment Limited、工商银行、株洲高科集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州财金国际有限公司、泰兴市港口集团有限公司、南阳交通控股集团有限公司、江苏叠石桥家纺产业集团有限公司、十堰城市运营集团有限公司、宜宾市新兴产业投资集团有限公司、湖州吴兴城市投资发展集团有限公司、WUXING CITY INVESTMENT HK COMPANY LIMITED、Haitian (BVI) International Investment Development Limited、青岛国信（发展）集团有限责任公司、MINGHU INTERNATIONAL (BVI) INVESTMENT DEVELOPMENT CO., LIMITED、济南历下控股集团有限公司、Zhongyuan Zhicheng Co., Ltd.、中原豫资投资控股集团有限公司、福建省晋江建控投资控股集团有限公司、JINJIANG ROAD AND BRIDGE CONSTRUCTION & DEVELOPMENT CO.,LTD、武汉有机控股有限公司、Jinjiang Road and Bridge Construction & Development Co., Ltd.、重庆新双圈城市建设开发有限公司、九江银行、青岛胶州湾发展集团有限公司、无锡市交通产业集团有限公司、海翼（香港）有限公司、保定市国控集团有限责任公司、泉州城建集团有限公司、Coastal Emerald Limited、山东高速集团、赣州建控投资控股集团有限公司、湖南省汨罗江控股集团有限公司、湖南省融资担保集团有限公司、万晟国际（维尔京）有限公司、中原国际发展(BVI)有限公司、河南投资集团有限公司、China Cinda 2020 I Management Ltd、中国信达(香港)控股有限公司、资阳发展投资集团有限公司、重庆兴农融资担保集团有限公司、荆州市城市发展控股集团有限公司、成都空港城市发展集团有限公司、南洋商业银行有限公司、许昌市投资集团有限公司、江苏双湖投资控股集团有限公司、四川西南发展控股集团有限公司、China Great Wall International Holdings III Ltd、中国长城资产(国际)控股有限公司、湖州南浔旅游投资发展集团有限公司、南京银行、武汉地铁集团有限公司、湖北省融资担保集团有限责任公司、淮北市建设投资有限责任公司、安徽西湖投资控股集团有限公司、淄博高新国有资本投资有限公司、河南省郑州新区建设投资有限公司、湖北蕪川国有资本投资运营集团有限公司、江苏钟吾城乡投资发展集团有限公司、诸暨市国有资产经营有限公司、兴业银行股份有限公司香港分行、Soar Wise Limited、中航国际融资租赁有限公司、邳州市产业投资控股集团有限公司、巴中发展控股集团有限公司、江苏润鑫城市投资集团有限公司、山东泉汇产业发展有限公司、天府信用增进股份有限公司、农业银行、盐城高新区投资集团有限公司、众淼控股(青岛)股份有限公司、潍坊市城市建设发展投资集团有限公司、全椒全瑞投资控股集团有限公司、安徽省兴泰融资担保集团有限公司、东兴启航有限公司、东兴证券、黄石市国有资产经营有限公司、浙江湖州南浔经济建设开发有限公司、湖州南浔新开建设集团有限公司、浦江县国有资本投资集团有限公司、莱州财金国际有限公司、莱州市财金投资有限公司、民生银行、新沂市交通文旅集团有限公司、泰安高新建设集团有限公司、香港国际(青岛)有限公司、青岛城市建设投资(集团)有限责任公司、贵溪市发展投资集团有限公司、湖南瑞鑫产业运营管理有限公司、常德财鑫融资担保有限公司、舟山海城建设投资集团有限公司、赣州城市投资控股集团有限公司、江苏中扬清洁能源发展有限公司、黄石产投控股集团有限公司、赤壁城市发展集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、QUAN CHENG FINANCIAL HOLDINGS (BVI) LIMITED、济南金投控股集团有限公司、无锡恒廷实业有限公司、江苏银行、靖江港口集团有限公司、沛县产业投资发展集团有限公司、Taishan Finance International Business Co., Limited、泰安市泰山财金投资集团有限公司、娄底市城市发展控股集团有限公司、湖州市南浔区交通投资集团有限公司、怀远县新型城镇化建设有限公司、徽商银行、JUNFENG INTERNATIONAL CO., LTD、烟台国丰投资控股集团有限公司、长沙金洲新城投资控股集团有限公司、湖州新型城市投资发展集团有限公司、湖州吴兴国有资本投资发展集团有限公司、荣利营造控股有限公司、Haichuan International Investment Co Ltd、江苏方洋控股有限公司、都江堰智慧城市运营建设发展集团有限公司、洛阳文化旅游投资公司有限公司、漳州台商投资区资产运营集团有限公司、郑州城建集团投资有限公司、佛山市南海联达投资（控股）有限公司、成都武侯产业发展投资管理集团有限公司、浙江长兴金融控股集团有限公司、宁国市宁阳控股集团有限公司、邹城市城资控股集团有限公司、温州市鹿城区国有控股集团有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、Mixin International Trading Co., Limited、宜昌高新投资开发有限公司、中原大禹国际（BVI）有限公司、武汉金融控股（集团）有限公司、威海市环通产业投资集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、成都交通投资集团有限公司、福清市国有资产运营投资集团有限公司、滨州市滨城区经济开发投资有限公司、浙江杭海新城控股集团有限公司、YANGSHAN OVERSEAS DEVELOPMENT CO., LTD、湖州莫干山高新集团有限公司、湖州莫干山国有资本控股集团有限公司、郑州地铁集团有限公司、漳州高鑫发展有限公司、宜春市袁州区国投集团有限公司、郑州市金水控股集团有限公司、肇庆市国联投资控股有限公司、抚州市数字经济投资集团有限公司、建德市国有资产投资控股集团有限公司、建投国际(香港)有限公司、重庆丰都文化旅游集团有限公司、Huafa 2024 I Company Limited、广德市国有资产投资经营有限公司、浙江德盛（BVI）有限公司、杭州富阳交通发展投资集团有限公司、Zibo High-Tech International Investment Co., Limited、成都市羊安新城开发建设有限公司、Lintou Overseas Co., Limited、临沂投资发展集团有限公司、三水国际发展有限公司、江苏姜堰经开集团有限公司、青岛平度控股集团有限公司、河南省铁路建设投资集团有限公司、曹妃甸国控投资集团有限公司、唐山国控集团有限公司、青岛市即墨区城市旅游开发投资有限公司、淮北市建投控股集团有限公司、衢州市衢通发展集团有限公司、无锡市广益建设发展集团有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层
邮编：200135
邮箱：research@xyzq.com.cn

深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn

北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元
邮编：100020
邮箱：research@xyzq.com.cn

香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层
邮编：518035
邮箱：ir@xyzq.com.hk