

【广发公用 & 海外】华润燃气 (01193.HK)

顺价塑造盈利拐点，评估城燃投资“气”机

核心观点：

- **高 ROE+稳分红的全国城燃龙头。**根据公司年报，公司是华润集团旗下城市燃气主体，深耕城燃 20 余年，23 年为国内零售销气量第一，08-23 年销气量复合增速达 25%。2011 至 2021 年的十年间，公司归母净利润从 12 亿港币提升至 64 亿港币，过去三年受气价飙升和接驳影响，剔除收购资产获得一次性收益，业绩短期有所下滑，但伴随购销价差理顺，预计盈利拐点将至。公司始终保持 10% 以上 ROE 水平，23 年分红率增至 50.3%，若分红金额不收缩，当前市值对应股息率达 4.1%。
- **看好 LNG 价格回落，塑造城燃的投资“气”机。**伴随全球天然气产能投产且叠加海外通胀压力，LNG 价格或进入长期回落区间。看好公司的三维逻辑：（1）较多省份 24H2 的居民顺价政策有望在 25 年顺畅执行，24H1 毛差修复至 0.54 元/方，但仍有弹性；（2）城燃作为公用事业中的相对“顺周期”品种，经济修复、气价回落将带动工商业气量增长；（3）燃气接驳业务的影响正逐步弱化，双综业务也逐步贡献业绩。
- **跟踪居民顺价进程、LNG 及三桶油报价、工业需求恢复。**基于上述逻辑，我们认为 2025 年可供跟踪的要素如下：（1）今年更多地区的顺价政策的落地；（2）3-4 月三桶油管道气定价方案，并跟踪 LNG 价格回落（公司气源中 LNG 占比约 10%）；（3）当前工业需求恢复速度较慢，期待下游景气度提升带动量增。公司攻防兼备，期待分红提升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年归母净利润分别为 50/57/63 亿港元，对应最新 PE 估值 12.3/11.0/9.8 倍。高 ROE 且稳定分红，顺价塑造盈利拐点，参考可比公司给予华润燃气 25 年 14 倍 PE，对应合理价值 34.20 港元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**采购价格波动风险；顺价政策执行风险；新能源替代风险。

盈利预测：

单位:港元亿元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	943	1,013	1,021	1,056	1,095
增长率（%）	20.7%	7.3%	0.8%	3.4%	3.7%
EBITDA	121	121	133	147	161
归母净利润（亿元）	47	52	50	57	63
增长率（%）	-26.0%	10.4%	-4.0%	12.8%	11.7%
EPS（元/股）	2.05	2.26	2.17	2.44	2.73
市盈率（P/E）	14.3	11.3	12.3	11.0	9.8
ROE（%）	11.8%	13.0%	11.8%	12.4%	13.0%
EV/EBITDA	6.9	5.9	5.3	4.7	4.3

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格	26.75 港元
合理价值	34.20 港元
报告日期	2025-01-21

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	2314/2314
总市值/流通市值（百万港元）	61900/61900
一年内最高/最低（港元）	35.10/20.90
30 日日均成交量/成交额（百万）	3.5/100.8
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-15.75/-3.09

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003

SFC CE No. BNX688



021-38003655



guopeng@gf.com.cn

分析师：

姜涛



SAC 执证号：S0260521070002



021-38003624



shjiangtao@gf.com.cn

请注意，姜涛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活动。

相关研究：

联系人：

刘恒君 021-38003779

liuhengjun@gf.com.cn

目录索引

一、全国性城燃龙头企业，销气量全国前三.....	6
（一）背靠华润集团，深耕城燃领域二十余年.....	6
（二）销气增长带动营收规模提升，销气和接驳业务贡献主要利润.....	10
（三）业绩修复盈利回升，现金充裕财务稳健.....	11
二、城燃顺价盈利反弹，接驳业务影响减弱.....	16
（一）天然气需求稳定增长，分产业用气水平提升.....	16
（二）LNG 中长期价格具备下行空间，接收站投产优化气源结构.....	20
（三）单户接驳收入相对稳定，新增居民接驳影响未来收入.....	27
（四）气量、气价、接驳影响敏感性测算.....	30
三、综合服务模式升级，综能市场空间巨大.....	32
（一）综合服务规模扩大，网格化管理实现服务升级.....	32
（二）预计中期供能 200 亿 KWH，综合能源开发潜力巨大.....	34
四、盈利预测与投资建议.....	36
（一）关键业务核心假设.....	36
（二）盈利预测与投资建议.....	37
五、风险提示.....	39

图表索引

图 1: 华润集团所属企业中 8 家在香港上市, 8 家在内地上市 (截至 2023 年 12 月 31 日)	6
图 2: 华润燃气公司发展历程 (2004-2024 年)	6
图 3: 华润燃气历年新增城市燃气项目数量	7
图 4: 公司构建城燃为主业, 综合服务和综合能源辅业, 氢能等多种能源拓展的“1+2+N”业务模式	7
图 5: 截至 2023 年公司项目数目增长至 276 个	8
图 6: 2023 年接驳可覆盖户数共 9708 万户	8
图 7: 公司是全国性城市燃气公司, 业务主要覆盖我国中东部地区	8
图 8: 2023 年公司销气量 388 亿立方米, 同比增长 8.1%	9
图 9: 华润燃气销气量在全国性城燃公司中排前三	9
图 10: 2023 年华润燃气销气量占全国销气量的 10%	9
图 11: 2023 年五大城燃公司总销气量/亿方	10
图 12: 2023 年五大城燃公司零售销气量占比	10
图 13: 2023 年公司实现营业收入 1012.7 亿港元	10
图 14: 2023 年公司实现归母净利润 52.2 亿港元	10
图 15: 18-23 年燃气销售营业收入 CAGR 达 18%	11
图 16: 2023 年销气和接驳业务营收占比 82%、11%	11
图 17: 2023 年各分部利润共 130.79 亿港元	11
图 18: 销气业务利润率 10%、接驳业务利润率约 40%	11
图 19: 公司主营业务增长驱动因素	11
图 20: 2023 年毛利率、净利率分别为 18.2%、5.2%	12
图 21: 2023 年 ROE-平均、ROA 分别为 13.0%、4.2%	12
图 22: 全国性城燃公司投入资本回报率 (ROIC) 对比	12
图 23: 2023 年公司财务费用率仅 0.9%	13
图 24: 2023 年公司整体融资成本降至 2.4%	13
图 25: 截至 2024H1 公司总资产 1396.87 亿港元	13
图 26: 截至 2024H1 公司总负债 747.83 亿港元	13
图 27: 2024H1 资产负债率 53.5%、带息负债率 30.3%	13
图 28: 全国性城燃公司资产负债率对比	13
图 29: 2023 年公司经营性现金流净额达 101.6 亿港元	14
图 30: 近年公司经营现金流净额、投资现金净额增长	14
图 31: 全国性城燃公司净现比对比	14
图 32: 全国性城燃公司现金流/总资产对比	14
图 33: 2023 年公司 (经营性+战略性) 资本开支 78.9 亿港元	15
图 34: 2023 年公司股利支付率达 50.3%	15
图 35: 公司股息率逐步提升至 4.4%	15
图 36: 2010 年来中国天然气消费量 CAGR 超 10%	16
图 37: 天然气消费量增速和 GDP 增速具有相关性	16

图 38: 1-11 月天然气表观消费量同比+8.9%	16
图 39: 1-11 月天然气进口量同比+12.0%.....	16
图 40: 22 年天然气消费中城市燃气和工业燃料占 75%.....	17
图 41: 到 2025 年城燃和气电天然气消费增速较快.....	17
图 42: 2023 年天然气下游四大板块消费增速回正	17
图 43: 城镇化率提升, 城镇用气人口逐步增加	18
图 44: 2023 年气电装机 1.26 亿千瓦, 增速 10.6%.....	18
图 45: 公司主要的燃气用户为居民和工商业	19
图 46: 公司工商业销气量增速对整体影响较大.....	19
图 47: 居民、工业、商业、加气站四个领域挖掘内涵市场潜力	19
图 48: 我国天然气销气量分布(截至 2022 年末)	20
图 49: 2023 年末华润燃气城燃项目分布情况.....	20
图 50: 华润燃气长三角燃气项目分布图	20
图 51: 2023 年末华润燃气川渝城燃项目分布情况	20
图 52: 1990-2029 年全球 LNG 液化厂产能增长/MTPA.....	21
图 53: 2000-2030 年全球 LNG 终端接收能力/MTPA	21
图 54: 2023 年以来海外气价大幅回落, 三大指数趋于稳定.....	21
图 55: 欧洲基准 TTF 荷兰天然气期货价格/欧元/MWh.....	22
图 56: JKM 日韩到岸综合价格指数/美元/MMBtu	22
图 57: 2022 年华润燃气气源采购结构.....	23
图 58: 如东 LNG 接收站开工建设中	23
图 59: 2019-2023 年公司各类燃气用户售气价格.....	25
图 60: 2023 年单方毛差修复至 0.51 元/立方米	25
图 61: 全国性城燃公司毛差(元/方)	26
图 62: 2023 年公司管道长度 30.7 万公里	27
图 63: 2023 年接驳可覆盖用户 9708 万户	27
图 64: 管道长度和接驳可覆盖用户具有相关性.....	28
图 65: 伴随管道建设公司接驳可覆盖用户分布广泛.....	28
图 66: 截至 2023 年公司累计已接驳户数 5778 万户	28
图 67: 公司 2023 年居民用户渗透率达 59.3%.....	28
图 68: 23 年新增接驳居民数(合并口径) 331 万户	29
图 69: 23 年新增接驳工商业用户(已收款) 4.13 万户	29
图 70: 居民单户销气量稳定在 165 立方米/户	29
图 71: 公司居民及工商业接驳业务收入结构	30
图 72: 平均单位居民和工商业接驳收入.....	30
图 73: 2021-2023 年综合服务业务迅速成长	32
图 74: 厨电燃热和安居业务贡献主要收入	32
图 75: 厨电燃热、安居业务、保险业务经营情况	32
图 76: 网格化管理实现服务模式全面变革	33
图 77: 核心智慧化载体打造客户服务体系	33
图 78: 2023 年公司城镇用户达 5580.8 万户	34
图 79: 智能厨居一站式装配方案.....	34
图 80: 公司经营区域内具有巨大的综合能源市场空间	34

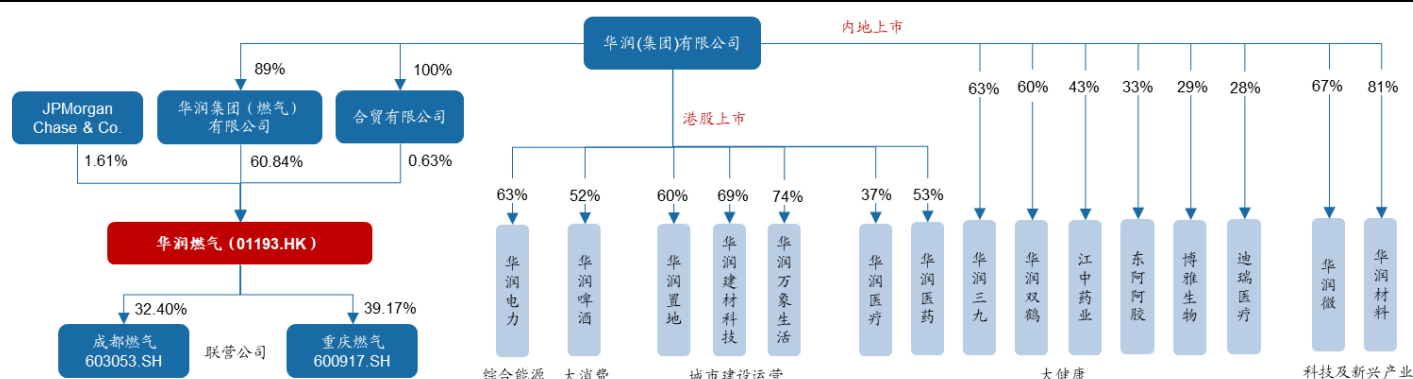
图 81: 2023 年拥有园区 600 个, 医院 2500 家	35
图 82: 2023 年公司供能量 29.4 亿千瓦时	35
图 83: 公司经营区域内具有巨大的综合能源市场空间	35
图 84: 2023 年公司综合能源项目开发情况	36
图 85: 2023 年公司分布式光伏/分布式能源装机	36
图 86: 2023 年公司累计投运充电站 232 座	36
图 87: 2023 年公司充电站全年售电量 3.1 亿度	36
表 1: 全国性城燃公司的分红率、股息率对比	15
表 2: 2018-2022 年贡献天然气消费增量前十行业 (单位: 亿立方米)	18
表 3: 中石油管道气定价方案对比	22
表 4: 公司多途径推动气源获取能力、优化气源成本	23
表 5: 京津冀、长三角、粤港澳顺价政策	24
表 6: 全国性城燃公司的销气价格、购气价格、毛差对比	26
表 7: 全国性城燃公司 2023 年的收入构成、利润构成对比 (亿港元、亿元) ...	27
表 8: 2025 年城燃公司工商业气量增长带来的毛利润弹性	30
表 9: 2025 年城燃公司居民顺价带来的毛利润弹性	30
表 10: 2025 年华润燃气新增居民接驳带来的收入弹性/亿港元	31
表 11: 公司燃气业务经营数据预测	37
表 12: 公司主营业务收入拆分	38
表 13: 华润燃气同业公司对比 (最新收盘价日期: 2025/01/20)	39

一、全国性城燃龙头企业，销气量全国前三

（一）背靠华润集团，深耕城燃领域二十余年

控股股东华润集团是我国四大驻港央企之一，截至23年末控股61.46%。2000年以来，经过两次“再造华润”，华润集团形成现有的业务格局，涵盖大消费、综合能源、城市建设运营、大健康、产业金融、科技及新兴产业六大领域。旗下子公司有8家在香港上市，8家在内地上市，公司是集团旗下唯一燃气控股上市平台，业务涵盖燃气销售、接驳、综合服务、加气站以及设计及建设服务等五大板块，截至2023年末华润集团控股61.46%。

图 1：华润集团所属企业中8家在香港上市，8家在内地上市（截至2023年12月31日）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

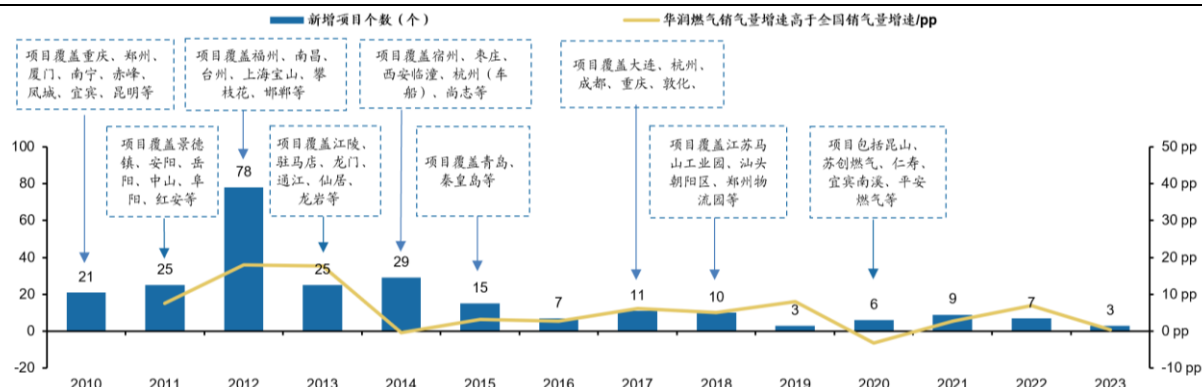
深耕城市燃气行业20余年，持续扩张为五大全国性城燃公司。根据公司官网，公司深耕城市燃气行业20余年，2004年在苏州成立第一家城市燃气项目公司，2007年华润燃气集团成立从华润石化剥离出燃气业务，2008年华润燃气在港交所正式上市。此后持续兼并收购城燃项目公司，2012年公司收购AEI China Gas 100%股权，一举纳入国内11个省份28个城市燃气项目，同年向华润集团收购第五批16个城市燃气项目，截至2024H1累计276个城市燃气项目，持续扩张为五大全国性城燃公司之一。

图 2：华润燃气公司发展历程（2004-2024年）



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

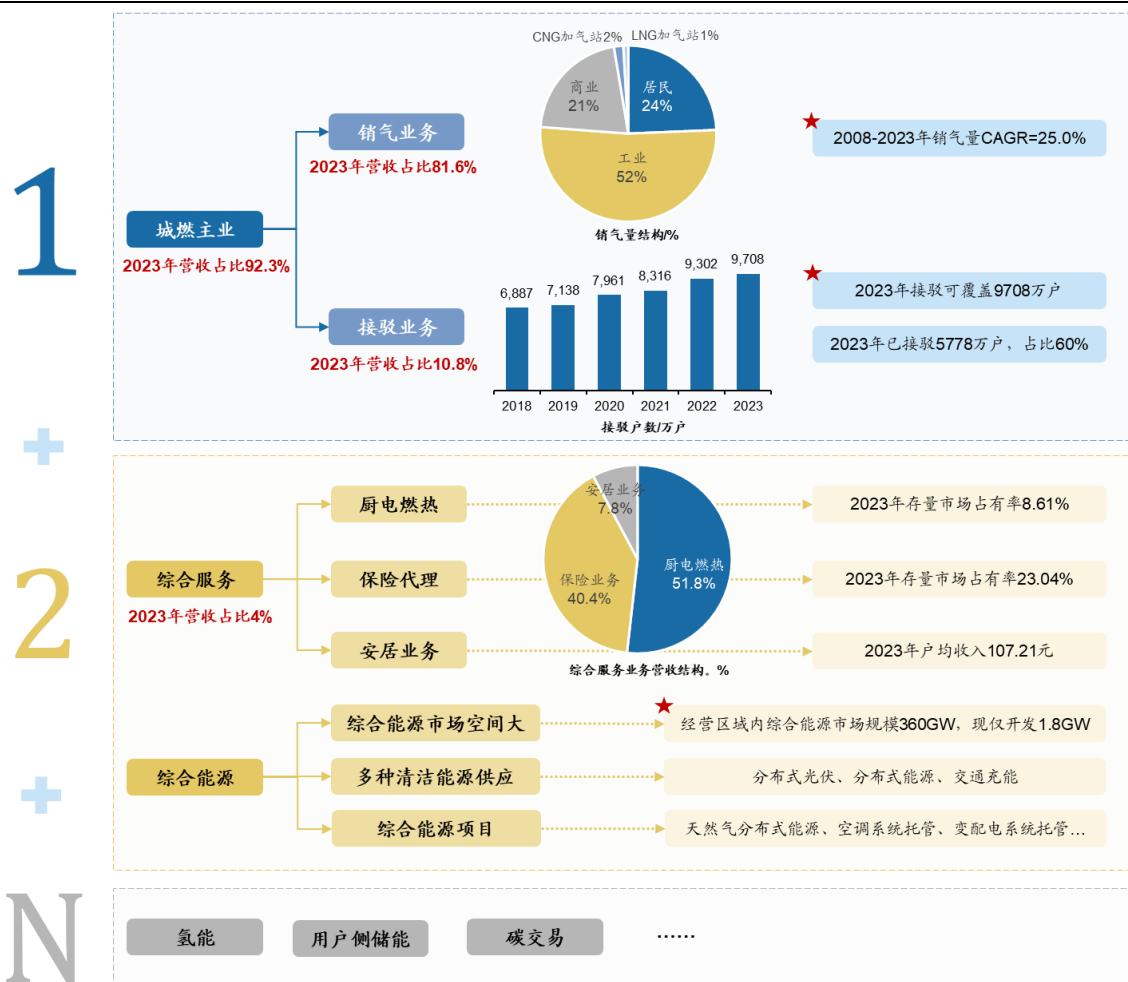
图 3：华润燃气历年新增城市燃气项目数量



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

以城燃为主业，拓展综合能源构建“1+2+N”的业务模式。根据公司年报，公司主营城市燃气业务，2023年营收占比92%，城燃业务可分为燃气销售和接驳业务，销气方面15年来气量复合增速高达25%，接驳方面当前覆盖全国25个省份，接驳可覆盖用户9708万户，接驳率60%。伴随天然气用户体量不断扩大，依靠优质的城市燃气客户不断拓展综合服务和综合能源业务，挖掘大规模工商业用户的用能需求，逐步构建城燃为主，多种综合能源为辅的“1+2+N”业务模式。

图 4：公司构建城燃为主业，综合服务和综合能源辅业，氢能等多种能源拓展的“1+2+N”业务模式



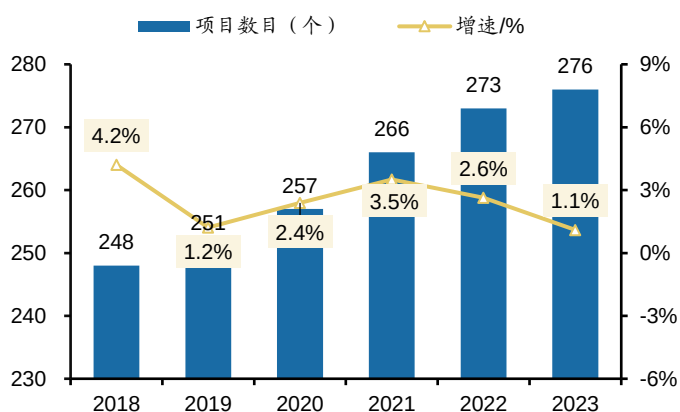
数据来源：《华润燃气 2023 年业绩报告》，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

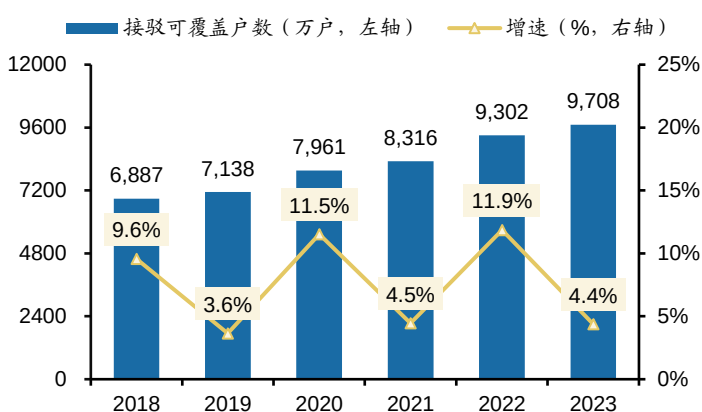
截至2024H1城燃项目共计276个，分布在中国25个省份。根据公司年报，公司是全国性城市燃气公司，截至2024H1，公司城燃项目共计276个，较2022年新增3个，分布在中国25个省份（包括15个省会城市和76个地级市以及3个直辖市）。伴随新项目开拓，2023年经营区域内接驳可覆盖户数共9708万户，同比增长4.4%。公司城燃项目多集中在中东部发达地区，包括京津冀、长三角区域、成渝双城等，拥有北方、东南、华东、华南、华西、中部、重庆燃气、津燃华润八个虚拟大区，截至2023年末发展区域公司84家。

图 5: 截至2023年公司项目数目增长至276个



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 6: 2023 年接驳可覆盖户数共 9708 万户



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

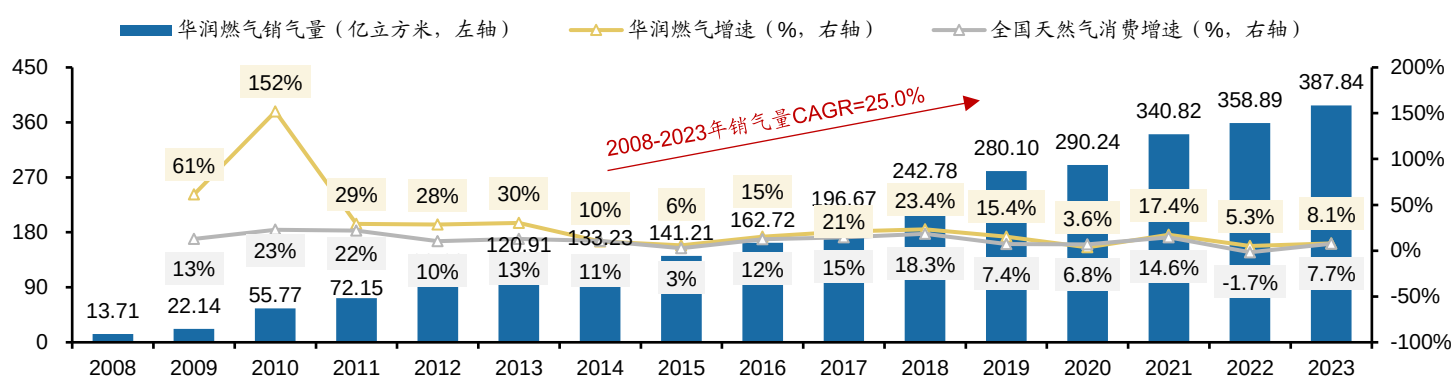
图 7: 公司是全国性城市燃气公司, 业务主要覆盖我国中东部地区



数据来源：《华润燃气可持续发展报告（2023）》，广发证券发展研究中心

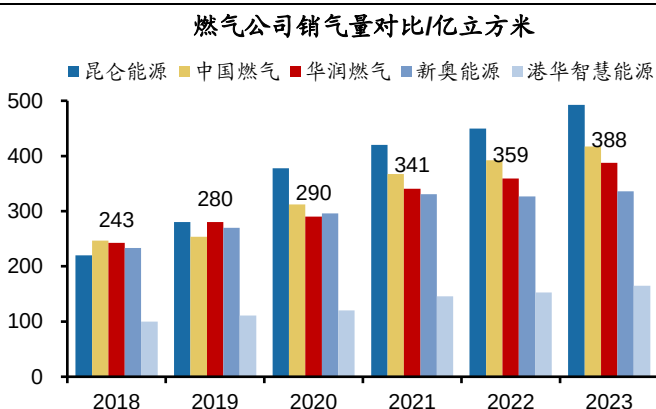
2023年销气量达388亿立方米，城燃企业中排前三。公司专注于城市燃气销售，根据公司年报，2008年上市以来销气量稳步提升，2008-2023年销气量CAGR约25%（全国销气量CAGR=11.5%）。2023年完成销气量387.84亿立方米（同比+8.1%），在全国性城燃龙头中排名第三，仅次于昆仑能源和中国燃气。2014年以来公司销气量增速与全国天然气消费量增速走势一致，由于存在项目收并购通常较全国消费量增速偏高。2022年虽然国内天然气消费量多年来首次下滑，但公司仍保持5.3%的增速逆势增长。**市占率方面**，近年来五大城燃公司的市占率提升，2023年华润燃气贡献了全国天然气销气量的10%，巩固了行业地位。

图 8：2023年公司销气量388亿立方米，同比增长8.1%



数据来源：公司财报，Wind，广发证券发展研究中心

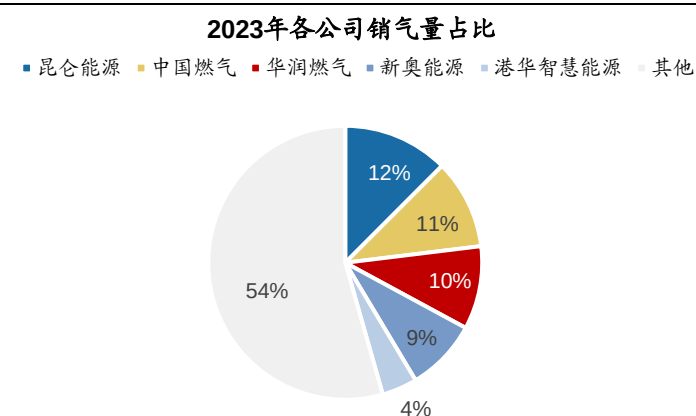
图 9：华润燃气销气量在全国性城燃公司中排前三



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

备注：此处销气量包含零售和分销批发气量

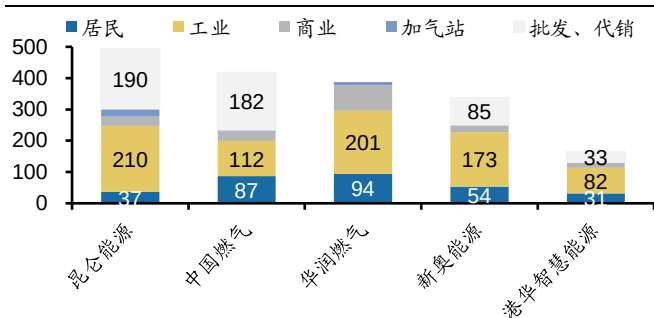
图 10：2023年华润燃气销气量占全国销气量的10%



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

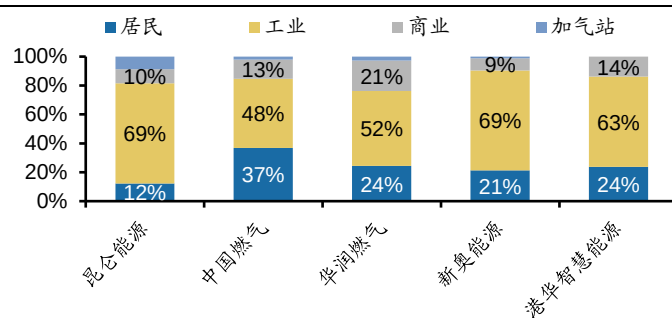
销气结构方面，根据各公司年报，2023年五大城燃公司中除华润燃气外均有批发和代销气量，其中昆仑能源和中国燃气的批发代销气量近200亿方，**华润燃气的零售气量是五大城燃中最高的**，居民和工商业的零售气量均占优势。公司居民零售气量94亿方，位居五大城燃第一，居民气量占比（24%）仅次于中国燃气（37%），商业气量占比21%在同业中最高，工业气量占比52%，但绝对气量偏高。

图 11: 2023年五大城燃公司总销气量/亿方



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

图 12: 2023年五大城燃公司零售销气量占比



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

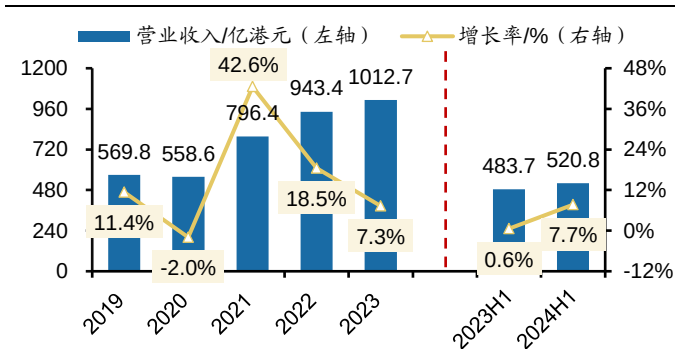
备注: 港华智慧能源加气站气量算入代销及其他里

(二) 销气增长带动营收规模提升, 销气和接驳业务贡献主要利润

公司营收利润规模化增长, 2023年实现归母净利润52.24亿港元。根据公司年报, 2008年以来公司销气量保持25%的年均复合增速, 带动营收、利润快速提升。21、22年上游气源价格上涨, 公司天然气售价分别同比+10.6%、+20.1%, 营收增速大于销气增速, 2023年营收规模突破1000亿港元, 同比增长7.3%。

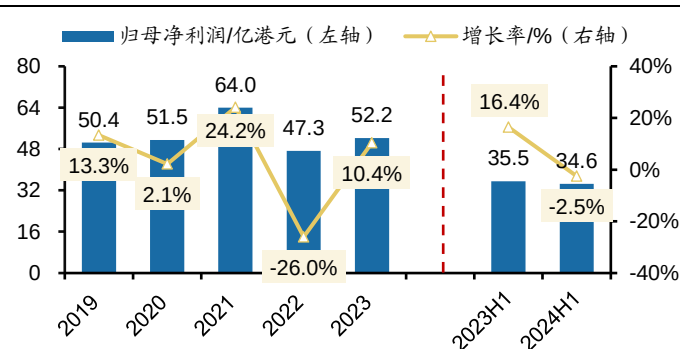
利润方面, 2020年前公司售气毛差相对稳定, 归母净利润随气量增长, 21、22年公司售气毛差分别-11.9%、-13.5%, 2022年公司业绩同比下滑26.0%。2023年国际气价改善且居民顺价机制的建立, 公司业绩明显回升, 全年实现归母净利润52.24亿港元 (同比+10.4%), 公司整体盈利相对稳定, 是较为典型的公用事业代表。此外, 2023年实现重庆燃气和厦门华润燃气并表, 计入一次性收入10.8亿港元, 同时管理费用增加约6.5亿港元, 剔除该部分影响, 公司23年业绩同比持平略增。

图 13: 2023年公司实现营业收入1012.7亿港元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

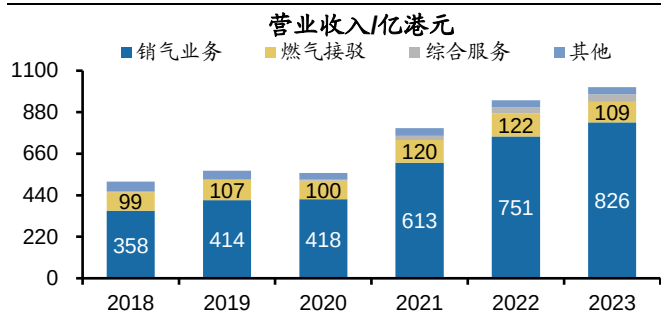
图 14: 2023年公司实现归母净利润52.2亿港元



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

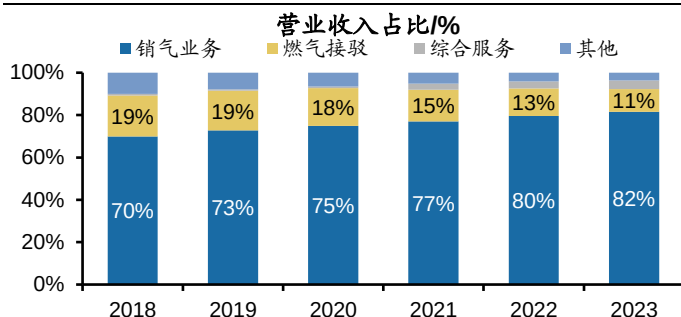
2023年燃气销售占收入的82%, 销气和接驳是主要的利润来源。根据公司年报, 分业务来看, 当前燃气销售板块是公司主要的收入来源, 2023年占总收入的82%, 此前随销气量增长而稳步提升, 2021年起公司天然气售价反应成本增长, 燃气销售板块收入大增, 带动总营收提升。2023年燃气销售利润73.44亿港元, 利润占比56%。燃气接驳收入占比虽不高 (23年占比11%), 但成本偏低贡献利润较多, 2023年贡献利润40.41亿港元, 利润占比31%。利润率方面, 通常销气业务利润率10%+, 2023年有所修复, 接驳业务利润率40%左右, 近两年综合服务业务迅速发展, 利润率快速上涨。

图 15: 18-23年燃气销售营业收入CAGR达18%



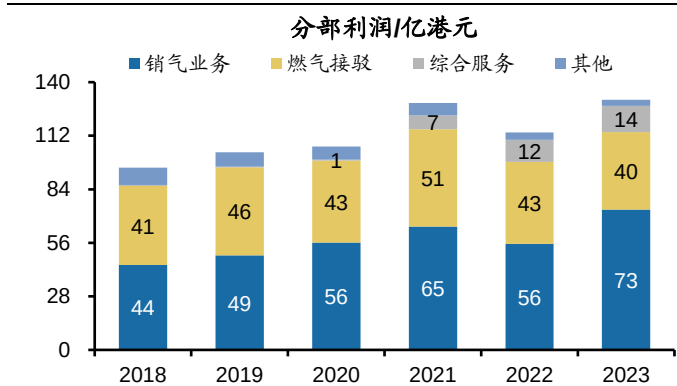
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 16: 2023年销气和接驳业务营收占比82%、11%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

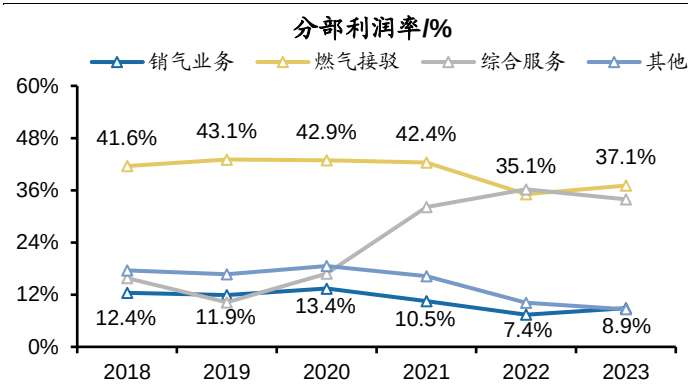
图 17: 2023年各分部利润共130.79亿港元



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 分部利润指各分类除税前溢利, 但不包括杂项收入、利息收入、财务成本等(分部利润介于毛利润和净利润之间)

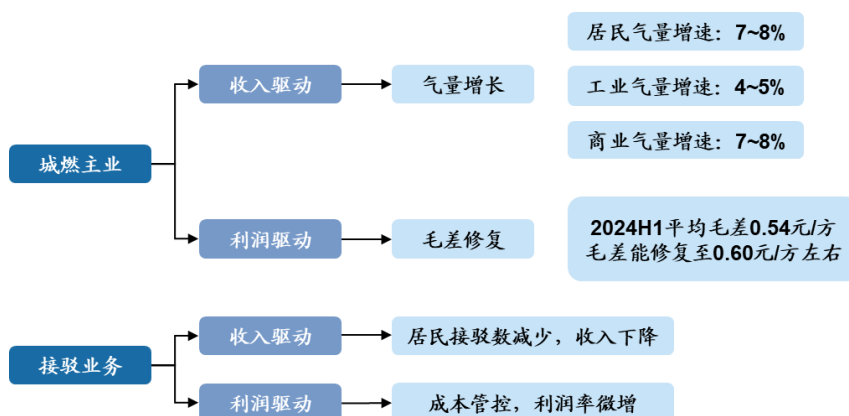
图 18: 销气业务利润率10%、接驳业务利润率约40%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

备注: 利润率=除税前溢利/营业收入, 该口径介于一般的毛利率和净利率之间

图 19: 公司主营业务增长驱动因素



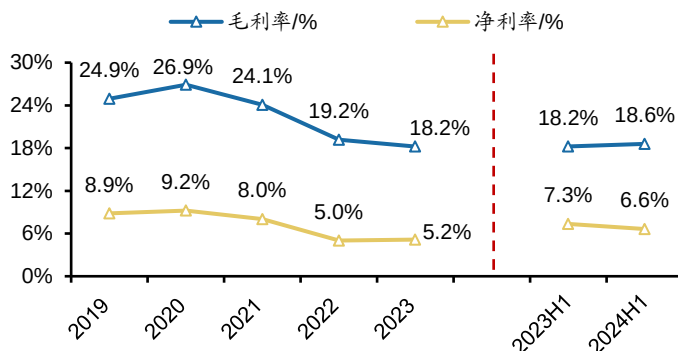
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(三) 业绩修复盈利回升, 现金充裕财务稳健

项目优质盈利稳定, 2023年业绩修复盈利回升。根据公司年报, 2018-2021年, 得益于燃气业务规模扩张, 公司利润稳定增长, 毛利率维持在25%左右, 净利率维持在8~9%。2021年下半年以来, 受国际气价攀升、下游需求放缓、居民气顺价不畅

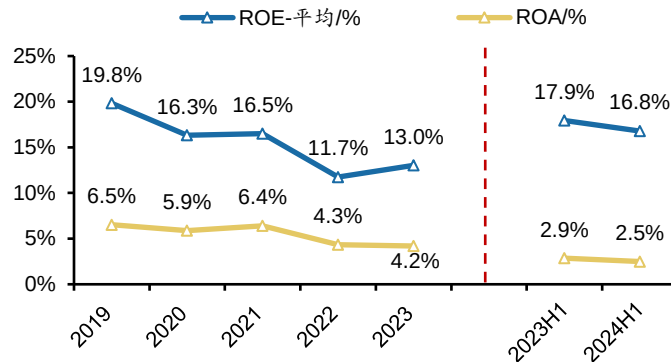
等因素的影响，燃气行业的盈利能力普遍下滑。2022、2023年毛利率分别降至19.2%、18.2%，净利率降至5.0%、5.2%，一方面由于销气和接驳业务的利润率均有所下降，另一方面是利润率较高的接驳业务占比下降导致利润率结构性下滑。2023年公司ROE-平均为13.0%，同比提升1.3pct，ROA为4.2%，同比基本持平，且在同业公司中ROIC领先。

图 20：2023年毛利率、净利率分别为18.2%、5.2%



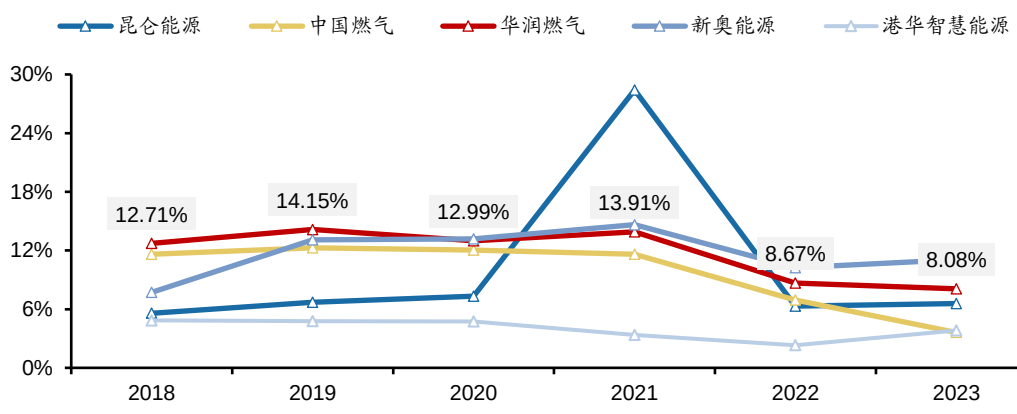
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 21：2023年ROE-平均、ROA分别为13.0%、4.2%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 22：全国性城燃公司投入资本回报率（ROIC）对比

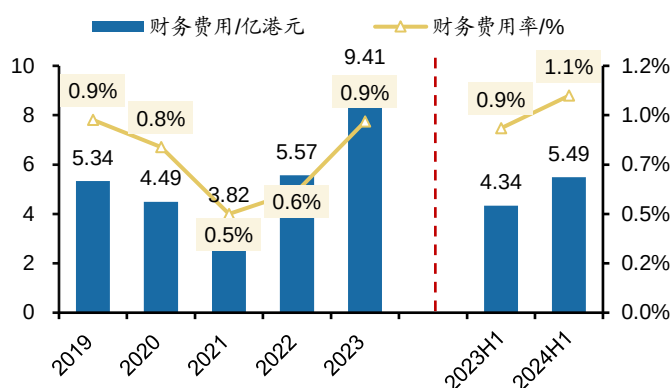


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：2021年昆仑能源ROIC偏高主要系收到金额较大的股权转让收益

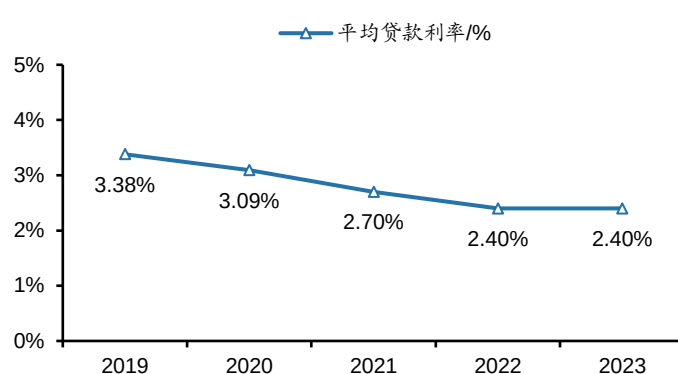
近年来融资成本持续降至2.4%，2023年公司财务费用率0.9%。根据公司年报，公司财务费用始终保持较低水平，多年来财务费用率维持在1%以内。2023年无抵押银行贷款总额增加，财务费用增加3.84亿港元至9.41亿港元，但营收规模扩大财务费用率仅0.9%。近五年公司融资成本持续下降，从2019年的3.9%降至2023年的2.4%，连续两年保持行业最优。2023年穆迪、标普、惠誉继续维持公司A2、A-、A-的评级，将保障公司未来获得较低的潜在融资成本。

图 23: 2023年公司财务费用率仅0.9%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

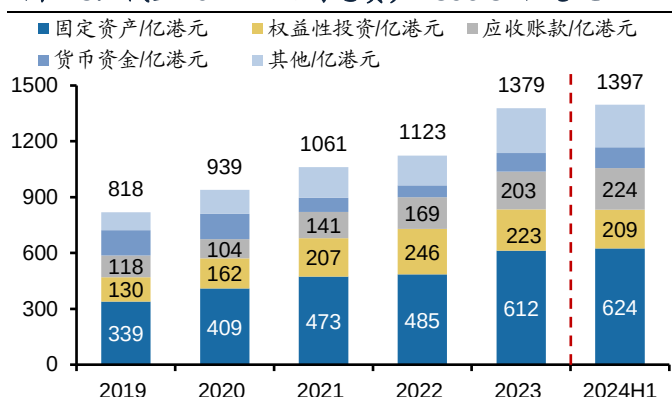
图 24: 2023年公司整体融资成本降至2.4%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

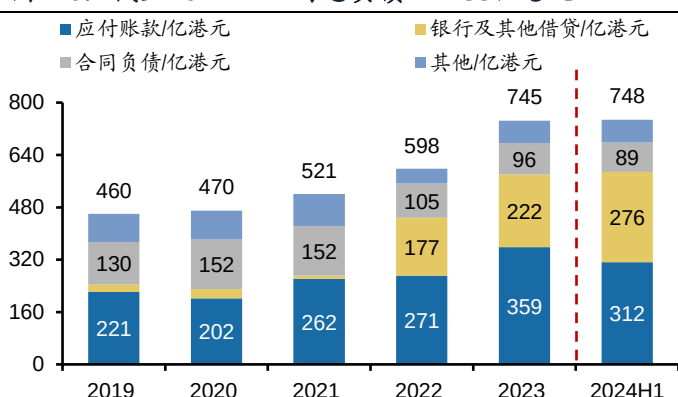
截至2023年末公司资产负债率54.0%，带息负债率29.6%。2018-2023年公司资产总额几乎翻倍，固定资产、权益性投资（对合营和联营公司的所属权）和应收账款构成资产的主要部分，截至2024H1公司总资产1396.87亿港元。负债方面，截至2024H1公司总负债747.83亿港元，应付账款占比较大，共计312.08亿港元，主要是应付贸易账款和预收款。银行及其他借贷共计276.13亿港元，近两年提升较多。公司资产负债率相对稳定，近年来维持在50%上下，2024H1公司资产负债率53.5%，有息资产负债率30.3%，位于同业平均水平，财务结构较为稳健。

图 25: 截至2024H1公司总资产1396.87亿港元



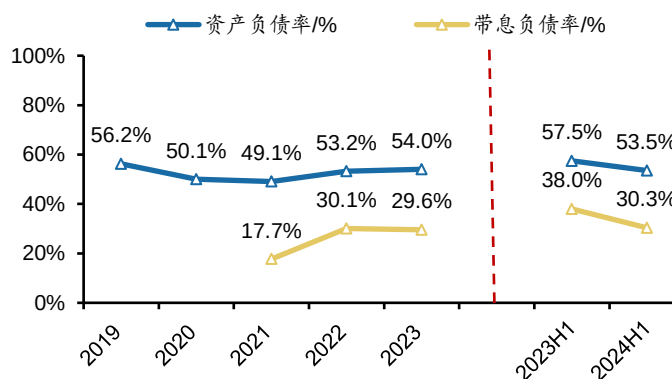
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 26: 截至2024H1公司总负债747.83亿港元



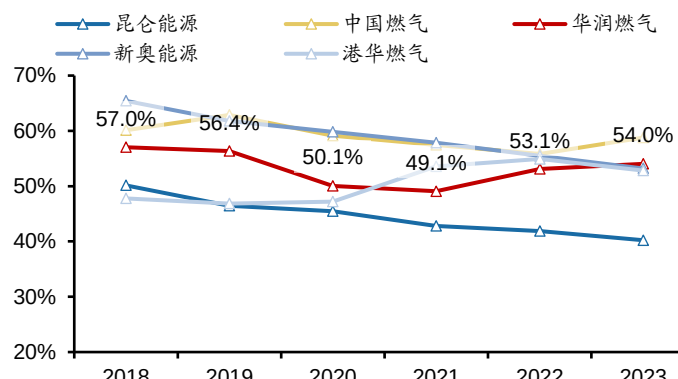
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 27: 2024H1资产负债率53.5%、带息负债率30.3%



数据来源: Wind, 公司业绩报告, 广发证券发展研究中心

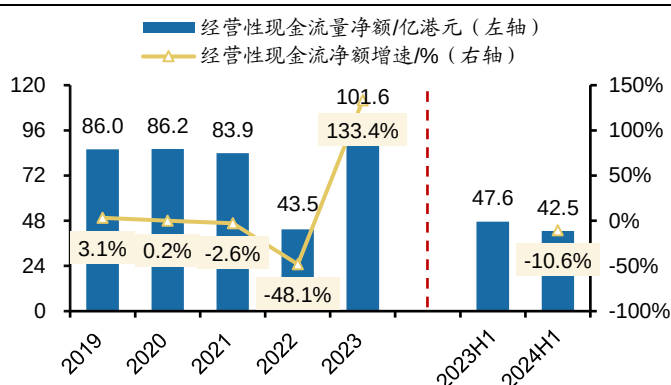
图 28: 全国性城燃公司资产负债率对比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

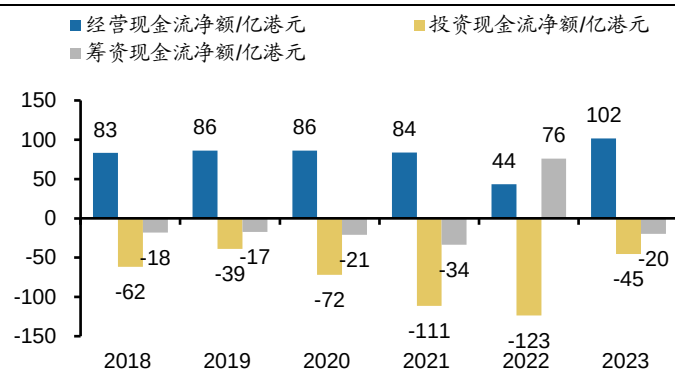
在手现金充裕，2023年经营性现金流净额101.6亿港元，投资活动净流出稳定在40亿港元以上。2018-2021年公司经营性现金流净额稳定在85亿港元左右，2022年气源价格飙升利润下滑导致经营性现金流净额降至43.51亿港元，2023年恢复至101.57亿港元，同比增长133.4%。与同业相比，公司2023年净现比1.94，现金流占总资产的7.4%，位于同业前三，在手现金充裕，具有较强的抗风险能力。投融资方面，2023年公司投资活动现金净流出45亿港元，较21、22年大幅减小。筹资方面，借债和还贷滚动向前，2023年支付股息近36.72亿港元，筹资活动现金净流出近20亿港元。

图 29: 2023年公司经营性现金流净额达101.6亿港元



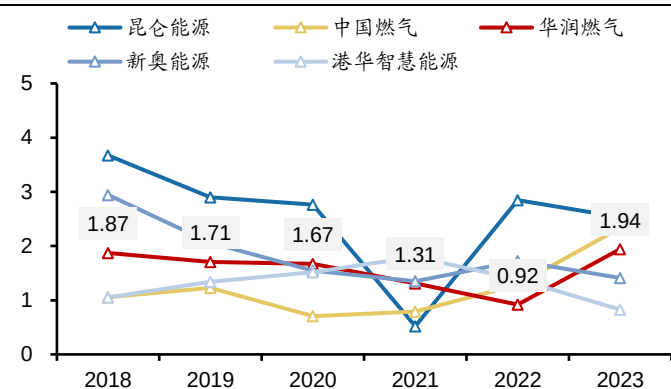
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30: 近年公司经营现金流净额、投资现金净额增长



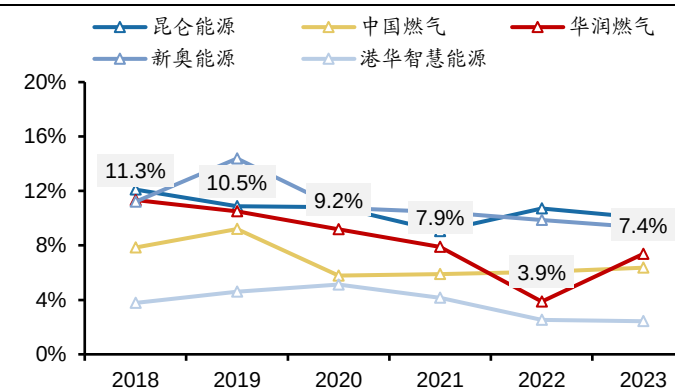
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 31: 全国性城燃公司净现比对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

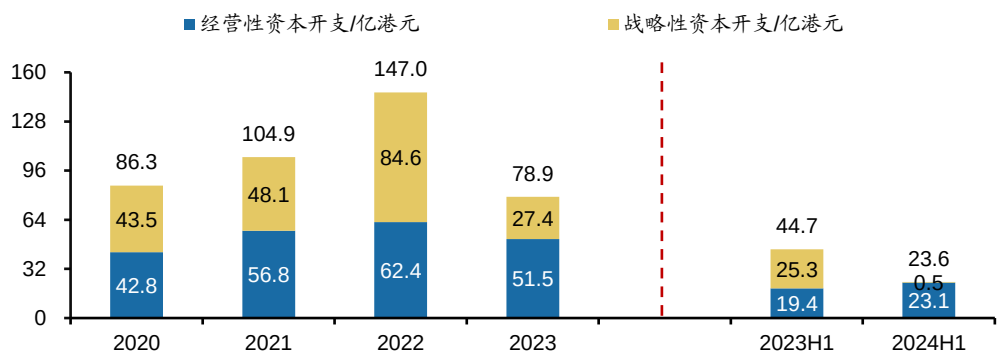
图 32: 全国性城燃公司现金流/总资产对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司每年经营性资本开支50-60亿港元，2023年战略性资本开支同比减少至27亿港元。根据公司业绩报告，2020-2022年扩张项目投资增加，公司总资本开支增至147亿港元。2023年并购项目数量有所减少资本开支缩减至78.9亿港元，其中战略性开支27.4亿港元用于项目扩张，经营性资本开支51.5亿港元用于提升及扩充现有城市燃气管道和相关设施，当前每年经营性资本开支稳定在50-60亿港元，2024年上半年的资本开支为23.1亿港元，战略性资本开支仅0.5亿港元，后续资本开支变动仍来自于新增项目。

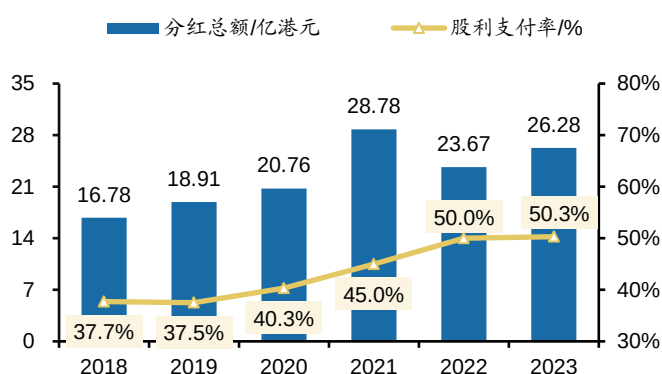
图 33: 2023年公司（经营性+战略性）资本开支78.9亿港元



数据来源：《华润燃气 2023 年业绩报告》，广发证券发展研究中心

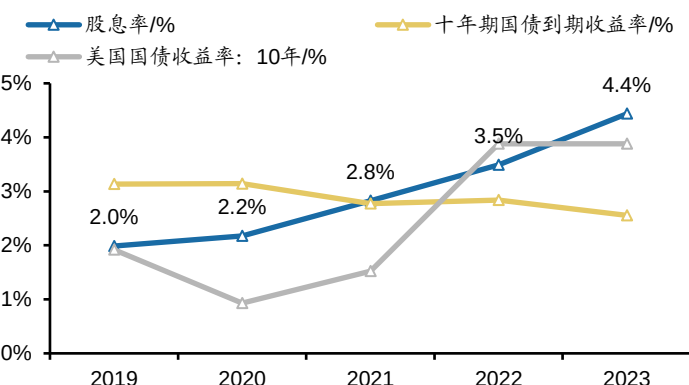
2023年公司分红率提升至50.3%，对应股息率4.44%。根据公司年报，现金流充裕且无显著的偿债压力，公司实施稳健的派息政策，近年来分红总额稳步提升，从2018年的16.78亿港元提升至2023年的26.28亿港元，且多次实施年中分红。公司股利支付率由2018年的37.7%增至2022年的50.0%，2023年亦保持50.3%的分红率，彰显长期投资价值。股息率方面，伴随分红增加公司股息率持续提升，2023年股息率高达4.4%，按2024年预期业绩和分红率测算当前股息率仍保持4.4%，大幅高于十年期国债到期收益率，投资收益显著升高。与全国性城燃公司相比，分红总额和股利支付率均位于前列，2023年末股息率4.44%。

图 34: 2023年公司股利支付率达50.3%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 35: 公司股息率逐步提升至4.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：股息率=当年分红总额/公司年末市值

表 1: 全国性城燃公司的分红率、股息率对比

		现金分红总额/亿元、亿港元			股利支付率/%			股息率/%			PE/倍				ROE%
公司	单位	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2024E	2023
华润燃气	HKD	28.78	23.67	26.28	45.0%	50.0%	50.3%	2.82%	3.49%	4.44%	15.94	14.32	11.34	10.87	13.0%
中国燃气	HKD	30.02	27.20	27.18	39.2%	63.4%	84.7%	3.35%	4.40%	6.49%	15.84	7.25	14.01	12.05	7.1%
港华燃气	HKD	4.73	4.87	5.37	37.8%	50.5%	34.1%	2.21%	3.81%	4.92%	17.10	13.24	6.92	6.83	7.1%
新奥能源	CNY	25.93	29.36	30.29	33.4%	50.1%	44.4%	1.56%	2.37%	4.66%	17.49	18.88	8.65	8.14	16.7%
昆仑能源	CNY	17.99	21.98	24.57	35.9%	35.0%	40.0%	2.84%	4.56%	4.03%	2.25	8.24	9.72	9.42	9.2%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

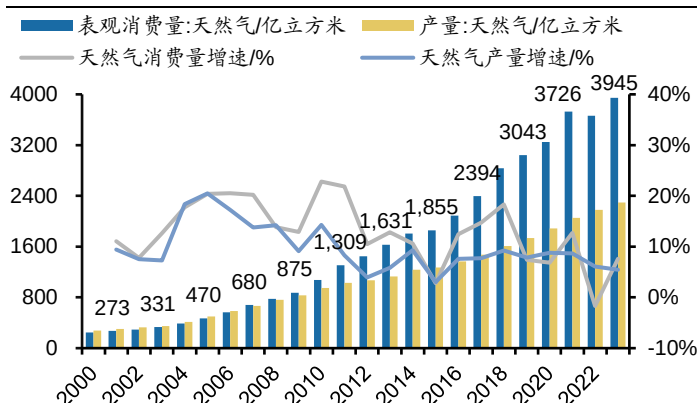
股息率=当年每股股利/年末收盘价 市盈率 2024E=当前市值/归母净利润 2024E（wind 一致预期），当前市值更新至 2025/1/20

二、城燃顺价盈利反弹，接驳业务影响减弱

（一）天然气需求稳定增长，分产业用气水平提升

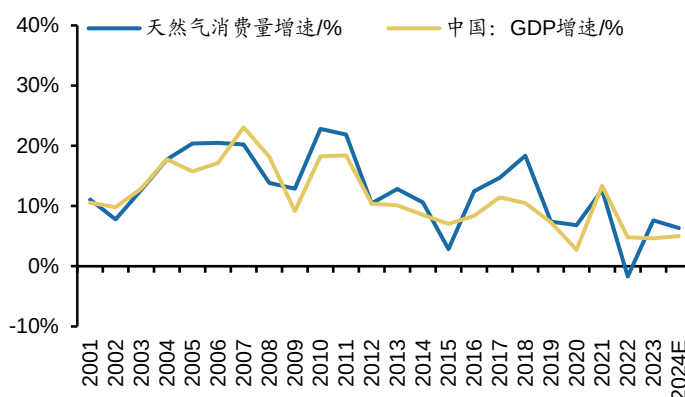
2010年以来中国天然气产销量快速增长，未来十年仍保持较快增长。天然气作为清洁能源，是实现低碳转型的现实选择，在能源结构调整中发挥重要作用。2010年以来国内天然气消费量维持较快增长，十余年来国内天然气表观消费量CAGR为10.4%，远超煤、石油等传统能源的消费增速，且与我国GDP增长具有一定相关性。根据中石油与中石化经济技术研究院预测，中国天然气需求将在2040年前后达峰，峰值达6100亿立方米，较当前仍有55%的增幅，占一次能源的比例将近13%。

图 36：2010年来中国天然气消费量CAGR超10%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

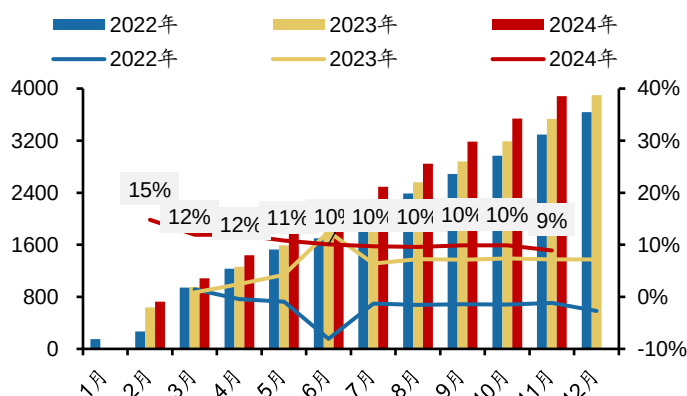
图 37：天然气消费量增速和GDP增速具有相关性



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

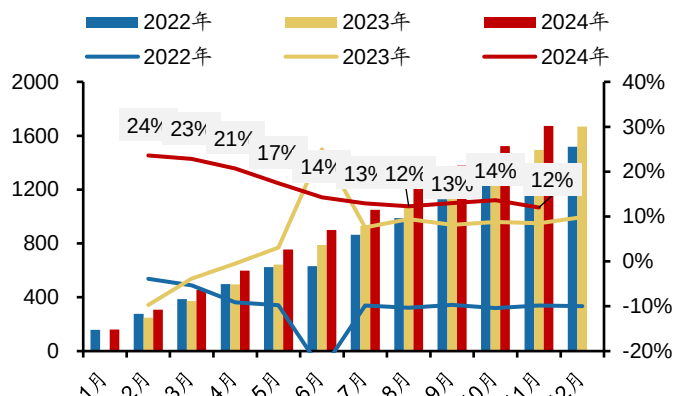
1-11月天然气表观消费量同比+8.9%，LNG进口量同比+12.0%。根据国家发改委数据，2023年天然气表观消费量达3945.3亿立方米（同比+7.6%），回归正增长。2024年天然气供需关系从紧平衡过渡至平衡相对宽松，24M1-11天然气表观消费量同比增长8.9%，预计全年天然气消费量将接近4300亿方（同比增长约9%）。天然气需求维持较快增长，加之国际天然气价格走低，LNG进口量显著提升，1-11月天然气累计进口量同比+12.0%。

图 38：1-11月天然气表观消费量同比+8.9%



数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

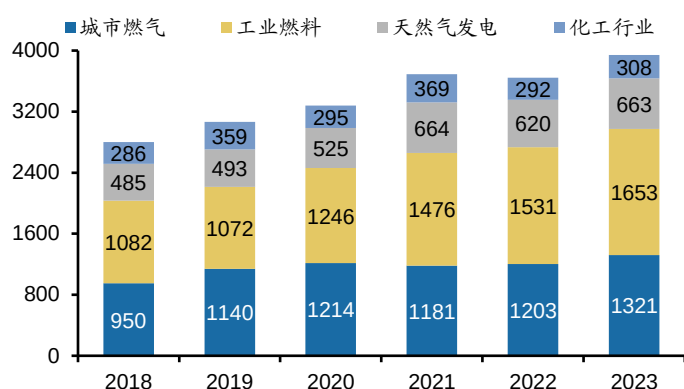
图 39：1-11月天然气进口量同比+12.0%



数据来源：发改委，Wind，广发证券发展研究中心

城市燃气和工业燃料占天然气消费的75%，城市燃气贡献主要的增量。从天然气消费结构来看，18-23年城市燃气和工业燃料在天然气消费总量中的占比均在70%以上，23年提升至75%，其中城市燃气占比33%，工业燃料占比42%，天然气发电占比17%。清燃智库预计，到2025年我国城市燃气板块天然气消费量约为1675亿方，较2022年提升超470亿方，三年复合增速为11.7%；工业燃气和发电板块消费量分别约为1733、850亿方，三年复合增速为4.2%、11.1%。

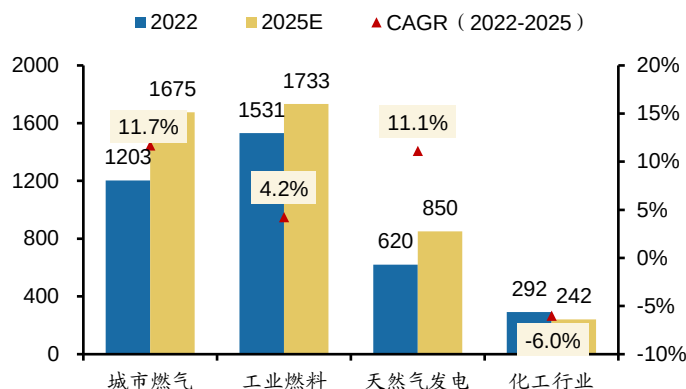
图 40：22年天然气消费中城市燃气和工业燃料占75%



数据来源：《中国天然气发展报告（2024年）》，国家能源局，广发证券发展研究中心

备注：单位为亿立方米

图 41：到2025年城燃和气电天然气消费增速较快

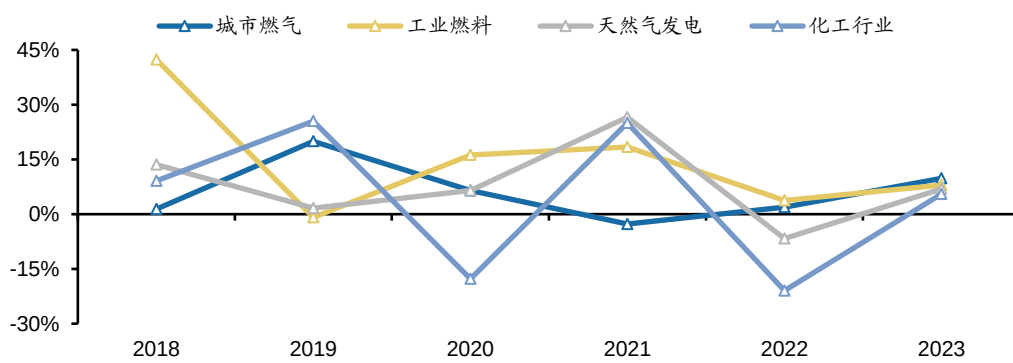


数据来源：《世界能源发展报告（2023）》，社科院国际能源安全中心，清燃智库，广发证券发展研究中心

备注：单位为亿立方米

分板块用气增速：根据《中国天然气发展报告（2024年）》，**2023年城市燃气消费量同比增长10%**，主要系居民生活、采暖用气稳定增长，公服商业、交通物流加快恢复，LNG重卡销量爆发式增长；**工业燃料用气较快恢复，同比增长8%**，主要受工业生产提速、轻工、冶炼、机械等传统产业升级向好，锂电池、光伏板等新动能成长壮大；**天然气发电用气量同比增长7%**，新增气电装机超过1000万千瓦，总装机规模达1.3亿千瓦，气电顶峰保供能力显著增强。

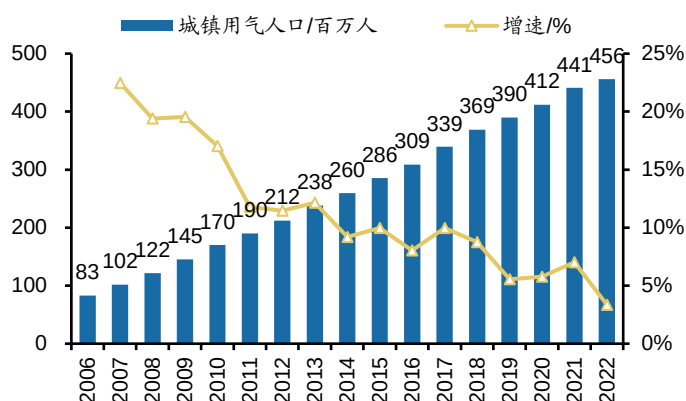
图 42：2023年天然气下游四大板块消费增速回正



数据来源：《中国天然气发展报告（2024年）》，广发证券发展研究中心

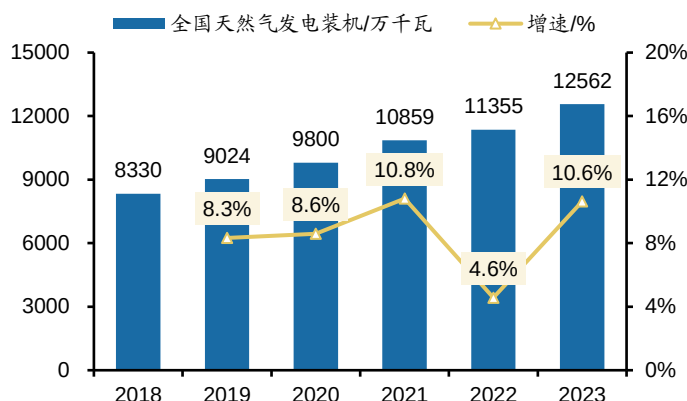
其中**城市燃气需求增长**主要系城镇化率提升、城镇用气人口增加，以及带动的交通运输、物流基建的发展；而**天然气发电告高速发展**主要受政策带动，国家能源局发布的《电力发展“十四五”规划工作方案》中，提出到2025年，我国累计天然气发电装机规模达到1.50亿千瓦，较2020年新增0.52亿千瓦，年均复合增速在9%左右。

图 43：城镇化率提升，城镇用气人口逐步增加



数据来源：住房和城乡建设部，广发证券发展研究中心

图 44：2023年气电装机1.26亿千瓦，增速10.6%



数据来源：中电联，广发证券发展研究中心

细分板块用气增量：根据《中国能源统计年鉴》数据，近五年来，除2022年全国天然气消费量增量为负，18-21年全国天然气消费增量分别为423.40、242.59、280.21、433.07亿方。每年按新增消费量大小排序，靠前的五大行业分别是**化学原料和化学制品制造业（化工行业）、电力热力和生产供应业（天然气发电）、居民生活（城市燃气）、非金属矿物制品业（工业燃料）、黑色金属冶炼和压延加工业（工业燃料）**，其余制造业和交通运输等行业也在近几年贡献较大的天然气消费增量。

表 2：2018-2022年贡献天然气消费增量前十行业（单位：亿立方米）

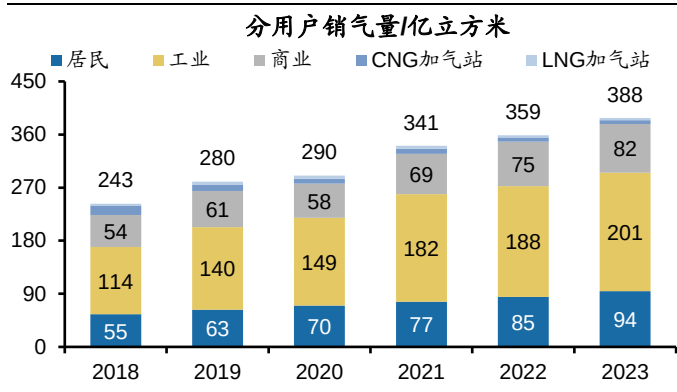
2018		2019		2020		2021		2022	
全年增量	423.40	全年增量	242.59	全年增量	280.21	全年增量	433.07	全年增量	-26.01
铁路、船舶、航空航天等运输设备制造业	69.24	化学原料和化学制品制造业	84.75	电力、热力生产和供应业	83.14	化学原料和化学制品制造业	75.17	石油、天然气开采业	31.46
化学原料和化学制品制造业	58.75	交通运输、仓储和邮政业	55.29	居民生活	57.65	电力、热力生产和供应业	69.03	计算机、通信和其他电子设备制造业	24.01
黑色金属冶炼和压延加工业	51.05	非金属矿物制品业	40.84	化学原料和化学制品制造业	50.92	非金属矿物制品业	64.44	有色金属冶炼和压延加工业	8.65
居民生活	48.08	居民生活	33.94	非金属矿物制品业	48.00	居民生活	32.29	化学原料和化学制品制造业	8.35
电力、热力生产和供应业	41.22	黑色金属冶炼和压延加工业	27.25	燃气生产和供应业	26.73	石油、煤炭及其他燃料加工业	29.86	食品制造业	8.04
非金属矿物制品业	32.35	金属制品业	12.91	交通运输、仓储和邮政业	12.81	纺织业	18.54	石油、煤炭及其他燃料加工业	7.66
金属制品业	18.62	农副食品加工业	10.18	金属制品业	11.11	有色金属冶炼和压延加工业	15.25	煤炭开采和洗选业	5.10
石油、天然气开采业	15.59	废弃资源综合利用业	8.79	黑色金属冶炼和压延加工业	6.92	化学纤维制造业	12.03	铁路、船舶、航空航天等运输设备制造业	4.55
计算机、通信和其他电子设备制造业	11.27	计算机、通信和其他电子设备制造业	8.40	纺织业	5.84	交通运输、仓储和邮政业	12.02	燃气生产和供应业	3.83

数据来源：《中国能源统计年鉴 2023》，广发证券发展研究中心

公司居民和工商业零售气量均领先同业，居民/工业/商业气量占比为2: 5: 2。根据公司年报，天然气用户主要是居民和工商业，18-23年以来居民、工业、商业用户销气量分别增长71.0%、76.3%、50.7%。**2023年公司居民销气量占比24%**，对应销气量94.44亿方；**工业用户销气量占比52%**，对应销气量201.11亿方；商业用户销气量占比21%，对应销气量82.09亿方，此外每年加气站有近10+亿方的销气量。销气增速方面，居民销气量增速相对稳定，近几年保持在10%左右的水平；工商业用户气量增速波动较大，且气量占比过半，对公司整体气量增速影响较大。**近五年分用户的销气量CAGR：居民11.3%、工业12.0%、商业8.5%。**

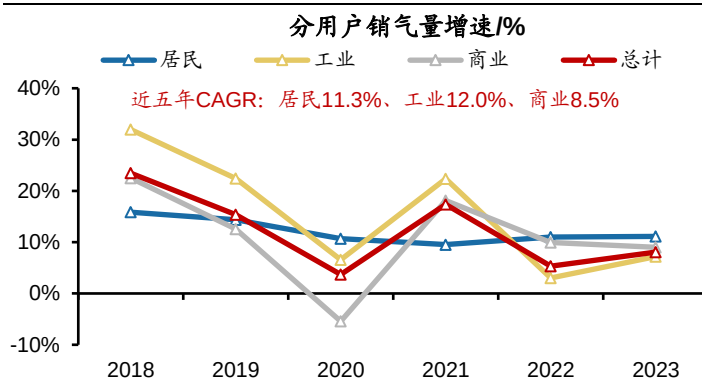
用户拓展方面，**居民端**关注各地“保交楼”政策落地，紧抓“超大特大城市推进城中村改造”的政策契机，加快居民用户开发；**工业端**推进工业用户节能技改，采取灵活价格策略，冬季保利润、夏季保气量；**商业端**结合国家安全整治契机，政企联动推动商业“瓶改管”，**各类新开发用户未来每年贡献气量28亿方以上。**

图 45：公司主要的燃气用户为居民和工商业



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 46：公司工商业销气量增速对整体影响较大



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

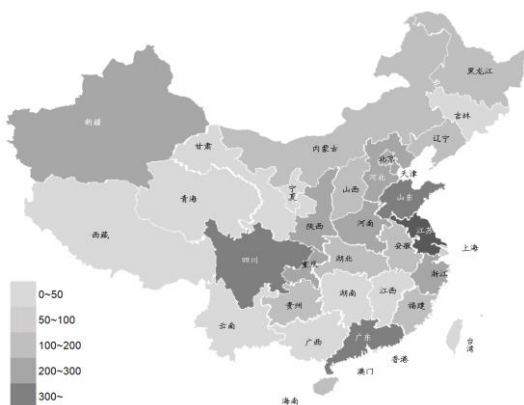
图 47：居民、工业、商业、加气站四个领域挖掘内涵市场潜力



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

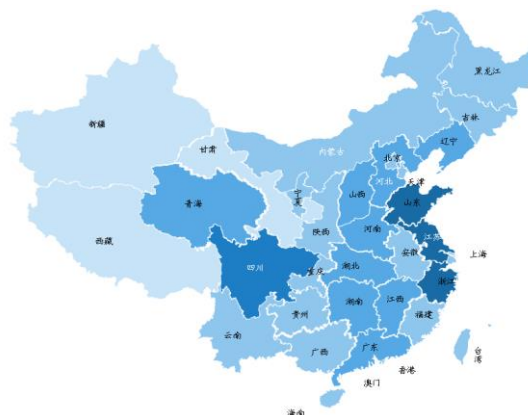
五大城燃公司早期在国内燃气市场“跑马圈地”，获得了大量优质城燃项目。其中，华润燃气有较多的大型城市燃气项目，且多数项目分布于京津冀区域、长三角区域、成渝双城经济区、粤港澳大湾区等国家重大战略区域。且公司的城燃项目布局基本与我国天然气销气量区域分布一致。龙头城燃公司通过覆盖高需求区域，能直接受益于天然气消费结构的增长趋势，销气量增速高于全国水平。

图 48: 我国天然气销气量分布 (截至2022年末)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 49: 2023年末华润燃气城燃项目分布情况



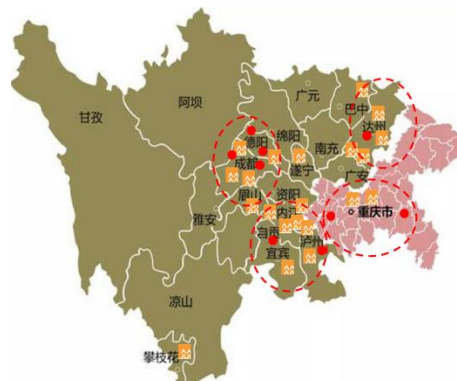
数据来源: Wind, 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 50: 华润燃气长三角燃气项目分布图



数据来源: 《华润燃气2022年业绩报告》, 广发证券发展研究中心

图 51: 2023年末华润燃气川渝城燃项目分布情况

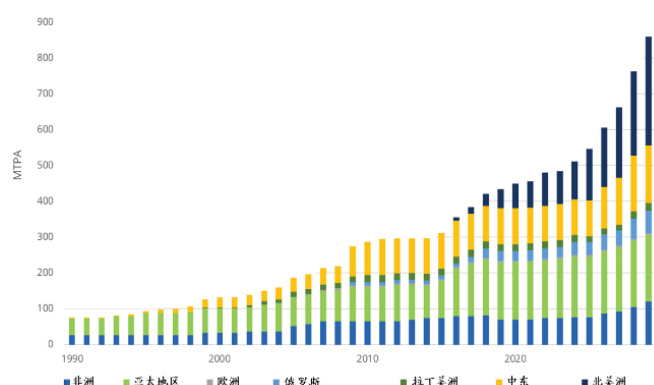


数据来源: 《华润燃气2022年业绩报告》, 广发证券发展研究中心

(二) LNG 中长期价格具备下行空间, 接收站投产优化气源结构

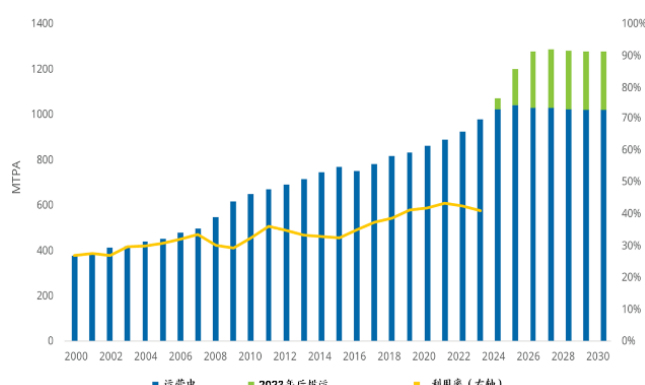
成本端: 俄乌冲突刺激LNG液化设施投资, 2025-2030年全球LNG产能释放或已提前建设, 助力气价回落。根据IGU国际气体联盟报告, 截至2023年全球LNG液化厂在运产能482.5 MTPA (百万吨每年), 在建产能58.8 MTPA, 规划产能1046 MTPA (其中美国363.9 MTPA、加拿大230.3 MTPA、俄罗斯157.4MTPA, 非洲101.3 MTPA)。根据在建和规划产能, IGU预测2025-2030年间全球LNG产能将大量释放, 2029年末全球LNG液化产能有望超过850MTPA。2025年开始LNG液化设施产能释放的部分原因是俄乌冲突引发的21-22年市场动荡刺激额外的液化设施投资, 各国政府更加重视能源安全需求, 近两年储备的产能逐步释放, 增加液化天然气市场供应。

图 52: 1990-2029年全球LNG液化厂产能增长/MTPA



数据来源: IGU, Rystad Energy, 广发证券发展研究中心

图 53: 2000-2030年全球LNG终端接收能力/MTPA

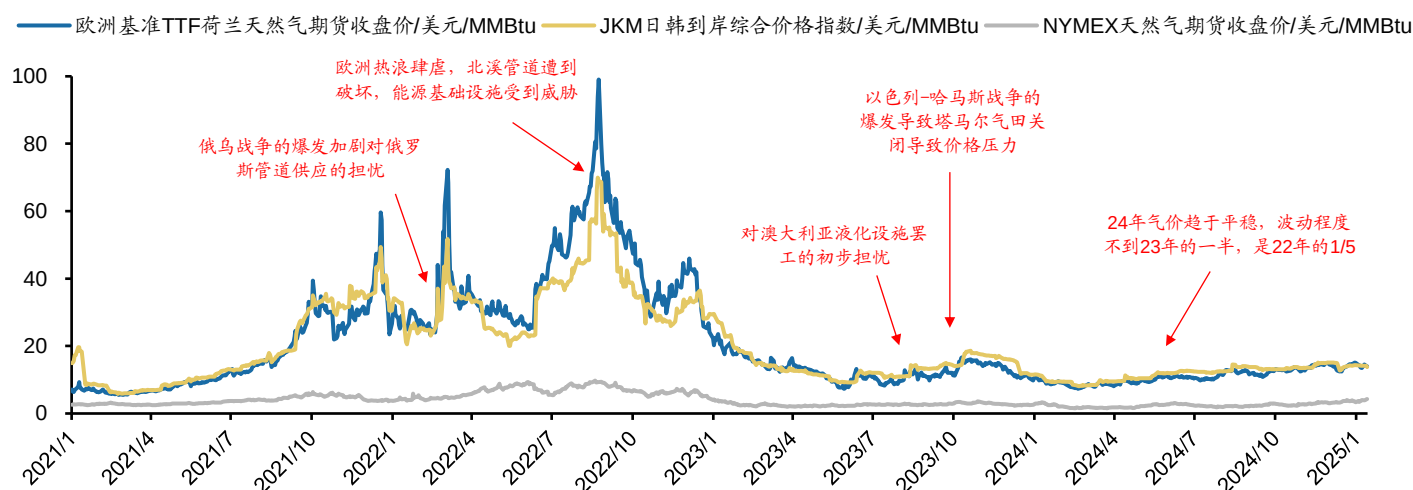


数据来源: IGU, Rystad Energy, 广发证券发展研究中心

回顾2024年，气价波动趋缓，仍有下行空间。年初天然气价格面临进一步下行压力；2月底欧洲TTF价格反弹，主要系气温较预计偏低且美国自由港液化天然气公司发生故障；4月起亚洲和美国部分地区的热浪，以及挪威、澳大利亚、美国供应中断，中东地缘政治局势紧张，将三大指数价格进一步推高；截至2025年1月16日，欧洲基准TTF荷兰天然气期货收盘价13.96/美元/MMBtu，JKM日韩到岸综合价13.75/美元/MMBtu，NYMEX天然气期货收盘价4.28/美元/MMBtu，较2024年初分别+42.4%、+19.6%、+66.3%。因此，当前LNG价格虽然较21、22年回稳，但仍存在阶段性波动，LNG市场处于紧平衡状态，复盘历史气价变化原因，主要受产地供应变化、设施安全、气候导致的需求变化、地缘政治等四大因素影响。

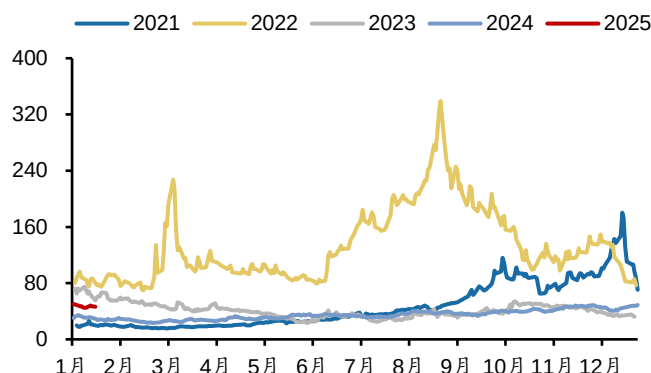
展望2025及以后，重视天然气价格回落的长期趋势及带来的投资契机。伴随全球液化厂及LNG运输船的投产，并且结合海外政治等因素判断，预计2025年开始气价将进入下行通道并且或可持续。我们认为：（1）天然气价格回落对工业用气需求的提升，以及对非电煤的替代；（2）尽管居民端需求相对稳定，但预计气价回落可对价差端形成贡献；（3）伴随国内燃机的持续投产，气价回落也或提升燃机发电量，亦对能源结构形成一定程度改善。

图 54: 2023年以来海外气价大幅回落，三大指数趋于稳定



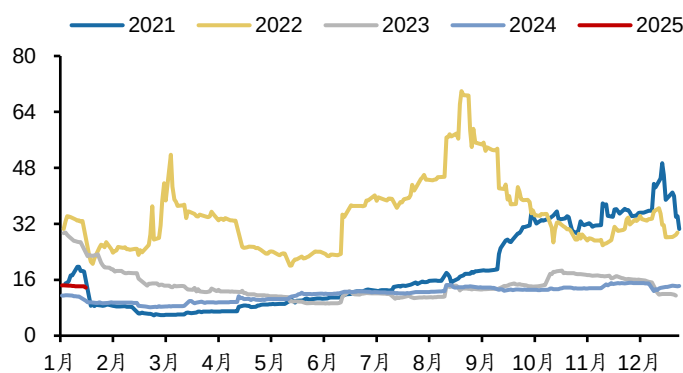
数据来源: Wind, NYMEX, Investing, IGU, 广发证券发展研究中心

图 55 欧洲基准TTF荷兰天然气期货价格/欧元/MWh



数据来源：Investing，广发证券发展研究中心

图 56: JKM日韩到岸综合价格指数/美元/MMBtu



数据来源：Investing，广发证券发展研究中心

每年3-4月，“三桶油”（中石油、中石化、中海油）都会陆续发布年度管道气定价方案，将影响下游供给端用户城燃企业的采购价格，其中中石油是中国最大的天然气生产和销售商，在国内的供气量中占比约六成。2024年的合同定价方案相较之前的变化是：（1）管制气中的居民气量和非居气量并轨，较门站基准价上浮18.5%，对于非居气量占比较大的城燃公司管制气采购成本有所下降；（2）非采暖季的管制气量供应比例进一步下调5%，非管制气量供应比例相应上调；（3）顺应LNG市场价格趋势，非管制气价格上浮比例同比下调10%；（4）占比3%的浮动价格气量由挂钩东北亚LNG现货价格指标的JKM，改为与联动上海交易中心现货价格。

整体上，2024-2025年非采暖季中石油管道气定价方案同比持平，略有结构上的调整，后续在LNG中长期价格下行的压力下，也伴随三桶油自身长协高购气价格合约逐步到期，我们认为气价长期回落是大概率事件，关注城燃企业的盈利弹性、气发电量提升、天然气对煤替代加速。

表 3：中石油管道气定价方案对比

中石油 2024-2025 年管道气年度合同总体定价方案							
	气源类型	非采暖季			采暖季		
合同量		区域	结构占比	上浮比例	结构占比	上浮比例	
	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格	3%	联动上海交易中心现货价格	
	调峰气量			100%		100%	
非合同量	额外气量	线上交易市场化形成					
中石油 2023-2024 年管道气年度合同总体定价方案							
合同量	分类		非采暖季		采暖季		
			资源占比	上浮比例	资源占比	上浮比例	
	居民(管制气)		100%	15%	100%	15%	
	非居民	管制气（均衡一）		70%	20%	55%	20%
		非管制气（均衡二）	固定	27%	80%	42%	80%
			浮动	3%	挂靠 JKM 现货价格	3%	挂靠 JKM 现货价格
调峰气量		部分参考非管制气/均衡二上浮		上浮不低于 120%			
非合同量		额外气		线上交易市场化形成			

数据来源：中石油官网，广发证券发展研究中心

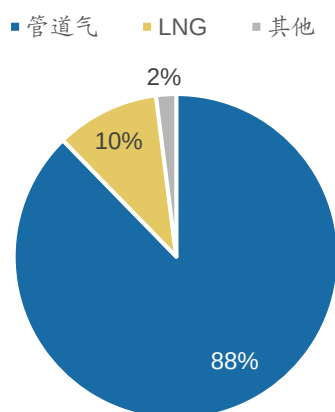
识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

多途径推动气源获取能力，如东接收站开工建设优化气源结构。气源方面，根据公司业绩报告，公司现有气源结构大致为90%的管道气和10%的LNG，未来在气源获取方面，一是**稳定与三桶油的合作**，华润燃气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，且年度合同气量不断提升，合同气量覆盖率99.7%；二是**拓展其他气源**，补充非常规气源降低整体用气成本，开展储气调峰业务，2023年降低成本1650万元；三是**进行海内外LNG资源采购和销售**，在香港设立天然气贸易公司，并择时购买相对便宜的LNG现货，打通国际LNG进口全流程。

相对应的，江苏如东LNG接收站于2023年6月21日正式开工建设，具有战略意义。未来可覆盖江苏、浙江、安徽、河南和山东五省市场，建成后一期周转规模650万吨（90亿方），远期规模1000万吨（138亿方），约占公司现有销气规模的35.6%，设有6座20万方储罐，连接国家管网和江苏沿海管线。未来能优化公司气源采购结构，适当替换部分增量气，推动整体采购成本下降。

图 57：2022年华润燃气气源采购结构



数据来源：《华润燃气2022年业绩报告》，广发证券发展研究中心

图 58：如东LNG接收站开工建设中



数据来源：《华润燃气2022年业绩报告》，广发证券发展研究中心

表 4：公司多途径推动气源获取能力、优化气源成本

气源获取方式	具体举措
稳定与三桶油合作	(1) 2023 年与中石油签订 10 年合约，涉及 11 省 1 市，覆盖近 60 家成员企业，总量 410 亿方； (2) 提升年度合同气量，2023 年年度合同覆盖率升至 99.3%； (3) 扩大气源统筹规模，2023 年自主统筹气量达 30 亿方，同比增长 68%。
拓展其他资源	(1) 补充非常规资源，煤层气、页岩气等超 4 亿方，较年度合同低 0.01 元/方； (2) 开展储气调峰业务，与中石化、国家管网合作自主储气超 1.6 亿方，降低成本 1650 万元。
加强与国家管网合作	(1) 推进已投运管道新增开口，2023 年统筹在国家管网的 10 处开口申请； (2) 提前对接在建管网下载点，提前布局在建管线开口下载点，抢占核心下载通道。
海外 LNG 气源获取	(1) 2024 年在香港设立天然气贸易公司，打通国内外资源通道，进行海外 LNG 资源采购和销售； (2) 2024H1 自主采购一船 6.3 万吨 LNG 现货，价格较国内市场低 100-200 元/吨，打通国际 LNG 进口操作全流程。

数据来源：《华润燃气 2023 年业绩报告》，广发证券发展研究中心

售价端：公司城市燃气项目多分布于经济发达区域，充分受益于天然气顺价机制推进。2021年公司在京津冀区域、长三角区域、成渝经济区、粤港澳大湾区分别实现

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

销气量53.5亿方、50.3亿方、73.4亿方、19.2亿方，四大区域销售气量占全集团比重为57.6%（公司2021年业绩报告）。2023年2月，国家发改委下发《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》，完善天然气终端销售价格和采购成本的联动机制，国内天然气顺价工作提速，国内多地开启居民用气销售价格联动调整，理顺民用天然气价格和气源成本的关系，最先推动顺价政策的多为经济发达地区。

表 5：京津冀、长三角、粤港澳顺价政策

时间	城市	调价方案
2024 年 8 月	天津市	自 2024 年 9 月 1 日起调整我市城市燃气管网居民用管道天然气销售价格， 每立方米平均提高 0.07 元 。居民生活用气一档用气价格每立方米 2.86 元、二档 3.36 元、三档 4.11 元；居民独立采暖用气一档 2.76 元、二档 3.36 元、三档 4.11 元；执行居民气价的非居民用户用气价格 2.89 元；农村“煤改气”居民家庭冬季采暖用气价格 2.76 元。
2024 年 8 月	上海市	结合本市天然气上游气源价格变动情况，决定调整非居民用户天然气销售基准价格。市管网公司直供用户：漕泾热电、天然气发电厂、化学工业区、其他基准价格分别 升至每立方米 2.93 元、2.93 元、3.25 元、3.25 元 ；一般非居民用户：500 万立方米以上、120-500 万立方米、120 万立方米以下分别 升至 3.78 元、4.21 元、4.25 元 。上述价格自 2024 年 9 月 1 日起执行。实际销售价格以政府制定的基准价格为基础，由供应企业在上下 5% 的浮动幅度内确定。
2024 年 7 月	广州市	从 2024 年 7 月 20 日起，广州市非居民管道燃气销售 最高限价从 4.58 元/立方米下调为 4.42 元/立方米 。燃气经营企业不得自行上浮，下浮幅度不限。
2024 年 3 月	成都市	现启动我市居民用气销售价格联动调整， 居民用户及执行居民气价的非居民用户 ，用气销售价格 ^{在现行价格基础上} 每立方米上调 0.16 元 。调整后，居民用气一、二、三阶梯价格分别为每立方米 2.34 元、2.75 元、3.36 元；合表用户及学校、养老福利机构等执行居民气价的非居民用户价格调整为每立方米 2.54 元。
2024 年 3 月	深圳市	提出对居民管道天然气销售价格进行联动，调整后，管道天然气居民销售价格第一档升至 3.41 元/方，第二、三档价格分别升至 3.91 元/方、5.16 元/方
2023 年 11 月	北京市	对 2023 年 11 月 19 日至 2024 年 3 月 15 日的 非居民用天然气价格上浮 0.43 元/立方米 ；自 2024 年 3 月 16 日起，取消上浮。居民用气价格不调整。
2023 年 11 月	呼和浩特市	对通过自治区内短途管道供应我市的非居民用天然气终端销售价格统一进行季节性上浮，即由现行 3.593 元/立方米上浮至 4.081 元/立方米，每立方米上浮 0.488 元
2023 年 11 月	重庆市	居民用气 最高销售价格 ^{在现行价格基础上} 每立方米上调 0.157 元 ，其中，一、二、三阶梯价格分别调整为每立方米 2.196 元、2.366 元、2.716 元。
2023 年 10 月	苏州市	按照市区居民用气价格上下游联动机制规定，现疏导市区居民生活用管道天然气销售价格有关事项。市区居民生活用管道天然气 第一阶梯销售价格每立方米上调 0.27 元 ，调整后价格为每立方米 3.02 元；居民用气第一、二、三档气价分别为每立方米 3.02 元、3.62 元、4.53 元。
2023 年 9 月	天津市	自今年 9 月 1 日起，我市城市燃气管网居民管道天然气销售价格每立方米提高 0.29 元。居民生活用气一档价格每立方米 2.79 元、二档 3.29 元、三档 4.04 元；居民独立采暖用气价格一档 2.69 元、二档 3.29 元、三档 4.04 元；执行居民气价的非居民用户用气价格 2.82 元；农村“煤改气”居民家庭冬季采暖用气价格 2.69 元
2023 年 7 月	南京市	2023 年 7 月 1 日起，调整居民用管道天然气销售价格。居民用户第一、二、三档销售价格分别调整为 3.03 元/立方米、3.64 元/立方米、4.24 元/立方米；执行居民用管道天然气销售价格的非居民用户，管道天然气销售价格调整为 3.34 元/立方米
2023 年 4 月	山东	2023 供气年度上游供我省居民门站价格上浮比例为 15%，按省界基准门站价格每立方米（下同）1.84 元计算，折合上浮幅度为 0.276 元
2023 年 4 月	石家庄市	启动联动机制制定了价格疏导方案，将 居民管道天然气销售价格上调 0.37 元/立方米 。第一、第二、第三阶梯价格按照 1: 1.15: 1.35 的比价关系进行调整。

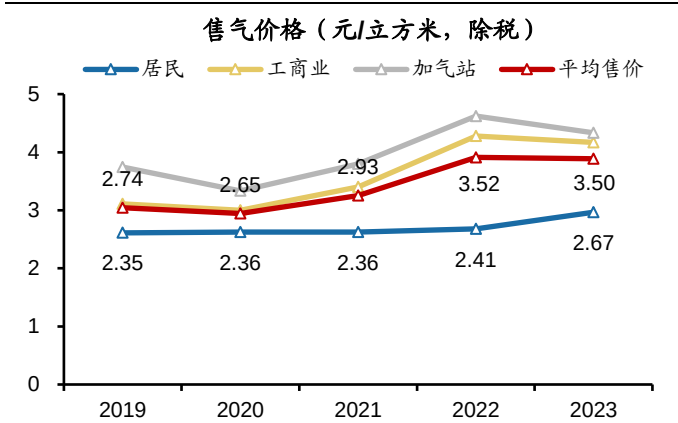
数据来源：国家发改委，各地政府官网，广发证券发展研究中心

备注：仅列举部分省市

2023年公司平均售气价格3.50元/方，单方毛差修复至0.51元/方。根据公司业绩报告，2016-2020年公司售气价格相对稳定，平均售气价格为2.65元/立方米，21、22年气源端价格暴涨，公司售气价格显著提升反应成本端上涨，平均售价分别涨至2.93、3.52元/立方米，2023年气价回落，公司售气价格恢复至3.50元/立方米。**分用户来看**，居民售气价格相对稳定，2022年之前维持在2.36元/方，22、23年居民气价上调至2.41、2.67元/方，但相比公司平均购气成本而言仍处于倒挂状态。工商业和加气站顺价能力更强，顺价频率更高，能拉高公司的平均售气价格。

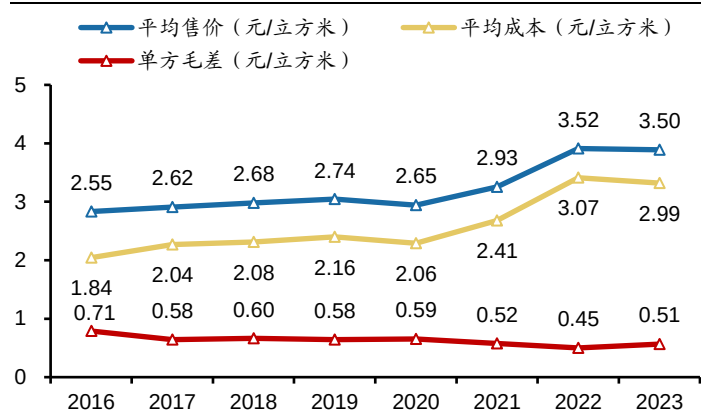
毛差方面，2021年开始公司毛差下滑至0.52元/方（同比-11.9%），2022年进一步下降至0.45元/方（同比-13.5%），2023年购气成本下降，但售价降幅低于成本降幅，公司毛差修复至0.51元/方，较22年同比提升13.3%，**2024H1进一步提升至0.54元/方**，但仍未修复至2020年及之前水平，单方毛差仍存在修复空间。

图 59：2019-2023年公司各类燃气用户售气价格



数据来源：《华润燃气2023年业绩报告》，广发证券发展研究中心

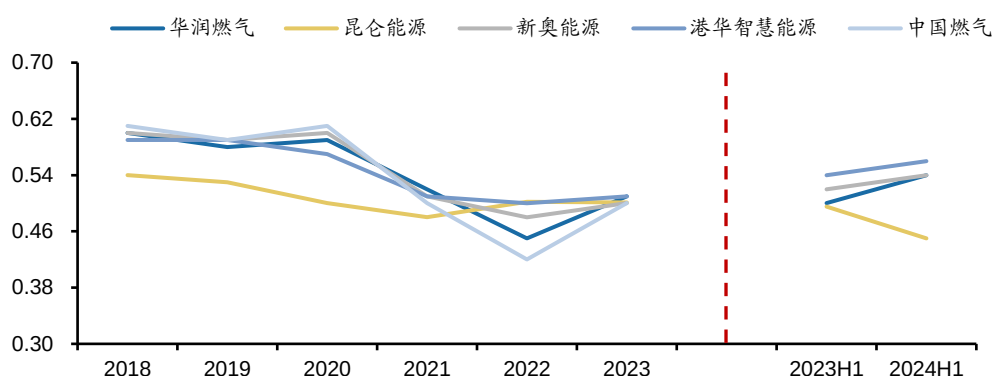
图 60：2023年单方毛差修复至0.51元/立方米



数据来源：《华润燃气2023年业绩报告》，广发证券发展研究中心

21、22年以前全国性城市燃气公司的综合毛差稳定在0.55-0.60元/方的区间，根据各公司年报，其中中国燃气和新奥能源在18-20年的毛差相对偏高，昆仑能源相对其他城燃公司三北地区用户更多，采购价格和销售价格都会偏低。而21-22年气源价格大幅上涨，城燃公司成本压力下，下游居民用气顺价频率低且不及时，工商业疫情期间涨价困难，导致毛差纷纷下滑，22年见底。**2023年居民顺价逐步落实，疫情结束工商业恢复增长，整体毛差提升至0.5元/方左右水平**，但相较疫情前仍有差距。2024年上半年城燃企业毛差提升2-4分左右。

图 61: 全国性城燃公司毛差 (元/方)



数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

表 6: 全国性城燃公司的销气价格、购气价格、毛差对比

毛差对比 (元/方)								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
昆仑能源	0.54	0.53	0.50	0.48	0.50	0.50	0.50	0.45
中国燃气	0.61	0.59	0.61	0.50	0.42	0.50		
华润燃气	0.60	0.58	0.59	0.52	0.45	0.51	0.50	0.54
新奥能源	0.61	0.59	0.60	0.51	0.48	0.50	0.52	0.54
港华智慧能源	0.59	0.59	0.57	0.51	0.50	0.51	0.54	0.56
平均销气价格对比 (元/方)								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
昆仑能源	2.48	2.49	2.29	2.45	2.87	2.88	2.88	2.87
中国燃气					3.32	3.33		
华润燃气			2.65	2.93	3.52	3.50	3.58	3.48
新奥能源	3.08	3.14	2.79	3.15	3.59	3.56	3.57	
港华智慧能源	2.68	2.78	2.56	2.90	3.49	3.39	3.44	3.32
平均购气价格对比 (元/方)								
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2023H1	2024H1
昆仑能源	1.94	1.96	1.79	1.97	2.36	2.38	2.38	2.42
中国燃气					2.90	2.83		
华润燃气			2.06	2.41	3.07	2.99	3.08	2.94
新奥能源	2.41	2.50	2.14	2.60	3.06	3.01	3.00	
港华智慧能源	2.09	2.19	1.99	2.39	2.99	2.88	2.94	2.80

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

拆分五家全国性城燃公司2023年的收入和利润, **收入结构方面**, 除中国燃气和新奥能源燃气收入占比偏低, 约占55~65%, 其余三家公司的销气收入占比高达80%, 其余业务包括占比不到10%的接驳以及综合能源业务。中国燃气和新奥能源的燃气售气收入占比较低, 但分别有占比超20%的LPG销售和燃气批发业务。**利润方面**, 燃气销售的利润占比均在40%~60%左右, 其次是利润率较高的接驳业务, 利润占比超过营收, 且不同公司差异较大, 剩余利润增量来自综能和LNG储运等。

对于城燃主业优势更明显（收入占比80%）的华润燃气、昆仑能源和港华智慧能源，在当前工商业量增和居民价顺的逻辑下，华润和港华由于居民气量占比较高（约24%）更看好顺价带来的利润弹性；昆仑能源在近70%的工商业气量下，看好量增方面的利润弹性。除主营业务外，当前接驳和综能业务的利润占比较高，综合能源和增值服务的发展能抵消部分接驳下滑的影响，期待“1+N”的模式稳定城燃盈利结构。

表 7：全国性城燃公司2023年的收入构成、利润构成对比（亿港元、亿元）

收入构成	燃气销售	接驳	综合能源/ 综合服务	LPG 销售/ 燃气批发	其他	合计	燃气销售	接驳	综合能源/ 综合服务	LPG 销售/ 燃气批发	其他	合计
华润燃气	826	109	40	-	37	1013	82%	11%	4%	-	4%	100%
中国燃气	524	56	-	180	54	814	64%	7%	-	22%	7%	100%
昆仑能源	1406	-	-	268	100	1774	79%	-	-	15%	6%	100%
新奥能源	606	53	145	297	37	1139	53%	5%	13%	26%	3%	100%
港华智慧能源	163	19	11	-	6	198	82%	9%	5%	-	3%	100%
利润构成	燃气销售	接驳	综合/增值服务	LNG 加工储运 /燃气批发	其他	合计	燃气销售	接驳	综合服务/ 增值服务	LNG 加工储运 /燃气批发	其他	合计
华润燃气	73	40	14	-	3	131	56%	31%	10%	-	2%	100%
中国燃气	31	7	16	-	14	67	46%	10%	24%	-	21%	100%
昆仑能源	71	-	4	31	-2	104	69%	-	3%	30%	-2%	100%
新奥能源	60	28	19	11	25	143	42%	19%	13%	8%	18%	100%
港华智慧能源	9	7	1	-	1	18	49%	40%	5%	-	7%	100%

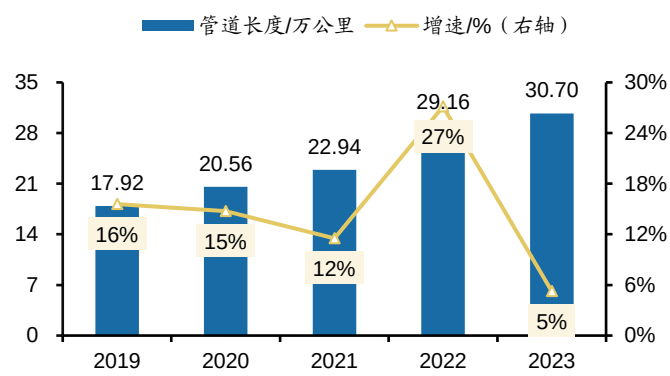
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：华润燃气、中国燃气、港华智慧能源为港币计价，昆仑能源和新奥能源为人民币计价

（三）单户接驳收入相对稳定，新增居民接驳影响未来收入

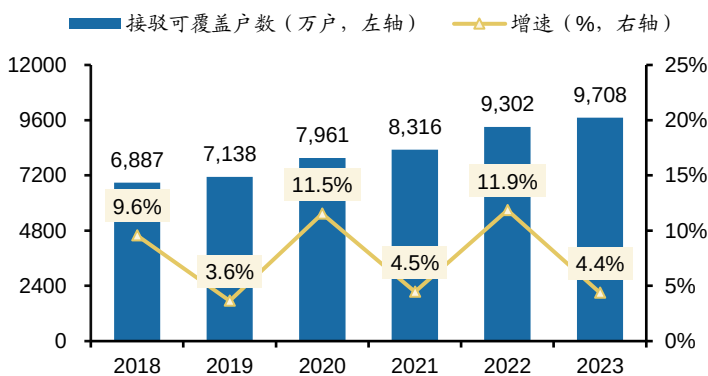
根据近期年报披露数据测算，公司管道长度与接驳可覆盖用户数有较强的正相关性，平均管道长度增加1万公里，公司接驳可覆盖用户将增加约185万户。截至2023年末，公司管道长度为30.7万公里，接驳可覆盖用户为9708万户，管道长度较2018年将近翻倍。管道建设方面，今年以来华润燃气138公里的庐池线实现了全线贯通，华润燃气旧镇分输站-古雷石化工业园燃气管线工程项目2024年5月10日正式开工建设，总长约41公里，计划2025年春节后投产输气，项目建成后天然气小时流量可达25万方，年输气规模达20亿方。

图 62：2023年公司管道长度30.7万公里



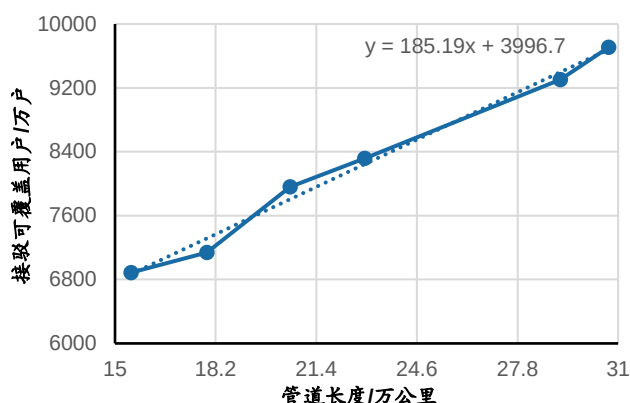
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 63：2023年接驳可覆盖用户9708万户



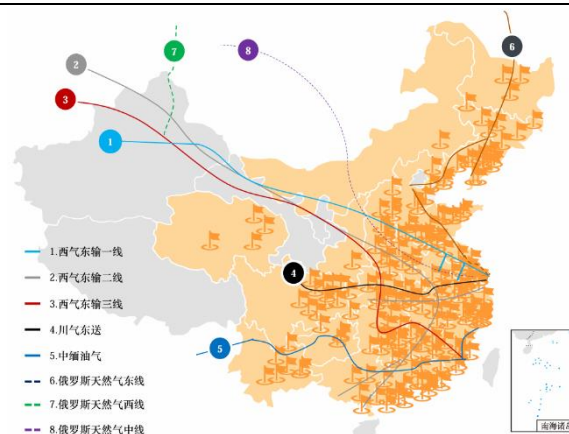
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 64: 管道长度和接驳可覆盖用户具有相关性



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 65: 伴随管道建设公司接驳可覆盖用户分布广泛

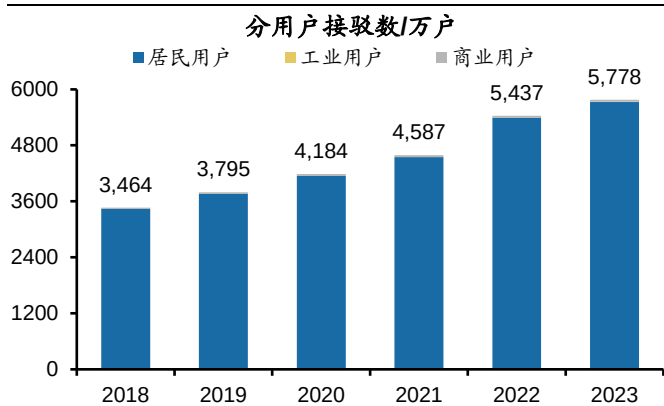


数据来源: 《华润燃气2023年业绩报告》, 广发证券发展研究中心

接驳用户市场开发空间广阔, 居民用户渗透率稳步提升。受益于公司占有较多的大型城市燃气项目, 且多数项目分布于京津冀、长三角、成渝双城经济区、粤港澳大湾区等国家重大战略区域, 2018年到2023年, 公司接驳用户数连续五年稳定增长, 截至2023年末接驳用户累计5778万户, 其中居民用户5729万户、商业用户44万户和工业用户4万户, 总接驳覆盖人口34600万人。

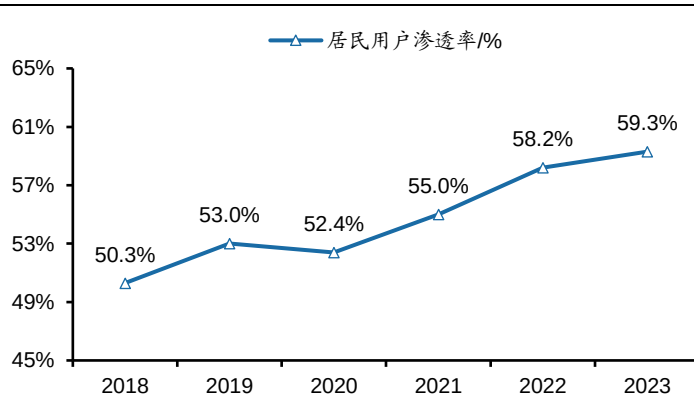
与此同时, 居民用户渗透率也在稳步提升, 居民用户渗透率的提升能直接带动公司接驳可覆盖用户的转化。2023年公司居民用户渗透率达59.3%, 同比增加1.1pct, 连续三年稳步增长, 较2018年的50.3%已提高9pct, 伴随我国城镇气化率逐步提升, 公司居民用户渗透率也将有较大增长空间。

图 66: 截至2023年公司累计已接驳户数5778万户



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 67: 公司2023年居民用户渗透率达59.3%

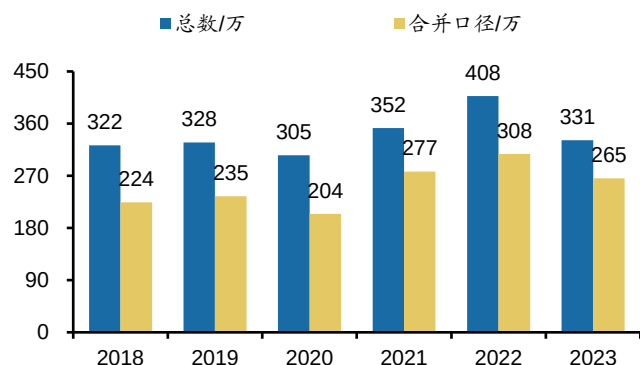


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 居民用户渗透率 ≈ 居民接驳用户/接驳可覆盖用户

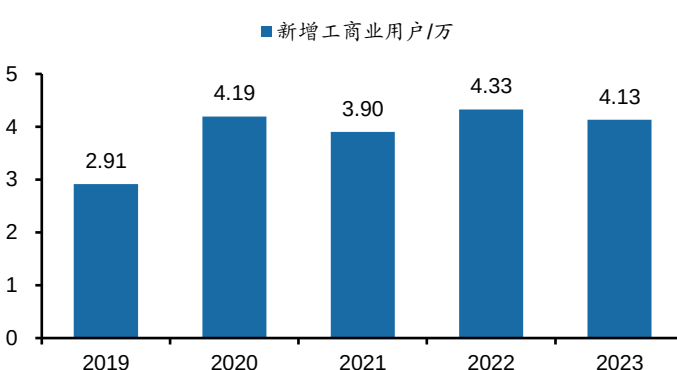
受房地产周期、疫情等因素影响, 燃气接驳业务需求端增长乏力。根据公司年报, 2020-2022年代表性燃气公司新增接驳居民户数有下降。华润燃气受益于燃气项目位于人口净流入区域, 2022年新增接驳居民数逆势上升至408万户, 2023年有所回落, 全年新增331万户。工商业接驳用户自2020年大幅上升后近年来保持稳定, 每年新增接驳户数约4万户, 2023年新增工商业接驳用户4.13万户。

图 68: 23年新增接驳居民数（合并口径）331万户



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

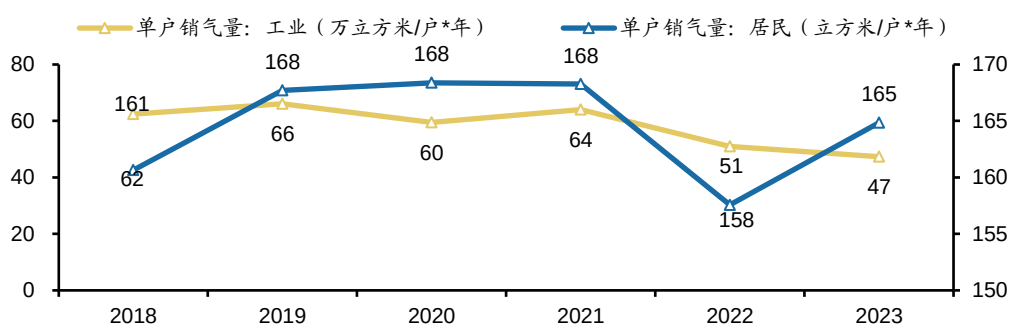
图 69: 23年新增接驳工商业用户（已收款）4.13万户



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

工业用户单户每年销气量约50-60万方，居民单户销气量稳定。根据公司年报，工业接驳用户占总接驳用户比重较低，但单户销气量高达50-60万方，为公司销气增量的主要推动力。2023年公司工业用户销气量为201.11亿方，占比达52%，单个工业用户销气量约50-60万立方米/年。居民接驳用户基数庞大，公司居民用户每年单户销气量约165方，2023年居民用户销气量为94.4亿立方米，占比24%；商业用户2023年销气量82.1亿立方米，占比21%，单户销气量约1.8-2万方。

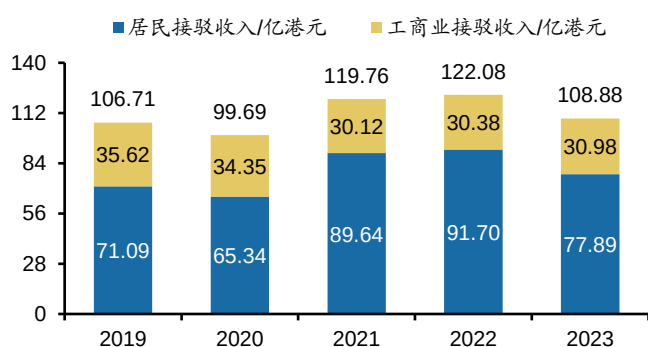
图 70: 居民单户销气量稳定在165立方米/户



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司接驳业务收入主要来自居民接驳，占比约70%。经计算，2023年居民接驳收入约77.89亿港元，占接驳总收入71.5%，工商业接驳收入为30.98亿港元，占比约28.5%。公司居民接驳收入波动主要来自新增居民接驳户数波动，近年来接驳增速放缓，而平均居民接驳收入稳定在2660元/户左右。通过接驳业务收入减去居民部分，计算公司每年工商业接驳收入约30亿港元，平均每户工商业接驳收入约6-7万元。（居民接驳收入=合并口径新增接驳居民数*平均居民接驳收入，考虑汇率变化和实际数据之间有出入）

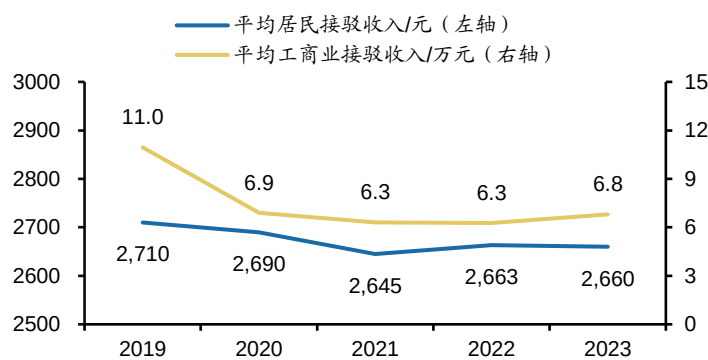
图 71: 公司居民及工商业接驳业务收入结构



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 考虑汇率变化和实际数据有一定出入

图 72: 平均单位居民和工商业接驳收入



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(四) 气量、气价、接驳影响敏感性测算

我们综合对城市燃气和工业用气增长的预期，对全国性城燃公司气量增长带来的利润弹性进行测算。若仅考虑工业端气量增长，假设某城燃公司每年的销气量规模是400亿方左右，居民、工商业的销气量占比分别是25%、75%。给定工商业气量占比区间以及工商业气量增速区间，测算当工商业气量占比75%、全年工商业气量增速5%时，城燃公司的整体毛利润能增加3.7%左右，若考虑拓展下游用户，则气量带来的毛利润增幅空间会更大。

表 8: 2025年城燃公司工商业气量增长带来的毛利润弹性

工商业气量占比	工商业气量增速										
	3.5%	3.8%	4.1%	4.4%	4.7%	5.0%	5.3%	5.6%	5.9%	6.2%	6.5%
60%	2.8%	3.1%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%	4.3%	4.5%	4.7%	5.0%	5.2%
65%	2.7%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%	5.0%
70%	2.6%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%	4.2%	4.5%	4.7%	4.9%
75% (当前占比)	2.6%	2.8%	3.0%	3.2%	3.5%	3.7%	3.9%	4.1%	4.3%	4.6%	4.8%
80%	2.5%	2.7%	3.0%	3.2%	3.4%	3.6%	3.8%	4.0%	4.3%	4.5%	4.7%
85%	2.5%	2.7%	2.9%	3.1%	3.3%	3.5%	3.8%	4.0%	4.2%	4.4%	4.6%

数据来源: 广发证券发展研究中心 备注: 假设城燃业务毛利润占公司整体毛利润的约 50%

根据各省市居民管道天然气销售价格上调的幅度，约在0.15-0.3元/方之间，对国内城燃居民顺价带来的利润弹性进行测算。假设某城燃公司每年的销气量规模是400亿方左右，居民、工商业的销气量占比分别是25%、75%。给定居民端顺价对于公司居民毛差提升幅度为0-0.2元/方之间，测算当居民气占比25%，居民毛差提升0.1元/方时，城燃公司的毛利润能增加3.1%左右。但若考虑除地方性城燃公司外，全国性城燃所覆盖区域较广，更多地级市并未实现顺价，综合顺价幅度应低于已顺价地级市涨价幅度，若综合顺价幅度0.2元/方左右，则公司毛利润能增加6.3%左右。

表 9: 2025年城燃公司居民顺价带来的毛利润弹性

居民气量占比	居民价差扩大幅度										
	0	0.02	0.04	0.06	0.08	0.1	0.12	0.14	0.16	0.18	0.2
15%	0.0%	0.3%	0.6%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%	2.2%	2.6%	2.9%	3.2%
20%	0.0%	0.5%	0.9%	1.4%	1.9%	2.3%	2.8%	3.2%	3.7%	4.2%	4.6%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

25% (当前占比)	0.0%	0.6%	1.3%	1.9%	2.5%	3.1%	3.8%	4.4%	5.0%	5.7%	6.3%
30%	0.0%	0.8%	1.7%	2.5%	3.3%	4.1%	5.0%	5.8%	6.6%	7.5%	8.3%
35%	0.0%	1.1%	2.1%	3.2%	4.3%	5.4%	6.4%	7.5%	8.6%	9.6%	10.7%
40%	0.0%	1.4%	2.7%	4.1%	5.5%	6.9%	8.2%	9.6%	11.0%	12.4%	13.7%

数据来源：广发证券发展研究中心

针对新增居民户数变化对接驳收入的影响做弹性测算，18-23年公司合并口径新增居民接驳户数为205-305万户，而接驳收入中居民占比为65%~75%。2023年华润燃气合并口径新增居民接驳户数为265万户，其中居民接驳收入占比71.5%，接驳收入约108.88亿港元，对应分部利润40.41亿港元。根据测算，短期内新增居民接驳数波动使得接驳收入仍能大于100亿港元，按当前利润率计算利润将近35~40亿港元，对接驳利润的影响较小，但仍需关注地产产业链变动对于接驳板块的收入波动。

表 10：2025年华润燃气新增居民接驳带来的收入弹性/亿港元

新增居民接驳数/万	212	220	228	236	244	252	265	278	286	294	302
居民接驳收入占比	(-20%)	(-17%)	(-14%)	(-11%)	(-8%)	(-5%)	(0%)	(5%)	(8%)	(11%)	(14%)
65.5%	95	98	102	105	109	112	118	124	128	131	135
67.5%	92	95	99	102	106	109	115	120	124	127	131
69.5%	89	93	96	99	103	106	111	117	120	124	127
71.5%	87	90	93	96	100	103	108	114	117	120	124
73.5%	84	87	91	94	97	100	105	111	114	117	120
75.5%	82	85	88	91	94	97	103	108	111	114	117

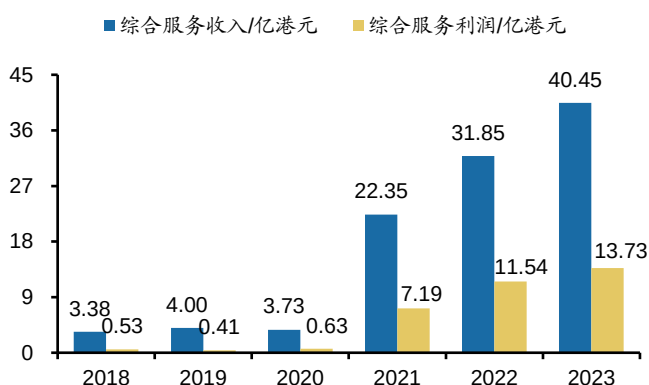
数据来源：广发证券发展研究中心

三、综合服务模式升级，综能市场空间巨大

（一）综合服务规模扩大，网格化管理实现服务升级

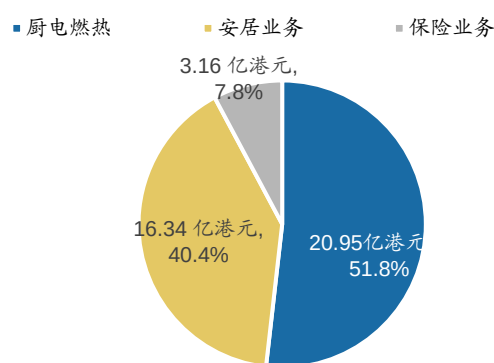
综合服务业务快速成长，厨电燃热和安居业务贡献主要收入。根据公司业绩报告，公司不断开拓综合服务业务，近三年迅速成长，2023年实现营业收入40.45亿港元（同比+27.0%），分部利润13.73亿港元（同比+19.0%）。其中厨电燃热和安居业务贡献主要收入，分别占比51.8%、40.4%。综合服务市场渗透率不断提升，2023年厨电燃热、保险代理存量市场占有率分别为8.6%，23.0%，同比+0.7pct，-1.0pct，安居业务的户均收入由102.2元增至107.2元。

图 73：2021-2023年综合服务业务迅速成长



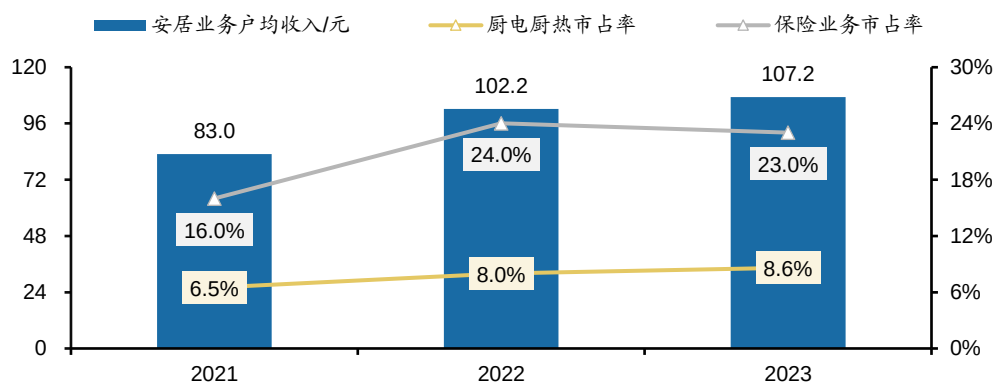
数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

图 74：厨电燃热和安居业务贡献主要收入



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

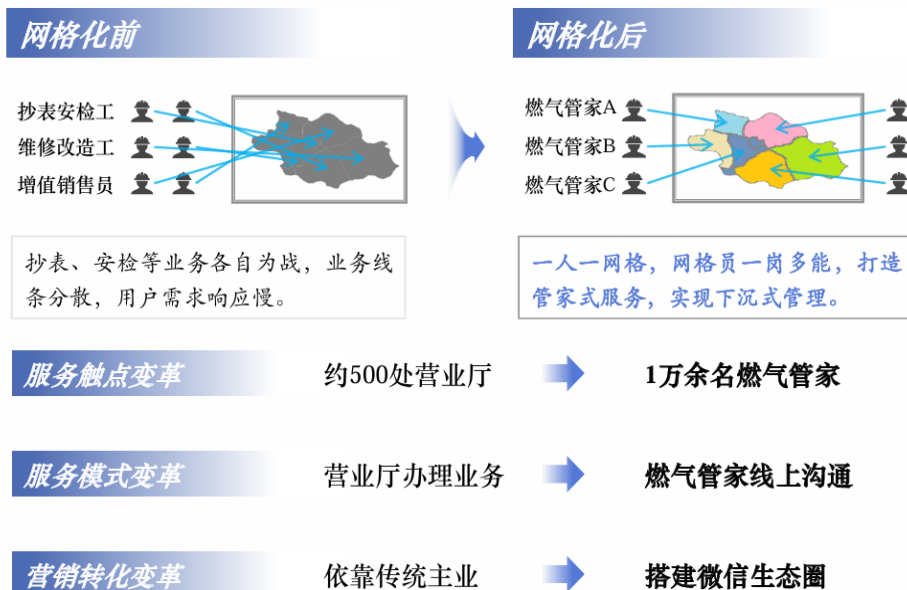
图 75：厨电燃热、安居业务、保险业务经营情况



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

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，将用户划分为若干服务网格，每个网格设置专属燃气管家，打造全新的客户服务模式/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」，打造华润燃气综合服务特色的「百城万店」模式。截至2023年底，网格化服务模式覆盖用户超3000万户。

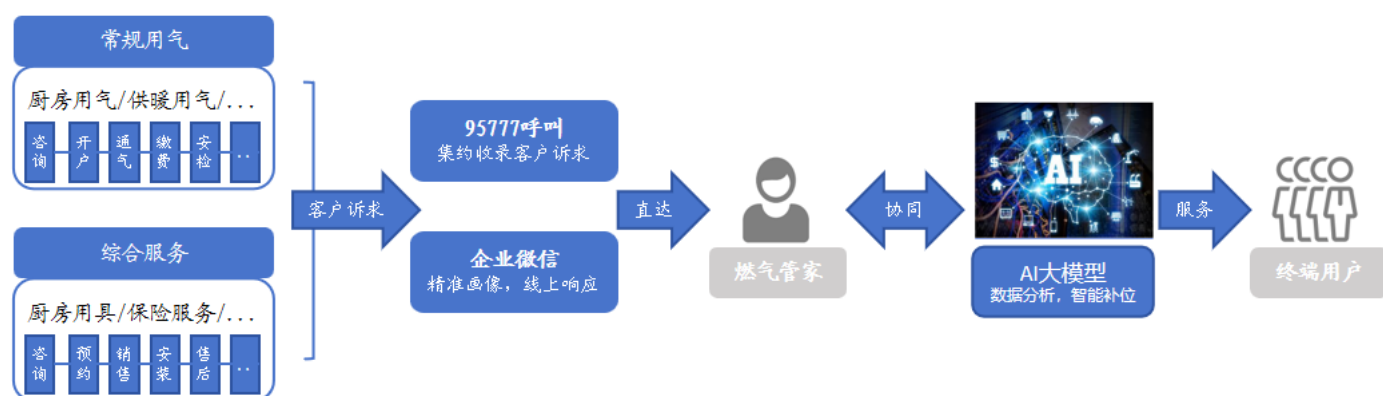
图 76：网格化管理实现服务模式全面变革



数据来源：《华润燃气 2023 年业绩报告》，广发证券发展研究中心

核心智慧化载体打造客户服务体系，全方位提升客户服务体验。根据公司业绩报告，公司上线企业微信、95777服务热线等核心智慧化载体，为用户提供高效精准的管家式服务，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，目前企微上线用户突破1200万户，95777热线覆盖用户1100万户。辅以AI大模型，全面打造更加智能化的客户服务体系，赋能燃气管家更好服务用户，实现用户需求直达网格。

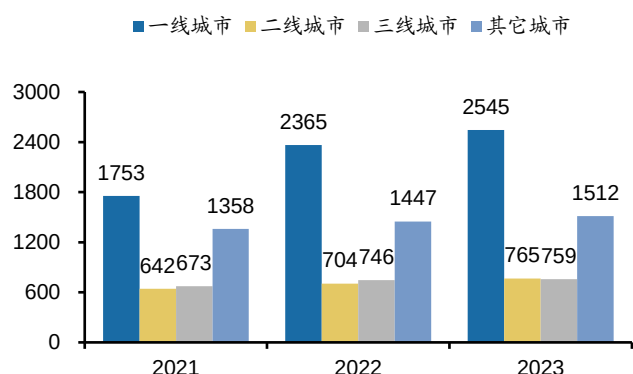
图 77：核心智慧化载体打造客户服务体系



数据来源：《华润燃气 2023 年业绩报告》，广发证券发展研究中心

优质客户资源规模庞大，智能厨居方案产品升级。公司客户资源规模领先，2023年拥有5580.8万户城镇居民用户，其中三线以上城市用户4068.4万户。一线城市用户连续三年增加，贡献公司城镇用户主要增量，2023年占公司总城镇用户比重达45.6%，客户资源优质，利于智能厨居方案推广。同时，公司产品持续升级，提供以安全产品和服务为核心的智慧厨居一站式装配方案，为客户提供一体化无忧服务。

图 78：2023年公司城镇用户达5580.8万户



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

图 79：智能厨居一站式装配方案



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

(二) 预计中期供能 200 亿 kWh，综合能源开发潜力巨大

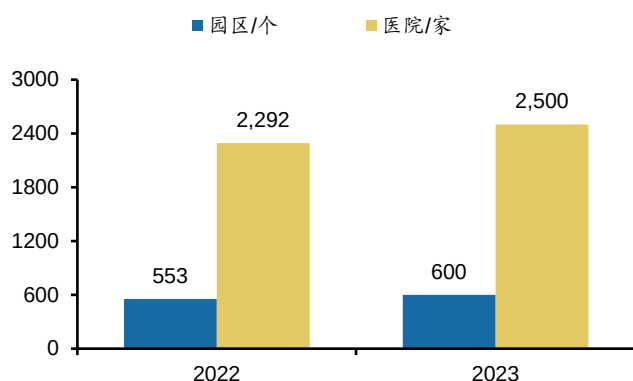
综合能源市场空间巨大，市场规模远大于当前经营规模。根据公司业绩报告，公司充分挖掘经营区域内规模庞大的工商业用户用能需求，利用管道优势和土地资源优势，择优选取分布式光伏、分布式能源和交通充能三大发展赛道，为不同用户提供多种类型的清洁能源解决方案。当前公司综合能源业务市场空间巨大，目前拥有48万工商业用户，600+园区及2500+医院等优质用能场景。

图 80：公司经营区域内具有巨大的综合能源市场空间



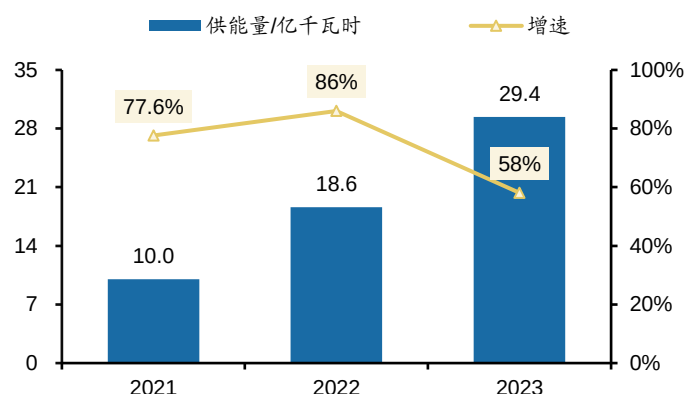
数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

图 81: 2023年拥有园区600个, 医院2500家



数据来源: 公司业绩报告, 广发证券发展研究中心

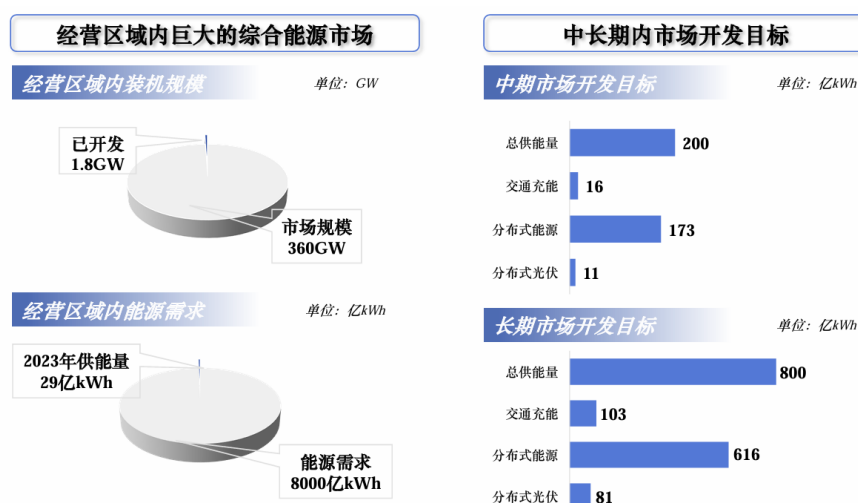
图 82: 2023年公司供能量29.4亿千瓦时



数据来源: 公司业绩报告, 广发证券发展研究中心

根据公司业绩报告, 公司兼具规模庞大的工商业用户 (4.25万工业用户, 44.24万商业用户)、数量众多的优质用能场景 (600个园区, 2500家医院), 丰富的场站土地资源。公司经营区域内综合能源市场规模**360GW**, 当前仅开发**1.8GW**, 能源需求量**8000亿kWh**, 当前仅供应**29亿kWh**, 未来综合能源市场有巨大的开拓空间广阔。公司已制定中长期市场开发目标, 预计中期供能200亿kWh, 长期供能达800亿kWh。

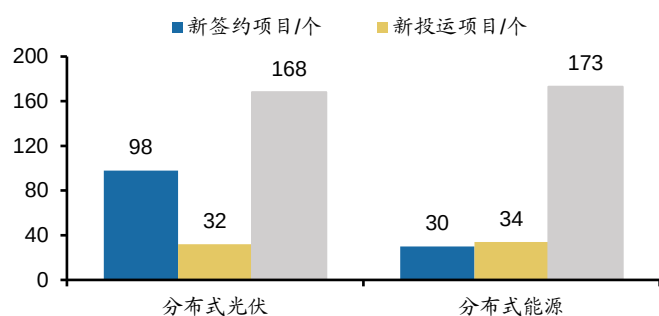
图 83: 公司经营区域内具有巨大的综合能源市场空间



数据来源: 公司业绩报告, 广发证券发展研究中心

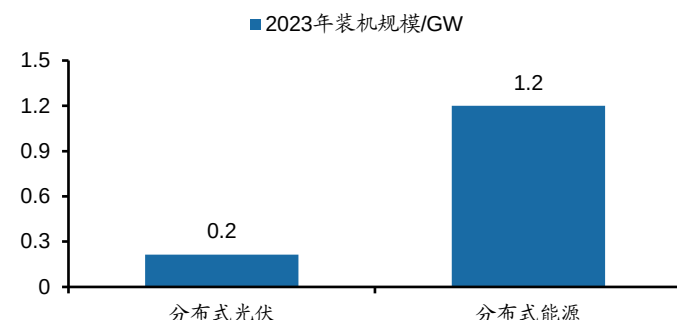
新签约项目数快速增长, 有望推动装机售电大幅提升。公司项目开发快速增长, 2023年分布式光伏和分布式能源新签约项目分别达98/30个, 新投运项目32/34个, 目前累计开发168/173个项目。2023年公司分布式光伏装机0.2GW, 分布式能源装机1.2GW。公司积极拓展交通充电业务, 围绕小区、城市快充和园区三大场景, 构建“两点一线”的充电网络, 2023年公司新投运充电站61座, 累计投运充电站达232座, 全年充电站售电量3.1亿度, 同比增加14.8pct。2023年公司在浙江台州等地成立专业化汽车充电公司, 不断拓展绑定公交用户的站点, 并尝试社会充电站业务。

图 84：2023年公司综合能源项目开发情况



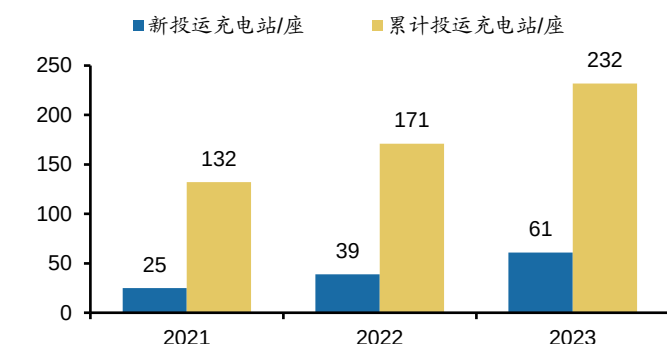
数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

图 85：2023年公司分布式光伏/分布式能源装机



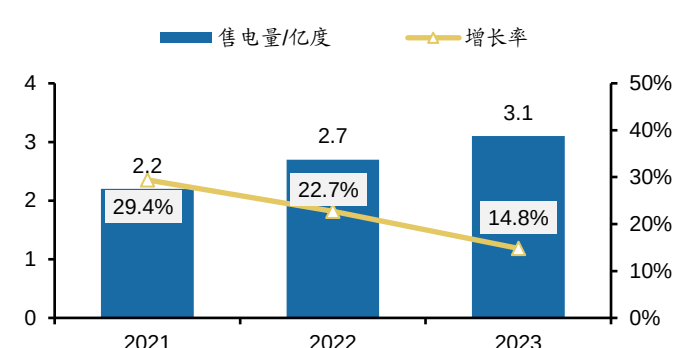
数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

图 86：2023年公司累计投运充电站232座



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

图 87：2023年公司充电站全年售电量3.1亿度



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

加快氢、储业务产业布局，探索碳资产商业化路径。根据公司业绩报告，公司加快布局氢能产业链，在山东试点“氢进万家”项目，目标建成5公里纯氢管网，为2000户以上用户提供掺氢燃气；与同济大学合建掺氢燃烧技术实验室；在惠州大亚湾、杭州和江门等地试点光储充一体化项目。公司积极探索碳资产商业化路径，创新二氧化碳捕集利用场景，通过收集排放的二氧化碳，提纯后作为“气肥”应用于蔬菜大棚，实现经济效益和环境效益统一；试点碳交易业务，2023年累计销售3.3万吨碳减排量，完成473笔碳中和业务。

四、盈利预测与投资建议

（一）关键业务核心假设

燃气销售业务：

销气量方面，公司居民、工业、商业均有气量增长，参考过去五年历史增速以及2024年上半年各板块增速，假设2024-2026年居民天然气销气量增速为7.8%、7.3%、6.8%，工业销气量增速为2.2%、2.5%、3.0%，商业销气量增速为5.0%、4.5%、4.0%，加气站业务的气量规模较小，且每年略有缩减，汇总以上，预计2024-2026年公司天然气销售量分别为403.57、419.86、437.07亿立方米，同比增加4.1%、4.0%、4.1%（纳入报表的气量占比约58%）。

售气价格方面，2024年天然气供需关系从紧平衡过渡至平衡相对宽松，价格走势较2023年更加平稳，参考2024年上半年的价格趋势，假设2024年居民、工业、商业的平均售价分别为2.75、3.71、3.80元/方，对应综合售价3.47元/方（23年同期为3.50元/方）。成本端价格降幅大于收入端价格下降，预计2024-2026年城燃业务毛差有所恢复，提升至0.54、0.56、0.58元/方，对应毛利率15.7%、16.2%、16.7%。

表 11：公司燃气业务经营数据预测

天然气销售量/亿方	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	290.24	340.82	358.89	387.84	403.57	419.86	437.07
居民	69.88	76.54	84.97	94.44	101.85	109.32	116.80
工业	148.86	182.12	187.62	201.11	205.53	210.67	216.99
商业	58.00	68.51	75.33	82.09	86.19	90.07	93.68
CNG 加气站	8.39	8.70	7.16	6.70	6.57	6.43	6.31
LNG 加气站	5.32	4.95	3.81	3.50	3.43	3.36	3.29
折算气量/亿方	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
折算比例	49.3%	53.3%	55.5%	57.5%	58.0%	58.0%	58.0%
折算销气量/亿方	143.23	181.68	199.23	223.00	234.07	243.52	253.50
天然气平均售价（元/方，税后）	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
居民	2.36	2.36	2.41	2.67	2.75	2.78	2.81
工商业	2.70	3.06	3.85	3.75	3.71	3.69	3.68
加气站	3.00	3.42	4.16	3.90	3.80	3.80	3.80
天然气销售收入（税后）	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
平均售价/元/方	2.63	2.92	3.52	3.49	3.47	3.46	3.45
折算收入/亿港元	448.30	648.25	784.74	859.04	877.75	909.52	943.47
天然气销售成本（税后）	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
平均成本/元/方	2.06	2.41	3.07	2.99	2.93	2.90	2.87
营业成本/亿港元	347.89	530.72	682.39	733.54	740.06	762.24	785.54
天然气销售毛利（元/方，税后）	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
单方毛差/元/方	0.59	0.53	0.46	0.51	0.54	0.56	0.58
毛利润/亿港元	100.41	117.53	102.35	125.50	137.70	147.28	157.93

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（二）盈利预测与投资建议

燃气接驳业务：燃气接驳业务包含居民和工商业接驳收入，近年来规模不断缩小，燃气接驳业务占比较小。21-23年燃气接驳业务毛利率分别为45.8%、38.4%、40.4%，参考过去三年均值，假设2024-2026年燃气接驳业务毛利率分别为41.0%、41.0%、41.0%。预计2024-2026年营收分别为90.29、83.60、80.29亿港元。

综合服务业务：近年综合服务业务快速增长，21-23年综合服务业务营收分别为22.35、31.85、40.45亿港元，增速分别为499.2%、42.5%、27.0%。未来市场成长空间较大，公司新签约项目快速增长，预计24-26年营业增速分别为20%、20%、15%。21-23

年公司综合服务业务毛利率分别为37.2%、39.2%、35.9%，假设后三年盈利趋于稳定，24-26年毛利率保持在36%。

设计及建设业务：21-23年设计及建设业务营收分别为6.06、4.71、4.36亿港元，规模不断缩小，设计及建设业务占比较小，参考过去三年均值，预计24-26年营收维持在4.50亿港元。21-23年设计及建设业务毛利率分别为16.9%、16.5%、17.2%，参考均值，假设24-26年设计及建设业务毛利率均为17.0%。

基于对上述关键业务核心假设，预计公司2024~2026年：

燃气销售业务营收分别为877.75、909.52、943.47亿港元，对应毛利率分别为15.7%、16.2%、16.7%；**燃气接驳业务**营收分别为90.29、83.60、80.29亿港元，对应毛利率分别为41.0%、41.0%、41.0%；**综合服务业务**营收分别为48.54、58.25、66.99亿港元，对应毛利率为36.0%、36.0%、36.0%；**设计及建设业务**营收分别为4.50、4.50、4.50亿港元，对应毛利率分别为17.0%、17.0%、17.0%。

表 12：公司主营业务收入拆分

营业收入							
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿港元	558.64	796.42	943.38	1012.73	1021.09	1055.87	1095.24
营收增速/%	-2.0%	42.6%	18.5%	7.4%	0.8%	3.4%	3.7%
营业成本/亿港元	410.47	614.70	780.89	827.99	828.13	852.58	879.51
毛利润/亿港元	148.17	181.72	162.49	184.74	192.96	203.29	215.72
毛利率/%	26.5%	22.8%	17.2%	18.2%	18.9%	19.3%	19.7%
燃气销售（包括加气站）							
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿港元	448.30	648.25	784.74	859.04	877.75	909.52	943.47
营收增速/%	-0.9%	44.6%	21.1%	9.5%	2.2%	3.6%	3.7%
营业成本/亿港元	347.89	530.72	682.39	733.54	740.06	762.24	785.54
毛利润/亿港元	100.41	117.53	102.35	125.50	137.70	147.28	157.93
毛利率/%	22.4%	18.1%	13.0%	14.6%	15.7%	16.2%	16.7%
燃气接驳							
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿港元	99.69	119.76	122.08	108.88	90.29	83.60	80.29
营收增速/%	-6.6%	20.1%	1.9%	-10.8%	-17.1%	-7.4%	-4.0%
营业成本/亿港元	53.63	64.91	75.20	64.89	53.27	49.33	47.37
毛利润/亿港元	46.06	54.85	46.88	43.99	37.02	34.28	32.92
毛利率/%	46.2%	45.8%	38.4%	40.4%	41.0%	41.0%	41.0%
综合服务							
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿港元	3.73	22.35	31.85	40.45	48.54	58.25	66.99
营收增速/%	-6.8%	499.2%	42.5%	27.0%	20.0%	20.0%	15.0%
营业成本/亿港元	3.03	14.04	19.36	25.95	31.07	37.28	42.87
毛利润/亿港元	0.70	8.31	12.49	14.50	17.47	20.97	24.11
毛利率/%	18.8%	37.2%	39.2%	35.9%	36.0%	36.0%	36.0%

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	设计及建设						
	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入/亿港元	6.92	6.06	4.71	4.36	4.50	4.50	4.50
营收增速/%	1.9%	-12.4%	-22.3%	-7.4%	3.2%	0.0%	0.0%
营业成本/亿港元	5.91	5.04	3.93	3.61	3.74	3.74	3.74
毛利润/亿港元	1.01	1.02	0.78	0.75	0.77	0.77	0.77
毛利率/%	14.6%	16.9%	16.5%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

盈利预测及投资建议: 预计公司2024~2026年归母净利润分别为50.12/56.53/63.15亿港元, EPS分别为2.17、2.44、2.73港元/股, 按最新收盘价对应PE分别为12.35/10.95/9.80倍。在国内主流城市燃气公司中, 选取与华润燃气业务相近的全国性城燃公司: 昆仑能源、中国燃气、港华智慧能源、新奥能源作为可比公司, 2025年可比公司平均估值7.52倍。

气量方面, 华润燃气相比其余四家公司, 23年零售销气量第一, 城燃项目分布在中国25个省份, 项目资源优势显著, 预期未来用气需求持续增长, 销气量增速较高, 能带来业绩增长动力。**气价方面,** 顺价政策基本从省会城市开始落实, 公司城燃项目多分布于省会地区, 充分受益于天然气顺价机制推进, 业绩增长更有弹性。**从分红的角度,** 华润燃气近年分红率及股息率稳步提升, 23年分红率仅次于这几家公司中的中国燃气, 具有更高的收益保障。参考可比公司给予公司2025年14倍PE, 对应合理价值34.20港元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 13: 华润燃气同业公司对比 (最新收盘价日期: 2025/01/20)

股票代码	公司名称	市值/ 亿港元	单位	PE 倍					归母净利润/亿港元				
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
00135.HK	昆仑能源	643.35	HKD	8.24	9.72	9.42	8.64	7.98	58.53	62.70	68.28	74.50	80.57
00384.HK	中国燃气	346.91	HKD	14.01	12.05	8.74	7.79	7.27	42.93	31.85	39.71	44.51	47.74
01083.HK	港华智慧能源	105.46	HKD	13.24	6.92	6.83	6.29	5.97	9.65	15.75	15.44	16.77	17.67
02688.HK	新奥能源	604.64	HKD	18.88	8.65	8.13	7.38	6.71	65.68	75.21	74.41	81.94	90.18
平均值				13.59	9.34	8.28	7.52	6.98					

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

备注: 上市公司盈利预测来自 Wind 一致预期

五、风险提示

采购价格波动风险。 2022年LNG市场全年价格持续居高不下, 2023年以来全球包括天然气和原油在内的能源市场供需形势相对好转, 价趋于平稳, 未来若气价再次波动, 公司天然气业务进气成本可能大幅波动, 气源采购及成本存在一定的不确定性。

顺价政策执行风险。 2023年2月, 国家发改委下发《关于提供天然气上下游价格联动机制有关情况的函》, 完善天然气终端销售价格和采购成本的联动机制, 京津冀、长三角、粤港澳等多地均发布顺价政策。然而, 顺价机制的实施受到地方政府政策、市场接受度等因素的制约。若未来顺价机制落实不畅, 公司可能面临成本上升而售

价无法同步提高的局面，导致盈利能力受损。

新能源替代风险。新能源的快速发展对天然气市场构成一定竞争。随着可再生能源如风能、太阳能等的广泛应用，天然气作为传统能源的市场份额可能受到挤压。若新能源替代进程加快，将对天然气需求产生不利影响，进而影响公司的业务发展和盈利能力。

资产负债表

单位:港元亿元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	281	355	405	434	461
现金及现金等价物	64	100	151	173	192
应收账款及票据	105	114	113	117	122
存货	13	15	15	15	16
其他	98	125	126	128	131
非流动资产合计	842	1,024	1,049	1,081	1,119
固定资产净值	485	612	622	637	657
长期投资	269	255	270	285	300
商誉及无形资产	52	147	147	147	147
其他	37	10	10	12	15
资产总额	1,123	1,379	1,454	1,515	1,580
流动负债合计	463	511	533	542	552
短期借款	125	49	60	65	70
应付账款及票据	103	144	145	149	154
其他	235	318	328	328	328
非流动负债合计	134	234	235	240	245
长期借款	100	178	180	185	190
其他非流动负债	34	55	55	55	55
总负债	598	745	768	782	797
普通股股本	2	2	2	2	2
储备	418	445	469	497	527
其他	-27	-40	-30	-30	-30
归母权益总额	393	408	442	469	499
少数股东权益	132	226	244	263	283
股东权益合计	525	634	686	732	783
负债及股东权益合计	1,123	1,379	1,454	1,515	1,580

利润表

单位:港元亿元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	943	1,013	1,021	1,056	1,095
营业成本	763	828	828	853	880
毛利	181	185	193	203	216
其他收入	4	5	5	5	5
营销费用	63	68	68	71	73
行政管理费用	39	45	41	41	42
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	0	2	1	1	1
营业利润	82	74	87	96	105
利息收入	2	4	1	2	2
利息支出	6	9	10	10	10
权益性投资损益	5	6	6	6	6
其他非经营性损益	0	0	0	0	0
除税前利润	86	89	86	95	105
所得税	23	19	18	20	22
合并净利润	63	71	69	76	83
少数股东损益	16	18	18	19	20
归母净利润	47	52	50	57	63

现金流量表

单位:港元亿元

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流净额	44	102	129	122	134
合并净利润	63	71	69	76	83
折旧与摊销	34	41	40	45	50
营运资本变动	-50	4	17	-2	-3
其他非经营性调整	12	4	4	4	4
投资活动现金流净额	-123	-45	-65	-71	-82
处置固定资产收益	1	2	0	0	0
资本性支出	-64	-56	-50	-60	-70
投资资产支出	-56	-15	-21	-15	-15
其他	-5	24	6	4	3
融资活动现金流净额	76	-20	-12	-28	-32
长期债权融资	125	35	2	5	5
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	29	24	25	28	32
其他	-78	-79	-39	-62	-69
现金净增加额	-11	35	51	22	19
期初现金余额	76	64	100	151	173
期末现金余额	64	100	151	173	192

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
主营收入增长率	20.7%	7.3%	0.8%	3.4%	3.7%
营业利润增长率	-16.8%	-9.9%	17.4%	10.0%	9.8%
归母净利增长率	-26.0%	10.4%	-4.0%	12.8%	11.7%
获利能力					
毛利率	19.2%	18.2%	18.9%	19.3%	19.7%
净利率	6.7%	6.9%	6.7%	7.1%	7.5%
ROE	11.8%	13.0%	11.8%	12.4%	13.0%
偿债能力					
资产负债率	53.2%	54.0%	52.8%	51.6%	50.5%
有息负债率	20.1%	16.5%	16.5%	16.5%	16.5%
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
利息保障倍数	15.7	8.6	9.6	10.1	10.6
营运能力					
应收账款周转天数	40.1	40.7	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	6.2	6.5	6.5	6.5	6.5
应付账款周转天数	48.5	62.7	63.0	63.0	63.0
每股指标					
每股收益	2.05	2.26	2.17	2.44	2.73
每股净资产	22.71	27.39	29.65	31.65	33.82
每股经营现金流	1.88	4.39	5.58	5.29	5.79
估值比率					
PE	14.3	11.3	12.3	11.0	9.8
PB	1.7	1.5	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	6.9	5.9	5.3	4.7	4.3

广发证券环保及公用事业研究小组

郭 鹏：首席分析师，华中科技大学工学硕士。

姜 涛：资深分析师，武汉大学金融工程硕士，武汉大学经济学学士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

陈 龙：资深分析师，新加坡管理大学应用金融学硕士，厦门大学生态学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

荣 凌 琪：资深分析师，帝国理工学院金融科技硕士，同济大学金融学学士，2021 年加入广发证券发展研究中心。

许 子 怡：资深分析师，硕士，毕业于香港城市大学，2022 年加入广发证券发展研究中心。

陈 舒 心：高级分析师，新加坡国立大学硕士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

郝 兆 升：高级分析师，复旦大学金融硕士，中央财经大学经济学学士，2022 年加入广发证券发展研究中心。

刘 恒 君：研究员，同济大学硕士，2024 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。