

2025 年 03 月 06 日

华润燃气 (01193. HK)

投资评级：买入（首次）

——聚焦燃气核心资产 红利逻辑愈发稳固

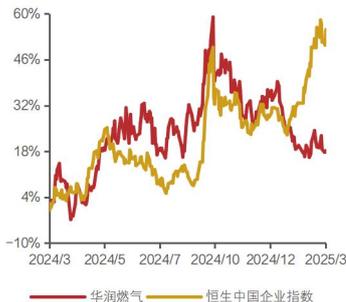
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com

联系人

豆鹏超
doupengchao@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 05 日

收盘价 (港元)	26.10
一年内最高/最低 (港元)	35.20/19.50
总市值 (百万港元)	60,395.74
流通市值 (百万港元)	60,395.74
资产负债率 (%)	53.54

资料来源：聚源数据

投资要点：

- 全国城燃旗舰，背靠华润集团；公司主要布局一二线城市城燃项目，区位优势奠定核心资产属性。公司大股东为中国最大的多元化央企集团之一华润集团。华润集团 2004 年进军城燃业务，并于 2007 年成立华润燃气。历经多年自建及收购，截至 2024 年 6 月底公司旗下城燃项目达 276 个，其中包括 15 个省座城市及 76 个地级市。考虑区域经济发展差异下各城市燃气消费潜力不同，优质项目具有稀缺性已成为行业共识。在先到先得的发展模式下，公司抢先布局较高比例的一二线城市，奠定公司城燃核心资产属性。
- 1) 行业层面而言，公司股价逐步走出地产竣工放缓及天然气高昂成本阴影；2) 内生变化来看，公司对接驳业务依赖度逐渐走低，综合服务及综合能源业绩增长形成支撑，盈利结构优化助力业绩风险敞口收缩。2021 后受地产投资放缓及俄乌冲突背景下全球天然气价格暴涨影响，市场或看空接驳业务前景及气源成本上涨导致的城燃盈利能力，致使公司股价自 2021 年起明显承压。然而，随着接驳利润收缩以及综合服务利润形成支撑，我们认为公司整体业绩风险敞口已明显收窄，叠加气源成本回落下的毛差修复，公司股价已走出上行趋势，迎来重估新阶段。
- 城燃主业：成本端气价维持低位+销售端顺价助力毛差回升，优质区域布局奠定售气增长潜力。随着气源成本下降及全国推进顺价，公司毛差已从 2022 年 0.45 元/立方米回升至 2023 年 0.51 元/立方米，2024 年上半年进一步回升至 0.54 元/立方米。当前公司仍有部分区域项目尚未顺价，后续毛差仍有提升空间。此外，考虑公司项目主要布局于长三角、珠三角、京津冀等经济发达区域，工商业聚集及人口虹吸效应下，销气规模仍有增长潜力。量价两方面支撑下，公司存量城燃资产的收益率水平有望进一步提升。
- 经营现金流大幅提升+资本开支收缩+负债率低，公司现金流充裕，潜在股息率仍具备较大增长空间，配置价值凸显。受益于毛差回升及气量增长，公司 2023 年经营性现金流达 101.6 亿港元，同比高增 133.4%；同时随着公司发展逐步步入成熟期，战略型资本开支明显缩减。当前资产负债率维持在 55% 以下、财务费用有限。三方面因素支撑下，公司现金流较以往更加充裕。分红历史来看，公司每股派息自 2016 年的 0.45 港元/股提升至 2023 年的 1.1569 港元/股，2023 年分红率 50.23%、处于五大城燃前列。展望中长期，若公司分红率向同行香港中华煤气看齐即全额分红，静态股息率有望达 9%，配置价值凸显。
- 盈利预测与评级：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 55.63/61.72/67.65 亿港元，2025 年 3 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 11/10/9 倍。假设分红率维持 2023 年水平，则当前股价对应 2024-2026 年股息率分别为 4.6%/5.1%/5.6%。可比公司香港中华煤气、中国燃气、港华智慧能源、新奥能源和昆仑能源 2024-2026 年平均 PE 分别为 11/10/9 倍。公司作为全国城燃旗舰，业绩及现金流向好，分红仍具有提升空间，估值有望向已迈入成熟期的香港中华煤气靠拢，红利配置价值凸显。首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：上游气价格波动风险、售气量增长不及预期、双综业务增长低于预期、接驳户数超预期下滑等。

盈利预测与估值 (港元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万港元)	94,338	101,272	102,300	105,130	108,411
同比增长率 (%)	18.45%	7.35%	1.02%	2.77%	3.12%
归母净利润 (百万港元)	4,733	5,224	5,563	6,172	6,765
同比增长率 (%)	-25.99%	10.36%	6.49%	10.95%	9.61%
每股收益 (港元/股)	2.05	2.26	2.40	2.67	2.92
ROE (%)	11.75%	13.05%	13.22%	13.79%	14.25%
市盈率 (P/E)			11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 55.63/61.72/67.65 亿港元，2024-2026 年 EPS 分别为 2.40/2.67/2.92 港元/股，2025 年 3 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 11/10/9 倍。假设分红率维持 2023 年水平，则当前股价对应 2024-2026 年股息率分别为 4.6%/5.1%/5.6%。可比公司香港中华煤气、中国燃气、港华智慧能源、新奥能源和昆仑能源等 2024-2026 年平均 PE 分别为 11/10/9 倍。公司作为全国城燃旗舰，分红仍具有提升空间，估值有望向已迈入成熟期的香港中华煤气靠拢。首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设

1) 燃气销售：燃气销售业务为公司盈利和现金流的基本盘，公司项目优质，经营区工商业销气量有望持续增长。居民端顺价执行力度提升，采购气价格回落，毛差有望修复。预计 2024-2026 年销气量增速分别为 5.8%/6.9%/6.3%，分部利润率 9.9%/10.6%/11.1%。

2) 燃气接驳：受房地产影响，居民接驳户数有所下滑，预计 2024-2026 年新增居民接驳户数分别为 291/277/254 万户，分部利润率 37.1%/37.1%/37.1%。

3) 综合服务：综合服务业务加速渗透，预计 2024-2026 年营收增速分别为 29.5%/27.3%/23.5%，分部利润率 33.9%/33.9%/33.9%。

4) 设计建设：设计及建设服务业务伴随燃气接驳业务下滑持续收缩，预计 2024-2026 年营收增速-10.0%/-8.0%/-5.0%，分部利润率 14.9%/14.9%/14.9%。

投资逻辑要点

2021-2023 年间公司股价受接驳利润下滑及气源成本高涨双重因素压制，随着公司盈利结构中接驳占比显著降低，以及气源成本回归合理区间，2024 年以来公司股价整体呈现上行趋势，迎来价值重估。

我们认为盈利结构的变化，最大的意义在于公司业绩风险敞口较以往收窄，未来对公司的估值逻辑从过去十几年的成长主线转变至成熟阶段的红利逻辑，定价或将更聚焦城燃资产本身。

就城燃售气业务来看，毛差修复+区域布局奠定的气量稳增助力公司业绩及经营现金流同步转好。

此外，叠加资本开支收窄+低负债率下有限的财务费用，公司整体现金流较过去更为充裕，具备较高的分红提升空间及分红能力。若对标成熟城燃企业香港中华煤气，假设进入成熟阶段后全额分红，公司静态股息率可达 9%，配置价值凸显。

核心风险提示

上游气价格波动风险、售气量增长不及预期、双综业务增长低于预期、接驳户数超预期下滑等。

内容目录

1. 华润燃气：全国城燃旗舰 现金流显著改善	5
1.1. 全国城燃旗舰 布局优质城燃终端	5
1.2. 现金流显著转好 派息政策稳定	6
2. 股价走出灰犀牛阴影 估值或更加聚焦城燃主业	8
3. 城燃：区域布局奠定售气潜力 盈利能力有望提升	10
3.1. 重点布局一二线城市 产业聚集奠定售气潜力	10
3.2. 多因素支撑毛差修复 气源灵活协调助力成本管控	11
4. 双综业务空间广阔 加速扩张打造新增长点	14
5. 盈利预测与评级	16
6. 风险提示	18

图表目录

图表 1: 公司城燃项目分布 (截至 2024H1)	5
图表 2: 各全国性城燃公司零售气量市场占有率	5
图表 3: 公司 2018-2024H1 营业收入及增速 (亿港元)	6
图表 4: 公司 2018-2024H1 归母净利润及增速 (亿港元)	6
图表 5: 公司 2018-2024H1 营收结构	6
图表 6: 公司 2018-2024H1 税前利润结构	6
图表 7: 2018-2024H1 五大城燃资产负债率对比	7
图表 8: 公司 2008-2024H1 现金流情况 (亿港元)	7
图表 9: 公司每股股利 (港元/股) 及股利支付率	8
图表 10: 2018-2023 年五大城燃分红率对比	8
图表 11: 公司 2010 年至今股价走势 (港元)	9
图表 12: 我国房地产开工面积及增速 (亿平方米)	9
图表 13: 海外天然气价格 (美元/MMBtu)	9
图表 14: 各城燃公司单个项目零售气量对比 (万方/个)	10
图表 15: 公司 2018-2024H1 售气量结构	11
图表 16: 公司售气量增速与全国天然气消费量增速对比	11
图表 17: 公司毛差及分类型平均售价 (元/立方米)	12
图表 18: 2018-2024H1 五大城燃毛差 (元/立方米)	12
图表 19: 公司经营区内顺价情况(元/立方米) (截至 2024 年底)	12
图表 20: 如东 LNG 接收站股权结构	14
图表 21: 公司项目、天然气主干管线和 LNG 接收站分布 (截至 2024H1)	14
图表 22: 公司综合服务营收、税前利润及占比 (亿港元)	15
图表 23: 公司综合能源业务营收及毛利 (亿港元)	15
图表 24: 公司厨电燃热、保险代理业务市场占有率	15
图表 25: 公司安居业务户均收入 (元/户)	15
图表 26: 公司综合能源各业务介绍	16
图表 27: 成熟期燃气公司香港中华煤气股息率及息差	17
图表 28: 可比公司估值表	17

1. 华润燃气：全国城燃旗舰 现金流显著改善

1.1. 全国城燃旗舰 布局优质城燃终端

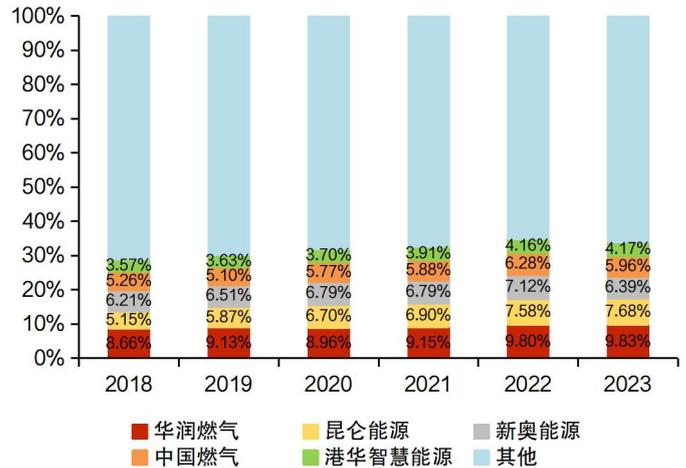
全国性城市燃气运营商，背靠华润集团，市占率位居行业首位。公司大股东为我国最大的多元化央企集团之一华润集团，华润集团 2004 年进军城燃业务，2007 年将燃气业务从华润石化分离，正式成立华润燃气。华润燃气 2008 年在香港联交所主板上市，截至 2024 年 6 月底，华润集团直接及间接合计持有公司 61.46% 股份。

历经多年自建及收购，截至 2024 年 6 月底公司旗下城燃项目达 276 个，其中包括 15 个省会城市及 76 个地级市。公司零售气量从 2008 年上市之初的 13.71 亿立方米提升至 2023 年 387.84 亿立方米。零售气量口径下，公司市占率长期居国内第一，2023 年达到 9.83%。

图表 1：公司城燃项目分布（截至 2024H1）



图表 2：各全国性城燃公司零售气量市场占有率



资料来源：公司官网，华源证券研究所。注：本图片仅为示意图，并非完整的中国地图。

资料来源：各公司官网，iFind，华源证券研究所

公司业务可分为**燃气销售、燃气接驳、综合服务、设计及建设服务和加气站业务**五个分部。在行业发展初期，为促进燃气管网投资，政策面设置了利润率较高的接驳机制，接驳利润成为多数城燃企业的主要业绩来源；此后，随着用气人口覆盖率提升、管网负荷率爬坡，售气规模持续增长，售气利润才逐渐成为盈利主体。

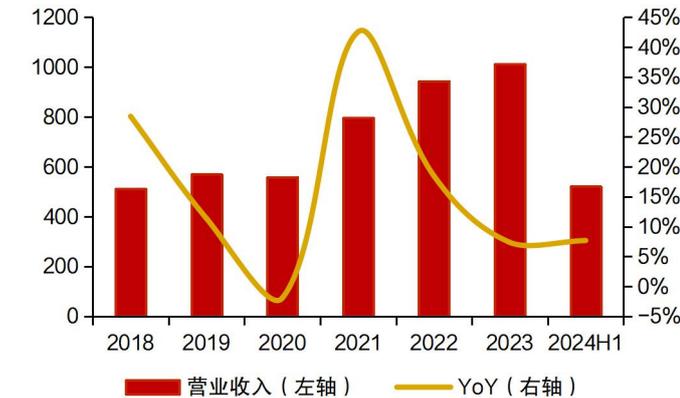
回顾公司业绩历史，2008~2023 年公司归母净利润由 2.97 亿港元增至 52.24 亿港元，年均复合增速达到 21.06%。2023 年公司实现重庆燃气及厦门华润燃气并表，产生一次性收益共计 10.8 亿港元。2024 年上半年公司实现归母净利润 34.57 亿港元，同比小幅下降，剔除 2023 年同期非经常性损益影响后同比增长 21.2%。**盈利结构亦遵循行业规律：**

1) **燃气销售**：除 2022 年受上游燃气成本暴涨影响外，近年来售气规模提升驱动运营业务利润占比稳步增加，燃气销售税前利润占比达到 2023/2024H1 的 56.15%/69.81%。

2) 接驳：2009-2014 年接驳税前利润占比维持在 50%以上，此后逐步下滑，2021 年后受房地产行业投资进一步放缓，接驳利润占比已下滑至 2023/2024H1 的 30.9%/16.9%。

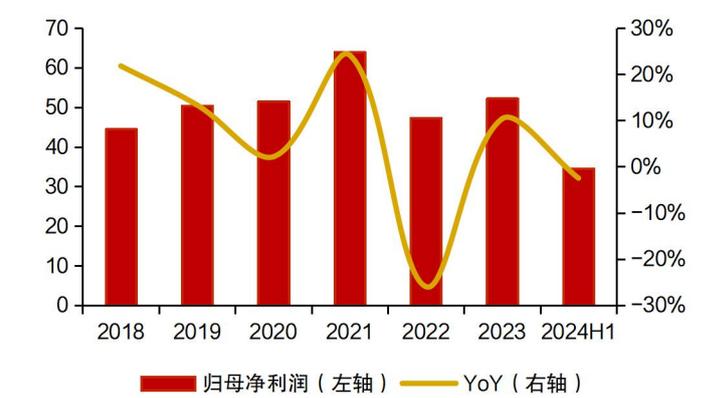
3) 此外，基于公司较大规模的用户基础，近年来公司发展厨电燃热、保险代理和安居业务等综合服务，分部税前利润占比达到 2023/2024H1 的 10.50%/11.41%。

图表 3：公司 2018-2024H1 营业收入及增速（亿港元）



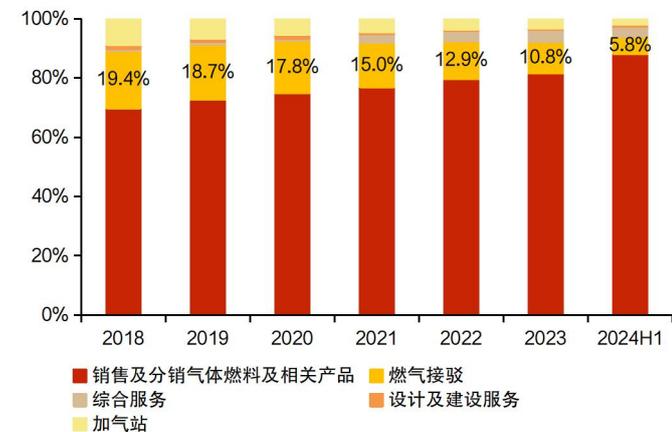
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 4：公司 2018-2024H1 归母净利润及增速（亿港元）



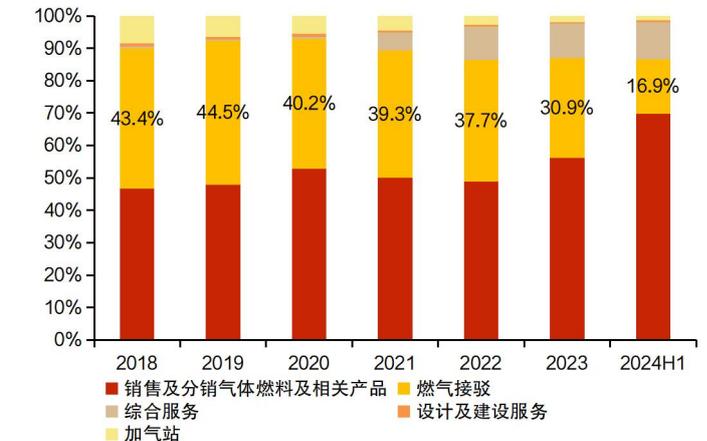
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 5：公司 2018-2024H1 营收结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：公司 2018-2024H1 税前利润结构



资料来源：公司公告，华源证券研究所

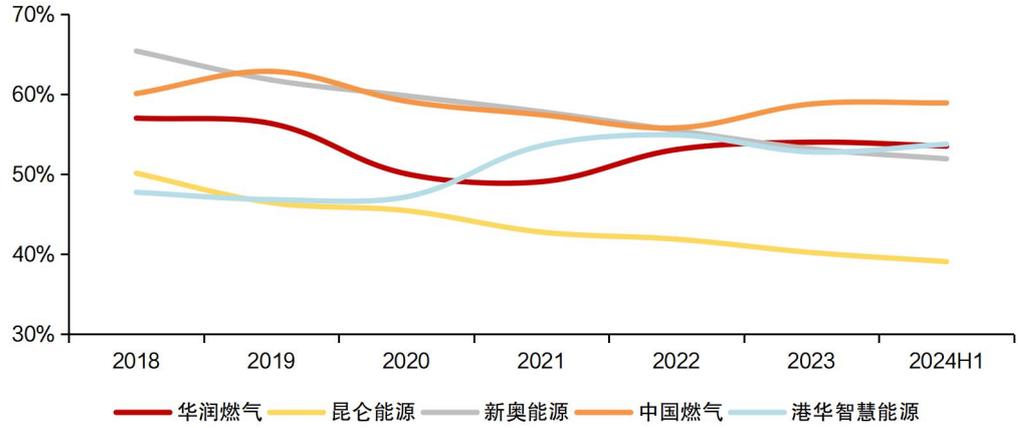
1.2. 现金流显著转好 派息政策稳定

经营现金流大幅提升+资本开支收缩+负债率低，公司现金流更加充裕。

受益于售气毛差回升及气量增长，2023 年公司经营性现金流达 101.6 亿港元，同比高增 133.4%。投资性现金方面，公司经常性资本支出相对稳定，用作项目收并购的战略性资本支出自 2023 年起快速收缩、2024H1 同比下降 24.8 亿港元至 0.5 亿港元。

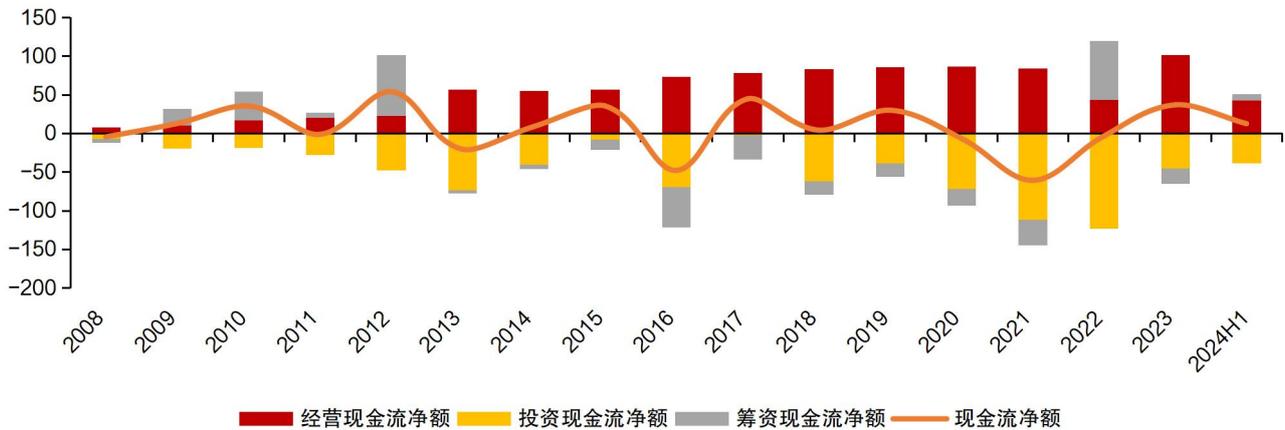
此外，公司当前资产负债率维持在 55%以下，位于五大城燃中等水平。多个因素支撑下，公司现金流较以往更加充裕，2024H1 自由现金流达 19.0 亿港元，较 2023H1 的 2.9 亿港元同比高增 555.2%。

图表 7：2018-2024H1 五大城燃资产负债率对比



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 8：公司 2008-2024H1 现金流情况（亿港元）

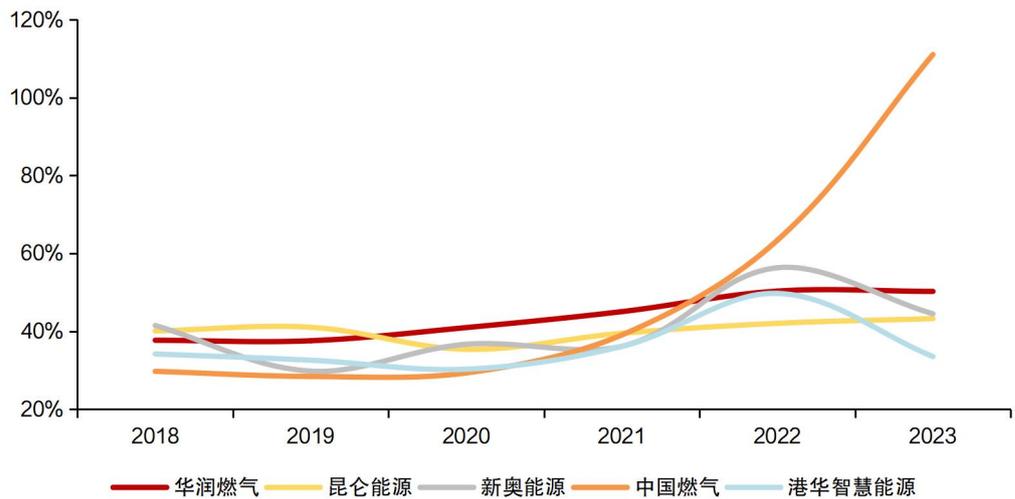


资料来源：公司公告，华源证券研究所

股息率是分红金额与股价双重作用的结果，潜在分红意愿更为重要；上市以来公司每股派息复合增速超过业绩增速。分红历史来看，公司派息率由 2016 年的 29.8% 增长至 2023 年的 50.3%、处于五大城燃前列，每股派息自 2008 年的 0.04 港元/股提升至 2023 年的 1.1569 港元/股，年均复合增速 25.15%，高于归母净利润增速。

图表 9：公司每股股利（港元/股）及股利支付率


资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 10：2018-2023 年五大城燃分红率对比


资料来源：各公司公告，华源证券研究所。注：中国燃气 2023 年每股分红绝对金额未提升，每股收益下降导致分红率表现较高。

2. 股价走出灰犀牛阴影 估值或更加聚焦城燃主业

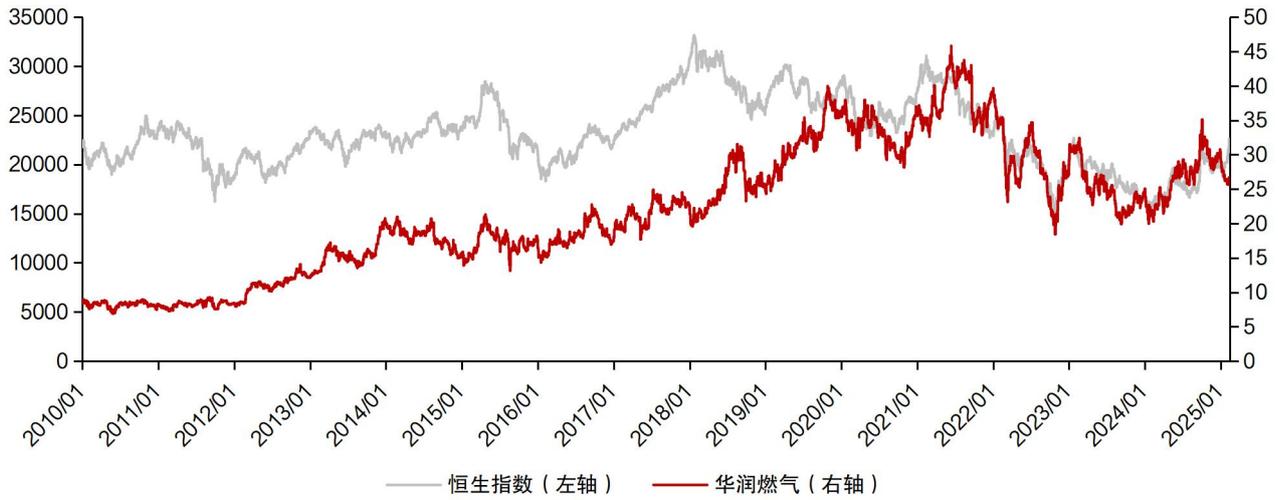
从资本市场定价来看，公司股价自 2021 年 7 月至 2023 年 12 月经历了明显下行趋势，我们认为该阶段公司估值主要受两方面因素压制：

1) 地产投资放缓背景下，公司接驳利润仍处于下滑期，2021 和 2022 年公司接驳税前利润占比仍维持在 35% 以上且呈下滑趋势的情况下，市场对接驳利润下滑风险进行定价。

2) 2021 年地缘冲突背景下全球气源成本暴涨，导致售气利润下滑风险上升。导致与 2021 年之前不同，投资者无法预期售气利润增长可以完全抵消接驳业绩下滑。

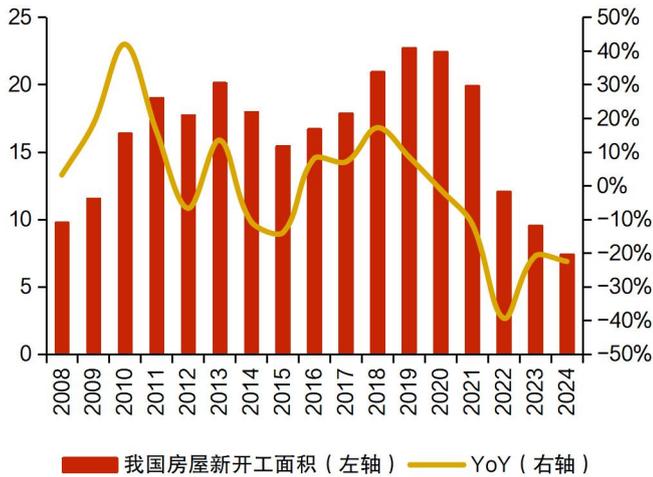
双重风险敞口之下，公司股价持续下行。

图表 11：公司 2010 年至今股价走势（港元）



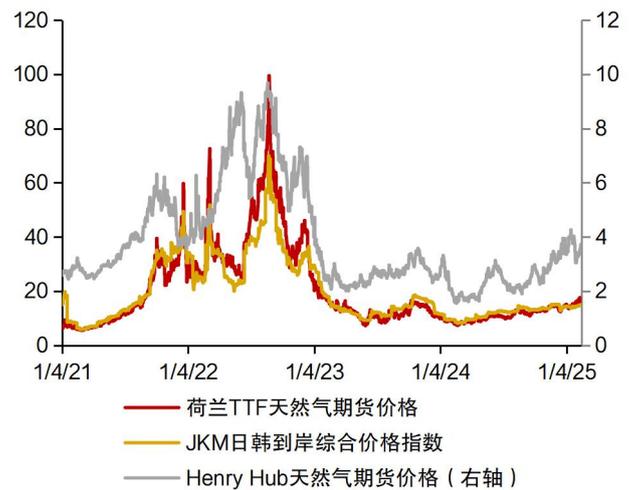
资料来源：wind，华源证券研究所

图表 12：我国房地产开工面积及增速（亿平方米）



资料来源：wind，华源证券研究所

图表 13：海外天然气价格（美元/MMBtu）



资料来源：investing，华源证券研究所

立足当下，我们分析在接驳利润占比更小且气源成本回归理性的情况下，公司已经逐步走出了地产周期和高气价环境的双重阴影。同时，随着公司盈利结构变化，公司投资逻辑正在发生历史性转变：当前价值来源更靠近红利逻辑，定价或将更聚焦于细水长流的城燃资产本身。在 2024 上半年资本市场偏向红利市场风格下，公司股价整体呈上升趋势，我们认为是对该逻辑的良好验证。

1) 行业发展早期：市场空白+接驳高利润率+项目简单易复制三重因素驱动下，城燃行业投资属性更偏向成长股。对于彼时的投资者而言，尽管城燃项目属于重资本行业，但在较高的接驳利润率下，初始投资可以较快转化为现金流，同时广阔的市场空白以及简单易复制的开发模式下，项目现金流可以迅速通过再投资实现滚雪球式的价值增厚。因此，乘着城镇化进程的东风，城燃公司投资更偏向于成长股逻辑。

2) 迈入成熟期以后：盈利结构转变，城燃公司定价有望更加聚焦售气主业。

一方面，接驳在总体业绩中的占比大幅减小，而综合服务及综合能源等新业务大幅增长。数据来看，2021-2023 年公司接驳分部税前利润下滑 10.38 亿港元，同期综合服务分部税前利润增长 6.54 亿港元，在较大程度上抵消接驳业绩下滑。

另一方面，随着售气利润占比更高，**细水长流的城燃资产本身有望成为估值定价更主要的焦点。**作为典型的公用事业，从城燃资产收益率模型出发思考定价问题，其价值主要受管网负荷率（输售气量）、单位盈利能力（输售气毛差）、经营期限等影响。因此，下游用户的消费潜力、销售价格、上游气源成本，在更大程度上影响着市场对城燃资产价值预期。同时，由于可开发新项目减少，随着公司资本开支缩减，**公司投资逻辑较过去或将更偏向红利逻辑。**

3. 城燃：区域布局奠定售气潜力 盈利能力有望提升

3.1. 重点布局一二线城市 产业聚集奠定售气潜力

相较于同业，公司经营区内具有更高的人口密度和更广阔的工商业用气市场：

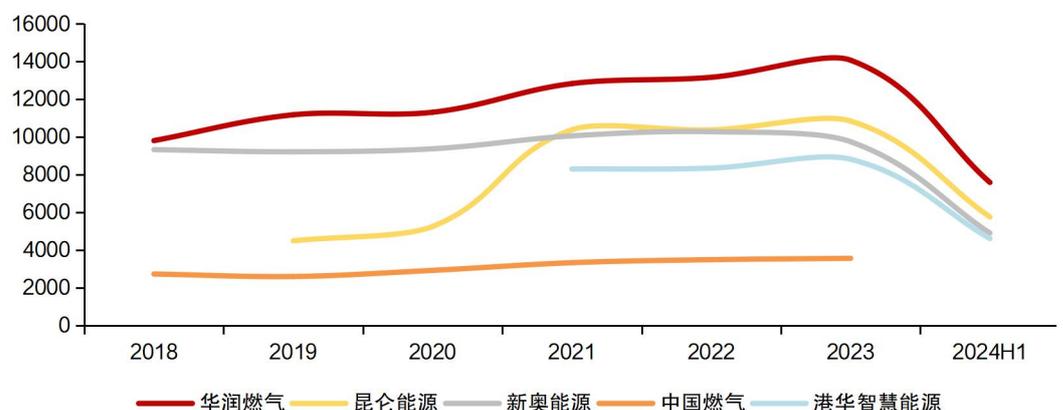
1) 华润燃气城燃项目主要分布于一二线城市，人口密度更高、新兴产业集群效应显著。新奥能源城燃项目主要分布于三四线城市，传统产业占比更高；

2) 中国燃气城燃项目主要分布于乡镇，天然气消费水平较城镇存在差距；

3) 昆仑能源项目主要分布于中西部、东北等区域；港华智慧能源项目主要分布于东北、西南区域，两者在人口密度、经济发展和用气水平上均不及发达区域。

考虑区域经济发展差异下各城市燃气消费潜力不同，且城燃行业具有排他性经营及四十年特许经营期特征，优质项目具有稀缺性已成为行业共识。从数据来看，2023 年公司单个项目平均售气量达到 1.4 亿立方米，处于行业前列。而在先到先得的发展模式下，公司抢先布局一二线城市，奠定公司城燃核心资产属性。

图表 14：各城燃公司单个项目零售气量对比（万方/个）

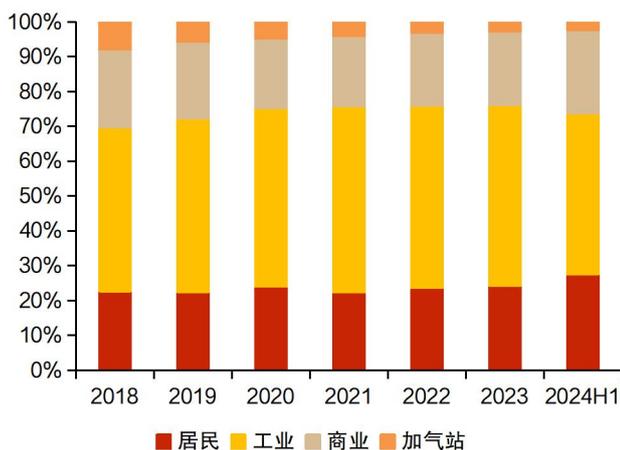


资料来源：各公司官网，华源证券研究所

公司销气量稳步增长，增速快于全国天然气消费增速；随着“一城一企”改革推进，公司作为城燃龙头有望受益于行业集中度提升。2021-2023年，公司售气量增速分别达到17.43%/5.3%/8.07%，同期全国天然气消费量增速分别为15.0%/-1.7%/7.7%。从售气结构来看，2023年公司售气结构中工业/商业/居民用气/加气站售气占比分别为51.85%/21.17%/24.35%/2.63%。

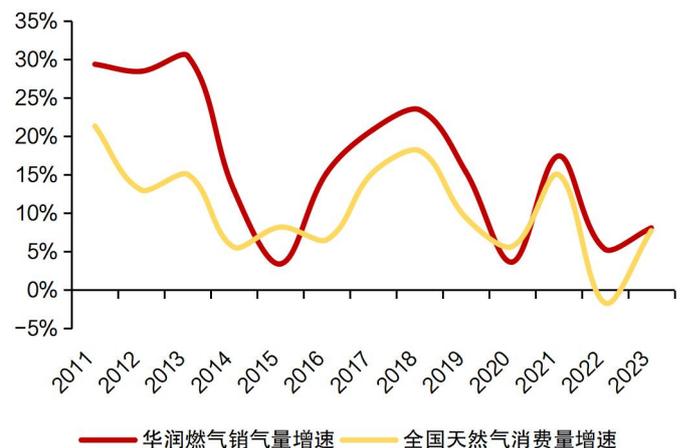
展望后续，1)一方面公司布局的长三角、珠三角、京津冀等区域具有较强的产业集聚效应，随着天然气价格回归低位区间，有望刺激对价格相对更敏感的工商业售气量增长；2)另一方面，在当前城燃市场集中度仍较低背景下，政策正推动以“一城一企”为代表的城燃企业兼并重组，2022年6月国务院《关于印发城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025年）的通知》提出支持燃气等行业兼并重组，促进燃气市场规模化、专业化发展。公司作为城燃龙头企业，有望进一步整合所在优质区域内的城燃项目。

图表 15：公司 2018-2024H1 售气量结构



资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 16：公司售气量增速与全国天然气消费量增速对比

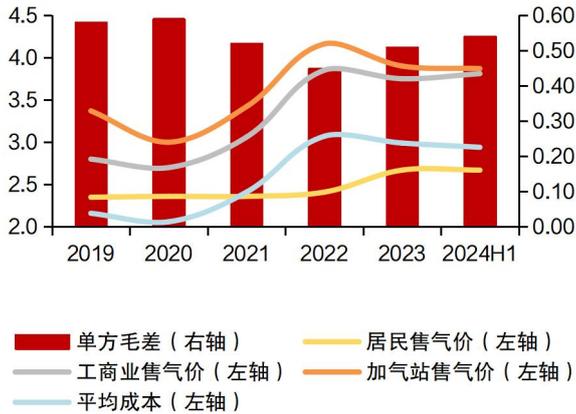


资料来源：公司公告，iFind，华源证券研究所

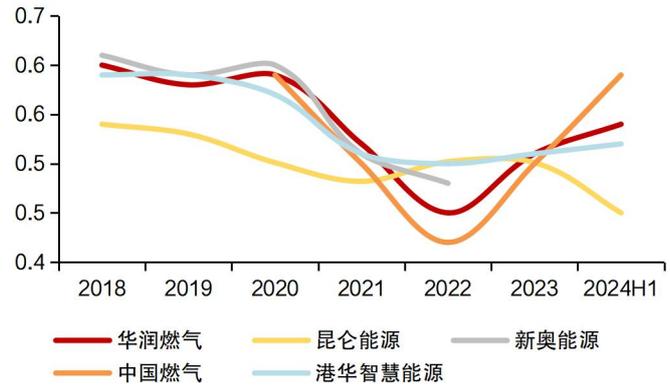
3.2. 多因素支撑毛差修复 气源灵活协调助力成本管控

气源成本回落+居民气顺价，带动公司售气毛差显著修复。在售气规模约数百亿立方米的基数效应下，毛差波动对大型城燃企业业绩影响颇为显著。受2021年地缘冲突背景下全球天然气价格暴涨影响，2021-2022年五大城燃公司毛差均出现明显下降。

随着全球贸易再平衡及新增液化产能投产等，2023年起天然气价格逐步回归至合理区间，带动城燃企业盈利能力修复。此外，叠加下文所述顺价机制逐步落地，公司毛差亦从2022年的0.45元/立方米回升至2023年的0.51元/立方米，盈利能力显著提升；考虑公司售气规模，若按照380亿立方米计算，0.06元/立方米毛差修复可为公司带来约23亿元税前利润弹性。**2024H1公司毛差进一步回升至0.54元/立方米，逐步向2021年前水平靠拢。**

图表 17：公司毛差及分类型平均售价（元/立方米）


资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 18：2018-2024H1 五大城燃毛差（元/立方米）


资料来源：各公司官网，华源证券研究所。注：中国燃气 2024H1 业绩期为 2024/4/1-2024/9/30。

政策推动天然气上下游价格联动机制建立，执行力度持续提升，一方面居民气毛差水平进一步提升，另一方面城燃企业长期盈利能力有望更加稳定：

从价格机制来看，城燃作为天然气下游配气销售环节，销售价格由政府物价部门核定，核定原则遵循“准许成本+合理收益”，准许收益率按照税后全投资收益率不超过 7%。但在实际操作层面，过去多数区域价格核定周期偏长，无法及时传导上游销售价格波动，城燃资产盈利能力及收益率因此并不稳定。

2023 年 6 月，国家发改委发布《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，推动顺价机制在全国范围内落实。就各省市落地政策来看，重点在于：

1) **联动范围**：将居民用气纳入价格联动机制；

2) **对联动频率提出更明确规定**，居民气价联动周期为半年或一年，非居民气价联动周期为月度、季度或半年度。随后 2023-2024 年期间全国大范围推动上述顺价机制落地，尤其是各地居民用气价格上调 0.1~0.3 元/立方米左右。

公司经营区内多地落实顺价机制，居民气价格上调幅度明显。2023 年 6 月起，公司经营各地顺价工作逐步加速落地，南京、西安等多个省会和经济发达城市上调居民管道天然气销售价格，在省会城市带动作用，江苏、河北等多个省份已基本完成全域调价。

近期而言，2024 年 10 月公司经营区内河南郑州、山西阳泉宣布上调居民用气销售价格，第一档阶梯价格上调幅度分别达 14.0%、6.3%，11 月底湖南长沙、四川泸州宣布上调居民用气销售价格，第一档阶梯价格上调幅度分别为 5.7%、5.6%。**目前公司仍有部分区域未调整居民气价格，伴随居民气量顺价比例持续提升，公司毛差有望持续贡献利润弹性。**

图表 19：公司经营区内顺价情况(元/立方米)（截至 2024 年底）

地点	政策文件	顺价执行日期	居民气第一档阶梯价格		调整幅度	涨幅 (%)
			调整前	调整后		
江苏南京	《关于调整居民用管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023 年 7 月 1 日	2.73	3.03	0.3	10.99%

广东河源	《河源市发展和改革局关于调整市区管道天然气销售价格的通知》	2023年7月10日	3.89	4.19	0.3	7.71%
福建龙岩	《龙岩市发展和改革委员会关于调整龙岩中心城区居民用管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023年7月15日	3.375	3.625	0.25	7.41%
陕西西安	《关于联动调整我市居民用管道天然气终端销售价格的通知》	2023年7月25日	2.05	2.18	0.13	6.34%
山东青岛	《关于启动三区居民用气价格上下游联动机制的通知》	2023年8月1日	3.35	3.54	0.19	5.67%
江苏无锡	《市发展改革委关于调整居民用管道天然气销售价格有关事项的通知》	2023年9月1日	2.73	3.02	0.29	10.62%
山东济南	《济南市发展和改革委员会关于调整居民用管道天然气销售价格的通知》	2023年9月1日	3.3	3.5	0.2	6.06%
江苏苏州	《关于疏导苏州市区居民生活用管道天然气销售价格的通知》	2023年10月16日	2.75	3.02	0.27	9.82%
江苏昆山	《关于疏导昆山市居民生活用管道天然气价格的通知》	2023年11月1日	2.72	2.99	0.27	9.93%
江苏泰州	《关于理顺主城区居民用管道天然气价格的通知》	2023年12月1日	2.68	2.98	0.3	11.19%
四川成都	《关于居民用气销售价格联动调整有关事项的通知》	2024年3月22日	2.18	2.34	0.16	7.34%
江苏镇江	《关于公布市区居民用管道天然气销售价格调整方案的公告》	2024年4月1日	2.72	2.96	0.24	8.82%
福建福州	《关于调整福州市五城区居民管道天然气销售价格的通知》	2024年4月12日	3.16	3.61	0.45	14.24%
湖北潜江	《关于联动调整我市居民和非居民用天然气销售价格的通知》	2024年8月1日	2.502	2.9	0.398	15.91%
山东济宁	《关于济宁城区居民生活用管道天然气价格联动有关事项的通知》	2024年8月6日	2.55	2.92	0.37	14.51%
天津	《天津市发展改革委关于公布城市燃气管网居民天然气销售价格的通知》	2024年9月1日	2.79	2.86	0.07	2.51%
河南郑州	《关于疏导郑州市区居民管道天然气销售价格的通知》	2024年10月21日	2.58	2.94	0.36	13.95%
山西阳泉	《关于疏导阳泉华润燃气有限公司居民管道天然气销售价格的通知》	2024年10月27日	2.84	3.02	0.18	6.34%
湖南长沙	《关于联动调整长沙市中心城区居民用气终端销售价格的通知》	2024年12月1日	2.832	2.992	0.16	5.65%
四川泸州	《关于泸州市主城区居民用气销售价格联动调整的通知》	2024年12月1日	2.15	2.27	0.12	5.58%

资料来源：各地发改委，华源证券研究所

此外，公司多气源灵活协调，充分受益国际气价下行。公司城燃项目多分布于国家天然气主干管线周边，同时位于LNG接收站可覆盖区域内，兼具用气水平高、运输费用低和气源丰富的特点，存在灵活调整多种气源的空间。2024年初海外LNG价格处于低位，公司自主采购一船6.3万吨低价LNG现货气源进行补充，价格较国内市场低100~200元/吨。

在全球天然气供需格局持续宽松的预期下，海气价格或与管道气价格形成竞争，公司可以在海气成本优势突出的情况下灵活获取资源，进一步降低天然气综合采购成本。

如东接收站在建，投产后可与城燃项目形成良好协同。2023年6月公司与合作方签约共同投建的如东LNG接收站开工建设，公司控股的江苏星旗投资有限公司持股比例为80%。如东接收站地处长三角核心地带，可覆盖江苏、浙江、安徽、河南和山东五省市场。根据公司公告，2025年公司五省现有项目销气量预计约167亿方，占五省预计总消费量（1393亿立方米）的12.0%，接收站辐射市场广阔且与公司下游重点燃气市场高度契合，投产后一期周转规模650万吨约90亿方，有望与公司城燃项目形成良好协同，促进资源就地消纳的同时进一步优化气源成本。

图表 20：如东 LNG 接收站股权结构



资料来源：iFind，华源证券研究所

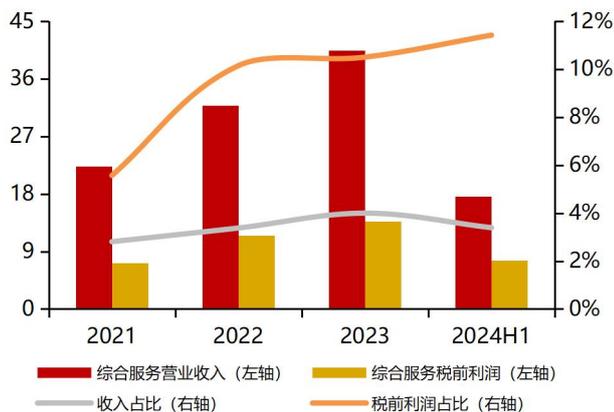
图表 21：公司项目、天然气主干管线和 LNG 接收站分布（截至 2024H1）



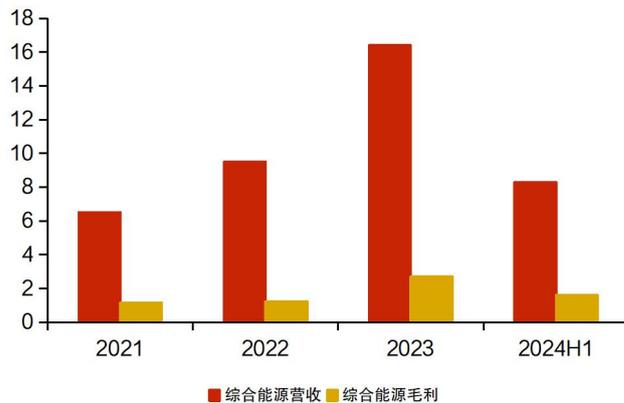
资料来源：公司公告，华源证券研究所。注：本图片仅为示意图，并非完整的中国地图。

4. 双综业务空间广阔 加速扩张打造新增长点

公司拥有较大规模的下游用能客户，围绕燃气及综合能源开展服务，可进一步实现价值挖潜。综合服务+综合能源业绩快速提升，2021-2023 年公司综合服务分部税前利润增长 6.54 亿港元，综合能源业务毛利增长 1.55 亿港元，同期接驳分部税前利润下滑 10.38 亿港元，双综业务的快速成长可对接驳业绩风险敞口形成有效补偿。

图表 22：公司综合服务营收、税前利润及占比（亿港元）


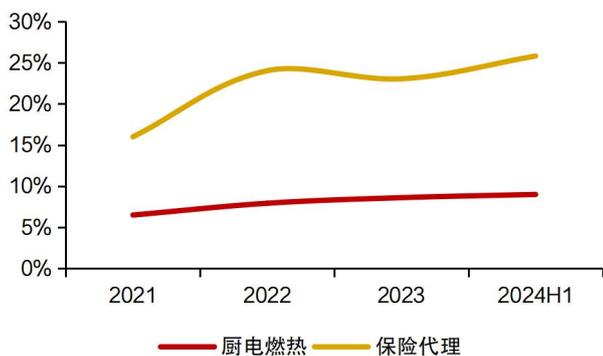
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 23：公司综合能源业务营收及毛利（亿港元）


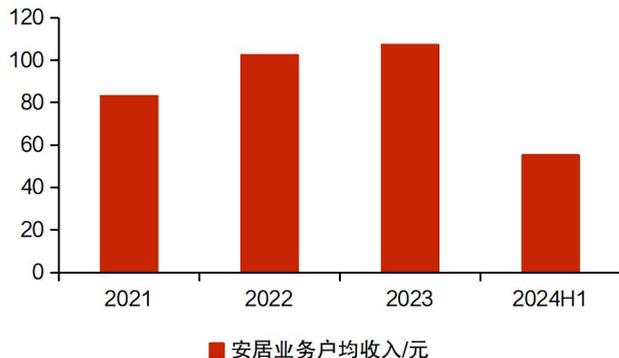
资料来源：公司官网，华源证券研究所

充分利用优质客户资源，综合服务业务有望加速渗透。公司综合服务业务包括厨电燃热、保险代理和安居业务，2023 年分别占综合服务业务营收的 51.8%、7.8%和 40.4%。

2021 年以来公司厨电燃热、保险代理市场占有率和安居业务户均收入持续提升，2024 年 6 月底厨电燃热市占率提升至 9.0%，保险代理市占率提升至 25.8%，2023 年安居业务全年户均收入增长至 107.21 元。截至 2024 年 6 月底，公司拥有 5683.9 万户城镇居民用户，其中三线以上城市居民用户占比 73.3%。庞大的用户规模、较高的消费能力和消费升级趋势、家居厨电换代需求有望带动公司综合服务业务加速渗透。

图表 24：公司厨电燃热、保险代理业务市场占有率


资料来源：公司官网，华源证券研究所

图表 25：公司安居业务户均收入（元/户）


资料来源：公司官网，华源证券研究所

经营区内优质工商业用户规模庞大，综合能源市场空间广阔。公司积极布局综合能源业务，选取分布式光伏、分布式能源和交通充能的发展赛道，为不同用户提供多种类型的清洁能源解决方案。截至 2024H1，公司经营区内拥有 50.99 万户工商业用户，经公司测算其经营区域内综合能源市场规模 360GW，能源需求量 8000 亿千瓦时，总供能量的中期开发目标为 200 亿千瓦时，长期目标达到 800 亿千瓦时，综合能源市场空间广阔。

与燃气主业优势协同，综合能源业务保持高增速。公司充分挖掘经营区域内工商业用户用能需求，并利用城市燃气项目区位优势进行布局，综合能源项目加速扩张。截至 2024 年 6 月底，公司累计开发分布式光伏项目 208 个，装机规模 273MW，累计开发分布式能源项目 211 个，装机规模 3GW，2023 年全年公司能源销售量 29.4 亿千瓦时，同比增长 58.5%。

交通充能方面，截至 2024 年 6 月底，公司累计投运充电站 263 座，2023 年全年售电量 3.1 亿千瓦时，同比增长 14.7%。2023 年公司综合能源业务实现营收、毛利分别 16.40、2.70 亿港元，分别同比增长 72.8%、120.7%。

图表 26：公司综合能源各业务介绍

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

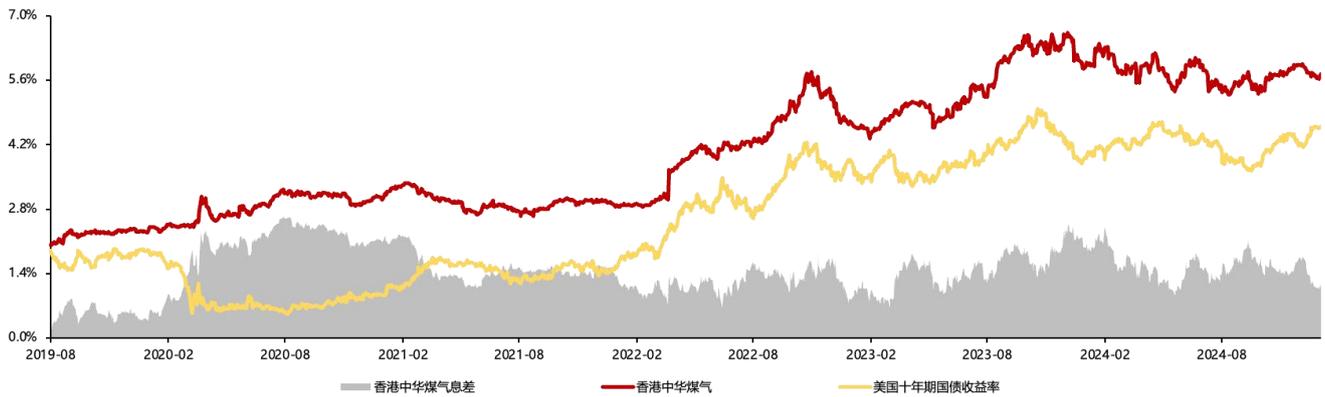
资料来源：公司官网，华源证券研究所

5. 盈利预测与评级

对比港股成熟期燃气公司，公司估值存在提升空间。当前，公司现金流逐步向好，在资本开支收窄及较低负债率下，公司具备提升分红空间及能力。随着公司进一步步入成熟阶段，分红率有望大幅提升，我们分析合理的估值水平可对标港股成熟燃气公司香港中华煤气。作为港股成熟期燃气公司的代表，香港中华煤气具备盈利能力高且稳定的特征，适用成熟期公用事业公司的估值方法，即股息率定价和绝对估值，其股息率走势与十年期美债收益率大致相同，当前 PE 为 20 倍左右。

假设我们认为公司再投资 IRR 不低于折现率，当公司分红率提升至香港中华煤气水平，即全额分红，静态测算公司等效股息率高达 9%，配置价值凸显。估值水平方面，伴随盈利结构改善及盈利稳定性的进一步增强，考虑潜在分红提升，华润燃气估值水平有望逐步向香港中华煤气靠拢。

图表 27：成熟期燃气公司香港中华煤气股息率及息差



资料来源：wind，华源证券研究所

盈利预测：根据行业及公司发展，我们对各分部经营情况做如下假设：

1) 燃气销售：燃气销售业务为公司盈利和现金流的基本盘，公司项目优质，经营区工商业销气量有望持续增长。居民端顺价执行力度提升，采购气价格回落，毛差有望修复。预计 2024-2026 年销气量增速分别为 5.8%/6.9%/6.3%，分部利润率 9.9%/10.6%/11.1%。

2) 燃气接驳：受房地产影响，居民接驳户数有所下滑，预计 2024-2026 年新增居民接驳户数分别为 291/277/254 万户，分部利润率 37.1%/37.1%/37.1%。

3) 综合服务：综合服务业务加速渗透，预计 2024-2026 年营收增速 29.5%/27.3%/23.5%，分部利润率 33.9%/33.9%/33.9%。

4) 设计建设：设计及建设服务业务伴随燃气接驳业务下滑持续收缩，预计 2024-2026 年营收增速-10.0%/-8.0%/-5.0%，分部利润率 14.9%/14.9%/14.9%。

基于上述假设，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 55.63/61.72/67.65 亿港元，2024-2026 年 EPS 分别为 2.40/2.67/2.92 港元/股，2025 年 3 月 5 日收盘价对应 PE 分别为 11/10/9 倍。假设分红率维持 2023 年水平，则当前股价对应 2024-2026 年股息率分别为 4.6%/5.1%/5.6%。可比公司香港中华煤气、中国燃气、港华智慧能源、新奥能源和昆仑能源 2024-2026 年平均 PE 分别为 11/10/9 倍。

公司旗下城燃项目质量较优，随着盈利结构中售气利润占比愈发聚焦，业绩风险敞口较以往收窄。公司当前股价已走出过去几年天然气价格大幅上涨阴影，随着毛差修复及售气量增长、收并购节奏放缓带动资本开支下降，公司业绩及现金流有望进一步转好，分红仍具备提升空间，估值有望向已迈入成熟期的香港中华煤气靠拢。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 28：可比公司估值表

公司代码	公司名称	收盘价		EPS		PE			分红率	股息率		
		2025/3/5	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
0003.HK	香港中华煤气	6.26	0.34	0.36	0.37	18.43	17.43	16.70	103.1%	5.6%	5.9%	6.2%

0384.HK	中国燃气	6.82	0.72	0.80	0.86	9.52	8.51	7.89	69.8%	7.3%	8.2%	8.8%
1083.HK	港华智慧能源	3.16	0.42	0.44	0.49	7.61	7.18	6.47	34.1%	4.5%	4.7%	5.3%
2688.HK	新奥能源	53.35	6.71	7.36	8.15	7.95	7.25	6.55	44.6%	5.6%	6.2%	6.8%
0135.HK	昆仑能源	7.73	0.77	0.85	0.91	10.08	9.13	8.46	42.2%	4.2%	4.6%	5.0%
	平均值					11	10	9	58.8%	5.4%	5.9%	6.4%
1193.HK	华润燃气	26.10	2.40	2.67	2.92	10.86	9.79	8.93	50.2%	4.6%	5.1%	5.6%

资料来源: wind, 华源证券研究所。注: 收盘价为港元, EPS 单位为港元/股, 其他公司盈利预测来自 wind 一致预期, 预计分红率假设香港中华煤气和中国燃气每股股利维持 2023 年水平, 其他公司分红率维持 2023 年水平。

6. 风险提示

1) **上游天然气价格波动风险:** 公司售气盈利能力受上游气价影响, 若地缘政治冲突或极端天气导致上游气源成本显著上涨, 将对核心主营售气利润造成负面影响;

2) **售气量增长不及预期:** 天然气消费量受经济、天然气价格、替代能源成本等多种因素影响, 若公司城燃项目售气量不及预期, 则需对业绩预测进行修正;

3) **综合服务及综合能源增长低于预期:** 双综业务仍处于成长阶段, 若综合服务渗透率提升缓慢或综合能源客户开拓不力, 将影响公司总体业绩增长预期;

4) **新增接驳户数不及预期:** 公司接驳业务受房地产市场影响较大, 若受地产周期影响新增接驳户数超预期下滑, 将对公司整体业绩造成拖累。

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万港元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	9,978	10,892	10,791	11,285
应收票据及账款	20,896	21,108	21,692	22,369
存货	1,494	1,498	1,532	1,574
其他流动资产	3,085	3,085	3,085	3,085
流动资产总计	35,454	36,583	37,100	38,314
固定资产	61,199	63,286	65,563	68,046
无形资产	5,023	4,781	4,538	4,296
其他非流动资产	36,196	36,749	37,350	37,999
非流动资产合计	102,417	104,816	107,451	110,340
资产总计	137,871	141,399	144,551	148,654
短期借款	4,893	5,393	4,893	4,393
应付票据及账款	35,869	35,964	36,784	37,803
其他流动负债	10,348	10,811	10,871	10,926
流动负债合计	51,109	52,168	52,547	53,121
长期借款	17,279	15,279	13,279	11,779
其他非流动负债	6,099	6,099	6,099	6,099
非流动负债合计	23,378	21,378	19,378	17,878
负债合计	74,487	73,546	71,926	71,000
股本	231	231	231	231
储备	40,541	43,155	45,871	48,645
股东权益	40,772	43,387	46,102	48,876
少数股东权益	22,611	24,466	26,523	28,778
股东权益合计	63,384	67,852	72,626	77,654
负债和股东权益合计	137,871	141,399	144,551	148,654

现金流量表 (百万港元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
除税前溢利	8,909	9,889	10,973	12,027
折旧及摊销	4,061	4,572	4,830	5,113
财务费用	941	631	494	412
其他经营现金流	-3,755	-3,184	-3,571	-3,751
经营性现金净流量	10,157	11,909	12,726	13,801
投资性现金净流量	-4,533	-5,961	-6,408	-6,926
筹资性现金净流量	-1,962	-5,034	-6,419	-6,381
现金流量净额	3,662	914	-101	494

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

利润表 (百万港元)

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	101,272	102,300	105,130	108,411
营业成本	-82,820	-83,041	-84,933	-87,286
毛利	18,452	19,259	20,197	21,125
其他收入/支出	2,103	2,384	2,700	3,100
销售费用	-6,820	-7,040	-7,235	-7,461
管理费用	-4,529	-4,771	-4,903	-5,056
财务费用	-941	-631	-494	-412
应占合营公司业绩	278	281	288	297
应占联营公司业绩	367	409	421	434
除税前溢利	8,909	9,889	10,973	12,027
所得税	-1,850	-2,472	-2,743	-3,007
净利润	7,059	7,417	8,230	9,020
少数股东损益	1,835	1,854	2,057	2,255
归属母公司股东净利润	5,224	5,563	6,172	6,765
EPS	2.26	2.40	2.67	2.92

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。