



联合研究 | 港股公司深度 | 中国燃气 (0384.HK)

中国燃气：高股息燃气龙头，顺价带动毛差回升

报告要点

中国燃气是中国最大的城燃公司之一，从此前的跑马圈地式高速发展逐渐过渡到目前的稳健经营阶段，近两年分红金额维持在 27.2 亿港元，股息率约 7%。受益于居民燃气顺价和上游采购成本下降带来毛差修复；燃气接驳工程业绩占比已到低位，我们预计自 2024/25 财年开始将扭转此前业绩大幅下滑的趋势，EPS 重新恢复增长。PB 和 PE 估值仍处低位，看好公司价值重估机会。

分析师及联系人



徐科

SAC: S0490517090001

SFC: BUV415



张韦华

SAC: S0490517080003

SFC: BQT627



贾少波

SAC: S0490520070003



宋尚骞

SAC: S0490520110001

中国燃气 (0384.HK)

联合研究 | 港股公司深度

投资评级 买入 | 首次

中国燃气：高股息燃气龙头，顺价带动毛差回升

中国燃气：全国最大城燃公司之一，稳健高股息+EPS 增速转正预期

中国燃气是中国最大的跨区域综合能源供应及服务企业之一，公司市值从 2009 年初的 40 亿港元左右涨至 2024 年底的 368 亿元（在 2018 年中市值达到顶峰的 1818 亿港元），十六年的年化涨幅约 14.8%。公司从 2021 年之前的跑马圈地式高速发展逐渐过渡到目前的稳健经营阶段；近两年分红金额维持在 27.2 亿港元，未来自由现金流有望持续向好支撑高分红，目前股息率约 7% (2025/3/14)；且利润端，居民顺价和上游采购成本下降带来毛差修复；燃气接驳工程业绩占比降低到 20% 附近，对未来利润干扰有限，我们预计自 2024/25 财年开始将扭转此前业绩大幅下滑的趋势，EPS 重新恢复增长。当前 PB 估值仅 0.7x，PE 估值 10.7x。

销售气量：零售气量预期保持低个位数稳定增速

中国燃气 2023 年总售气量达到 417 亿立方米，过去五年和十年售气量复合增速分别为 11.1% 和 17.9%，在全国天然气消费量的市占率从 2014/15 财年的 4.9% 提升至 2023/24 财年的 10.6%。2022 年以来城燃行业步入成熟期，上市公司售气量增速明显放缓；受工业用气拖累影响，中国燃气对 2024/25 财年的零售气量增速预期从年初的 5%+ 下修到 2%+。2023/24 财年售气量中，居民用户/工业用户/商业用户/加气站占比分别为 37%、48%、13%、2%，工业用户仍为最大的客户群体；与同行业港股龙头相比，中国燃气的居民用气量占比最高。

销售价格：居民顺价比例约六成，综合毛差稳定修复

居民售价：截止 2024 年 10 月底中国燃气已调价居民气量占比达 62%。居民售价从 2022 年的 2.71 元/立方米上涨至 2023 年的 2.97 元/立方米，2024/25 财年上半年同比亦有 0.08 元/立方米的涨幅。预计 2024/25 财年下半年和 2025/26 财年的居民售价仍有可能进一步上涨。

综合毛差：中国燃气毛差从 2017-2020 年 0.61-0.62 元/立方米的稳定水平快速下降至 2022 年的低谷，之后随着采购成本的下降和居民气价的上涨，毛差逐渐恢复，2023/24 财年达到 0.50 元/立方米，2024/25 财年上半年达到 0.59 元/立方米，同比提升约 0.02 元/立方米。我们预计 2024/25 财年平均毛差可达到 0.53 元/立方米，并在次年进一步提升至 0.55 元/立方米。

接驳工程：受跑马圈地和北方农村“气代煤”带动，中国燃气的接驳居民户数在 2019/20 财年达到顶峰的 543 万户，但之后持续下降，我们预估 2024/25-2026/27 财年接驳户居民数分别为 126 万户、112 万户、98 万户；接驳业绩占比在 2023/24 财年下降至 19.4%；后续拖累有限。

增值业务：壹品慧平台拟分拆，未来渗透率提升潜力大

2023/24 财年中国燃气的增值业务实现经营性利润 15.8 亿港元，整体占比 23.6%，同比增 5.7%，2024/25 上半财年增长 15.4%。截至 2024 年 9 月底，中国燃气在全国已经拥有 662 个管道燃气项目，累计覆盖居民用户达 5460 万户，在盘活现有客户资源上仍然大有可为。2024 年中以来，为扩大内需而持续推出的设备更新和消费品以旧换新政策以及同样将带动壹品慧产品的销量提升。公司于 2023 年 6 月份公告拟将壹品慧分拆上市。

盈利预测与估值：我们预计中国燃气 2024/25 财年-2026/27 财年的营收分别为 802.5 亿港元、797.4 亿港元、797.6 亿港元，归母净利润分别为 36.4 亿港元、41.9 亿港元、47.1 亿港元，同比增 14.3%、15.3%、12.4%，对应 PE 估值 10.7x、9.3x、8.3x，PB 估值 0.70x、0.68x、0.65x。

风险提示

1、居民气价顺价进度不及预期风险；2、天然气采购成本上升风险；3、接驳户数大幅下降风险；4、分红金额不及预期风险；5、盈利预测假设不成立或不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 7.18

注：股价为 2025 年 3 月 14 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

中国燃气：全国最大城燃公司之一，稳健高股息	6
天然气销售：气量低速增长，毛差缓慢修复	10
销售气量：零售气量预期保持低个位数稳定增速	10
销售价格：居民顺价比例约六成，2025 年有望继续推进	13
接驳工程：趋势向下但业绩占比降低，影响弱化	15
增值业务：壹品慧平台拟分拆，未来渗透率提升潜力大	17
液化石油气：全产业链布局与一体化分销运营商	19
财务分析：ROE 有望触底修复，自由现金流向好	21
盈利预测与估值：高股息率+业绩反转预期	25
风险提示	28

图表目录

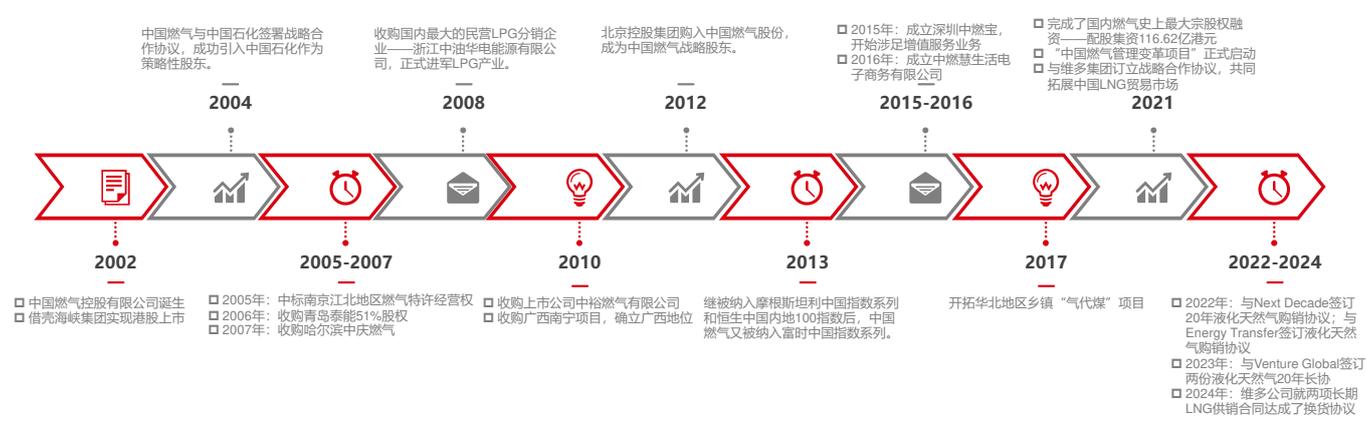
图 1：中国燃气发展历程	6
图 2：中国燃气主营业务营收及归母净利润	6
图 3：中国燃气天然气总销量以及管道燃气项目数量	7
图 4：中国燃气营收构成	7
图 5：中国燃气分部业绩构成	7
图 6：中国燃气股权结构图（截至 2024-09-30）	8
图 7：中国燃气自 2009 年以来股价走势复盘图	10
图 8：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司总售气量（亿立方米）	10
图 9：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司零售气量（亿立方米）	10
图 10：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司总售气量同比增速	11
图 11：中国燃气各类用户气量增速	11
图 12：五家全国性城燃公司总售气量客户结构	11
图 13：中国燃气的天然气贸易业务布局	12
图 14：中国燃气的居民燃气价格顺价比例变化	14
图 15：新奥能源的居民燃气价格顺价比例变化	14
图 16：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司综合平均售价（元/立方米）	15
图 17：中国燃气各类用户平均售价（元/立方米）	15
图 18：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司平均采购价格（元/立方米）	15
图 19：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司综合毛差（元/立方米）	15
图 20：中国燃气接驳及工程设计施工业务营收、分部业绩情况	16
图 21：中国燃气接驳及工程设计施工业务营收和分部业绩同比增速	16
图 22：中国燃气历年接驳总户数同比增速	16
图 23：中国燃气单户接驳费用（元/户）	16
图 24：中国燃气城市燃气居民用户渗透率	16
图 25：中国燃气新增接驳用户结构	16
图 26：中国燃气增值业务营收及同比增速	18

图 27: 中国燃气增值业务分部业绩及占比	18
图 28: 中国燃气增值服务涉及范围	18
图 29: 中国燃气增值服务涉及范围	18
图 30: 中国燃气在 LPG 领域的上下游一体化布局	19
图 31: 中国燃气 LPG 营收及同比增速	19
图 32: 中国燃气 LPG 分部业绩及占比	19
图 33: 中国燃气 LPG 销量及同比增速 (万吨)	20
图 34: 中国燃气 LPG 平均售价及单吨经营性利润 (港元/吨)	20
图 35: 中国燃气 LPG 单吨价差	20
图 36: 中国燃气 2023/24 财年 LPG 前五大供应商	20
图 37: 原油价格及液化石油气相关价格走势	21
图 38: 中国燃气主营业务营收及同比增速	21
图 39: 中国燃气归母净利润及同比增速	21
图 40: 中国燃气与可比城燃公司杜邦财务指标比较 (2023 年、2023/24 财年)	22
图 41: 中国燃气历年杜邦财务指标走势	22
图 42: 中国燃气自由现金流 (亿港元)	23
图 43: 中国燃气与可比公司自由现金流 (亿元)	23
图 44: 中国燃气应收款项及在总资产中的比例 (亿港元)	23
图 45: 中国燃气贸易应收款帐龄结构	24
图 46: 中国燃气贸易应收款及合约资产计提拨备 (亿港元)	24
图 47: 中国燃气有息负债分布 (亿港元)	24
图 48: 中国燃气外币和本币贷款比例	24
图 49: 中国燃气融资成本	25
图 50: 中国 LPR 利率及美债收益率曲线图	25
图 51: 中国燃气现金分红总额及各家公司股利支付率	25
图 52: 中国燃气及可比公司股息率走势图	25
表 1: 中国燃气董事会成员	8
表 2: 中国燃气管理层成员	8
表 3: 中国燃气签订的 LNG 长协合同	12
表 4: 湖北省和辽宁省关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知	13
表 5: 中国燃气新增接驳居民用户户数测算	17
表 6: 中国燃气核心财务指标	26
表 7: 中国燃气分业务营收和经营性利润预测	26

中国燃气：全国最大城燃公司之一，稳健高股息

中国燃气控股有限公司（简称：中国燃气）是中国最大的跨区域综合能源供应及服务企业之一，成立于 2002 年，并于同年借壳港股上市公司海峡集团实现上市。目前已经形成了以管道天然气为主导，液化石油气、液化天然气、综合能源业务、燃气设备及厨房用具并举的全业态发展结构。截至 2024 年 9 月底，中国燃气累计在 30 个省级行政区取得 662 个管道燃气特许经营项目，并拥有 32 个天然气长输管道、509 座压缩/液化天然气汽车与车船用加气站、一个煤层气开发项目及 120 个液化石油气分销项目（公司运营 5 座液化石油气专用码头及 6 座大型石化产品仓储物流基地）。

图 1：中国燃气发展历程



资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

中国燃气 2023/24 财年（即 2023 年 4 月-2024 年 3 月）实现主营营收 814.1 亿港元，归母净利润 31.8 亿港元，自由现金流 42.9 亿港元，天然气总销量约 417 亿立方米。2024/25 财年上半年实现主营营收 351.1 亿港元，归母净利润 17.6 亿港元。按照 2024/25 上半财年分部业绩（即经营性利润）构成：管道天然气销售占比 43.0%、燃气接驳及工程设计施工占比 22.6%、增值业务占比 26.0%。

图 2：中国燃气主营业务营收及归母净利润



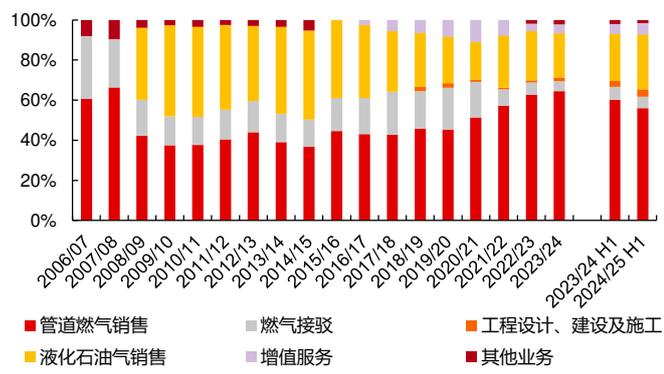
资料来源：Wind，长江证券研究所（注：中国燃气的财年为当年的 4 月 1 日至次年的 3 月 31 日，例如“2023/24 财年”是指 2023 年 4 月-2024 年 3 月，“2024/25 半年度财年”是指 2024 年 4 月-2024 年 9 月。）

图 3：中国燃气天然气总销量以及管道燃气项目数量



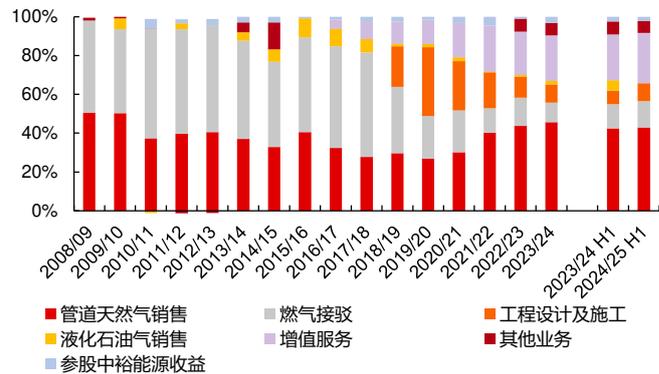
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 4：中国燃气营收构成



资料来源：Wind，长江证券研究所

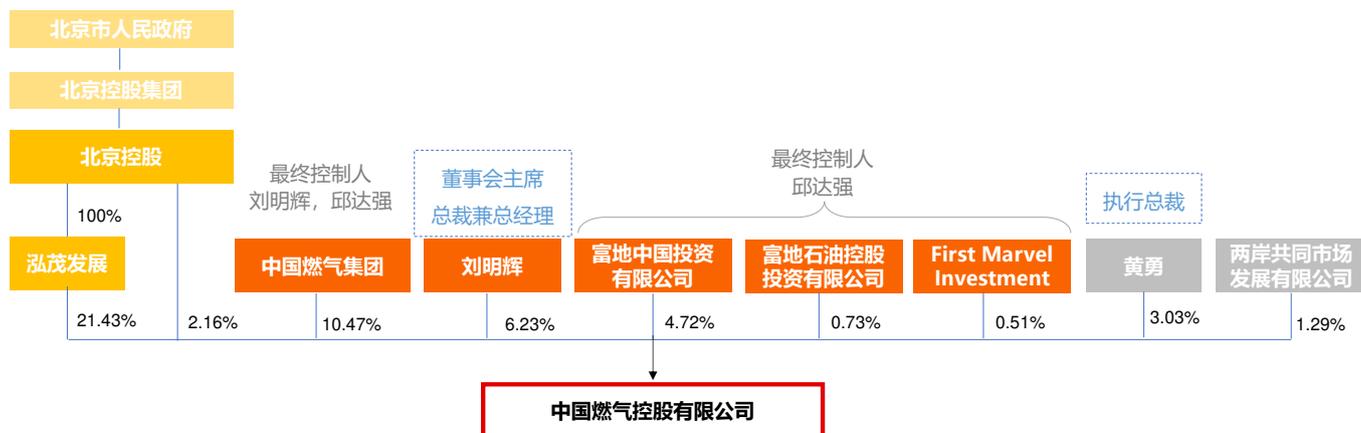
图 5：中国燃气分部业绩构成



资料来源：Wind，长江证券研究所

中国燃气的股权结构较为分散。直接第一大股东为泓茂发展（持股比例 21.43%），其控股股东为北京控股；中国燃气集团持股比例 10.47%，公司创始人兼董事会主席刘明辉直接持有 6.23% 股权；此外，公司执行总裁黄勇也持有公司 3.03% 股权。

图 6: 中国燃气股权结构图 (截至 2024-09-30)



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

表 1: 中国燃气董事会成员

姓名	职务	出生年份	最新薪酬 (万元)	最新持股数 (万股)	个人简历
刘明辉	执行主席、执行董事	1963	1,402.20	97,773.34	创始人兼公司主要股东
熊斌	董事会副主席,非执行董事	1967	-	-	同时担任北京控股集团总经理助理、北京市燃气集团董事
黄勇	执行董事	1963	1,181.00	16,478.32	自 2002 年加入中国燃气控股有限公司起为执行总裁
李晶	执行董事	1958	123.20	200.00	中国燃气控股有限公司数间附属公司 (包括富地燃气投资控股有限公司) 现任董事
刘畅	执行董事	1989	341.80	200.00	刘明辉先生之女儿
赵琨	执行董事	1977	350.70	-	2013 年加入北控能源至 2024 年六月, 曾经担任党总支副书记、工会主席及职工董事
朱伟伟	执行董事	1973	592.60	600.00	拥有丰富的融资及项目管理经验, 于 2015 年 3 月 31 日担任中国燃气控股有限公司执行委员会委员
Ayush Gupta	非执行董事	1971	-	-	
刘明兴	非执行董事	1973	41.30	80.00	刘明辉先生之弟弟, 现为北京大学经济学教授

资料来源: iFinD, 长江证券研究所 (注: 董事会中的 5 名独立非执行董事暂未列出; 截至 2024/25 财年中期财报。)

表 2: 中国燃气管管理层成员

姓名	职务	出生年份	最新薪酬 (万元)	最新持股数 (万股)
黄勇	执行总裁	1963	1,181.00	16,478.32
刘明辉	总裁, 董事总经理	1963	1,402.20	97,773.34
朱伟伟	常务副总裁, 财务总监	1973	592.60	600.00
陈佑民	副总裁	1970	-	-
邓耀波	副总裁	1971	-	-
高志远	副总裁	1975	-	-
郭娟	副总裁	1975	-	-

刘畅	副总裁，董事会办公室及公司秘书部副总经理，资本运营中心副总经理	1989	341.80	200.00
赵琨	副总裁	1977	350.70	-
陈颖琪	公司秘书	1984	-	-

资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：董事会中的 5 名独立非执行董事暂未列出；截至 2024/25 财年中期财报。）

股价复盘：我们统计自 2009 年初以来中国燃气的股价走势，截至 2024 年底股价涨幅 688%，市值从 2009 年初的 40 亿港元左右涨至 2024 年底的 368 亿元（在 2018 年中市值达到顶峰的 1818 亿港元），十六年的年化涨幅约 14.8%。其中，需要重点论述的时期包括：

1) 2012 年前后：期间股价显著上涨，更多与当时中石化和新奥能源联合对中国燃气进行要约收购及中国燃气的反收购博弈有关；

2) 2013-2014 年：市场化改革政策及业绩高速增长。2013 年国家发改委发布《关于调整天然气价格的通知》，并在之后发布一系列政策来建立基准门站价管理体系，天然气行业的政府价格管控逐步放松。与此同时，中燃也处于快速扩张期，管道天然气项目数量从 2013 年 3 月底的 184 个提升至 2015 年 3 月底的 273 个，2013/14 财年和 2014/15 财年的归母净利润同比增速分别为 46.0% 和 30.9%。 β 与 α 的共振带动股价大幅上涨。

3) 2017 年-2018 年中：此阶段既有国家发改委明确配气价格监管方式，也有国家大力推动的北方地区“气代煤”项目，中国燃气参与了华北等区域的农村气代煤项目，带来燃气接驳工程和售气量的快速增长，2016/17 财年和 2017/18 财年公司归母净利润同比增速分别为 82.5% 和 47.0%。

4) 2021 年 4 月-2023 年底：此期间公司市值跌幅高达 75%，有多方面因素影响：① 2021 年 4 月公司完成了国内燃气史上最大宗股权融资——配股集资 116.62 亿港元；② 2021 年 6 月公司参股的湖北十堰燃气项目发生爆炸事故；③ 自 2021/22 财年上半年归母净利润同比下降 19.3%，全年下降 26.9%，之后的两个财年归母净利润同比下降分别为 44.0% 和 25.8%，主要源于 2021-2022 年全球天然气价格大幅上涨导致燃气公司毛差受损以及房地产市场不景气带来接驳工程业绩的大幅下滑。

5) 2024 年初至今：股价在底部震荡徘徊，我们认为目前中国燃气已经步入到新的发展阶段，项目大幅扩张时期已过，资本开支降低带来自由现金流转正和分红金额的稳定，以及接驳利润占比已大幅降低，未来经营的稳定性大幅提升，向着高股息红马股演变。

图 7：中国燃气自 2009 年以来股价走势复盘图



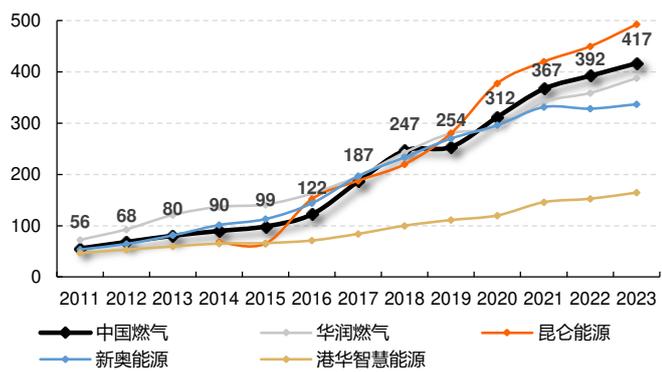
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

天然气销售：气量低速增长，毛差缓慢修复

销售气量：零售气量预期保持低个位数稳定增速

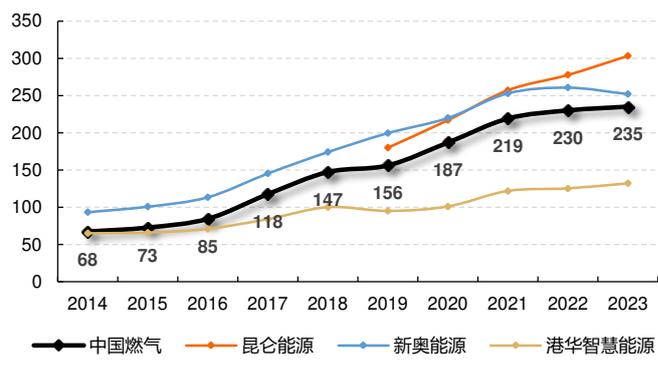
售气量增速从高速增长过渡到稳健低速增长阶段。中国燃气 2023 年总售气量达到 417 亿立方米，过去五年和十年售气量复合增速分别为 11.1%和 17.9%，在全国天然气消费量的市占率从 2014/15 财年的 4.9%提升至 2023/24 财年的 10.6%，售气量保持高增速。不过，2024/25 财年上半年公司售气量约 171 亿立方米，同比增长仅 0.9%；2022 年以来增速明显放缓，该趋势在其余全国性的城燃公司也多有体现。

图 8：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司总售气量（亿立方米）



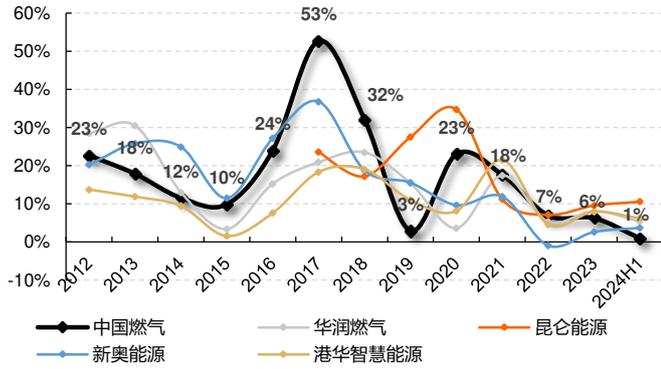
资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

图 9：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司零售气量（亿立方米）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 10：中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司总售气量同比增速



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

图 11：中国燃气各类用户气量增速



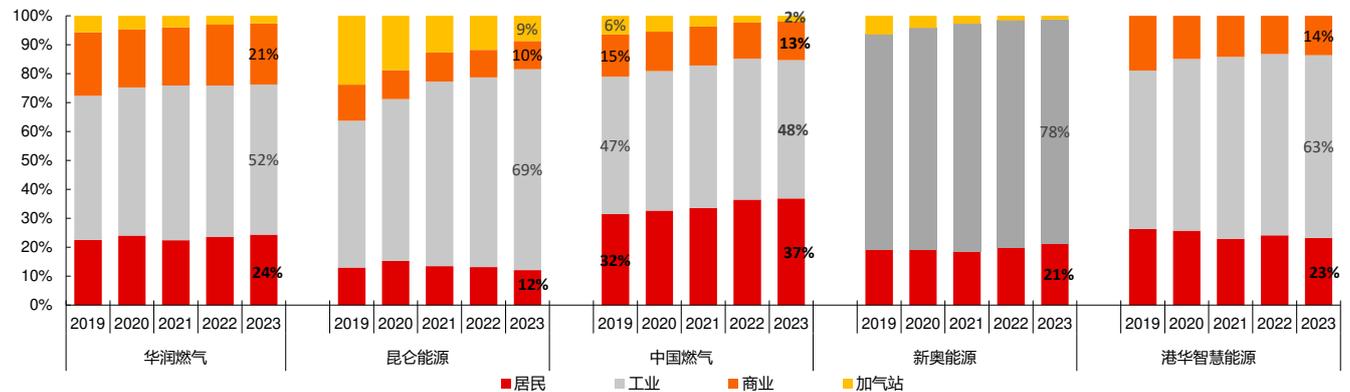
资料来源：iFinD，长江证券研究所

天然气零售：工业气量占据半壁江山，2024/25 财年整体零售气量指引 2%+。从售气量客户结构来看，2023/24 财年售气量中，居民用户/工业用户/商业用户/加气站占比分别为 37%、48%、13%、2%，工业用户仍为最大的客户群体。与华润燃气、昆仑能源、新奥能源、港华智慧能源相比，中国燃气的居民用气量占比最高。2024/25 上半财年整体售气量同比增长仅 0.9%，其中各类用气客户的增长情况如下：

- **居民用气：**“气代煤”高峰期已过，且全国城燃项目格局基本成型，新增项目数量较少，并购速度放缓；接驳陆续完工，居民用户规模扩大，推动气量增长 3.6%；
- **工业用气：**房地产行业持续疲软，部分相关产业如陶瓷、玻璃、钢铁等行业用气增速减缓；同时，以传统行业为主要发展支撑的地区，例如华北、东北等地工业用户减产、停产，导致天然气消费增长较为乏力；上半财年气量增长仅为 0.9%；
- **商业用气：**餐饮、酒店等行业用气需求稳定；部分区域的商业用户“瓶改管”（即煤气瓶改造为管道天然气）政策带动商业用户增加；上半财年气量增长 4.8%；
- **加气站：**该部分用气量占比很低，且受 2021-2022 年天然气价格高涨影响以及新能源车替代效应影响，2021 年以来加气站售气量持续下降；上半财年下降 24.7%。

受工业用气拖累影响，中国燃气对 2024/25 财年的零售气量增速预期从年初的 5%+ 下修到 2%+。

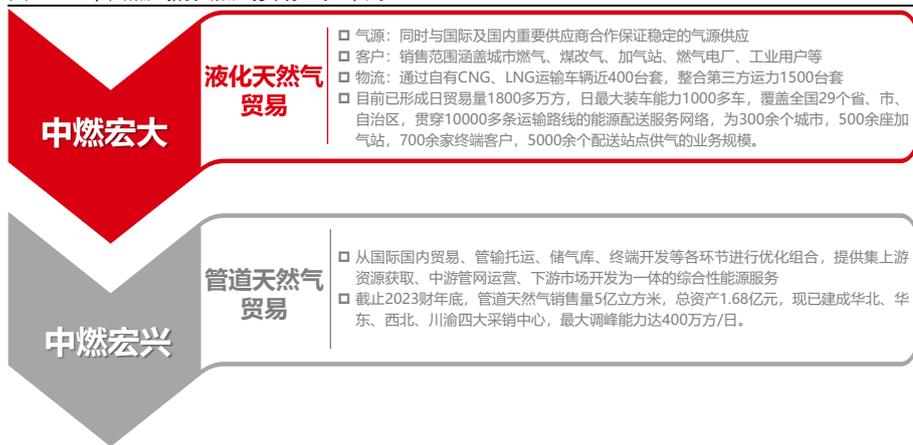
图 12：五家全国性城燃公司总售气量客户结构



资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：中国燃气的 2023 年是指 2023/24 财年，即 2023 年 4 月-2024 年 3 月；其他年份以此类推。）

天然气贸易气量 2018/19-2023/24 财年五年复合增速 12.9%。中国燃气从 2015 年开展天然气贸易业务，先后于 2015 年及 2021 年，注册成立了“中燃宏大”及“中燃宏兴”分别作为中燃集团液化天然气贸易及管道天然气贸易业务的实施主体。2023/24 财年公司天然气贸易量 181.9 亿立方米，占总售气量的 43.6%，过去五年复合增速 12.9%，高于同期的零售气量复合增速（9.8%）。

图 13：中国燃气的天然气贸易业务布局



资料来源：iFinD，公司官网，长江证券研究所

中燃已经成为中国最大的 LNG 分销企业之一，公司通过签订海外采购长协构建自有国际进口资源池，且掌握 LNG 接收站窗口期资源，既能打造全产业链的 LNG 贸易综合体，又能以低价气补充管道气缺口，降低综合采购成本，为获取额外价差创造条件。

1) 签订海外 LNG 长协资源：公司在 2022 年和 2023 年与 Energy Transfer、Next Decade 和 Venture Global 签订了 3 份 LNG 长协合同，涉及合同总量 370 万吨；并在 2024 年与维多公司签署 LNG 互换协议；构建自有国际进口资源池。

2) LNG 接收站窗口期使用权：公司拥有山东烟台西港和北海 LNG 码头的窗口期使用权；申请并获批国家管网天津南疆港、粤东、广西 LNG 接收站 2025-2027 年 12 个中长期窗口期；与北燃集团签订合作协议，获取天津南港 LNG 接收站稳定的卸载窗口期。

3) 组建自有 LNG 远洋运输船队：2023 年，与希腊船东 Taskos Energy 完成了长租船的谈判，锁定了 LNG 船 Maria Energy 10 年以上的远期租约；自 2024 年开始，与华光海运、中船租赁进行合作，在大连造船厂兴建 2+2 条 LNG 新造船项目落地，组建自有 LNG 远洋运输船队。

表 3：中国燃气签订的 LNG 长协合同

签约时间	合作方	气源	合作期限	年供应量 (万吨)	开始供货时间	挂钩价格指数	交货方式
2023 年 2 月	Venture Global (美国维吉公司)	Plaquemines LNG、CP2 LNG	20 年	200	-	-	-
2022 年 7 月	Next Decade	RioGrande LNG	20 年	100	2027 年	HH	FOB
2022 年 6 月	Energy Transfer	查尔斯湖 LNG	25 年	70	2026 年	HH	FOB

资料来源：iFinD，公司官网，长江证券研究所

销售价格：居民顺价比例约六成，2025 年有望继续推进

顺价背景：受国际油价和进口天然气成本上涨等因素影响，我国城燃公司的天然气采购价格在 2021-2022 年快速上涨，而价格传导相对滞后，尤其是居民气价，影响了燃气公司的盈利性。中国燃气的平均采购成本从 2020 年的 2.01 元/立方米上升到 2022 年的 2.90 元/立方米，对应综合毛差从 0.61 元/立方米下降到 0.42 元/立方米。

因此，国家发改委于 2023 年中向各省（市）、自治区下发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，但并未向全社会公开，推动终端销售价格与上游采购成本联动，来稳定城燃公司盈利和保障民生。之后，各地陆续发布当地的联动机制。我们梳理湖北省和辽宁省（征求意见稿）的文件内容，主要内容如下：

- **联动范围：**各地终端销售价格与燃气企业采购价格实行联动，并且采购价格不区分气源形式，按照全部气源加权平均价格确定。
- **联动周期：**非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动；居民用气价格联动周期为半年或一年。
- **联动公式：**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；之后终端销售价格 = 上期终端销售价格 + 价格联动调整额度。
- **联动幅度：**居民用气单次上调设置上限（湖北省为 0.5 元/立方米、辽宁省为 0.4 元/立方米），下调幅度不限；非居民用气单次上调幅度各地政策不一，湖北省并未设置上下限，辽宁省（征求意见稿）设置上限而不设置下限。同时也明确，若天然气价格大幅上涨至可能对民生和经济平稳产生不利影响的程度时，可暂时中止联动。

表 4：湖北省和辽宁省关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知

省份	湖北省	辽宁省
发布日期	2023-6-21	2024 年 5 月 9 日（征求意见稿）
	各地终端销售价格与燃气企业采购价格（含运输费用）实行联动。	
联动范围	采购价格不区分气源价格形式，原则上按照同一区域内燃气企业采购的全部气源加权平均价格确定。	燃气企业采购价格按照采购的全部气源价格加权平均确定。对有多家燃气企业且执行统一定价的地区，采购价格按所有企业采购价格加权平均确定。
	当燃气企业采购价格明显高于周边地区采购价格或当地主要气源平均价格时，可不予联动或降低联动标准。	企业采购价格明显高于市场公允价格时，可不予联动或降低联动标准。
	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动。	
联动周期	居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年，用气旺季价差较大的可按半年或区分淡旺季联动。	居民用气终端销售价格可按半年或一年联动，由各地结合实际具体确定。
	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。	
	联动机制建成后：终端销售价格 = 上期终端销售价格 + 价格联动调整额度。	
联动公式	价格联动调整额度 = (本期加权平均采购价格 - 上期加权平均采购价格) / (1 - 供销差率) ± 上期应调未调金额及偏差金额。	
	供销差率原则上按照新建管网 4.5%、运行 3 年（含）以上的管网 3.5% 确定。	供销差率按照上一年度燃气企业实际供销差量确定，最高不超过 4%。
联动幅度	居民用气终端销售价格上调应坚持平稳从紧原则，设置幅度限制；未调金额纳入下一联动周期统筹考虑。当市场价格持续大幅上涨，可能对居民生活和经济平稳运行产生严重不利影响时，可暂时中止联动。	

	非居民用气价格调整幅度不限。
	居民用气原则上第一阶梯价格单次上调不得超过每立方米 0.4 元，下调幅度不限。
	居民用气原则上单次上调不超过每立方米 0.5 元
联动程序	建立或调整居民天然气价格联动机制应严格履行听证程序； 依据已经生效实施的联动机制制定具体价格水平时，可以不再开展定价听证。

资料来源：Wind，湖北省政府官网，辽宁省政府官网，长江证券研究所

顺价进度：截至 2024 年底，推测全国或已有超过 60%的居民项目完成终端销售价格的顺价。根据 13 个城市的统计案例，第一档用气单价上涨 0.07-0.50 元/立方米（平均值 0.28 元/立方米），涨幅 2.5%-25.0%（平均值 10.5%）。以全国性城燃公司为例，华润燃气、中国燃气、港华智慧能源 2024H1 居民平均售价同比涨幅分别为 3.1%、2.9%、2.2%，自 2023 年初以来整体呈上涨趋势。参考全国性城燃公司中国燃气和新奥能源披露的数据，两家公司在 2024 财年年中均已有约 60%的居民气量完成顺价，考虑到 2024Q4 仍有合肥、郑州、长沙等重要城市完成调价，我们推测目前全国已经有超过 60%的居民项目完成顺价；2025 年将继续推进；届时将进一步带来中国燃气毛差的修复。

图 14：中国燃气的居民燃气价格顺价比例变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 15：新奥能源的居民燃气价格顺价比例变化



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：时间周期是从 2024 年初到年中。）

平均售价：预计中国燃气工商业售气价格随采购下降而下行，居民顺价在 2025 年有望继续推进。

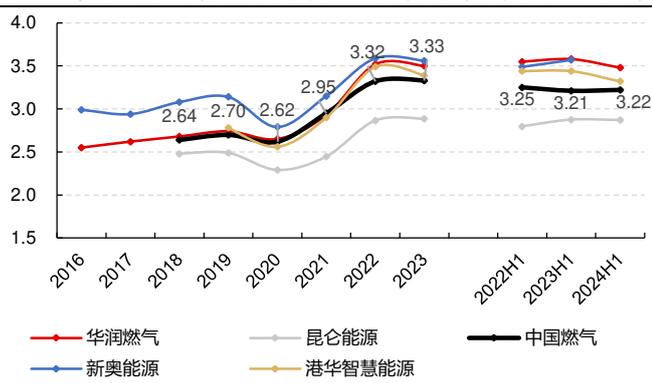
1) 工商业客户：工商业用气客户的气价调整周期较短，2023 年初以来全球天然气供需紧张格局得到一定缓和，气价震荡下行，带动中国燃气平均采购成本从 2022 年的 2.90 元/立方米下降到 2023 年的 2.83 元/立方米，2024/25 上半财年同比亦有约 0.01 元/立方米的下降；受此影响，公司的工业客户和商业客户销气价格也整体呈现下降趋势。考虑到未来全球天然气价格的震荡下行趋势，我们预计 2024/25 财年下半年和 2025/26 财年的工商业平均售价仍有可能下降。我们预测 2024/25 财年-2026/27 财年工商业平均售气价分别降低 3.5%、4.0%、3.0%。

2) 居民客户：与工商业客户气价趋势相反，居民用气由于此前长期未调整，城燃公司在 2021-2023 年面临较大的经营压力，因此此次居民顺价更多的体现为涨价，中国燃气的居民售价从 2022 年的 2.71 元/立方米上涨至 2023 年的 2.97 元/立方米，2024/25 财年上半年同比亦有 0.08 元/立方米的涨幅。考虑到公司目前仍有部分居民项目并未顺价，

因此我们预计 2024/25 财年下半年和 2025/26 财年的居民售价仍有可能进一步上涨。我们预测 2024/25 财年-2026/27 财年居民平均售气价分别上涨 2.0%、2.0%、1.0%。

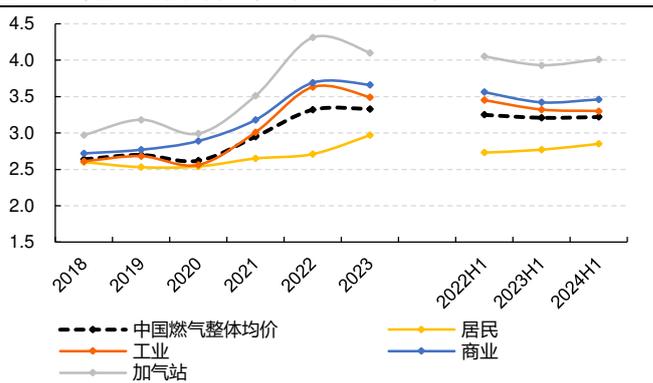
综合毛差: 受益于采购价格下降和居民顺价, 毛差持续修复。中国燃气毛差从 2017-2020 年 0.61-0.62 元/立方米的稳定水平快速下降至 2022 年的低谷, 之后随着采购成本的下降和居民气价的上涨, 毛差逐渐恢复, 2023/24 财年达到 0.50 元/立方米, 2024/25 财年上半年达到 0.59 元/立方米, 同比提升约 0.02 元/立方米。我们预计 2024/25 财年平均毛差可达到 0.53 元/立方米, 并在次年进一步提升至 0.55 元/立方米。

图 16: 中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司综合平均售价 (元/立方米)



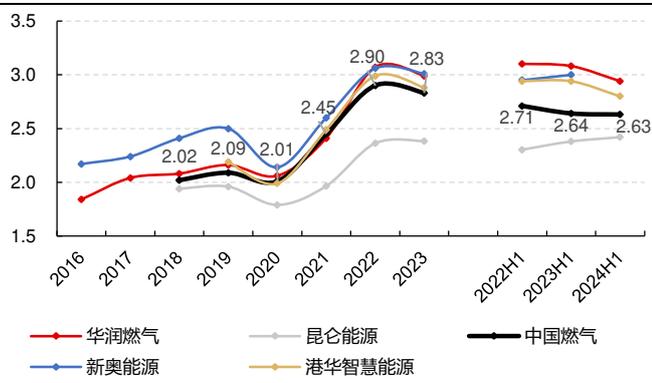
资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 17: 中国燃气各类用户平均售价 (元/立方米)



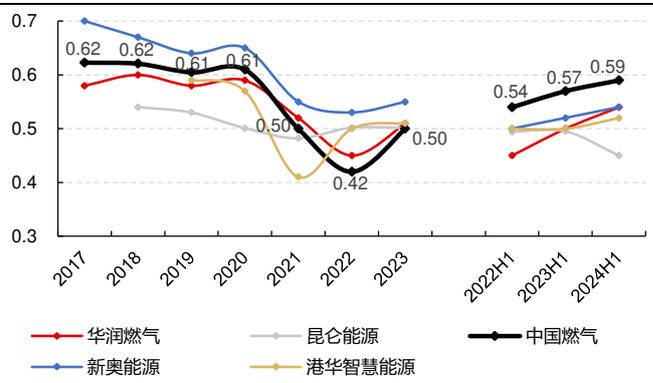
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 18: 中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司平均采购价格 (元/立方米)



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 19: 中国燃气及其他 4 家全国性城燃公司综合毛差 (元/立方米)



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

接驳工程: 趋势向下但业绩占比降低, 影响弱化

2023/24 财年中国燃气的接驳和工程设计施工业务营收合计 55.5 亿港元, 占比 6.8%; 分部业绩合计 13.0 亿港元, 占比 19.4%, 较 2018/19 财年时期的占比 55.2% 显著下降; 从 2020/21 财年开始接驳相关的业绩持续负增长, 对公司整体利润形成拖累。

从接驳户数来看, 受全国跑马圈地和北方农村“气代煤”政策带动, 中国燃气的接驳居民户数从 2016/17 财年的 256 万户快速增长至 2019/20 财年的 543 万户, 并在之后持续下降至 2023/24 财年的 166 万户, 公司指引 2024/25 财年接驳居民户数约 120-140 万户。随着国内城镇化率步入相对较高水平、房地产开发市场的不景气以及公司对外收购扩张战略的放缓, 预计未来接驳户数和接驳相关业绩仍将持续下降, 但降幅可能较过

去三年收窄。值得注意的是，公司的新增接驳户数中存量用户改造的比例约 27.5%-31.8%，中燃项目所在的城市居民燃气渗透率略超 70%，且随着城镇老旧小区改造的推进，未来公司接驳户数仍有一定的地板量需求，我们预估 2024/25-2026/27 财年接驳户居民数分别为 126 万户、112 万户、98 万户。

图 20：中国燃气接驳及工程设计施工业务营收、分部业绩情况



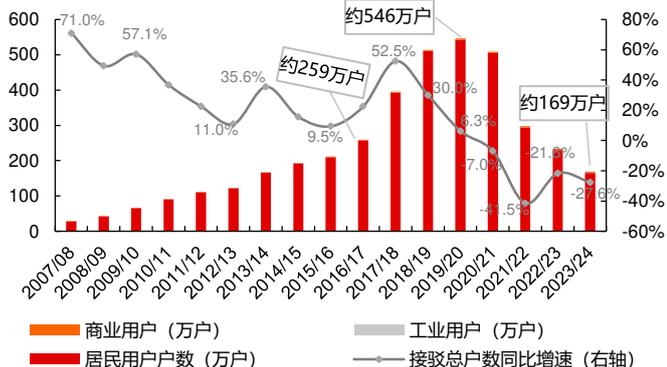
资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

图 21：中国燃气接驳及工程设计施工业务营收和分部业绩同比增速



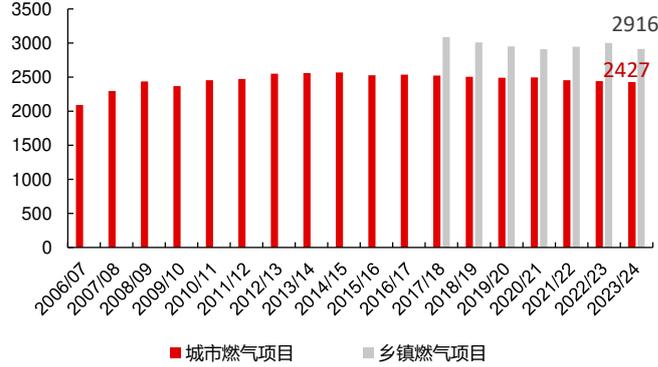
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 22：中国燃气历年接驳总户数同比增速



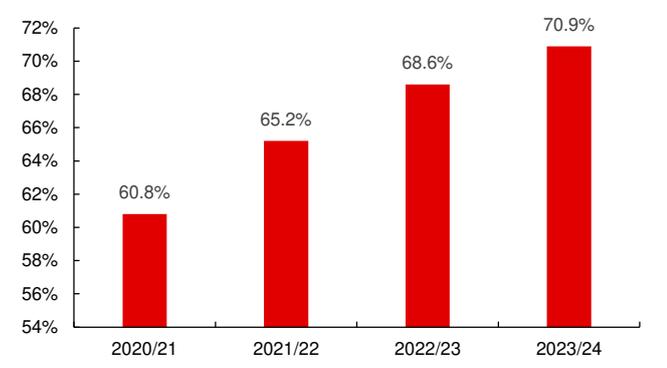
资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所（注：三个户数数字为总接驳数。）

图 23：中国燃气单户接驳费用（元/户）



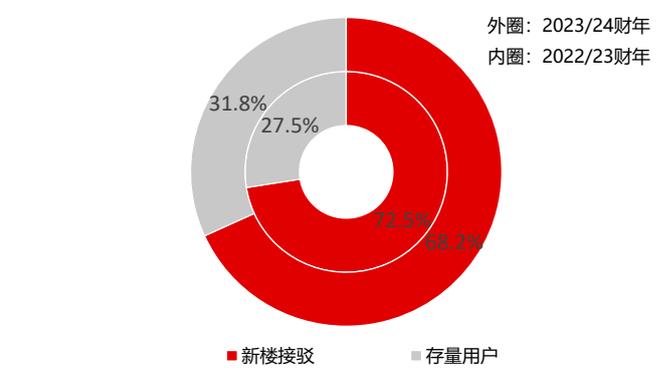
资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 24：中国燃气城市燃气居民用户渗透率



资料来源：iFinD，公司公告，长江证券研究所

图 25：中国燃气新增接驳用户结构



资料来源：iFinD，长江证券研究所

表 5: 中国燃气新增接驳居民用户户数测算

	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25E	2025/26E	2026/27E	2027/28E
城市燃气居民用户渗透率	60.8%	65.2%	68.6%	70.9%	72.7%	74.3%	75.7%	76.9%
渗透率同比提升		4.4%	3.4%	2.3%	1.8%	1.6%	1.4%	1.2%
特许经营权覆盖范围内城市居民总户数测算 (万户)	5301	5352	5389	5438	5471	5498	5520	5542
YoY		1.0%	0.7%	0.9%	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%
居民用户累计 (万户)	4015	4310	4539	4705	4831	4943	5041	5129
YoY	14.4%	7.3%	5.3%	3.6%	2.7%	2.3%	2.0%	1.7%
城市燃气项目	3223	3490	3697	3856	3977	4085	4179	4262
YoY	11.6%	8.3%	5.9%	4.3%	3.2%	2.7%	2.3%	2.0%
乡镇燃气项目	792	820	842	849	854	858	862	866
YoY	27.1%	3.4%	2.8%	0.8%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
新增接驳居民用户户数 (万户)	505	294	230	166	126	112	98	88
YoY	-7.0%	-41.7%	-21.8%	-28.0%	-24.0%	-10.9%	-12.7%	-10.6%

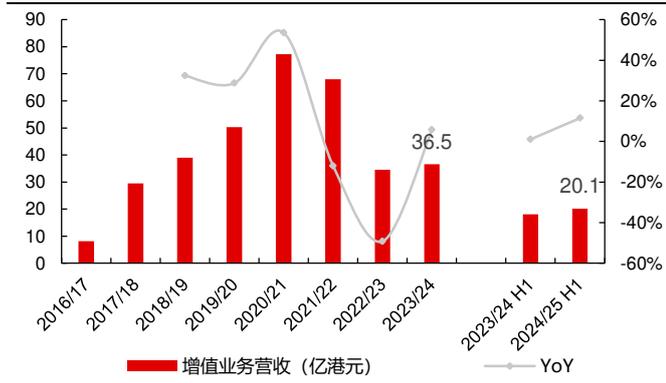
资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所 (注: 上述测算不考虑工业用户和商业用户, 这两类客户新增户数占比远远低于居民客户。)

增值业务: 壹品慧平台拟分拆, 未来渗透率提升潜力大

中国燃气的增值业务包括传统城燃和壹品慧两个模块。其中, 传统城燃承接政府主导项目增值产品的销售和服务、以及用户管道维修; 壹品慧定位为家庭全生活场景生态整合服务平台。2023/24 财年中国燃气的增值业务营收达到 36.5 亿港元, 同比增 5.8%; 实现经营性利润 15.8 亿港元, 整体占比 23.6%, 同比增 5.7%; 而 2024/25 上半财年营收和经营性利润增速分别提升到 11.6% 和 15.4%。其中, 2022 年增值业务营收和利润较前期有较大的下降主要是受接驳业务减少带来的传统城燃板块业务量减少所致, 未来增值业务的主要增量在于壹品慧模块。公司于 2023 年 6 月份公告拟将壹品慧分拆上市。

壹品慧业务的渗透率未来仍有大幅提升的潜力。壹品慧在全国 27 个省市进行业务布局, 下辖 12 家省级公司及 200 多家分子公司; 在线下, 通过城市店、4S 营业厅、社区小店、网格服务队等丰富的渠道网点, 贴近社区, 为用户提供厨房灶具、智能安防、全屋电器等产品, 并推出全屋局改、家政服务、安全检查、维修改造等生活服务。截至 2024 年 9 月底, 中国燃气在全国已经拥有 662 个管道燃气项目, 累计覆盖居民用户达 5460 万户, 在盘活现有客户资源上仍然大有可为。此外, 2024 年中以来, 为扩大内需而持续推出的设备更新和消费品以旧换新政策以及同样将带动壹品慧产品的销量提升。

图 26: 中国燃气增值业务营收及同比增速



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 27: 中国燃气增值业务分部业绩及占比



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 28: 中国燃气增值服务涉及范围

3大传统版块

厨房产品

HOMNLY GASBO 中燃宝 KIVILY 迷猴淘

自研厨电、净水、小家电等广受欢迎的厨房产品，并孵化 HOMNLY、中燃宝、迷猴淘 3大自有品牌

安防产品

霍明利

专注家庭、工商业、社区安防

其他产品及服务

慧安

包含维修改造、信息技术服务及安全检查服务等

4大新版块

壹品慧电器

“产业链+供应链”平台

壹品慧宜居

全屋空间、厨房空间、橱柜换新等

壹品慧到家

清洗、维修、家政、保洁等八大主营服务产品

壹品慧优选

一站式“厨房生活管家”

资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 29: 中国燃气增值服务涉及范围

扩大支持范围

加力支持大规模设备更新、消费品以旧换新以及家装焕新等内容。

1. 资金安排灵活: 统筹3000亿元超长期特别国债资金, 分别支持设备更新和消费品以旧换新。

2. 支持企业参与大规模设备更新和消费品以旧换新。

提升补贴标准

1. 家电补贴: 根据不同品类家电产品, 每类产品最高补贴2000元。

2. 家装焕新: 全屋/局部改造按照总价款的20%给予补贴, 最高不超过3万元。

优化组织方式

资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

液化石油气：全产业链布局与一体化分销运营商

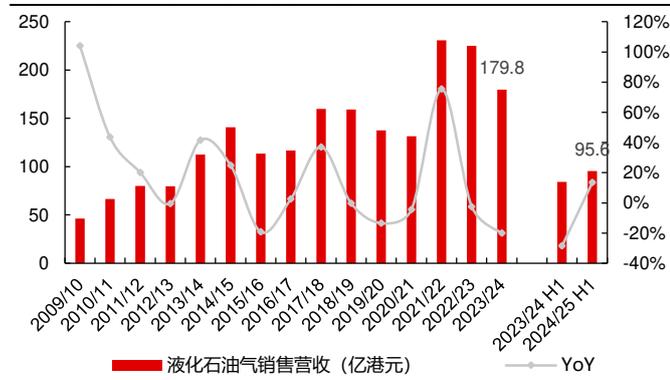
中国燃气为中国唯一拥有液化石油气(LPG)全产业链资源与一体化分销网络的运营商。截至2024年9月,公司液化石油气业务覆盖全国22个省级行政区,运营5座液化石油气专用码头及6座大型石化产品仓储物流基地,码头年吞吐量超1000万吨,LPG总库容超80万立方米。公司LPG业务在2023/24财年实现营收179.8亿港元,分部业绩1.2亿港元,整体占比分别为22.1%、1.8%;营收占比虽高,但利润影响较小。

图 30: 中国燃气在 LPG 领域的上下游一体化布局



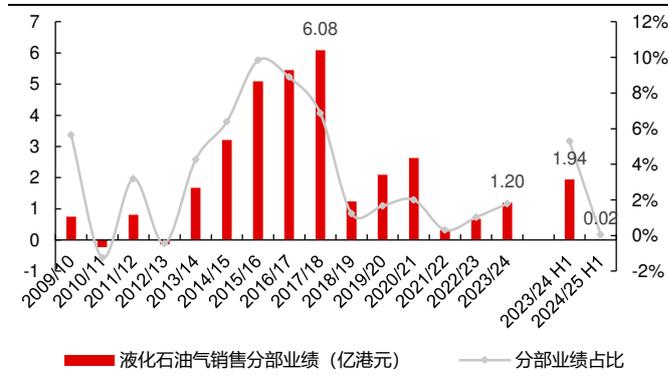
资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 31: 中国燃气 LPG 营收及同比增速



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 32: 中国燃气 LPG 分部业绩及占比

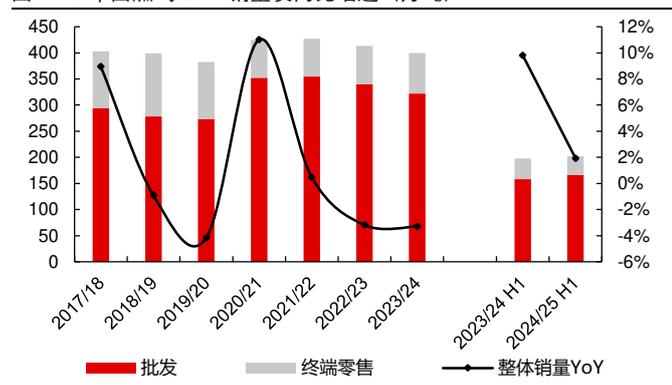


资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

LPG 需求整体平稳,但轻资产整合或可带来一定增量。公司LPG业务包括零售和批发贸易,销量近年保持平稳,2023/24财年为400万吨(批发贸易量占比约80.6%),与2018/19年销量基本持平。国内液化石油气的主要消费方包括化工(占比58.0%,2023年)、民用(占比20.2%)、商用(占比15.3%)、工业(占比6.21%)、车用(占比0.3%)。国内经济不景气也导致部分化工企业产能利用率下降,工业用气承压;2023年6月宁夏烧烤店爆炸案给液化石油气的安全使用敲响了警钟,各地政府加快了瓶装气整顿力度。在此背景下,中燃将通过对外输出品牌影响力和运营经验进行轻资产整合,统一场站管理、充装管理、钢瓶管理、用户端管理,并实现全流程数字化监管,或可对冲“瓶改管”导致的LPG销量下降,甚至带来销售增量。

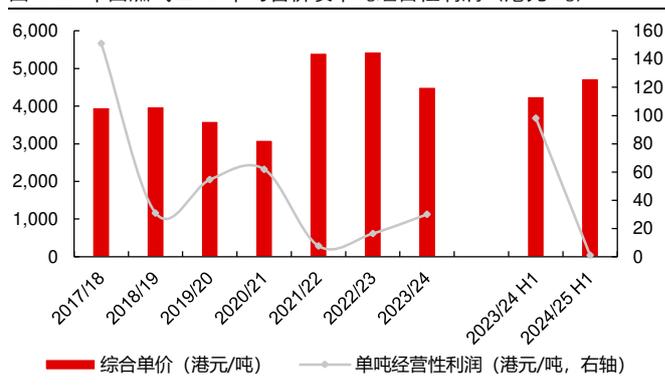
2024/25 上半财年公司 LPG 业务分部业绩仅 201 万港元，较上年同期的 1.9 亿港元大幅下滑，主要源于：1) 国内经济承压，国内经济不景气也导致部分化工企业产能利用率下降，工业用气承压，更多的气体转向燃料领域，竞争加剧导致 LPG 贸易端毛差收窄；2) 国际市场供需关系、欧佩克减产、地缘政治等导致 LPG 国际采购价格居高不下。

图 33: 中国燃气 LPG 销量及同比增速 (万吨)



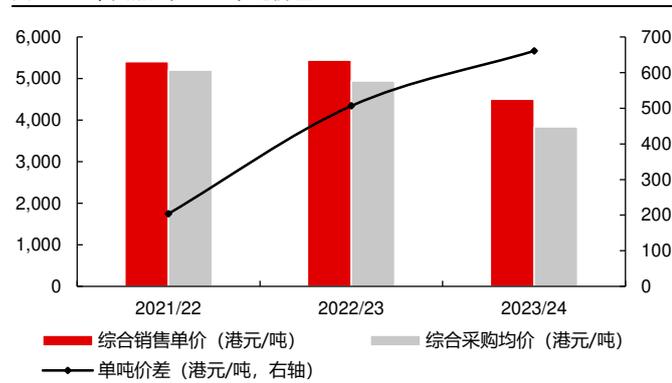
资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 34: 中国燃气 LPG 平均售价及单吨经营性利润 (港元/吨)



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 35: 中国燃气 LPG 单吨价差



资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 36: 中国燃气 2023/24 财年 LPG 前五大供应商

供应商名称	采购数量 (万吨)	占比 (%)
ASTOMOS ENERGY CORPORATION (日本)	54.7	17.2
中国石化炼油销售有限公司	28	8.8
E1 CORPORATION (韩国)	22.9	7.2
中国石化扬子石油化工有限公司	21	6.6
Kuwait Petroleum Corporation (科威特)	14	4.4
合计	140.6	44.2

资料来源: iFinD, 公司公告, 长江证券研究所

图 37：原油价格及液化石油气相关价格走势

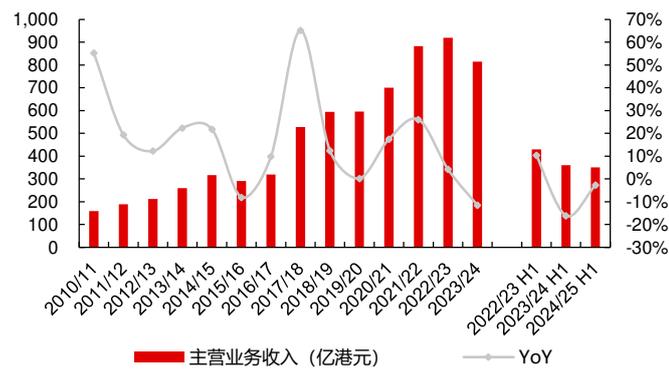


资料来源：iFinD，长江证券研究所

财务分析：ROE 有望触底修复，自由现金流向好

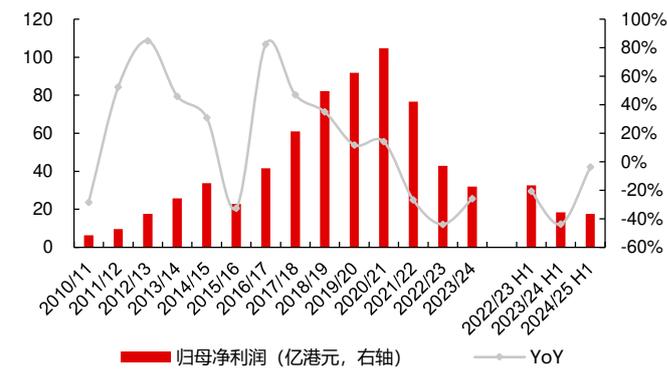
中国燃气 2023/24 财年实现营收 814.1 亿港元，同比下降 11.5%；归母净利润 31.8 亿元，同比下降 25.8%，受居民接驳户数大幅下降和上游采购成本上涨积压单位毛差影响，公司归母净利润连续三年下降。2024/25 上半财年营收和归母净利润分别同比下降 2.6% 和 3.8%，降幅收窄。公司的营收和利润在 2017 年全国启动北方地区“气代煤”之后迎来一波快速上涨；当前国内多数城燃公司从此前的全国跑马圈地阶段过渡到内生稳健增长阶段，中国燃气亦是如此，我们预计未来随着接驳利润占比的持续下降，对整体利润拖累有限，且居民顺价带动毛差走阔，业绩有望在 2024/25 财年重回稳健正增长。

图 38：中国燃气主营业务营收及同比增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

图 39：中国燃气归母净利润及同比增速



资料来源：iFinD，长江证券研究所

盈利能力：横向比较来看，2023/24 财年中国燃气的 ROE 仅为 5.9%，既处于过去十年的最低水平，又显著低于华润燃气、新奥能源等同行龙头。我们分析，ROE 较低主要源于：

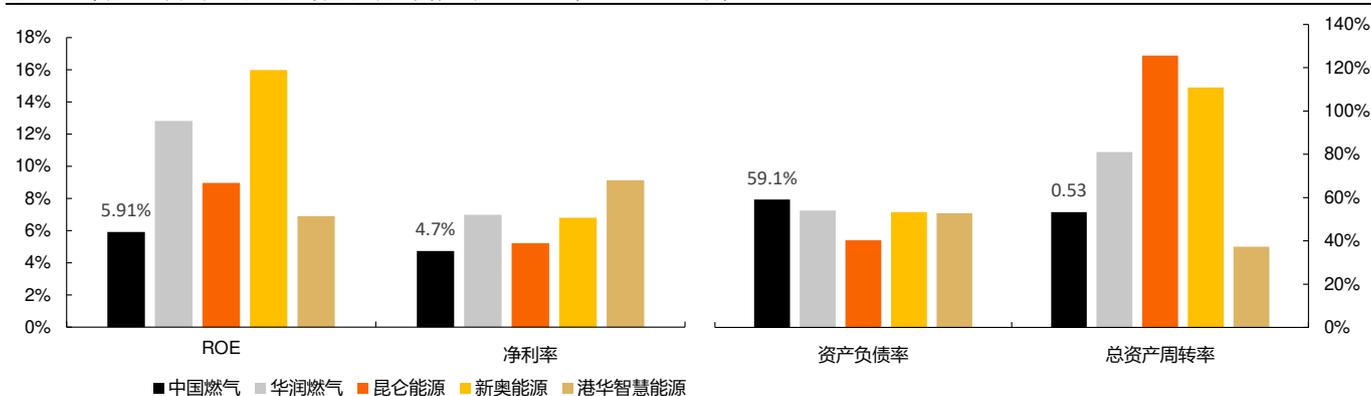
- 1) **净利率较低**：高净利率的接驳工程占比从巅峰的 50%+降低到目前的 20%左右，且 2021-2022 年的全球气价上涨导致运营毛差大幅降低，目前仍未恢复到 2021 年之

前的水平（0.60 元/立方米）。与华润燃气项目，中国燃气的 LPG 业务或是主要拖累项，该业务营收占比超过 20%但经营性利率较低（近五年平均值仅为 0.9%）；我们认为该业务盈利性或已触底，未来若有一定恢复则会减少对整体净利率的拖累。综上，未来随着毛差的改善和天然气销售运营端利润占比的提升，公司净利率预计将持续提升。

- 2) **总资产周转率较低**：城燃公司的总资产构成中占比最高的为燃气管网等固定资产，而中国燃气的有息负债体量较大，在总资产中的占比远高于华润燃气和昆仑能源、新奥能源，港华智慧能源面临的状况与中燃类似。当前公司已经在做战略收缩，不再大规模新签或并购特许经营项目，自由现金流已经转正，在满足每年的分红之后尚有余力逐步偿还银行贷款，有息负债有望逐步降低。

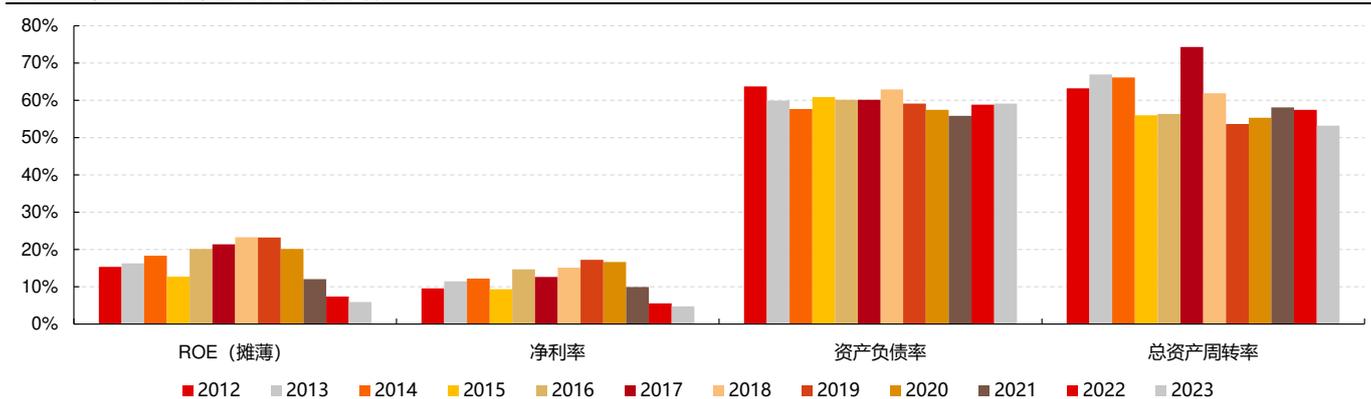
综上，我们认为当前或是中燃 ROE 的低谷，未来将逐步提升。

图 40：中国燃气与可比城燃公司杜邦财务指标比较（2023 年、2023/24 财年）



资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：中国燃气的 2023 年数据为 2023/24 财年（2023 年 4 月~2024 年 3 月），以此类推。）

图 41：中国燃气历年杜邦财务指标走势

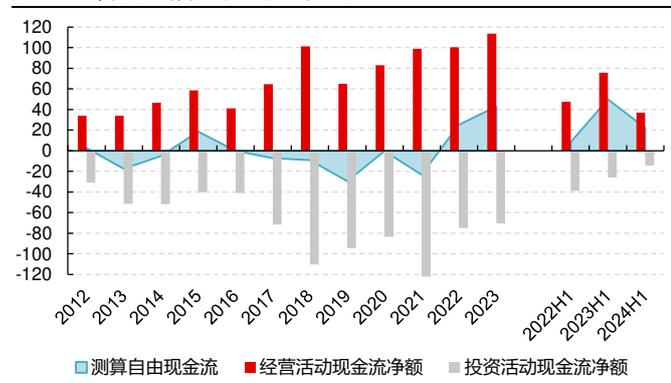


资料来源：iFinD，长江证券研究所

现金流：随着农村“气代煤”项目的收尾和房地产市场不景气导致的接驳工程的减少，中国燃气的投资活动现金流自 2021 年开始显著收缩，2023/24 财年为-70.5 亿港元，2024/25 上半财年仅-14.6 亿港元（2023/24 上半财年为-25.9 亿港元）。与此同时，随着售气量的增长，经营现金流净额不断增加带动公司自由现金流在 2022/23 财年转正，

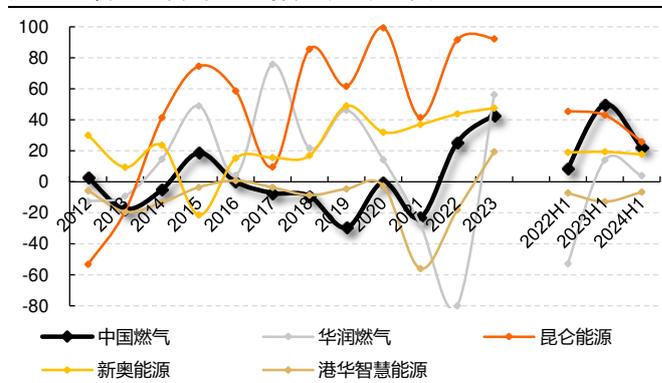
2023/24 财年达到 42.9 亿港元；伴随资本开支的进一步降低，自由现金流未来仍将继续提升。

图 42：中国燃气自由现金流（亿港元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所

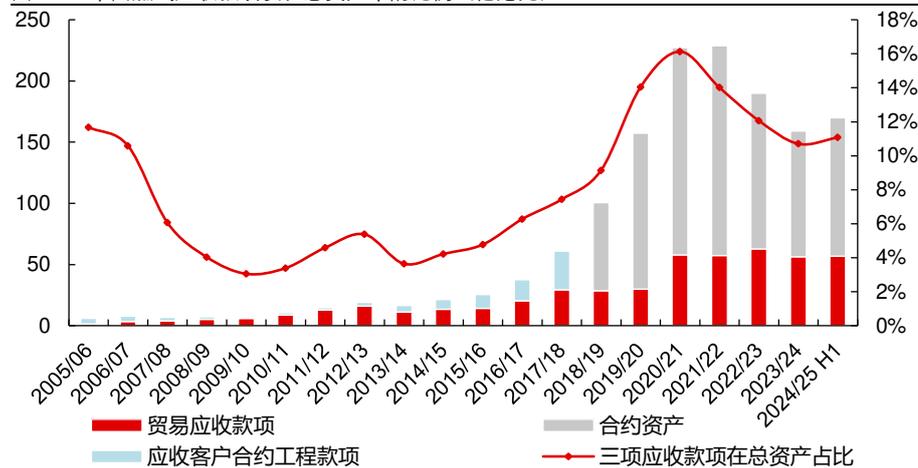
图 43：中国燃气与可比公司自由现金流（亿元）



资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：新奥能源、昆仑能源 2017 年及以后的数据单位货币为人民币，其余公司是港币；自由现金流=经营现金流净额-投资现金流净额，其中昆仑能源由于涉及到资产处置，用资本开支金额代替投资现金流净额。）

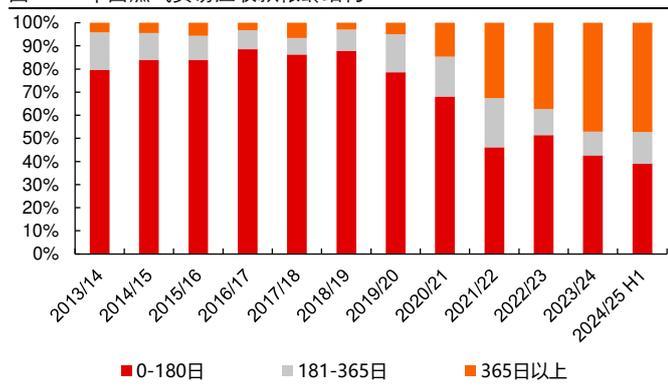
应收款项：2024 年 9 月底，中国燃气的贸易应收款和合约资产合计约 170 亿港元，在总资产中的占比 11.1%；较 2020/21 财年末的 16.1% 大幅降低；应收账款总额稳中有降；推测欠款方主要为各地特许经营项目的接驳客户（房地产开发商、地方政府），由于燃气管网是否入户贯通关系到楼盘能否通过验收交房，且接驳工程款的最终支付方为房屋业主，不会对房地产开发商形成额外的支出压力，因此我们认为该部分欠款最终坏账的概率较低，前期计提拨备有一定的冲回概率。

图 44：中国燃气应收款项及在总资产中的比例（亿港元）



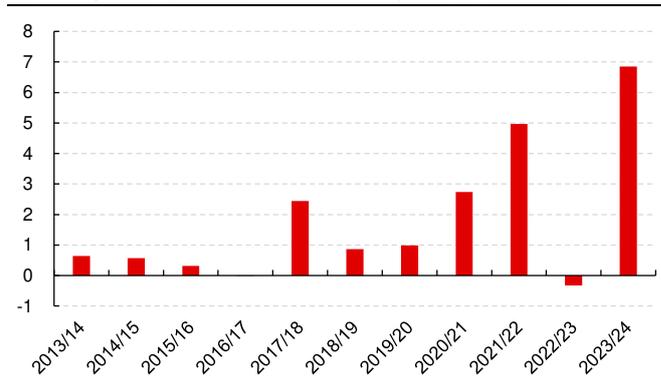
资料来源：iFinD，长江证券研究所（注：不考虑应收联营公司和合资公司款项。）

图 45: 中国燃气贸易应收款帐龄结构



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 46: 中国燃气贸易应收款及合约资产计提拨备 (亿港元)



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

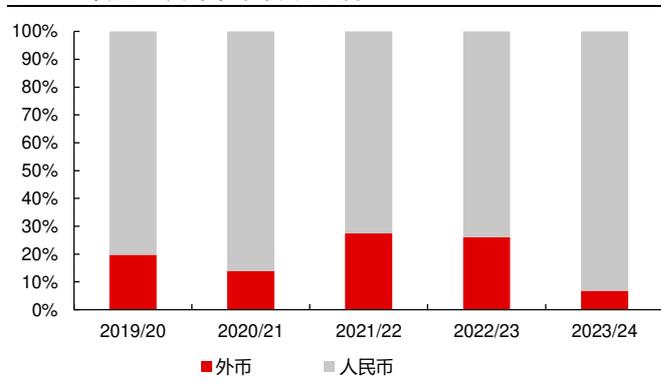
有息负债: 截至 2024/25 财年中期, 公司有息负债约 604 亿港元, 包括短期借款 204 亿港元和长期借款 400 亿港元, 资产负债率约 58.2%。自 2022 财年以来公司有息负债金额整体保持稳定, 主要得益于公司逐渐步入稳定发展阶段, 资本开支需求减弱。而利润表中的利息支出金额持续增加, 主要是由于在美联储加息背景下外币贷款融资成本的上漲。2022 年以来国内 LPR 融资成本下行, 而美联储也已经开始降息, **预计未来公司整体融资成本将显著下行, 带来利息支出的节约。**同时, 公司自由现金流已经转正, 在满足分红金额的情况下, **仍有余力偿还有息负债, 降低资产负债率。**

图 47: 中国燃气有息负债分布 (亿港元)



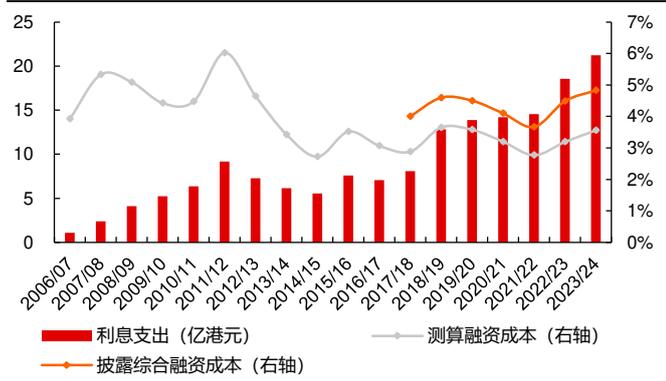
资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 48: 中国燃气外币和本币贷款比例



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

图 49: 中国燃气融资成本



资料来源: iFinD, 长江证券研究所 (注: 测算融资成本=当年利润表中的利息支出/年初年末有息负债平均值, 未包含资本化的利息部分。)

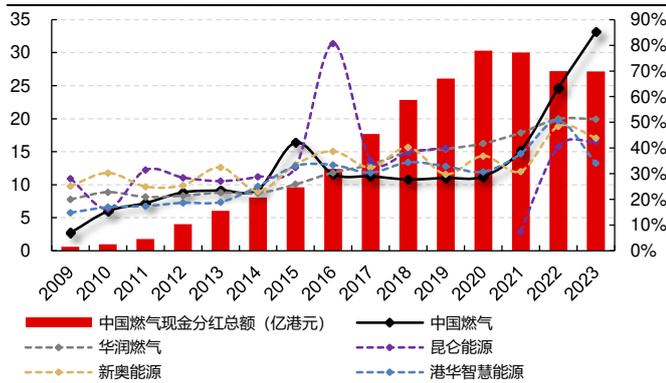
图 50: 中国 LPR 利率及美债收益率曲线图



资料来源: iFinD, 长江证券研究所

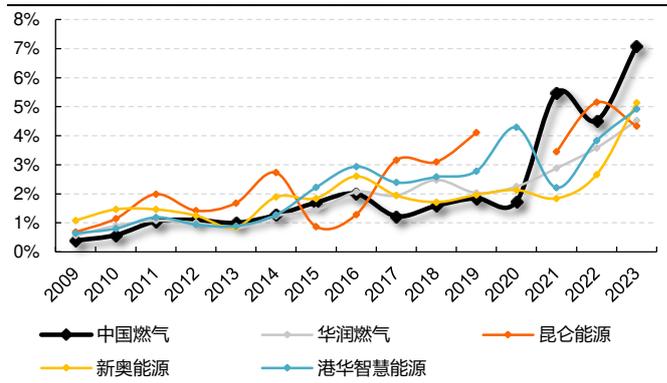
分红派息: 中国燃气 2023/24 财年实现分红派息 27.2 亿港元, 虽然当年归母净利润大幅下降, 但自由现金流的提升支撑公司维持固定分红金额; 从历史来看, 公司分红比例不断提升, 且股息率也向上, 远高于同行业其余公司; 截至目前 (2025/3/14) 公司股息率约 7%。

图 51: 中国燃气现金分红总额及各家公司股利支付率



资料来源: iFinD, 长江证券研究所 (注: 线性图均为股利支付率; 昆仑能源在 2020 年大额特殊派息, 为保证数据显示效果暂不展示该数据。)

图 52: 中国燃气及可比公司股息率走势图



资料来源: iFinD, 长江证券研究所 (注: 昆仑能源在 2020 年大额特殊派息, 为保证数据显示效果暂不展示该数据。)

盈利预测与估值: 高股息率+业绩反转预期

核心假设:

- 1) **销售气量:** 预计 2024/25 财年、2025/26 财年、2026/27 财年公司总售气量分别为 427.0 亿立方米、438.9 亿立方米、451.0 亿立方米, 同比增速 2.4%、2.8%、2.7%;
- 2) **销售均价:** 预计 2024/25 财年、2025/26 财年、2026/27 财年公司销售均价分别为 3.27 元/立方米、3.21 元/立方米、3.15 元/立方米, 其中居民气售价受益于顺价的继续推进分别达到 3.03 元/立方米、3.09 元/立方米、3.09 元/立方米;
- 3) **综合毛差:** 预计 2024/25 财年、2025/26 财年、2026/27 财年公司综合毛差分别为 0.53 元/立方米、0.55 元/立方米、0.57 元/立方米, 逐渐提升;

- 4) **接驳户数**: 预计 2024/25 财年、2025/26 财年、2026/27 财年公司居民接驳户数分别为 127 万户、112 万户、98 万户, 同比分别下降 23.3%、11.7%、12.7%。
- 5) **增值服务**: 预计 2024/25 财年、2025/26 财年、2026/27 财年公司增值服务营收增速分别为 10%、10%、10%, 营业利润率稳定在 43.0%。

综上,我们预计中国燃气 2024/25 财年-2026/27 财年的营收分别为 802.5 亿港元、797.4 亿港元、797.6 亿港元, 归母净利润分别为 36.4 亿港元、41.9 亿港元、47.1 亿港元, 同比增 14.3%、15.3%、12.4%, 对应 PE 估值 10.7x、9.3x、8.3x, PB 估值 0.70x、0.68x、0.65x。公司近两年分红金额维持在 27.2 亿港元, 未来资本开支进一步收敛后自由现金流有望持续向好支撑高分红, 目前股息率约 7% (2025/3/14); 且利润端, 居民顺价和上游采购成本下降带来毛差修复, 燃气接驳工程业绩占比降低到 20%附近, 对未来利润干扰有限, 我们预计自 2024/25 财年开始将扭转此前业绩大幅下滑的趋势, EPS 重新恢复增长。首次覆盖给予“买入”评级。

表 6: 中国燃气核心财务指标

单位/百万港元	2023/24A	2024/25E	2025/26E	2026/27E
营业收入	81410	80246	79743	79764
(+/-)(%)	-11.5%	-1.4%	-0.6%	0.0%
归母净利润	3185	3639	4194	4714
(+/-)(%)	-25.8%	14.3%	15.3%	12.4%
EPS (港元/股)	0.59	0.67	0.77	0.87
P/E	12.2	10.7	9.3	8.3
P/B	0.72	0.70	0.68	0.65

资料来源: iFinD, 长江证券研究所

表 7: 中国燃气分业务营收和经营性利润预测

单位: 亿港元	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24	2024/25	2025/26	2026/27
营业收入	595.4	699.8	882.3	919.9	814.1	802.5	797.4	797.6
管道燃气销售	270.5	359.4	505.3	575.5	524.4	522.4	523.7	525.7
燃气接驳	123.2	124.8	72.3	56.9	40.1	35.3	31.4	27.6
工程设计、建设及施工	13.7	6.8	5.9	10.9	15.4	11.9	10.4	9.1
液化石油气销售	137.7	131.6	230.8	225.0	179.8	174.2	168.4	166.6
增值服务	50.3	77.2	68.0	34.6	36.5	40.2	44.2	48.6
其他业务	0.0	0.0	0.0	17.1	17.8	18.5	19.2	20.0
中裕能源								
营业收入 YoY	0.3%	17.5%	26.1%	4.3%	-11.5%	-1.43%	-0.63%	0.03%
管道燃气销售	-0.2%	32.8%	40.6%	13.9%	-8.9%	-0.4%	0.3%	0.4%
燃气接驳	10.2%	1.3%	-42.1%	-21.3%	-29.4%	-12.0%	-11.1%	-12.0%
工程设计、建设及施工	6.8%	-50.4%	-13.2%	85.0%	41.1%	-22.7%	-12.1%	-13.2%
液化石油气销售	-13.5%	-4.4%	75.3%	-2.5%	-20.1%	-3.1%	-3.3%	-1.1%
增值服务	28.8%	53.6%	-11.9%	-49.2%	5.8%	10.0%	10.0%	10.0%
其他业务					4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
中裕能源								

分部业绩	125.6	131.3	104.4	66.7	67.1	68.7	74.9	80.1
管道天然气销售	33.7	39.6	42.0	29.2	30.6	36.5	42.2	46.2
燃气接驳	27.7	28.2	13.2	9.7	6.8	6.0	5.3	4.7
工程设计及施工	44.4	33.3	19.3	7.1	6.2	1.8	1.0	0.9
液化石油气销售	2.1	2.6	0.3	0.7	1.2	0.7	1.0	1.0
增值服务	15.9	23.2	24.9	15.0	15.8	17.3	19.0	20.9
其他业务				4.4	4.3	4.4	4.6	4.8
中裕能源	1.8	4.2	4.7	0.6	2.2	2.0	1.6	1.6
分部业绩 YoY	24.9%	4.5%	-20.5%	-36.1%	0.6%	2.4%	8.9%	7.0%
管道燃气销售	13.1%	17.5%	6.2%	-30.6%	4.9%	19.2%	15.7%	9.4%
燃气接驳	-19.6%	2.1%	-53.4%	-26.2%	-29.8%	-11.9%	-11.1%	-12.0%
工程设计、建设及施工	111.2%	-25.0%	-42.2%	-63.2%	-12.1%	-71.4%	-41.4%	-13.2%
液化石油气销售	69.2%	25.9%	-87.7%	110.0%	76.9%	-42.0%	45.0%	-1.1%
增值服务	39.3%	45.6%	7.4%	-40.0%	5.7%	9.3%	10.0%	10.0%
其他业务					-4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
中裕能源	-32%	139%	11%	-86%	232%	-7%	-20%	0%
分部业绩结构	100.0%							
管道燃气销售	26.8%	30.2%	40.3%	43.8%	45.6%	53.1%	56.4%	57.7%
燃气接驳	22.0%	21.5%	12.6%	14.5%	10.2%	8.7%	7.1%	5.9%
工程设计、建设及施工	35.4%	25.4%	18.5%	10.6%	9.3%	2.6%	1.4%	1.1%
液化石油气销售	1.7%	2.0%	0.3%	1.0%	1.8%	1.0%	1.3%	1.2%
增值服务	12.7%	17.7%	23.9%	22.4%	23.6%	25.2%	25.4%	26.1%
其他业务				6.7%	6.4%	6.5%	6.2%	6.0%
中裕能源	1.4%	3.2%	4.5%	1.0%	3.2%	2.9%	2.1%	2.0%

资料来源：iFinD，长江证券研究所

风险提示

1、居民气价顺价进度不及预期风险。截至 2024 年 10 月底公司已调价居民气量占比达到 62%，仍在推进中，但考虑到当前的经济形式和居民舆论，剩余项目后续调价进度仍有一定的不确定性。

2、天然气采购成本上升风险。城燃业务的主要成本项为天然气采购成本，2022 年底以来虽然采购成本整体呈下降趋势，但未来若地缘政治等因素扰动导致全球天然气供需失衡，可能导致公司天然气采购成本上涨，进而影响单位毛差。

3、接驳户数大幅下降风险。2023/24 财年中国燃气的接驳和工程设计施工业务营收合计 55.5 亿港元，占比 6.8%；分部业绩合计 13.0 亿港元，占比 19.4%。随着国内城镇化率步入相对较高水平、房地产开发市场的不景气以及公司对外收购扩张战略的放缓，预计未来接驳户数和接驳相关业绩仍将持续下降。若接驳户数短期下降幅度过大，则可能导致拖累公司整体业绩。

4、分红金额不及预期风险。中国燃气 2023/24 财年实现分红派息 27.2 亿港元，虽然当年归母净利润大幅下降，但自由现金流的提升支撑公司维持固定分红金额。考虑到公司目前仍有较大规模的有息负债，若未来分红金额下降，则可能导致股息率下调。

5、盈利预测假设不成立或不及预期风险。在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于气量增长和居民顺价进度进行系列假设，基于上述假设，2024/25 财年-2026/27 财年的营收分别为 802.5 亿港元、797.4 亿港元、797.6 亿港元，归母净利润分别为 36.4 亿港元、41.9 亿港元、47.1 亿港元。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等，悲观假设下，若三年预测期内气量增速比当前假设放慢 1pct，且 2024/25 财年和 2025/26 财年的居民气价提升幅度放缓到 1%，则 2024/25-2026/27 财年公司收入同比分别降低至 798.4 亿元、788.6 亿元、785.8 亿元；对应测算归母净利润分别为 35.1 亿元、39.3 亿元、44.3 亿元。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务（例如：配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资）。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。