

公用事业

2025 年 03 月 30 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 03 月 28 日

收盘价（港币）	28.20
恒生中国企业指数	8606.51
52 周最高/最低（港币）	35.20/19.50
H 股市值（亿港元）	652.55
流通 H 股（百万股）	2,314.01
汇率（人民币/港币）	1.0837

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

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

联系人

朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

华润燃气 (01193)

——暖冬影响下半年销气增速 财务结构持续优化

投资要点：

- 事件：**华润燃气公布 2024 年业绩：实现营业收入 1026.76 亿港元，同比增加 1.4%。股东应占净利润为 40.88 亿港元，同比减少 21.7%。剔除收购重庆燃气、厦门燃气产生的一次性收益及汇率波动影响后，公司核心利润 41.48 亿港元，同比增长 0.02%，低于我们的预期，主要系公司下半年暖冬影响销气增速下滑及接驳业务下降幅度较高所致。公司拟派末期股息 0.7 港元/股，连同中期分红公司全年股息达 0.95 港元/股。以 3 月 28 日股价计算，公司股息率为 3.37%。
- 下半年气量增速放缓，毛差修复销气基本盘业绩提升。**2024 年公司零售销气量 399.1 亿 m³，同比增长 2.9%，其中居民、工业、商业气量分别同比增长 6.3%、1.5%、3.8%。受暖冬及包括非金属矿物制造业等行业景气度较低等因素影响，公司下半年销气量为 190.1 亿 m³，同比仅微增 0.4%。2024 年公司销气毛差达 0.53 元/m³（上半年毛差为 0.54 元/m³），同比增长 0.02 元/m³，毛差环比收窄主要系高毛差工商用气销气增速下滑，导致毛差结构性下降所致。2024 年公司天然气销售业绩达 82.21 亿港元（含加气站业绩），同比增长 8%。接驳业务方面，2024 年公司接驳业务收入 92.51 亿港元，同比下降 15%，税前利润 29.27 亿港元，同比下降 28%。新增接驳中低毛利率的旧房改造占比增加，导致接驳利润下滑速度大于接驳用户下降速度。
- 打造多元气源体系，上下游资源整合能力持续提升。**境内气源方面，2024 年公司提升中石油长协采购量，全年自主统筹气量 40 亿 m³，同比增长 33.3%。境外气源方面，公司于 2024 年 2 月首次完成国际现货采购，并设立香港国际事业公司。2025 年 3 月，公司与伍德赛德签署长期 LNG 销售协议，自 2027 年起伍德赛德向公司每年供应 60 万吨 LNG，期限为 15 年。在国际气价整体回落的背景下，公司可通过进口国际资源，降低企业综合进气成本。7 月公司气源交易商城“气合网”上线，通过数智化手段，持续提升自身气源议价与统筹能力。随着公司拓展气源渠道，公司成本有望持续优化，叠加下游客户资源整合能力持续提升，上下游多措并举公司销气主业降本增效可期。
- 双综业务稳定增长，公司成长动能强。**截至 2024 年底，公司分布式能源、分布式光伏、交通充能累计签约 3.2GW、286MW、478MW，累计投运 2.6GW、94.7MW、415MW。“两布一充”装机规模快速成长，带动 2024 年公司能源销售量同比高增 27.2%至 37.4 亿千瓦时，实现综合能源毛利 3.6 亿港元，同比增长 33.6%。综合服务方面，公司综合服务业务渗透率不断提升，综合服务分部盈利同比增长 2.1%至 14 亿港元。双综业务稳定增长，有望持续增厚公司业绩。
- 资本开支回落财务弹性充足，回购将提升公司单股价值。**2024 年公司资本开支规模 44.2 亿港元，同比下降 56%，资本开支规模收缩，带动公司自由现金流同比提升 14.2%至 25.8 亿港元。2024 年公司整体融资成本为 2.4%，保持行业最优。公司积极偿还港币贷款 38.1 亿港元，有息负债率降至 26.5%，同比下降 3.1pct。2024 年 9 月公司宣布回购授权购回股份及奖励计划受托人出售的剩余股份（占公司已发行股本总额 1.98%），公司财务情况健康，为回购计划的顺利实施打下坚实基础。由于公司承诺回购数量不低于受托人售出量，如公司回购更多股份后并注销，公司单股价值有望提升，可提升股东的投资回报。
- 维持“买入”评级。**结合 2025 年销量及毛差指引，我们下调公司新增接驳数量及毛利率，同时略微下调公司销气增速及毛差。我们下调公司 2025-2026 年的归母净利润分别为 50.24、56.92 亿港元（原值为 68.12、78.09 亿港元），新增 2027 年公司归母净利润预测为 60.38 亿港元。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 12.7、11.2、10.6 倍。公司过去 10 年平均 PE 中枢为 16.28 倍，考虑到公司较为稳定的销气业务利润占比持续提升，双综业务有效弥补接驳业务利润下降影响，我们认为利润质量改善后，公司估值有望修复至历史正常水平。以 2025 年归母净利润计算，我们给予公司 16x PE 估值，计算公司合理市值为 803.8 亿港元，较当前市值有 23.2%的上涨空间。回购也有望进一步增加公司单股价值，维持“买入”评级。
- 风险提示：**天然气价格高波动风险、销气增速不及预期、综合能源开发不及预期

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	101,272	102,676	104,988	108,374	113,938
同比增长率（%）	7.35	1.39	2.25	3.22	5.13
归母净利润（百万港元）	5,224	4,088	5,024	5,692	6,038
同比增长率（%）	10.36	-21.74	22.89	13.30	6.07
每股收益（港元/股）	2.30	1.80	2.21	2.51	2.66
净资产收益率（%）	13.48	10.15	12.54	13.89	14.26
市盈率					
市净率					

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

合并利润表

百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	101,272	102,676	104,988	108,374	113,938
营业成本	-82,820	-84,418	-85,349	-87,209	-91,690
毛利	18,452	18,258	19,639	21,165	22,248
其他收入	2,262	1,203	1,100	1,000	1,000
销售费用	-6,820	-7,069	-7,139	-7,261	-7,520
管理费用	-4,529	-4,579	-4,724	-4,877	-5,127
EBITDA	12,974	12,598	14,015	15,599	16,618
EBIT	9,364	7,814	8,876	10,027	10,601
合联营收益	644	748	898	948	998
财务费用	-941	-740	-722	-720	-721
税前利润	8,909	7,746	9,052	10,256	10,879
所得税费用	-1,850	-1,998	-2,263	-2,564	-2,720
少数股东损益	1,835	1,660	1,765	2,000	2,121
归属于母公司所有者的净利润	5,224	4,088	5,024	5,692	6,038

资料来源：聚源数据，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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

与公司有关的信息披露

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

机构销售团队联系人

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

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

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

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

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