

燃气	收盘价 港元 28.20	目标价 港元 20.80↓	潜在涨幅 -26.2%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 3 月 31 日

华润燃气 (1193 HK)

2024 年营运及盈利增长均承压，未来盈利结构需时再平衡

⊖ **2024 年核心利润明显低于预期，主营业务表现偏弱。**公司 2024 年核心盈利持平在 41.5 亿港元，明显低于我们/市场预期 30%/25%。期内毛利较我们预期低 12%。期内公司居民接驳量同比减少 20%至 269 万户，低于我们预期 4%，加上经营利润率同比下降 5 个百分点，是板块盈利低于预期的主要原因。期内零售气量因受 4 季度暖冬影响，全年同比增长 2.9%，低于我们预期的 5%。我们认为目前公司居民售气占比自 2021 年持续上升，受暖冬影响的幅度会较以往年份大。另外，虽然 2024 年中期股息同比提升 67%，但受下半年业绩偏弱影响，末期股息同比下降 30%，全年分红比率（以核心盈利计算）较 2023 年下跌 11 个百分点至 52%。我们认为公司不规律的派息政策较令投资者感到困惑。

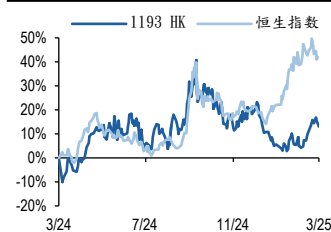
⊖ **2025-26 年公司仍受盈利构成调整影响增长速度。**我们保守预测 2025 全年零售气量同比增长 3.6%（对比管理层指引 4-5%），售气毛差为每立方 0.54 元人民币。至于接驳工程，参考 2024 年底合同负债同/环比下降 1%/8%，我们预期公司 2025/26 年居民新增接驳量为 230/200 万户（同比降 14%/13%）。我们从 2024 年已强调公司的年度新增接驳目标比同业高出近 100 万户，将日渐构成盈利压力，而目前公司的综合服务及泛能业务收入仍未增长至足以缓冲新接驳工程收入收缩的趋势。我们下调 2025/26 年盈利预测 32.5%/33.2%，以反映公司低于预期的接驳工程利润率及零售气量同比增长，预计 2024-27 年盈利复合增长仅为 6%。

⊖ **盈利及派息预期偏弱，估值有下降风险。**目前公司只给出提升每股派息或分红比率的指引，我们认为这一指引仍欠清晰，目前我们仅预期公司在 2025-27 年维持 52%的分红率，每股派息跟随盈利上升。参考我们分别对新奥/昆仑 11 倍/10.5 倍 2025 年市盈率的估值，以及公司 5 年预测市盈率历史平均 15 倍，目标价下调至 20.8 港元，对应 11 倍 2025 年市盈率。我们认为，市场对 2024 年低于预期的盈利及末期股息较失望，同时目前股价对应 15 倍/3.5%的 2025 年市盈率/股息率，吸引力均低于其他在港上市的燃气分销商，我们预期公司在短期内估值仍有下降的风险，维持中性评级。

个股评级

中性

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	35.10
52周低位 (港元)	22.45
市值 (百万港元)	63,963.52
日均成交量 (百万)	9.78
年初至今变化 (%)	(8.29)
200天平均价 (港元)	28.83

资料来源: FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

财务数据一览

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万港元)	101,272	102,676	105,325	107,837	111,287
同比增长 (%)	7.3	1.4	2.6	2.4	3.2
净利润 (百万港元)	5,224	4,088	4,381	4,692	4,997
每股盈利 (港元)	1.79	1.79	1.89	2.03	2.16
同比增长 (%)	-12.3	0.0	5.6	7.1	6.5
前EPS预测值 (港元)			2.81	3.04	
调整幅度 (%)			-32.5	-33.2	
市盈率 (倍)	15.7	15.7	14.9	13.9	13.1
每股账面净值 (港元)	17.62	17.79	18.74	19.77	20.85
市账率 (倍)	1.60	1.58	1.50	1.43	1.35
股息率 (%)	4.0	3.3	3.5	3.7	4.0

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2024 年业绩概要

年结 12 月 31 日 (百万港元)	2H23	2H24	2H24E 交银国际 预测	同比 (%)	差异 (%)	2023	2024	2024E 交银国际 预测	同比 (%)	差异 (%)
总收入	52,902	50,600	54,060	(4.4)	(6.4)	101,272	102,676	106,135	1.4	(3.3)
销售成本	(43,269)	(42,013)	(43,007)	(2.9)	(2.3)	(82,820)	(84,418)	(85,411)	1.9	(1.2)
毛利	9,633	8,587	11,053	(10.9)	(22.3)	18,452	18,258	20,724	(1.0)	(11.9)
其他收入	1,054	538	469	(48.9)	14.8	2,262	1,203	1,134	(46.8)	6.1
分销和销售费用	(4,008)	(4,196)	(3,973)	4.7	5.6	(6,820)	(7,069)	(6,846)	3.6	3.3
行政费用	(2,912)	(2,936)	(2,868)	0.8	2.4	(4,529)	(4,579)	(4,511)	1.1	1.5
减值损失	(159)	(76)	0	(52.3)	N.M.	(159)	(76)	0	(52.3)	N.M.
经营利润	3,608	1,918	4,681	(46.8)	(59.0)	9,206	7,738	10,501	(15.9)	(26.3)
财务费用	(507)	(191)	(347)	(62.3)	(44.9)	(941)	(740)	(896)	(21.3)	(17.4)
应占合营公司业绩	80	126	141	57.4	(10.5)	278	412	427	48.4	(3.5)
应占联营企业业绩	136	177	211	30.1	(16.1)	367	336	370	(8.3)	(9.2)
税前利润	4,011	2,030	4,686	(49.4)	(56.7)	8,909	7,746	10,402	(13.1)	(25.5)
所得税费用	(816)	(775)	(1,118)	(5.0)	(30.7)	(1,850)	(1,998)	(2,341)	8.0	(14.6)
非控股权益	(823)	(623)	(1,059)	(24.2)	(41.1)	(1,835)	(1,660)	(2,096)	(9.5)	(20.8)
净利润	1,678	631	2,509	(62.4)	(74.8)	5,224	4,088	5,966	(21.7)	(31.5)
核心利润	1,295	691	2,509	(46.6)	(72.4)	4,147	4,148	5,966	0.0	(30.5)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 2024 年分部业绩

年结 12 月 31 日 (百万港元)	1H23	2H23	1H24	2H24	同比 (%)	2023	2024	同比 (%)
收入								
燃气销售	41,237	41,388	45,924	39,642	(4.2)	82,625	85,566	3.6
燃气接驳	4,255	6,633	3,016	6,235	(6.0)	10,888	9,251	(15.0)
综合服务	1,470	2,574	1,765	2,441	(5.2)	4,045	4,206	4.0
设计及建设服务	327	109	336	83	(23.4)	436	419	(3.9)
加气站	1,081	2,198	1,035	2,200	0.1	3,279	3,235	(1.3)
总计	48,370	52,902	52,076	50,600	(4.4)	101,272	102,676	1.4
板块经营利润								
燃气销售	3,509	3,835	4,655	3,321	(13.4)	7,344	7,975	8.6
燃气接驳	1,592	2,449	1,124	1,802	(26.4)	4,041	2,927	(27.6)
综合服务	623	750	761	640	(14.6)	1,373	1,401	2.1
设计及建设服务	48	17	34	37	116.8	65	71	10.0
加气站	107	149	94	152	2.0	256	246	(4.0)
总计	5,879	7,200	6,668	5,952	(17.3)	13,079	12,620	(3.5)

资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 运营数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
居民售气量 (百万立方米)	9,444	10,040	10,693	11,334	12,014
工商售气量 (百万立方米)	28,320	28,940	29,791	30,564	31,360
加气站销量 (百万立方米)	1,020	930	856	787	724
天然气总销量 (百万立方米)	38,784	39,910	41,340	42,686	44,098
增长 (%)	8.1	2.9	3.6	3.3	3.3
售气毛差 (人民币元/立方米)	0.51	0.53	0.54	0.53	0.52
新增居民接驳 (百万户)	3.37	2.69	2.30	2.00	1.90

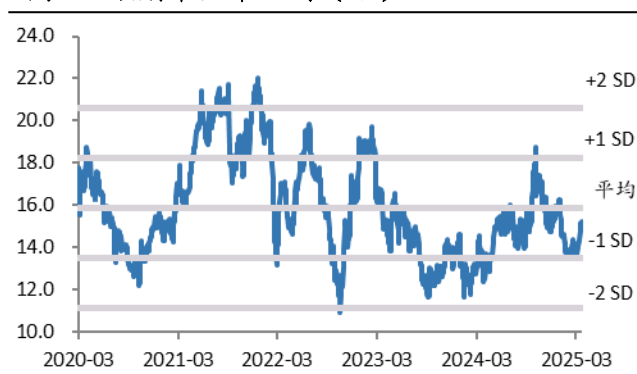
资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: 预期市净率区间 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 5: 预期市盈率区间 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 华润燃气 (1193 HK) 目标价及评级



资料来源: 交银国际预测

图表 7: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	现价较目标价 上升空间	最新目标价/评级 发表日期	子行业
2688 HK	新奥能源	买入	64.20	78.50	22.3%	2025 年 03 月 27 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.78	9.02	15.9%	2025 年 03 月 27 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	28.20	20.80	-26.2%	2025 年 03 月 31 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.32	5.92	-19.1%	2024 年 12 月 02 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.83	8.12	18.9%	2025 年 03 月 27 日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2025 年 3 月 28 日

财务数据

损益表 (百万港元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	101,272	102,676	105,325	107,837	111,287
主营业务成本	(82,820)	(84,418)	(86,463)	(88,573)	(91,473)
毛利	18,452	18,258	18,862	19,264	19,814
销售及管理费用	(11,349)	(11,648)	(11,796)	(12,078)	(12,464)
其他经营净收入/费用	2,103	1,128	1,186	1,274	1,380
经营利润	9,206	7,738	8,252	8,461	8,729
财务成本净额	(941)	(740)	(728)	(711)	(681)
应占联营公司利润及亏损	644	748	777	794	811
税前利润	8,909	7,746	8,301	8,544	8,860
税费	(1,850)	(1,998)	(2,141)	(2,204)	(2,285)
非控股权益	(1,835)	(1,660)	(1,779)	(1,648)	(1,578)
净利润	5,224	4,088	4,381	4,692	4,997
作每股收益计算的净利润	4,148	4,148	4,381	4,692	4,997

资产负债表 (百万港元)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9,978	7,531	6,137	7,955	9,532
应收账款及票据	23,624	20,394	22,990	23,538	24,291
存货	1,494	1,404	1,438	1,473	1,521
其他流动资产	358	139	139	139	139
总流动资产	35,454	29,468	30,704	33,105	35,484
物业、厂房及设备	61,199	62,933	63,754	64,527	65,256
合资企业/联营公司投资	22,301	21,681	22,458	23,252	24,063
其他长期资产	18,917	18,400	18,281	18,162	18,043
总长期资产	102,417	103,015	104,494	105,942	107,362
总资产	137,871	132,483	135,198	139,047	142,845
短期贷款	4,893	13,719	13,033	12,902	11,612
应付账款	35,869	29,990	30,795	31,546	32,579
其他短期负债	10,348	10,128	9,189	8,813	8,460
总流动负债	51,109	53,837	53,017	53,262	52,651
长期贷款	17,831	8,742	8,305	7,890	8,205
其他长期负债	5,547	5,932	5,932	5,932	5,932
总长期负债	23,378	14,675	14,238	13,822	14,138
总负债	74,487	68,512	67,254	67,084	66,789
股本	231	231	231	231	231
储备及其他资本项目	40,541	40,941	43,134	45,505	48,021
股东权益	40,772	41,172	43,366	45,737	48,252
非控股权益	22,611	22,799	24,578	26,226	27,804
总权益	63,384	63,971	67,943	71,963	76,056

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万港元)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	8,909	7,746	8,301	8,544	8,860
合资企业/联营公司收入调整	(644)	(748)	(777)	(794)	(811)
折旧及摊销	3,637	3,696	3,798	3,846	3,891
营运资本变动	419	(3,284)	(2,267)	(252)	(167)
税费	(2,066)	(2,048)	(2,098)	(2,160)	(2,239)
其他经营活动现金流	(99)	338	326	308	278
经营活动现金流	10,157	5,700	7,282	9,492	9,811
资本开支	(5,149)	(4,200)	(4,000)	(4,000)	(4,000)
其他投资活动现金流	616	401	(97)	(97)	(97)
投资活动现金流	(4,533)	(3,799)	(4,097)	(4,097)	(4,097)
负债净变动	3,989	277	(1,663)	(546)	(975)
股息	(2,382)	(2,851)	(2,187)	(2,321)	(2,481)
其他融资活动现金流	(3,569)	(1,775)	(728)	(711)	(681)
融资活动现金流	(1,962)	(4,349)	(4,579)	(3,577)	(4,137)
汇率收益/损失	(121)	0	0	0	0
年初现金	6,437	9,978	7,531	6,137	7,955
年末现金	9,978	7,531	6,137	7,955	9,532

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(港元)					
核心每股收益	1.792	1.793	1.893	2.028	2.159
全面摊薄每股收益	1.792	1.793	1.893	2.028	2.159
每股股息	1.134	0.931	0.984	1.054	1.123
每股账面值	17.620	17.792	18.740	19.765	20.852
利润率分析(%)					
毛利率	18.2	17.8	17.9	17.9	17.8
净利率	5.2	4.0	4.2	4.4	4.5
盈利能力(%)					
ROA	3.8	3.1	3.2	3.4	3.5
ROE	10.2	10.1	10.1	10.3	10.4
ROIC	1.9	1.5	1.6	1.6	1.7
其他					
净负债权益比(%)	20.1	23.3	22.4	17.8	13.5
流动比率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7

交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

买入：预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

中性：预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

沽出：预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

无评级：对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

领先：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

同步：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

落后：分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i) 发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii) 他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii) 对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本报告之作者进一步确认：i) 他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没有拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司及北京赛目科技股份有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及七牛智能科技有限公司的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii) 直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失（包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失）而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而并非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。