

【广发公用 & 海外】华润燃气 (01193.HK)

接驳下滑业绩承压，盈利拐点或已到来

核心观点：

- 高基数影响业绩同比下降 21.8%，扣非后核心利润同比持平。公司发布 2024 年业绩报告，全年实现营收 1026.76 亿港元（同比+1.4%），归母净利润 40.88 亿港元（同比-21.7%）。剔除 23 年重庆燃气、厦门燃气等一次性收益后，核心利润 41.47 亿港元同比持平，其中地产影响导致接驳下滑超预期，抵消销气业务的收入利润贡献。24 年财务费用同比减少 21.3%，资本开支减少 34.7 亿港元，自由现金流增至 25.8 亿港元。业绩承压下分红率由 50%提至 53%，当前股息率约 4.4%。
- 暖冬拖累工商业气量增速，燃气接驳下滑较大。拆解来看：(1)暖冬及需求影响导致下半年工商业气量增速为负，拖累整体气量：销气量+2.9%至 399.1 亿方，其中居/工/商气量分别+6.3%/+1.5%/+3.8%；(2)毛差如期修复：24 年全年毛差修复 0.02 元/方至 0.53 元/方，与全国性城燃平均水平基本一致；(3)接驳利润下滑：新增接驳户数与地产竣工下滑增速匹配，然新增旧房接驳占比提升至 21%，接驳毛利率下降近 7pct 拖累业绩；(4)双综业务快速成长，贡献分部利润约 15 亿港元。
- 城燃是红利中的顺周期，关注需求回暖及毛差继续修复，塑造盈利拐点。展望 25 年，当前三桶油定价方案初现，中石油微增、中石化大幅下降，或将改善 25 年用气成本，指引毛差持续修复至 0.54 元/方且或超预期。若经济修复可期待量增，公司气量增速指引 4%~5%。此外，接驳影响弱化，且双综业务预计 20%~30%收入增长。24 年计划回购至少 0.46 亿股（占总股本 2%），预计现金流充裕的情况下持续回购。
- 盈利预测与投资建议。预计 25-27 年归母净利润分别为 45/48/52 亿港元，对应最新 PE 估值 10.9/10.2/9.4 倍。参考可比公司给予华润燃气 25 年 13 倍 PE，对应合理价值 25.11 港元/股，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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（亿元）	1,013	1,027	1,052	1,086	1,121
增长率（%）	7.3%	1.4%	2.5%	3.2%	3.3%
EBITDA	121	85	115	122	131
归母净利润（亿元）	52	41	45	48	52
增长率（%）	10.4%	-21.7%	9.3%	7.0%	8.4%
EPS（元/股）	2.26	1.77	1.93	2.07	2.24
市盈率（P/E）	11.3	17.4	10.9	10.2	9.4
ROE（%）	13.0%	10.0%	10.6%	10.8%	11.2%
EV/EBITDA	5.9	10.2	5.6	5.2	4.6

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	21.10 港元
合理价值	25.11 港元
前次评级	买入
报告日期	2025-04-11

相对市场表现



分析师：

郭鹏



SAC 执证号：S0260514030003



SFC CE No. BNX688



021-38003655

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：

【广发公用&海外】华润燃气 2025-01-21

(01193.HK)：顺价塑造盈利

拐点，评估城燃投资“气”

机

联系人：

刘恒君 021-38003779

liuhengjun@gf.com.cn

目录索引

一、高基数影响业绩承压，期待接驳企稳盈利回升.....	5
二、零售气量同比+2.9%，毛差如期修复至 0.53 元/方	9
三、接驳业务利润率下滑，双综业务快速成长.....	14
四、盈利预测和投资建议.....	17
五、风险提示	18

图表索引

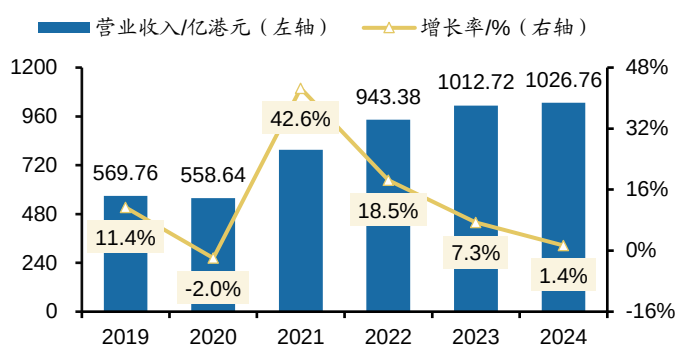
图 1: 2024 年公司实现营业收入 1026.76 亿港元	5
图 2: 2024 年公司实现归母净利润 40.88 亿港元	5
图 3: 19-24 年燃气销售营业收入 CAGR 达 13%	5
图 4: 2024 年销气和接驳业务营收占比 83%、9%	5
图 5: 2024 年各分部利润共 126 亿港元	6
图 6: 销气业务利润率 9.3%、接驳业务利润率下降	6
图 7: 2024 年毛利率、净利率为 17.8%、3.98%	6
图 8: 2024 年 ROE-平均、ROA 分别为 10.0%、3.0%	6
图 9: 2024 年公司财务费用率仅 0.7%	7
图 10: 2024 年公司整体融资成本降至 2.4%	7
图 11: 截至 2024 年公司总资产 1324.83 亿港元	7
图 12: 2024 年资产负债率 51.7%、带息负债率 26.5%	7
图 13: 2024 年公司（经营性+战略性）资本开支 44 亿港元	8
图 14: 2024 年公司股利支付率达 53.0%	8
图 15: 2024 年末公司股息率 3.0%	8
图 16: 全国性城燃公司总销气量对比/亿方	9
图 17: 全国性城燃公司总销气量增速/%	9
图 18: 公司主要的燃气用户为居民和工商业	9
图 19: 公司工商业销气量增速对整体影响较大	9
图 20: 居民、工业、商业用气协同增长，预计未来每年气量增长 20 亿方以上	10
图 21: 2019-2024 年公司各类燃气用户售气价格	11
图 22: 2024 年单方毛差修复至 0.53 元/立方米	11
图 23: 全国性城燃公司毛差（元/方）	11
图 24: 2023 年以来海外气价整体回落，但现货市场仍存在波动	12
图 25: 中国 LNG 综合进口到岸价格 CIF/元/吨	12
图 26: 全球原油现货价（英国布伦特 Dtd）/美元/桶	12
图 27: 2022 年华润燃燃气源采购结构	14
图 28: 如东 LNG 接收站开工建设	14
图 29: 2024 年公司管道长度 32.7 万公里	15
图 30: 2024 年接驳可覆盖用户 9998 万户	15
图 31: 截至 2024 年公司累计已接驳户数 6062 万户	15
图 32: 公司 2024 年居民用户渗透率达 60.4%	15
图 33: 2024 年新增旧房接驳用户增加	16
图 34: 2024 年接驳业务利润率大幅下降至 31.6%	16
图 35: 2021-2024 年综合服务业务迅速成长	16
图 36: 2024 年厨电燃热和安居业务贡献主要收入	16
图 37: 公司经营区域内具有较大的综合能源市场空间	17
图 38: 2024 年综合能源售电量 37.4 亿千瓦时	17
图 39: 综合能源业务逐步贡献收入利润	17

表 1: 全国性城燃公司的分红率、股息率对比	8
表 2: 全国性城燃公司的销气价格、购气价格、毛差对比	11
表 3: 中石油、中石化管道气定价方案对比	13
表 4: 公司多途径推动气源获取能力、优化气源成本	14
表 5: 华润燃气同业公司对比（最新收盘价日期: 2025/04/10）	18

一、高基数影响业绩承压，期待接驳企稳盈利回升

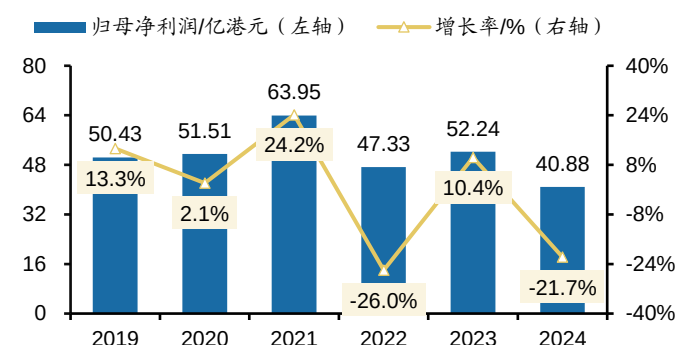
高基数影响业绩大幅下降21.8%，扣非后核心利润同比持平。根据公司年报，2024年实现营业收入1026.76亿港元（同比+1.4%），归母净利润40.88亿港元（同比-21.7%）。剔除去年重庆燃气、厦门燃气等一次性收益后，核心利润41.47亿港元同比基本持平。2024年扣非业绩持平，主要系地产影响下接驳利润下滑超预期，抵消销气业务的收入利润贡献。

图 1：2024年公司实现营业收入1026.76亿港元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

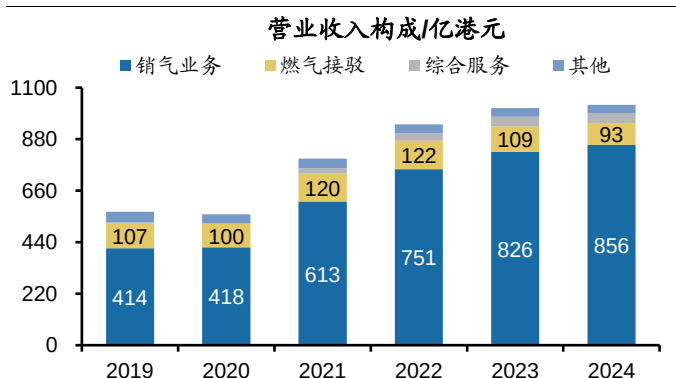
图 2：2024年公司实现归母净利润40.88亿港元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

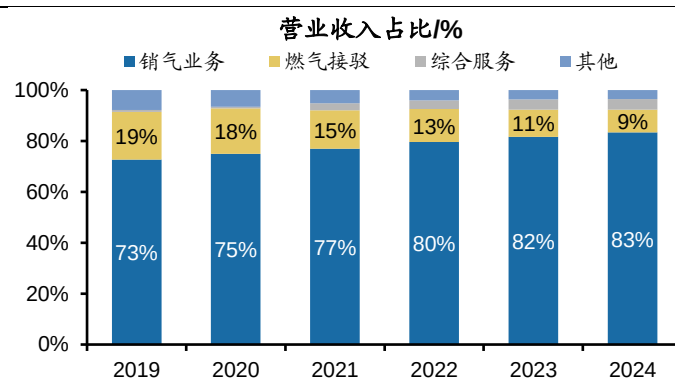
2024年燃气销售占收入的83%，销气和接驳是主要的利润来源。根据公司年报，分业务来看，当前**燃气销售板块**是公司主要的收入来源，2024年占总收入的83%，此前随销气量增长而稳步提升，2021年起公司天然气售价反应成本增长，燃气销售板块收入大增，带动总营收提升。2024年燃气销售利润80亿港元，利润占比63.2%。**燃气接驳**收入占比虽不高（24年占比9%），但成本偏低贡献利润较多，以往贡献分部利润40亿港元左右，2024年利润率下滑大幅缩水至29.27亿港元，利润占比降至23.2%。利润率方面，通常销气业务利润率10%以上，2023-2024年有所修复，24年接驳业务利润率降至31.6%，主要系新增旧房接驳占比提升，综合服务业务利润率稳定在33.3%。

图 3：19-24年燃气销售营业收入CAGR达13%



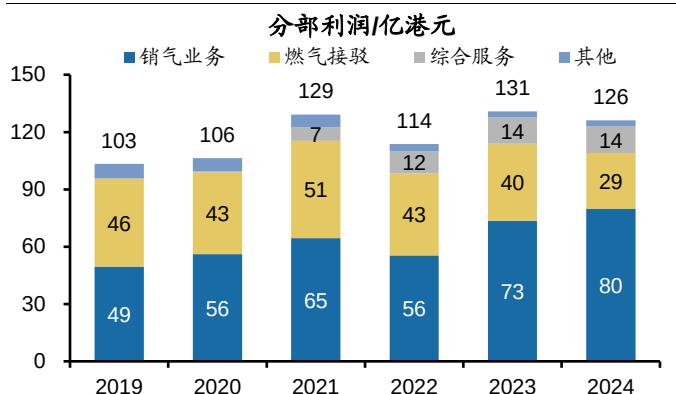
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 4：2024年销气和接驳业务营收占比83%、9%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

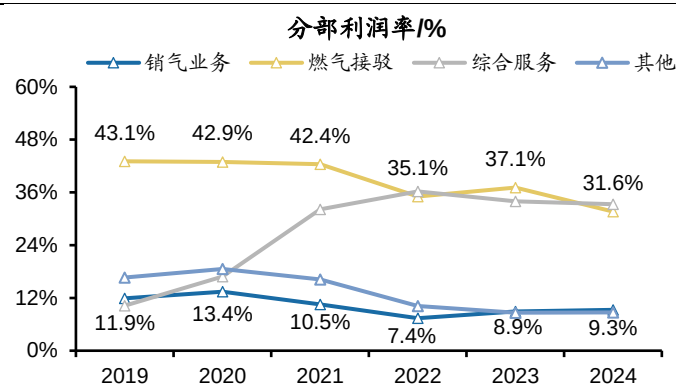
图 5：2024年各分部利润共126亿港元



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 6：销气业务利润率9.3%、接驳业务利润率下降

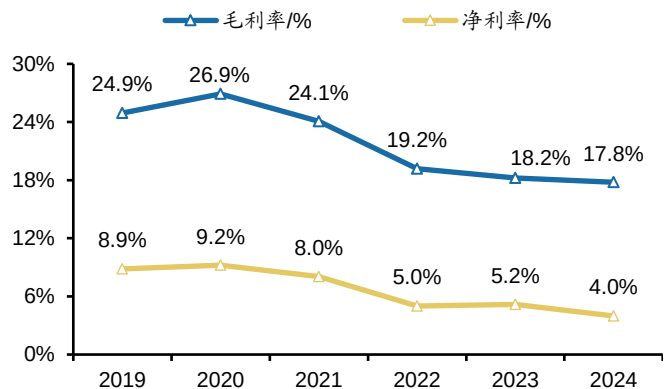


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

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

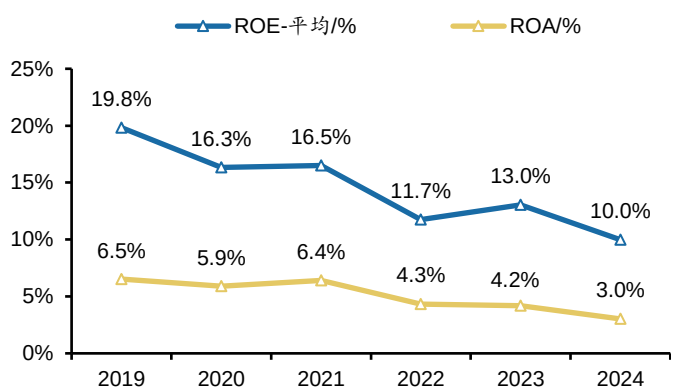
业绩承压，2024年毛利率、净利率为17.8%、3.98%。根据公司年报，2018-2021年，得益于燃气业务规模扩张，公司利润稳定增长，毛利率维持在25%左右，净利率维持在8~9%。2021年下半年以来，受国际气价攀升、下游需求放缓、居民气顺价不畅等因素的影响，燃气行业的盈利能力普遍下滑，2023年逐步回稳。2024年毛利率、净利率分别为17.8%、4.0%，较2023年有所下滑，一方面由于接驳业务本身利润率下降较多，另一方面是利润率较高的接驳业务占比下降导致利润率结构性下滑。2024年公司ROE-平均为10.0%，同比下降3pct，ROA为3.0%，同比下降1.2pct。

图 7：2024年毛利率、净利率为17.8%、3.98%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

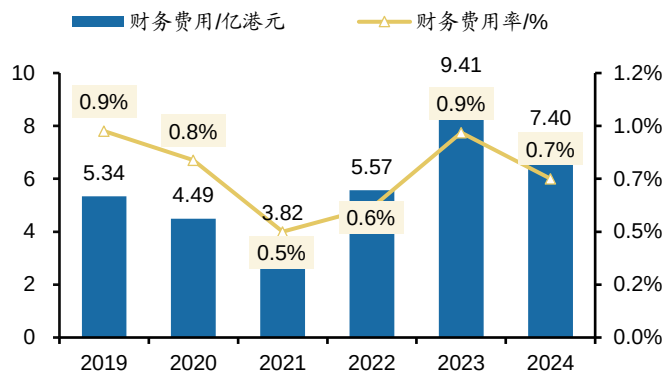
图 8：2024年ROE-平均、ROA分别为10.0%、3.0%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

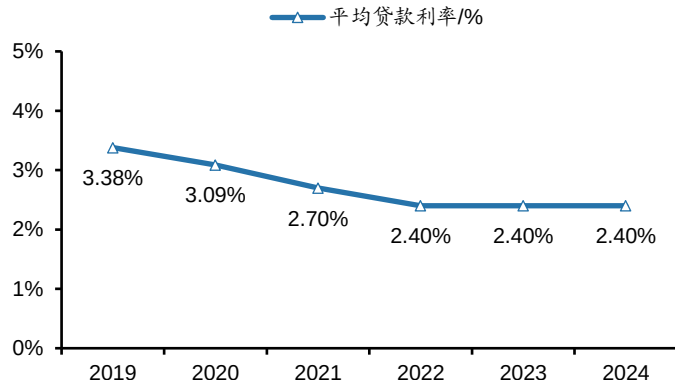
近年来融资成本持续降至2.4%，2024年公司财务费用率仅0.7%。根据公司年报，公司财务费用始终保持较低水平，多年来财务费用率维持在1%以内。2024年归还有关贷款公司财务费用降至7.4亿港元，财务费用率仅0.7%。近五年公司融资成本持续下降，从2019年的3.38%降至2024年的2.4%，连续三年保持行业最优。2024年穆迪、标普、惠誉继续维持公司A2、A-、A-的评级，将保障公司未来获得较低的潜在融资成本。

图 9：2024年公司财务费用率仅0.7%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

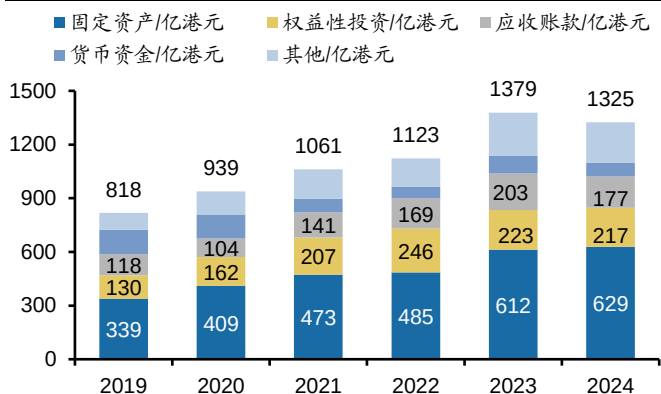
图 10：2024年公司整体融资成本降至2.4%



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

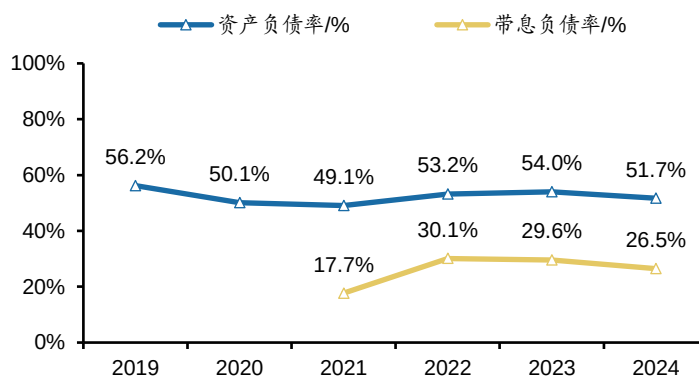
截至2024年末公司资产负债率51.7%，带息负债率26.5%。2019-2023年公司资产总额稳中有增，固定资产、权益性投资（对合营和联营公司的所属权）和应收账款构成资产的主要部分，截至2024年末公司总资产1324.83亿港元。负债方面，截至2024年末公司总负债685.12亿港元，应付账款占比较大，共计299.9亿港元，主要是应付贸易账款和预收款。银行及其他借贷共计224.61亿港元，近三年保持200亿港元左右的规模。公司资产负债率相对稳定，近年来维持在50%上下，2024年公司偿还贷款资产负债率降至51.7%，有息资产负债率降至26.5%，位于同业较低水平，财务结构较为稳健。

图 11：截至2024年公司总资产1324.83亿港元



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

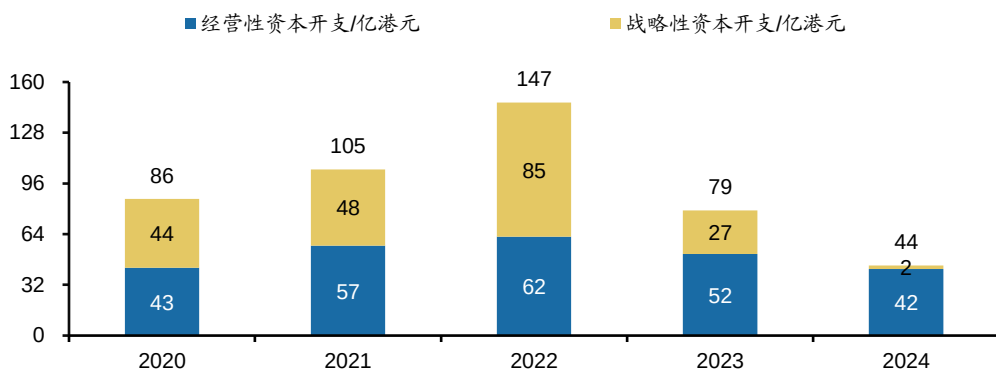
图 12：2024资产负债率51.7%、带息负债率26.5%



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40-60亿港元，2024年战略性资本开支减少至2亿港元。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。2024年并购项目数量有所减少资本开支缩减至44.2亿港元（同比减少34.7亿港元），其中战略性开支仅2.2亿港元，经营性资本开支42亿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40-60亿港元，预计2025年经常性资本开支40-45亿港元，外延项目并购开支5亿港元。

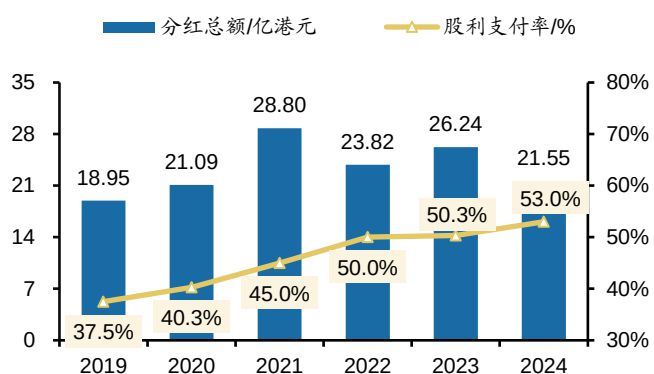
图 13: 2024年公司（经营性+战略性）资本开支44亿港元



数据来源：《华润燃气 2024 年业绩报告》，广发证券发展研究中心

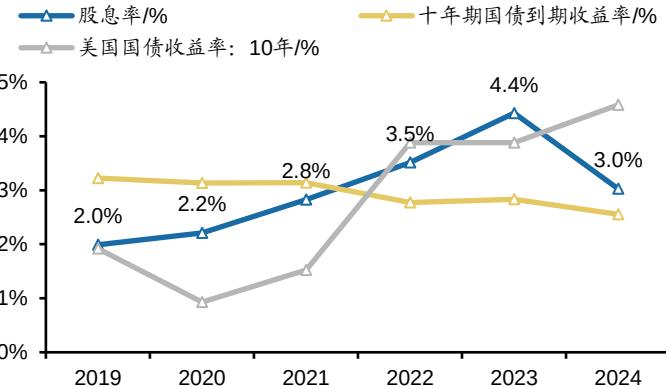
燃气公司分红比例不断攀升，2024年公司分红率提升至53.0%。2024年全国性城燃公司更多实施中期分红和特别派息，公司现金流充裕且无显著的偿债压力，近年来分红总额稳步提升，且多次实施年中分红。2024年公司股利支付率由50.3%增至53.0%，彰显长期投资价值。股息率方面，伴随分红增加公司股息率持续提升，2023年股息率高达4.4%，2024年业绩承压绝对分红金额下降，按2025年4月10日市值计算股息率约4.4%。除分红外，2024年公司公告限售股票出售和回购的计划，预计现金流充裕的情况下继续实施回购。

图 14: 2024年公司股利支付率达53.0%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 15: 2024年末公司股息率3.0%



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

公司	市值/亿港元	现金分红总额/亿元、亿港元			股利支付率/%			股息率/%				PB	ROE
		2022	2023	2024A/E	2022	2023	2024A/E	2022	2023	2024	2025E		
中国燃气*	352.50	27.20	27.18	27.11	62.5%	84.7%	70%	4.4%	6.5%	7.4%	7.7%	0.67	5.7%
港华燃气	113.12	4.87	5.37	6.61	50.5%	34.1%	41.2%	3.8%	4.9%	5.9%	5.8%	0.53	6.9%
新奥能源	665.16	29.36	30.29	31.25	37.0%	40.0%	45%	2.4%	4.7%	4.9%	4.7%	1.49	13.6%
华润燃气	467.43	23.82	26.24	21.55	50.0%	50.3%	53.0%	3.5%	4.4%	3.0%	4.6%	1.29	10.0%
昆仑能源	638.15	21.98	24.60	27.35	40.0%	40.0%	43.0%	4.6%	4.0%	3.8%	4.3%	1.01	9.3%

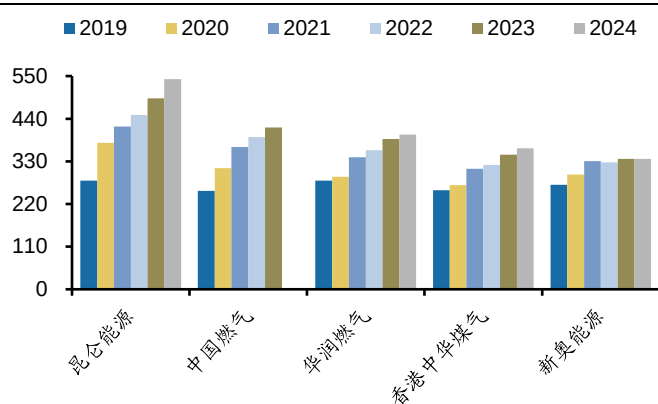
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：股息率=当年每股股利/年末收盘价，除中国燃气未披露年报为预测值，其余均为实际值

二、零售气量同比+2.9%，毛差如期修复至 0.53 元/方

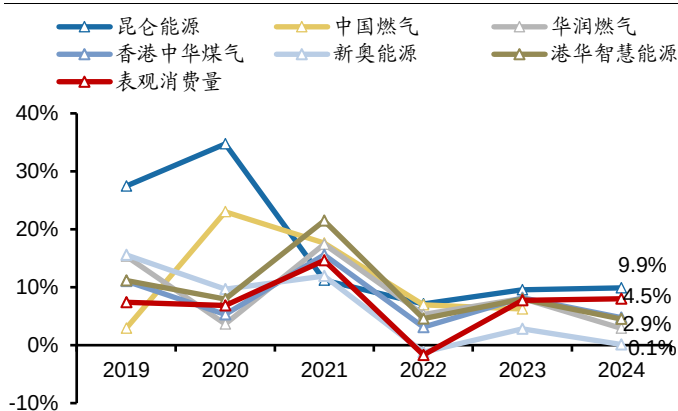
2024年全国性城燃销气量增速略低预期，华润燃气零售气量同比+2.9%。2015年以来全国性城燃由于存在项目收并购气量增速通常较全国表观消费量偏高，近两年项目收购减少，气量增速均多来自于自然增速，增速有所放缓。2024年总销气增速：昆仑能源/华润燃气/香港中华煤气/新奥能源/港华智慧能源分别为+9.9%/+2.9%/+4.8%/+0.1%/+4.5%，受工业需求放缓和暖冬等影响，气量增速略低预期，零售气增速分别为+8.1%/+2.9%/+4.0%/+4.2%/+3.4%。销气结构方面，五大城燃公司中除华润燃气外均有批发和代销气量，2024年华润燃气的居民气量占比略有提升，昆仑能源剥离加气站工业占比由69%提升至75%，港华智慧能源和中华煤气的居民占比略有提升。

图 16：全国性城燃公司总销气量对比/亿方



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

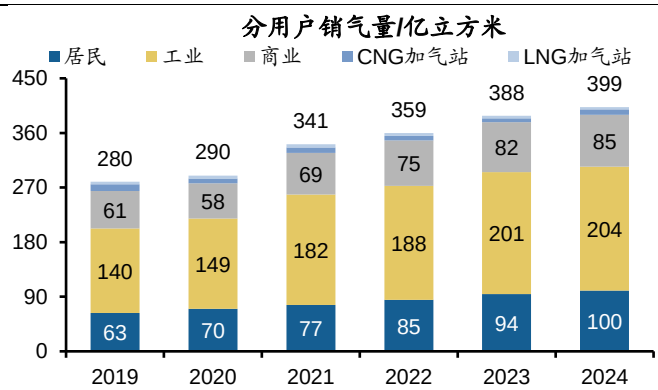
图 17：全国性城燃公司总销气量增速/1%



数据来源：各公司财报，广发证券发展研究中心

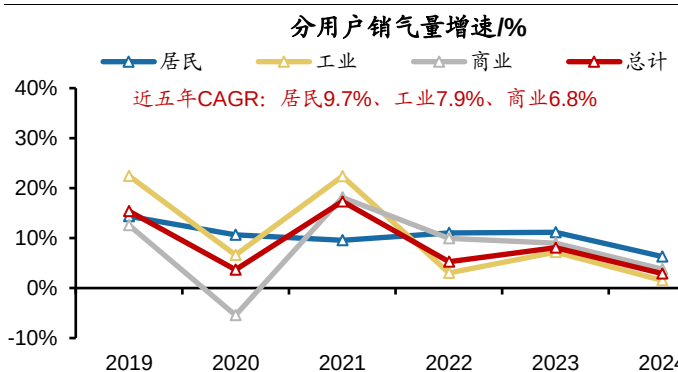
公司居民和工商业零售气量均领先同业，居民/工业/商业气量占比为2: 5: 2。根据公司年报，天然气用户主要是居民和工商业，19-24年以来居民、工业、商业用户销气量分别增长59%、46%、39%。2024年公司居民销气量占比25%，对应销气量100.40亿方；工业用户销气量占比51%，对应销气量204.20亿方；商业用户销气量占比22%，对应销气量85.20亿方，此外每年加气站有近10亿方的销气量。销气增速方面，居民销气量增速相对稳定，24年有所下滑；工商业用户气量增速波动较大，24年受暖冬影响下半年工商业气量增速均为负，拖累整体气量增长。近五年分用户的销气量CAGR：居民9.7%、工业7.9%、商业6.8%。

图 18：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 19：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

公司销气量仍有增长空间，预计未来每年带来20亿方以上的气量增长。居民方面，深挖城中村改造潜力，相应乡村振兴政策，大力开发乡镇用户，2024年城中村改造用户12.9万户，新增乡镇居民用户9.1万户；工业领域，节能技改提高天然气利用效率，精准开发细分行业用户，2024年发展工业用户2927户，对应潜在气量增量20.18亿方/年；商业方面，2024年开发瓶改管用户3.4万户，贡献潜在气量增长2.87亿方/年，实现居民、工业、商业全领域用气协同增长，各类新开发用户未来每年贡献气量23亿方以上。

图 20：居民、工业、商业用气协同增长，预计未来每年气量增长20亿方以上

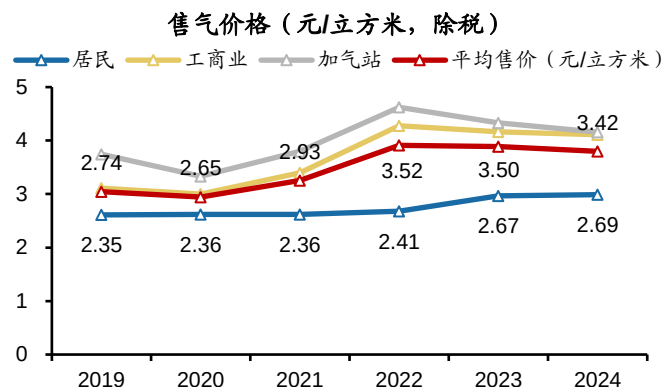


数据来源：华润燃气2024年业绩报告，广发证券发展研究中心

2024年公司平均售气价格3.42元/方，单方毛差修复至0.53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，2024年气价回落，公司售气价格恢复至3.42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，23、24年实施顺价后居民气价上调至2.67、2.69元/方。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。

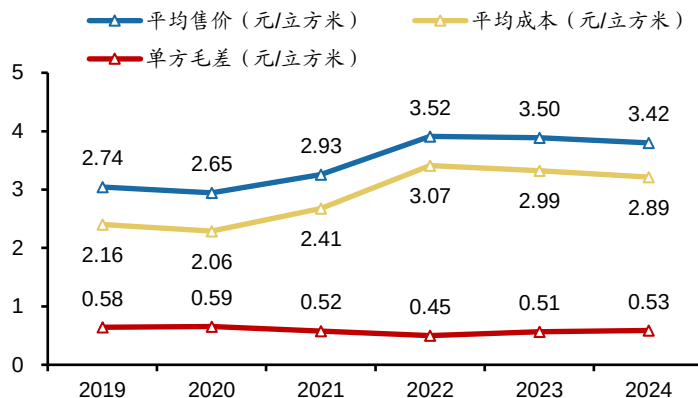
毛差方面，2021年开始公司毛差下滑至0.52元/方（同比-11.9%），2022年进一步下降至0.45元/方（同比-13.5%），2023年购气成本下降，但售价降幅低于成本降幅，公司毛差修复至0.51元/方，2024年进一步修复至0.53元/方，其中2024H1毛差为0.54元/方，下半年有所收窄，但仍未修复至2020年之前水平，单方毛差仍存在修复空间。

图 21：2019-2024年公司各类燃气用户售气价格



数据来源：华润燃气2024年业绩报告，广发证券发展研究中心

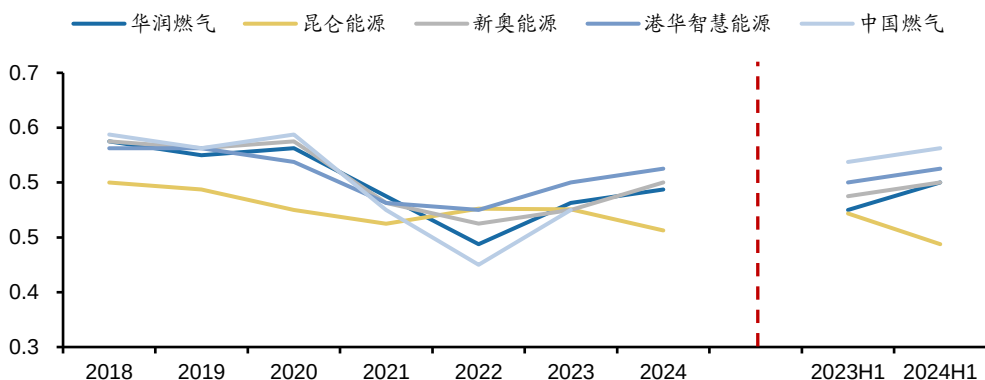
图 22：2024年单方毛差修复至0.53元/立方米



数据来源：华润燃气2024年业绩报告，广发证券发展研究中心

2024年城燃整体毛差提升2分左右，较18-20年水平有提升空间。根据各公司年报，21、22年以前全国性城市燃气公司的综合毛差接近0.60元/方。而21-22年俄乌冲突等原因导致气源价格大幅上涨，城燃公司成本压力下，下游居民用气顺价频率低且不及时，毛差纷纷下滑。2023-2024年公司继续顺价，2024年末整体毛差提升至0.53元/方左右（均值同比提升约2分），但仍未恢复至较好水平，尚有提升空间。

图 23：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

备注：港华智慧能源 23-24 年毛差统计口径剔除分销业务

表 2：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	2024	2023H1
昆仑能源	0.54	0.53	0.50	0.48	0.50	0.50	0.47	0.50
中国燃气	0.61	0.59	0.61	0.50	0.42	0.50	-	0.57
华润燃气	0.60	0.58	0.59	0.52	0.45	0.51	0.53	0.50
新奥能源	0.61	0.59	0.60	0.51	0.48	0.50	0.54	0.52
港华智慧能源	0.59	0.59	0.57	0.51	0.50	0.51	0.56	0.50
	平均销气价格对比（元/方）							
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023H1
昆仑能源	2.48	2.49	2.29	2.45	2.87	2.88	2.84	2.88

中国燃气	-	-	-	-	3.32	3.33	-	3.21	3.22
华润燃气	-	-	2.65	2.93	3.52	3.50	3.42	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	3.42*	3.31*	3.44	3.32

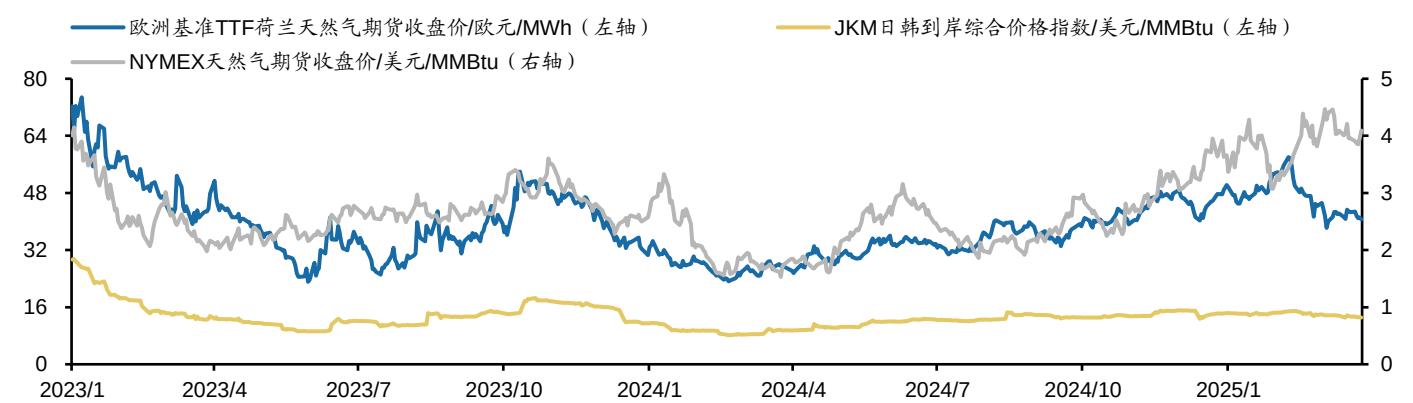
平均购气价格对比（元/方）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2023H1	2024H1
昆仑能源	1.94	1.96	1.79	1.97	2.36	2.38	2.37	2.38	2.42
中国燃气	-	-	-	-	2.90	2.83	-	2.64	2.63
华润燃气	-	-	2.06	2.41	3.07	2.99	2.89	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*	2.75*	2.94	2.80

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

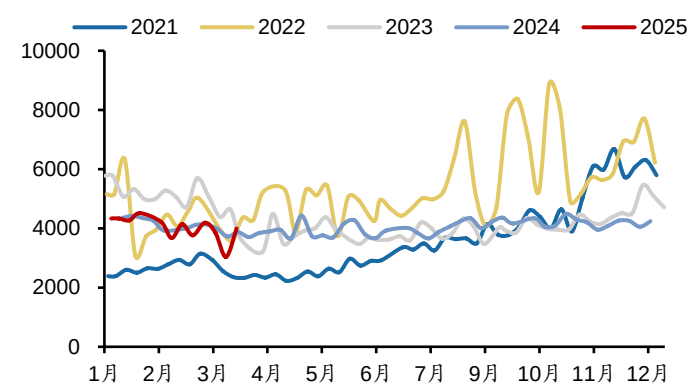
海外LNG现货价格波动，但我国LNG综合到岸价年初至今同比下滑。截至2025年3月28日，欧洲基准TTF荷兰天然气期货收盘价41.05/欧元/MWh，JKM日韩到岸综合价13.09/美元/MMBtu，NYMEX天然气期货收盘价4.09/美元/MMBtu，较2025年初分别-19.3%、-9.0%、+11.7%，近期美国现货气价上涨，TTF较年初价格下滑较多。因此，当前LNG价格虽然较21、22年回稳，但仍存在阶段性波动，LNG市场处于紧平衡状态，现货市场仍存在不确定因素。虽然海外市场分化，但观测我国LNG综合到岸价CIF（与CLD接近），年初至今价格同比下滑2.5%，整体处于平稳状态。

图 24：2023年以来海外气价整体回落，但现货市场仍存在波动



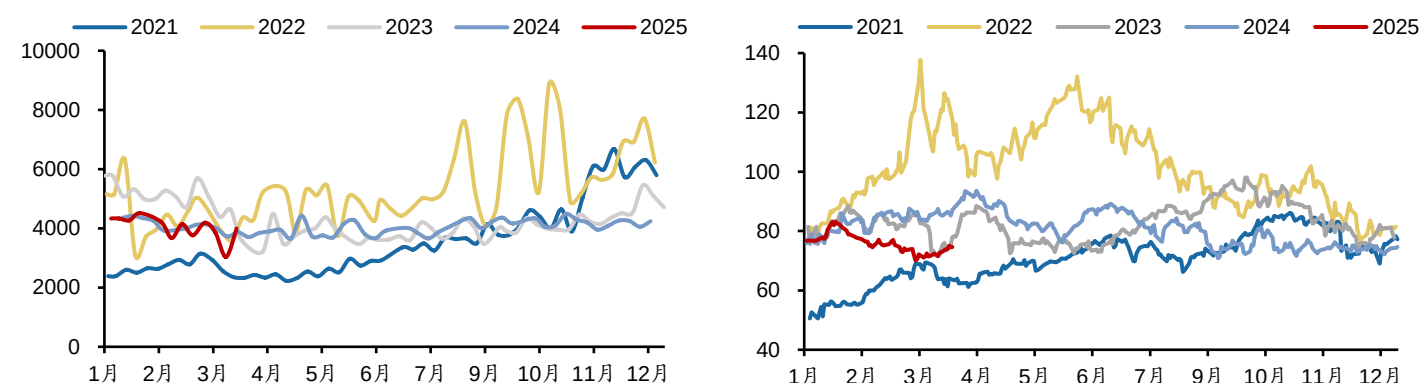
数据来源：IPE，Wind，NYMEX，Investing，芝加哥商品交易所，洲际交易所，广发证券发展研究中心

图 25：中国LNG综合进口到岸价格CIF/元/吨



数据来源：上海石油天然气交易中心，广发证券发展研究中心

图 26：全球原油现货价（英国布伦特Dtd）/美元/桶



数据来源：上海石油天然气交易中心，广发证券发展研究中心

年度合同价格：管道气年度定价方案陆续发布，中石化气价显著下降。根据隆众资讯网报道，3月中石油、中石化出台了2025-2026年管道气定价方案，这部分在城燃公司的采购量中占比最高。中石油通过降低非采暖期管制气占比（65%→60%）、扩大浮动气量比例的方式（3%→7%）提升价格。假设CLD价格同比持平，测算总成本提升比例小于5%，且门站价越高的省份影响越小。中石化则通过低价的基础量气占比提升15%、浮动幅度下降10%的方式全面降低定价体系。展望未来，我们仍然认为伴随天然气产能的持续投产，国际LNG价格有望中枢下移，带动城燃综合购气成本持续回落。

表 3：中石油、中石化管道气定价方案对比

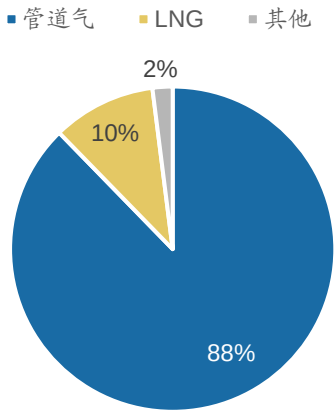
中石油 2025 年管道气年度合同总体定价方案变动				
气源类型	非采暖季（4-10 月）		采暖季（11-3 月）	
	结构占比	上浮比例	结构占比	上浮比例
管制气	65%→60%	18.50%	55%	18.50%
非管制气-固定	32%→33%	70%	42%→38%	70%
非管制气-浮动	3%→7%	联动 CLD	3%→7%	联动 CLD
调峰气量		100%→90%		90%
中石化 2025 年管道气年度合同总体定价方案变动				
气源类型	结构占比		上浮比例	
政府指导价	30%		18%	
基础量	35%→20%		非采暖季	40%→30%
			采暖季	60%→50%
定价量	40%→30%		参考中石化进口长协价格定价	
顺价量	10%→5%		联动上海交易中心进口现货价格（CLD）	

数据来源：隆众资讯，广发证券发展研究中心

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；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，24年开始买入LNG现货，并与伍德赛德签订海外LNG长协，每年购入60万吨LNG。

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%，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 27：2022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 28：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

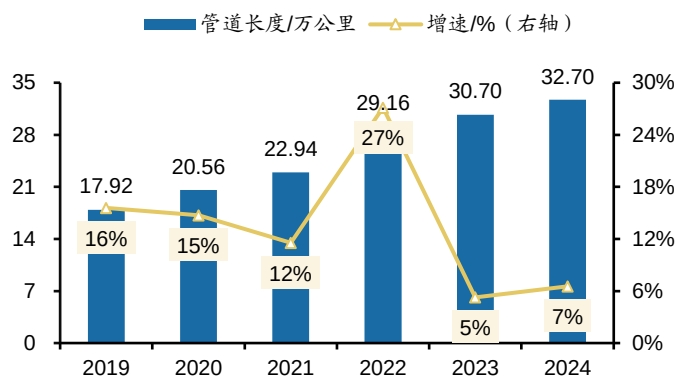
气源获取方式	具体举措
稳定与三桶油合作	(1) 2023 年与中石油签订 10 年合约，涉及 11 省 1 市，覆盖近 60 家成员企业，总量 410 亿方； (2) 提升年度合同气量，2024 年采购中石油长协量 19 亿方，同比增加 10 亿方； (3) 实现首次油田直采，与中石化西南油田签订 7,605 万方合同气量； (4) 扩大气源统筹规模，2024 年自主统筹气量达 40 亿方，同比增长 33.3%。
统筹管网开口	(1) 与国家管网合作，2024 年新增 9 处下载点，增加一手气源通道，有效降低中间成本； (2) 拓展非常规资源上载点，新增新疆伊宁、山西黎城气源上载点，非常规气量约 1.22 亿方。
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) 2024 年 2 月完成首船 6.3 万吨自主国际现货采购，11 月成立香港国际事业公司，买入现货 6.4 万吨； (3) 与澳洲能源公司伍德赛德签订海外 LNG15 年长协，自 2027 年起每年 60 万吨（约 8.4 亿方）。
强化储气调峰能力	(1) 两峡储气库一期投运，形成 1.9 亿方储气能力； (2) 与中石化合作及自主储气超 1.2 亿方，保障采暖季调峰需求。

数据来源：《华润燃气 2024 年业绩报告》，广发证券发展研究中心

三、接驳业务利润率下滑，双综业务快速成长

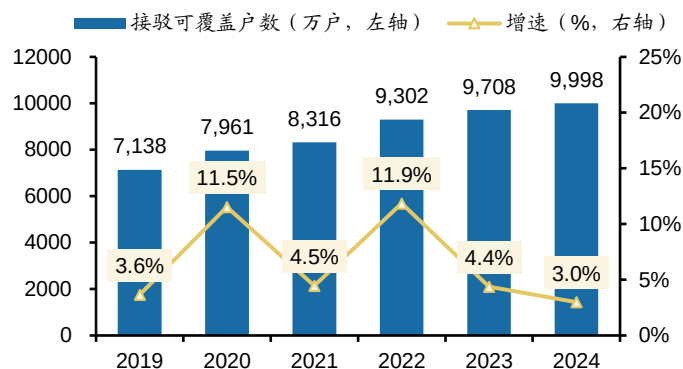
根据近期年报披露数据测算，公司管道长度与接驳可覆盖用户数有较强的正相关性，平均管道长度增加1万公里，公司接驳可覆盖用户将增加约185万户。截至2024年末，公司管道长度为32.7万公里，接驳可覆盖用户为9998万户，管道长度较2018年将近翻倍。管道建设方面，2024年以来华润燃气138公里的庐池线实现了全线贯通，华润燃气旧镇分输站-古雷石化工业园燃气管线工程项目2024年5月10日正式开工建设，总长约41公里，计划2025年春节后投产输气，项目建成后天然气小时流量可达25万方，年输气规模达20亿方。

图 29：2024年公司管道长度32.7万公里



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30：2024年接驳可覆盖用户9998万户

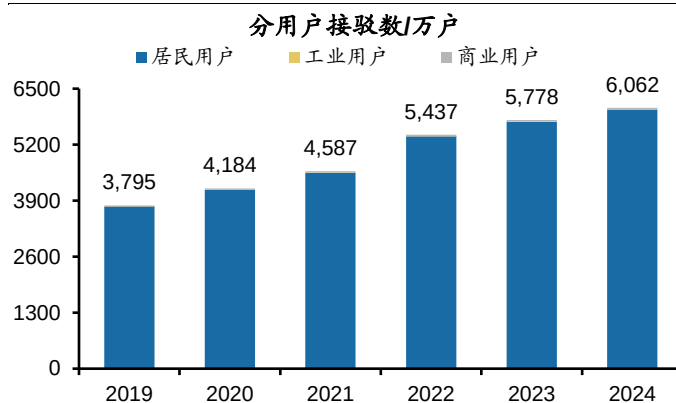


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

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2024年，公司接驳用户数稳定增长，截至2024年末接驳用户累计6062万户，其中居民用户6008.6万户、工商业用户53.8万户，总接驳覆盖人口超34600万人。

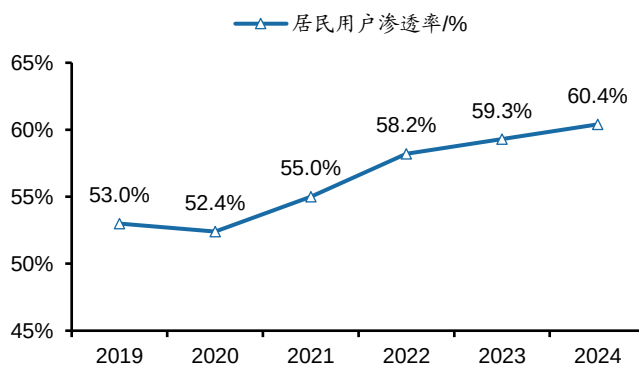
与此同时，居民用户渗透率也在稳步提升，居民用户渗透率的提升能直接带动公司接驳可覆盖用户的转化。2024年公司居民用户渗透率达60.4%，同比增加1.1pct，连续三年稳步增长，较2019年的53.0%已提高6.6pct，伴随我国城镇气化率逐步提升，公司居民用户渗透率也将有较大增长空间。

图 31：截至2024年公司累计已接驳户数6062万户



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 32：公司2024年居民用户渗透率达60.4%

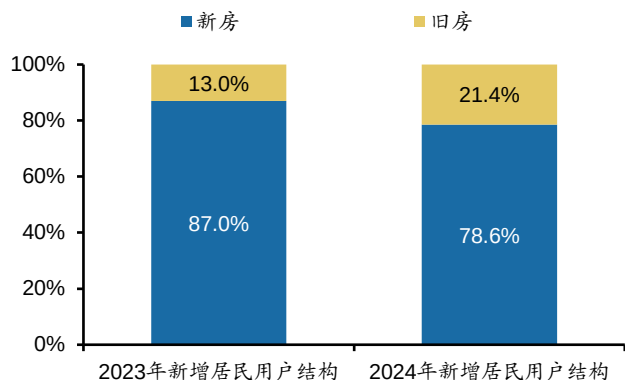


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

备注：居民用户渗透率≈居民接驳用户/接驳可覆盖用户

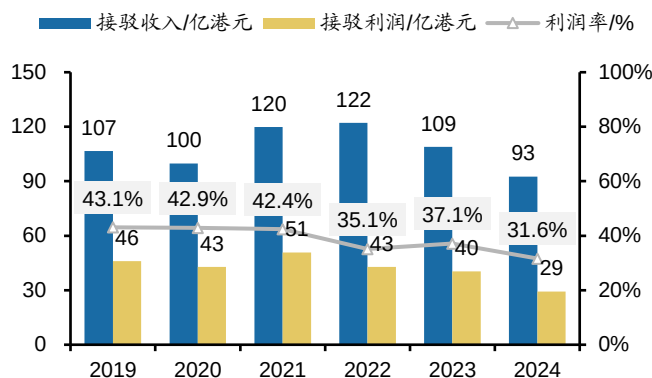
24年新增居民接驳户数及利润率均下滑，25年低基数下降幅有限。根据2024年业绩报告，公司接驳业务分部利润下滑至29.27亿港元，而此前均维持在40亿港元以上，同比下滑28%。一方面是受地产影响，新增接驳居民数（已收款）大幅下滑15%-20%（根据收入测算值），使得收入大幅下降；二是接驳业务的利润率大幅下降至31.6%，此前维持在35%以上，主要系24年新增的旧房接驳用户增加，占比由13%提至21.4%，旧房相比新房的接驳利润率偏低，未来可能长期保持这一趋势。展望2025年，公司预计新增居民接驳户数230万户-250万户（预计该口径和已收款口径有区别），而2024年接驳利润已下滑至低基数，预计2025年的降幅有限，此后有望逐步企稳。

图 33: 2024年新增旧房接驳用户增加



数据来源: 华润燃气2024年业绩报告, 广发证券发展研究中心

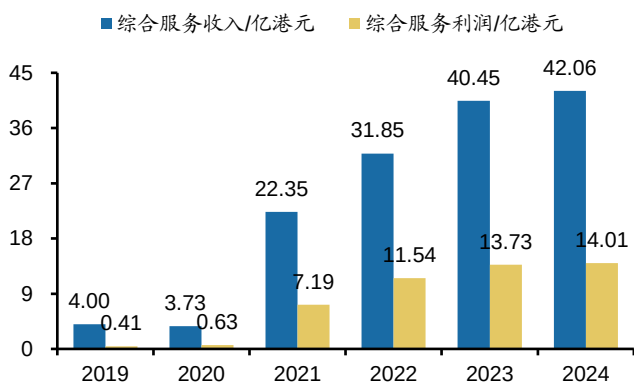
图 34: 2024年接驳业务利润率大幅下降至31.6%



数据来源: 华润燃气2024年业绩报告, 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

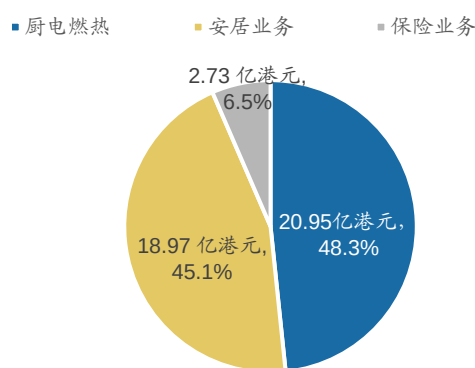
综合服务业务快速成长, 厨电厨热和安居业务贡献主要收入。根据公司业绩报告, 公司不断开拓综合服务业务, 近三年迅速成长, 2024年实现营业收入42.06亿港元(同比+4.0%), 分部利润14.01亿港元(同比+2.1%)。其中厨电燃热和安居业务贡献主要收入, 分别占比48.3%、45.1%。综合服务市场渗透率不断提升, 2024年厨电厨热存量市场占有率为9.2%(同比+0.6pct), 保险代理业务年均保费142元(同比+19.3%), 安居业务的毛利率提升1.5pct至41.4%。

图 35: 2021-2024年综合服务业务迅速成长



数据来源: 华润燃气2024年业绩报告, 广发证券发展研究中心

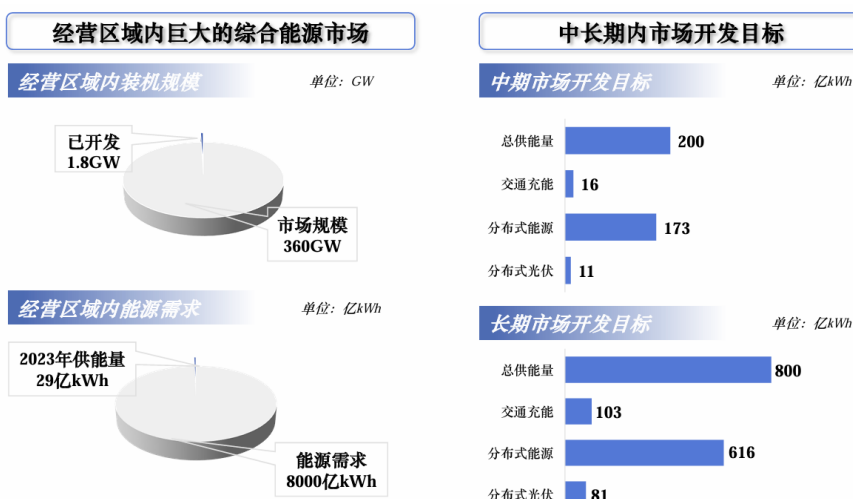
图 36: 2024年厨电燃热和安居业务贡献主要收入



数据来源: 华润燃气2024年业绩报告, 广发证券发展研究中心

综合能源业务方面,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较大的开拓空间。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。

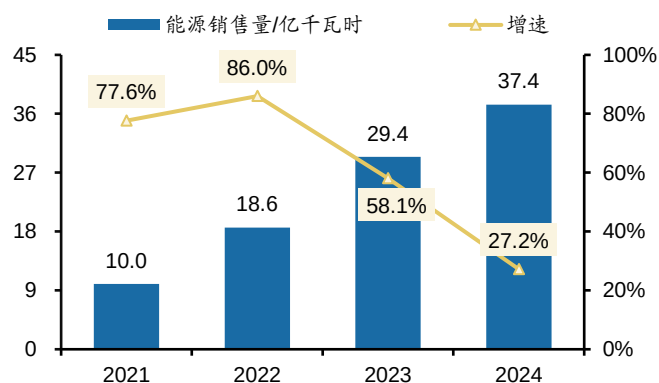
图 37：公司经营区域内具有较大的综合能源市场空间



数据来源：华润燃气 2023 年业绩报告，广发证券发展研究中心

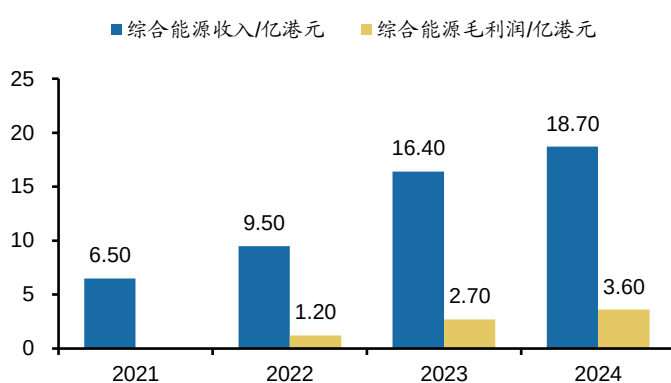
2024年综合能源售电量37.4亿千瓦时，贡献营业收入18.7亿港元。公司聚焦“两布一充”，贴近城市各类用户优势，业务规模保持良好增速，2024年综合能源实现售电量37.4亿千瓦时，同比增长27.2%，包括蒸汽、冷、热、以及发电。2024年实现营业收入18.7亿港元（同比+13.8%），毛利润3.6亿港元（同比+33.6%），当前规模较小，暂计算在营业外收支里。2024年累计签约装机规模4GW，累计投运装机规模3.1GW，其中分布式能源2.6GW，分布式光伏94.7MW，交通充能415MW。

图 38：2024年综合能源售电量37.4亿千瓦时



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

图 39：综合能源业务逐步贡献收入利润



数据来源：公司业绩报告，广发证券发展研究中心

四、盈利预测和投资建议

盈利预测及投资建议：预计公司2025~2027年归母净利润分别为44.69/47.81/51.81亿港元，EPS分别为1.93、2.07、2.24港元/股，按最新收盘价对应PE分别为10.93/10.21/9.42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8.24倍。

气量方面，华润燃气相比其余四家公司，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，24年分红率提升至53%，或仅次于全国性城燃中的中国燃气。参考可比公司给予公司2025年13倍PE，对应合理价值25.11港元/股，给予“买入”评级。

表 5：华润燃气同业公司对比（最新收盘价日期：2025/04/10）

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				
				2023A	2024A/E	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2027E
00135.HK	昆仑能源	642.48	HKD	9.72	11.30	9.09	8.54	7.97	62.70	64.36	70.68	75.20	80.63
00384.HK	中国燃气*	366.66	HKD	12.05	9.47	8.43	7.79	-	31.85	38.73	43.47	47.10	-
01083.HK	港华智慧能源	114.86	HKD	6.92	6.93	6.69	6.33	6.05	15.75	16.06	17.18	18.15	18.97
02688.HK	新奥能源	678.74	HKD	8.65	9.77	8.76	8.08	7.73	75.21	64.65	77.52	84.00	87.82
平均值				9.34	9.37	8.24	7.68	7.25					

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，除中国燃气未披露年报为预测值，其余均为实际值

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

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	355	295	316	319	343
现金及现金等价物	100	75	89	89	109
应收账款及票据	114	98	102	106	109
存货	15	14	14	15	15
其他	125	107	110	110	110
非流动资产合计	1,024	1,030	1,059	1,084	1,103
固定资产净值	612	629	654	674	688
长期投资	255	249	252	257	262
商誉及无形资产	147	143	143	143	143
其他	10	9	10	10	10
资产总额	1,379	1,325	1,375	1,403	1,446
流动负债合计	511	538	560	552	544
短期借款	49	143	160	152	141
应付账款及票据	144	120	125	128	132
其他	318	276	276	271	271
非流动负债合计	234	147	140	140	150
长期借款	178	87	80	80	90
其他非流动负债	55	59	60	60	60
总负债	745	685	700	692	694
普通股股本	2	2	2	2	2
储备	445	409	429	449	471
其他	-40	0	0	0	0
归母权益总额	408	412	431	451	474
少数股东权益	226	228	244	260	279
股东权益合计	634	640	675	712	752
负债及股东权益合计	1,379	1,325	1,375	1,403	1,446

利润表

单位:港元亿元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	1,013	1,027	1,052	1,086	1,121
营业成本	828	844	863	888	915
毛利	185	183	189	197	207
其他收入	5	0	5	5	5
营销费用	68	71	72	74	76
行政管理费用	45	46	47	48	50
研发费用	0	0	0	0	0
其他营业费用合计	2	0	0	0	0
营业利润	74	66	76	80	85
利息收入	4	0	1	2	2
利息支出	9	7	8	8	8
权益性投资损益	6	7	9	10	10
其他非经营性损益	0	11	0	0	0
除税前利润	89	77	81	86	93
所得税	19	20	20	22	23
合并净利润	71	57	60	65	70
少数股东损益	18	17	16	17	18
归母净利润	52	41	45	48	52

现金流量表

单位:港元亿元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	102	-	85	87	102
合并净利润	71	-	60	65	70
折旧与摊销	41	-	30	32	36
营运资本变动	4	-	-2	-5	0
其他非经营性调整	4	-	-3	-4	-4
投资活动现金流净额	-45	-	-49	-47	-45
处置固定资产收益	2	-	0	0	0
资本性支出	-56	-	-55	-52	-50
投资资产支出	-15	-	-3	-5	-5
其他	24	-	9	10	10
融资活动现金流净额	-20	-	-21	-39	-36
长期债权融资	35	-	-5	2	12
股权融资	0	-	0	0	0
支付股利	-24	-	-25	-26	-28
其他	-31	-	9	-15	-19
现金净增加额	35	-	14	0	20
期初现金余额	64	-	75	89	89
期末现金余额	100	-	89	89	109

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	7.3%	1.4%	2.5%	3.2%	3.3%
营业利润增长率	-9.9%	-11.0%	14.8%	5.7%	6.4%
归母净利润增长率	10.4%	-21.7%	9.3%	7.0%	8.4%
获利能力					
毛利率	18.2%	17.8%	18.0%	18.2%	18.4%
净利率	6.9%	5.6%	5.7%	5.9%	6.2%
ROE	13.0%	10.0%	10.6%	10.8%	11.2%
偿债能力					
资产负债率	54.0%	51.7%	50.9%	49.3%	48.0%
有息负债率	16.5%	17.4%	17.4%	16.6%	16.0%
流动比率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.6
利息保障倍数	8.6	11.5	11.0	11.8	12.5
营运能力					
应收账款周转天数	40.7	34.4	35.0	35.0	35.0
存货周转天数	6.5	6.0	6.0	6.0	6.0
应付账款周转天数	62.7	51.1	52.0	52.0	52.0
每股指标					
每股收益	2.26	1.77	1.93	2.07	2.24
每股净资产	27.39	27.65	29.15	30.76	32.51
每股经营现金流	4.39	-	3.66	3.77	4.39
估值比率					
PE	11.3	17.4	10.9	10.2	9.4
PB	1.5	1.7	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	5.9	10.2	5.6	5.2	4.6

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：资深分析师，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，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。