

港华智慧能源（01083）

证券研究报告

2025 年 07 月 31 日

城燃业务扎实稳健，可再生能源打造增长极

中华煤气旗下大型城燃公司，领先布局智慧能源

港华智慧能源致力为客户提供一站式的清洁能源方案，于内地营运城市管道燃气及建设燃气管网，并积极拓展智慧能源系统业务，包括可再生能源发电、数码化能源管理服务及碳管理服务等。公司前身为港华燃气，控股股东为香港中华煤气。香港中华煤气有限公司成立于 1862 年，是中国香港首家公用事业机构及全球最具规模的能源供应商之一，企业管理和营运均达到世界级水平。

营收规模稳中有进，24 年核心利润超预期

公司营收规模不断扩张，24 年核心利润大幅提升。公司近年来营收增长明显，从 2020 年的 128.5 亿港币增长到了 213.1 亿港元，CAGR 达到 13.5%。归母净利润在 2024 年创下近五年新高，达到 16.06 亿，较 23 年增加 0.31 亿。核心利润上升 34.5%至 16.01 亿港元（以人民币计算，上升 37.2%）。从结构上看，管道天然气销售业务是公司最主要的收入来源，2024 年占总营收比例达到 80%。

城燃行业销气量增速趋缓，毛差有望改善

五大城燃公司销气量增速跟随行业放缓，行业集中度趋于集中。2024 年城燃行业毛差整体有所改善，除昆仑能源因加气站移交影响下滑，华润燃气、中国燃气、港华智慧能源均有所增长，分别较 2023 年提升了 0.02、0.037、0.02 元/方。伴随国际气价中枢下跌，主要城燃公司采购成本均呈现不同幅度下降。

公司从 1994 年运营城燃业务至今已建立了庞大的客户资源及业务网络，基础稳健。2024 年集团的城市燃气项目累计总数达 191 个，2024 年燃气销售量达 172.01 亿立方米，同比增长 4.5%，其中零售气量 136 亿方，同比增长 3%。集团致力加强天然气供应的自主性，提升用气高峰季节的调峰能力并保持价格稳定。

公司打造一站式智慧能源系统，2024 年可再生能源盈利表现优异

公司客户覆盖了 20 个产业，于石化、建材、有色金属等八大控排行业下，涉及民营企业及大型央企国企等。截至 2024 年底，集团已于 24 个省、自治区和直辖市投资建设逾 1,000 个可再生能源项目，分布式光伏累计并网装机容量达到 2.3 吉瓦，工商业储能签约超过 40 万度电，售电交易量达到 84 亿度电，碳资产管理和服务业务稳步发展。2023 年公司可再生能源业务扭亏为盈，实现 0.78 亿港元净利润，2024 全年可再生能源业务净利润 4.79 亿港元，同比增长五倍。

盈利预测与估值

我们预测 25/26/27 年归母净利润 16.25/16.8/17.34 亿港元，EPS 分别 0.45/0.46/0.48 港元。我们选取业务接近的昆仑能源、新奥能源、华润燃气作为可比公司，公司目前 PE 估值略低于同行，PB 估值显著低于同行，存在估值修复可能。我们给予公司 2026 年 10 倍 PE，对应 2026 年目标价 4.62 港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：天然气需求增长放缓，国际油气价格大幅波动，公司新接驳用户数不及预期，顺价政策推行不及预期，可再生能源收益率不及预期，测算具有主观性

投资评级

行业	公用事业/公用事业
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	4 港元
目标价格	4.62 港元

基本数据

港股总股本(百万股)	3,632.60
港股总市值(百万港元)	14,530.38
每股净资产(港元)	6.74
资产负债率(%)	51.44
一年内最高/最低(港元)	4.34/2.70

作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
厉泽昭	分析师
SAC 执业证书编号: S1110525050004	
lizezhao@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 中华煤气旗下大型城燃公司，领先布局智慧能源.....	4
1.1. 香港中华煤气旗下综合能源先锋.....	4
1.2. 立足传统城燃业务，提供综合能源解决方案.....	5
1.3. 营收规模稳中有进，24 年核心利润超预期.....	6
2. 天然气行业健康发展，气价有望温和下跌.....	7
2.1. 天然气供需紧张趋势缓和，行业注重高质量发展.....	7
2.2. 城燃行业：气量增速放缓，毛差有望改善.....	11
2.3. 公司深耕城燃业务多年，持续优化气源供应.....	13
3. 可再生能源增长迅速，公司布局完善.....	15
3.1. 新能源装机规模增长迅速，市场化机制逐步完善.....	15
3.2. 公司致力于打造一站式智慧能源系统，2024 年盈利表现优异.....	17
4. 盈利预测与估值.....	19
4.1. 盈利预测.....	19
4.2. 可比公司估值.....	20
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司股权结构.....	5
图 3：公司 2020-2024 年营收情况（亿港元）.....	6
图 4：公司 2020-2024 年归母净利润情况（亿港元）.....	6
图 5：公司 2020-2024 年分结构营收情况（亿港元）.....	7
图 6：公司 2024 年营收比例结构.....	7
图 7：公司 2019-2024 年分红情况（单位：亿港元）.....	7
图 8：2019-2024 年国内天然气消费情况.....	7
图 9：2023-2025 年国内月度天然气表观消费量.....	7
图 10：2019-2024 年国内天然气产量情况.....	8
图 11：2019-2025 年国内月度天然气产量情况.....	8
图 12：2019-2024 年国内天然气进口量情况.....	8
图 13：2019-2024 年国内 LNG 进口量情况.....	8
图 14：2019-2025 年国内天然气进口月度情况.....	9
图 15：2019-2025 年国内 LNG 进口月度情况.....	9
图 16：全球分区域天然气批发价格情况（单位：美元/百万英热）.....	9
图 17：五大城燃公司 2019-2024 年天然气销售总量（单位：百万立方米）.....	11
图 18：五大城燃公司 2019-2024 年天然气销售零售气量（单位：百万立方米）.....	11
图 19：五大城燃 2020-2024 年天然气销售增速情况.....	11
图 20：五大城燃 2020-2024 年天然气零售气销售增速情况.....	11
图 21：五大城燃公司市占率情况.....	11

图 22：主要城燃公司毛差情况（元/方）	12
图 23：主要城燃公司采购成本情况（元/方）	12
图 24：截止 2024 年年报各家公司顺价比例	12
图 25：五大城燃公司资本开支情况（昆仑能源、新奥能源单位为人民币亿元，其余单位为港元亿元）	13
图 26：2020-2024 年公司客户数目情况	14
图 27：2024 年公司各地城燃项目分布情况	14
图 28：2021-2024 年公司销气量情况	14
图 29：2024 年公司销气结构情况	14
图 30：公司气源供应链情况	14
图 31：公司自主气源量情况	14
图 32：2016-2024 全国发电装机情况	15
图 33：2016-2024 全国发电量情况	15
图 34：2016-2024 全国全社会用电量情况	15
图 35：公司可再生能源服务范围	17
图 36：公司可再生能源净利润情况	18
图 37：公司 2022-2024 光伏并网规模及发电量	18
图 38：公司零碳智慧园区模式	19
图 39：公司截止 2023 年底零碳园区分布	19
表 1：公司业务覆盖范围（单位：个）	5
表 2：近一年来国内天然气领域相关政策	10
表 3：可再生能源领域相关政策	16
表 4：分部盈利预测（单位：亿港元）	19
表 5：可比公司估值	20

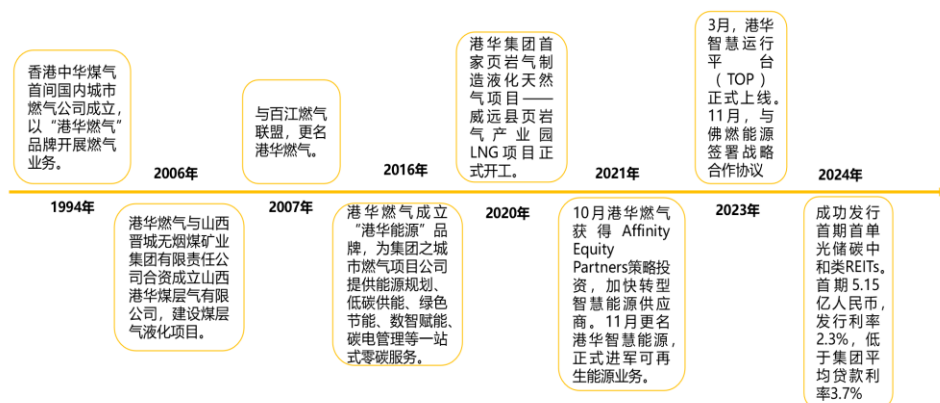
1. 中华煤气旗下大型城燃公司，领先布局智慧能源

1.1. 香港中华煤气旗下综合能源先锋

港华智慧能源（以下简称港华、公司、集团）致力为客户提供一站式的清洁能源方案，于内地营运城市管道燃气及建设燃气管网，并积极拓展智慧能源系统业务，包括可再生能源发电（如太阳能光伏系统）、数码化能源管理服务及碳管理服务等。公司前身为港华燃气，为香港中华煤气集团燃气业务品牌，于1994年在广州番禺成立首家合资企业。凭借先进的管理经验、专业的技术水平，业务版图陆续从华南扩展至华东、华北、东北、华中及华西等地，业务涵盖天然气全产业链。2021年更名港华智慧能源，正式进军可再生能源业务。

公司通过港华能源领先布局可再生能源。港华智慧能源早于2016年成立「港华能源」品牌，定位全球领先智慧能源聚合服务商，以综能化、去碳化、数智化为战略核心，开展区域性的综合能源管理和服务，包括分布式光伏、储能、充换电、多能联供等能源基础设施的投资、建设和运营，以及能效管理、碳管理、绿电交易等智慧增值服务，并依托智慧能源生态平台，实现“源网荷储”一体化和能源管理数智化升级，全面打造零碳智慧工业园区、低碳工厂，助力企业ESG管理。根据官网介绍，港华能源已在全国24个省、自治区、直辖市布局超过2000个智慧能源项目，落实发展128个零碳智慧工业园区项目。

图 1：公司发展历程

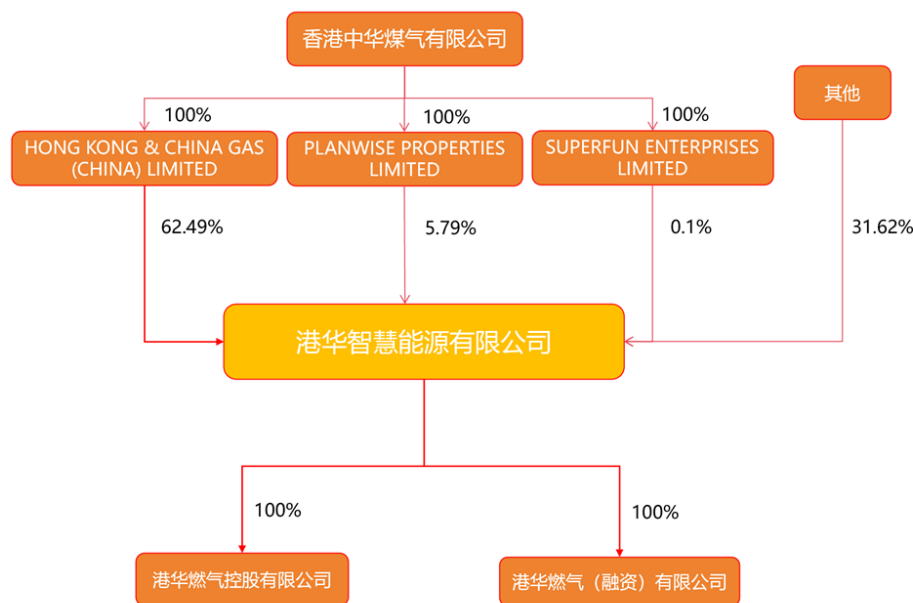


资料来源：公司官网等，天风证券研究所

公司控股股东为香港中华煤气。香港中华煤气有限公司（以下简称中华煤气）成立于1862年，是中国香港首家公用事业机构及全球最具规模的能源供应商之一，企业管理和营运均达到世界级水平。1994年，中华煤气开始投资内地燃气事业，进一步拓展经营领域，如今业务范围覆盖天然气上、中、下游，自来水供应与污水处理，城市废物资源化利用，新兴环保能源，电讯，资讯科技，工程服务，制造业，零售业及其他相关生活服务，在内地29个省、自治区、直辖市共计发展逾980个项目。香港中华煤气通过三个主体持有公司约68%的股权。

中华煤气前瞻布局内地燃气市场。中华煤气投资内地的业务从瓶装的液化石油气起步，与当地的国营燃气公司建立合资公司的模式，开始投资经营燃气业务，同时坚持参与实际运营而不是纯资本运作。2002年，在深圳专门成立港华投资有限公司，专注于负责管理内地的投资项目。“港华燃气”即为港华投资集团旗下致力于从事燃气业务投资、开发和运营管理的投资管理集团。

图 2：公司股权结构



资料来源：企查查，香港中华煤气公告，天风证券研究所

1.2. 立足传统城燃业务，提供综合能源解决方案

传统城燃业务多元化发展。公司公用事业业务以城市燃气为业务核心，为家庭用户及各行各业提供一站式能源服务。城市燃气项目逾 190 个，服务客户逾 1,760 万户，包括民用及工商业客户。2024 年整体燃气销售量逾 172 亿立方米。针对城市燃气业务，集团大力推广「燃气+」综合能源服务，提供一站式低碳、高效的轻资产类能源服务解决方案，满足客户的多元用能需求。近年，集团把握机遇，积极发展市场，为内地公共机构提供专业的综合能源解决方案，目标客户包括医院、学校、政府机关、商业综合体等项目。此外，亦持续开发新能源产业用气市场，并于北方地区大力推广清洁取暖应用，特别是集中供暖在此地区需求甚大。

公司可再生能源业务最早是为集团城燃项目公司提供能源规划、低碳供能、绿色节能、数智赋能、碳电管理等一站式零碳服务。可以提供一体化综合能源管理和服务，包括分布式光伏、储能、充换电、多能联供等能源基础设施的投资、建设和营运，以及能效管理、碳管理、虚拟电厂、绿电交易、光储资产托管等智慧增值服务，并通过智慧能源生态平台，提供智能化服务，全面打造零碳智慧园区、低碳工厂，协助企业落实 ESG 管理。

公司能源业务范围覆盖全国各地。截止 2024 年 12 月 31 日，公司拥有光伏项目 364 个、城燃项目 191 个。项目较多的区域包括广东、江苏、山东、浙江、安徽等省市。

表 1：公司业务覆盖范围（单位：个）

	光伏	能碳	城市燃气	零碳智慧 园区	其他燃气 相关	其他可再生 能源	中游	气源供 应链
北京	2	1						
重庆	1		1	1				
福建	12		2	6				
广东	32	12	28	11	2	3		
广西	3		8	6		1		
贵州			1					
海南	5			2				

河北	12	1	6	5		2	
黑龙江	1		1	1	2		
河南	29	1		8		1	
湖北	17		1	6			
湖南	6	2	1	5			
内蒙古			3				2
江苏	85	14	3	20		6	
江西	3		10				
吉林	2		14			1	
辽宁	10		20	7	1	3	
宁夏	1						
陕西	5			3		2	
山东	66	1	31	10		3	2
上海	15	2		1		2	1
山西	2						
四川			37		1	1	1
天津	8			1			
云南			1				
浙江	29	8	5	6		2	
安徽	18	2	18	7	1	4	
各项目数量总和	364	44	191	106	7	31	4

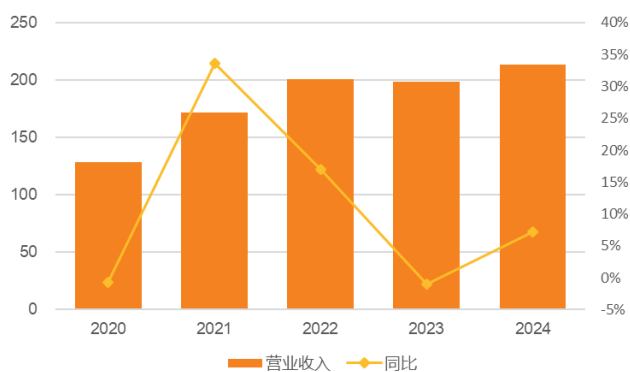
资料来源：公司官网，天风证券研究所

注：数据截止 2024 年 12 月 31 日

1.3. 营收规模稳中有进，24 年核心利润超预期

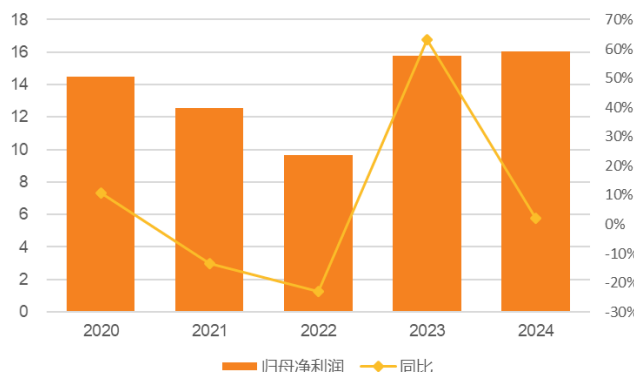
营收规模不断扩张，24 年核心利润大幅提升。公司近年来营收增长明显，从 2020 年的 128.5 亿港元增长到了 213.1 亿港元，CAGR 达到 13.5%。归母净利润在 2024 年创下近五年新高，达到 16.06 亿港元，较 23 年增加 0.31 亿港元。核心利润上升 34.5%至 16.01 亿港元（以人民币计算，上升 37.2%）。

图 3：公司 2020-2024 年营收情况（亿港元）



资料来源：wind，天风证券研究所

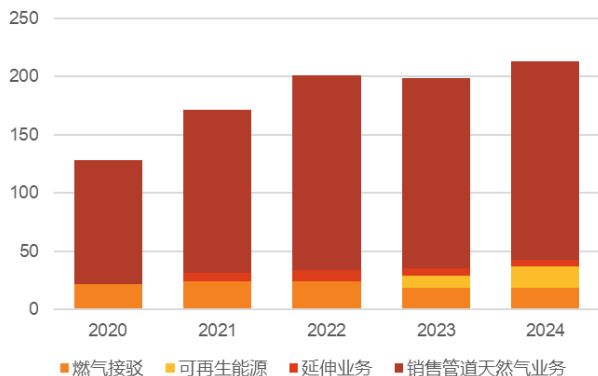
图 4：公司 2020-2024 年归母净利润情况（亿港元）



资料来源：wind，天风证券研究所

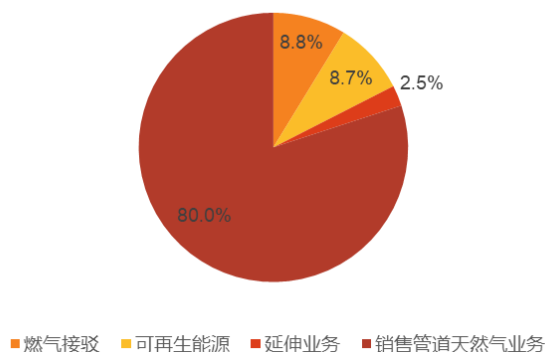
天然气销售贡献 8 成收入，可再生能源增长迅速。从结构上看，管道天然气销售业务是公司最主要的收入来源，2024 年占总营收比例达到 80%。可再生能源收入增长迅速，收入占比从 2023 年的 5.3% 上升到 2024 年的 8.7%。燃气接驳业务收入比例从 2020 年的 17.2% 下降到了 2024 年的 8.8%。

图 5：公司 2020-2024 年分结构营收情况（亿港元）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

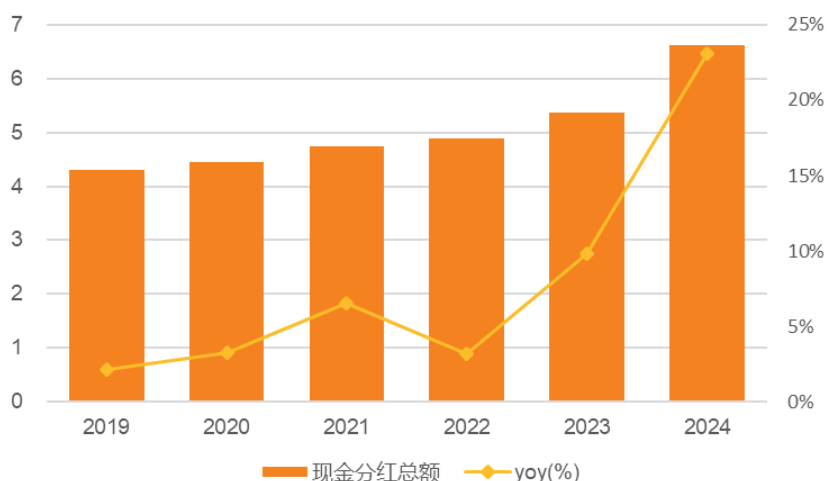
图 6：公司 2024 年营收比例结构



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

公司分红稳中有升，2024 年宣派特别股息。近年来公司分红金额呈现逐年增长态势，从 2019 年的 4.31 亿港元增长到 2023 年的 5.37 亿港元。2024 年鉴于可再生能源业务的业绩表现优异，董事会亦建议除末期股息每股 16 港仙外，派付一次性特别股息每股 3 港仙，累计分红金额达到 6.61 亿港元。

图 7：公司 2019-2024 年分红情况（单位：亿港元）



资料来源：wind，天风证券研究所

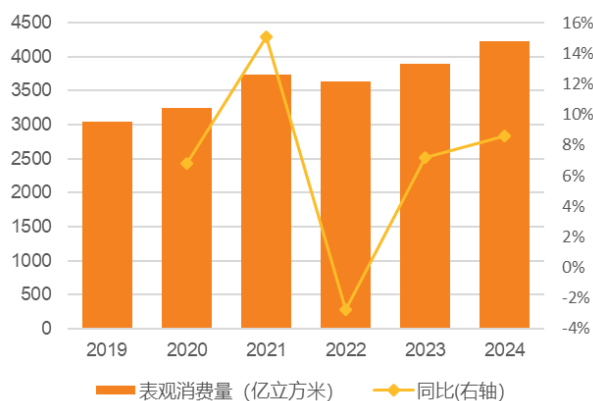
2. 天然气行业健康发展，气价有望温和下跌

2.1. 天然气供需紧张趋势缓和，行业注重高质量发展

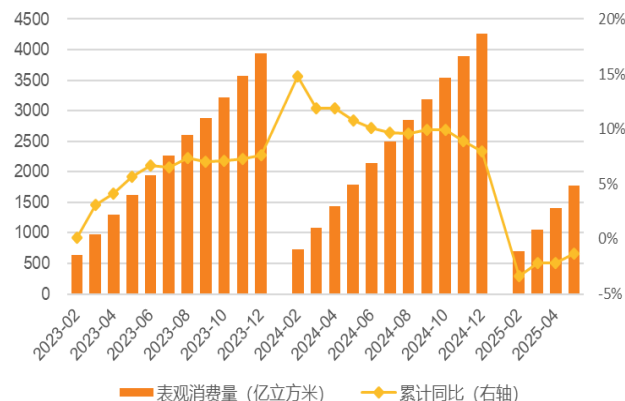
2024 年国内天然气需求健康增长，25 年受气温影响较大。2024 年我国天然气表观消费量超过 4200 亿方，同比增长约 8.6%。各领域的用气需求皆展现出积极向好趋势，其中，城市燃气需求持续增长，车用 LNG 随着 LNG 重卡渗透率提升表现亮眼，燃气管线铺设范围持续拓展，2024 年新增约 2000 万用气人口，带来 20 亿立方米以上的城乡居民生活用气量增长。传统行业如陶瓷、玻璃、钢铁等相关产业用气量放缓。2025 年整体需求较弱，根据国家发改委数据，1—6 月，全国天然气表观消费量 2119.7 亿立方米，同比下降 0.9%。主要原因是 2025 年冬季气温较正常年份偏高，城燃补库需求有限，需求同比下降。同时关税反复波动，出口相关行业面临较大挑战，开工积极性相比 2024 年增加有限。

图 8：2019-2024 年国内天然气消费情况

图 9：2023-2025 年国内月度天然气表观消费量



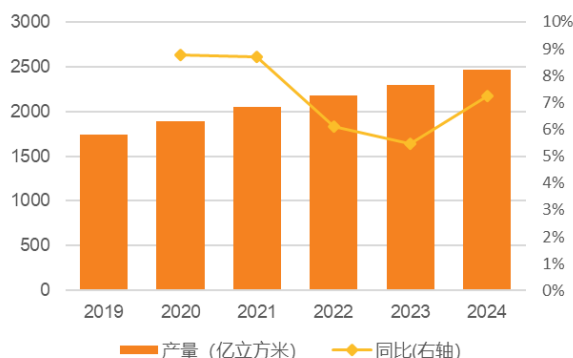
资料来源: wind, 天风证券研究所



资料来源: wind, 国家发改委, 天风证券研究所

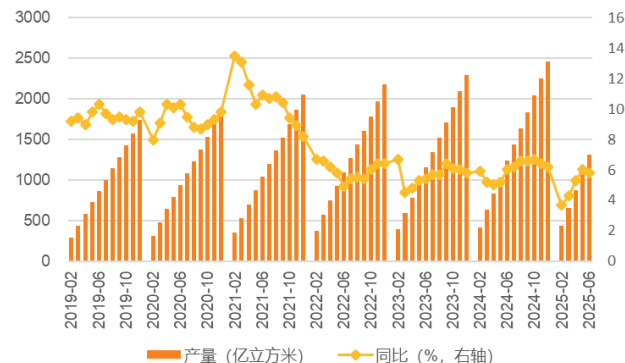
三桶油积极落实增储上产，国内天然气供给稳定增长。2024 年，国内天然气产量达到 2463.7 亿立方米，同比增长 7.3%。石油企业落实增储上产主体责任，加快油气产量增长，天然气产量连续 8 年增产超过 100 亿立方米。页岩气产量保持 250 亿立方米以上规模；深层煤岩气年产量仅用 3 年时间快速提升至 25 亿立方米，成为天然气增产新亮点。2025 年国内天然气产量平稳增长，6 月份，天然气产量 212 亿立方米，同比增长 4.6%，增速比 5 月份放缓 4.5 个百分点。2025 年上半年天然气产量 1308 亿立方米，同比增长 5.8%。

图 10: 2019-2024 年国内天然气产量情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 2019-2025 年国内月度天然气产量情况

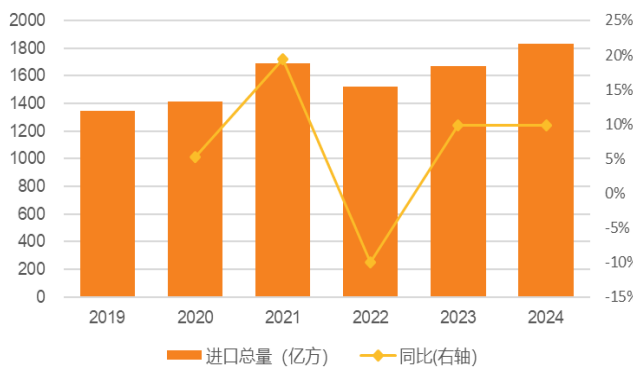


资料来源: wind, 天风证券研究所

25 年进口量下降明显，管道气整体好于 LNG。2024 年我国天然气进口 13169 万吨（约 1817 亿立方米），同比增长 9.9%，LNG 和管道气进口量实现双增长。其中，LNG 进口量 7665 万吨、同比增长 7.7%，进口金额 3135.71 亿元、同比下降 0.8%；管道气进口量 5504 万吨、同比增长 13.1%，进口金额 1501.77 亿元、同比上涨 10.1%。受需求影响，2025 年进口下滑较为明显，前五个月国内天然气进口量 682 亿方，同比下降 9.5%；进口 LNG 2486 万吨，同比下降 23%。卓创资讯判断，由于欧洲库存偏低，且迎峰度夏即将来临，LNG 现货价格难以回落，国内现货采购需求难以恢复，叠加关税影响，2025 年中国 LNG 进口或再次出现负增长。

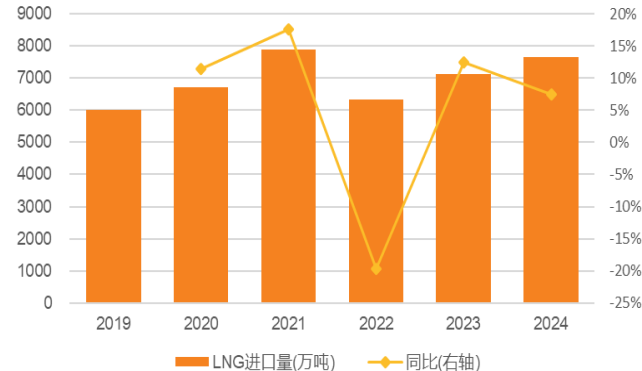
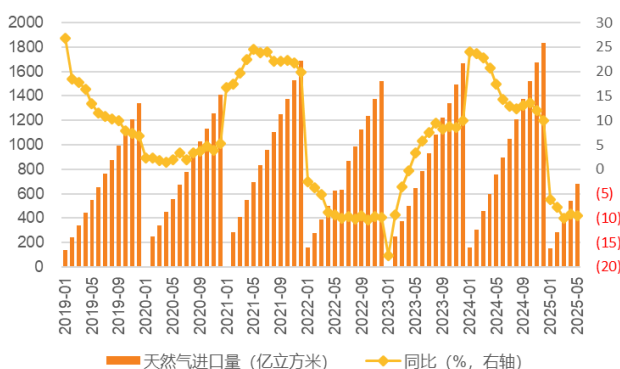
图 12: 2019-2024 年国内天然气进口量情况

图 13: 2019-2024 年国内 LNG 进口量情况



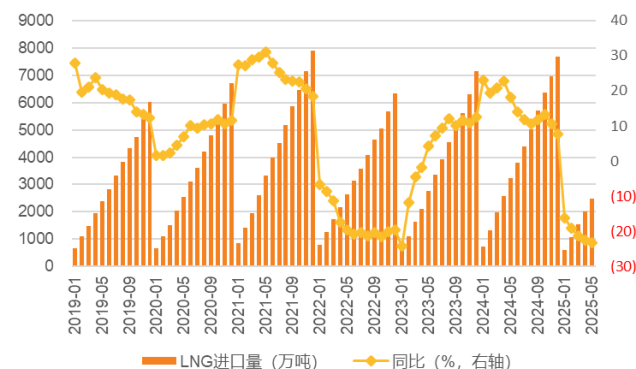
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 2019-2025 年国内天然气进口月度情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

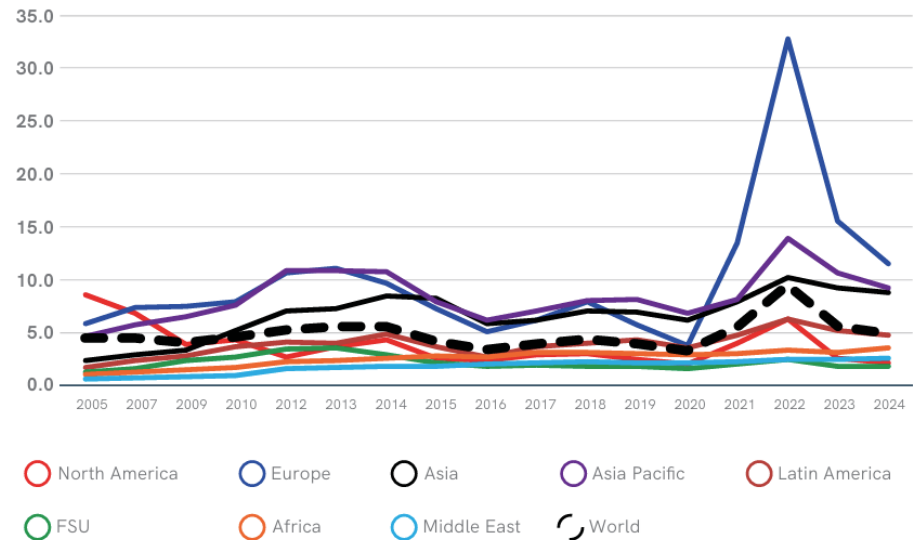
图 15: 2019-2025 年国内 LNG 进口月度情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

2024 年全球天然气供需缓和，带动 LNG 进口均价出现明显回落。2024 年，国际天然气市场供需形势较 2023 年有所改善，价格中枢下移。欧洲天然气库存处于高位，亚洲现货市场需求相对疲软，主要 LNG 出口国供应充足。2024 年欧洲 TTF 现货均价为 10.9 美元/百万英热单位，同比下降 15.3%；东北亚 LNG 现货均价为 11.8 美元/百万英热单位，同比下降 26.6%；美国 Henry Hub 现货均价为 2.2 美元/百万英热单位，同比下降 13.6%。随着全球天然气市场价格走低，我国天然气进口价格亦出现回落。2024 年，根据进口数量和进口金额计算，我国 LNG 进口均价为 4090.95 元/吨，折合 2.96 元/方，同比下降 7.7%；管道气进口均价为 2728.51 元/吨，折合 1.98 元/立方米，同比下降 2.5%。

图 16: 全球分区域天然气批发价格情况（单位：美元/百万英热）



资料来源：IGU，天风证券研究所

多部门协同出台一系列天然气重要政策文件，促进行业高质量发展。其中国家发展改革委时隔 12 年印发《天然气利用管理办法》，是对 2012 年《天然气利用政策》的正式修订版，调整或者细化了对一些用气方向的管理要求，整体上不再突出对天然气发展“量”的意见，而是更加注重“质”，即优化天然气消费结构，提高利用效率，促进天然气与新能源的融合发展。《2025 年能源工作指导意见》提到强化油气勘探开发，在老油田提高采收率、深地深水规模建产、非常规油气增产方面取得新突破。《关于完善价格治理机制的意见》提出深入推进天然气上下游价格联动。《关于推动内河航运高质量发展的意见》强调积极推动 LNG、甲醇动力技术在中大型船舶、中长距离运输场景应用。

表 2：近一年来国内天然气领域相关政策

发布主体	相关文件	时间	重点内容
国家发改委	《天然气利用管理办法》	2024.6	天然气利用分优先类、限制类、禁止类和允许类。对优先类用气项目，鼓励地方各级人民政府及相关部门在规划、用地、融资、财税等方面给予政策支持。
国务院	《关于加快经济社会发展全面绿色转型的意见》	2024.7	加大油气资源勘探开发和增储上产力度，加快油气勘探开发与新能源融合发展。鼓励在气源可落实、气价可承受地区布局天然气调峰电站
国家能源局	《2025 年能源工作指导意见》	2025.2	强化油气勘探开发，在老油田提高采收率、深地深水规模建产、非常规油气增产方面取得新突破。推动大庆升平、长庆雷龙湾等储气项目建设，推进煤制油气重大项目建设。完善能源资源探产供储销统筹和衔接机制，持续深化油气管网机制改革，优化管网建设和运营机制。加强与重点国家和地区的常规和非常规油气合作，积极稳妥推进跨境油气进口通道建设，积极推动中亚国家向我国稳定供气
国家能源局	《石油天然气基础设施规划建设与营运管理办法》（征求意见稿）	2025.3	允许企业通过购买市场化储气服务或调峰服务来履行义务。支持社会资本参与油气储备库、液化天然气接收站等基础设施建设。石油天然气干线管网投资与运营业务必须与上下游竞争性业务分离，管网企业不得参与勘探开发、生产销售等业务。
国家能源局	《关于完善价格治理机制的意见》	2025.4	深化天然气价格市场化改革。推动油气管网设施公平开放。加强输配电、天然气管道运输等网络型自然垄断环节价格监管。深入推进天然气上下游价格联动。优化居民阶梯水价、电价、气价制度。

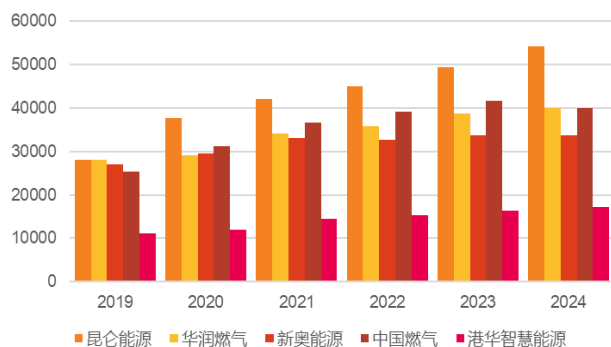
交通运输部	《关于推动内河航运高质量发展	2025.6	积极推动 LNG、甲醇动力技术在中大型船舶、中长途运输场景
工业和信息化部 财	发展的意见》		应用，探索推动氢燃料电池动力技术应用。推动港作机械和港内
政部 自然资源部			运输装备使用绿电、氢、LNG 等新能源和清洁能源。
生态环境部 水利部			

资料来源：中国政府网，国家能源局，中国矿业网，生态环境部，天风证券研究所

2.2. 城燃行业：气量增速放缓，毛差有望改善

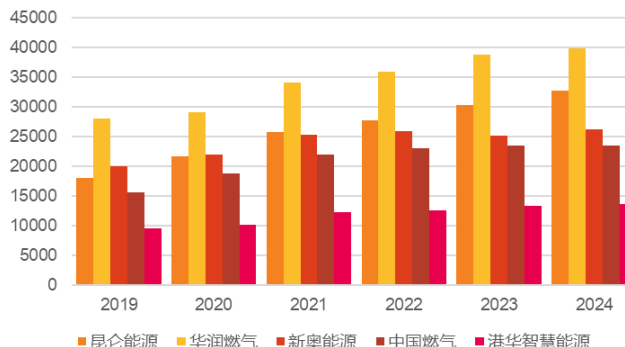
五大城燃公司销气增速跟随行业放缓，行业集中度趋于集中。城燃行业销气量增速整体与国内天然气行业消费增速趋势接近，2022 年开始五大城燃公司天然气销气总量、零售气量增速整体放缓，2024 年各家公司总销气量增速由高到低依次为昆仑能源（9.9%）、港华智慧能源（4.5%）、华润燃气（2.9%）、新奥能源（0.1%）、中国燃气（-4.2%，注：中国燃气为 331 财年）。从各家市占率来看，2024 年五大城燃总天然气销气量约为 1849 亿方，占全国比例约为 43.7%（2019 年为 39.3%）。近年来，国家层面出台了一系列政策，推动燃气行业整合发展，随着“一城一企”的推进，头部公司市占率有望进一步提升。

图 17：五大城燃公司 2019-2024 年天然气销售总量（单位：百万立方米）



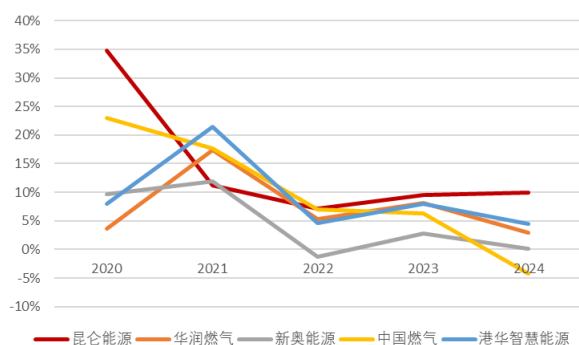
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 18：五大城燃公司 2019-2024 年天然气销售零售气量（单位：百万立方米）



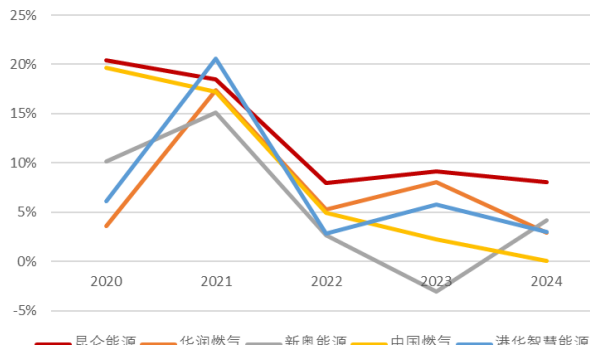
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 19：五大城燃 2020-2024 年天然气销售增速情况



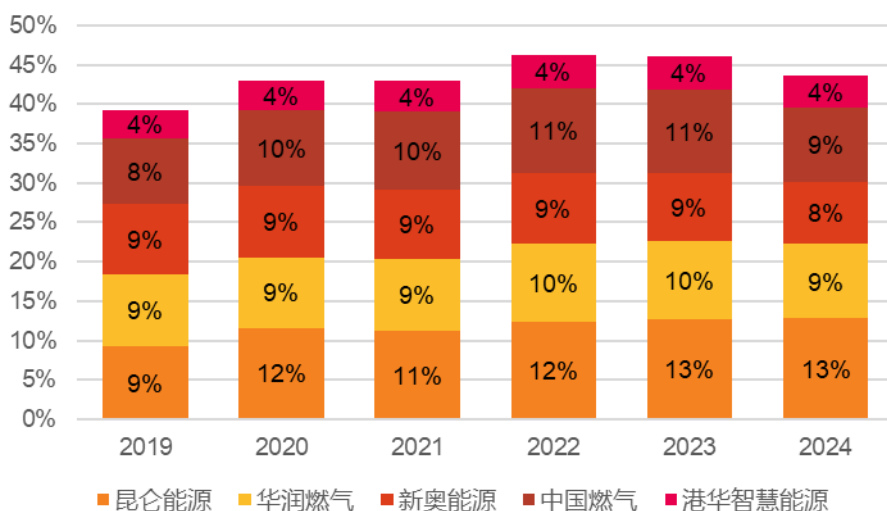
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 20：五大城燃 2020-2024 年天然气零售气销售增速情况



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

图 21：五大城燃公司市占率情况



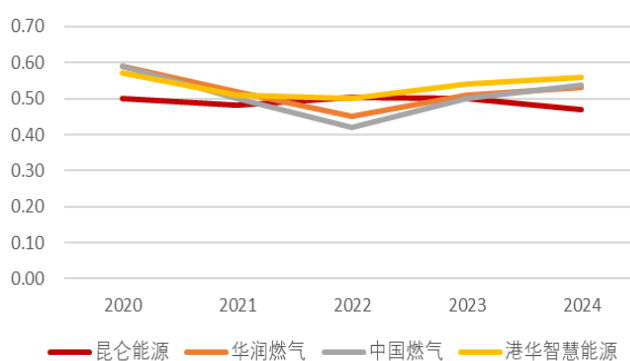
资料来源：各公司公告，wind，天风证券研究所

2024 年行业毛差企稳提升。2024 年城燃行业毛差整体有所改善，除昆仑能源因加气站移交影响下滑，华润燃气、中国燃气、港华智慧能源均有所增长，分别较 2023 年提升了 0.02、0.037、0.02 元/方。伴随国际气价中枢下跌，主要城燃公司采购成本均呈现不同幅度下降。2024 年，昆仑能源、华润燃气、中国燃气、港华智慧能源的天然气采购成本依次为 2.37、2.89、2.75、2.75 元/方，较 2023 年分别下降了 0.01、0.1、0.58、0.13 元/方。

国内居民顺价稳步推进。天然气上下游价格联动机制在全国范围内逐步落地，更多的地区实现终端销售价格顺价，行业销气毛差逐渐修复，进一步支撑天然气行业的健康可持续发展。根据已经公布的顺价情况，各大城燃公司基本完成了 60% 以上的居民顺价，截止 2024 年年报，各家公司居民顺价比例从高到低依次为港华智慧能源（75%）、中国燃气（68%）、新奥能源（63%）、昆仑能源（61%）。

我们认为，随着天然气成本下降和国内顺价程度加深，城燃公司毛差有望进一步提升。

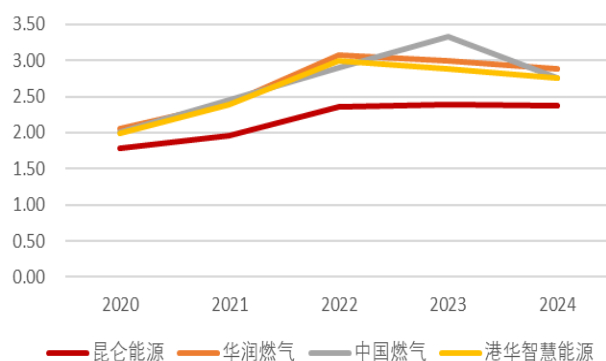
图 22：主要城燃公司毛差情况（元/方）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

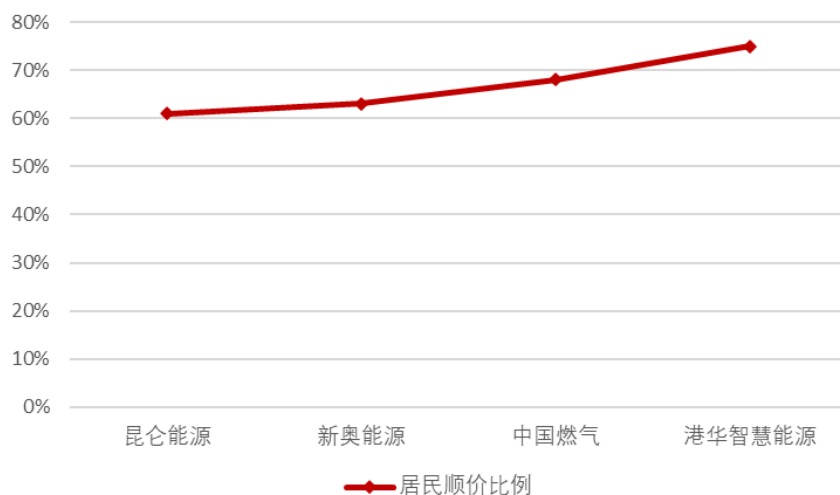
（注：新奥近两年毛差数据未详细披露，故未展示）

图 23：主要城燃公司采购成本情况（元/方）



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

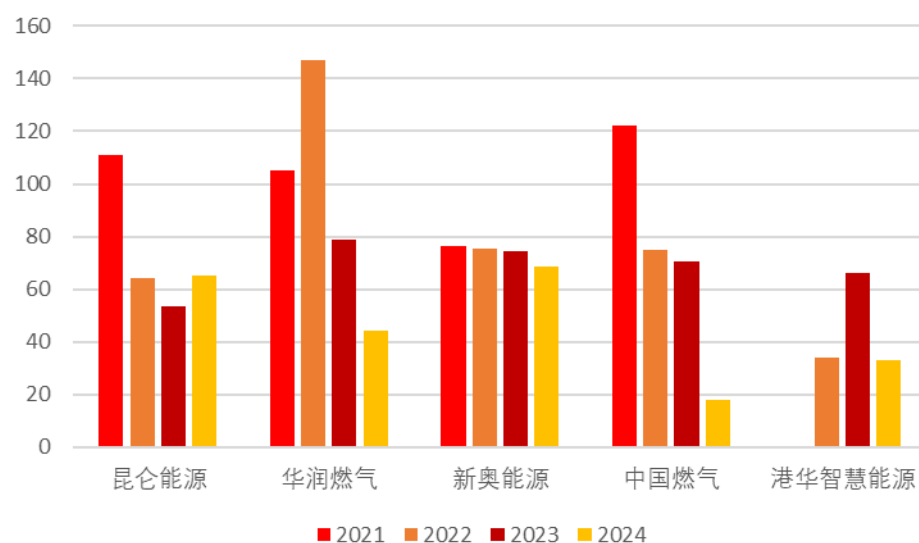
图 24：截止 2024 年年报各家公司顺价比例



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

城燃行业资本开支温和下降。城燃行业资本开支呈现见顶回落趋势，除昆仑能源尚有接收站需要投资外，其余公司资本开支在 2024 年均不同程度下滑。华润燃气严控资本开支，强化营运资本管理，实现资本性开支 44.2 亿港元，同比减少 44.0%，其中战略性资本开支仅为 2.2 亿港币（2023 年为 27.4 亿港币）。港华将重点工作定为降本增效和优化资本支出，2024 年资本开支为 33 亿港币，同比下降 50%，其中燃气业务 21 亿港币，同比下降 6 亿港币；可再生能源资本开支 12 亿，同比下降 27 亿港币。

图 25：五大城燃公司资本开支情况（昆仑能源、新奥能源单位为人民币亿元，其余单位为港元亿元）



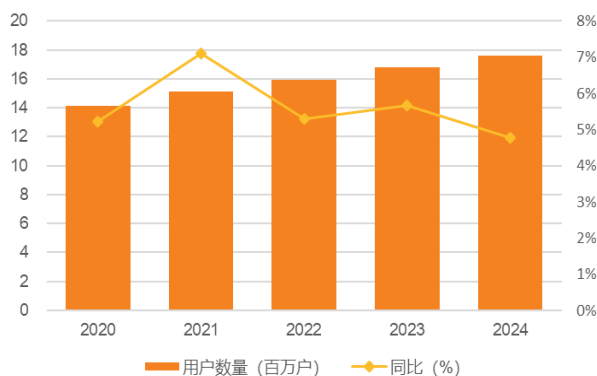
资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：（中国燃气为投资性现金流数据）

2.3. 公司深耕城燃业务多年，持续优化气源供应

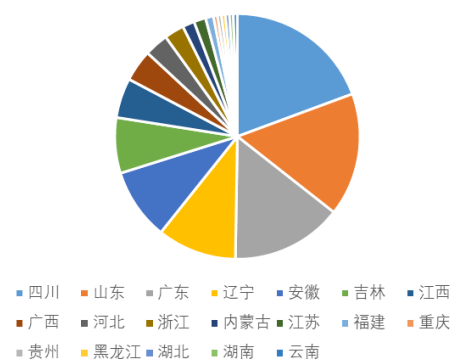
公司城燃业务历史悠久，客户网络庞大。公司从 1994 年运营城燃业务至今已建立了庞大的客户资源及业务网络，基础稳健。2024 年集团的城市燃气项目累计总数达 191 个（包括企业再投资项目），年内新增项目 4 个，分布于 19 个省级地区，总客户数目达 1,764 万户，年内新增客户达 87 万户，2020-2024 年，公司用户数量增速 CAGR 约为 6%。公司城燃业务布局广泛，按照地域划分，公司城燃项目最多的省份依次为四川、山东、广东、辽宁、安徽。

图 26：2020-2024 年公司客户数目情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

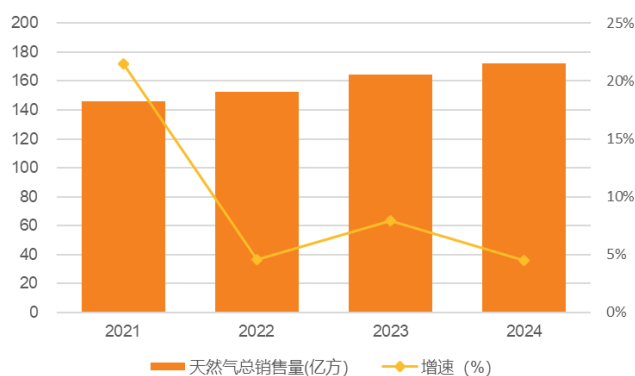
图 27：2024 年公司各地城燃项目分布情况



资料来源：公司官网，天风证券研究所

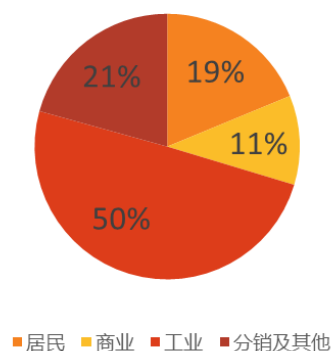
公司销气量稳定增长，工业气量占比最高。2024 年燃气销售量达 172 亿立方米，同比增长 4.5%，其中零售气量 136 亿方，同比增长 3%。结构上看，公司 2024 年销气占比最高的为工业，达到 50%，2021-2024 年工业气量比例稳定在 50% 左右。2024 年居民、商业销气量占比为 19%、11%，分销及其他占比达到 21%。

图 28：2021-2024 年公司销气量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 29：2024 年公司销气结构情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司持续优化气源供应链。集团致力加强天然气供应的自主性，提升用气高峰季节的调峰能力并保持价格稳定。母公司香港中华煤气有限公司(中华煤气) 设有气源供应链业务板块，统筹各业务的气源采购，达至协同效应。透过采购、输配及储存三管齐下，优化集团的气源结构，确保供应稳定、降低成本，并增加利润。公司以保供降本为主旨，保障业务持续增长，维持竞争力。公司与“三桶油”长约合作总量 150 亿方，2024 年公司统筹气量 44 亿方，持续整合供应链资源--储气库、LNG 码头、非常规气。

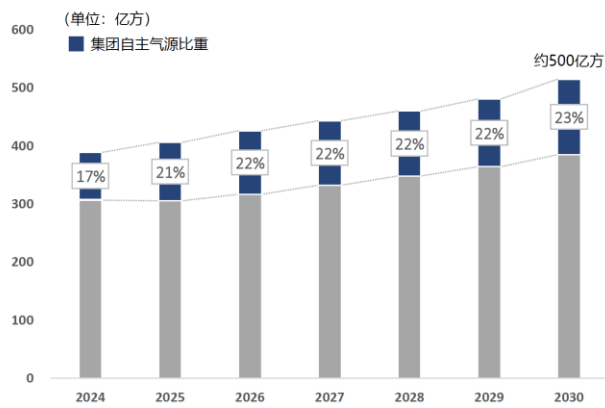
集团采取多气源策略，实践自主采购进口液化天然气，打通了液化天然气进口，然后码头接卸，再下游分销的全业务流程。同时，公司亦不断扩展自营气源，并加强气源基础设施，提升储气能力。根据公司指引，集团 2025 统筹量年约 60 亿方，2030 年至 100 亿方。进口 LNG 自 2030 年起 150 万吨/年；国内商务平台销量将由 2025 年的 22 亿方增至 2030 年的 40 亿方。

图 30：公司气源供应链情况

图 31：公司自主气源量情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

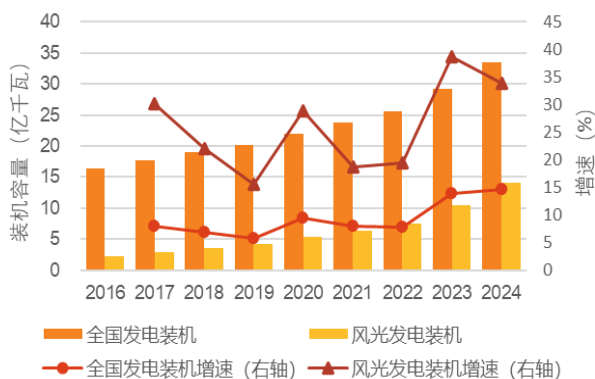
3. 可再生能源增长迅速，公司布局完善

3.1. 新能源装机规模增长迅速，市场化机制逐步完善

新能源装机规模增长迅速。2011 年至 2023 年，我国发电量从 47,306 亿千瓦时增长到 94,564 亿千瓦时，年均复合增长率为 5.94%，其中 2011 年至 2023 年新能源发电量从 1,980 亿千瓦时增长到 19,048 亿千瓦时，年均复合增长率为 20.76%；2011 年至 2024 年，我国风电发电量从 740.55 亿千瓦时增长到 9,916 亿千瓦时，年均复合增长率为 22.08%，太阳能发电量从 6.05 亿千瓦时增长到 8,341 亿千瓦时，年均复合增长率为 74.38%。

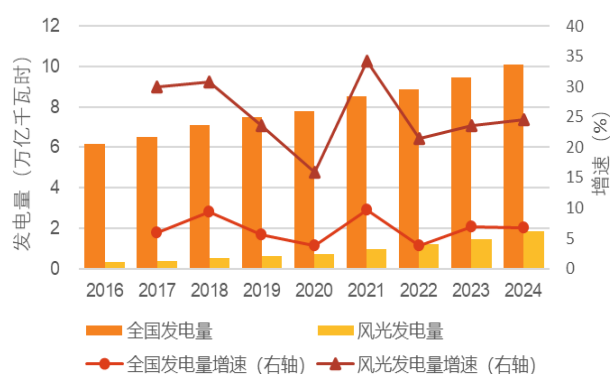
从电力供给结构看，虽然我国目前以火电和水电为主，但新能源装机规模增长迅速，我国风电发电装机容量从 2011 年的 4,623 万千瓦增长到 2024 年的 52,068 万千瓦，太阳能发电装机容量从 2011 年的 212 万千瓦增长到 2024 年的 88,666 万千瓦，提前完成到 2030 年风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的装机目标。

图 32：2016-2024 全国发电装机情况



资料来源：国家能源局公众号，天风证券研究所

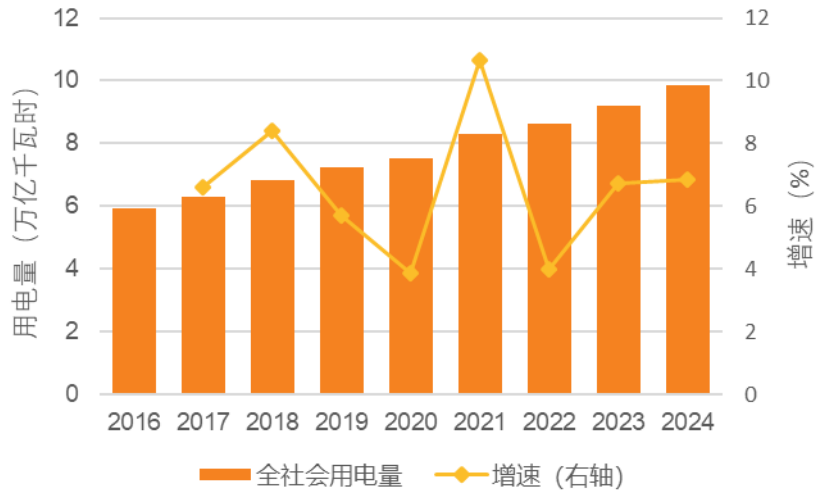
图 33：2016-2024 全国发电量情况



资料来源：国家能源局公众号，天风证券研究所

我国用电需求稳定增长，新兴领域不断涌现。2011 年至 2024 年，我国全社会用电量从 46,928 亿千瓦时增长到 98,521 亿千瓦时，年均复合增长率为 5.87%，增长主要原因一方面系我国经济的稳步发展，另一方面系经济结构转型升级下以高技术装备制造业、信息传输和互联网服务业为代表的新兴产业快速发展对用电量需求的增加。随着经济从“高速发展阶段”转向“高质量发展阶段”，新兴产业的产值规模持续增加，以 5G 应用，充电桩，新能源汽车等在内的“新型基础设施建设”和“新型城镇化建设”以及“加强交通、水利等重大工程建设”（即“两新一重”）将带来用电量的持续需求。

图 34：2016-2024 全国全社会用电量情况



资料来源：国家能源局公众号，天风证券研究所

非化石能源投资活跃。从行业上看，以五大发电集团（华能集团、大唐集团、国家能源集团、中国华电和国家电投）为代表的大型发电集团是新能源发电行业的主力。国家近年来出台各类政策措施以支持新能源行业的健康发展，各类资本快速入场，推进了我国新能源发电行业的多元化发展。我国非化石能源发电投资保持快速增长，2024 年电源完成投资 1.17 万亿元，同比增长 12.1%，其中，非化石能源发电投资占电源投资比重为 86.6%。

国家层面政策不断出台，保障可再生能源高质量发展。2024 年 5 月，国家能源局发布《关于做好新能源消纳工作 保障新能源高质量发展的通知》，通知提到加快推进新能源配套电网项目建设；积极推进系统调节能力提升和网源协调发展；充分发挥电网资源配置平台作用；科学确定各地新能源利用率目标。2025 年《关于深化新能源上网电价市场化改革 促进新能源高质量发展的通知》强调推动新能源上网电量全面进入电力市场、通过市场交易形成价格。

《分布式光伏发电开发建设管理办法》是继 2013 年《分布式光伏发电项目管理暂行办法》后的修订。截至 2024 年底，分布式光伏发电累计装机达到 3.7 亿千瓦，是 2013 年底的 121 倍，占全部光伏发电装机的 42%，占全国发电总装机的 11%。新增装机方面，2024 年分布式光伏发电新增装机达 1.2 亿千瓦，占当年新增光伏发电装机的 43%。发电量方面，2024 年分布式光伏发电量 3462 亿千瓦时，占光伏发电量的 41%。随着分布式光伏发电爆发式增长，接网消纳成为制约发展的主要矛盾，迫切需要调整管理思路，源网荷储协同发力，促进分布式光伏发电又好又快发展。

表 3：可再生能源领域相关政策

发布主体	相关文件	时间	重点内容
国家能源局	《关于做好新能源消纳工作保障新能源高质量发展的通知》	2024.5	加快推进新能源配套电网项目建设；积极推进系统调节能力提升和网源协调发展；充分发挥电网资源配置平台作用；科学确定各地新能源利用率目标，优化新能源利用率目标管理方式，强化新能源利用率目标执行。
国务院	国务院关于印发《2024—2025 年节能降碳行动方案》的通知	2024.5	加大非化石能源开发力度。加快建设以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电光伏基地；提升可再生能源消纳能力。加快建设大型风电光伏基地外送通道，提升跨省跨区输电能力。加快配电网改造，提升分布式新能源承载力。
国家发改委、国家能源局	《关于深化新能源上网电价市场化改	2025.1	按照价格市场形成、责任公平承担、区分存量增

革 促进新能源高质量发展的通知》

国家能源局	《分布式光伏发电开发建设管理办法》	2025.1	支持分布式光伏发展与规范发展相结合，该支持的支持，该坚持的坚持。既要促进发展，解决行业发展面临的接网消纳承载力不足等制约问题；又要规范市场，对发展中出现的不合理现象给予坚决纠正和严格规范，推动行业适应新形势、新变化，切实维护发用双方特别是农户合法权益，促进分布式光伏发电实现“量”的增长和“质”的提升。
国家能源局	《2025 年能源工作指导意见》	2025.2	非化石能源发电装机占比提高到 60%左右，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20%左右。工业、交通、建筑等重点领域可再生能源替代取得新进展。新能源消纳和调控政策措施进一步完善，绿色低碳发展政策机制进一步健全。风电、光伏发电利用率保持合理水平，光伏治沙等综合效益更加显著。
国家发改委、国家能源局	《关于 2025 年可再生能源电力消纳责任权重及有关事项的通知》	2025.7	下达的 2025 年可再生能源电力消纳责任权重为约束性指标，按此对各省（自治区、直辖市）进行考核评估；2026 年权重为预期性指标，各省（自治区、直辖市）要按此做好项目储备，并结合 2025 年消纳责任权重完成情况优化纳入新能源可持续发展价格结算机制的电量规模，结合新能源消纳需求，同步加强调节能力规划建设等配套措施，进一步提高电力系统消纳和调控水平

资料来源：中国政府网，国家能源局官网，江苏省发改委，天风证券研究所

3.2. 公司致力于打造一站式智慧能源系统，2024 年盈利表现优异

公司领先布局智慧能源，拥有七大业务。公司早于 2016 年成立「港华能源」品牌，现有港华碳资产、港华绿电、港华时代、港华建能、港华能科、港华数能、港华能源研究院七大业务，覆盖可再生能源领域的七大服务范畴包括零碳科技、智慧运维、低碳工厂、园区储能、虚拟电厂、碳管理及交易，以及绿电交易。七项业务各具特色，为客户提供个性化及一站式的零碳服务，切合客户的不同需求。

以光伏客户为基础，公司利用独特的智能微网技术和产品，稳步推进「能源即服务」（Energy as a Service, 「EaaS」）项目，为客户提供「光伏+储能+售电」一站式能源管理服务。

图 35：公司可再生能源服务范围

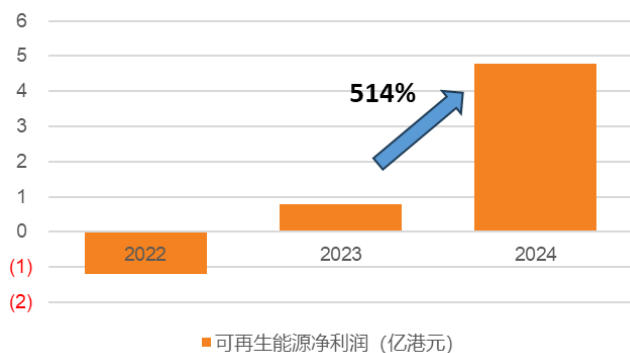


资料来源：公司官网，天风证券研究所

集团可再生能源业务持续高速发展，2024 年集团可再生能源业务进入增长轨道。公司客户覆盖了 20 个产业，于石化、建材、有色金属等八大控排行业下，涉及民营企业及大型央企国企等。公司光伏发电及服务主要包含光伏发电、开发服务、EPC 服务、运维服务；能碳服务主要包含综合能源、碳交易及服务、电力交易、储能。

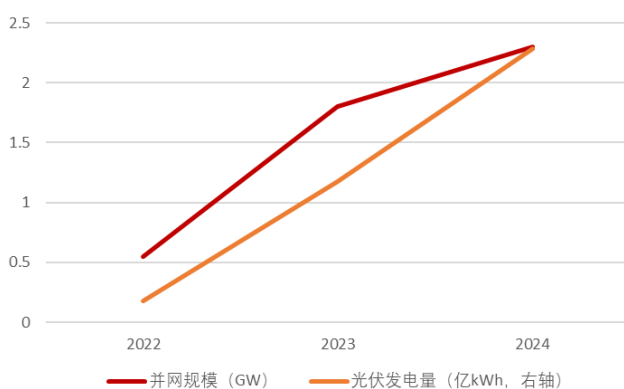
截至 2024 年底，集团已于 24 个省、自治区和直辖市投资建设逾 1,000 个可再生能源项目，分布式光伏累计并网装机容量达到 2.3 吉瓦，工商业储能签约超过 40 万度电，售电交易量达到 84 亿度电，碳资产管理和服务业务稳步发展。2023 年公司可再生能源业务扭亏为盈，实现 0.78 亿港元净利润，2024 全年可再生能源业务净利润 4.79 亿港元，同比增长五倍。

图 36：公司可再生能源净利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 37：公司 2022-2024 光伏并网规模及发电量



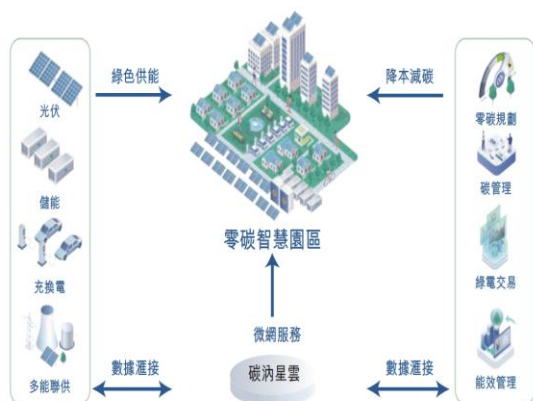
资料来源：公司公告，天风证券研究所

能碳服务开始贡献收入。公司能碳业务主要为光伏和燃气客户提供碳管理和“光储售”服务，公司“光伏储能售电”服务的竞争优势显著，业务增长强劲。2023 年，公司已服务 2 千个“光储售”客户，收入达到 3300 万人民币。2024 年，能碳业务收入达到 1.02 亿人民币，碳资产管理和服务稳步推进，售电交易量大幅增长至 84 亿 kWh，利润贡献 0.77 亿元，工商业储能签约超 400MWh，技术服务费贡献 0.21 亿元。

2024 年中央经济工作会议提出「建立一批零碳园区，推动全国碳市场建设」，2025 年《政府工作报告》进一步提出「建立一批零碳园区、零碳工厂」，为集团可再生能源业务的发展带来机遇和广阔前景。集团以「零碳智慧园区」为核心场景，投资建设多元化能源基础设施、实现绿色供能，提供多种能碳服务、实现降本减碳，并通过智慧能源生态平台优化

能源管理，助力零碳智慧园区实现双碳目标。2024 年内，公司累计已于 24 个省、自治区和直辖市落实 128 个零碳智慧园区，包括江苏省泰州市、山东省济宁市、广东省深圳市等地的示范性零碳园区，助力双碳目标达成，并实现良好的经济效益。

图 38：公司零碳智慧园区模式



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 39：公司截止 2023 年底零碳园区分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

4.1. 盈利预测

我们将公司按照各项业务分别进行预测

- 1) 管道燃气业务：2025 年受到气温影响全国天然气消费增速放缓，同时国内气价跟随国际气价趋势走低，预计今年该板块营收有所下滑。2026、2027 随着气量增长重回合理区间，收入有望小幅增长。
- 2) 燃气接驳：受到房地产市场低迷影响，新增新房用户数量持续下跌，影响该板块整体收入。
- 3) 可再生能源：公司可再生能源业务近年来保持高速增长，并网规模及增速行业领先，我们预计该势头有望延续。
- 4) 延伸业务：跟随房地产市场调整，整体处于下滑态势。

表 4：分部盈利预测（单位：亿港元）

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	200.73	198.42	213.14	208.17	215.04	222.30
yoy (%)	17.2%	-1.2%	7.4%	-2.3%	3.3%	3.4%
按板块划分						
管道燃气业务	164.16	162.91	170.56	168.32	172.52	177.74
yoy (%)	17.7%	-0.8%	4.7%	-1.3%	2.5%	3.0%
燃气接驳	24.12	18.68	18.65	12.82	11.49	10.63
yoy (%)	-0.7%	-22.5%	-0.2%	-31.2%	-10.4%	-7.5%
可再生能源	5.08	10.56	18.63	22.26	26.55	29.72
yoy (%)		108.0%	76.4%	19.5%	19.3%	11.9%
延伸业务	7.37	6.26	5.29	4.77	4.48	4.21
yoy (%)	-1.0%	-15.1%	-15.4%	-10.0%	-6.0%	-6.0%
归母净利润	12.01	15.75	16.06	16.25	16.80	17.34
yoy (%)	-21.4%	31.1%	2.0%	1.2%	3.4%	3.2%

资料来源：wind，天风证券研究所

4.2. 可比公司估值

我们预测 25/26/27 年归母净利润 16.25/16.8/17.34 亿港元，EPS 分别 0.45/0.46/0.48 港元。我们选取业务接近的昆仑能源、新奥能源、华润燃气作为可比公司，公司目前 PE 估值略低于同行，PB 估值显著低于同行，存在估值修复可能。我们给予公司 2026 年 10 倍 PE，对应 2026 年目标价 4.62 港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 5：可比公司估值

股票代码	公司名称	市值	收盘价	EPS				P/E				PB			
				24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
0135.HK	昆仑能源	655	7.57	0.69	0.76	0.81	0.86	11.0	10.0	9.3	8.8	0.93	0.83	0.78	0.73
2688.HK	新奥能源	725	64.05	5.29	6.29	6.68	7.03	12.1	10.2	9.6	9.1	1.49	1.39	1.28	1.19
1193.HK	华润燃气	459	19.82	1.77	1.96	2.17	2.41	11.2	10.1	9.1	8.2	1.11	0.96	0.91	0.89
	平均值							11.4	10.1	9.3	8.7	1.18	1.06	0.99	0.93
1083.HK	港华智慧能源	145	4.00	0.44	0.45	0.46	0.48	9.0	8.9	8.7	8.4	0.62	0.59	0.57	0.54

资料来源：wind，天风证券研究所（昆仑能源、新奥能源、华润燃气盈利预测及 PB 预测来自 wind 一致预期，收盘价截止 7 月 31 日）

注：昆仑能源、新奥能源、华润燃气来自 wind 一致预期。市值单位为亿港元，收盘价、EPS 单位为港元。

5. 风险提示

- 1) 天然气需求增长放缓：天然气销售是公司最主要业务，如果终端消费需求增长放缓，将对公司主业造成负面影响
- 2) 国际油气价格大幅波动：国际油气价格剧烈波动将在成本端和零售端对能源价格带来影响，不利于公司的稳定经营
- 3) 公司新接驳用户数不及预期：接驳用户数是公司天然气销售业务主要增量，如果新用户开发不及预期，将不利于公司未来业绩增长
- 4) 顺价政策推行不及预期：各地密集颁布《管道天然气价格上下游联动机制方案》，顺价机制推行力度将影响公司在各个省份盈利情况
- 5) 可再生能源收益率不及预期：公司近年来大力发展分布式光伏、储能、充换电等新能源业务，部分项目处于较为前期阶段，盈利能力存在不确定性。
- 6) 测算具有主观性：盈利预测相关测算具有一定主观性，仅供参考

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com