

香港中华煤气 (00003)

证券研究报告
2025 年 08 月 13 日

香港业务打造稳健基本盘，发展型业务提供增长新动能

城燃龙头之一，香港及内地两地布局

香港中华煤气有限公司于 1862 年成立，于 1960 年在香港证券交易所上市。1994 年公司开始开展内地燃气项目，包括智慧能源、城市管道燃气、上中游、供水及城市废物资源化利用、天然气加气站及新兴环保能源项目等，业务遍布内地 29 个省级地区。截至 2024 年年末，恒基兆业地产公司间接持有香港中华煤气合计 41.53% 的股份，公司实际控制人为李兆基家族。

香港燃气业务：公司利润和现金流的稳健基本盘

香港的煤气费由公司最新发布的有效收费表及燃料调整费两部分组成。煤气费按照阶梯计价的模式，根据不同的用气量由低到高分出 11 阶梯，用气量越多单位收费越低。回顾调价历史，2015 年 8 月至 2024 年 8 月，公司煤气费收费标准共调整 5 次，除 2022 年之外基本为每两年调整一次，调整幅度均在 4%-5% 以内。公司调价的基础是 1997 年 4 月与香港特区政府签订《资料及咨询协议》，该协议写明煤气公司不受政府任何形式的规管。

我们认为，灵活的价格调整机制是公司在香港的煤气业务有着较高利润率的核心原因。

香港最近三年来天然气消费量较为稳定。2024 年香港地区天然气消费量为 27159 太焦耳（约 7.3 亿立方米），同比上涨 0.1%。住宅和商业用户占比较大。2014-2024 年，香港住宅用户和商业用户的用气量占比均值分别达到 54.5% 和 39.5%。香港地区主要的用能形式包括电力和煤气两种形式。煤气相较于电力，有成本低以及碳排低两大优势。近年来在香港的公用事业业务利润水平波动不大，2016 年以来 EBIT 维持在 40 亿港币左右，EBIT 利润率水平约 40%。2024 年 EBIT 提升至接近 50 亿港币，EBIT 利润率来到 46.3%。

内地燃气业务不断拓展延伸

1994 年，公司在广州番禺成立首家合资公司，开始进军内地城燃市场，通过控股、参股等多种方式不断扩大在内地的城燃版图。公司在内地的主要子公司为港华智慧能源，参股的燃气上市公司包括深圳燃气、长春燃气、佛燃能源等。

2017 年-2024 年，公司在内地的销气量由 195 亿立方米提升至 363.6 亿立方米，CAGR9.3%。2023-2024 年，在上游控量加价的背景下，公司灵活采购 LNG 以及非常规气，同时在下游积极疏导顺价（截至 2024 年末约 75% 完成居民顺价），单方销气价差逐年回升。截至 2024 年年末，公司在内地的燃气业务单方销气价差已经回升至 0.52 元/方。

盈利预测与投资评级

我们预计香港中华煤气 2025-2027 年分别可实现营业收入 578.1、605.6、632.8 亿港元，分别同比+4.2%、4.7%、4.5%；实现不含少数股东权益的净利润分别为 61.6、65.9、69.4 亿港元，分别同比+7.9%、+6.9%、+5.4%。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：上游价格超预期上涨、香港地区天然气需求下降、政策端支持力度不够、顺价政策推进不及预期、行业整合节奏不及预期、新能源推进电力市场化交易可能对项目电价造成的影响、公司工商业用户拓展不及预期、文中业绩测算部分具有一定的主观性，仅供参考等风险

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	7.22 港元
目标价格	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	18,659.87
港股总市值(百万港元)	134,724.26
每股净资产(港元)	3.08
资产负债率(%)	56.82
一年内最高/最低(港元)	7.30/5.84

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001	
guolili@tfzq.com	
赵阳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110524070005	
zhaoyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 香港中华煤气：城燃龙头之一，香港及内地两地布局	4
2. 香港燃气业务：公司利润和现金流的稳健基本盘	5
2.1. 价：灵活的顺价机制保障盈利能力	5
2.2. 量：用气量保持平稳	7
2.3. 盈利能力强且稳定性高	9
3. 内地燃气业务不断拓展延伸	9
3.1. 内地销气量稳步增长	9
3.2. 内地销气毛差逐步修复	11
4. 发展型业务：三线并进、打造增长新动能	13
4.1. 可再生能源业务	13
4.2. 延伸业务	13
4.3. 绿色能源业务	14
5. 收缩资本开支，分红稳健	15
6. 盈利预测	16
7. 风险提示	17

图表目录

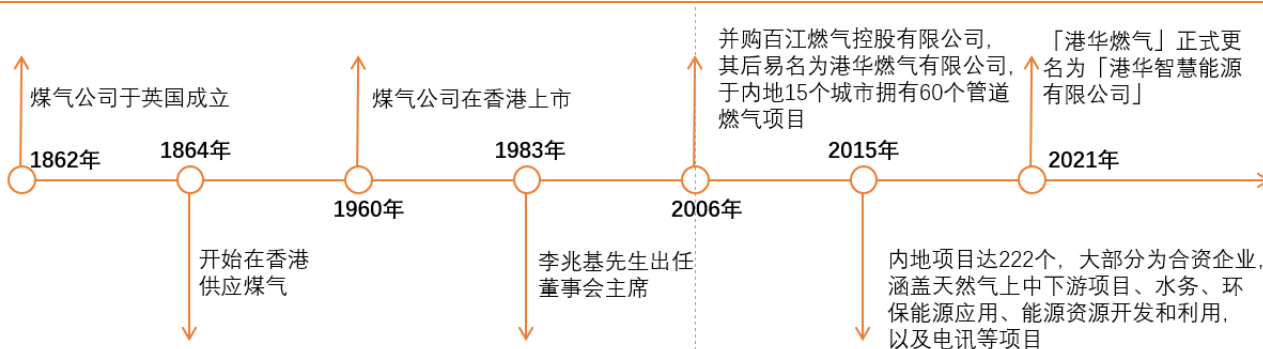
图 1：公司发展历程	4
图 2：香港中华煤气主要股权结构（截至 2024 年末）	4
图 3：2024 年公司营业收入结构	5
图 4：2024 年公司税后经营利润结构	5
图 5：2016-2024 年营业收入及同比增速（单位：亿港元）	5
图 6：2016-2024 年归母净利润及同比增速（单位：亿港元）	5
图 7：2023-2024 年逐月燃料调整费变化（单位：港元/兆焦耳）	6
图 8：2014-2024 年公司在香港销气量情况（单位：太焦耳）	7
图 9：2014-2024 年香港天然气消费结构	7
图 10：公司预计 2024-2027 年香港地区燃气销售增量来源及占比	8
图 11：2023-2024 年逐月燃料调整费变化（单位：港元/兆焦耳）	8
图 12：不同能源类型的碳排比较	9
图 13：公司在香港公用事业类业务的营业收入和 EBIT 变化（左轴：亿港元）	9
图 14：公司在内地管道燃气项目分布	10
图 15：内地燃气销气量（单位：亿立方米）	10
图 16：内地燃气销气结构	10
图 17：1996-2024 年全国天然气表观消费量及同比变化（左轴：亿立方米）	11
图 18：2018-2024 年公司内地燃气业务毛差（元/方）	11
图 19：不同客户毛差变化（单位：元/方）	11
图 20：JKM 气价走势（单位：美元/mmbtu）	12
图 21：公司采购成本变化（单位：元/方）	12

图 22：每年新增燃气客户数目（单位：万户）	13
图 23：燃气报装收入及占比变化（左轴单位：亿港币）	13
图 24：光伏并网装机规模（单位：GW）	13
图 25：可再生能源业务利润贡献（左轴单位：亿元）	13
图 26：2024 年名气家业务营业收入及净利润（单位：亿港币）	14
图 27：公司绿色甲醇业务发展策略	14
图 28：2021-2024 年公司资本支出变化（单位：亿港币）	15
图 29：23-25E 年港华智慧能源资本开支拆分（单位：亿港币）	15
图 30：公司每股盈利与每股派息变化（单位：港仙/股）	15
表 1：香港煤气业务调价历史及涨幅	5
表 2：香港煤气家居用户收费最新价目表	6
表 3：国家层面主要政策	12
表 4：香港中华煤气主要业务数据（单位：亿港币）	16

1. 香港中华煤气：城燃龙头之一，香港及内地两地布局

香港中华煤气有限公司于 1862 年成立，是香港历史最悠久的公用事业机构，也是香港规模最大的能源供货商之一，于 1960 年在香港证券交易所上市。公司于 1994 年开展中国内地的燃气项目，截至 2024 年末在内地共有超过 900 个项目，包括智慧能源、城市管道燃气、上中游、供水及城市废物资源化利用、天然气加气站及新兴环保能源项目等，业务遍布内地 29 个省级地区。其中港华智慧能源（1083.HK）是公司主要的上市附属公司，是公司在内地开展燃气销售和可再生能源业务（分布式光伏为主）的主要平台。

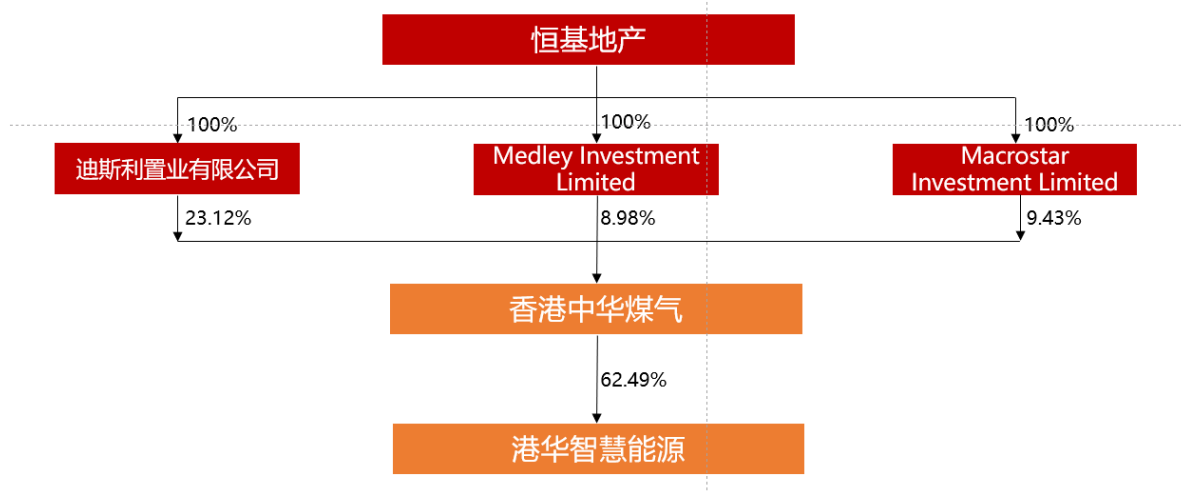
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网、天风证券研究所

截至 2024 年年末，公司的主要股东包括迪斯利置业有限公司、Macrostar Investment Limited 和 Medley Investment Limited，持股比例分别为 23.12%、9.43% 和 8.98%，合计 41.53%，实际控制人为李兆基家族。

图 2：香港中华煤气主要股权结构（截至 2024 年末）

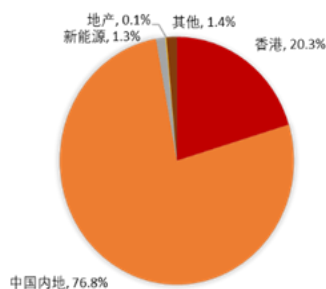


资料来源：wind、天风证券研究所

香港业务是公司基本盘，内地业务逐步修复。

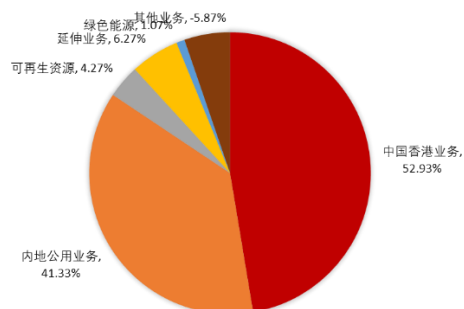
- **香港业务**：2024 年公司在香港整体售气量约 7.8 亿立方米。截至 2024 年底，客户数目达 204 万户。2024 年公司在香港的燃气、水务、可再生能源及相关业务营业收入约 112.6 亿港元，占总收入的 20.3%；实现税后经营利润 39.7 亿港元，约占税后经营利润总额的 52.9%。
- **内地业务**：2024 年公司在内地总售气量约为 364 亿立方米，较上年度增长 5%。客户增加至约 4249 万户，同比增加 230 万户。2024 年公司在内地的燃气、水务、可再生能源及相关业务营业收入约 426.3 亿港元，占总收入的 76.8%；实现税后经营利润 31 亿港元，约占税后经营利润总额的 41.3%。

图 3：2024 年公司营业收入结构



资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 4：2024 年公司税后经营利润结构



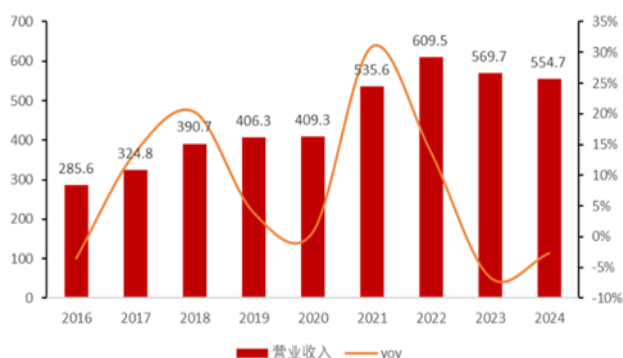
资料来源：公司 2024 年业绩展示材料、天风证券研究所

2016-2024 年，随着天然气销气量的增长，公司营业收入稳步提升，由 2016 年的 285.6 亿港元提升至 2024 年的 554.7 亿港元，复合增速达到 8.7%；

2019 年公司归母净利润同比下滑 25%至 70 亿港币，主要受全球经济疲软及中美贸易摩擦以及社会冲突事件等多因素影响，对公司在港业务形成一定冲击；2021 年集团一次性拨备减值 15 亿港币，叠加内地燃气业务虽销气量增长但是销气毛利下降，致使当年增收不增利。

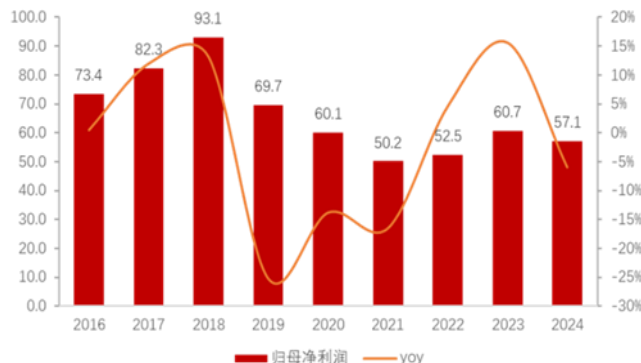
2022-2023 年，公司业绩恢复正增长。2024 年公司实现归母净利润 57.1 亿港币，同比减少 5.9%。

图 5：2016-2024 年营业收入及同比增速（单位：亿港币）



资料来源：wind、天风证券研究所

图 6：2016-2024 年归母净利润及同比增速（单位：亿港币）



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 香港燃气业务：公司利润和现金流的稳健基本盘

2.1. 价：灵活的顺价机制保障盈利能力

香港的煤气费由公司最新发布的有效收费表及燃料调整费两部分组成。

- 煤气费：①如果用户煤气费少于每月基本收费，则应缴纳每月基本收费 20 港元。②按照阶梯计价的模式，根据不同的用气量由低到高分出 11 阶梯，用气量越多单位收费越低。回顾调价历史，2015 年 8 月至 2024 年 8 月，公司煤气费收费标准共调整 5 次，除 2022 年之外基本为每两年调整一次，调整幅度均在 4%-5%以内。

表 1：香港煤气业务调价历史及涨幅

时间	首 500 兆焦耳销售价格（港币/兆焦耳）	涨价幅度
2015 年 8 月-2017 年 7 月	0.239	4.4%
2017 年 8 月-2019 年 7 月	0.25	4.6%
2019 年 8 月-2022 年 7 月	0.261	4.4%
2022 年 8 月-2024 年 7 月	0.2725	4.4%

2024 年 8 月

0.2855

4.8%

资料来源：香港特区政府统计处、天风证券研究所

根据公司于 2024 年 8 月公布的最新收费表,当月用气量在 500 兆焦耳以内的收费为 0.2855 港币/兆焦耳;随着用气量的增长,单位收费价格逐步降低。若当月用气量超过 257500 兆焦耳,超过部分的收费为 0.2760 港币/兆焦耳。

表 2：香港煤气家居用户收费最新价目表

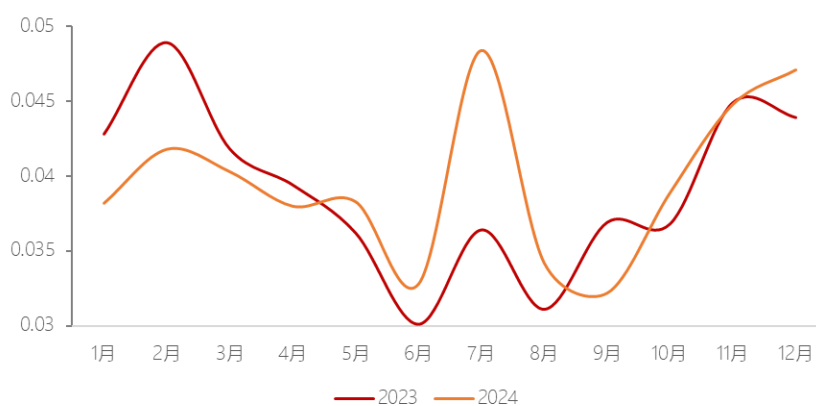
档次	用气量 (兆焦耳)	价格 (港币/兆焦耳)
1	500	0.2855
2	501-2500	0.2845
3	2501-7500	0.2841
4	7501-17500	0.2831
5	17501-32500	0.2821
6	32501-57500	0.2808
7	57501-107500	0.2798
8	107501-157500	0.2789
9	157501-207500	0.2779
10	207501-257500	0.2770
11	超过 257500 兆焦耳	0.2760

资料来源：公司官网、天风证券研究所

- 燃料调整费：每月计算一次的标准燃料成本与公司承担的实际燃料成本的差额（实际原料成本*相当于石脑油每千升 1420 港元为基准价。按此基准价，实际原料成本每增加或减少 1 港元，则每兆焦耳煤气费相应增收或减收 0.004 仙）。

此外，公司另外收取保养月费，向住宅客户按月收取维修服务费。2024 年实现保养月费 26 年来的首次上调（提升 0.5 港币至 10 港币/月）。

图 7：2023-2024 年逐月燃料调整费变化（单位：港元/兆焦耳）



资料来源：香港特区政府统计处、天风证券研究所

1970 年代，公司使用高质素的石脑油代替煤和重油作为原料生产燃气；2006 年开始公司引入天然气取代部分石脑油作为制气原料。目前公司的煤气生产原料组合为 60%天然气、38%石脑油和 2%的堆填沼气。天然气方面，大鹏 LNG 接收站是香港城市燃气供应的重要气源。故香港燃气成本主要跟天然气价格波动和石脑油价格波动有关。

通过上文对于香港煤气费的结构分析可知，香港的煤气费调整较为频繁，且煤气费的调整整体呈上升趋势。我们认为，燃料调整费以月为频率根据燃料成本变化进行调整，很好疏导了上游成本的波动。

公司调价的基础是 1997 年 4 月与香港特区政府签订《资料及咨询协议》，该协议写明煤气

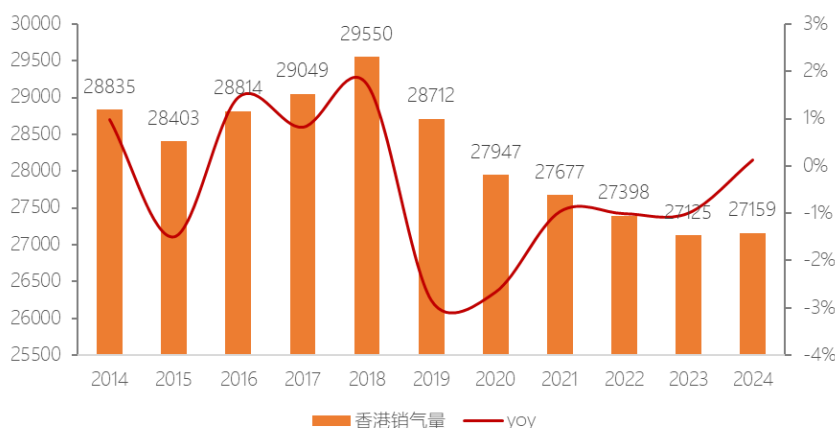
公司不受政府任何形式的规管。但为了提升透明度，煤气公司每年会向政府提供直接有关的资料澄清收费机制及加费事宜。目前最新协议于 2024 年 2 月签订，有效期为 3 年。

我们认为，灵活的价格调整机制是公司在香港的煤气业务有着较高利润率的核心原因。

2.2. 量：用气量保持平稳

香港天然气消费量较为平稳。2015-2018 年，香港的天然气消费量逐年上升，2018 年达到 29550 太焦耳（约 7.9 亿立方米）。2019 年受到受全球经济疲软及中美贸易摩擦以及社会冲突事件等多因素影响、2020 年受到疫情的影响，连续两年消费量降幅超过 2.5%。最近三年来消费量较为稳定。2024 年香港地区天然气消费量为 27159 太焦耳（约 7.3 亿立方米），同比上涨约 0.1%。

图 8：2014-2024 年公司在香港销气量情况（单位：太焦耳）

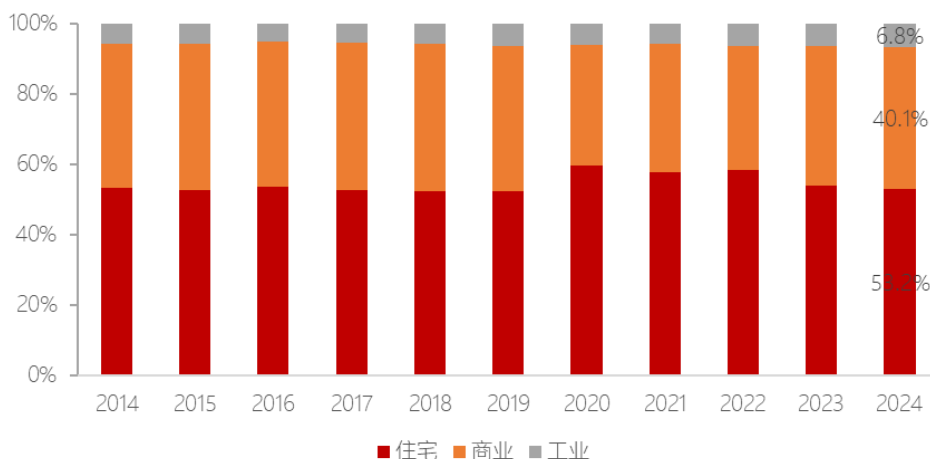


资料来源：香港特区政府统计处、天风证券研究所

香港天然气消费结构以住宅用户和商业用户为主。

香港的天然气终端消费用户主要分住宅、商业和工业用户三类。其中住宅和商业用户占比较大。2014-2024 年，香港住宅用户和商业用户的用气量占比均值分别达到 54.5% 和 39.5%。

图 9：2014-2024 年香港天然气消费结构



资料来源：香港特区政府统计处、天风证券研究所

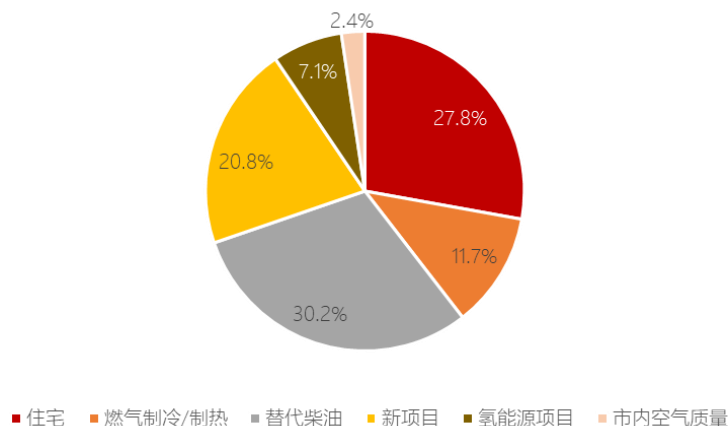
根据 2023 年公司的业绩展示材料分析，2024-2027 年香港地区燃气的销售增量主要来自住宅用户和工商业用户两部分。

其中住宅用户增量主要来自新增用户。根据公司预计，2024-2027 年香港地区或新增住宅用户约 22.3 万户，约带来用气增量 469 太焦耳，占用气增量的比例约 28%。

工商业增量较多的项目包括替代柴油项目、燃气制冷/制热应用以及酒店、医院等新项目。

公司预计 2024-2027 年来自工商业的气量需求增量约占总需求量的 72%。

图 10：公司预计 2024-2027 年香港地区燃气销售增量来源及占比

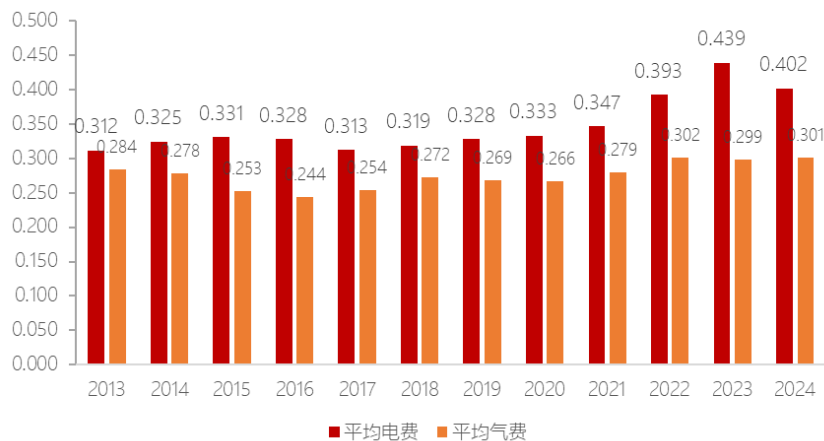


资料来源：香港特区政府统计处、天风证券研究所

香港地区主要的用能形式包括电力和煤气两种形式。煤气相较于电力，有成本低以及碳排放两大优势，具备一定的竞争力。

- ① 相对更低的成本。根据香港特区政府统计处数据，香港地区用电成本一直高于用气成本，且平均电费近年来涨幅较大。截至 2024 年末，香港地区的平均电费为 0.402 港币/兆焦耳，相较于 2013 年增长 29%；平均煤气费为 0.301 港币/兆焦耳，相较于 2013 年的涨幅仅为 6%。

图 11：2023-2024 年逐月燃料调整费变化（单位：港元/兆焦耳）



资料来源：香港特区政府统计处、天风证券研究所

- ② 碳排更低，更清洁。根据公司 2023 年业绩展示材料，以煤气的碳排指数为 100 的基数，电力的碳排指数是煤气的 1.94 倍。煤气相较于电力有显著的碳排优势。

图 12：不同能源类型的碳排比较



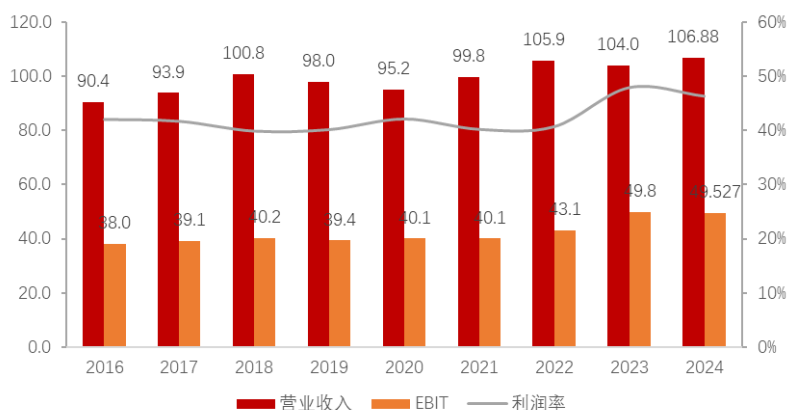
资料来源：公司官网、天风证券研究所

2.3. 盈利能力强且稳定性高

得益于香港燃气业务的顺价机制以及稳定的销气量，公司在香港的燃气业务的营业收入和利润率均比较稳定。

近年来在香港的公用事业业务营业收入维持在 100 亿港币左右；利润水平波动也不大，2016-2022 年 EBIT 维持在 40 亿港币左右，EBIT 利润率水平约 40%。2024 年公司 EBIT 提升至接近 50 亿港币，EBIT 利润率来到 46.3%。

图 13：公司在香港公用事业类业务的营业收入和 EBIT 变化（左轴：亿港币）



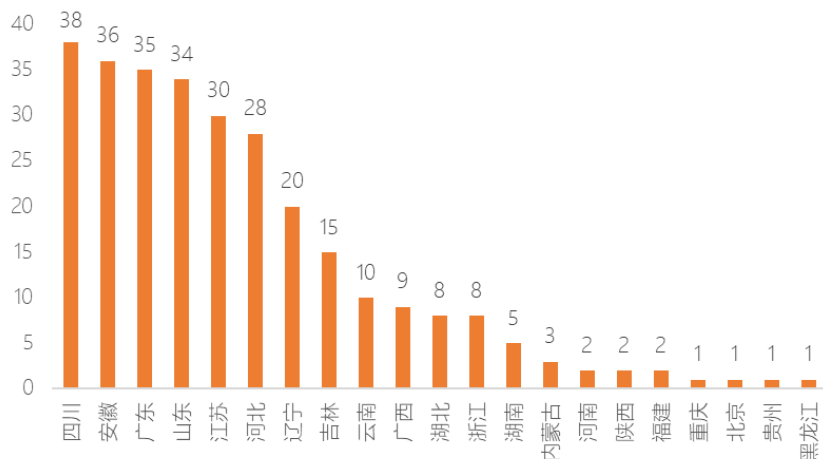
资料来源：公司公告、天风证券研究所

3. 内地燃气业务不断拓展延伸

3.1. 内地销气量稳步增长

1994 年，公司在广州番禺成立首家合资公司，开始进军内地城燃市场，通过控股、参股等多种方式不断扩大在内地的城燃版图。公司在内地的主要子公司为港华智慧能源，参股的燃气上市公司包括深圳燃气、长春燃气、佛燃能源等。截至 2024 年末，公司在内地共有 289 个城市管道燃气项目，主要分布在四川、安徽、广东、山东以及江苏（上述省份占全部城燃项目的 60%）。

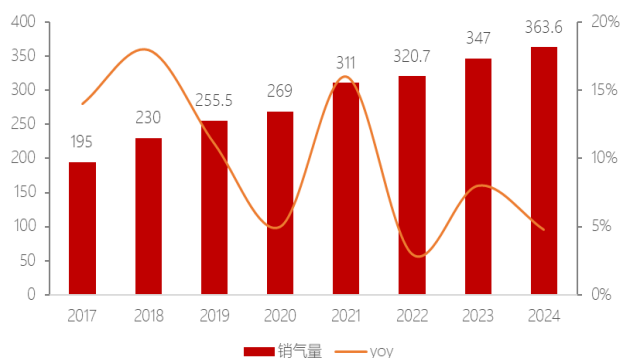
图 14：公司在内地管道燃气项目分布



资料来源：公司年报、天风证券研究所

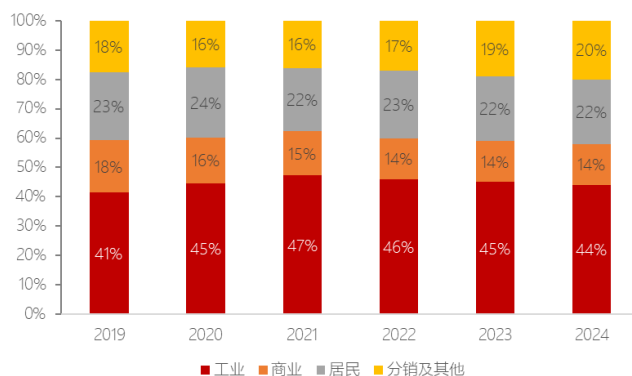
销气量稳步增长，工商业占比较大。2017 年-2024 年，公司在内地的销气量由 195 亿立方米提升至 363.6 亿立方米，CAGR9.3%。销气结构较为稳定，工业和商业用户的占比近几年均在 60%左右，居民用气量占比在 20-24%之间波动。

图 15：内地燃气销气量（单位：亿立方米）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 16：内地燃气销气结构

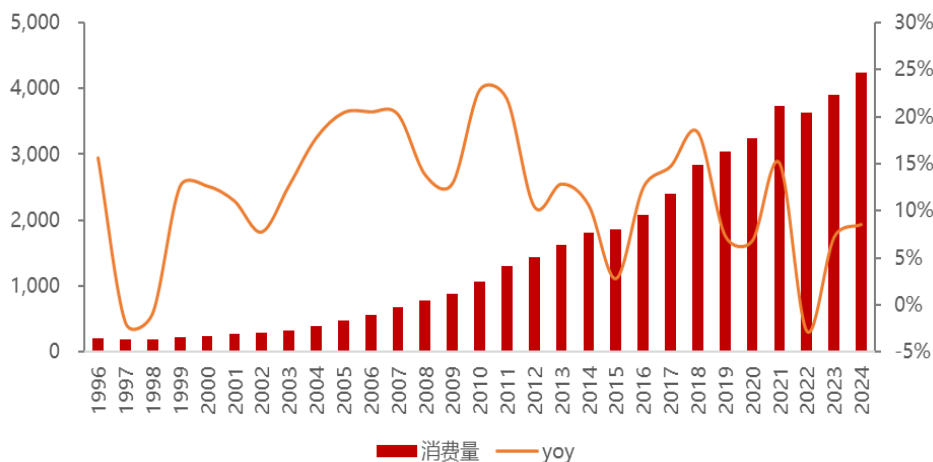


资料来源：公司公告、天风证券研究所

新领域增量带动全国天然气消费量复苏，未来气量仍有增长空间。

2022 年由于工业端天然气需求量的大幅下降，我国天然气表观消费量出现 1999 年以来首次同比负增长。2023-2024 年国内天然气表观消费量增速有所回升，分别同比增长 7%和 8.6%。交通和工业领域都有新的增量。2024 年，随着交通领域天然气对柴油替代进一步加速以及 LNG 重卡保有量快速提升，支撑交通用气同比大幅增长 26.4%；工业端，锂电池和光伏等新兴产业有力支撑了工业用气增长，2024 年工业用气增长 6%，增速同比提升 0.2 个百分点。

图 17：1996-2024 年全国天然气表观消费量及同比变化（左轴：亿立方米）



资料来源：wind、天风证券研究所

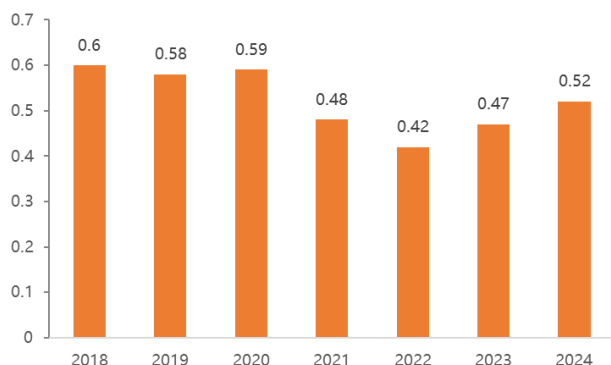
3.2. 内地销气毛差逐步修复

内地燃气业务毛差近年来逐步修复。2021 年公司毛差同比大幅降低 0.11 元/方，收窄至 0.48 元/方；2022 年继续同比降低，主要原因系 2021 年以来上游提价、LNG 市场价格受供需影响大幅提升以及顺价传导时间有延后。

从终端用户的毛差结构上拆分，2021 年居民价差由前一年的 0.65 元/方下滑至 0.26 元/方，2022 和 2023 年居民毛差均出现倒挂的情况，给整体销气价差带来压力。

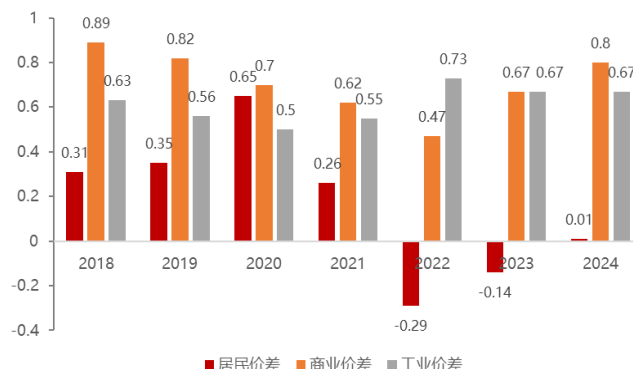
2023-2024 年，在上游控量加价的背景下，公司灵活采购 LNG 以及非常规气，同时在下游积极疏导顺价（截至 2024 年末约 75% 完成居民顺价），单方销气价差逐年回升。截至 2024 年年末，公司在内地的燃气业务单方销气价差已经回升至 0.52 元/方。

图 18：2018-2024 年公司内地燃气业务毛差（元/方）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

图 19：不同客户毛差变化（单位：元/方）



资料来源：公司官网、天风证券研究所

截至 2024 年年末，公司在内地的城燃项目中已经有 75% 实现居民顺价，非居用户基本实现顺价。

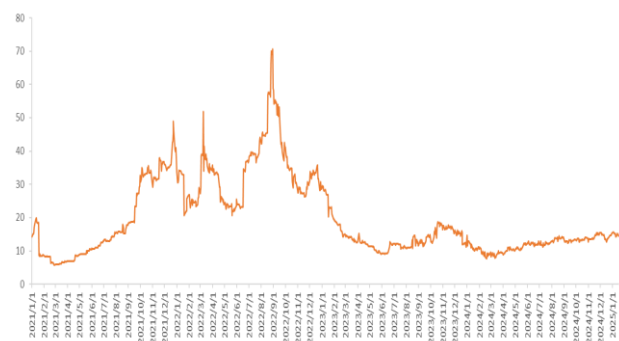
上游采购成本的回落叠加顺价的推进，公司销气毛差有望持续改善。

① 国际气价的回落带动采购成本降低。

2023 年开始国际天然气价格开始显著回落。2024 年 TTF 现货均价 10.9 美元/mmbtu，同比下跌 15.1%；东北亚液化天然气现货均价 11.8 美元/mmbtu，同比下跌 26.6%；美国亨利港天然气现货均价 2.2 美元/百万英热单位，同比下跌 14%。

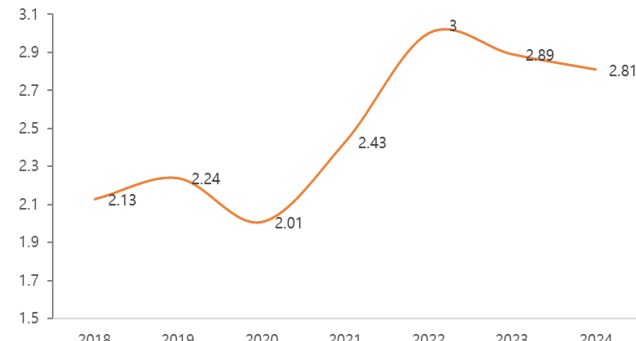
公司的采购成本在 2022 年达到 3 元/方之后，随着国际气价的回落逐步降低。2023-2024 年公司的采购成本分别为 2.89 元/方和 2.81 元/方。

图 20：JKM 气价走势（单位：美元/mmbtu）



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 21：公司采购成本变化（单位：元/方）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

- ② 公司拥有多元化、灵活气源池，在保证气源保障的同时进一步降低成本。公司在华北依托曹妃甸 LNG 接收站，在华南依托大鹏 LNG 接收站多点布局统筹气源。2023 年签署 LNG 长约 100 万吨，2027 年公司的自主资源池将达到 500 万吨。

2023 年公司统筹气量 34.8 亿方（占总气量的 9.7%），节省费用约 3.2 亿元。公司计划 2027 年实现统筹气量占比 10%以上，届时节省费用约 7 亿元。

- ③ 顺价政策持续出台，居民气价调整加快。自 2018 年起，国家便一直推动天然气上下游的上下联动机制，推动居民气价调整，但联动阻力较大。2022 年，气价高企背景下，由于价格未联动造成的城燃企业亏损、居民气保供困难的问题再次出现。2023 年，国家发改委出台《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》（发改价格〔2023〕682 号），在其指导下，各省市纷纷开启或加快价格联动改革。

表 3：国家层面主要政策

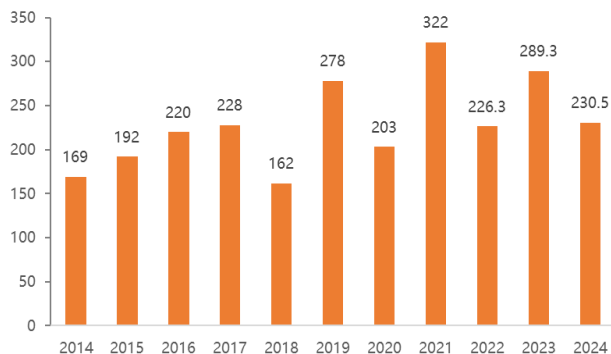
发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2018.8	国务院	关于促进天然气协调稳定发展的若干意见	加快建立上下游天然气价格联动机制。
2021.5	国家发改委	关于“十四五”时期深化价格体制改革行动方案的通知	按照“管住中间、放开两头”的改革方向，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。
2023.3	国家发改委	2022 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2023 年国民经济和社会发展规划草案	建立健全城镇燃气终端销售价格与采购成本联动机制。
2023	国家发改委	关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见	-

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网、山东省发展和改革委员会官网、天风证券研究所

截至 2024 年年末，公司居民用户已有 75%完成顺价。随着各地顺价政策的持续出台，居民顺价比例有望进一步提升。

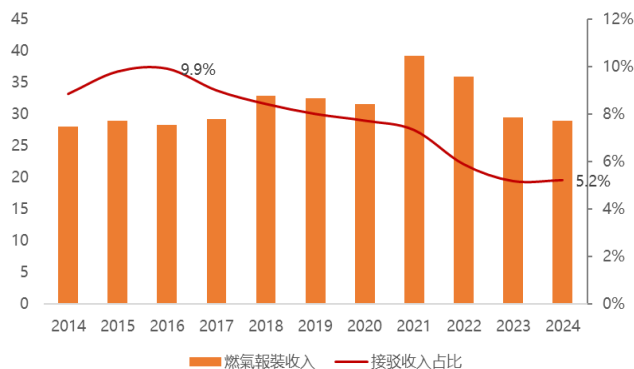
接驳占营收比例逐步下降。2014 年-2024 年（除 2014、2015 和 2018 年），公司在内地的燃气业务每年新增燃气客户数量基本保持在 200 万户以上。但是燃气报装收入占营业收入的比例在逐渐下降，由 2016 年最高的 9.9%降至 2024 年的 5.2%。接驳业务对于公司营收和利润的影响在逐步减弱。

图 22：每年新增燃气客户数目（单位：万户）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 23：燃气报装收入及占比变化（左轴单位：亿港元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4. 发展型业务：三线并进、打造增长新动能

4.1. 可再生能源业务

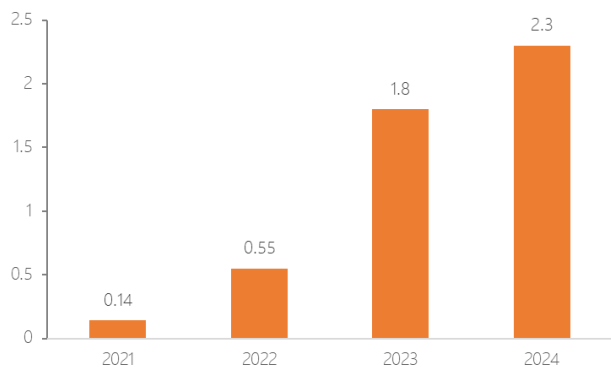
公司可再生能源业务的主要平台是子公司港华智慧能源。2021 年开始，港华智慧能源落实业务转型，从单一的燃气业务发展成综合清洁能源供应商。目前可再生能源主要包含光伏发电及服务以及能碳服务两大板块。截至 2024 年末，公司在内地 24 个省级城市经营超过 1000 个可再生能源项目。

光伏装机规模快速增长，带动利润提升。

截至 2024 年末，公司分布式光伏并网规模达到 2.3GW，2021-2024 年并网装机的年均复合增速高达 154%。光伏业务于 2023 年实现盈利，2024 年利润大幅增长至 5.89 亿元，主要得益于 2023 年并网项目对 2024 年发电量的贡献。此外，公司积极推动落实轻资产的业务模式，引入多家策略投资者，2024 年实现 1.34 亿元的 AuM 出售收益。

公司预计到 2030 年光伏实现并网 6GW，管理资产达到 12GW，市占率约 2%。

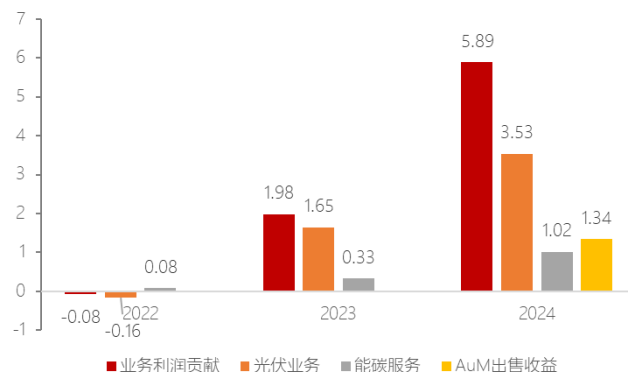
图 24：光伏并网装机规模（单位：GW）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

注：2021 年数据包含在建及并网

图 25：可再生能源业务利润贡献（左轴单位：亿元）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

能碳服务利润稳步提升。2024 年公司售电交易量大幅增长至 84 亿度电，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 年能碳服务总利润贡献约 1.02 亿元，相较于 2023 年同比提升约 209%。

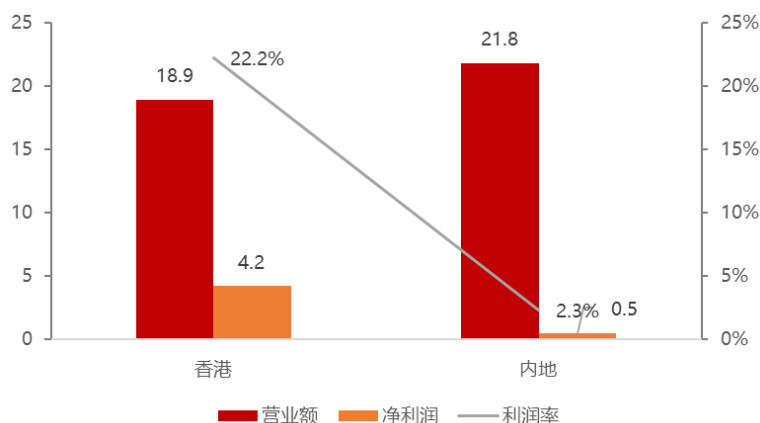
4.2. 延伸业务

公司旗下品牌名气家借助 4400 万庞大客户群，围绕智慧厨房、保险业务、安全家居三条业务主线，发挥数字化平台优势，推动延伸业务的持续增长。公司已于 2024 年完成延伸

业务的重组，聚焦智慧厨房场景，以香港市场的经验带动内地庞大市场的增长。

2024 年名气家实现营业收入 40.7 亿港币，实现净利润 4.7 亿港币。其中香港地区实现营业收入 18.9 亿港币，净利润 4.2 亿港币，对应利润率 22.2%；内地实现营业收入 21.8 亿港币，净利润 0.5 亿港币，对应利润率 2.3%。公司计划于 2030 年实现名气家约 80 亿港币的营业额，相较于 2024 年提升约一倍。

图 26：2024 年名气家业务营业收入及净利润（单位：亿港币）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

4.3. 绿色能源业务

公司积极布局“海陆空”绿色燃料供应。

➤ 绿色甲醇：公司在多地布局绿色甲醇的生产与合作。

国际航运的减排需求将有利于绿色甲醇市场的发展。公司预计全球未来五年绿色甲醇平均需求约 500 万吨，亚洲主要港口绿色甲醇未来五年年年加注量将在 140 万吨以上。

公司在内蒙的甲醇厂 2028 年的目标产能或将达到 30 万吨；与佛燃能源签署《绿色燃料及化工项目合作框架协议》，2028 年的目标产能或将达到 20 万吨。同时与上海申能和海南均有生产线的合作。

图 27：公司绿色甲醇业务发展策略



资料来源：公司公告、天风证券研究所

➤ 氢气：在氢能供应与氢能应用等多方面均有布局。

公司供给香港的低碳燃气中氢气含量高达 50%，在开拓氢能业务方面具备优势。在绿氢供应方面，公司与香港特区政府签订《香港氢能发展策略》，在将军澳堆填区扩展部分利用沼气启动香港首个“绿氢”项目，项目预计于 2025 年竣工，届时每天可生产约 330 公斤氢气。在氢能应用方面，公司正在筹备为公共巴士提供氢气，已投运有氢能充电桩等。

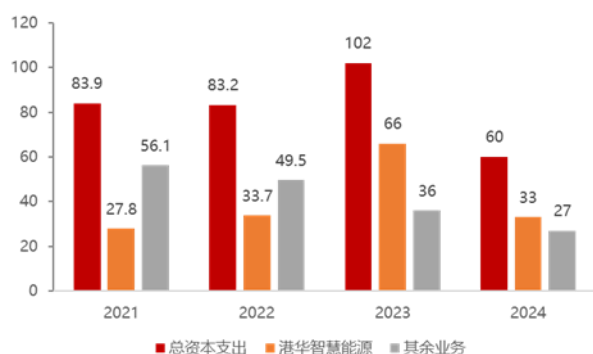
➤ 可持续航空燃料：

公司于 2021 年底成立 EcoCeres.Inc（怡斯莱），采用自主专利技术生产可持续航空燃料（SAF）、氢化植物油（HVO）和纤维素乙醇。2023 年公司进行业务重组，将 EcoCeres.Inc 的部分股权出售给策略投资者，EcoCeres.Inc 由附属公司转为联营公司。2024 年全年 SAF 产量达到约 18 万吨，同比+83%。预计 2027 年产能将提升至 60 万吨。

5. 收缩资本开支，分红稳健

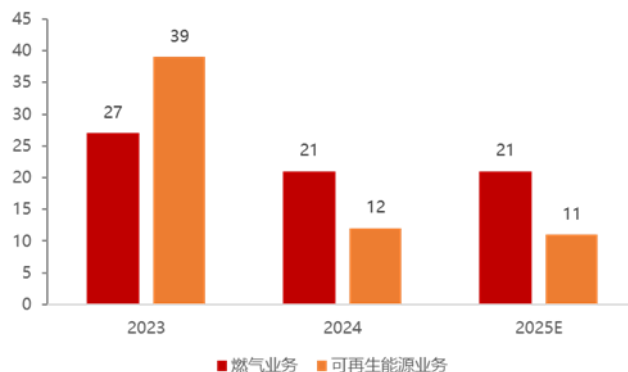
2024 年公司资本开支由 2023 年的 102 亿港币降至 60 亿港币，同比下降 41.2%。从结构拆分上看，用于子公司港华智慧能源可再生能源业务的资本开支由 2023 年的 39 亿港币减少 27 亿港币至 12 亿港币。除港华智慧能源外，公司在香港燃气业务以及延伸业务等领域的资本开支也呈逐步降低的趋势。此外，2024 年公司首发港资类 REITs，融资 5.15 亿人民币。

图 28：2021-2024 年公司资本支出变化（单位：亿港币）



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 29：23-25E 年港华智慧能源资本开支拆分（单位：亿港币）

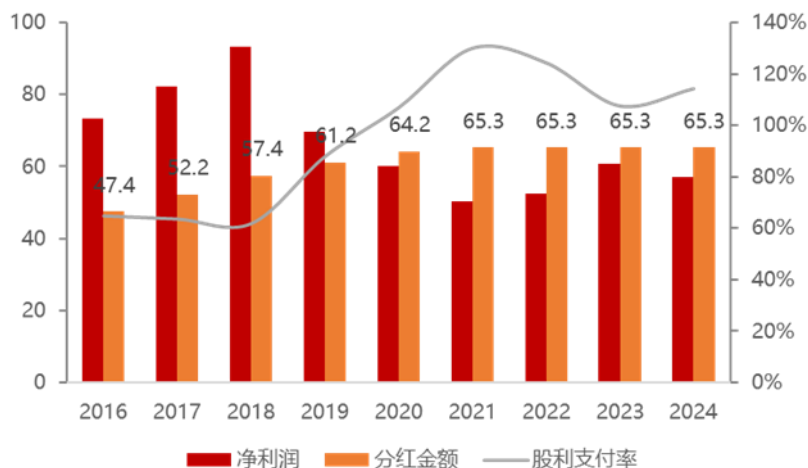


资料来源：公司公告、天风证券研究所

2007-2024 年（除 2011 年外），公司年度每股分红均为 0.35 港元（2011 年每股分红 0.525 港元），派息稳定性高。此外，2009-2020 年公司稳定每年赠送红股。其中 2009-2018 年每 10 股赠送 1 股，2019-2020 年每 10 股赠送 0.5 股。2020-2024 年，公司的分红金额均高于当年净利润，期间最高股利支付率达到 130.2%。

假设公司每股分红维持在 0.35 港元不变，截至 2025 年 7 月 25 日收盘，对应的股息率约为 5%。

图 30：公司每股盈利与每股派息变化（单位：港仙/股）



资料来源：wind、天风证券研究所

6. 盈利预测

我们基于以下假设对香港中华煤气进行盈利预测：

- (1) 香港地区燃气销售业务：我们预计 2025-2027 年公司在香港地区销气量较为平稳，同比增速分别为 0.1%/0%/0%；销售价格方面，综合考虑每两年左右的提价节奏以及燃料调整费的变化，我们预计 2025-2027 年公司在香港地区天然气平均销售价格的增速分别为 1%/4%/1%。
- (2) 内地燃气销售业务：销气量方面，我们预估 2025-2027 年公司在内地的销气量增速均为 5%左右；销气毛差方面，随着上游采购成本的降低以及居民燃气顺价的持续推进，我们预估毛差或将逐年修复，2025-2027 年销气毛差或将分别达到 0.54/0.55/0.56 元/方。接驳方面，受地产行业景气度下行的影响，新增接驳户数或将持续下降。假设 2025-2027 年每年新增接驳户数分别为 157.9/147.9/127.9 万户。
- (3) 可再生能源业务：公司预计到 2030 年，分布式光伏实现并网规模或将达到 6GW，2024-2030 年的装机年均复合增速约 17%。我们预估 2025-2027 年光伏装机规模的复合增速约 20%，对应的装机规模分别约 2.8/3.3/4GW。

综合以上假设，我们预计香港中华煤气 2025-2027 年分别可实现营业收入 578.1、605.6、632.8 亿港元，分别同比+4.2%、4.7%、4.5%；实现不含少数股东权益的净利润分别为 61.6、65.9、69.4 亿港元，分别同比+7.9%、+6.9%、+5.4%。

表 4：香港中华煤气主要业务数据（单位：亿港元）

项目	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	609.5	569.7	554.7	578.1	605.6	632.8
yoy	13.8%	-6.5%	-2.6%	4.2%	4.7%	4.5%
成本	525.92	488.34	472.95	489.8	511.9	534.6
yoy	17.5%	-7.1%	-3.2%	3.6%	4.5%	4.4%
毛利	83.6	81.4	81.8	88.3	93.6	98.2
毛利率(%)	13.7%	14.3%	14.7%	15.3%	15.5%	15.5%
分业务收入						
香港地区公用事业业务						
燃气销售收入	82.71	81.00	81.83	82.73	86.04	86.90
yoy	7.0%	-2.1%	1.0%	1.1%	4.0%	1.0%
香港地区延伸业务收入	23.2	28.4	30.8	30.9	31.2	31.5
yoy	3.1%	22.6%	8.2%	0.5%	1.0%	1.0%
EBITDA	51.86	58.53	58.14	58.5	60.4	61.0
利润率	49.0%	53.5%	51.6%	51.5%	51.5%	51.5%
内地公用事业与可再生能源业务						
燃气销售收入	436.2	425.2	415.3	463.1	486.6	508.7
yoy	14.1%	-2.5%	-2.3%	11.5%	5.1%	4.5%
接驳收入	35.9	29.5	29.0	26.4	24.4	21.1
yoy	-8.5%	-17.8%	-1.8%	-8.8%	-7.6%	-13.5%
可再生能源收入		10.6	18.6	20.0	21.9	25.6
yoy			76.4%	7.5%	9.3%	16.8%
EBITDA	54.5	58.8	61.2	65.3	68.7	72.5
利润率	13.3%	13.8%	14.3%	14.5%	14.5%	14.5%

资料来源：wind、天风证券研究所

7. 风险提示

上游价格超预期上涨：在供给不足的情况下，以“三桶油”为主的上游气源方短期存在涨价可能，这将对公司售气毛差产生压制，亦将对高价格敏感度客户需求产生压制。

香港地区天然气需求下降：香港天然气市场已经较为成熟，且未来的增量空间与内地相比较为有限。如果未来香港地区的天然气需求量下滑，将会对公司在港销气收入和利润造成不利影响。

政策端支持力度不够：天然气属公用事业，在产业复苏背景下，政策端或更多考虑下游纾困需求，对城燃企业部分业务的盈利水平进行压制。

顺价政策推进不及预期：各个地方执行居民顺价政策的进度不一，若地方顺价政策推进和执行力度不及预期，或对城燃企业的毛差修复形成一定的阻碍。

行业整合节奏不及预期：对中小型城燃项目的整合的加速，是公司重要成长逻辑，行业整合节奏的不及预期或将严重损害公司成长性。

新能源推进电力市场化交易可能对项目电价造成的影响：新能源加速进入电力市场交易，短期内可能对上网电价和项目收益率造成冲击，对公司以分布式光伏为主的可再生能源业务造成一定的负面影响。

公司工商业用户拓展不及预期：未来工商业用户将成为天然气销量增长的主要推动力，工商业用户拓展不及预期或将一定程度影响公司销气量的持续增长。

文中业绩测算部分具有一定的主观性，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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com