

公用事业

2025 年 08 月 29 日

华润燃气

(01193)

——气量承压毛差修复 分红及回购提供价值

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

投资要点：

- **事件：**华润燃气公布 2025 年上半年业绩：实现营业收入 497.85 亿港元，同比下降 4.4%。股东应占净利润为 24.03 亿港元，同比减少 30.5%，低于我们的预期。公司拟派中期股息 30 港仙/股，同比提升 5 港仙/股。
- **工商业销气量下降，毛差持续修复。**1H25 公司零售天然气销气量 207.6 亿方，同比下降 0.69%，其中居民、工业、商业气量分别同比+4.2%、-2.2%、-2.6%。1H25 公司销气毛差达 0.55 元/m³，同比增长 0.01 元/m³。公司深耕核心城市市场，居民气顺价具有先导和示范效果，带动公司毛差稳步提升。居民气量增长及毛差提升部分弥补工商业气量下滑的影响，1H25 公司天然气销售业绩达 40.98 亿港元（含加气站业绩），同比下降 13.70%。长期来看，公司可通过进一步挖掘“城中村”改造带来的居民用户开发契机，同时继续积极开发工商业客户，各类新开发用户未来每年贡献气量 8.4 亿方以上。主营销气业务量利均具提升空间，我们看好公司销气业务规模持续扩张，盈利能力持续改善。公司资源渠道持续扩张，资源池建设持续加速。公司稳定三大油基本盘，2025 年增加合同气量 4.7 亿方。1H25 公司气源统筹能力增强，1H25 自筹气量超 35 亿方，同比增长 100%。同时公司加强非常规资源获取及开拓海外 LNG 长协渠道，多元化供给有助于公司长期降本，提升公司销气盈利空间。
- **新增接驳用户数继续下降，利润影响逐步降低。**1H25 新增居民接驳用户 83.1 万户，其中新房用户占比 80.3%。新增用户减少 19.4%，导致公司接驳分部利润下降至 8.44 亿港元，同比下降 24.9%。接驳业绩持续下滑，但考虑到接驳业务 1H25 接驳业绩占比总税前利润占比降至 19.4%，长期来看接驳业务对公司业绩的影响可控。
- **综合服务业有待修复，双综业务仍具有长期成长性。**截至 1H25，公司累计天然气用户增长至 6137.2 万户，用户体量扩大为公司开展双综业务打下坚实基础。上半年公司新投运分布式光伏及分布式能源项目 81 个，累装机规模 188.3MW。1H25 能源销售量 24.7 亿千瓦时，同比增长 8.8%，实现综合能源毛利 1.59 亿港元，同比增长 0.6%。综合服务方面短期承压，1H25 分部溢利同比下降 22.4%至 5.9 亿港元。长期来看公司通过“严选产品、燃气美装、安全体系”拓展客户厨房场景应用需求，引领综合服务业务重回正增长轨道。看好双综业务稳步发展，成为公司业绩增长重要环节。
- **流动性保持高度充裕，回购分红并举加强投资者回报。**1H25 公司资本开支规模 24.5 亿港元，同比基本保持稳定。截至 2025 年中，公司银行存款及现金余额 112.4 亿港元；债务融资成本为 2.2%，环比 2024 年下降 0.2pct，并带动公司财务成本下降 43.9%至 3.1 亿港元。公司流动性高度充裕，为公司实施回购及保障较高分红打下坚实基础。1H25 公司已回购股份 27.3 万股。根据公司去年发布的回购计划，公司预计未来仍将回购超 4500 万股。同时根据中期指引，全年派息额不下降。根据去年全年派息 0.95 港元/股计算，公司最低股息率可达 4.99%。
- **维持“买入”评级。**参考 1H25 公司业绩情况，我们下调公司全年销气量及综合服务业务收入，我们下调公司 2025-2027 年的归母净利润分别为 42.13、49.63、52.21 亿港元（原值为 50.24、56.92、60.38 亿港元）。当前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 10.3、8.7、8.3 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**天然气价格高波动风险、顺价落地情况不及预期、综合能源开发不及预期

财务数据及盈利预测

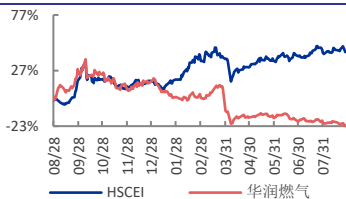
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万港元）	101,272	102,676	99,869	104,276	109,483
同比增长率（%）	7	1	-3	4	5
归母净利润（百万港元）	5,224	4,088	4,213	4,963	5,221
同比增长率（%）	10	-22	3	18	5
每股收益（港元/股）	2.30	1.80	1.85	2.18	2.29
净资产收益率（%）	12.81	9.93	10.52	12.11	12.37
市盈率	8.3	10.6	.	.	.
市净率	.	.	.	.	.

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

市场数据：2025 年 08 月 28 日

收盘价（港币）	19.05
恒生中国企业指数	8916.93
52 周最高/最低（港币）	35.20/18.95
H 股市值（亿港元）	440.82
流通 H 股（百万股）	2,314.01
汇率（人民币/港币）	1.0957

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

合并利润表

百万港元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	101,272	102,676	99,869	104,276	109,483
营业成本	-82,820	-84,418	-82,270	-84,883	-89,200
毛利	18,452	18,258	17,599	19,393	20,283
其他收入	2,262	1,203	1,100	1,000	1,000
销售费用	-6,820	-7,069	-6,791	-6,986	-7,226
管理费用	-4,529	-4,579	-4,494	-4,692	-4,927
EBITDA	12,974	12,598	12,553	14,274	15,115
EBIT	9,364	7,814	7,414	8,714	9,131
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	7,590	8,943	9,408
所得税费用	-1,850	-1,998	-1,898	-2,236	-2,352
少数股东损益	1,835	1,660	1,480	1,744	1,835
归属于母公司所有者的净利润	5,224	4,088	4,213	4,963	5,221

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