

2025 年 09 月 02 日

华润燃气 (01193. HK)

投资评级：买入（维持）

——业绩短期承压 分红回购彰显信心

投资要点：

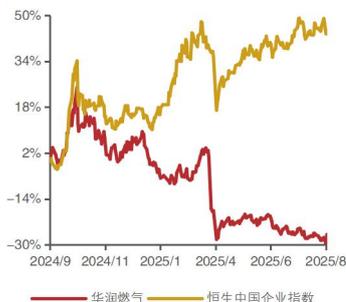
证券分析师

查浩
SAC: S1350524060004
zhahao@huayuanstock.com
刘晓宁
SAC: S1350523120003
liuxiaoning@huayuanstock.com
邹佩轩
SAC: S1350524070004
zoupeixuan01@huayuanstock.com
戴映妍
SAC: S1350524080002
daiyingxin@huayuanstock.com

联系人

秦雨茁
qinyuzhuo@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 08 月 29 日

收盘价 (港元)	20.02
一年内最高/最低 (港元)	35.20/18.95
总市值 (百万港元)	46,326.54
流通市值 (百万港元)	46,326.54
资产负债率 (%)	51.47

资料来源：聚源数据

- **事件：**1) 公司发布半年报，2025H1 实现营业收入 497.85 亿港元，同比减少 4.4%；实现归母净利润 24.03 亿港元，同比减少 30.5%。2) 2025 年中期拟派股息 30 港仙/股，同比增长 20.0%。
- **多因素导致零售气量短期承压，毛差同比上涨 1 分钱，销气业务营收及利润占比持续提升。**2025H1 公司零售气量 207.6 亿立方米，同比下降 0.69%，其中居民/工业/商业销气量分别为 60.0/94.5/48.8 亿立方米，分别同比+4.17%/-2.17%/-2.59%，气量承压主要影响因素包括暖冬天气冲击、制造业 PMI 复苏缓慢、欧美天然气价格上涨及美国关税问题等。毛差方面，2025H1 实现销气毛差 0.55 元/立方米，同比上涨+0.01 元/立方米。销气业务营收及利润占比持续提升，2025H1 公司销气业务实现营收 452.07 亿港元，同比下滑 3.73%，销气业务营收占比达 90.80%，同比提升 0.63pct；实现销气利润 40.98 亿港元，同比下滑 6.51 亿港元或下滑 13.70%，销气业务利润占比达 73.69%，同比提升 2.48pct。公司持续优化气源体系，三桶油基本盘方面增加年度合同指标量 4.7 亿方，2025H1 自主统筹气量超 35 亿方，同比增长 100%，并布局非常规资源与海外 LNG 长协，多元化供给有望进一步改善综合采购成本。长期来看，公司深化核心城燃市场布局，销气业务规模仍具备提升空间，同时伴随顺价机制持续完善落实、采购价格回落趋势，看好公司存量城燃资产收益率进一步提升。
- **房地产行业调整影响下接驳业务承压，营收及利润占比持续下降，业务结构进一步优化。**受房地产新开工面积持续下滑影响，公司新增居民用户规模放缓，2025H1 公司新增居民用户数为 83.1 万户（同比-20 万户），其中新房接驳用户 66.7 万户，旧房接驳用户 16.4 万户，旧房接驳户数占比同比提升 5.20pct。2025H1 公司燃气接驳业务实现营收 28.10 亿港元（同比-6.85%），实现分部利润 8.44 亿港元，同比下滑 2.80 亿港元或下滑 24.92%，燃气接驳利润占比进一步下降 1.68pct 至 15.18%。伴随燃气接驳业务对公司盈利影响进一步减弱，公司业务结构持续优化，期待地产市场企稳后公司业绩低基数反弹。
- **综合服务业务短期承压，综合能源保持增长，双综业务长期仍具备成长空间。**2025H1 公司综合服务业务实现营收 14.46 亿港元，同比下滑 18.10%，分部利润 5.89 亿港元，同比下滑 1.72 亿港元或下滑 22.60%，受外部环境影响业绩短期承压，长期伴随持续深入推广仍存在较大发展空间。2025H1 公司共投运分布式能源及分布式光伏项目 81 个，装机规模 188.3MW，实现能源销售量 24.7 亿千瓦时，同比增加 8.8%；2025H1 综合能源业务实现营收 9.33 亿港元，同比增长 12.8%，毛利 1.59 亿港元，同比增长 0.6%。
- **财务费用显著改善，分红回购彰显信心。**2025H1 公司财务成本 3.08 亿港元，同比下降 2.41 亿港元，整体融资成本 2.2%，同比下降 0.2pct，2025H1 公司应占合营公司业绩同比减少 0.93 亿港元。公司资本开支保持稳定，2025H1 资本性开支 24.5 亿港元。根据公司回购计划，拟回购公司股份 4579.74 万股，2025H1 已回购 27.31 万股。根据公司发布的年度指引，2025 年全年派息额不下降，公司 2024 年每股股利 0.95 港元，当前股价对应最低股息率 4.75%，分红与回购彰显稳定回报与长期价值。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 42.01/48.07/52.73 亿港元，同比增速分别为 2.76%/14.43%/9.70%，当前股价对应的 PE 分别为 11/10/9 倍。保守假设公司分红率维持 52.71%，则当前股价对应 2025-2027 年股息率分别为 4.78%/5.47%/6.00%。维持“买入”评级。
- **风险提示：**上游气价格波动风险、售气量增长不及预期、双综业务增长低于预期、接驳户数低于预期等。

盈利预测与估值 (港元)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万港元)	101,272	102,676	102,804	106,374	109,282
同比增长率 (%)	7.35%	1.39%	0.12%	3.47%	2.73%
归母净利润 (百万港元)	5,224	4,088	4,201	4,807	5,273
同比增长率 (%)	10.36%	-21.74%	2.76%	14.43%	9.70%
每股收益 (港元/股)	2.26	1.77	1.82	2.08	2.28
ROE (%)	13.05%	9.98%	9.96%	10.81%	11.20%
市盈率 (P/E)			11	10	9

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
利润表（百万港元）

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	101,272	102,676	102,804	106,374	109,282
营业成本	-82,820	-84,418	-84,562	-86,827	-88,784
毛利	18,452	18,258	18,242	19,546	20,498
其他收入/支出	2,103	1,128	1,226	1,331	1,440
销售费用	-6,820	-7,069	-7,078	-7,323	-7,524
管理费用	-4,529	-4,579	-4,585	-4,744	-4,874
财务费用	-941	-740	-776	-683	-572
应占合营公司业绩	278	412	413	427	439
应占联营公司业绩	367	336	337	348	358
除税前溢利	8,909	7,746	7,780	8,902	9,765
所得税	-1,850	-1,998	-1,945	-2,226	-2,441
净利润	7,059	5,748	5,835	6,677	7,324
少数股东损益	1,835	1,660	1,634	1,869	2,051
归属母公司股东净利润	5,224	4,088	4,201	4,807	5,273
EPS	2.26	1.77	1.82	2.08	2.28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。