



公司评级 增持（首次）

报告日期 2025年09月12日

### 基础数据

09月11日收盘价（港元）	7.12
总市值（亿港元）	1,328.58
总股本（亿股）	186.60

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

### 相关研究

#### 分析师：李静云

S0190522120001  
BUA484  
lijingyun@xyzq.com.cn

#### 分析师：蔡屹

S0190518030002  
请注意：蔡屹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的活动。  
caiyi@xyzq.com.cn

#### 分析师：史一粟

S0190523110001  
请注意：史一粟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的活动。  
shiyisu@xyzq.com.cn

#### 研究助理：满明昊

manminghao@xyzq.com.cn

## 香港中华煤气(00003.HK)

# 老牌燃气运营商，盈利与现金流或逐步改善

### 投资要点：

- **百年老牌燃气运营商，价格调整机制保障香港业务稳健发展。**公司是中国香港本地唯一的煤气供应商，截至2024年底于中国香港拥有204万用户，渗透率达到74%，与电力竞争存量市场。2013-2024年，中国香港煤气消费量由28,556TJ下降4.9%至27,159TJ，但得益于价格调整机制（通常每2年上调一次标准用量收费，并通过月度变化的燃料调整费传递上游原料成本价格波动给用户），公司中国香港业务EBITDA由42亿港元增长至58亿港元，年均复合增速3.0%，占公司EBITDA比例从44%微降后提升至49%。我们认为，未来中国香港煤气消费量有望保持平稳或小幅增长，煤气较电力具有成本和减排优势，后续仍有提升售价的空间。
- **内地城燃项目布局优秀，有望受益于全国性的气量增长和价差修复。**公司于1994年开始拓展内地业务，截至2024年底公司内地业务遍布23个省级地区，且布局偏向东部沿海及成渝地区的一二线城市。2019-2024年销气量复合增速7.3%，同期全国表观消费量增速7.0%。2024-2030年间，国务院发展研究中心预测全国天然气表观消费量复合增速或将达到5.9%，公司作为项目布局优秀的全国性城燃龙头，期间销气量增速有望持平或略高。2024年公司内地销气价差（不计分销气）同比+11%至0.52元/方，随着居民顺价的继续推进以及成本改善，我们认为公司2025-2027年价差有望提升至0.54、0.55、0.58元/方。
- **延伸业务重组，绿色能源产能即将释放。**公司延伸业务包括智慧厨房、保险业务、安全家居三大部分，在中国香港地区运营经验丰富，2023年燃气具/橱柜市占率分别达到80%/30%；而内地业务智慧厨房/安全家居市占率仅为10%/6%。2024年公司重组整合内地与中国香港延伸业务，并计划引入战略投资者继续发力。绿色能源方面，公司“海陆空”布局绿色甲醇、可持续航空燃料和氢能，产能预计将于2025-2028年逐步释放。
- **资本开支收缩，多措并举改善现金流。**2021-2024年间，公司经营性现金流量由105亿港元小幅下降至90亿港元，而公司资本开支已由2023年的102亿港元下降至2024年的60亿港元，同时公司持续优化非主营核心业务，或有望推进名气通资产重组，也有计划为延伸业务引入战略投资者。我们预计未来公司业绩和资本开支有望保持平稳或小幅增长，叠加资产处置优化计划推进，其自由现金流有望逐步覆盖每年65亿港元固定派息。
- **投资建议：**公司执行固定股息政策，自2009年至今始终维持每股派息0.35港元（除2011年特别股息外），2009-2024年公司派息率由44%提升至114%，派息额由23亿港元增长至65亿港元，年均复合增速7.2%。我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为58.48、60.44和64.56亿港元，分别同比增长2.4/3.4/6.8%。以2025年9月11日收盘价计算其股息率为4.9%，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**销气量增速不及预期；居民顺价推进不及预期；上游天然气价格大幅上涨

### 主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（亿港元）	554.73	559.25	560.35	566.46
同比增长	-2.6%	0.8%	0.2%	1.1%
归母净利润（亿港元）	57.12	58.48	60.44	64.56
同比增长	-5.9%	2.4%	3.4%	6.8%
ROE	10.0%	10.3%	10.8%	11.5%
每股收益（港元）	0.31	0.31	0.32	0.35
股息率	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算，股息率以2025年9月11日收盘价计算

## 目录

一、 公司基本情况：百年老牌燃气运营商，盈利能力逐步修复 .....	5
二、 行业情况：中国香港需求稳定+调价机制成熟，内地燃气有望实现量价齐升 .....	8
（一） 中国香港燃气行业：能源需求趋稳，价格机制合理 .....	8
（二） 内地燃气行业：气价下行或将加快气量增长，顺价推进回归公用属性 .....	18
三、 公司情况：中国香港业务为基石，内地城燃与多元化能源有望贡献弹性 .....	27
（一） 中国香港燃气业务：规模稳定的成熟市场，价格机制合理保障盈利能力 .....	27
（二） 内地燃气业务：主要布局中东部地区，受益于顺价推进与成本下行 .....	32
（三） 其他：以燃气主业为基，拓展延伸业务与多元化能源 .....	36
四、 财务情况：稳健的派息政策，资产优化与业绩修复有望改善现金流 .....	40
五、 盈利预测及估值 .....	43

## 图目录

图 1、 公司发展历程 .....	5
图 2、 截至 2024 年底恒基兆业集团股权结构情况 .....	6
图 3、 公司业务概况 .....	6
图 4、 公司营业收入情况 .....	7
图 5、 公司 EBITDA 情况（亿港元） .....	7
图 6、 公司归母净利润情况 .....	8
图 7、 公司营业收入结构 .....	8
图 8、 公司 EBITDA 结构 .....	8
图 9、 2025 年 H1 公司税后经营利润结构 .....	8
图 10、 中国香港地区总人口情况（百万人） .....	9
图 11、 中国香港与其他地区女性人均生育人数（人） .....	9
图 12、 中国香港地区人口净迁移数 .....	9
图 13、 中国香港地区城镇人口占总人口比重 .....	9
图 14、 中国香港地区人均 GDP .....	9
图 15、 中国香港能源用量结构与增速情况（太焦耳） .....	10
图 16、 中国香港能源用量结构与煤气和石油气的占比（太焦耳） .....	10
图 17、 中国香港用电量与煤气用气量情况（太焦耳） .....	10
图 18、 中国香港地区煤气用量结构 .....	11
图 19、 中国香港地区用电量结构 .....	11
图 20、 中国香港分结构煤气用能量情况（太焦耳） .....	11
图 21、 中国香港分结构电力用能量情况（太焦耳） .....	11
图 22、 中国香港住宅用气与用电量同比变化情况 .....	11
图 23、 中国香港商业用气与用电量同比变化情况 .....	11
图 24、 中国香港工业用气与用电量同比变化情况 .....	12
图 25、 中国香港煤气与石油气终端用途结构 .....	12
图 26、 中国香港石油气用量及结构（太焦耳） .....	12
图 27、 中国香港电力用能结构 .....	13

图 28、	中国香港煮食用能量及结构.....	13
图 29、	中国香港热水用能量及结构.....	13
图 30、	2023 年中国香港各区人口密度情况（单位：每平方公里人数） ....	14
图 31、	中国香港北部都会区示意图.....	14
图 32、	中国香港煤气收费机制.....	15
图 33、	中国香港天然气进口价格与内地 LNG 市场价、美国 HH 价格情况.....	17
图 34、	中国香港进口石油产品价格与布伦特原油价格情况.....	17
图 35、	中国香港煤气和电力平均价格（港元/兆焦耳）.....	18
图 36、	中国香港公用事业燃料调整费（港元/兆焦耳）.....	18
图 37、	香港主要能源碳排放指数情况（2023 年，以煤气基数为 100）.....	18
图 38、	2010-2023 年中国一次能源消费量（艾焦耳）.....	19
图 39、	2010-2023 年中国一次能源消费结构.....	19
图 40、	2023 年部分国家天然气消费量占一次能源消费比例.....	19
图 41、	2010-2024 年中国天然气表观消费量情况.....	20
图 42、	2022-2023 年中国天然气分结构消费量（亿方）.....	20
图 43、	2021-2025 年中国天然气逐月累计消费量（亿方）.....	20
图 44、	部分城燃公司新增居民接驳与全国新开工房屋面积情况（单位：万户） .....	24
图 45、	主要城燃公司接驳业务占收入比重.....	24
图 46、	主要城燃公司接驳业务占利润比重.....	24
图 47、	全国城镇天然气气化率情况.....	25
图 48、	2022 年全国各省（直辖市）气化率水平.....	25
图 49、	综合能源业务示意图.....	26
图 50、	部分城燃企业工商业累计客户规模.....	27
图 51、	新奥能源综合能源业务情况.....	27
图 52、	公司于中国香港地区管道示意图.....	28
图 53、	2014-2024 年中国香港煤气销售量（太焦耳）.....	29
图 54、	2014-2023 年中国香港煤气用户数情况.....	29
图 55、	中国香港煤气销售量.....	29
图 56、	中国香港 GDP 与煤气用量、用电量增速情况.....	29
图 57、	公司旗下高端燃气具与橱柜品牌.....	30
图 58、	公司中国香港工商业用户售气量情况（太焦耳）.....	31
图 59、	公司中国香港住宅用户售气量情况（太焦耳）.....	31
图 60、	2014-2024 年公司中国香港燃气业务 EBITDA 情况.....	32
图 61、	截至 2024 年底公司内地城市燃气项目分布示意图.....	33
图 62、	2018-2024 年公司内地城燃销气量.....	34
图 63、	2018-2024 年公司内地城燃销气结构（亿方）.....	34
图 64、	2018-2024 年公司内地售气采销价格与价差（元/方）.....	35
图 65、	2018-2024 年公司内地分结构销售价格与平均采购价情况（元/方） .....	35
图 66、	公司气源统筹概况.....	36
图 67、	公司延伸业务概况.....	37
图 68、	公司燃气具销售量情况（万台）.....	37
图 69、	2023 年公司延伸业务市占率情况.....	37
图 70、	公司光伏签约与并网规模情况（GW）.....	38

图 71、	公司光伏发电量情况（亿千瓦时）	38
图 72、	2022-2024 年公司可再生能源业务利润贡献（亿元）	38
图 73、	公司可再生能源业务发展策略	38
图 74、	公司绿色甲醇业务概况	39
图 75、	Ecoceres 业务分布示意图	40
图 76、	Ecoceres 产能管理优化	40
图 77、	2009-2024 年公司派息情况	41
图 78、	2009-2024 年公司现金流与派息额情况（单位：亿港元）	41
图 79、	2009-2024 年公司资产负债与在手资金情况	42
图 80、	公司股息率以及美国十年期国债收益率情况	45
图 81、	近十年公司 PB-Band	45
图 82、	近十年公司 PE-Band	45

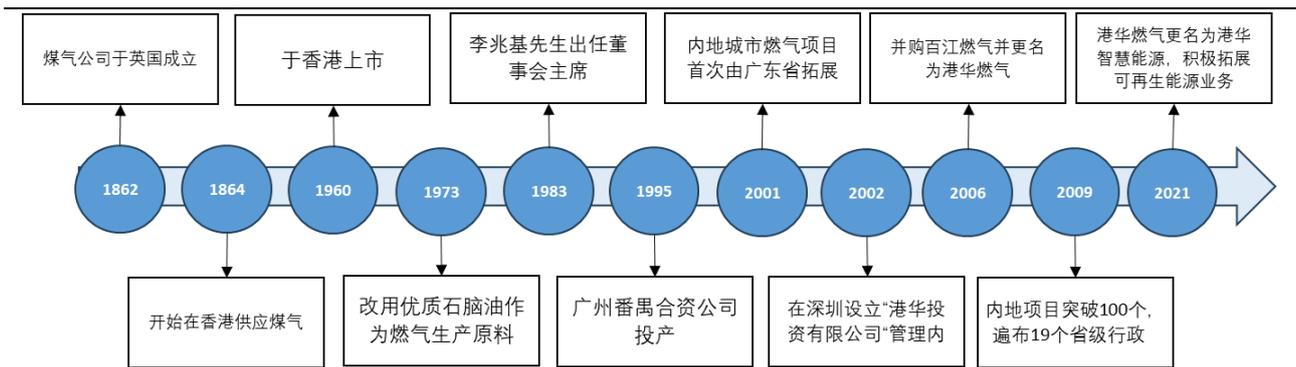
## 表目录

表 1、	中国香港特区政府与香港中华煤气《资料与咨询协议》要点	15
表 2、	中国香港煤气标准用量收费调整历史（单位：港元/兆焦耳）	16
表 3、	中国香港煤气标准用量收费情况以及不同用量每月收费测算	16
表 4、	天然气价格联动机制相关政策文件	21
表 5、	部分地区天然气上下游联动机制	22
表 6、	主要城燃公司综合服务品牌情况	26
表 7、	2024 年主要城燃公司综合能源业务情况	26
表 8、	价格调整对公司利润预测及实际情况	31
表 9、	截至 2024 年底公司主要城市燃气联营、合营公司	33
表 10、	公司内地销气量情况及预测（单位：百万立方米）	34
表 11、	截至 2024 年底公司资产结构优化详情	42
表 12、	公司业务拆分与盈利预测	43

## 一、公司基本情况：百年老牌燃气运营商，盈利能力逐步修复

百年历史老牌燃气运营商，立足香港走向全国。香港中华煤气(以下简称“公司”)成立于 1862 年，是香港历史最悠久的公用事业机构之一，也是香港最大的能源供应商之一，为香港大部分区域供应燃气，截至 2024 年底在香港客户数目达到 204 万户，渗透率 74%。公司于 1994 年进入内地市场开启城市燃气业务，从华南珠三角地区开启全国化探索与布局，2007 年公司在内地经营的子公司“港华燃气”通过并购百江燃气于港交所上市，2021 年该子公司更名为“港华智慧能源”，发力拓展综合能源业务，截至 2024 年底公司持股港华智慧能源 68.38%。截至 2024 年底，公司内地业务分布于 23 个省级地区，拥有 322 个城市燃气项目，2024 年全年城市燃气售气量达 364 亿方，占全国表观消费量约 9%。

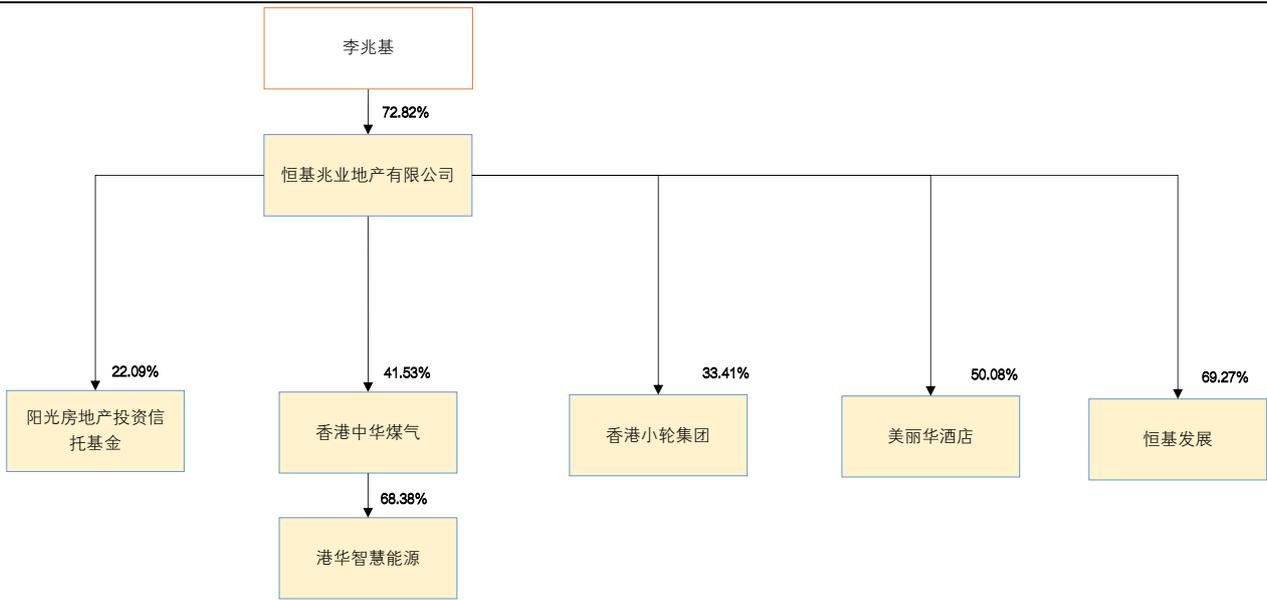
图1、公司发展历程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

控股股东为恒基兆业地产，创始人李兆基被誉为中国香港地产四大天王之一。截至 2024 年底，恒基兆业地产有限公司通过迪斯利置业、Macrostar、Mdeley 等全资子公司持有公司 41.53% 股权。创始人李兆基被称为“中国香港地产四大天王”之一，其 1976 年创立的恒基兆业地产有限公司于 1981 年港交所上市，是中国香港最大的地产商之一，并以地产为核心拓展到燃气、供水、渡轮、酒店等业务，截至 2024 年底恒基兆业集团内共有恒基地产、香港中华煤气、香港小轮、美丽华酒店等 7 家上市公司。

图2、截至 2024 年底恒基兆业集团股权结构情况



数据来源：恒基地产公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**依托燃气主业，开展多元化能源业务。**公司立足燃气主业拓展多元化能源业务，公司业务结构可分为燃气延伸业务、水务环保、绿色能源等，其中（1）延伸业务是以香港及内地城燃项目为主体，拓展燃气具、保险、家居等服务；（2）绿色能源业务涵盖光伏、可持续航空燃油、绿色甲醇、氢能等。截至 2024 年底光伏累计装机容量 2.3GW，全年发电量 18.3 亿千瓦时；可持续航空燃油 2024 年产量达到 18 万吨；绿色甲醇 2024 年产能达到 10 万吨。（3）水务环保业务主要位于江苏、安徽及广东省，2024 年供水及污水处理量 16.5 亿吨，固废处理量达 161 万吨。

图3、公司业务概况

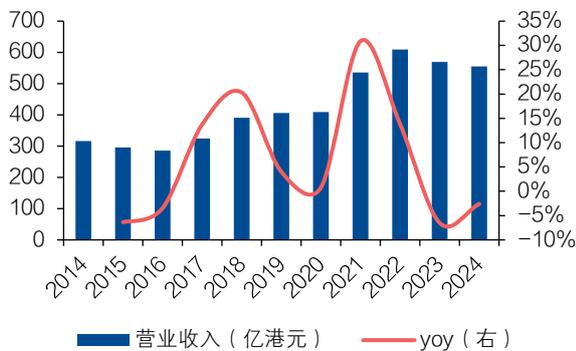


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

收入和 EBITDA 增长较为稳健，减值拖累利润，内地与中国香港城燃业务贡献主要利润。公司 2014-2024 年间的营业收入由 316 亿港元增长至 555 亿港元，年均复合增速 5.8%；EBITDA 由 97.6 亿港元增长至 118.2 亿港元，年均复合增速 1.9%，在 2022-2023 年内地城燃业务因终端顺价不畅等因素导致盈利能力下降的情况下，通过中国香港业务的利润增长稳定了整体 EBITDA 水平；归母净利润由 2014 年的 71 亿港元增长至 2018 年 93 亿港元高点后，2019-2021 年分别同比下降 25%/14%/16%至 2021 年的 50 亿港元，主要是由于 2019 年国际金融中心投资物业估值变动同比减少 18.3 亿港元、2020 年 3.9 亿港元石油资产减值以及 2021 年内地化工设施、电讯网络设备及加气站资产 15 亿港元减值，2022-2023 年归母净利润分别同比增长 4.6%、15.7%至 53、61 亿港元。

2025 年 H1 公司实现税后经营利润 40 亿港元，同比增长 3%，其中香港公用/内地公用/延伸业务/可再生能源/绿色燃料分别为 21.5/15.6/2.5/1.2/-1.9 亿港元；归母净利润 29.6 亿港元，同比下降 3%，若剔除借贷汇兑损益归母净利润同比增长 5%。

图4、公司营业收入情况



数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、公司 EBITDA 情况 (亿港元)



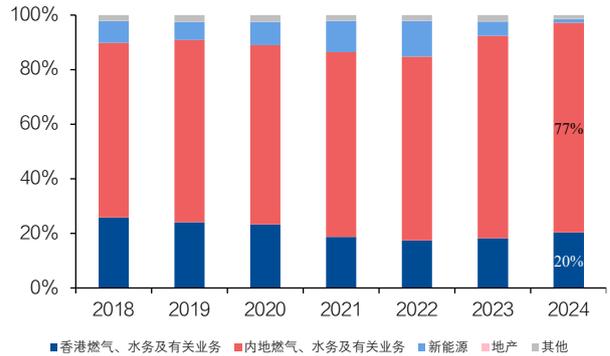
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、公司归母净利润情况



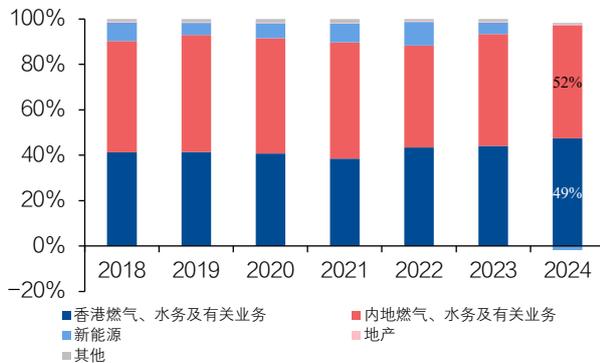
数据来源：wind，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、公司营业收入结构



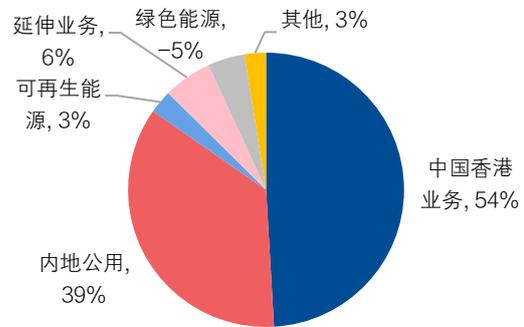
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、公司 EBITDA 结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2024 年新能源业务亏损

图9、2025 年 H1 公司税后经营利润结构



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 二、行业情况：中国香港需求稳定+调价机制成熟，内地燃气有望实现量价齐升

### （一）中国香港燃气行业：能源需求趋稳，价格机制合理

#### 1. 能源需求趋稳，与电力、石油气竞争终端用能市场

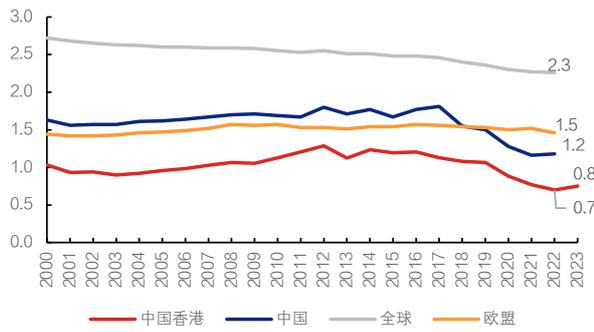
中国香港地区人口增速趋于稳定，城镇化率已达 100%。中国香港地区人口自然增长率偏低，总和生育率约在 1.0 上下，主要依靠净迁移人口实现人口增长。受人才与劳工引入政策等因素影响，2022-2024 年中国香港净迁移人口数分别达到 6.0、28.8、2.7 万人，人口总数较为稳定，2000-2023 年期间由 671 万人增长至 743 万人，年均复合增速 0.4%。中国香港地区已结束城市化进程与经济高速发展期，自 1990 年起城镇人口占比已达 100%，2010-2024 年人均 GDP 复合增速 3.7%。

图10、中国香港地区总人口情况（百万人）



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、中国香港与其他地区女性人均生育人数（人）



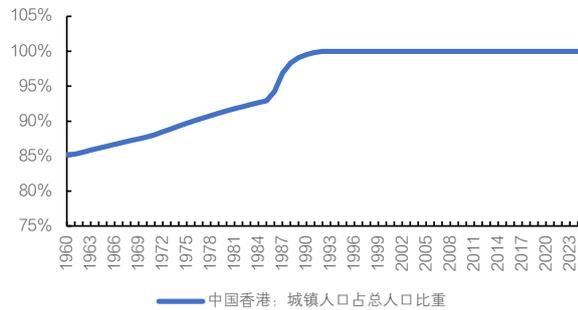
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：中国香港数据至2023年，其余地区至2022年

图12、中国香港地区人口净迁移数



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、中国香港地区城镇人口占总人口比重



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图14、中国香港地区人均GDP

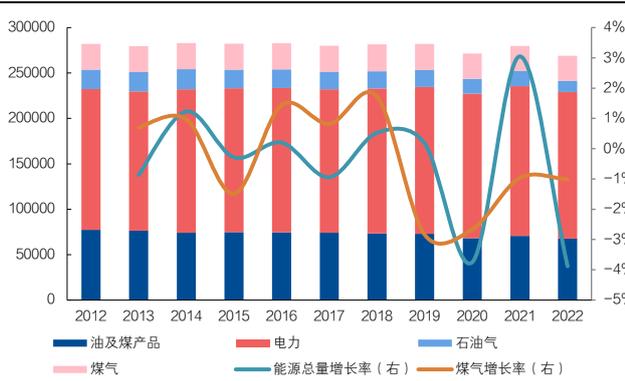


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港地区能源需求趋于稳定，其中电力用能量呈现稳中微升，煤气用能量提升后有所下降。2012-2022年间，中国香港地区能源消费总量从282,055太焦耳降至268,897太焦耳（CAGR为-0.5%）。其中，电力用能量占比从55%提升至

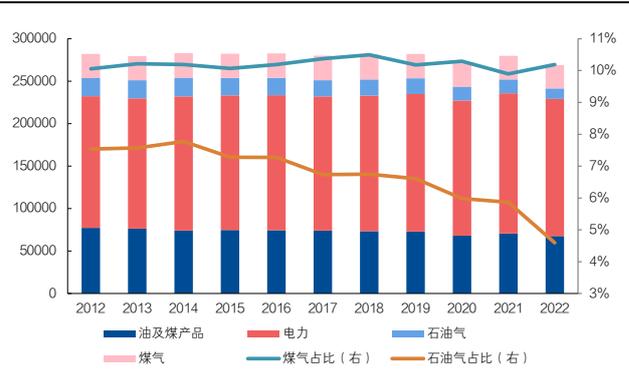
60%；煤气用能量占比则稳定在 10%左右（图 16）。从电力用能量来看，2005-2020 年间，其基本稳定在 160,000 太焦耳，随后波动提升至 2024 年的 166,591 太焦耳；从煤气用能量来看，中国香港地区年总用气量从 2005 年的 27,261 太焦耳提升至 2018 年的 29,550 太焦耳后，开始逐年下降（2019-2023 年 CAGR 为 -1.4%），直至 2024 年转为同比增长 0.1%至 27,159 太焦耳。

图15、中国香港能源用量结构与增速情况（太焦耳）



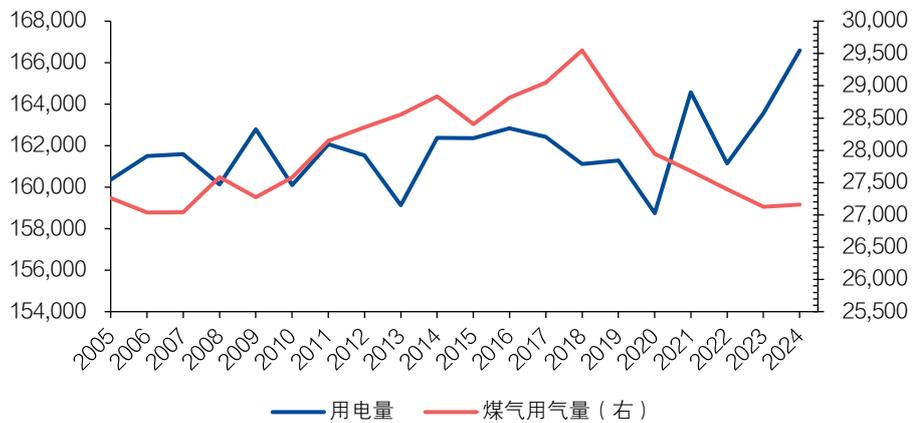
数据来源：中国香港机电署，兴业证券经济与金融研究院整理

图16、中国香港能源用量结构与煤气和石油气的占比（太焦耳）



数据来源：中国香港机电署，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、中国香港用电量与煤气用气量情况（太焦耳）

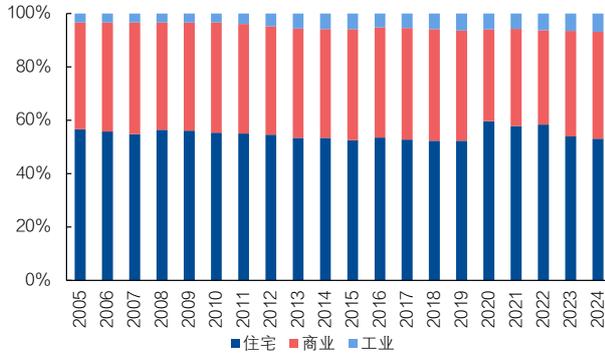


数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港地区“煤气”主要用于住宅，其次是商业，主要终端用途为“煮食”与“热水”；电力主要用于商业，其次是住宅，主要终端用途为“空调”等。从结构上来看，2024 年中国香港地区用气量中，住宅/商业/工业分别为 53%/40%/7%；用电量中，住宅/商业/工业占比分别为 27%/66%/7%。从终端用途来看，中国香港煤气与石油气的主要使用领域为“煮食”与“热水”，2022 年煤气与石油气的用量中用于煮食/热水/交通运输/其他分别占比 39%/29%/17%/14%。电力的主要

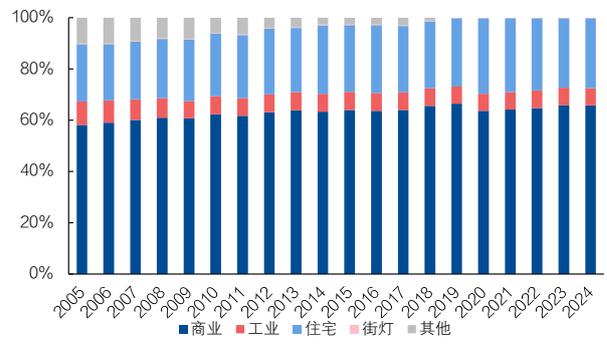
使用领域为空气调节和其他，2022 年电力用能量中用于空气调节、照明、煮食占比为 29%/9%/9%。

图18、中国香港地区煤气用量结构



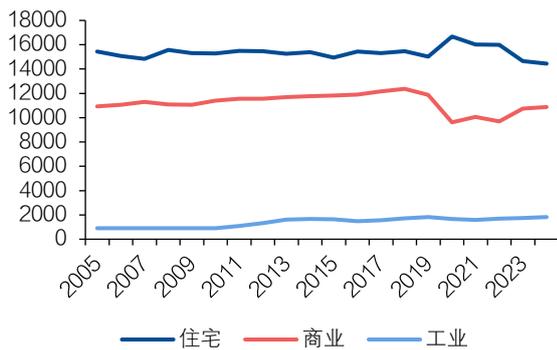
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、中国香港地区用电量结构



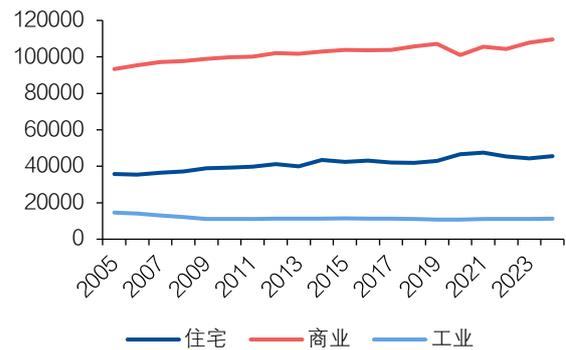
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图20、中国香港分结构煤气用能量情况（太焦耳）



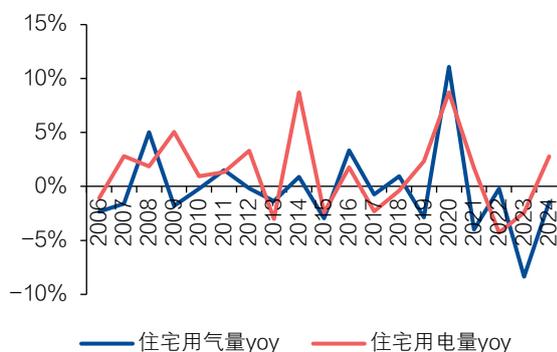
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、中国香港分结构电力用能量情况（太焦耳）



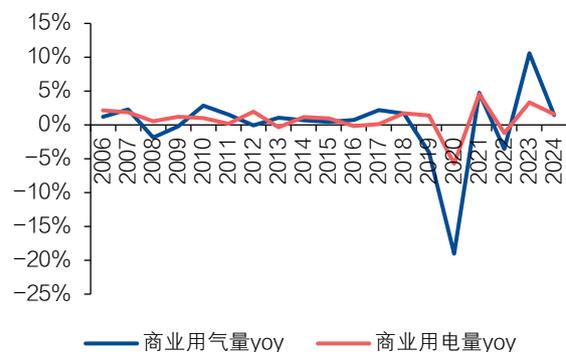
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、中国香港住宅用气与用电量同比变化情况



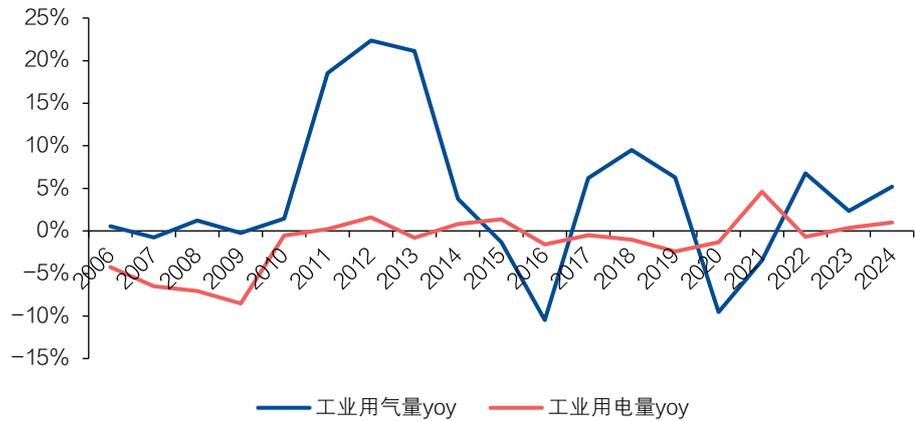
数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

图23、中国香港商业用气与用电量同比变化情况



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

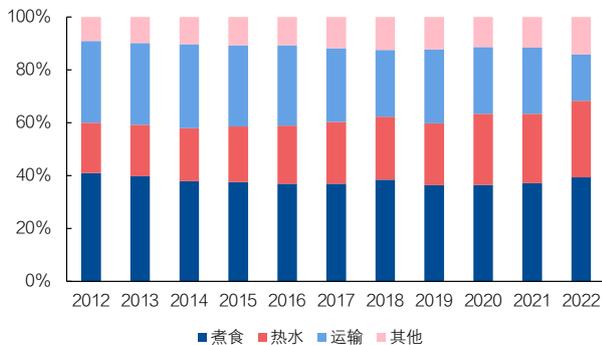
图24、中国香港工业用气与用电量同比变化情况



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港“煤气”与“石油气”构成一定竞争关系。2012至2022年间，中国香港地区“石油气”用量由21,256TJ下降至12,354TJ，年均下降5.3%，占中国香港能源用量的比重由8%降低至5%，而煤气用量占比维持在10%左右。煤气与石油气相比具有更好的安全性，煤气相对空气的密度为0.52倍（石油气为1.91倍），在发生泄漏时易于扩散，且煤气的燃烧界限（4.5%）高于石油气（1.8%）。

图25、中国香港煤气与石油气终端用途结构



数据来源：中国香港机电署，兴业证券经济与金融研究院整理

图26、中国香港石油气用量及结构（太焦耳）

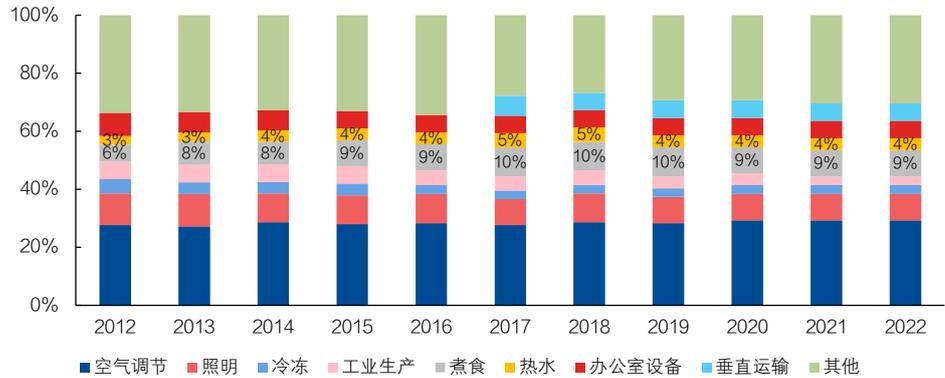


数据来源：中国香港机电署，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港“煤气”与“电力”构成一定竞争关系，主要使用场景中细分领域的用能结构趋于稳定。从煤气的主要用途——“煮食”来看，2022年用于该用途的“煤气及石油气”用能量从2012年的20,348太焦耳下滑至2022年的15,626太焦耳（绝对值减少4,722太焦耳），而用于其的电力用能量则从2012年的9,974太焦耳提升至2022年的13,968太焦耳（绝对值增加3,994太焦耳）。从煤气的第二大用途——“热水”来看，2022年用于其的“煤气及石油气”用能量从9,404提升至11,530太焦耳（绝对值提升2,126太焦耳）；而用于该用途的“电力”用能

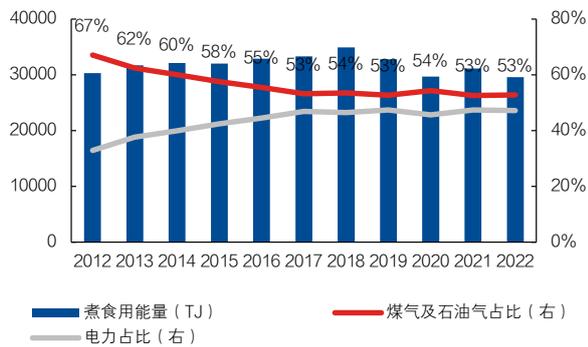
量则从 4,503 太焦耳提升至 7,228 太焦耳（绝对值提升 2,725 太焦耳）。自 2017 年起，煤气主要使用领域——“煮食”和“热水”的用能结构趋于稳定，“煤气与石油气”占比分别稳定在 53%/61% 左右。

图27、中国香港电力用能结构



数据来源：中国香港机电署，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、中国香港煮食用能量及结构



数据来源：中国香港机电署，兴业证券经济与金融研究院整理

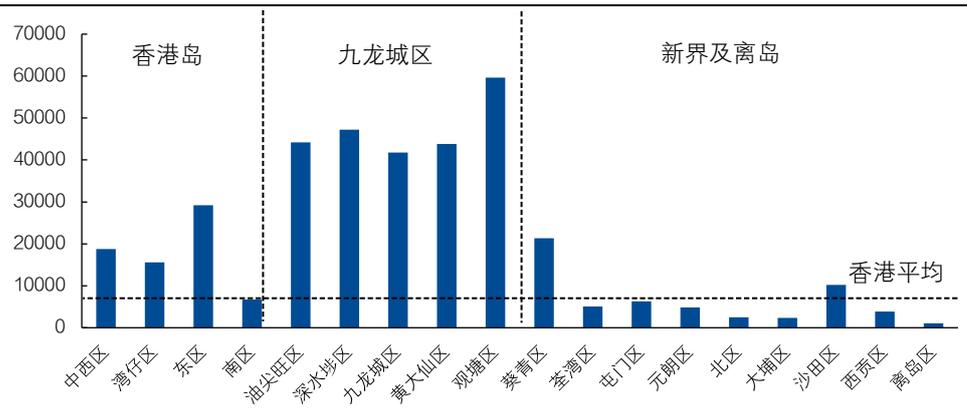
图29、中国香港热水用能量及结构



数据来源：中国香港机电署，兴业证券经济与金融研究院整理

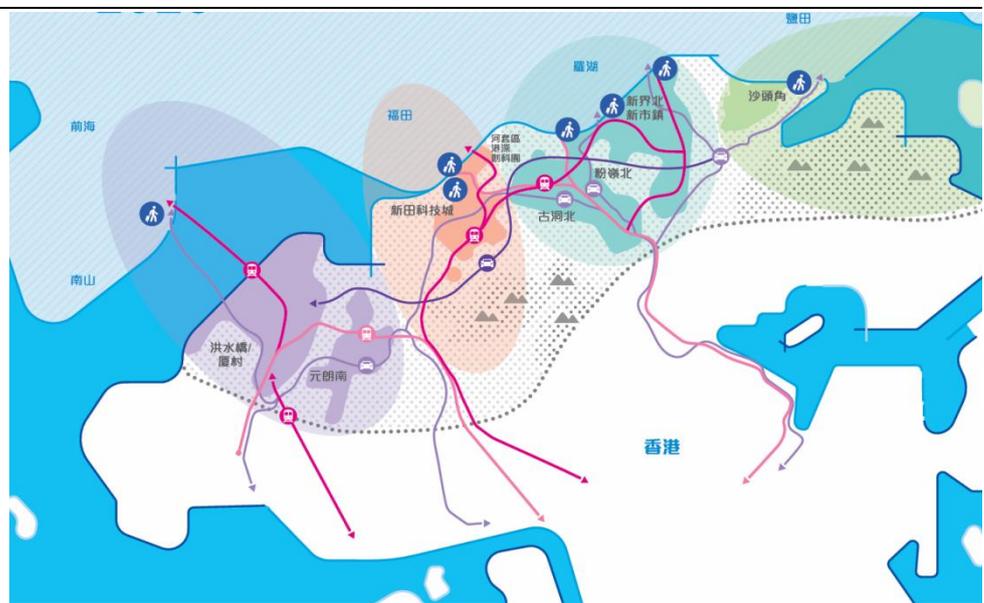
**中国香港推进北部都会区开发，城市发展迎来新机遇。**土地和房屋供应不足一直是困扰香港发展的问题，中国香港地区人口分布呈现“南重北轻”的格局，2023 年港岛及九龙地区面积占中国香港总面积的 12%，而人口占中国香港总人口的 46%。随着粤港澳融合发展不断推进，2021 年中国香港特区政府提出北部都会区发展策略，区域面积 30,000 公顷，占中国香港总面积约三分之一，最终形成容纳 250 万居住人口的科技创新中心。2023 年 10 月，中国香港特区政府发布《北部都会区行动纲领》，预计都会区将在未来 5-10 年内逐渐成型，并在 20 年内完成大致发展。

图30、2023年中国香港各区人口密度情况（单位：每平方公里人数）



数据来源：中国香港政府统计处，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、中国香港北部都会区示意图



数据来源：《香港北部都会区行动纲领》，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2. 顺价机制保障合理收益，煤气或具备低碳低价优势

利润不受中国香港特区政府监管，公司需公开收费机制和调整理由。1997年，中国香港特区政府首次与香港中华煤气签订为期三年的《资料及咨询协议》，现行协议有效期为2024年4月3日至2027年4月2日，香港中华煤气收费和利润不受政府监管，协议旨在令中华煤气的收费机制和调整理由更透明化，根据协议公司需定期向政府提供收费机制、计划资本开支、维修及保养开支、燃料成本、售气量等资料，公司须在不少于调整收费实施日期的3个月前，向政府提供调整收费的相关资料，政府可就收费调整意见以建议的形式向公司提出。

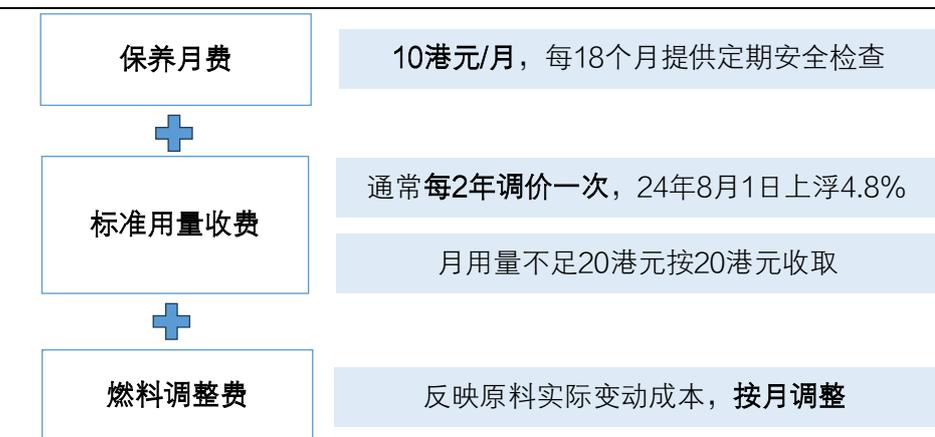
表1、中国香港特区政府与香港中华煤气《资料与咨询协议》要点

要点	详情
协议背景	为煤气客户及公司利益考虑，政府要求公司提高其标准收费、燃料调整费和保养月费机制的透明度，并阐明调整理由，公司自愿接纳上述要求；依据提高透明度的原则，政府与公司就披露财政、营运、环保和安全资料的程序达成协议
公司资料披露	(1) 公司须在每年 6 月 30 日或之前披露上一年度财务情况的陈述书；(2) 在政府以书面或口头提出要求后，公司须向政府提供关于澄清收费、燃料调整费、定额保养月费或与这些收费项目相关的资料；(3) 公司须在每年 11 月 30 日或之前提供下一财政年度按主要资产类别划分的资本开支计划和煤气网络维修及保养开支数字；(4) 公司须在每月 15 号及之前提供上一月份的售气量、燃料成本、燃料数量以及当月燃料调整费估计
调整收费	公司须在不少于调整收费实施日期的 3 个月前，向政府提供调整收费的详细资料
政府回应	政府可就该公司调整收费的利弊、定额保养月费的更改和准备添置的主要系统项目，向该公司提出意见，这些意见以建议的形式向公司提出

资料来源：香港环境与生态局，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港现行燃气收费由标准收费加燃料调整费构成。标准收费为阶梯式定价，用量越多单位价格越低，用量费不超过 20 港元的按 20 港元收取，标准收费通常每 2 年调整一次，最近一次调整时间为 2024 年 8 月 1 日，价格增幅 4.8%/1.3 港仙；燃料调整费根据生产煤气原料的平均成本按月调整，以石脑油价格每千升 1,420 港元为基准，实际原料成本每增加或减少 1 港元，每兆焦煤气收费相应变动 0.004 港仙。香港煤气安装不收取报装费，但收取每月 10 港元的保养月费(1998 年至 2024 年 8 月该费用为 9.5 港币)。以表 3 中每月 500MJ/14 方的用气量为例，标准收费为 153 港元，单方气价约为 10.93 港元。

图32、中国香港煤气收费机制



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

**表2、中国香港煤气标准用量收费调整历史（单位：港元/兆焦耳）**

调价时间	2010年4月	2013年4月	2015年8月	2017年8月	2019年8月	2022年8月	2024年8月
调整后最低档价格	0.218	0.228	0.238	0.249	0.26	0.2715	0.2845
提价幅度	2.8%	4.6%	4.4%	4.6%	4.4%	4.4%	4.8%

资料来源：《香港能源统计年刊》，兴业证券经济与金融研究院整理

**表3、中国香港煤气标准用量收费情况以及不同用量每月收费测算**

梯度标准收费情况								
标准用量 (MJ)	0-500	501-2500	2501-7500	7501-17500	17501-32500	32501-57500	57501-107500	107501-157500
标准收费 (港元/MJ)	0.2855	0.2845	0.2841	0.2831	0.2821	0.2808	0.2798	0.2789
不同用量下每月收费测算								
每月用量 (MJ)	50	500	1,500	2,000	5,000	10,000	15,000	20,000
每月用量 (m <sup>3</sup> )	1.4	14	42	56	140	279	419	559
收费 (港元)	30	153	437	580	1,432	2,850	4,266	5,679

资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港地区煤气的生产原料主要为进口天然气与石脑油，早期 LNG 长协成本较为稳定。公司于中国香港生产煤气的原料为 60%天然气、39%石脑油与 1%沼气，其中天然气和石脑油均通过进口采购。天然气经大鹏 LNG 接收站接收后通过海底管道运输至煤气生产厂，气源主要有 2006 年开始的由大鹏 LNG 接收站签订的澳洲西北大陆架项目，期限 25 年，价格挂靠 JCC 原油。公司 2022 年年报称，该合同将气价锁定在相当于油价每桶 25 美元的水平。在 2021-2022 年美国 HH 价格分别同比上涨 92%/66%、内地 LNG 平均市场价分别同比上涨 64%/27% 的情况下，中国香港天然气平均进口单价仅分别同比上涨 7%/28%。而石脑油价格走势与原油存在一定关联度，2024 年中国香港进口柴油与石脑油平均价格同比下降 8.5%（如图 34）。

图33、中国香港天然气进口价格与内地 LNG 市场价、美国 HH 价格情况



数据来源：iFinD，中国香港政府统计处，兴业证券经济与金融研究院整理

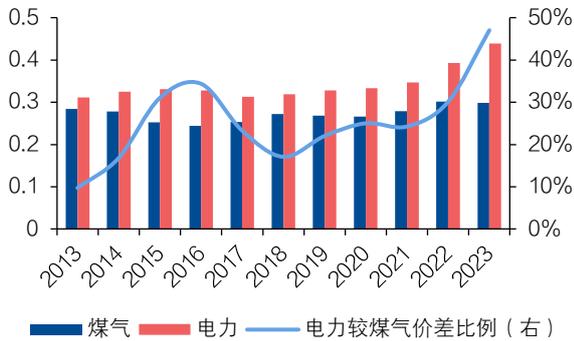
图34、中国香港进口石油产品价格与布伦特原油价格情况



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

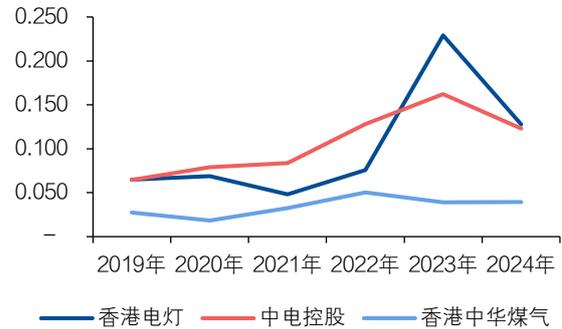
得益于原料成本变动相对温和，煤气价格较电价优势提升。对比2013和2023年，香港电力平均售价由0.31港元/兆焦增长41%至0.44港元/兆焦，相比之下煤气平均售价由0.28港元/兆焦增长5%至0.30港元/兆焦，煤气较电力折价由10%扩大至47%，尤其是2021-2023年间折价比例增长更为显著，主要是由于上游发电成本传递至终端用户，而中国香港煤气原料价格较为稳定。我们估算了三家中国香港本地公用事业公司的同热值下的燃料调整费，2019年，香港电灯、中电控股、香港中华煤气的燃料调整费分别为0.065、0.064和0.028元/兆焦耳，而2024年，该数据分别为0.128、0.123和0.04元/兆焦耳。中国香港煤气的燃料调整费从绝对值和期间涨幅上看，都显著低于该地区电价的燃料调整费（图36）。

图35、中国香港煤气和电力平均价格（港元/兆焦耳）



数据来源：中国香港政府统计处，兴业证券经济与金融研究院整理

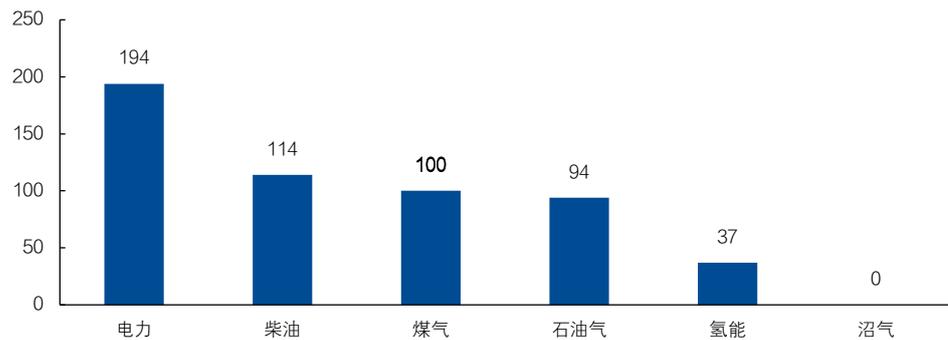
图36、中国香港公用事业燃料调整费（港元/兆焦耳）



数据来源：中国香港政府统计处，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港已实现碳达峰并计划 2050 年前实现碳中和，煤气较电力具有低碳优势。中国香港于 2017 年已提出《香港气候行动蓝图 2030+》，并在 2021 年响应国家“双碳”目标进一步推出《香港气候行动蓝图 2050》，计划在 2014 年已经实现碳达峰的基础上，于 2035 年前将中国香港碳排放量较 2005 年减半，并于 2050 年前实现碳中和。香港地区的煤气生产原料是 60%天然气、39%石脑油和 1%沼气，主要产品成分为氢气、甲烷与二氧化碳，碳排放指数仅为电力的 52%，在中国香港政府 2050 碳达峰的政策背景下具备低碳优势。

图37、香港主要能源碳排放指数情况（2023 年，以煤气基数为 100）



数据来源：iFinD，香港政府统计处，兴业证券经济与金融研究院整理

## （二）内地燃气行业：气价下行或将加快气量增长，顺价推进回归公用属性

### 1. 天然气仍是“双碳”政策下重要过渡能源，气价下行有望加速气量增长

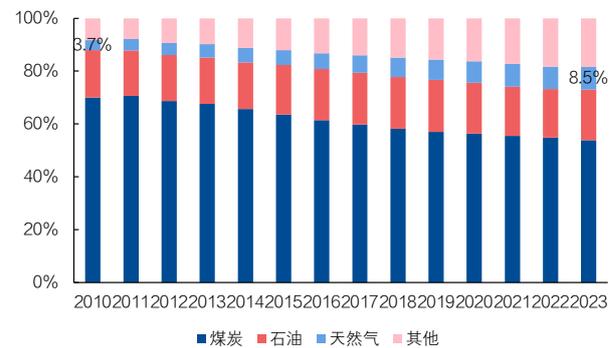
2023 年天然气占中国一次能源消费量比重提升至 8.5%，远低于世界平均水平 23%。2010-2023 年间，中国一次能源消费量由 104.6 艾焦耳增长至 170.7 艾焦耳，年均复合增长率为 3.8%，其中煤炭/石油/天然气占一次能源比重分别由 70%/18%/3.7% 变动至 54%/19%/8.5%，天然气扮演了能源转型过程中替代煤炭的重要过渡角色。2023 年全球天然气占一次能源比重在 23% 左右，欧洲、美国则分别为 21%、34%，相比之下，中国天然气占比仍有一定提升空间。

图38、2010-2023 年中国一次能源消费量（艾焦耳）



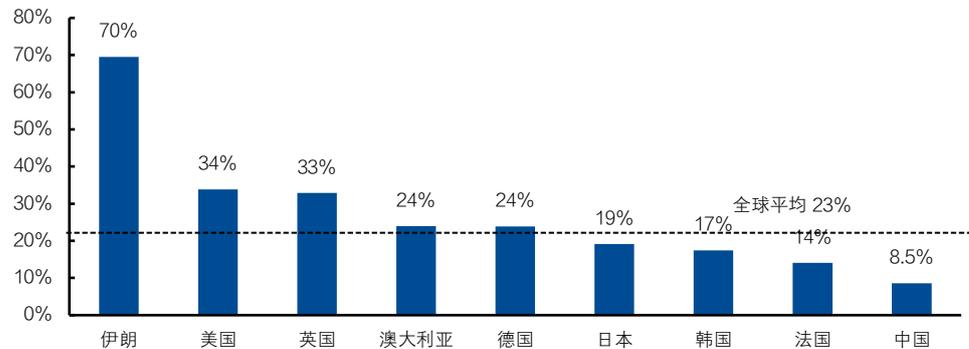
数据来源：EI，兴业证券经济与金融研究院整理

图39、2010-2023 年中国一次能源消费结构



数据来源：EI，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、2023 年部分国家天然气消费量占一次能源消费比例



数据来源：EI，兴业证券经济与金融研究院整理

天然气作为“双碳”目标的重要过渡能源，气价下行与政策推动均会成为消费量提速的驱动力。天然气作为化石能源中唯一的清洁能源，承担着过渡能源的重要角色，在工业、发电、供热等领域仍有较大替代空间。从中国天然气消费量增长历程来看，2010-2024 年中国天然气表观消费量由 1074 亿方增长至 4261 亿方，年均复合增速 10.3%。2015 年，由于煤价和油价的下降，经济性相对较差的天然气当年表观消费量仅同比增长 3%，而同期 GDP 增速为 7.0%。但在 2015 年 11 月国家发展改革委下调非居民门站价 0.7 元/方后，2016 年其消费量同比增长 12%。

在 2017 年“煤改气”政策加速推动后，其表观消费量于 2017-2018 年分别同比增长 15%和 18%。

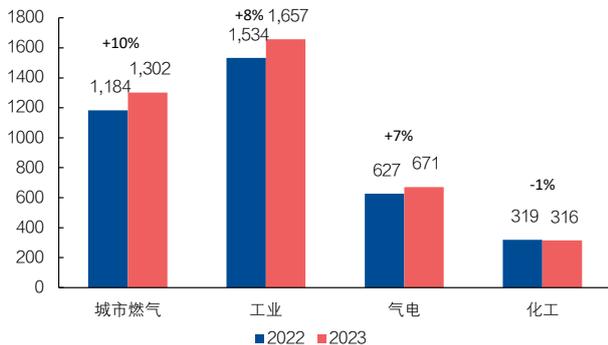
图41、2010-2024 年中国天然气表观消费量情况



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

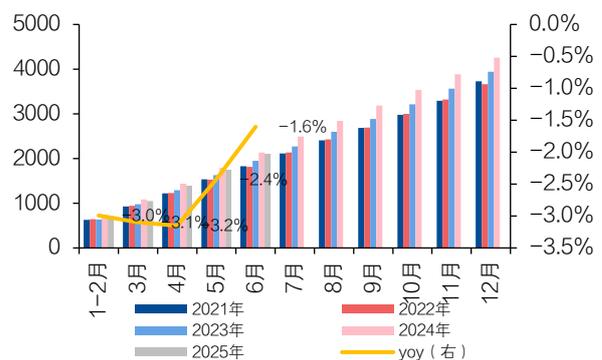
经历 2022 年高价带来的抑制后，2023-2024 年天然气消费量呈现恢复性增长，2025 年受工业及采暖需求抑制。2022 年国际气价高涨及国内需求不振压制消费量，全年天然气表观消费量同比下降 1.7%，但随着气价逐步回落、经济活动逐步复苏，2023-2024 年中国天然气表观消费量分别同比增长 7.6%/8.0%。2025 年 1-6 月，由于工业需求较弱以及气温偏低降低了城燃及发电需求，全国天然气表观消费量为 2103 亿立方米，同比下降 1.6%。

图42、2022-2023 年中国天然气分结构消费量(亿方)



数据来源：《中国天然气发展报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、2021-2025 年中国天然气逐月累计消费量 (亿方)



数据来源：iFinD，兴业证券经济与金融研究院整理

“双碳”政策目标不动摇背景下，各领域和各地持续出台相关天然气消费促进政策。2023 年 4 月，中国轻工业联合会印发《轻工业重点领域碳达峰实施方案》，指出要加快用能结构转换，进一步降低陶瓷、日用玻璃行业中煤炭能源的比重，

逐步提高天然气和电能的使用比例，逐步禁止陶瓷行业使用燃煤及煤制气；2023年9月，湖南省人民政府办公厅关于印发《湖南省大气污染防治“守护蓝天”攻坚行动计划（2023—2025年）》的通知，通知中要求“多渠道扩展天然气气源，扩大外受电比重，持续推进“煤改气”“煤改电”工程，大力推进使用清洁能源或电厂热力、工业余热等替代锅炉、炉窑燃料用煤，加快推动玻璃、地板砖等建材行业企业以及有色冶炼行业鼓风机、反射炉等“煤改气”；2024年6月《天然气利用管理办法》进一步重申了增加天然气等清洁能源比例以实现“双碳”目标，扩大了支持天然气利用范围。2023年，中国天然气消费占一次能源比重仅为8.5%，国家发展改革委2030年目标占比为15%，根据国务院发展研究中心预测2030年中国天然气消费量或将达到约6,000亿方，2024-2030年间复合增长率5.9%。

## 2. 居民价格联动机制逐步落实，城燃回归公用事业属性

**2023年，国家发展改革委牵头健全居民气成本疏导机制。**居民用气价格改革推行较调价决策程序多、时间长，甚至部分省市多年未做调整，在2022年上游气源价格大幅上涨的背景下，部分城燃企业经营出现困境、保供乏力，个别地方出现断供情况。2023年6月，国家发展改革委出台《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，明确要求加快推进并实施好价格联动机制；2024年1月，发改委进一步发布补充文件，并要求36个大中城市要在2024年6月底完成顺价，9月底前全国县级以上行政区建立价格联动机制。

**表4、天然气价格联动机制相关政策文件**

文号	发布机构	文件	相关内容
发改价格〔2017〕1941号	国家发展改革委	《关于全面深化价格机制改革的意见》	进一步深化垄断行业价格改革。按照“管住中间、放开两头”的总体思路，深化垄断行业价格改革，能够放开的竞争性领域和环节价格，稳步放开由市场调节；保留政府定价的，建立健全成本监审规则和定价机制，推进科学定价。建立健全价格动态调整机制。逐步建立健全城市供电、供水、供气、供热等领域上下游价格联动机制。
国发〔2018〕31号	国务院	《关于促进天然气协调稳定发展的若干意见》	理顺天然气价格机制。加快建立上下游天然气价格联动机制，完善监管规则、调价公示和信息公开制度，建立气源采购成本约束和激励机制。推行季节性差价、可中断气价等差别化价格政策，促进削峰填谷，引导企业增加储气和淡旺季调节能力。加强天然气输配环节价格监管，切实降低过高的省级区域内输配价格。加强天然气价格监督检查，严格查处价格违法违规行为。
发改价格〔2021〕689号	国家发展改革委	《关于“十四五”时期深化价格机制改革价格〔2021〕689	稳步推进石油天然气价格改革。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

发改价格〔2023〕682号	国家发展改革委	《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》	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。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。
发改价格〔2023〕1787号	国家发展改革委	《关于加快推进供气供热供水价格改革的通知》	文件内容明确要求尚未建立天然气上下游价格联动机制的省市，要倒排时间，加快建立；已建立天然气上下游价格联动机制的省市，要结合联动机制实施情况，围绕联动范围、联动周期、联动方式、联动程序、市场公允价格、价格偏差校核等进一步细化、完善联动机制，建立健全价格信息公开制度，探索建立激励约束机制，推动燃气企业积极优化采购渠道，降低采购价格。

数据来源：重庆石油天然气交易中心，国家发展改革委，国务院，兴业证券经济与金融研究院整理

**今年各地陆续健全联动机制，居民顺价力度提升。**截至 2025 年 3 月底，据中国燃气（00384.HK）不完全统计，已有 25 个省/自治区陆续发布天然气上下游联动政策，主要内容为推动成本监审和联动机制落地，以有效配气资产收益率 7% 上限核定准许收益，理顺终端居民销售价格。以湖北省政策为例，终端销售价格由加权平均采购价格和配气价格确定，居民气价调价周期为半年或一年，调价幅度不超过 0.5 元/方，且价格联动机制建立后，后续价格调整不需再次听证，有望缩短居民用气价格调整的时间。

**表5、部分地区天然气上下游联动机制**

地区	时间	文件名称	主要内容
湖北省	2023年6月	省发改委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的通知	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动。此前联动周期为半年及以上的，应逐步过渡到按季度联动，有条件的地区可按月度联动。 <u>居民用气终端销售价格联动周期原则上不超过一年，用气淡旺季价差较大的可按半年或区分淡旺季联动。</u> 首次建立联动机制时，终端销售价格按以下公式确定：终端销售价格=加权平均采购价格+配气价格。
山东省	2023年7月	关于健全完善天然气上下游价格联动机制的通知	联动幅度原则上按企业天然气实际综合采购价格减基准门站价格，并考虑购销差率确定。 <u>非居民用气终端销售价格按季度或半年联动，居民用气终端销售价格原则上可按半年或一年联动</u> ，具体联动周期由各市人民政府根据当地实际情况确定。
江苏省	2023年9月	省发展改革委关于建立健全天然气上下游价格联动机制的实施意见	非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动，目前联动周期为半年及以上的，到 2025 年逐步过渡到按季度联动，有条件的地区可按月联动。 <u>居民用气终端销售价格可按半年或一年联动。</u> 首次建立联动机制时，终端销售价格=加权平均采购价格+配气价格。

湖南省	2023年10月	湖南省发展和改革委员会关于完善湖南省天然气上下游价格联动机制的通知	<p>达到气价联动启动条件，原则上居民用气终端销售价格每年联动1次，非居民用气终端销售价格每年联动2次。</p> <p>终端销售价格根据采购价格变动上下调整。居民气价联动上涨幅度实行上限管理，原则上本期居民气价联动上调幅度不超过上期终端销售价格的10%，超出部分统筹考虑，居民下调幅度不限；非居民气价联动原则上按照气源平均采购价格变动上下调整。</p>
福建省	2024年1月	关于进一步做好建立健全我省天然气上下游价格联动机制工作的通知	<p>非居民用气终端销售价格原则上按季度或月度联动，目前联动周期为半年及以上的，因地制宜逐步过渡到按季度联动，有条件的地区可以按月联动。</p> <p>居民用气终端销售价格可按半年或一年联动。终端销售价格应根据采购价格变动相应调整，价格低的气源优先保障居民用气。</p> <p>联动方式包括按实际采购价格联动与按预测采购价格联动，同时要求建立偏差校核机制，对预测采购价格与实际采购价格的差异部分，纳入后期联动统筹考虑。</p> <p>在联动幅度方面，原则上居民用气第一阶梯价格单次上调不超过每立方米0.5元，未调金额纳入下一联动周期统筹考虑。</p>
四川省 成都市	2024年6月	继续实施《成都市居民用气上下游价格联动机制》的政策解读	<p>该文件建立了销售价格随门站价格变化而相应调整的机制，明确了适用范围、联动原则、联动公式、联动条件、联动时间。当符合联动条件时，由价格主管部门提出调价方案，经市政府同意后公布实施，不再重复举行听证会。期间，国家、省另有政策规定的，从其规定。</p>

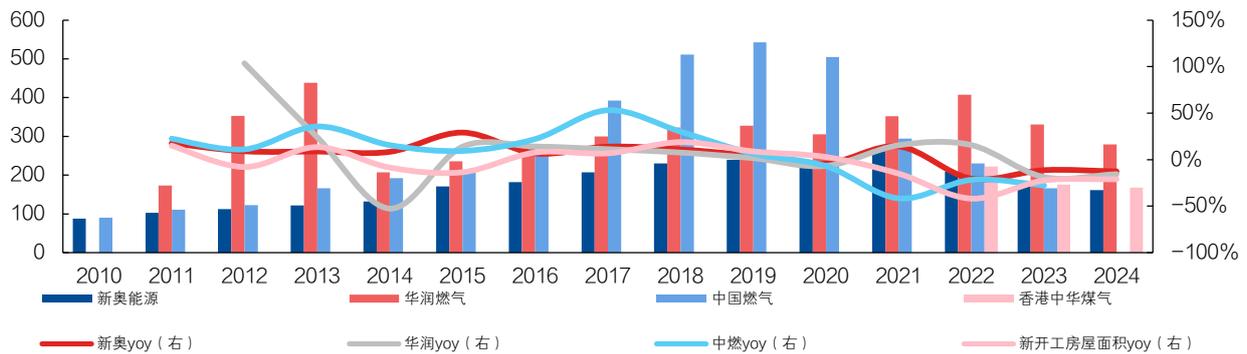
数据来源：各省、市发改委，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. 接驳业务逐步企稳，综合能源与综合服务逐步接力新增长动能

地产节奏放缓对城燃公司接驳影响或已在预期以内。城燃公司的天然气接驳业务大部分指的是其居民用户，而此前，其每年的新增居民用户中以新房用户为主，地产景气度对燃气公司接驳业务有一定影响。2017-2024年，华润燃气、新奥能源接驳业务占各自总利润<sup>1</sup>的比重已由51%下降至23%、45%下降至14%，中国燃气接驳业务占分部溢利的比重由2017/18财年的51%下降至2023/24财年的19%。2024年，华润燃气、新奥能源、香港中华煤气新接驳用户数分别同比下降16%/13%/5%。

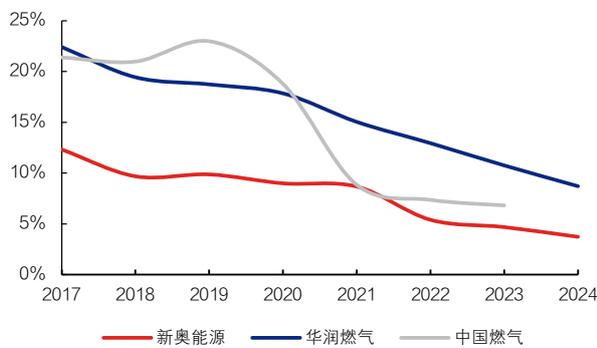
<sup>1</sup> 华润燃气公布分部利润和总利润的口径是“分部业绩”；  
新奥能源公布分部利润和总利润的口径是“毛利”；

图44、部分城燃公司新增居民接驳与全国新开工房屋面积情况（单位：万户）



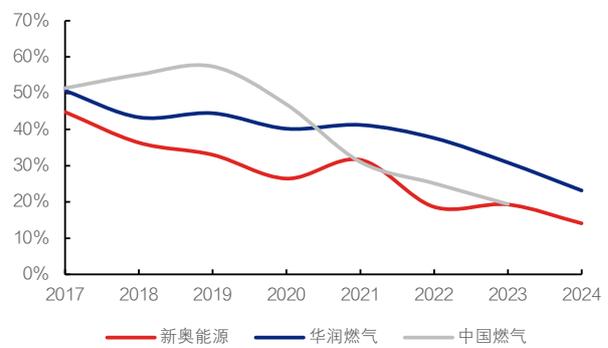
数据来源：iFinD，各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、主要城燃公司接驳业务占收入比重



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、主要城燃公司接驳业务占利润比重



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

城镇气化率仍有提升空间，“瓶改管”有望带来部分增量。过去十年，伴随着城市改造规划推进、老城区供气管网改造，全国城镇天然气气化率由2013年的32%提升至2022年的50%，每年气化率提升幅度在1-3pct左右，且各区域气化率水平差异较大。截至2024年底，华润燃气、新奥能源、中国燃气<sup>2</sup>存量项目的渗透率分别为60%、66%、73%，老房接驳仍有望接替新房在未来为公司贡献接驳增量。根据《中长期油气管网规划》，到2025年，全国50万人口以上的城市将基本接入天然气管道，全国城镇天然气人口或将从2015年的2.9亿人增长至2025年的5.5亿人。另外，2012-2023年城市/县城液化石油气人口呈长期下降的趋势，瓶装液化石油气安全事故频发也使得各地“瓶改管”进程有望提速。

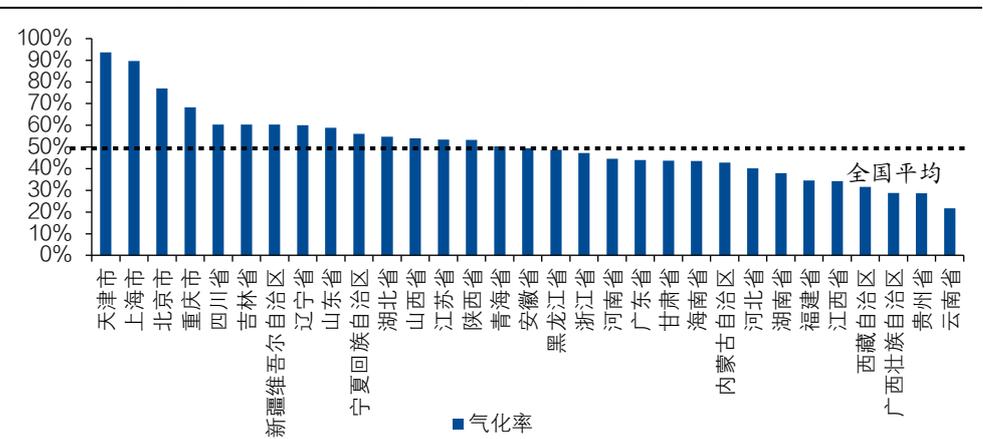
<sup>2</sup> 中国燃气数据截至2025年3月31日

图47、全国城镇天然气气化率情况



数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、2022年全国各省（直辖市）气化率水平



数据来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

龙头公司依托庞大居民用户切入综合服务，营收利润占比逐年提升。截至2024年底，华润燃气/新奥能源/中国燃气/香港中华煤气内地业务居民用户数已经达到6009/3138/4845/4249万户<sup>3</sup>。依托其庞大居民用户体量，燃气公司可以为客户提供智能厨居、安防、保险等综合服务，香港中华煤气于香港运营综合服务业务卓有成效，2023年其燃气具/橱柜销量在中国香港市场占有率分别达到80%/30%，各城燃公司在内地拓展综合服务已初见成效，2024年华润燃气、中国燃气、新奥能源、香港中华煤气该业务利润占公司分类业绩/分部溢利/毛利/税后利润的比重已分别达到11%/26%/22%/6%。

<sup>3</sup> 中国燃气数据截至2025年3月31日

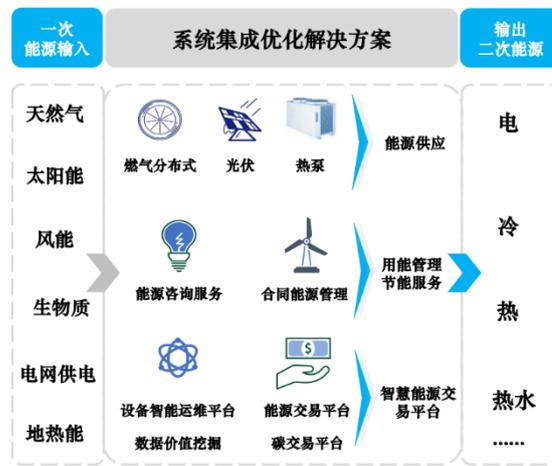
表6、主要城燃公司综合服务品牌情况

	品牌名称	产品
华润燃气	百尊	燃气灶、燃气热水器、吸油烟机、消毒碗柜、采暖炉等
中国燃气	壹品慧	厨房电器、净水产品、安全类产品、食品食材、居家日用品等
香港中华煤气	名气家	燃气灶、燃气热水器、抽油烟机、燃气干衣机等
新奥能源	格瑞泰	燃气灶、抽油烟机、燃气热水器等

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

城燃企业发挥自身优势，向综合能源服务商转型。截至 2024 年底，华润燃气/新奥能源/香港中华煤气内地业务/中国燃气工商业用户数分别为 54/27/40+/43 万户，这些客户都更容易成为城燃企业进行综合能源业务开拓时的潜在客户。此外，龙头城燃企业的燃气项目大都位于经济较为发达地区，工商业综合能源项目需求相对旺盛，城燃公司与客户保持良好的长期合作关系，为对其进行综合能源项目开发打下坚实基础。以香港中华煤气为例，截至 2024 年公司可再生能源业务累计并网规模达到 2.3GW，2024 年发电量 18.3 亿千瓦时，同比增长 95%。

图49、综合能源业务示意图



数据来源：华润燃气公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表7、2024 年主要城燃公司综合能源业务情况

	综合能源业务概述	盈利规模	业务规模
华润燃气	聚焦经营区域内能够带来稳定现金流和回报的园区和公建客户，提供绿色低碳高效能源解决方案	毛利 3.6 亿港元	能源销售量 37.4 亿千瓦时
香港中华煤气	依托工业分布式光伏打造一站式能源管理领先企业	净利润 4.4 亿元人民币	累计 2.3GW 分布式光伏并网

中国燃气	优化暖居商业模式，开发标杆化小区；新能源业务多领域、多业态协同发展	未单独披露	储能累计签约 817MWh
新奥能源	从泛能产品到企业能碳安解决方案，以低碳园区、低碳工厂、低碳建筑、低碳交通四大业务场景为基础，拓展业务至城市	毛利 22 亿元人民币	投运项目 356 个，泛能销售 416 亿千瓦时

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、部分城燃企业工商业累计客户规模



数据来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图51、新奥能源综合能源业务情况



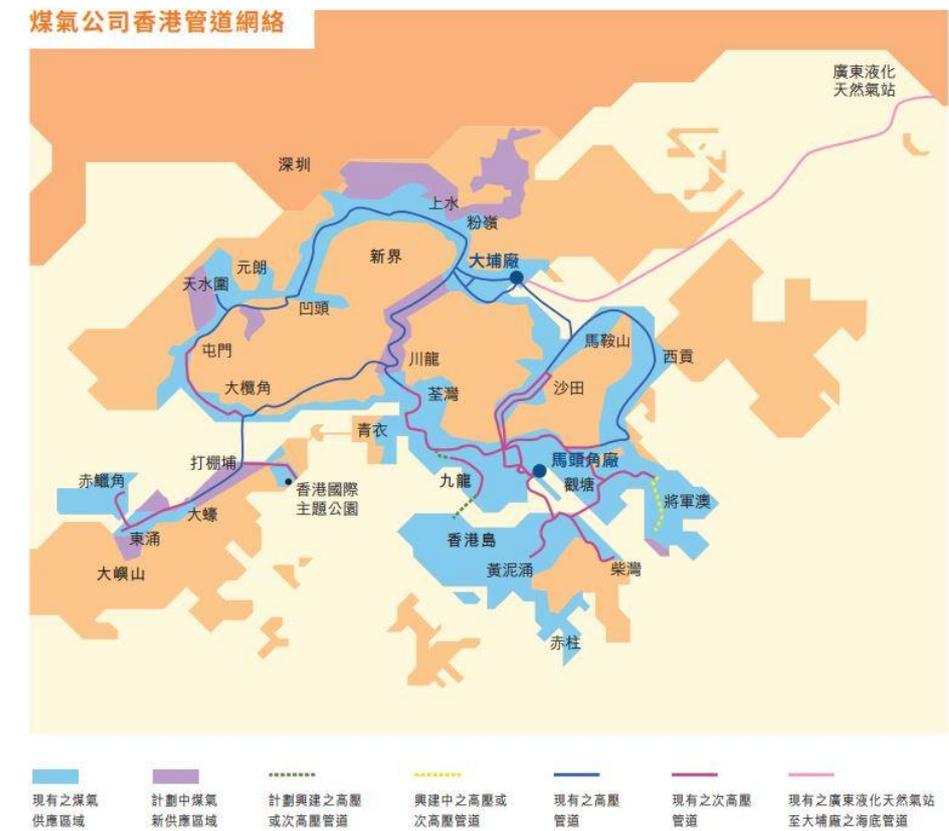
数据来源：新奥能源公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 三、公司情况：中国香港业务为基石，内地城燃与多元化能源有望贡献弹性

#### （一）中国香港燃气业务：规模稳定的成熟市场，价格机制合理保障盈利能力

公司负责中国香港地区燃气供应，管道覆盖香港大部分区域。公司在中国香港地区拥有大埔和马头角两座煤气生产厂房，其产能分别占公司的 79%和 21%，两座生产厂房最高每日合共可生产 1,282 万标准立方米煤气。产出的煤气成分中约 50%为氢气、30%为甲烷、20%为二氧化碳等其他气体。截至 2024 年底公司于中国香港燃气管道长度超过 3700 公里，覆盖中国香港大部分区域。中国香港地区的煤气供应全部由公司负责，与其构成竞争关系的主要为石油气、电力等能源。

图52、公司于中国香港地区管道示意图



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

中国香港煤气是以住宅和商业气为主的成熟市场，公司用户规模维持小幅增长。中国香港煤气用量自 2018 年达到近十年峰值后，2019-2023 年均下降 1.4%，随着经济活动以及旅游业的逐步修复，2024 年中国香港煤气用量恢复增长 0.1%至 27,159TJ。从结构上来看，除 2020 年商业用气量同比下降 19%外，近十年中国香港地区用气结构基本保持稳定，住宅/商业/工业大约分别占比 53%/40%/7% (如图 53)。2014-2024 年间，中国香港煤气用户数由 182 万户增长至 204 万户，年均增速 1.1%，用户覆盖率维持在 74%左右。

图53、2014-2024 年中国香港煤气销售量 (太焦耳)



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图54、2014-2023 年中国香港煤气用户数情况



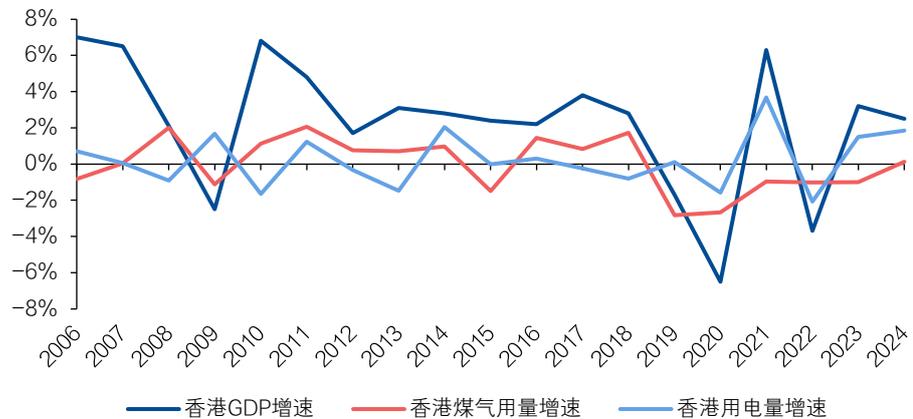
数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图55、中国香港煤气销售量



数据来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

图56、中国香港 GDP 与煤气用量、用电量增速情况



数据来源: 公司公告, iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

创新燃气使用场景, 以消费属性引导居民用户使用煤气。在与电能竞争终端用户的过程中, 公司创新发展煤气应用场景, 由能源属性向消费属性转变, 例如公司

燃气干衣机产品在中国香港已销售二十余年，适用于中国香港潮湿天气且较为狭小的空间，相较电动式干衣机能更快速大量烘干衣物，旗下港华紫荆燃气干衣机于 2016 年成为内地市场首个大容量燃气干衣机；同时由于中国香港房屋出售以精装房为主，公司与地产商合作涉足卫浴、厨房整体精装修，为提升煤气使用率打牢基本盘，2023 年公司燃气具与橱柜产品在中国香港市占率分别达到 80%/30%。

**图57、公司旗下高端燃气具与橱柜品牌**

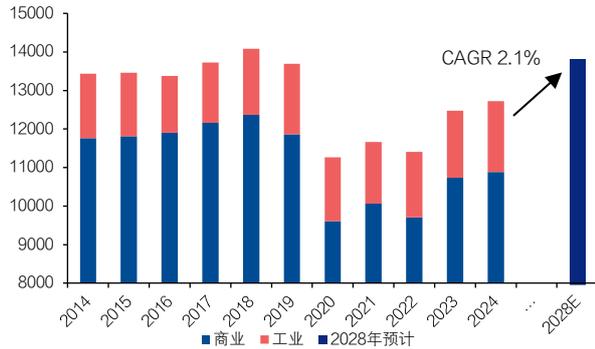


数据来源：公众号“港华燃气”，兴业证券经济与金融研究院整理

工商业端则拓展燃气制冷、热水、氢能等多场景应用。在工商业应用上，公司积极拓展新物业项目，使用煤气为酒店、商业中心等项目提供热水、餐饮、抽湿、制冷等服务。此外，由于中国香港煤气成分中约有 50%是氢，公司在氢能生产和利用上具有天然优势，公司已经开展氢能充电桩、氢能巴士、氢气发电等项目。

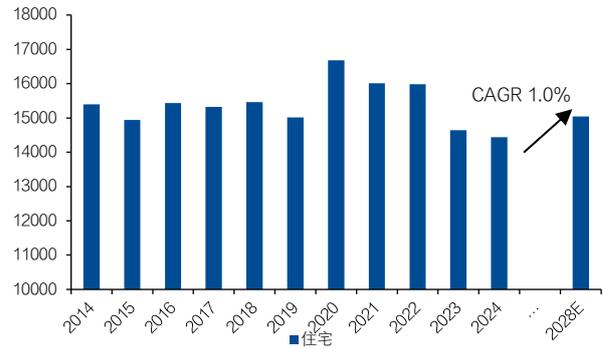
公司于 2024 年中期业绩会预计，2024-2028 年间公司燃气制冷/制热、氢能源、室内除湿等项目开展或将带来 1,320TJ 用能增量，工商业用气复合增速或将达到 2.0%；北部都会区等新房开发或将带来约 25 万户新增居民用户，新增用能 610TJ，居民用气复合增速或达到 1.0%。考虑到中国香港居民北上消费习惯改变以及气温变化对居民取暖热水需求带来的不确定性，我们估算 2025-2027 年其中国香港销气量复合增速为 0.1%。

图58、公司中国香港工商业用户售气量情况（太焦耳）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图59、公司中国香港住宅用户售气量情况（太焦耳）



数据来源：iFinD，公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

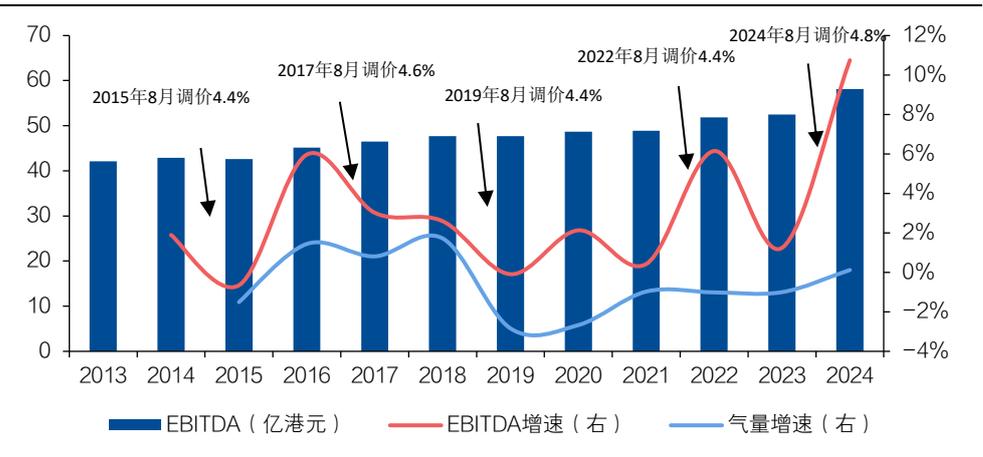
合理的价格机制保障收益，业务盈利能力稳健。在“二（一）”节中我们介绍了公司中国香港业务中的燃气定价机制合理，原料成本可以以月度为周期通过燃料调整费转移到终端用户，且标准用量收费通常每2年调升一次，幅度在4%-5%左右，合理的价格机制抵御气量波动带来的影响，如2019年销气量同比下降2.8%，但由于当年8月调价0.011港元/兆焦耳，对利润增厚约1.3亿港元，使得当年公司中国香港业务EBITDA同比持平。2013-2024年公司中国香港业务营业收入由96亿港元增长至113亿港元，年均复合增速1.5%；EBITDA由42亿港元增长至58亿港元，年均复合增速3.0%，占公司EBITDA比重维持在44%左右。

表8、价格调整对公司利润预测及实际情况

调价时间	2015年8月	2017年8月	2019年8月	2022年8月	2024年8月
调价幅度（港元/MJ）	0.010	0.011	0.011	0.012	0.013
调价对利润增厚预测（亿港元）	1.2	1.3	1.3	1.3	1.5
当年实际 EBITDA 变动（亿港元）	-0.3	1.4	0.0	3.0	5.6
当年气量 yoy	-1.5%	0.8%	-2.8%	-1.0%	0.1%

资料来源：iFinD，公司公告，《香港能源统计年刊》，兴业证券经济与金融研究院整理

图60、2014-2024 年公司中国香港燃气业务 EBITDA 情况



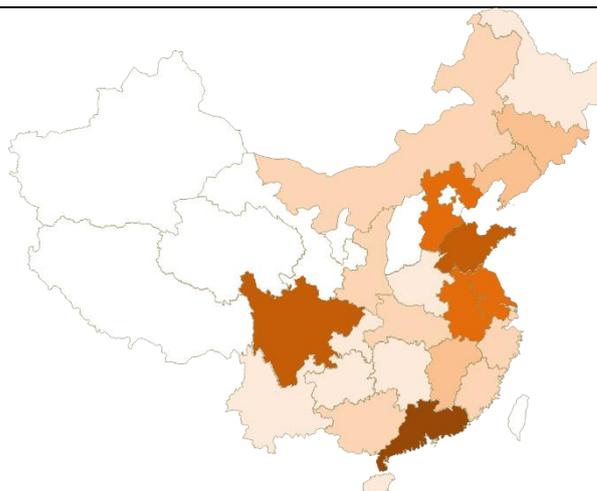
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司成本在中短期内将继续保持稳定，而煤气收费仍有提升的空间。根据我们在“二（一）”中的测算，2019-2024年间，同热值情况下，中国香港煤气的燃料调整费从绝对值和期间涨幅上看，都显著低于该地区电价的燃料调整费（图36）。由于公司天然气原料均来自于成本较为稳定的澳气长协，且长协合约截至2031年，我们认为在价格具备竞争力的背景下，中国香港煤气用量以及用户覆盖率有进一步提升潜力，煤气标准用量收费也有进一步提升空间。

## （二）内地燃气业务：主要布局中东部地区，受益于顺价推进与成本下行

公司内地城燃项目集中于东部沿海、成渝等经济发达区域。公司内地城燃业务起步于1994年，从广东番禺逐步扩张至全国，截至2024年底公司与控股子公司港华智慧能源共拥有322个内地城市燃气项目，其中位于广东/四川/山东/江西/安徽/江苏/河北的项目数均超过25个，覆盖用户数达到4249万户，参股深圳燃气/长春燃气/佛燃能源等上市公司，并在北京、济南、武汉、南京、杭州、西安、重庆等省会/直辖市拥有城燃项目。

图61、截至 2024 年底公司内地城市燃气项目分布示意图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：此图并非完整中国地图，仅为公司内地城燃项目分布示意图

表9、截至 2024 年底公司主要城市燃气联营、合营公司

名称	持股比例 (%)
<b>联营公司</b>	
海南昆仑港华燃气有限公司	49
深圳市燃气集团股份有限公司*	26.5
长春燃气股份有限公司**	28.2
佛燃能源集团股份有限公司**	37
潮州深能港华燃气有限公司	36.5
<b>合营公司</b>	
北京北燃港华燃气有限公司	49
常州港华燃气有限公司	50
南京港华燃气有限公司	49
苏州港华燃气有限公司	55
铜陵港华燃气有限公司	70
西安秦华燃气集团有限公司	49
张家港港华燃气有限公司	50
山东港华燃气集团有限公司	49
武汉市燃气集团有限公司	49
安庆港华燃气有限公司#	50
杭州港华燃气有限公司#	50
马鞍山港华燃气有限公司#	50
泰安泰山港华燃气有限公司#	49
潍坊港华燃气有限公司#	50
威海港华燃气有限公司#	50
芜湖港华燃气有限公司#	50
淄博港华燃气有限公司#	50

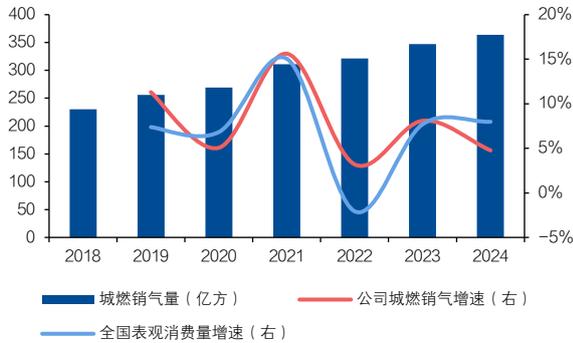
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

\*: 于深交所或上交所上市公司

#: 由港华智慧能源持有，因而呈列港华智慧能源所持有有关股权

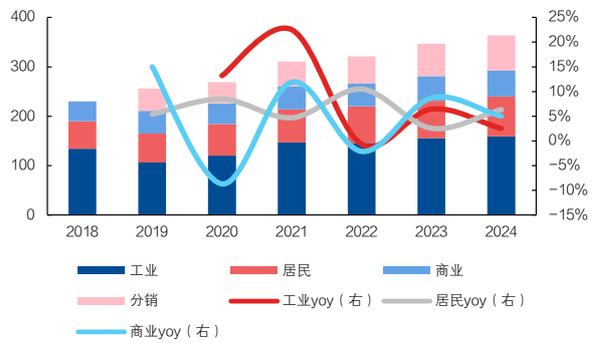
**2019-2024 年公司内地城市燃气销量复合增速 7.3%。**2019-2024 年间，公司内地城市燃气销售量由 256 亿方增长至 364 亿方，年均复合增速 7.3%，同期全国表观消费量增速 7.0%，其中公司销气量中工业/居民/商业的复合增速分别为 8.5%/6.5%/2.7%。公司各类型销气结构保持基本稳定，2024 年工业/居民/商业/分销及其他占比分别为 44%/22%/14%/20%。

图62、2018-2024 年公司内地城燃销气量



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图63、2018-2024 年公司内地城燃销气结构 ( 亿方 )



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2018 年分销气量合并并在工业气中

内地销气业务受益于全国性消费量增长，布局优秀增速有望与全国持平或略高。展望后续公司销气量增长，作为全国性城市燃气龙头，公司受益于全国性的天然气消费量增长，考虑到公司城市燃气项目布局偏向于东部沿海及成渝等经济较为发达区域，且在众多省会/直辖市城市拥有燃气经营权，人口密度更高，新兴产业集群效应显著，我们认为 2025-2027 年公司内地城市燃气销气量增速有望达到 0.4%/2.3%/3.2%。

表10、公司内地销气量情况及预测 ( 单位：百万立方米 )

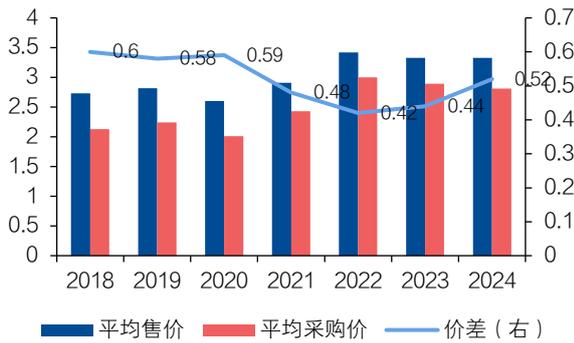
	2024	2025E	2026E	2027E
城市燃气销气量	36,360	36,523	37,355	38,564
yoy	4.8%	0.4%	2.3%	3.2%
零售销气量	29,250	29,413	30,245	31,454
yoy	4.0%	0.6%	2.8%	4.0%
-居民	8,070	8,231	8,478	8,817
yoy	6.3%	2.0%	3.0%	4.0%
-工业	15,930	16,089	16,572	17,235
yoy	2.5%	1.0%	3.0%	4.0%

-商业	5,250	5,093	5,194	5,402
yoy	5.0%	-3.0%	2.0%	4.0%
分销气量	7,110	7,110	7,110	7,110
yoy	8.2%	0.0%	0.0%	0.0%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

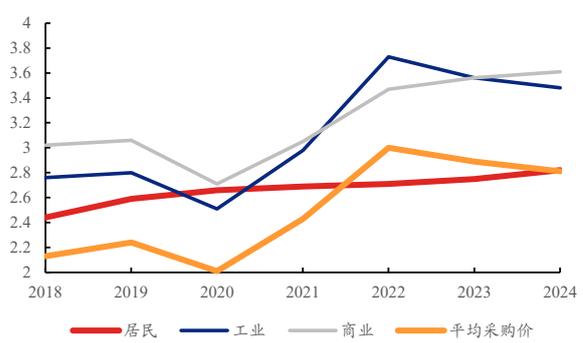
**受益于顺价推进与成本下行，售气价差修复。**2021-2022年，由于国际天然气价格上行，公司内地售气价差由2020年的0.59元/方下降至2022年的0.42元/方，其中工业与商业销气价格基本可以随采购价格较快调整，居民价格则较为稳定。由于国际天然气价格回落带来的采购成本下降以及居民顺价推进，2023年公司内地售气价差同比增长0.02元/方至0.44元/方，但仍低于2018-2020年的价差水平。随着顺价工作的持续推进，2024年公司内地销气价差（不计分销气）同比增长0.05元/方至0.52元/方。

图64、2018-2024年公司内地售气采销价格与价差（元/方）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2024年价差未计分销气

图65、2018-2024年公司内地分结构销售价格与平均采购价情况（元/方）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理  
注：2018年分销气量合并并在工业气中

**统筹多样化气源结构，受益于海外气源价格回落。**公司通过LNG接收站、地下储气库、上游自营非常规气等方式统筹气源供应链，首船进口LNG于2023年8月抵达天津并完成分销，2024年公司统筹气量44亿方，集团自主气源比重达到17%，同时公司通过集团与“三桶油”统谈的方式优化资源成本与调度，长约合作量达到150亿方，公司预计于2030年集团自主资源池达到约100亿方，统筹气量达到集团总气量的23%。

图66、公司气源统筹概况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

经营区域居民顺价持续推进，全球 LNG 液化产能释放公司有望受益。截至 2024 年底公司经营区域内居民顺价比例达到 75%，2025 年公司持续推进剩余区域居民顺价落地，同时全球 LNG 液化产能即将于 2025-2027 年迎来密集投产期，根据 IGU2023 年世界 LNG 报告统计，2025-2027 年预计投产的产能分别约 314、588、528 亿方/年，或将缓解全球 LNG 供需压力，公司有望统筹多样化资源池降低采购成本。综上，我们预计 2025-2027 年公司销气价差或将分别同比增长 0.02/0.01/0.03 元/方至 0.54/0.55/0.58 元/方。

### （三）其他：以燃气主业为基，拓展延伸业务与多元化能源

#### 1. 延伸业务

由燃气基础服务延伸，拓展智慧厨房、保险、安全家居三大方向。截至 2024 年底，公司拥有超 4,200 万内地客户以及 204 万香港客户，是延伸业务增长的重要驱动力。公司以燃气基础服务为基石，拓展智慧厨房业务、以家财综合险为主的保险业务以及设备+平台+服务的一站式安全家居方案。2024 年，公司延伸业务税后利润 4.7 亿港元，同比增长 8%，其中中国香港业务税后利润 4.2 亿港元，同比增长 8%，内地业务税后利润 0.5 亿港元，同比增长 6%。

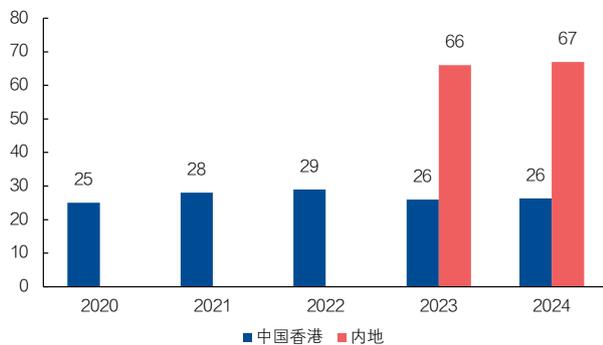
图67、公司延伸业务概况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

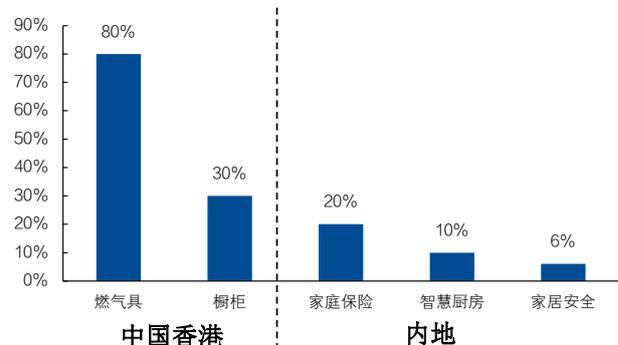
内地与中国香港品牌整合，借鉴香港成熟运营经验。公司于中国香港地区延伸业务品牌成熟，运营经验丰富，2023年燃气具/橱柜市场占有率分别达到80%/30%。2023年，公司全面启动中国香港与内地“名气家”业务整合，2024年10月公司旗下名气家以2,243万元及增发12%股票的方式收购港华智慧能源旗下延伸业务，包括安全家居、保险、智慧厨房等。公司2023年内地延伸业务中智慧厨房/家庭保险/家居安全市场覆盖率仅分别为10%/20%/6%，远低于香港市场市占率；公司2024年内地覆盖客户达到4249万户，而香港覆盖客户为204万户，内地单户收入利润远低于香港地区。我们认为公司中国香港与内地延伸业务整合完成后，有望发挥中国香港地区成熟运营经验，提升内地业务市场覆盖率，公司2030年延伸业务营业额目标为80亿港元，如目标能达成，则2024-2030年间复合增速或为12%。

图68、公司燃气具销售量情况（万台）



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图69、2023年公司延伸业务市占率情况

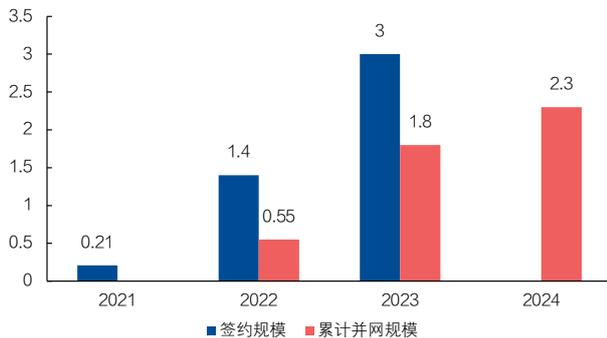


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2. 可再生能源：严控光伏投资风险，加快发展轻资产服务

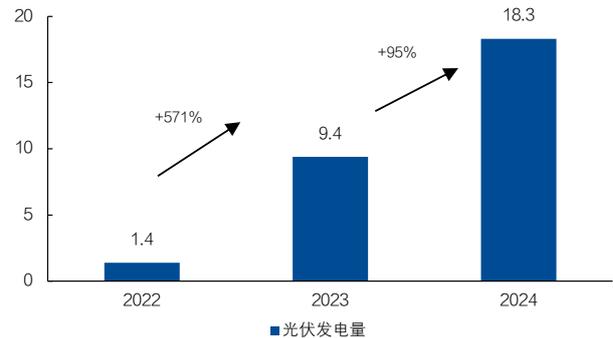
以零碳园区为载体发展综合能源业务，售电规模快速增长。公司自 2022 年开始发展内地再生能源业务，以零碳园区为载体拓展光伏开发、运营以及能碳服务等业务，2022-2023 年分别新增装机 0.55、1.25GW，由于电力市场政策变化以及部分企业经营风险提升等原因，2024 年新增装机年初指引 1GW，实际完成 0.5GW，截至 2024 年底公司可再生能源业务累计并网规模达到 2.3GW，2024 年公司可再生能源业务发电量 18.3 亿千瓦时，同比增长 95%。

图70、公司光伏签约与并网规模情况 (GW)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图71、公司光伏发电量情况 (亿千瓦时)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

经营策略转向轻资产业务，今年新增装机规模预计为 600MW。自 2024 年中期以来，公司已将可再生能源业务发展策略修改为“引资金、扩规模、降股比”，并通过开发、建设和管理光伏资产获取光伏服务收入，2024 年，公司 ppt 中列示了可再生能源业务板块贡献利润 5.89 亿元，其中光伏业务/AuM 出售/能碳服务利润分别为 3.53/1.34/1.02 亿元，公司所占税后经营利润为 3.22 亿港元。随着公司经营策略调整，我们预计 2025 年公司新增光伏装机规模有望达到 600MW 左右，业务利润维持平稳增长。

图72、2022-2024 年公司可再生能源业务利润贡献 (亿元)



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图73、公司可再生能源业务发展策略



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3. 绿色能源：海陆空多点发展，引入国际资本优化业务

**绿色能源布局“海陆空”多领域。**公司针对“海陆空”多种交通运输方式发展绿色可持续能源，业务包括可持续航空燃料、绿色甲醇、氢能等。(1) 公司 2021 年孵化的科技创新企业 Ecoceres 已经成为全球排名前列的可持续航空燃料(SAF)生产商，同时生产可再生柴油(HVO)，航空及车船用燃料同步发展。(2) 绿色甲醇方面，公司位于内蒙古的绿色甲醇生产厂，年产能预计能在 2025 年底提升至 15 万吨，并计划于 2028 年将其产能提升至每年 30 万吨。公司已与佛燃能源集团股份有限公司签署合作框架协议，双方将共同设立投资平台，计划投资 100 亿人民币，发展年产能达 100 万吨的绿色甲醇。新厂房将于 2025 年中动工，预计 2028 年首期产能达到 20 万吨。(3) 氢能方面，公司在中国香港生产的燃气中约有一半比例的氢气，拥有丰富的氢气生产及高压富氢管网运营经验，并将此经验引入内地。

图74、公司绿色甲醇业务概况



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**欧盟 SAF 发展路径明确，全球供需格局偏紧。**SAF 是指由可再生资源或废弃物制成且通过适航认定的航空燃料，是航空领域落实“双碳”政策的重要能源。公司 SAF 主要销往欧洲，根据欧盟 ReFuelEu 航空法规，从 2025 年开始至少 2% 的航空燃料需要为绿色燃料，2030 年这一比例增加到 6%，2050 年达到 70%；国际航空运输协会预计 2025 年全球 SAF 需求量将达到 630 万吨，而产量仅为 210 万吨。

**引入战略投资者优化团队，新产能释放在即。**2023 年，公司引入战略投资者贝恩资本并重组管理团队，对于 Ecoceres 持股比例由 66%下降为 44%，由附属公司

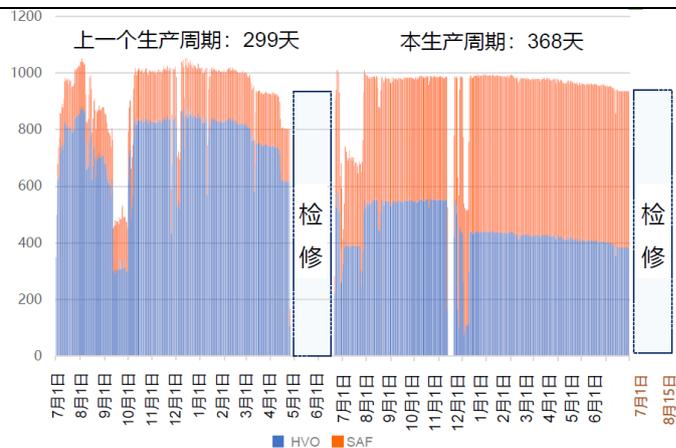
转为联营公司，当年确认因出售所得收益 47 亿港元。新团队通过技术研发以及产能管理等方式提升产量，2024 年公司 SAF 产量达到 18 万吨，同比增长 83%。截至 2024 年中期，公司张家港工厂 SAF 产能为 15 万吨/年，产能 20 万吨/年的马来西亚厂预计将于 2025 年底投产，则 2026 年产能或将达到 35 万吨/年。

图75、Ecoceres 业务分布示意图



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图76、Ecoceres 产能管理优化



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

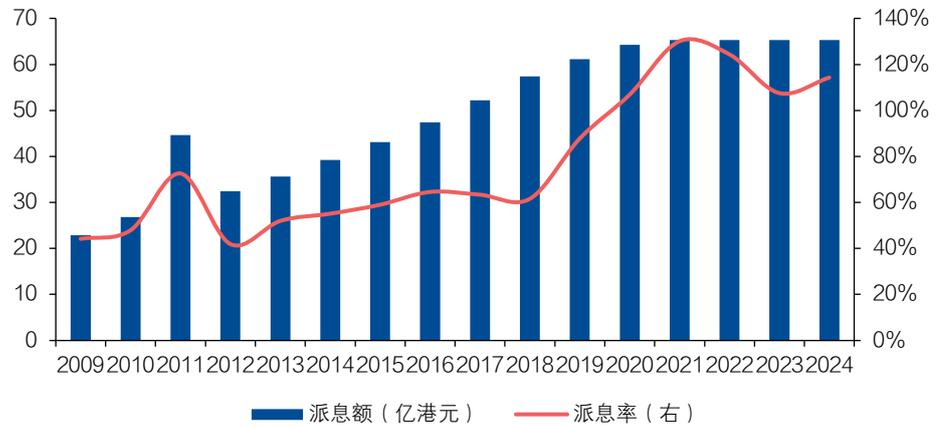
#### 四、财务情况：稳健的派息政策，资产优化与业绩修复有望改善现金流

稳健的股息政策，2009-2024 年派息额复合增速达到 7.2%。公司执行固定股息的派息政策，2009-2024 年间公司维持固定常规派息额 0.35 港元/股<sup>4</sup>，且 2009-2018 年采取“十送一”方式派送红股，2019-2020 年为“二十送一”，公司派息率由 2009

<sup>4</sup> 2011 年派送特别股息 0.175 港元/股

年的 44% 提升至 2024 年的 114%，派息额由 23 亿港元增长至 65 亿港元，年均复合增速 7.2%。

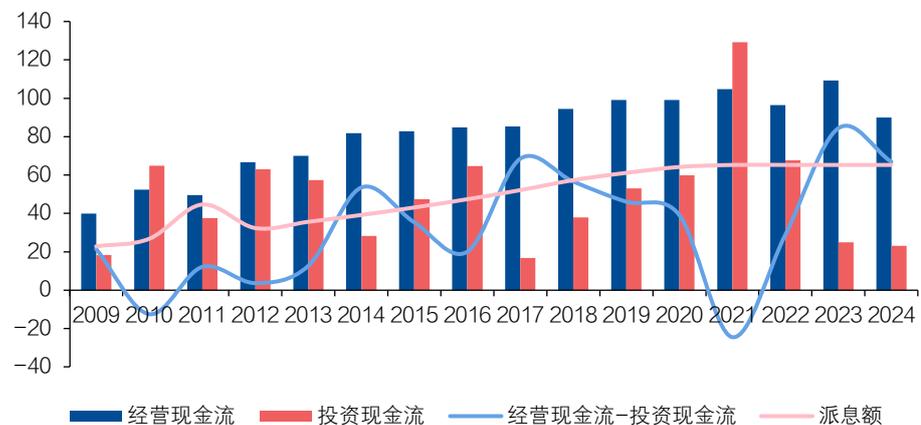
图77、2009-2024 年公司派息情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资产负债率小幅提升，资产处置优化与业绩修复改善现金流。2021-2024 年间，公司经营性现金流量由 105 亿港元小幅下降至 90 亿港元，同期资本开支分别为 84、83、102、60 亿港元，派息额均为 65 亿港元，利息支出为 14、18、22、23 亿港元，使得公司资产负债率由 2020 年底的 47% 增长至 2024 年底的 59%。公司正在通过资产处理优化改善现金流，包括 2023 年控股子公司港华智慧能源退出上海燃气 25% 股权收回 46 亿元、以 25 亿港元出售 Ecoceres 21% 股权；2024 年中期业绩会下调可再生能源年度装机指引至 500MW 且年内以 14 亿港元出售多间可再生能源业务附属公司；2024 年 11 月签订协议以 4.9 亿港元出售内蒙古科建煤炭。

图78、2009-2024 年公司现金流与派息额情况（单位：亿港元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图79、2009-2024 年公司资产负债与在手资金情况



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**多措并举优化财务，非核心资产处理持续推进，叠加业绩修复现金流状况有望好转。**公司资产处置计划持续推进，截至 2024 年底公司或仍有资产结构优化进行中，包括（1）“名气家”延伸业务股权融资；（2）内蒙古绿色甲醇厂引入战投；（3）“名气通”数据中心业务重组；（4）易高煤化科技资产处置。我们预计，随着各经营分部业绩改善，公司经营性现金流有望稳中有增，同时公司资本开支已经由 2023 年的 102 亿港元下降至 2024 年的 60 亿港元，预计未来几年公司资本开支有望保持相对平稳或小幅增长，叠加资产处置优化，自由现金流有望逐步覆盖每年 65 亿港元固定派息。

表11、截至 2024 年底公司资产结构优化详情

状态	交易对象	交易股权比例	回收现金	备注
交易完成	多间可再生能源附属公司	-	14 亿港元	启动轻资产模式发展可再生能源业务
	上海燃气	25%	46 亿元	
	EcoCeres	21%	25 亿港元	全球排名前二的可持续航空燃油生产商
	嘉祥易隆港务	100%	2.8 亿港元	山东省首家铁水联运综合性内河港口，连接新菏兖日运煤专线
	内蒙古科建煤炭	100%	-	
进行中	名气通（数据中心）			拥有位于香港及内地的 6 座大型数据中心
	易高煤化科技			甲醇产能 20 万吨/年，轻烃产能 14 万吨/年，乙二醇产能 24 万吨/年
	名气家（延伸业务）	引入股权投资		
	内蒙绿色甲醇业务	引入股权投资		

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、盈利预测及估值

**中国香港业务：**考虑到中国香港工业与商业逐步恢复，北部都市区开发有望带来用户数持续增长，我们预计公司 2025-2027 年煤气销售量分别同比 +0%/+0.1%/+0.1% 至 27,159/27,186/27,213TJ。根据中国香港地区过往调价历史和公司营业收入增长情况，我们预计 2025-2027 年公司全年煤气单位收入分别同比 +2.4%/+0%/+2.4%。

**内地公用业务：**考虑“双碳”政策推动下全国天然气消费量稳步增长，气价下行有望刺激工商业需求，我们预计公司 2025-2027 年内地城市燃气销气量增速有望达到 0.4%/2.3%/3.2%；公司内地经营区域内居民顺价持续推进，我们预计 2025-2027 年公司销气价差或将分别同比增长 0.02/0.01/0.03 元/方至 0.54/0.55/0.58 元/方；我们预计 2025-2027 年公司新增居民接驳户数或将分别同比下降 16.7%/10%/10% 至 140/126/113 万户。

表12、公司业务拆分与盈利预测

	2023 (重列)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>香港业务</b>					
煤气销售量 (TJ)	27,125	27,159	27,159	27,186	27,213
yoy	-1.0%	0.1%	0.00%	0.10%	0.10%
单位收入增幅	-	-	2.40%	-	2.40%
EBITDA (百万港元)	5,853	5,814	6,084	6,096	6,373
yoy	12.9%	-0.7%	4.65%	0.19%	4.55%
<b>内地公用业务</b>					
城燃销气量 (亿方)	347	364	365	374	386
yoy	8.1%	4.8%	0.40%	2.30%	3.20%
价差 (元/方)	0.47	0.52	0.54	0.55	0.58
yoy	/	10.6%	4.50%	1.90%	4.10%
新增居民接驳 (万户)	176	168	140	126	113
yoy	-20.9%	-4.5%	-16.70%	-10.00%	-10.00%
EBITDA (百万港元)	5,884	6,117	6,066	6,425	6,815
yoy	8.0%	3.9%	-0.8%	5.9%	6.1%
<b>绿色能源业务</b>					
EBITDA (百万港元)	13	-219	13	17	22
yoy	/	/			
<b>地产</b>					
EBITDA (百万港元)	40	41	41	41	41
yoy		2.5%	0%	0%	0%
<b>其他业务</b>					
EBITDA (百万港元)	125	71	71	71	71
yoy	12.3%	9.0%	0%	0%	0%
<b>EBITDA 总和</b>	<b>11,915</b>	<b>11,824</b>	<b>12,275</b>	<b>12,650</b>	<b>13,323</b>
<b>yoy</b>		<b>-0.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.0%</b>	<b>5.3%</b>

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：因公司内部组织架构调整，2024 年年报对 2023 年部分财务数据有所调整

综上，公司中国香港地区业务受益于合理的价格调整机制，盈利能力稳定增长；内地公用业务销气量随全国消费量增长，顺价推进以及采购成本回落助力售气价差修复；多元化能源业务稳步扩张，有望贡献新的盈利增长点。

**过去十年经历三阶段估值变化，无风险利率下行以及现金流改善有望提升公司估值。**复盘过去十年公司估值变化，可以大致分为三个阶段：

（1）2015-2019 年中，公司作为城燃龙头公司受益于内地“煤改气”等清洁能源政策推动，叠加派送红股以及固定股息政策，公司股息率与美国十年期国债收益差值为负，PB 由 2015 年初的 3.7 倍提升至 2019 年 7 月底的 4.8 倍；

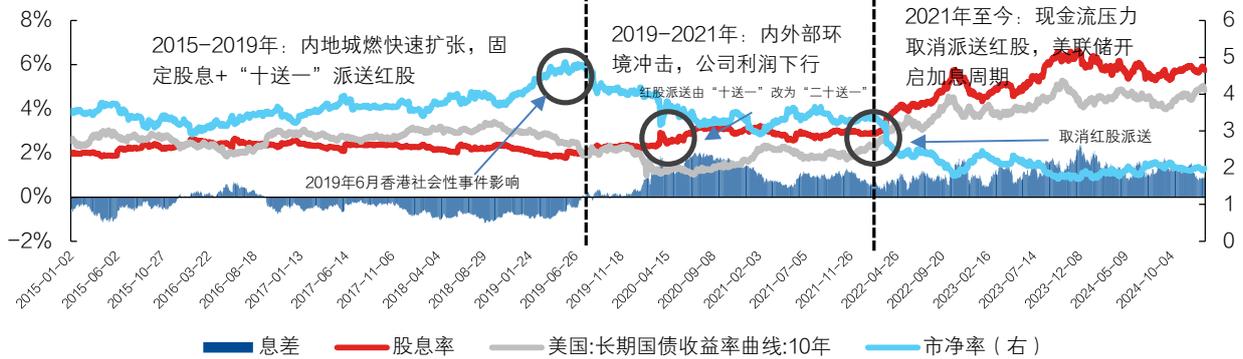
（2）2019-2021 年底受到内外部环境变化冲击，公司归母净利润下行，叠加 2020 年红股派送由“十送一”变为“二十送一”，公司估值中枢下滑至 3.4 倍 PB；

（3）2022-2024 年间，由于公司于 2022 年取消派送红股，仅有固定金额分红，叠加美国开启加息周期，公司估值中枢进一步下滑至 2 倍 PB，在这一时期，公司股息率与美国国债收益率走势基本一致，息差均值在 1.1% 左右。

从目前节点来看，美联储降息周期已经开启，我们认为随着美国降息周期内无风险利率下行，公司业绩增长以及资产处置优化带来的现金流改善，公司估值水平有望得到提升。

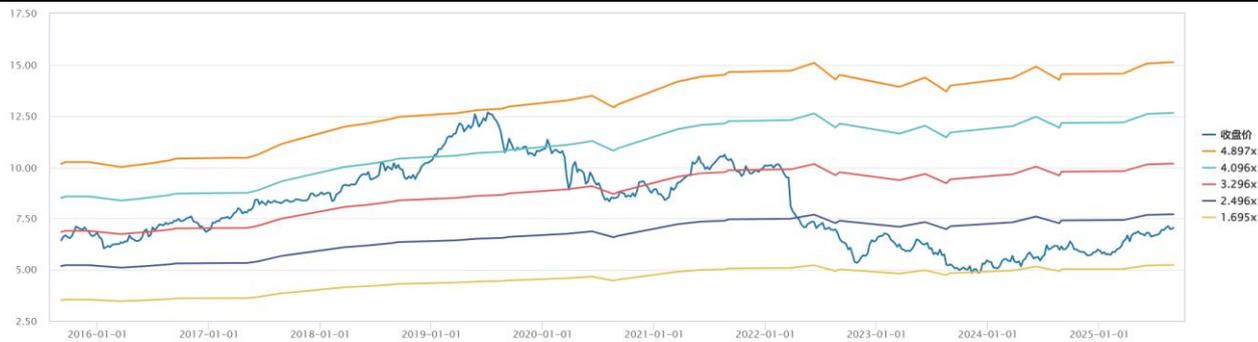
**投资建议：**公司执行固定股息政策，自 2009 年至今始终维持每股派息 0.35 港元（除 2011 年特别股息外），2009-2024 年公司派息率由 44% 提升至 114%，派息额由 23 亿港元增长至 65 亿港元，年均复合增速 7.2%。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 58.48、60.44 和 64.56 亿港元，分别同比增长 2.4/3.4/6.8%。以 2025 年 9 月 11 日收盘价计算其股息率为 4.9%，首次覆盖给予“增持”评级。

图80、公司股息率以及美国十年期国债收益率情况



数据来源: iFinD, 兴业证券经济与金融研究院整理

图81、公司 PB-Band



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图82、公司 PE-Band



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示:

- 1) 销气量增速不及预期: 工商业气量消费增速与宏观经济以及清洁能源政策具有一定相关性, 且对于气价较为敏感; 居民气量则易受天气变化影响。若居民或工商业气量需求不及预期, 将影响公司销气量增速。
- 2) 居民顺价推进不及预期: 尽管国家发展改革委牵头推动居民顺价, 但各省市落实进度存在差异, 若居民顺价推进受阻将对公司价差修复造成影响。

- 3) **上游天然气价格大幅上涨**: 国际天然气运输较大程度上依赖海运 LNG, 若主要出口国出口政策发生变化、地缘冲突导致航运受阻等情况发生, 国际天然气价格易出现大幅波动, 在国内天然气定价与国际天然气价格联动程度加深的背景下, 公司内地城燃采购成本有上行风险。

**附表**

会计年度	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
现金	62.72	48.01	30.54	22.52
贸易及其他应收账款	114.75	113.40	108.96	110.15
存货	27.95	27.89	27.80	27.83
其他流动资产	32.49	32.74	32.81	33.17
<b>流动资产</b>	<b>237.90</b>	<b>222.04</b>	<b>200.11</b>	<b>193.66</b>
物业厂房及设备	707.76	742.75	776.51	809.22
其他非流动资产	631.52	629.20	629.76	641.93
<b>非流动资产</b>	<b>1,339.28</b>	<b>1,371.95</b>	<b>1,406.27</b>	<b>1,451.16</b>
<b>总资产</b>	<b>1,582.69</b>	<b>1,593.99</b>	<b>1,606.38</b>	<b>1,644.81</b>
贸易应付账款及其他负债	207.51	209.72	194.57	188.82
短期借款	134.61	141.34	148.41	155.83
其他流动负债	17.99	9.38	9.40	9.50
<b>流动负债</b>	<b>360.11</b>	<b>360.44</b>	<b>352.38</b>	<b>354.15</b>
长期借款	439.61	461.59	484.67	508.90
其他非流动负债	99.07	95.46	97.69	110.87
<b>非流动负债</b>	<b>538.68</b>	<b>557.05</b>	<b>582.36</b>	<b>619.77</b>
<b>总负债</b>	<b>899.35</b>	<b>917.49</b>	<b>934.74</b>	<b>973.92</b>
股本	54.75	54.75	54.75	54.75
储备	519.16	512.32	507.46	506.71
少数股东权益	109.43	109.43	109.43	109.43
<b>股东权益合计</b>	<b>683.34</b>	<b>676.50</b>	<b>671.64</b>	<b>670.89</b>

会计年度	FY2024E	FY2025E	FY2026E	FY2027E
除税前(亏损)/溢利	84.90	86.61	89.08	94.25
物业、厂房及设备折旧	35.68	35.01	36.24	37.29
营运资金变动前的经营现金流量	97.43	104.67	107.91	113.59
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>90.00</b>	<b>100.26</b>	<b>97.25</b>	<b>106.43</b>
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-23.07</b>	<b>-54.67</b>	<b>-54.67</b>	<b>-54.67</b>
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-92.06</b>	<b>-60.30</b>	<b>-60.05</b>	<b>-59.78</b>
现金净变动	-25.13	-14.71	-17.47	-8.02
汇率影响	-1.88	-	-	-
现金的期初余额	89.73	62.72	48.01	30.54
现金的期末余额	62.72	48.01	30.54	22.52

会计年度	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>营业收入</b>	<b>554.73</b>	<b>559.25</b>	<b>560.35</b>	<b>566.46</b>
销售成本	-472.95	-471.95	-470.54	-470.97
毛利	81.78	87.30	89.81	95.50
其它收益净额	4.89	-	-	-
利息支出	-22.57	-23.70	-24.88	-26.13
应占联营公司业绩	14.67	15.67	16.45	16.95
应占合营公司业绩	6.14	7.34	7.71	7.94
<b>税前利润</b>	<b>84.90</b>	<b>86.61</b>	<b>89.08</b>	<b>94.25</b>
所得税	-17.29	-17.64	-18.14	-19.20
<b>净利润</b>	<b>67.61</b>	<b>68.97</b>	<b>70.94</b>	<b>75.06</b>
少数股东权益	10.50	10.50	10.50	10.50
永续资本证券持有人	-	-	-	-
<b>归母净利润</b>	<b>57.12</b>	<b>58.48</b>	<b>60.44</b>	<b>64.56</b>

会计年度	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-2.6%	0.8%	0.2%	1.1%
毛利增长率	0.5%	6.8%	2.9%	6.3%
净利润增长率	-5.7%	2.0%	2.8%	5.8%
归母净利润增长率	-5.9%	2.4%	3.4%	6.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	14.7%	15.6%	16.0%	16.9%
归属股东净利率	10.3%	10.5%	10.8%	11.4%
ROA	4.3%	4.3%	4.4%	4.6%
ROE	10.0%	10.3%	10.8%	11.5%

<b>偿债能力</b>				
资产负债率	56.8%	57.6%	58.2%	59.2%
流动比率	0.66	0.62	0.57	0.55
速动比率	0.58	0.54	0.49	0.47
<b>运营能力(次)</b>				
应收账款周转天数	74	73	70	70
存货周转天数	21	21	21	21
应付账款周转天数	135	135	125	120
<b>每股资料</b>				
EPS-基本(港元)	0.31	0.31	0.32	0.35
每股归母净资产(港元)	3.08	3.04	3.01	3.01
每股股利(港元)	0.35	0.35	0.35	0.35
股息率	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	23.26	22.72	21.98	20.58
PB	2.31	2.34	2.36	2.37

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理（PE/PB/股息率以2025年9月11日股价计算）

## 分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与土耳其主权基金、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、南京浦口经济开发有限公司、博新源国际有限公司、徽商银行、漳州高鑫发展有限公司、漳州圆山发展有限公司、运城发展投资集团有限公司、广州地铁集团有限公司、广州地铁投融资（香港）有限公司、广州地铁投融资（维京）有限公司、郑州建中建设开发集团有限责任公司、滨州智慧城市运营有限公司、沛县城市建设投资发展集团有限公司、历城国际发展有限公司、济南历城控股集团有限公司、郑州城市发展集团有限公司、知识城（广州）投资集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、河南水利投资集团有限公司、东方资本有限公司、盐城东方投资开发集团有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、中国飞机租赁、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能源电池技术股份有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Turkey Wealth Fund、ZHENG DING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Nanjing Pukou Economic Development Co., Ltd.、Boxinyuan International Co., Ltd.、Huishang Bank Corporation Limited、ZHANGZHOU GAOXIN DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHANGZHOU YUANSHAN DEVELOPMENT CO., LTD.、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Group Co., Ltd.、Guangzhou Metro Investment Finance (HK) Limited、Guangzhou Metro Investment Finance (BVI) Limited、ZHENGZHOU JIANZHONG CONSTRUCTION AND DEVELOPMENT (GROUP) CO., LTD.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI' AN HOLDING GROUP CO., LTD.、Peixian Urban Construction Investment Development Group Co., Ltd.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Knowledge City (Guangzhou) Investment Group Co., Ltd.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、HENAN WATER CONSERVANCY INVESTMENT GROUP CO., LTD.、ORIENTAL CAPITAL COMPANY LIMITED、YANCHENG ORIENTAL INVESTMENT & DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、CALC、CALC Bonds Limited、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，投资者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口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

### 上海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

### 北京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

### 香港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

邮编：518035

邮箱：ir@xyzq.com.hk