

买入

城燃项目优质，分红稳步提升

华润燃气 (1193.HK)

2024-12-23 星期一

投资要点

目标价：**38 港元**
现价：29.75 港元
预计升幅：28%

重要数据

日期	2024-12-20
收盘价 (港元)	29.75
总股本 (亿股)	23.14
总市值 (亿港元)	688
净资产 (百万港元)	64,904
总资产 (百万港元)	139,687
52 周高低 (港元)	35.2/18.64
每股净资产 (港元)	17.98

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

中国华润有限公司 (61.46%)

相关报告

研究部

姓名: 杨义琼

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 公司城燃项目优质，销气毛差持续改善：

公司燃气项目优质，约 60%的居民用户分布在一线、二线城市等经济水平较高的地区，“一城一企”城燃整合大背景下，公司区域整合优势显著；2023 年，公司全力推动终端价格疏导，全年销气毛差已经从 2022 年的 0.45 元/方提升到 2023 年的 0.51 元/方，同增 0.06 元/方，2024H1 进一步修复至 0.54 元/方，同比增加 0.04 元/方。公司全年销气毛差指引为 0.53-0.54 元/方。随着各省居民气顺价持续落地，公司销气毛差持续修复。

➤ 双综业务快速发展，成为公司盈利新增长点：

2024H1，因为新增用户减少，公司接驳分部溢利为 11.24 亿港元，同比下降 29.4%；公司综合服务实现收入为 17.7 亿港元，同比增长 20%，实现经营溢利 7.6 亿港元，同比增长 22.1%。综合能源业务方面，期内能源销售量 14.9 亿千瓦时，同比增长 54.6%，实现综合能源毛利 1.6 亿港元，同比增长 84.3%。公司综合能源和综合服务高增长，有利于抵消接驳业务业绩下降对整体业绩的影响，并成为公司盈利新增长点。

➤ 资产开支减少，现金流改善，分红稳步提升：

2024H1，公司资本开支 23.6 亿港元，同比下降 47.3%，银行存款及现金余额 115.7 亿港元，实现自由现金流 19 亿港元，同比大幅增长 562.3%。公司每股派息额由 2016 年的 0.45 港元稳步增长至 2023 年的 1.16 港元，复合增速 14.5%；2022 年和 2023 年公司分红比例达到 50.3%，为股东创造稳定增长的回报。公司现金流改善后将进一步打开分红派息增长空间。

➤ 更新公司目标价至 38 港元，给予买入评级：

我们更新公司目标价 38 港元，相当于 2024 年和 2025 年 15 倍和 14 倍 PE，目标价较现价有 28% 上升空间，维持买入评级。

百万港元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	94,338	101,272	104,310	110,047	115,549
同比增长(%)	18.5%	7.3%	3.0%	5.5%	5.0%
净利润	4,733	5,224	5,790	6,281	6,848
同比增长(%)	-26.0%	10.4%	10.8%	8.5%	9.0%
每股盈利 (港元)	2.09	2.30	2.50	2.71	2.96
PE@29.75HKD	14.2	12.9	11.9	11.0	10.1
每股股息 (港元)	1.05	1.16	1.25	1.36	1.48
股息率	3.5%	3.9%	4.2%	4.6%	5.0%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

公司城燃项目优质，销气毛差持续改善：

公司燃气项目优质，约60%的居民用户分布在一线、二线城市等经济水平较高的地区，“一城一企”城燃整合大背景下，公司区域整合优势显著；2023年，公司全力推动终端价格疏导，全年销气毛差已经从2022年的0.45元/方提升到2023年的0.51元/方，同增0.06元/方，2024H1进一步修复至0.54元/方，同比增加0.04元/方。公司全年销气毛差指引为0.53-0.54元/方。随着各省居民气顺价持续落地，公司销气毛差持续修复。

双综业务快速发展，成为公司盈利新增长点：

2024H1，因为新增用户减少，公司接驳分部溢利为11.24亿港元，同比下降29.4%；公司综合服务实现收入为17.7亿港元，同比增长20%，实现经营溢利7.6亿港元，同比增长22.1%。综合能源业务方面，期内能源销售量14.9亿千瓦时，同比增长54.6%，实现综合能源毛利1.6亿港元，同比增长84.3%。公司综合能源和综合服务高增长，有利于抵消接驳业务业绩下降对整体业绩的影响，并成为公司盈利新增长点。

资产开支减少，现金流改善，分红稳步提升：

2024H1，公司资本开支23.6亿港元，同比下降47.3%，银行存款及现金余额115.7亿港元，实现自由现金流19亿港元，同比大幅增长562.3%。公司每股派息额由2016年的0.45港元稳步增长至2023年的1.16港元，复合增速14.5%；2022年和2023年公司分红比例达到50.3%，为股东创造稳定增长的回报。公司现金流改善后将进一步打开分红派息增长空间。

更新公司目标价至38港元，给予买入评级：

我们更新公司目标价38港元，相当于2024年和2025年15倍和14倍PE，目标价较现价有28%上升空间，维持买入评级。

风险提示：

天然气消费需求增长不及预期；

居民顺价机制推进不及预期；

天然气采购成本大幅上涨；

天然气安全经营风险。

表 1: 行业估值

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.07	1,133	18.7	18.3	17.0	16.0	2.0	1.9	1.9	1.9
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.52	259	6.1	5.8	4.5	4.0	0.6	0.6	0.6	0.6
0384.HK	中国燃气	HKD	6.50	353	8.2	0.0	8.8	7.9	0.6	0.6	0.6	0.6
0392.HK	北京控股	HKD	25.70	323	5.3	5.1	4.6	3.9	0.4	0.4	0.3	0.3
1083.HK	港华燃气	HKD	3.18	111	7.0	7.2	6.6	6.3	0.5	0.5	0.4	0.4
2688.HK	新奥能源	HKD	54.50	617	8.2	8.3	7.5	6.9	1.3	1.2	1.1	1.0
0135.HK	昆仑能源	HKD	8.04	696	11.1	10.2	9.4	8.6	1.0	0.9	0.8	0.8
1600.HK	天伦燃气	HKD	3.61	35	6.7	-	-	-	0.6	0.6	0.6	0.6
平均					8.9	7.8	8.3	7.6	0.9	0.8	0.8	0.8
1193.HK	华润燃气	HKD	29.75	688	12.9	11.9	11.0	10.1	1.7	1.5	1.5	1.5

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	94,338	101,272	104,310	110,047	115,549
经营成本	(76,256)	(82,820)	(83,761)	(88,038)	(92,440)
销售费用	(6,303)	(6,820)	(7,025)	(7,411)	(7,782)
行政费用	(3,883)	(4,529)	(4,665)	(4,921)	(4,909)
财务开支	(557)	(941)	(988)	(1,008)	(1,028)
应占合营公司溢利	83	278	286	295	303
应占联营公司溢利	426	367	386	406	427
税前溢利	8,616	8,909	9,743	10,569	11,524
所得税	(2,307)	(1,850)	(2,023)	(2,195)	(2,393)
少数股东应占利润	1,575	1,835	1,930	2,094	2,283
归属股东净利润	4,733	5,224	5,790	6,281	6,848
折旧及摊销	3,359	4,061	4,264	4,477	4,701
EBITDA	12,034	12,332	13,206	14,216	15,329
增长					
总收入 (%)	-	7%	3%	5%	5%
EBITDA (%)	-	2%	7%	8%	8%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	6,437	9,978	9,852	9,719	9,579
应收账款	17,042	20,896	18,807	16,926	15,233
存货	1,307	1,494	2,402	1,199	2,762
其他流动资产	3,286	3,085	3,240	4,027	4,854
流动资产	28,073	35,454	34,300	31,871	32,429
固定资产	48,465	61,199	63,035	66,817	68,153
其他固定资产	35,766	41,218	42,737	44,345	46,047
非流动资产	84,231	102,417	105,772	111,161	114,201
总资产	112,304	137,871	140,072	143,032	146,630
流动负债	46,320	51,109	51,306	51,572	51,911
应付帐款	27,132	35,869	35,151	34,448	33,759
短期银行贷款	7,696	4,893	5,186	5,497	5,827
其他短期负债	11,492	10,348	10,969	11,627	12,324
非流动负债	13,438	23,378	21,908	20,834	19,984
长期银行贷款	10,021	17,279	16,415	15,595	14,815
其他负债	3,417	6,099	5,493	5,239	5,169
总负债	59,758	74,487	73,214	72,406	71,895
少数股东权益	13,238	22,611	23,190	23,818	24,503
股东权益	39,308	40,772	43,667	46,807	50,232
每股账面值(港元)	16.99	17.62	18.87	20.23	21.71
营运资金	(18,248)	(15,655)	(17,006)	(19,702)	(19,482)

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	13%	12%	13%	13%	13%
净利率 (%)	5%	5%	6%	6%	6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	4%	4%	4%
实际税率 (%)	27%	21%	21%	21%	21%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	46%
库存周转	6	7	10	5	11
应付账款天数	130	158	153	143	133
应收账款天数	66	75	66	56	48
ROE (%)	12%	13%	13%	13%	14%
ROA (%)	-	4%	4%	4%	5%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
收入/总资产	0.84	0.73	0.74	0.77	0.79
总资产/股本	2.86	3.38	3.21	3.06	2.92
收入对利息倍数	(169.4)	(107.6)	(105.6)	(109.2)	(112.4)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	12,034	12,332	13,206	14,216	15,329
融资成本	557	941	(988)	(1,008)	(1,028)
营运资金变化	-	2,592	(1,351)	(2,695)	220
所得税	(2,365)	(2,066)	(2,023)	(2,195)	(2,393)
营运现金流	11,669	11,803	10,806	11,715	12,757
资本开支	(11,790)	(6,715)	(6,849)	(6,986)	(7,126)
其他投资活动	(559)	2,182	2,226	2,270	2,315
投资活动现金流	(12,349)	(4,533)	(4,624)	(4,716)	(4,810)
负债变化	-	17,915	3,050	3,203	3,363
股本变化	-	0	0	0	0
股息	(2,881)	(2,382)	(2,501)	(2,626)	(2,757)
其他融资活动	-	(17,496)	(2,610)	(2,740)	(2,877)
融资活动现金流	7,616	(1,962)	(2,060)	(2,163)	(2,271)
现金变化	(1,637)	(2,417)	(858)	213	531
期初持有现金	7,563	6,437	9,978	9,852	9,719
汇率变动	(744)	(121)	(127)	(133)	(140)
期末持有现金	6,437	9,978	9,852	9,719	9,579

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>