

买入
预期供暖季需求改善，分红和回购提振信心
华润燃气 (1193.HK)

2025-10-24 星期五

【投资要点】

➤ 北方“速冻式”降温，部分地区提前供暖，预期天然气需求快速回升

10月18日以来，北方“速冻式”降温，太原、内蒙古等地已提前供暖。根据世界气象组织和美国气候预测中心预测，2025年11月至2026年3月，中国气候将受到厄尔尼诺和拉尼娜现象共同影响，冬季气温骤变，春季整体偏暖，强降温与强回温交替的极端事件发生概率较大。与此同时，2025年多气源支撑下我国天然气供应预计较为充足，气候不确定性对城镇燃气及发电用气的影响最为显著，对比前8月天然气表观消费量同比下降0.1%，预计2025年采暖季全国天然气消费量环比将快速回升。

➤ 预计2025年公司全年销气量低单位数增长，销气毛差持续修复

2025年上半年，公司零售天然气量207.6亿方，同比下降0.69%；销气毛差上升至0.55元/方（同比+0.01元/方）；公司预计2025年全年销气量低单位数增长，销气毛差同比增长1分钱。综合判断，国际天然气价格维持在相对低位，国内2025年新政策将推进省内与跨省管输价格机制有效衔接，而公司持续推进在河南、湖南等地区的居民顺价工作，预期销气毛差将持续改善。

➤ 布局氢能产业链，培育探索绿色燃料业务

受整体经济下行影响，公司综合服务和综合能源业务受到不同程度的下滑和放缓。而在绿色低碳转型大形势下，公司布局氢能产业链，推进绿色燃料加注业务，开展氢燃料技术研发和储备，积极培育绿色能源新增长点。

➤ 2025年全年派息额不下降，分红和回购提振信心

2024年公司派息率为53%，2025年中期派息同比增长20%，全年派息指引为全年派息额不下降。根据公司全年股份回购计划，接下来的2个月将是股份回购的重要窗口期。公司通过分红提升股东回报，回购有利提振市场信心。

➤ 给予“买入”评级，目标价26.6港元/股

我们更新盈利预测并给予公司26.6港元/股目标价，对应2025年和2026年16倍和14.6倍PE，目标价较现价有24%的涨幅空间，给予“买入”评级。

百万港元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	101,272	102,676	103,703	105,777	107,892
变动(%)	7.3%	1.4%	1.0%	2.0%	2.0%
归属股东净利润	5,224	4,088	3,853	4,207	4,758
变动(%)	10.4%	-21.7%	-5.8%	9.2%	13.1%
基本每股盈利(港元)	2.30	1.80	1.66	1.82	2.06
市盈率@21.5港元(倍)	9.3	11.9	12.9	11.8	10.5
每股股息(港元)	1.16	0.95	0.95	0.95	1.03
股息现价比率(%)	5.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.8%

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

 目标价：**26.6 港元**

 现价：**21.5 港元**

 预计升幅：**24%**

重要数据

日期	2025-10-23
收盘价(港元)	21.5
总股本(亿股)	23.14
总市值(亿港元)	498
净资产(亿港元)	672
总资产(亿港元)	1,385
52周高低(港元)	31.77/18.67
每股净资产(港元)	18.75

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

更新报告-20241223

更新报告-20200916

更新报告-20170822

更新报告-20160905

更新报告-20150828/0327

更新报告-20140824/0314

研究部

姓名：杨义琼

SFC：AXU943

电话：0755-21516065

Email：yangyq@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 北方“速冻式”降温，部分地区提前供暖，预期天然气需求快速回升

10月18日以来，北方“速冻式”降温，太原、内蒙古等地已提前供暖。根据世界气象组织和美国气候预测中心预测，2025年11月至2026年3月，中国气候将受到厄尔尼诺和拉尼娜现象共同影响，冬季气温骤变，春季整体偏暖，强降温与强回温交替的极端事件发生概率较大。与此同时，2025年多气源支撑下我国天然气供应预计较为充足，气候不确定性对城镇燃气及发电用气的影响最为显著，对比前8月天然气表观消费量同比下降0.1%，预计2025年采暖季全国天然气消费量环比将快速回升。

➤ 预计2025年公司全年销气量低单位数增长，销气毛差持续修复

2025年上半年，公司零售天然气量207.6亿方，同比下降0.69%；销气毛差上升至0.55元/方（同比+0.01元/方）；公司预计2025年全年销气量低单位数增长，销气毛差同比增长1分钱。综合判断，国际天然气价格维持在相对低位，国内2025年新政策将推进省内与跨省管输价格机制有效衔接，而公司持续推进在河南、湖南等地区的居民顺价工作，预期销气毛差将持续改善。

➤ 布局氢能产业链，培育探索绿色燃料业务

受整体经济下行影响，公司综合服务和综合能源业务受到不同程度的下滑和放缓。而在绿色低碳转型大形势下，公司布局氢能产业链，推进绿色燃料加注业务，开展氢燃料技术研发和储备，积极培育绿色能源新增长点。

➤ 2025年全年派息额不下降，分红和回购提振信心

2024年公司派息率为53%，2025年中期派息同比增长20%，全年派息指引为全年派息额不下降。根据公司全年股份回购计划，接下来的2个月将是股份回购的重要窗口期。公司通过分红提升股东回报，回购有利提振市场信心。

➤ 给予“买入”评级，目标价26.6港元/股

我们更新盈利预测并给予公司26.6港元/股目标价，对应2025年和2026年16倍和14.6倍PE，目标价较现价有24%的涨幅空间，给予“买入”评级。

表 1：行业估值比较（20251023）

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	7.24	1,351	23.7	22.4	21.1	19.9	2.3	2.4	2.4	2.3
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.39	289	10.2	7.4	6.3	5.7	0.8	0.7	0.7	0.6
0384.HK	中国燃气	HKD	8.10	441	13.9	0.0	12.3	11.5	0.8	0.0	0.8	0.8
0392.HK	北京控股	HKD	34.58	435	7.9	7.3	7.1	6.7	0.5	0.4	0.4	0.4
1083.HK	港华燃气	HKD	3.88	142	8.9	8.5	8.2	8.0	0.6	0.6	0.6	0.5
2688.HK	新奥能源	HKD	67.00	758	11.7	9.9	9.4	9.0	1.5	1.4	1.3	1.2
0135.HK	昆仑能源	HKD	7.30	632	9.8	9.2	8.7	8.3	0.9	0.8	0.7	0.7
1600.HK	天伦燃气	HKD	3.38	33	10.2	9.6	8.2	7.2	0.5	0.5	0.5	0.5
平均					12.0	9.3	10.2	9.5	1.0	0.9	0.9	0.9
1193.HK	华润燃气	HKD	21.50	498	11.9	11.9	12.9	11.8	1.1	1.2	1.1	1.1

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 天然气消费需求增长不及预期；
2. 居民顺价机制推进不及预期；
3. 天然气采购成本大幅上涨；
4. 天然气安全经营风险。

【财务报表摘要】

损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
收入	101,272	102,676	103,703	105,777	107,892
经营成本	(82,820)	(84,418)	(86,281)	(87,795)	(88,687)
销售费用	(6,820)	(7,069)	(7,139)	(7,282)	(7,428)
行政费用	(4,529)	(4,579)	(4,394)	(4,481)	(4,571)
财务开支	(941)	(740)	(755)	(770)	(786)
应占合营公司溢利	278	412	424	437	450
应占联营公司溢利	367	336	354	372	392
税前盈利	8,909	7,746	7,112	7,660	8,665
所得税	(1,850)	(1,998)	(1,834)	(1,976)	(2,235)
少数股东应占利润	1,835	1,660	1,425	1,478	1,672
归属股东净利润	5,224	4,088	3,853	4,207	4,758
折旧及摊销	4,061	3,654	3,837	4,029	4,230
EBITDA	12,332	11,489	10,745	11,247	12,198
增长					
总收入 (%)	7%	1%	1%	2%	2%
EBITDA (%)	2%	-7%	-6%	5%	8%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	9,978	7,099	5,477	6,032	8,354
应收账款	20,896	17,674	15,906	14,316	12,884
存货	1,494	1,404	1,516	1,637	1,768
其他流动资产	3,085	3,292	5,433	5,424	3,674
流动资产	35,454	29,468	28,332	27,408	26,681
固定资产	61,199	62,933	64,322	66,832	69,551
其他固定资产	41,218	40,082	41,551	43,106	44,753
非流动资产	102,417	103,015	105,873	109,938	114,305
总资产	137,871	132,483	134,206	137,347	140,985
流动负债	51,109	53,837	54,533	55,961	57,292
应付帐款	35,869	29,990	29,390	28,802	28,226
短期银行贷款	4,893	13,719	14,542	15,414	16,339
其他短期负债	10,348	10,128	10,601	11,744	12,726
非流动负债	23,378	14,675	13,348	12,514	11,941
长期银行贷款	17,279	8,742	8,305	7,890	7,495
其他负债	6,099	5,932	5,043	4,624	4,446
总负债	74,487	68,512	67,881	68,475	69,233
少数股东权益	22,611	22,799	23,227	23,670	24,171
股东权益	40,772	41,172	43,098	45,202	47,581
每股账面值(港元)	17.62	17.79	18.62	19.53	20.56
营运资金	(15,655)	(24,369)	(26,200)	(28,553)	(30,611)

财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	12%	11%	10%	11%	11%
净利率 (%)	5%	4%	4%	4%	4%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	4%	4%	4%
实际税率 (%)	21%	26%	26%	26%	26%
股息支付率 (%)	50%	53%	57%	52%	50%
库存周转	7	6	6	7	7
应付账款天数	158	130	124	120	116
应收账天数	75	63	56	49	44
ROE (%)	13%	10%	9%	9%	10%
ROA (%)	4%	3%	3%	3%	3%
财务状况					
净负债/股本	0.3	0.4	0.4	0.4	0.3
收入/总资产	0.73	0.78	0.77	0.77	0.77
总资产/股本	3.38	3.22	3.11	3.04	2.96
收入对利息倍数	(107.6)	(138.7)	(137.3)	(137.3)	(137.3)

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
EBITDA	12,332	11,489	10,745	11,247	12,198
融资成本	941	740	(755)	(770)	(786)
营运资金变化	2,592	(8,714)	(1,831)	(2,352)	(2,059)
所得税	(2,066)	(2,094)	(1,834)	(1,976)	(2,235)
营运现金流	11,803	11,032	9,030	9,697	10,826
资本开支	(6,715)	(4,203)	(4,287)	(4,373)	(4,460)
其他投资活动	2,182	1,975	1,681	2,851	4,022
投资活动现金流	(4,533)	(2,228)	(2,606)	(1,522)	(438)
负债变化	17,915	3,050	(3,037)	(3,189)	(2,325)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(2,382)	(2,851)	(2,993)	(3,143)	(3,300)
其他融资活动	(17,496)	(7,627)	(1,831)	(898)	(1,450)
融资活动现金流	(1,962)	(7,428)	(7,861)	(7,230)	(7,075)
现金变化	3,662	(2,654)	(1,385)	804	2,584
期初持有现金	6,437	9,978	7,099	5,477	6,032
汇率变动	(121)	(226)	(237)	(249)	(261)
期末持有现金	9,978	7,099	5,477	6,032	8,354

投资评级定义及免责条款

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>