

目录

1. 香港中华煤气：行业先驱 城燃标杆	6
1.1 百年老店历久弥新 业务多元驱动成长	6
1.2 主营业务盈利改善 公司业绩进入修复拐点	8
2. 香港燃气业务：量稳利增 基本盘稳固	10
2.1 用户规模稳中有增 销气规模基本稳定	10
2.2 燃气调价自主可控 盈利能力存提升空间	12
2.2.1 燃气定价由三部分组成 近年来逐步提升	12
2.2.2 电力价格走高凸显燃气性价比 香港气价调涨空间仍然广阔	14
3. 内地燃气业务：量利双升可期 创造业绩增量	17
3.1 集团项目优质 销气规模持续增长	17
3.2 居民顺价持续推进 成本改善助推毛差修复	20
4. 其他业务：多点开花 注入公司发展新动能	24
4.1 延伸业务：挖掘居民用户潜力 满足多样化需求	24
4.2 可再生能源：轻装上阵 快速发展	25
4.3 可持续能源：引战国际资本 业务迎来新篇章	27
5. 盈利预测及估值	28
5.1 盈利预测	28
5.2 分红稳定性优于业绩稳定性 股息率定价成城燃估值主流	29
5.3 经营稳定性回归 DCF 视角下城燃长期价值进一步彰显	31
6. 风险提示	32

图表目录

图 1: 公司历史发展沿革.....	6
图 2: 截至 2024H1 公司股权结构	7
图 3: 公司业务分部情况 (截至 2023 年底)	7
图 4: 2019-2024H1 公司营业收入及增速 (单位: 亿港元)	8
图 5: 2019-2024H1 公司收入结构 (单位: 亿港元)	8
图 6: 2012-1H24 公司 EBIT 结构 (单位: 亿港元)	8
图 7: 2012-1H24 公司归母净利润及增速 (单位: 亿港元)	8
图 8: 2012-2023 年公司 ROE、ROA 变化趋势.....	9
图 9: 2012-2024H1 公司资产负债率变化趋势.....	9
图 10: 2012-2023 年公司派息额及派息率 (单位: 亿港元)	10
图 11: 中国香港住宅户数及同比增长 (单位: 万户)	10
图 12: 2001-2023 年公司香港业务客户数量及覆盖率 (单位: 万户)	11
图 13: 2001-2023 年公司香港业务燃气销售量 (单位: TJ)	11
图 14: 2024-2028 年公司香港业务燃气销售增量分布 (单位: TJ)	12
图 15: 中国香港燃气定价机制.....	12
图 16: 中国香港每月基本收费、保养月费 (单位: 港元/户)	13
图 17: 中国香港燃气基本定价变化趋势 (单位: 港元/MJ)	13
图 18: 2022 年香港业务气源结构.....	14
图 19: 石脑油价格趋势 (单位: 元/吨)	14
图 20: 中国香港电力定价机制.....	15
图 21: 秦皇岛动力末煤价格(Q5500,山西产) (单位: 元/吨)	15
图 22: JKM 天然气主连期货价格 (单位: 美元/百万英热)	15
图 23: 布伦特原油现货价格 (单位: 美元/桶)	15
图 24: 中国香港发电燃料结构变化趋势.....	15
图 25: 港灯燃料结构 (单位: TJ)	16
图 26: 中电燃料结构 (单位: TJ)	16
图 27: 港灯电价构成变化 (单位: 港元/度)	16
图 28: 中电电价构成变化 (单位: 港元/度)	16
图: 电费和煤气费对比和折价比例 (单位: 港元/MJ)	

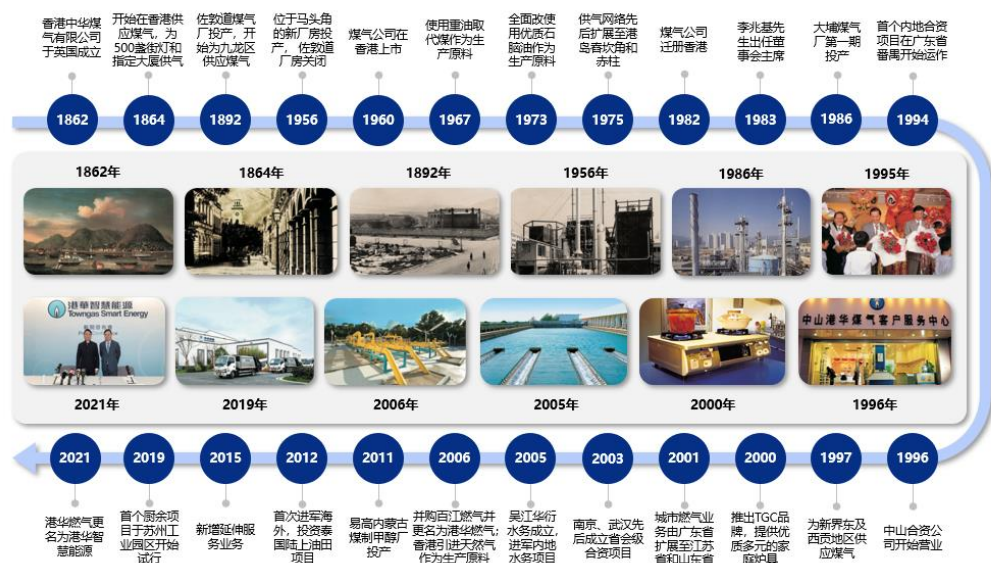
图 30: 天然气表观消费量 (单位: 亿 m ³)	19
图 31: 2018-2023 年 H1 公司销气量 (单位: 亿 m ³)	19
图 32: 2019-2023 年 H1 公司销气结构变化	19
图 33: 2018-1H24 内地公用事业营收规模及增速	20
图 34: 2018-1H24 内地公用事业 EBIT 及 EBIT 利润率	20
图 35: 气源统筹地图	23
图 36: 2018-1H24 公司内地燃气供销价格及毛差 (单位: 元/m ³)	24
图 37: 业务介绍	24
图 38: 公司厨电销售量 (单位: 万台)	25
图 39: 公司橱柜销售量 (单位: 台)	25
图 40: 2022-2024 年光伏并网规模 (单位: GW)	26
图 41: 2022-2024 年光伏发电量 (单位: 亿千瓦时)	26
图 42: 公司可再生能源业务发展思路	26
图 43: EcoCeres 厂址分布地图	27
图 44: 不同估值方式对比及切换条件	29
图 45: 股息率定价公式	29
图 46: 近年来港股全国性城燃公司股息率与美国十年期国债收益率对比	30
图 47: 公司股息率及息差水平	31
表 1: 香港电力《管制计划协议》主要内容	14
表 2: 公司内地城燃项目分布	17
表 3: 国家层面持续推进天然气价格上下游联动机制建立	20
表 4: 地方政府层面持续推进天然气价格上下游联动机制建立	21
表 5: 公司经营区内居民气价联动机制逐步推进 (单位: 元/立方米)	22
表 6: 业务拆分与盈利预测	28
表 7: 复杂 FCFF 模型估值结果	31

1. 香港中华煤气：行业先驱 城燃标杆

1.1 百年老店历久弥新 业务多元驱动成长

起步香港辐射全国，香港中华煤气成长为领先的全国性城燃企业。香港中华煤气有限公司成立于 1862 年，是中国香港历史最悠久的公用事业企业，也是中国香港规模最大的能源供应商之一。公司于 1960 年即在香港上市，发展至今为超过 200 万户香港客户供应燃气。在上世纪 90 年代，中国内地对天然气的需求快速增加，公司开始进入内地市场，1995 年在番禺启动首个内地合资项目，开启了全国化的探索和布局。2000 年，香港中华煤气在内地经营的子公司港华智慧能源有限公司(以下简称“港华智慧能源”，股票代码 01083.HK)成立，并于 2005 年上市。截至 2024 年上半年，公司业务已遍布 29 个省、直辖市及自治区，内地拥有 321 个城市燃气项目，燃气用户规模超 4000 万户。1H24 公司中国香港及内地天然气销量约 190.3 亿 m³(其中香港 4.3 亿 m³)，约占全国天然气表观消费量的 8.9%。

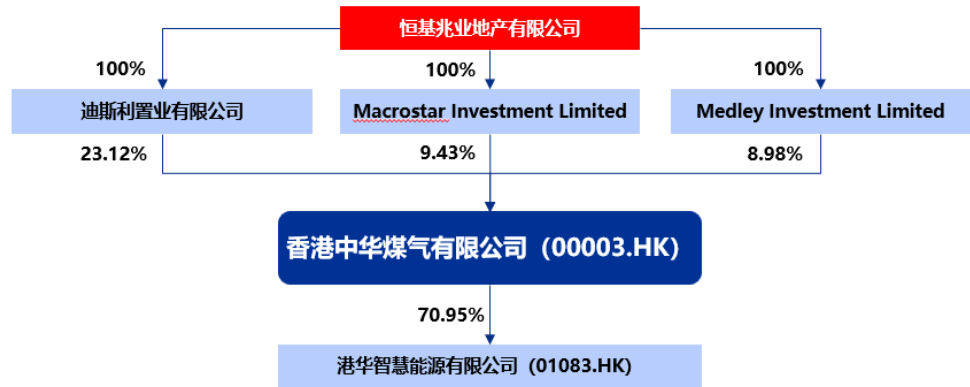
图 1：公司历史发展沿革



资料来源：公司官网，申万宏源研究

公司实际控制人为李兆基。公司控股股东为恒基兆业地产有限公司，李兆基系恒基地产实际控制人，通过包括迪亚斯置业、Macrostar、Medley 等全资子公司合计控制公司 77.49 亿股，持股比例达 41.53%。

图 2：截至 2024H1 公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

中国香港与内地燃气销售为主业，多元布局协同发展。公司业务布局燃气销售、燃气接驳、延伸业务、可再生能源、水务及环境、可持续能源、地产等，业务经营区域遍布香港和全国 29 个省级地区。中国香港地区燃气业务已经进入稳定期，截至 2024 年中公司香港居民用户数达 202.7 万户，销气量保持基本稳定。公司结合自身优质燃气用户禀赋，切入包括智慧厨房，安全家居等方面的延伸业务。此外公司还涉及绿色甲醇的生产，拓展在绿色能源领域的布局。公司内地业务则更为多元，通过自身及港华智慧能源涉足燃气销售、接驳业务、延伸业务、可再生能源、水务及环境等领域。

图 3：公司业务分部情况 (截至 2023 年底)

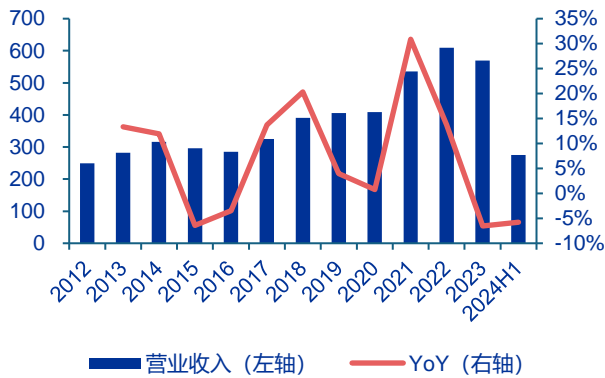


资料来源：公司 2023 年年报，申万宏源研究

1.2 主营业务盈利改善 公司业绩进入修复拐点

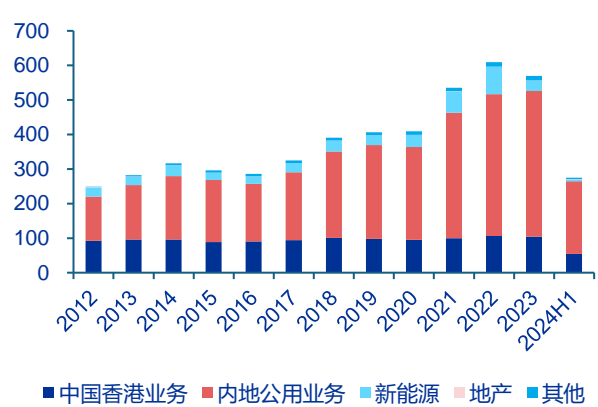
营业收入稳步增长，内地业务占比逐渐提升。 受益于销气规模扩张及多元业务拓展，近年来公司营业收入稳步增长，2018-2023 年 CAGR 达到 7.8%。1H24 公司实现总营收 274.96 亿港元，同比下降 5.76%，主要受原控股子公司 EcoCeres 于 2Q23 出表，去年同期存在高基数，以及国际气价下降带动内地燃气售价下降等因素影响。1H24 公司内地公用业务、香港业务、其他业务营业收入（包含新能源，地产及其他业务）分别为 209.61、54.71、10.64 亿港币，其中内地业务在总营收占比同比上升 5.7pct 至 76.2%，占比最高且近年来保持稳中有升趋势。分产品来看，1H24 公司燃气销售收入（已计燃料调整费）、水务、炉具相关收入及新能源项目分别为 212.96、7.42、15.65、7.55 亿港元，其中新能源业务增长明显，同比增长超 70%。

图 4：2019-2024H1 公司营业收入及增速（单位：亿港元）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：2019-2024H1 公司收入结构（单位：亿港元）

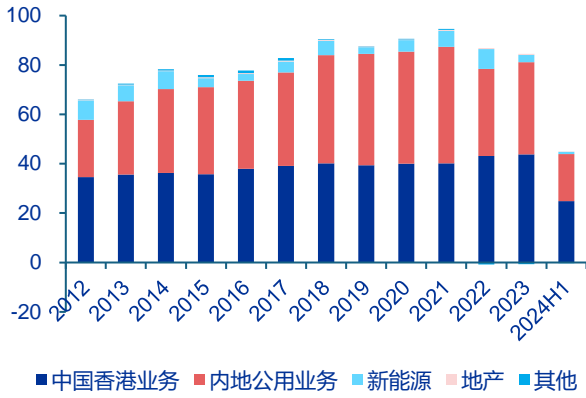


资料来源：公司公告，申万宏源研究

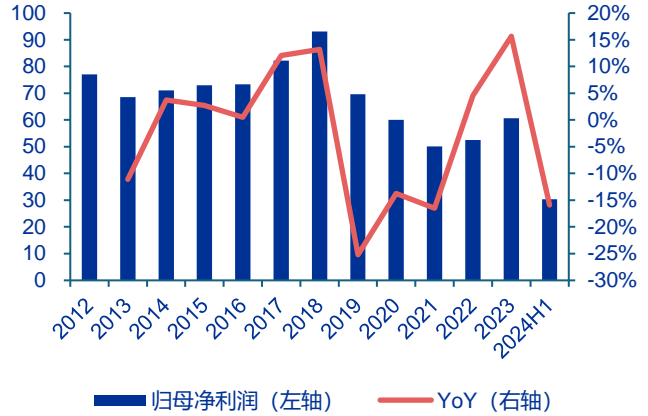
业绩修复进入拐点，盈利改善可期。 2018 年公司归母净利润 93.13 亿港元，为历史最高水平，此后公司归母净利润持续下滑，2021 年下降至 50.17 亿港元。原因主要包括：第一，中国香港地区旅游业及工商业下滑导致需求端萎缩，销气量降低。第二，内地受地缘冲突及疫情扰动，工商业用气成本高企，叠加居民端顺价不畅，内地销气盈利能力下降。2023 年，随着全球气价回落带动城燃企业上游购气成本下降，同时居民端顺价改善减轻工商交叉补贴，使价格敏感、毛差较高的工商业用气量持续修复，内地销气业务盈利能力改善。2024 年上半年，公司经营利润合计 38.9 亿港币，其中香港业务、内地业务、其他业务（包含可再生能源，延伸业务及综合其他）分别贡献利润 20.1、15.3、3.5 亿港元，主营销气盈利恢复趋势延续。随着内地居民端顺价能力提升，中国香港地区价格稳中有升，叠加延伸业务及新能源业务持续发展，公司盈利能力有望持续改善。

图 6：2012-1H24 公司 EBIT 结构（单位：亿港元）

图 7：2012-1H24 公司归母净利润及增速（单位：亿港元）



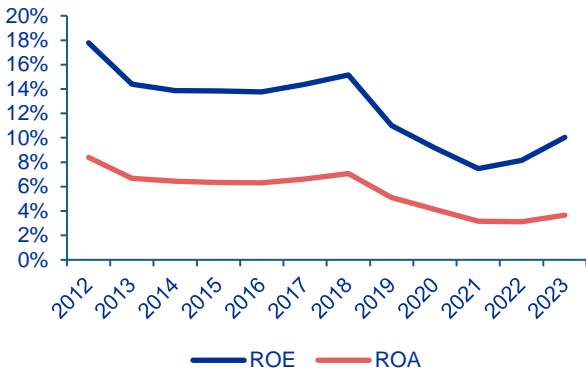
资料来源：公司公告，申万宏源研究



资料来源：公司公告，申万宏源研究

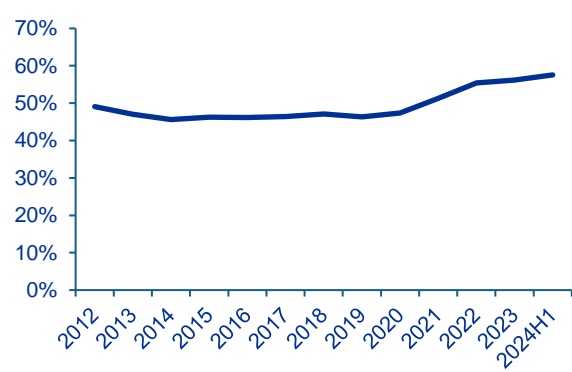
经营效率逐渐提升，财务结构健康。2018 年前公司盈利能力较强，ROE 及 ROA 相对稳定，但 2019-2022 年受公司盈利能力下降影响，ROE 及 ROA 均呈现较大规模下滑。2023 年公司 ROE 录得 10.0%，较 2022 年提升 1.8 pct；ROA 录得 3.7%，较 2022 年提升 0.6pct。资产负债率方面，公司在 2020 年前资产负债率稳定在 50%以下，近年来受重资产投资的新能源项目增加影响，公司资产负债率逐步提升，1H24 至 57.6%。公司信用评级等级优秀，标普及穆迪评级分别为 A-及 A1，融资能力较强。考虑到公司在手现金充足，我们认为公司偿债风险可控，充足的财务弹性将为公司多元业务发展打下坚实基础。

图 8: 2012-2023 年公司 ROE、ROA 变化趋势



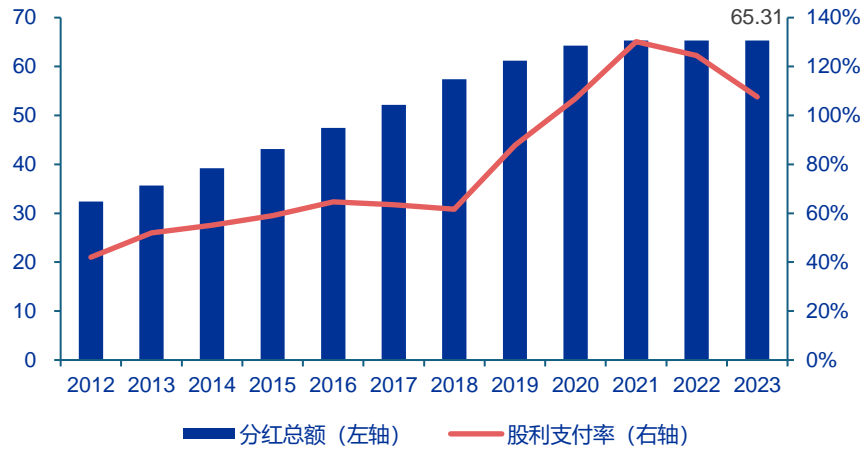
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 9: 2012-2024H1 公司资产负债率变化趋势



资料来源：公司公告，申万宏源研究

历史派息高度稳定，高分红增强配置价值。公司历史派息政策高度稳定，长期维持每年 0.35 港元/股的分红规模，其中中期分红 0.12 港元/股，末期分红 0.23 港元/股。2010-2018 年，除固定派息外，公司坚持每 10 股派送 1 股红股的政策，2019-2020 年转为每 20 股派送 1 股红股。在公司每股派息保持不变，股本规模逐渐增加的背景下，公司派息总额度稳定提升。2021-2023 年公司盈利能力下滑，但总派息额度并未下降，稳定的派息力度增强投资者对公司投资回报的信心，有效巩固自身在资本市场中的竞争力。

图 10：2012-2023 年公司派息额及派息率（单位：亿港元）


资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 香港燃气业务：量稳利增 基本盘稳固

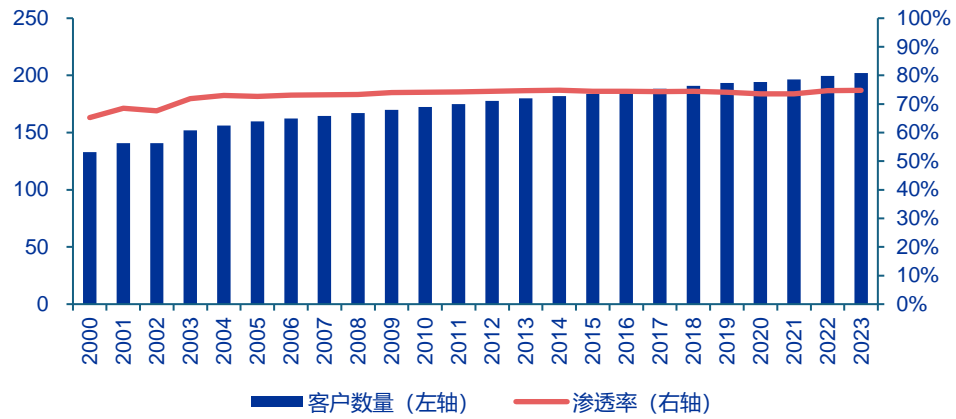
2.1 用户规模稳中有增 销气规模基本稳定

客户数量小幅增长，覆盖率基本保持稳定。2000 年以来中国香港住宅户数增速稳定在 1% 左右，截至 2023 年底全港约有 270 万户。公司作为香港本地唯一燃气供应商，长期以来公司在市场覆盖率维持在 75% 左右。目前中国香港燃气市场已进入成熟期，公司用户规模温和稳定增长，2023 年公司在香港覆盖用户数突破 200 万户。

图 11：中国香港住宅户数及同比增长（单位：万户）


资料来源：香港政府统计处，申万宏源研究

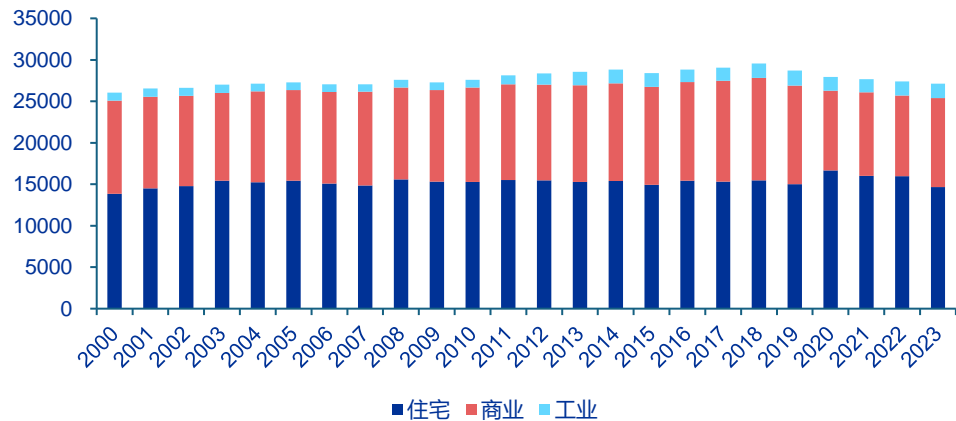
图 12：2001-2023 年公司香港业务客户数量及覆盖率（单位：万户）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

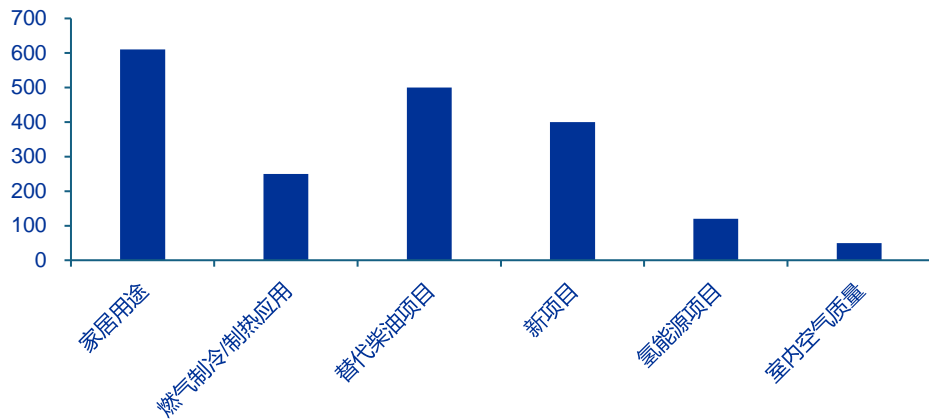
商业及居民用气为主流，近年销气规模小幅下滑。中国香港的经济以服务业为主，第三产业高度发达，居民住宅、商业用气在总体用气结构中占据绝对主流地位。2023 年，公司在香港地区煤气销量达 27125 太焦耳，其中住宅、商业、工业占比分别为 54%、40%、6%。2019 年来受气候变化、疫情因素、中国香港居民消费习惯变化等因素影响，公司居民及商业销气量呈小幅震荡下行趋势。2024 年上半年，公司销气规模 14932 太焦耳，同比微降 0.23%。展望未来，2024-2028 年随着居民家庭用户需求提升，以及商业用气中燃气制冷/制热、替代柴油、氢能源领域的需求增加，我们计算至 2028 年末，香港业务销气量较 2023 年底仍存在 7% 的增量空间。未来中国香港北部都会区开发有望助力公司实现用户数量扩张，带动销气量中枢提升。

图 13：2001-2023 年公司香港业务燃气销售量（单位：TJ）



资料来源：香港政府统计处，申万宏源研究

图 14：2024-2028 公司香港业务燃气销售增量分布（单位：TJ）



资料来源：公司 2023 年全年业绩演示材料，申万宏源研究

2.2 燃气调价自主可控 盈利能力存提升空间

2.2.1 燃气定价由三部分组成 近年来逐步提升

基本收费与基本定价走高，公司在中国香港地区燃气售价持续上涨。香港燃气定价主要由三部分组成，包括基本收费、基本定价及燃料调整费。公司调价自主性较强，随着基本收费和基本定价的提升，公司在地区的燃气销售价格总体呈上升趋势。

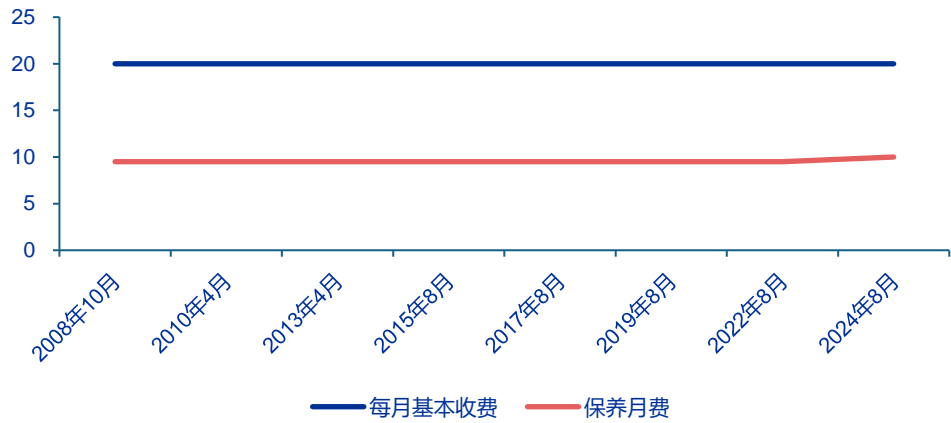
图 15：中国香港燃气定价机制



资料来源：申万宏源研究

① 基本收费包括每月 20 港元/月的基本收费以及 10 港元/月的保养月费（2024 年 8 月上调 0.5 港元/月）。

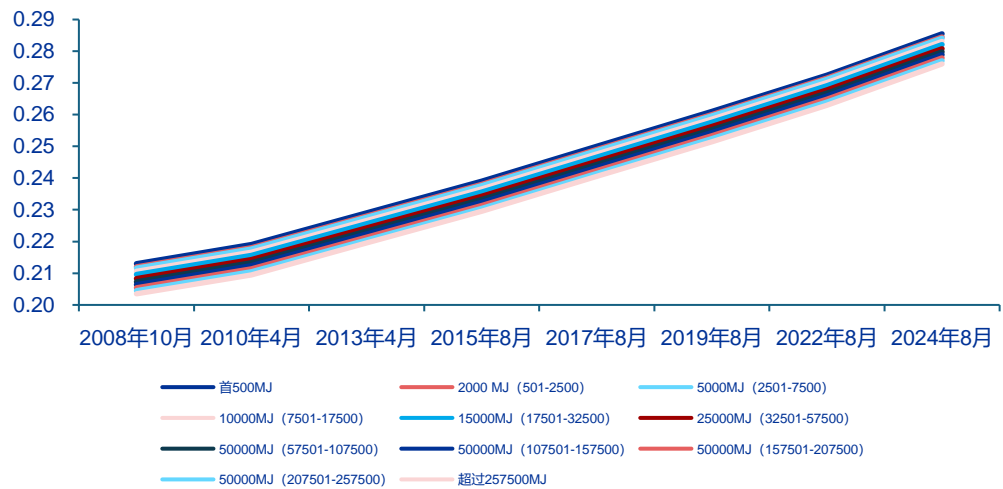
图 16: 中国香港每月基本收费、保养月费 (单位: 港元/户)



资料来源: 香港政府统计处, 申万宏源研究

- ② 基本定价则与用户实际需求挂钩, 按照每兆焦耳热值进行收费, 并遵循阶梯气价原则, 单位气价随消费提升而下降。公司对基本定价具有自主调整能力, 调价时仅需向香港立法会报备即可。近年来公司调价频率基本为两年一次, 且保持连续上涨趋势。2024年8月公司将阶梯气价每档价格调增 0.013 港元/MJ。

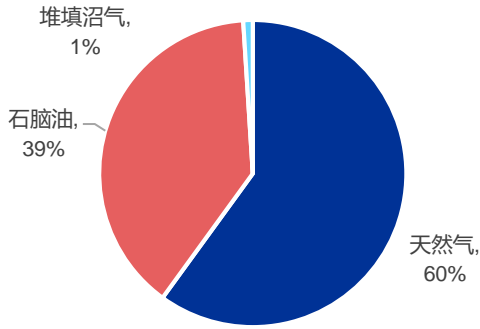
图 17: 中国香港燃气基本定价变化趋势 (单位: 港元/MJ)



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

- ③ 燃料调整费主要反映石脑油实际原料成本。中国香港地区燃气成分较为复杂, 包括 60%的天然气、39%的石脑油以及 1%的堆填沼气。天然气来源为 LNG 长协, 成本较为稳定, 燃料调整费主要反映石脑油价格变化趋势。

图 18: 2023 年香港业务气源结构



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 19: 石脑油价格趋势 (单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.2.2 电力价格走高凸显燃气性价比 香港气价调涨空间仍然广阔

中国香港的电力行业受管制计划协议规管, 运营采用准许收益率法。中国香港电力运营商包括中电集团全资附属公司中华电力有限公司及香港电灯有限公司。1964 年, 中国香港政府与中华电力签订首个《管制计划协议》。据协议规定, 中华电力可实现的最高许可收益率为电力运营固定资产平均净值的 13.5%, 协议期限为 15 年。1979 年, 香港电灯有限公司也与政府签订了《管制计划协议》。政府将根据《管制计划协议》的约定内容, 定期对电力公司的财务、电费、业绩、电力发展计划及成本等进行审核。当前实行的管制计划协议于 2019 年生效, 有效期限至 2033 年, 约定准许利润水平为电力公司电力相关业务的平均固定资产净值的 8%。

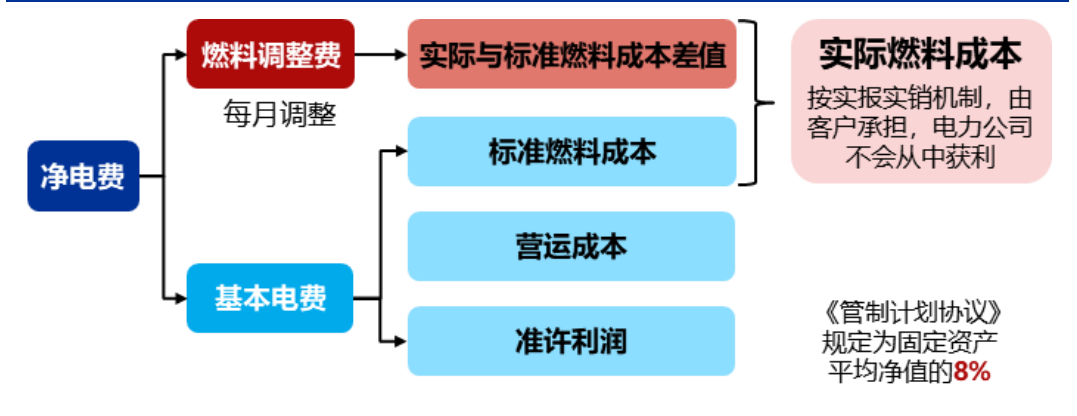
表 1: 香港电力《管制计划协议》主要内容

	现行管制计划协议 (2018-2033 年)	过往管制计划协议 (2008-2018 年)
年期	为期 15 年	为期 10 年, 政府可选择续期五年
准许回报率	固定资产平均净值的 8%	固定资产平均净值的 9.99%
电价调整	可再生资源及非可再生资源资产采用同等的准许回报率 每年进行的电价调整机制不变, 但电价组合中的燃料调整费, 调整次数由每年一次增至每月一次	投资可再生资源设施, 准许回报率为 11% 电价组合中的燃料调整费每年调整一次
其他	若新机组投产时出现过剩容量, 有关机组的整体机电设备成本的 100% 将从固定资产净值中扣除, 不准计算在准许利润内 设立能源危机期间的特别电费纾缓机制	若新机组投产时出现过剩容量, 有关机组的整体机电设备成本的 50% 将从固定资产净值中扣除, 不准计算在准许利润内

资料来源: 香港政府统计处, 申万宏源研究

中国香港电力定价调整灵活。中国香港电费包括基本电费及燃料成本费，其中基本电费包含标准燃料成本、营运成本及准许利润。其中燃料调整费会于年内按耗用燃料的实际价格和原来预测价格的差别，每月自动调整，及时反映燃料价格的变动。

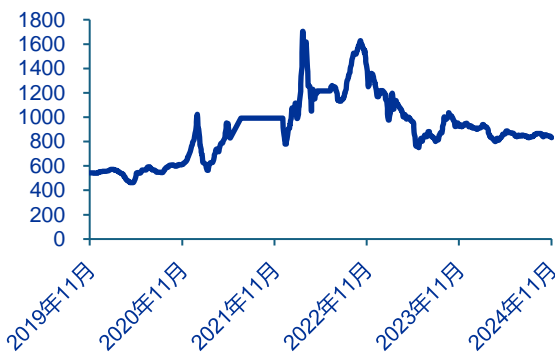
图 20：中国香港电力定价机制



资料来源：港灯官网，申万宏源研究

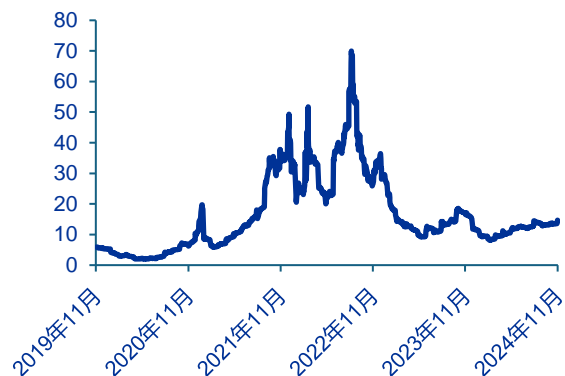
受燃料价格波动及能源结构改变影响，中国香港地区发电成本逐步攀升。近年中国香港电价逐步调高，主要是 2021 年下半年起全球地缘政治冲突加剧，带动包括煤炭、石油、天然气等传统化石能源价格走高，导致燃料成本增加。此外，香港特区政府在 2017 年公布《香港气候行动蓝图 2030+》，提出在 2030 年前香港的碳排放强度由 2005 年的水平，降低 65%-70%的减碳目标。因此近年来中国香港电力运营商逐步以天然气发电及非化石燃料取代燃煤发电，为了配合政府的环保政策，中电、港灯自 2020 年以来大幅提升天然气在整体燃料组合中的比重，并进一步推高燃料成本。

图 21：秦皇岛动力末煤价格(Q5500,山西产) (单位：元/吨)



资料来源：Wind，申万宏源研究

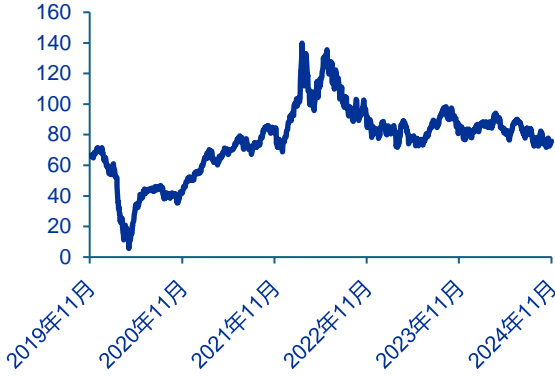
图 22：JKM 天然气主连期货价格 (单位：美元/百万英热)



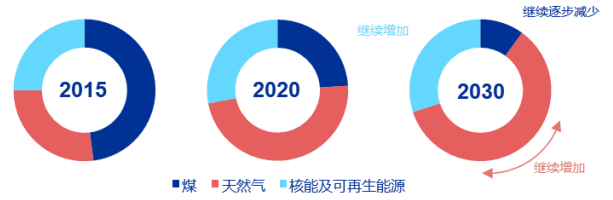
资料来源：路孚特天然气板块，申万宏源研究

图 23：布伦特原油现货价格 (单位：美元/桶)

图 24：中国香港发电燃料结构变化趋势

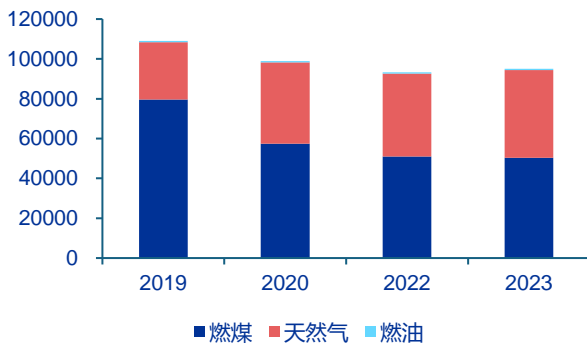


资料来源：路孚特天然气板块，申万宏源研究



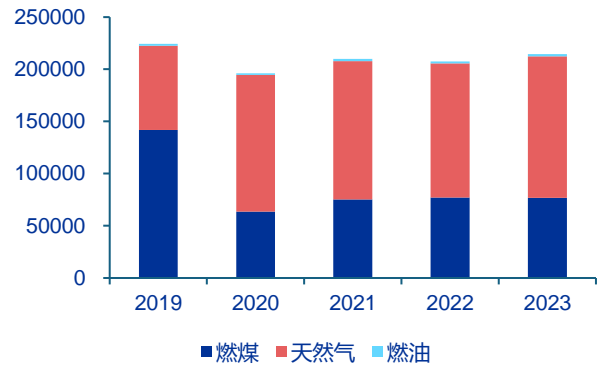
资料来源：《香港气候行动蓝图 2030》，申万宏源研究

图 25：港灯燃料结构 (单位：TJ)



资料来源：港灯官网，申万宏源研究

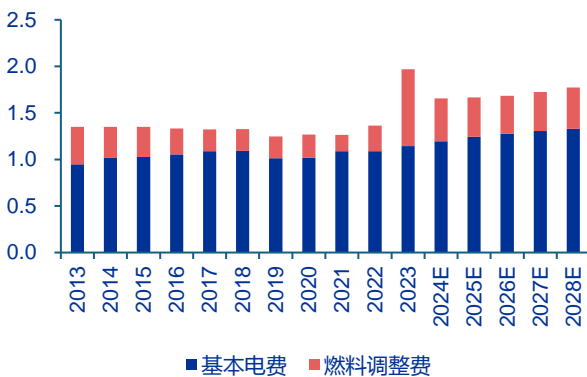
图 26：中电燃料结构 (单位：TJ)



资料来源：中电官网，申万宏源研究

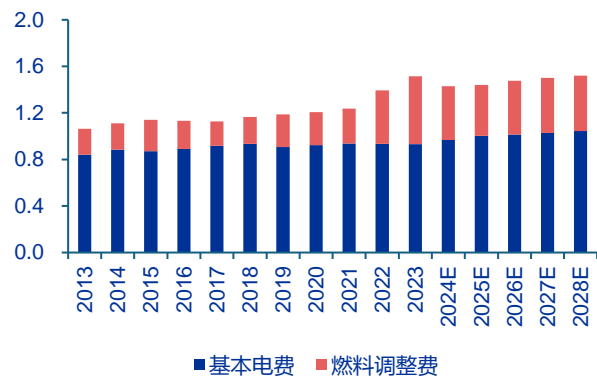
中国香港电价或将保持稳中有升态势。在燃料成本远期持续提升的背景下，港灯、中电在各自的《2024-2028 年发展计划》中预测 2024 年-2028 年间，每年基本电费持续上涨 2%-5%。2023 年燃料调整费较高，带动港灯及中电电价大幅上涨。在 2024 年以后假设燃料回归正常区间，不断上升的基本电费将驱动总体电费在 2024-2028 年保持稳定增长。

图 27：港灯电价构成变化 (单位：港元/度)



资料来源：港灯官网，申万宏源研究

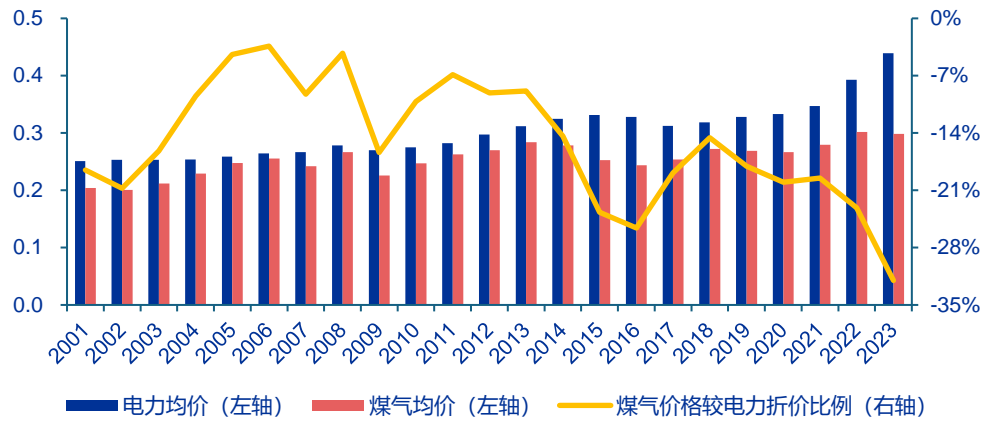
图 28：中电电价构成变化 (单位：港元/度)



资料来源：中电官网，申万宏源研究

煤气价格相较于电价具有显著优势，未来有持续提价空间。在产生同等热值情况下，长期以来中国香港电价略高于煤气价格。在近年来电价快速上涨背景下，虽然燃气价格同样小幅上涨，但燃气价格较电价折价比例逐渐提升。根据香港统计局数据计算，2023 年香港电力均价及煤气均价分别为 0.439 港元/MJ 及 0.299 港元/MJ，煤气价格较电力价格折价比例达 32%，创 21 世纪以来的新高。目前煤气价格具有高竞争力，看好在价格优势背景下燃气用户覆盖率有望继续提升，同时燃气价格亦具备提升潜力，香港燃气主业盈利能力有望进一步增强。

图 29：电费和煤气费对比和折价比例（单位：港元/MJ）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

3. 内地燃气业务：量利双升可期 创造业绩增量

3.1 集团项目优质 销气规模持续增长

集团城燃项目主要集中于中东部经济发达地区。公司内地公用业务以城市燃气为主体，此外还包括部分水务及固废业务。公司 1995 年起从广东番禺项目起步，进入内地城燃市场已经接近 30 年，目前已发展为最大的全国性城燃企业之一。截至 2024 年上半年，公司直接在内地经营的城燃公司达 35 个，子公司港华智慧能源在内地经营的城燃公司达 103 个，合计控制内地城市燃气项目达 321 个。公司城燃项目集中于华东、华南、华中等人口稠密、经济发达地区，项目较多的省份包括辽宁、山东、江苏、广东、安徽等，具备显著区位优势。

表 2：公司内地城燃项目分布

省份	香港中华煤气	港华智慧能源
安徽		安庆、博望、池州、黄山、徽州、马鞍山、屯溪、芜湖繁昌、芜湖江北、郑蒲港新区现代产业园区
北京	北京经济技术开发区	
重庆		綦江
福建		长汀
广东	番禺、中山、东永、深圳、潮安、潮州饶平	佛山、清远、韶关、阳东

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/447011001143010006>