

华润燃气 (1193 HK)

销气业务稳步增长，财务弹性项目质量占优

华润燃气 1-10 月销气量表现良好，毛差持续改善实现 0.45-0.55 元/方，全年预期能实现甚至超越此前指引 0.5 元/方。预期全年居民新增接驳完成公司指引 300-350 万户目标，我们调整预期为完成 322 万户左右。综合服务业务保持快速增长。华润燃气在今年行业整体工业销气量低于预期的情况下，工业和商业销气量同比保持稳定增长，下半年甚至单月工业销气量实现低双位数百分比同比增长表现优于同业。此外，基于销气结构优化，居民供气同比改善，支撑利润更高的商业工业销气同比增加明显，毛差改善明显。此外，华润燃气作为 2022 年有收并购的城燃企业，为今年销气量稳定增长提供基础，也体现其财务弹性、现金流、收并购项目能力、项目质量的优越性。**调整目标价至 34.13 港元，维持买入评级。**

■ **华润燃气销气量在 1-10 月同比增长 10.7%，10 月运营数据良好，预计华润燃气能够实现年销气量目标同比增长 8%。**1-10 月份，零售销气量同比增长 7.6%。其中，居民销气量保持了 11% 的稳定增长，工业/商业销气量同比增长超过 6.7%/8.3%，得益于销气需求复苏和 2022 年下半年较低的基数，以及 2022 年收并购带来部气量增长。单看 2023 年 10 月总零售销气量增长 10.7%，居民/工业/商业销气量同比增长 12%/11%/18.5%，工业和商业销气量持续改善。对于 2023 年，华润燃气的管理层给出的全年指引为零售销气量增长将达到 8%。根据 10 月销气量数据以及逐渐改善的用气需求，叠加冬季用气增长和 2022 年下半年低基数，我们预计华润燃气有望实现目标，并且商业用气比例增加带来利润优化。

■ **华润燃气毛差持续改善，和中石油签订中长期气源合作确保气源稳定。**公司 2023 年 1-10 月毛差为每立方米 0.54-0.55 元/方（1-9 月为 0.53-0.54 元/方），10 月为 0.62 元/方（9 月为 0.6 元/方），得益于销气结构改善商业销气占比提高以及其积极实施顺价措施，促使毛差持续提升，居民顺价完成超过 60%，公司预计 2023 年将达到 70%。尽管冬季燃气价格可能提升对四季度的毛差产生压力，但是暖冬预期需求不强，且我们认为华润燃气将通过在几个地区积极实施顺价，将成本传递给终端用户，可以实现超过每立方米 0.5 元人民币的毛差目标。此外，华润燃气 8 月通过与中国石油天然气股份有限公司建立战略合作伙伴关系确保了长期的燃气供应。签署内容包括为华润燃气提供 40 亿立方米的中长期稳定天然气资源，合同期限为 10 年。

■ **预期全年新增居民接驳完成 300-350 万户目标。综合服务业务保持快速增长。**随着新开发房地产项目放缓，预期新增燃气接驳放缓。公司有信心完成此前指引的 300-350 万户新增居民接驳，我们将 2023 居民接驳预测从 347 万户下调至相对保守的 322 万户。此外，我们预测华润燃气综合服务业务将保持超过 18% 的年收入增长。

■ **调整目标价至 34.13 港元，重申买入评级。**华润燃气目前交易在 FY24E 的 8 倍市盈率，低于其 3 年平均市盈率的 1 个标准差（10 倍市盈率）。我们认为估值具有吸引力。我们将 2023 年新增居民接驳预测从 347 万户下调到 322 万户，2024 年接驳相应下调，FY23/FY24 每股盈利小幅下调至 2.67 元/3.19 元。因此，我们把目标价调整至 34.13 港元，基于 FY24E 目标市盈率至 11 倍（接近 3 年平均 PE）。我们看好华润燃气的稳定燃气销售增长、毛差改善和快速增长的综合服务业务，以及良好的财务弹性和收并购进展。维持买入评级。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
营业收入 (百万元人民币)	78,175	94,338	95,314	98,485	104,321
净收入 (百万元人民币)	6,395.1	4,733.5	6,067.4	7,234.9	7,713.6
每股盈利 (元人民币)	2.82	2.09	2.67	3.19	3.40
每股盈利变动 (%)	-	-26	18	19	7
市场预测每股盈利 (元人民币)	na	2.77	3.03	3.39	3.61
市盈率 (倍)	15.5	15.2	9.0	7.6	7.1
市帐率 (倍)	2.4	1.8	1.3	1.2	1.1
权益收益率 (%)	12.7	8.9	11.0	12.0	11.6

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	HK\$34.13
(此前目标价)	HK\$35.48)
潜在升幅	+38%
当前股价	HK\$24.75

中国能源电力行业

夏微, CESGA

(852) 3900 0836
meganxia@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	57,272.0
3 月平均流通量 (百万港元)	67.3
52 周内股价高/低 (港元)	35.35/20.85
总股本 (百万)	100.0

资料来源：彭博

股东结构

华润集团	61.5%
资本集团	5.0%

资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	6.2%	7.9%
3-月	9.3%	22.4%
6-月	-9.1%	-1.6%

资料来源：彭博

股份表现



资料来源：彭博

图 1: 修订表

	Old			New			Change(%)		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
总销气量增长 (百万立方米)	38,574	42,233	46,515	38,574	42,233	46,515	0.0%	0.0%	0.0%
新增居民接驳户数 (百万)	3.47	3.18	3.09	3.22	3.17	3.08	-7.1%	-0.5%	-0.5%
收入 (港币百万)	95,912	98,573	104,413	95,314	98,485	104,321	-0.6%	-0.1%	-0.1%
净收入 (港币百万)	6,190	7,226	7,706	6,067	7,235	7,714	-2.0%	0.1%	0.1%
每股净收入 (港币)	2.73	3.19	3.40	2.67	3.19	3.40	-2.2%	0.0%	0.0%

资料来源: 公司资料, 招银国际环球市场预测

财务分析

利润表

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入	78,175	94,338	95,314	98,485	104,32
销售成本	59,880	76,256	76,905	78,384	83,480
毛利	18,295	18,082	18,408	20,101	20,841
运营费用	(9,594)	(10,189)	(9,439)	(9,162)	(9,079)
销售费用	(5,758)	(6,303)	(5,719)	(5,417)	(5,216)
行政费用	(3,825)	(3,883)	(3,717)	(3,742)	(3,860)
其他	(11)	(3)	(3)	(3)	(3)
运营利润	8,701	7,892	8,969	10,939	11,762
其他收入	1,774	771	1,430	1,477	1,565
EBITDA	13,144	11,359	12,722	14,380	15,443
折旧	2,592	2,598	2,216	1,861	2,017
其他摊销	77	99	108	103	98
EBIT	10,475	8,663	10,399	12,417	13,327
利息收入	(382)	(557)	(563)	(582)	(616)
其他	1,091	510	669	691	732
税前利润	11,183	8,616	10,505	12,526	13,443
所得税	(2,744)	(2,307)	(2,574)	(3,069)	(3,294)
税后利润	8,440	6,309	7,931	9,457	10,149
非控股权益	(2,044)	(1,575)	(1,864)	(2,222)	(2,436)
净利润	6,395	4,733	6,067	7,235	7,714

现金流量表

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
税前利润	8,440	6,309	7,931	9,457	10,149
折旧摊销	2,669	2,696	2,323	1,964	2,116
营运资金变化	221	(2,592)	3,931	275	1,426
其他	(4,214)	3,124	(258)	(840)	(1,546)
净经营现金流	7,115	9,537	13,928	10,856	12,145
投资现金流					
资本开支	(5,978)	(6,258)	(6,323)	(6,533)	(6,921)
净投资现金流	(5,978)	(6,258)	(6,323)	(6,533)	(6,921)
融资现金流					
已支付股息	(2,347)	(2,382)	(3,053)	(3,640)	(3,881)
其他	(30)	(2,022)	(26)	(85)	(156)
净融资现金流	(2,377)	(4,404)	(3,079)	(3,725)	(4,037)
净现金流变动					
年初现金	13,4	7,56	6,43	10,9	11,5
其他	(5,879)	(1,125)	4,526	598	1,188
年末现金	7,563	6,438	10,963	11,561	12,749

资产负债表

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
流动资产	30,565	28,073	30,184	31,440	33,798
现金与现金等价物	7,563	6,437	10,963	11,561	12,749
应收账款	15,705	17,042	17,219	17,792	18,846
存货	1,142	1,307	(1,318)	(1,343)	(1,430)
预付款项	0	0	0	0	0
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	75,571	83,979	88,290	93,873	100,54
物业及厂房及设备 (净额)	47,349	48,109	51,829	56,119	60,627
递延税项	463	509	514	531	563
合资及联营公司投资	12,992	17,073	17,250	17,824	18,880
无形资产	3,254	3,188	3,572	3,952	4,344
商誉	1,274	2,540	2,566	2,652	2,809
以公允价值计入损益的资产	165	2,226	2,249	2,324	2,462
其他非流动资产	6,820	7,146	6,737	6,519	6,513
总资产	106,13	112,05	118,47	125,31	134,34
流动负债	48,698	46,234	47,751	48,684	51,281
短期债务	616	7,696	7,696	7,696	7,696
应付账款	26,18	27,04	28,44	28,99	30,87
应付税款	969	880	889	918	973
其他流动负债	5,620	22	22	23	24
非流动负债	3,401	13,277	13,304	13,392	13,555
长期债务	296	10,021	10,021	10,021	10,021
递延收入	1,317	1,566	1,582	1,634	1,731
其他非流动负债	1,788	1,691	1,702	1,737	1,803
总负债	52,099	59,511	61,055	62,077	64,836
股本	41,257	39,335	42,349	45,944	49,777
股东权益总额	54,038	52,540	57,419	63,236	69,504
少数股东权益	12,781	13,206	15,070	17,292	19,728
总负债和股东权益	106,13	112,05	118,47	125,31	134,34

主要比率

年结12月31日 (百万港元)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售组合 (%)					
销气业务	78.4	79.6	82.9	81.4	82.1
接驳业务	15.3	12.9	8.6	9.9	9.3
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	23.4	19.2	19.3	20.4	20.0
营业利润率	11.1	8.4%	9.4%	11.1	11.3
利息折旧及摊销前利润	16.8	12.0	13.3	14.6	14.8
股本回报率	12.7	8.9%	11.0	12.0	11.6
资产负债比率					
流动比率 (倍)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	73.3	65.9	65.9	65.9	65.9
存货周转天数	7.0	6.3	6.3	6.3	6.3
应付账款周转天数	159.	129.	135.	135.	135.
回报率 (%)					
资本回报率	14.2	15.5	12.0	14.3	15.7
每股数据(人民币)					
每股盈利 (人民币)	2.82	2.09	2.67	3.19	3.40
每股股息 (人民币)	1.03	1.05	1.35	1.60	1.71
每股账面价值 (人民币)					

资料来源：公司及招銀国际环球市场预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。