招銀国际 CMB INTERNATIONAL
招商银行全资附属机构 A Wholly Owned Subsidiary Of China Merchants Bank

中國燃氣（384 HK）

冬季天然氣銷售強勁將提振市場信心

我們近期與公司管理層就冬季天然氣銷售情況進行了更新。公司在採暖季錄得了非常強勁的天然氣銷售增長，12-2 月份並表口徑的天然氣銷售量同比增長 30-35%。我們認為公司的冬季天然氣銷售表現將優於同業，而這將顯著提升市場對於公司全財年盈利達到或超越管理層指引的信心。面對近期劇烈動盪的資本市場環境，我們認為中國燃氣是良好的防守性配置標的，而公司優異的盈利表現將說明市場更好的認識到公司的價值。中國燃氣是我們對燃氣行業的首選股份，我們對公司維持買入評級，目標價維持每股 37.12 港元。

- **冬季天然氣銷售表現強勁。**根據公司管理層透露，初步的運營資料顯示 12/1 月份公司合併口徑天然氣銷售量同比增長 30%/35%。管理層將強勁的銷售表現歸因於五個方面，分別為 1）農村用氣隨著用戶數量增加而顯著增長；2）工業活動非常活躍；3）商業用氣正在逐步恢復；4）去年同期受疫情影響帶來了低基數效應；以及 5）冷冬刺激了天然氣消費量增長。2-3 月份，由於低基數效應，管理層預期天然氣銷售量增速維持約 30%。我們將 21 財年全年零售氣量預測上調 2.3%至 188 億立方米，對應全年零售氣量同比增長 20.3%，將顯著超出管理層此前在中期業績時給與的 15%同比增長指引。
- **政府政策重申加強鄉村基礎設施建設。**2 月 21 日，中國發佈了 2021 年的農村發展政策（中央 1 號檔），政策著重強調了鄉村地區的基礎設施建設，並提到“推進燃氣下鄉，支持建設安全可靠的鄉村儲氣罐站和微管網供氣系統。”我們認為政府政策再一次確認了中燃戰略發展規劃的前瞻性，使公司在鄉村燃氣微管網業務佈局方面再一次佔得先機。
- **與中石化戰略合作意在長期發展。**公司公告了與中石化（386 HK/600028 CH）簽署戰略合作框架協議，以利用雙方的資源和銷售網路並支援城市燃氣、LNG 採購資源和接收站設施、以及 LPG 價值鏈來實現業務發展。對於中國燃氣，我們認為合作協定將通過中石化豐富的天燃氣產量和 LNG 接收站設施為為公司帶來價優量穩的天然氣供應。
- **波動市況下具備防守性的標的。**我們認為近期資本市場劇烈波動的市況將市場對於天然氣分銷板塊的情緒明顯提振。中國燃氣是我們的行業首選。我們認為強勁的天然氣銷售表現將顯著提升市場對於公司盈利表現的信心，同時公司的主要股東劉明輝和邱達強先生近期對公司股份的增持亦將強化市場信心。**我們對公司的目標價維持每股 37.12 港元，維持買入評級。**

財務資料

(年結：3 月 31 日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
營業收入 (百萬港元)	59,386	59,540	66,999	80,020	93,045
同比增長 (%)	12.4	0.3	12.5	19.4	16.3
淨收入 (百萬元港元)	8,224	9,188	10,669	13,206	15,568
每股盈利 (港元)	1.63	1.76	2.04	2.53	2.93
每股盈利變動 (%)	32.7	8.1	16.1	23.8	15.7
市場平均一致預測（港元）	n/a	n/a	2.06	2.38	2.65
市盈率 (倍)	18.6	17.2	14.8	12.0	10.4
市帳率 (倍)	4.5	4.0	3.3	2.7	2.4
股息率 (%)	1.5	1.7	1.9	2.4	2.8
權益收益率 (%)	24.1	23.2	22.4	22.9	22.9
淨負債比率 (%)	69.1	81.5	69.0	45.8	28.3

資料來源：公司資料、彭博及招銀國際證券預測

買入（維持）

目標價	HK$37.12
(此前目標價	HK$37.12)
潛在升幅	+22.5%
當前股價	HK$30.3

中國城市燃氣分銷行業

蕭小川
(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司資料

市值(百萬港元)	157,935
3 月平均流通量 (百萬港元)	166.49
52 周內股價高/低 (港元)	32.35/20.43
總股本 (百萬)	5,212

資料來源：彭博

股東結構

北京控股	23.7%
劉明輝	22.1%
邱達強	19.0%
流動股	35.2%

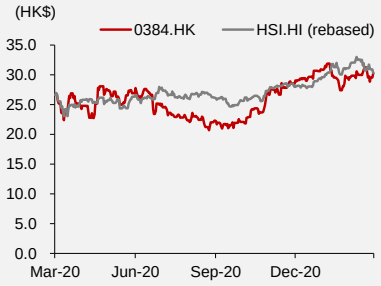
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	3.9%	6.8%
3-月	6.3%	-2.0%
6-月	35.7%	17.1%
12-月	5.6%	-3.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：萬得資訊

審計師：德勤

財務分析

利潤表

年結:3 月 31 日(百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售收入	**59,386**	**59,540**	**66,999**	**80,020**	**93,045**
銷售成本	**(45,327)**	**(42,443)**	**(47,773)**	**(56,582)**	**(65,899)**
毛利	**14,059**	**17,097**	**19,226**	**23,438**	**27,146**
其它收入	786	640	710	866	1,177
其他收益及虧損	295	(180)	50	50	50
銷售及分銷成本	(1,820)	(1,973)	(2,187)	(2,572)	(2,944)
行政開支	(2,442)	(2,447)	(2,720)	(3,208)	(3,684)
應佔聯營公司之業績	520	405	565	572	574
應佔合資公司之業績	1,132	571	625	613	637
以股份為基礎開支	(63)	-	(50)	(50)	(50)
息稅前收益	**12,467**	**14,113**	**16,220**	**19,709**	**22,906**
財務收益	(1,284)	(1,388)	(1,411)	(1,529)	(1,615)
稅前利潤	**11,183**	**12,725**	**14,809**	**18,180**	**21,291**
所得稅	(2,198)	(2,464)	(2,962)	(3,636)	(4,258)
減: 非控制股東權益	(760)	(1,072)	(1,179)	(1,338)	(1,465)
淨利潤	**8,224**	**9,188**	**10,669**	**13,206**	**15,568**

現金流量表

年結:3 月 31 日(百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
稅前利潤	**11,183**	**12,725**	**14,809**	**18,180**	**21,291**
折舊和攤銷	1,326	1,591	1,910	2,203	2,495
運營資金變動	7,038	(8,091)	1,337	4,624	2,877
稅費	(1,874)	(2,245)	(3,093)	(3,323)	(3,968)
其它	(7,556)	(1,001)	(145)	(280)	(184)
經營活動所得現金流	**10,117**	**2,979**	**14,817**	**21,405**	**22,511**
資本開支	(11,816)	(5,989)	(12,228)	(10,912)	(10,889)
其它	784	(950)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	**(11,032)**	**(6,939)**	**(12,228)**	**(10,912)**	**(10,889)**
股份發行	3,785	-	-	-	-
淨借貸	5,526	1,790	4,158	2,755	2,288
股息	(2,172)	(2,937)	(3,199)	(3,941)	(4,763)
其它	(804)	(1,100)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	**6,335**	**(2,246)**	**959**	**(1,186)**	**(2,475)**
現金增加淨額	**5,419**	**(6,207)**	**3,548**	**9,308**	**9,147**
年初現金及現金等價物	8,246	13,239	7,119	10,668	19,976
匯兌	(427)	(450)	-	-	-
年末現金及現金等價物	**13,239**	**6,582**	**10,668**	**19,976**	**29,122**
資產負債表現金	**13,239**	**7,119**	**10,668**	**19,976**	**29,122**

資產負債表

年結:3 月 31 日(百萬港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流動資產	**68,277**	**72,558**	**82,851**	**91,569**	**99,975**
投資物業	556	524	566	571	571
物業、廠房及設備	42,965	46,128	55,163	62,291	69,114
預付租賃款項	2,148	2,458	2,673	2,958	3,215
於聯營公司之投資	5,746	7,063	7,628	8,201	8,775
於合資公司之投資	8,022	7,815	7,963	8,606	9,273
其它非流動資產	8,840	8,570	8,858	8,943	9,028
流動資產	**41,603**	**39,509**	**44,767**	**53,842**	**63,605**
存貨	3,412	3,246	3,653	4,203	4,701
應收客戶合約工程款	-	-	-	-	-
合約資產	7,185	12,75	12,14	9,434	7,301
貿易及其他應收	10,061	9,893	11,657	13,609	15,824
銀行結存及現金	13,239	7,119	10,668	19,976	29,122
其它流動資產	7,706	6,500	6,645	6,621	6,657
流動負債	**46,644**	**49,347**	**47,324**	**49,935**	**53,679**
應付帳款及票就	23,699	17,700	19,109	21,501	23,065
預收賬款	-	-	-	-	-
合約負債	5,168	5,998	6,816	7,815	8,780
應付稅款	1,245	1,246	1,333	1,636	1,916
借貸	16,408	24,121	19,773	18,679	19,604
其它流動負債	125	282	293	303	314
非流動負債	**22,453**	**16,936**	**25,273**	**29,182**	**30,605**
借貸	21,491	15,568	24,073	27,923	29,285
遞延所得稅負債	962	1,368	1,200	1,260	1,320
淨資產總額	**40,782**	**45,783**	**55,022**	**66,294**	**79,297**
少數股東權益	**5,461**	**6,178**	**7,357**	**8,695**	**10,160**
股東權益	**35,321**	**39,605**	**47,664**	**57,599**	**69,137**

主要比率

年結:3 月 31 日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
銷售組合					
管道燃氣銷售	45.6	45.4	49.5	50.5	51.6
燃氣接駁及其它合約工程	21.0	23.0	21.2	18.5	16.2
液化石油氣銷售	26.8	23.1	17.7	17.5	16.7
增值服務	6.6	8.4	11.6	12.1	13.1
其它	-	-	-	1.4	2.4
合計	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**
盈利能力比率					
毛利率	21.0	23.7	24.2	24.6	24.6
稅前利率	18.8	21.4	22.1	22.7	22.9
淨利潤率	13.8	15.4	15.9	16.5	16.7
有效稅率	19.7	19.4	20.0	20.0	20.0
資產負債比率					
流動比率 (X)	0.89	0.80	0.95	1.08	1.18
速動比率 (X)	9.7	10.2	11.5	12.9	14.2
現金比率 (X)	0.3	0.2	0.2	0.4	0.6
存貨周轉天數	19.9	20.4	18.8	17.9	17.5
應收周轉天數	58.6	61.2	58.7	57.6	57.7
應付周轉天數	152	178	141	131	123
債務 / 股本比率 (%)	92.9	87.2	80.2	70.8	62.1
淨負債/股東權益比率 (%)	69.1	81.5	69.0	45.8	28.3
回報率 (%)					
資本回報率	24.1	23.2	22.4	22.9	22.9
資產回報率	7.5	8.2	8.4	9.1	9.5
每股數據(人民幣)					
每股盈利 (港元)	1.63	1.76	2.04	2.53	2.93
每股股息 (港元)	0.44	0.50	0.58	0.72	0.83
每股帳面價值 (港元)	6.77	7.59	9.13	11.04	12.8

資料來源: 公司及招銀國際證券預測

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀國際證券投資評級

買入 ：股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有 ：股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出 ：股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級 ：招銀國際證券並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現跑贏大市指標
同步大市 ：行業股價於未來12 個月預期表現與大市指標相若
落後大市 ：行業股價於未來 12 個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓　　電話: (852) 3900 0888　　傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀國際證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司 (招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀國際證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀國際證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。
本報告包含的任何資訊由招銀國際證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。
本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀國際證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。
本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。
如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者
本報告僅提供給符合(I)不時修訂之英國 2000 年金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令("金融服務令")第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀國際證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者
招銀國際證券不是在美國的註冊經紀交易商。因此，招銀國際證券不受美國就有關研究報告準備和研究分析員獨立性的規則的約束。負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，未在美國金融業監管局（" FINRA"）註冊或獲得研究分析師的資格。分析員不受旨在確保分析師不受可能影響研究報告可靠性的潛在利益衝突的相關 FINRA 規則的限制。本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法 (經修訂) 規則 15a-6 定義的 "主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人。接收本報告的美國收件人如想根據本報告中提供的資訊進行任何買賣證券交易，都應僅通過美國註冊的經紀交易商來進行交易。

對於在新加坡的收件人
本報告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited （CMBISG）（公司註冊號 201731928D）在新加坡分發。CMBISG 是在《財務顧問法案》（新加坡法例第 110 章）下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。 CMBISG 可根據《財務顧問條例》第 32C 條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構篇制的報告。 如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》（新加坡法例第 289 章）所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則 CMBISG 僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。 新加坡的收件人應致電（+65 6350 4400）聯繫 CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。