

# 中国燃气 (384 HK)

## 共舞“美丽中国”

中国燃气是中国城市燃气分销商三强之一。公司积极地通过煤改气业务进行扩张，希望借此机会在中国华北地区占据冬季天然气采暖市场的天然气消费需求。在公司发布了2020财年上半年业绩后，股价出现了一定的下滑，显示出市场对于公司在煤改气业务及盈利的可持续性存有一定的忧虑。我们认为中国燃气不仅能够维持其农村煤改气的接驳业务，同时还具备很多与煤改气及东北市场相关的未来增长动能。首次覆盖，给予买入评级。

- 煤改气业务至少持续5年。**我们认为煤改气接驳并非仅仅短期利润助推，该业务将为中燃带来中长期业务价值。我们测算全国共计有8千万户的农村散煤燃烧替代市场。基于煤改气业务渗透率40%的假设，及每年4百万户的煤改气接驳规模，我们预期农村煤改气将至少可以持续5年至2024年。除此之外，我们也预期煤改气将为公司带来极为显著的燃气销售量，同时应收和补贴等问题将在未来几年逐渐获得好转。
- 中国东北市场：进入黄金时代。**2019年12月2日起，俄气将开始对华供应，我们认为这将释放中国东北地区巨大的天然气市场增长潜力，而中国燃气早已对该地区进行了前瞻性业务投资布局。我们预期中国燃气将在2020-22财年期间，在中国东北市场获得高双位数的销气量增长（25-35% vs. 全国平均10-15%增速），销气业务增长的同时也势将驱动新的供热服务接驳市场潜力的释放。东北市场的发展将驱动中燃长期业务增长。
- 2019-22财年净利润年均复合增长17.5%。**我们测算中燃2020-22财年的净利润分别为98.14/114.58/133.42亿港元。基于较为保守的财务模型假设，我们的测算略低于中燃新一批期权中所设立的2019-22财年19.4%的年均净利润复合增长目标。我们认为公司所设立的盈利目标具有挑战性，但同时亦具备实现可能。
- 首次覆盖给予买入评级，目标价38.00港元。**我们将中燃业务分为两个部分，其中除东北业务以外的内生增长部分我们给予31.47港元估值，而东北业务估值由于具备一定的不确定性，我们在施加20%的估值折扣后估值为6.53港元。我们认为中燃的股价将随着公司增长潜力的逐步释放而上涨。首次覆盖中国燃气，给予买入推荐。我们的目标价为38.00港元，对应20/21年预测市盈率分别为20.2/17.3倍，对应现价上涨空间为31.9%。
- 风险因素：**政策风险、气价上涨，以及供气短缺

### 财务资料

| (年结：3月31日) | FY18A  | FY19A  | FY20E  | FY21E  | FY22E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万港元) | 52,832 | 59,386 | 67,826 | 80,853 | 94,725 |
| 同比增长(%)    | 65.1   | 12.4   | 14.2   | 19.2   | 17.2   |
| 净收入(百万港元)  | 6,095  | 8,224  | 9,841  | 11,458 | 13,342 |
| 每股盈利(港元)   | 1.23   | 1.63   | 1.89   | 2.20   | 2.56   |
| 每股盈利变动(%)  | 45.2   | 32.7   | 15.8   | 16.4   | 16.4   |
| 市盈率(倍)     | 24.0   | 18.1   | 15.6   | 13.4   | 11.5   |
| 市帐率(倍)     | 5.1    | 4.3    | 3.6    | 3.0    | 2.5    |
| 股息率(%)     | 1.2    | 1.5    | 1.8    | 2.1    | 2.5    |
| 权益收益率(%)   | 21.4   | 24.1   | 23.0   | 22.3   | 21.8   |
| 不良贷款率(%)   | 83.8   | 69.1   | 70.0   | 63.4   | 56.0   |

资料来源：公司及招银国际证券预测

### 买入 (首次覆盖)

|      |           |
|------|-----------|
| 目标价  | HK\$38.00 |
| 潜在升幅 | +28.6%    |
| 当前股价 | HK\$29.55 |

### 中国城市燃气分销行业

#### 萧小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

#### 公司数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| 市值(百万港元)      | 153,426     |
| 3月平均流通量(百万港元) | 223         |
| 52周内股价高/低(港元) | 34.95/22.80 |
| 总股本(百万)       | 5,219       |

资料来源：彭博

#### 股东结构

|        |       |
|--------|-------|
| 北京控股   | 22.9% |
| 刘明辉    | 20.9% |
| 邱达强    | 18.8% |
| SK E&S | 11.7% |
| 流通股    | 24.9% |

资料来源：港交所

#### 股价表现

|      | 绝对回报  | 相对回报   |
|------|-------|--------|
| 1-月  | -6.8% | -11.1% |
| 3-月  | -2.2% | -7.2%  |
| 6-月  | 5.4%  | 7.7%   |
| 12-月 | 6.3%  | -1.7%  |

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：彭博

审计师：德勤

## 目录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 投资概要.....               | 3  |
| 焦点图表.....               | 4  |
| 中国领先的燃气分销商.....         | 5  |
| 农村煤改气：带来短期及长期的增长动力..... | 6  |
| 东北天然气分销：进入黄金时代.....     | 19 |
| 增值服务：开发新矿.....          | 23 |
| 企业文化，管理层及激励机制.....      | 25 |
| 运营表现展望.....             | 28 |
| 财务展望.....               | 34 |
| 估值.....                 | 37 |
| 风险因素.....               | 40 |
| 财务分析.....               | 41 |

## 投资概要

### 充满增长动能

我们认为中国燃气具备多项催化剂以支持公司未来盈利增长，包括1) 持续进行的煤改气业务；2) 新的管道气进口将释放中国东北燃气市场的巨大潜力；以及3) 公司增值服务正处于早期的发展阶段，仍然具备充分的发展空间以开发出更多的客户价值。我们对于中国燃气的盈利及估值测算相对保守，我们认为一旦上述增长因素完全执行到位，公司的盈利表现将有望超出我们测算预期。

### 煤改气业务具备可持续性，并将带来长期价值

我们测算煤改气业务的内部收益率具备吸引力，处于 15.0-23.7%区间，并且公司将在 4-6年内完成对煤改气业务初始投资回收。在农村居民用户的天然气消费方面，我们预期农村用户的年均消费量将是城市居民用户的 5-10 倍。基于华北地区居民采暖的刚性需求，我们认为农村用户的燃气消费表现将不会随中国宏观形势变化而出现显著波动，同时随着农村居民的收入增长仍将呈现一定的消费量增长。

对于市场关于煤改气业务的持续性以及补贴问题的关注，我们认为1) 煤改气业务由于其灵活性，以及相较于煤改电和企业清洁供暖形势需要更少的财政补贴，仍将是政府比较偏好的清洁供暖方式；2) 基于 8 千万户的清洁供暖改造市场规模，40%的煤改气市占率，我们认为煤改气工程业务至少仍将有 5 年的市场发展空间；3) 煤改气运行补贴将持续 6-7 年，并且随着农村居民收入的快速增加，政府有条件空间和空间降低补贴强度；以及4) 中燃将加速煤改气接驳业务的补贴回收，而这将显著改善公司的现金流表现，同时缓和市场对于应收和现金流的担忧。

### 东北市场：进入黄金时代

2019年12月2日起，俄气将开始对华供应，我们认为这将释放中国东北地区巨大的天然气市场增长潜力，而中国燃气早已对该地区进行了前瞻性业务投资布局。我们预期中国燃气将在 2020-22 财年期间，在中国东北市场获得高双位数的销气量增长（25-35% vs. 全国平均 10-15%增速），销气业务增长的同时也势将驱动新的供热服务接驳市场潜力的释放。东北市场的发展将驱动中燃长期业务增长。

### 2019-22 年净利润年均复合增长 17.5%

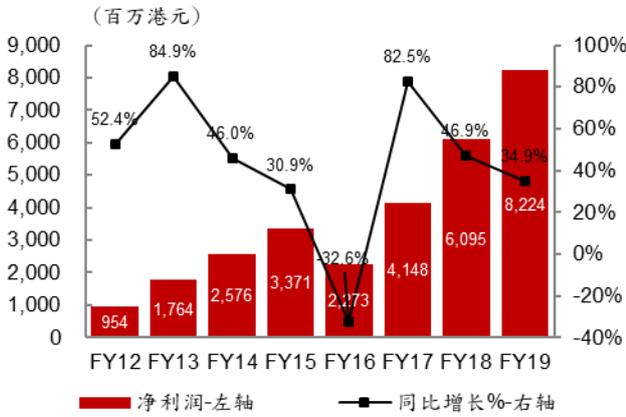
我们测算中燃 2020-22 财年的净利润分别为 98.14/114.58/133.42 亿港元。基于较为保守的财务模型假设，我们的测算略低于中燃新一批期权中所设立的 2019-22 财年 19.4%的年均净利润复合增长目标。我们认为公司所设立的盈利目标具有挑战性，但同时具备实现可能。

### 首次覆盖给予买入评级，目标价 38.00 港元。

我们将中燃业务分为两个部分，其中除东北业务以外的内生增长部分我们给予 31.47 港元估值，而东北业务天然气销售业务由于具备一定的不确定性，我们在施加 20%的估值折扣后估值为 6.53 港元。我们认为中燃的股价将随着公司增长潜力的逐步释放而上涨。首次覆盖中国燃气，给予买入推荐。我们的目标价为每股 38.00 港元，对应 20/21 年预测市盈率分别为 20.2/17.3 倍，对应现价上涨空间为 28.6%。

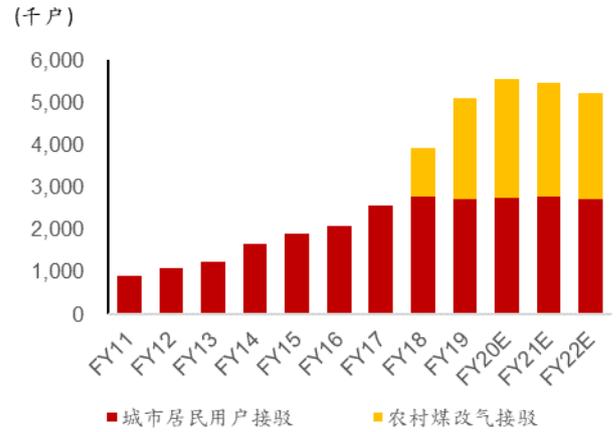
**焦点图表**

**图 1: 中国燃气在过去数年盈利增长强劲，往绩增长表现优秀**



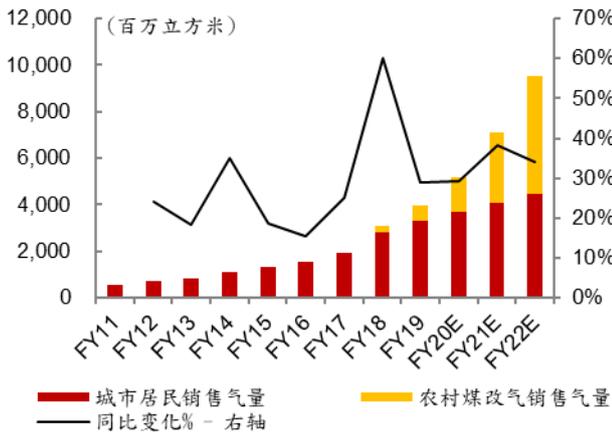
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 2: 我们预期公司在 2020-22 年居民用户的接驳量将保持相对稳定**



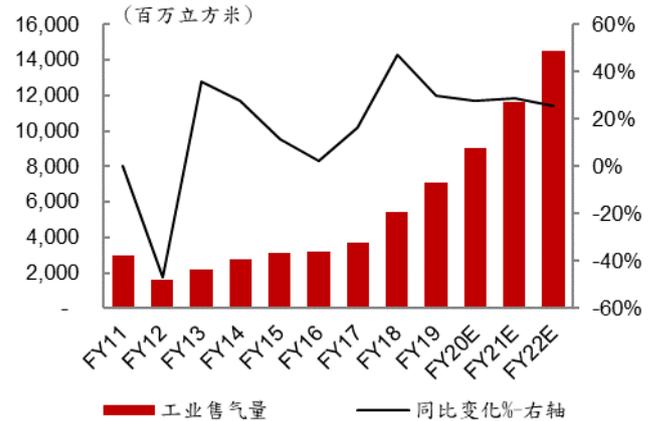
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 3: 我们预期居民燃气销售量将随着农村居民用户消费实现显著增长**



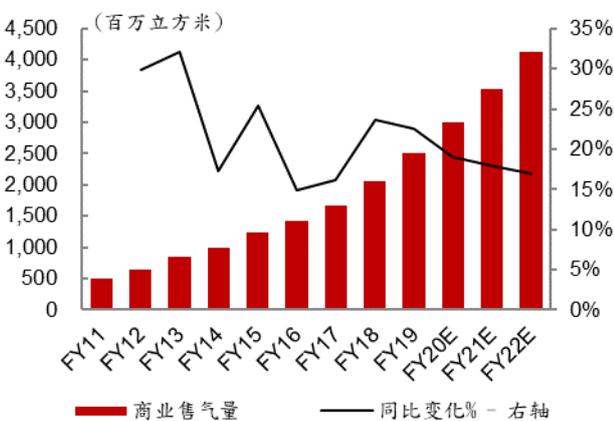
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 4: 2020-22 财年，工业零售气量将维持快速增长**



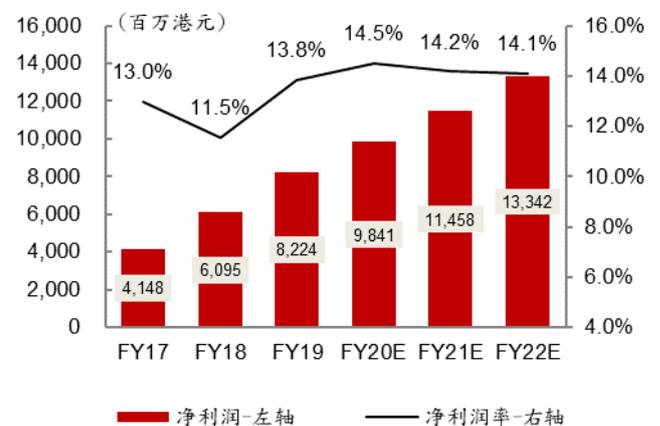
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 5: 商业客户售气量尽管预期增速略慢于工业，但仍将维持中双位数增长率**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 6: 我们预期公司将在 2020-22 财年实现年均净利润增长 17.5%**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

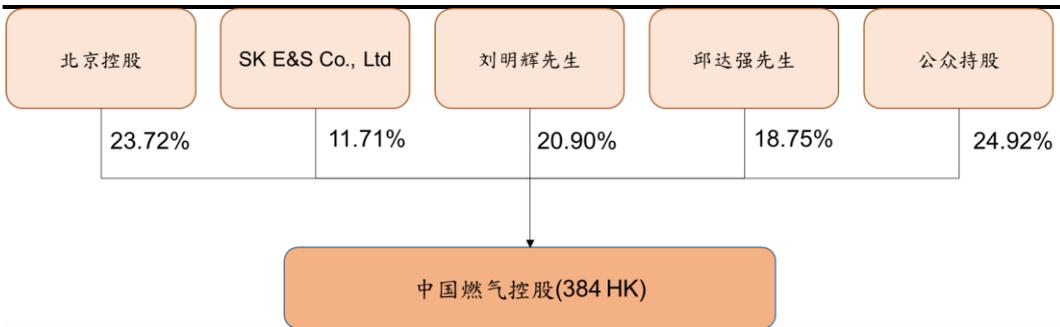
## 中国领先的城市燃气分销商

中国燃气控股有限公司（下称“中国燃气”或“中燃”）在港交所主板上市的天然气分销服务提供商。公司在中国构建了以管道天然气业务为主导，城市燃气、乡镇燃气、车船燃气、燃气技术相关的增值服务、液化石油气分销，以及其它新的能源及管理形式。

截止2019年9月份，中国燃气在全国26省市级地区拥有582个城市燃气项目，17条长输管线，555个CNG/LNG加气站，1个煤层气开发项目，100个LPG分销项目和68个综合能源供应项目。截止至2020财年上半年末，公司拥有超过3260万户居民用户，13,838户工业用户，以及213,951户商业用户，覆盖可接驳人口约1.6亿人。

根据港交所信息，北京控股（392 HK）目前是中燃最大的股东，持有公司23.72%股份；刘明辉先生、邱达强先生及SK E&S持股量紧随其后，分别持有20.90%/18.75%/11.71%。

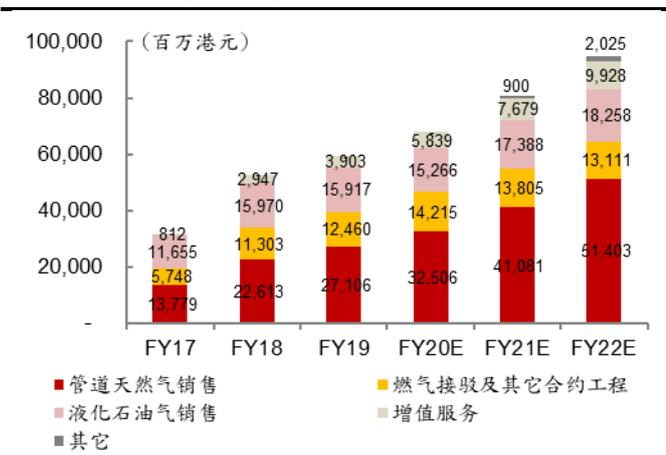
图7：中国燃气的股权结构



资料来源：公司资料，港交所，招银国际证券

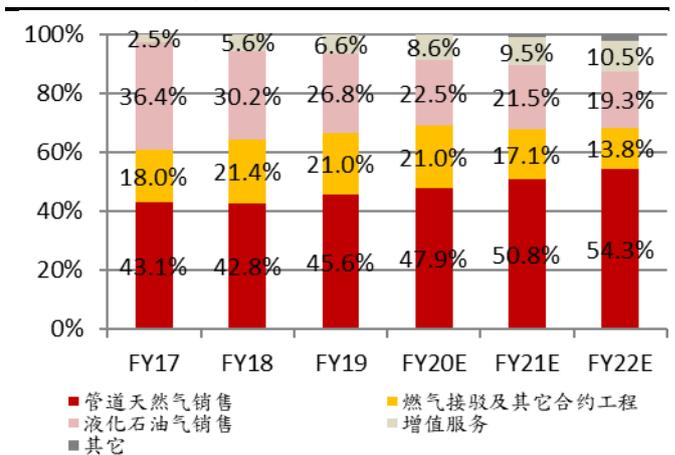
中国燃气有六大主要业务分部，分别为1)管道燃气销售；2)燃气接驳；3)工程设计及施工；4)液化石油气销售；5)增值服务及6)其它业务（含中裕燃气）。因工程设计及施工业务主要与燃气接驳业务相关，在后续的图表列式及比较中我们将两项业务合并。在2019财年，管道燃气销售、燃气接驳（含工程设计及施工收入），液化石油气销售和增值服务收入比重分别为45.6%/21.0%/26.8%/6.6%。

图8：中燃的分布收入情况



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图9：中燃的分布收入比重



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

## 农村煤改气：带来短期及长期的增长动力

农村居民煤改气业务（简称“煤改气”）是中燃业务增长的核心增长引擎。随着中国政府对于恢复蓝天的环境政策指引，以及对于华北地区清洁供暖的规划要求，管理层启动推行煤改气业务。公司自 2017 年（主要为 2018 财年）启动了煤改气项目工程，并在 2018/19 财年分别完成了 115 万户、239 万户农村用户接驳。

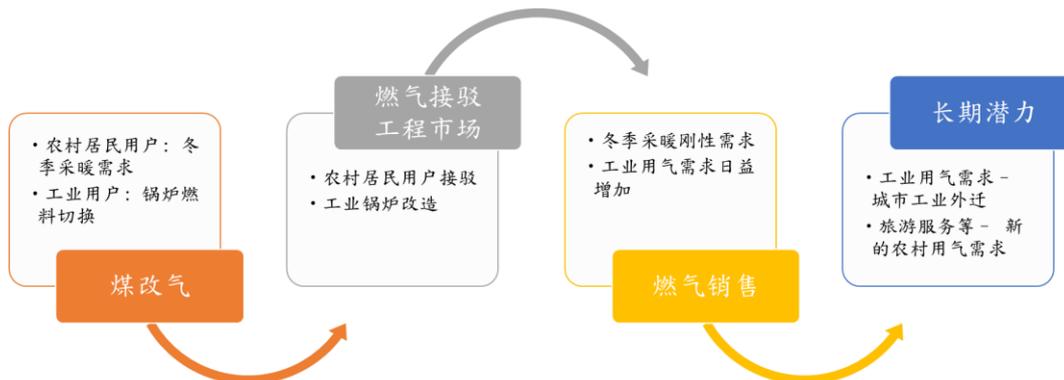
根据我们对于中燃煤改气业务的理解，我们认为煤改气项目将为公司在不同的阶段贡献价值。

在短期，对于每一户的农村用户接驳，煤改气将带来约 3,000 元人民币的工程及建设服务收入，同时公司还可以通过增值服务业务，如燃气采暖炉具的销售来获取进一步的价值。我们预期中国燃气在 2020-22 财年的煤改气接驳规模为 280/270/250 万户，为中国燃气及其附属和合资公司贡献收入 94/90/83 亿港元，对上市公司的毛利贡献占比 11.4-13.4%。我们认为中国煤改气的工程业务市场将持续至 2024 年（具体讨论详见第 11-14 页）。

在中期，我们预期中国燃气将在 4-6 年内通过售气回收煤改气的初始投资，并且煤改气的内部回报率测算为 15.0-23.7%。由于农村用户对于冬季采暖具有需求刚性，我们认为每户农村居民用户的年用气量将是城市用户的 5-10 倍，而较高的消费气量将对公司的销气量带来较大的增长潜力。2018/19 财年，我们测算中国燃气农村用户的年均用气量为 670/615 立方。基于保守预估，我们预计 2020-22 财年公司的煤改气用户年均气量将增长至 665/715/765 立方。以总销气量预算，我们预计农村用户将为中燃在 2020-22 财年带来 14.87/30.66/50.98 亿方气量销售，分别占公司零售气量的比例分别为 8.1%/13.0%/17.3%。

长期来看，我们认为煤改气业务的本质是扩大公司的经营销售服务范围。在中国政府提升农村居民收入水平，以及提升城镇化服务发展等多方面颇具雄心的支持下，我们预期公司未来将发展出更多的业务机会。我们预期未来天然气消费的增长或将进一步来自于城市工业用户外迁，以及乡村旅游经济等。

图 10: 我们预期煤改气业务将在不同阶段为中国燃气贡献价值



资料来源: 招银国际证券

由于煤改气工程市场具有较高的政策和补贴依赖性，我们认为资本市场对于中燃的煤改气接驳业务有一些顾虑，包括 1) 煤改气业务的可持续性；2) 政府补贴回收的迟滞对中燃现金流带来的拖累；3) 农村用户的消费能力；以及 4) 煤改气相关的安全问题。

我们对中燃的煤改气业务做了深入的研判，包括 1) 这项业务的商业模式和回报测算，2) 与煤改电模式在投资和补贴的比较，3) 未来煤改气业务的覆盖区域，以及 4) 政府补贴的周期和强度，5) 农村用户的消费潜力以及 6) 补贴以及应收等问题。基于我们的研究发现，我们认为

- 煤改气业务内部回报率介于 15.0-23.7%之间，并且初始投资能够在 4-6 年内完成回收（第 7-9 页）
- 煤改气工程市场将至少能够持续 5 年，足以支持中燃的农村居民接驳业务收入（第 9-10 页）
- 煤改气发展重心将自京津冀地区向河南、山东、山西、山西、长三角、以及东三省逐渐转移（第 11 页）
- 农村用户具有更高的天然气消费潜力，1 户农村居民的用气量 = 5-10 户城市居民消费气量（第 13-14 页）
- 农村居民的用气补贴将可能持续 6-7 年，并呈逐步推出趋势，同时农村居民的可支配收入将组件向城市居民靠近（第 14-15 页）
- 补贴回收的延迟将是一个短期问题，中燃的财务能力稳健注意支持跨越这一段周期（第 16-18 页）
- 作为全国性的城市燃气分销商，中燃具有较高的安全标准，同时具备较强的运营风险控制。

## 煤改气业务：中燃冬季供暖业务重心下独特商机

中国燃气对于通过农村煤改气接驳以捕捉中国北方冬季采暖的用气需求进行了非常周密的部署。根据公司透露及我们的测算，我们预期公司将对每户煤改气用户的开发投资人民币 4,000-4,700 元，其中人民币 2,500-3,200 元为压力管道及调压站建设，其余的 1,500 元将用于农村居民的户内管道及燃气表具的安装。公司对户内管线和表具收取约人民币 3,000 元作为接驳费。煤改气工程接驳的毛利水平在 40-50%左右，但同时中燃需要在未来的 20-30 年间负责对这些户内管线提供安全检查及维护服务。对中国燃气来说，这 3,000 元人民币的接驳收入将全额由中央及地方各级政府资金补贴支持。

对部分的煤改气项目，中燃还通过 OEM 贴牌及公司自产燃气具品牌对农户进行壁挂炉销售。贴牌厂商的壁挂炉销售毛利处在 10-15%区间，而中燃自产的壁挂炉毛利率在 25-30%区间。壁挂炉的平均销售价格（含税价）在人民币 3,000-3,300 元左右。

根据过往两年的煤改气销售数据，管理层透露农村煤改气项目的中燃品牌燃气具销售渗透率因项目而异，渗透率在 30-60%左右。我们测算含贴牌炉具在内，中燃品牌的壁挂炉销售渗透率占公司煤改气工程量约 30%。公司在河北省启动了一个壁挂炉生产项目，项目一期年产 40 万台。公司希望通过该生产线将自有品牌（含贴牌）对煤改气用户的销售渗透率提升至约 50%。在补贴方面，地方政府对壁挂炉的购置提供人民币 2,000-3,000 元补贴。在接驳安装和燃气具补贴后，农户对于煤改气整体支出仅数百元。

在运营供气阶段，基于农村居民在冬季采暖期对于天然气的的需求判断，中燃和地方政府预期农村用户年用气量在 1,200 立方左右（以河北省为例）。基于零售气价人民币 2.4 元/立方，我们测算冬季采暖所付出的天然气燃料成本为每年 2,880 元。该燃气账单显著高于燃烧散煤，但地方政府愿意为农村居民用气提供一定补贴，补贴水平在人民币 0.8-1.0 元/立

方，根据目前政策，用气补贴将覆盖 600-1,200 立方的农村煤改气居民用气量。补贴后，我们测算农村居民的采暖账单将较燃烧散煤高出数百元。随着农村居民的收入水平迅速向城镇居民靠拢，我们认为农村居民的采暖账单对于大部分煤改气用户来说是大致是可以承受的。

基于较为保守的假设，包括 1) 农村煤改气净投资人民币 1,500 元，2) 每户年平均销气量 600-900 立方米，3) 燃气销售毛差仅人民币 0.4 元/立方米，以及 4) 燃气管线和设施的运营生命周期仅持续 20 年，我们测算得出每户农村煤改气的内部投资回报率 (IRR) 在 15.0-23.7% 之间。在极端情况，即单户投资具有最高的投资成本，没有炉具销售贡献，同时燃气销售量每年维持极低的 600 立方水平，我们测算得出单户项目投资回报率仍高于 10.0%。总的来说，我们预期中国燃气在 4-6 年内能够收回农村煤改气项目的初始投资。

图 11: 中国燃气农村煤改气商业模式信息汇总及内部回报率测算

| (每户)                  | 中燃<br>所需投资         | 政府补贴         | 农户支出        |
|-----------------------|--------------------|--------------|-------------|
| <b>工程部分 (人民币)</b>     |                    |              |             |
| 天然气调压站及压力管网建设         | 2,500-3,200        | nil          | nil         |
| 户内管线及燃气表具             | 1,500              | 3000         | nil         |
| <b>户均投资小计</b>         | <b>4,000-4,700</b> | <b>3,000</b> | <b>nil</b>  |
| <b>燃气炉具销售及安装</b>      |                    |              |             |
| 壁挂炉销售(人民币)            | ~3,000-3,300       | 2,700-3,000  | 300-600     |
| 壁挂炉成本 (人民币)           | 2,250-2,310        | n/a          | n/a         |
| OEM贴牌炉具毛利率            | 10-15%             | n/a          | n/a         |
| 中燃宝炉具毛利率 (自有品牌)       | 25-30%             | n/a          | n/a         |
| <b>炉具销售毛利(人民币)</b>    | <b>300-990</b>     | <b>n/a</b>   | <b>n/a</b>  |
| <b>燃气供应及消费</b>        |                    |              |             |
| 年燃气消费量 (立方米/户)        | n/a                | 1,200 max    | 600-1,200   |
| 人气成本/补贴/购买价格 (人民币)    | 2.0                | 0.8-1.0      | 2.4         |
| 补贴前年燃气账单(人民币)         |                    |              | 1,440-2,880 |
| 补贴后年燃气消费账单(人民币)       |                    |              | 960-1,920   |
| 销气毛差 (人民币/立方米)        | n/a                | n/a          | 0.4         |
| <b>年销气毛差 (人民币)</b>    | <b>240-480</b>     | <b>n/a</b>   | <b>N/A</b>  |
| <b>煤改气投资测算</b>        |                    |              |             |
| 含补贴及炉具销售后总投资 (人民币)    | 700-1,400          | n/a          | n/a         |
| 补贴延期2年每年5%的利息成本 (人民币) | 300                | n/a          | n/a         |
| <b>含炉具销售净投资(人民币)</b>  | <b>1,000-1,700</b> | <b>n/a</b>   | <b>n/a</b>  |
| <b>不含炉具销售净投资(人民币)</b> | <b>1,300-2,000</b> | <b>n/a</b>   | <b>n/a</b>  |
| 煤改气项目内部投资回报率          | 15.0%-23.7%        |              |             |
| <b>投资回收期 (年)</b>      | <b>4-6</b>         | <b>n/a</b>   | <b>n/a</b>  |

资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 12: 我们测算中燃煤改气业务的内部投资回报率处在 15-23.7% 之间, 极端情况下内部投资回报率仍高于 10.0%

|     | 每户净投资额(人民币) |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|     | 1000        | 1100  | 1200  | 1300  | 1400  | 1500  | 1600  | 1700  | 1800  | 1900  | 2000  |
| 240 | 23.7%       | 21.4% | 19.4% | 17.8% | 16.3% | 15.0% | 13.9% | 12.9% | 11.9% | 11.1% | 10.3% |
| 260 | 25.7%       | 23.3% | 21.2% | 19.4% | 17.9% | 16.5% | 15.3% | 14.2% | 13.2% | 12.4% | 11.5% |
| 280 | 27.8%       | 25.2% | 23.0% | 21.1% | 19.4% | 18.0% | 16.7% | 15.6% | 14.5% | 13.6% | 12.7% |
| 300 | 29.8%       | 27.0% | 24.7% | 22.7% | 21.0% | 19.4% | 18.1% | 16.9% | 15.8% | 14.8% | 13.9% |
| 320 | 31.9%       | 28.9% | 26.4% | 24.3% | 22.5% | 20.9% | 19.4% | 18.2% | 17.0% | 16.0% | 15.0% |
| 340 | 33.9%       | 30.8% | 28.1% | 25.9% | 24.0% | 22.3% | 20.8% | 19.4% | 18.2% | 17.1% | 16.1% |
| 360 | 35.9%       | 32.6% | 29.8% | 27.5% | 25.4% | 23.7% | 22.1% | 20.7% | 19.4% | 18.3% | 17.3% |
| 380 | 37.9%       | 34.5% | 31.5% | 29.1% | 26.9% | 25.0% | 23.4% | 21.9% | 20.6% | 19.4% | 18.3% |
| 400 | 40.0%       | 36.3% | 33.2% | 30.6% | 28.4% | 26.4% | 24.7% | 23.2% | 21.8% | 20.6% | 19.4% |
| 420 | 42.0%       | 38.1% | 34.9% | 32.2% | 29.8% | 27.8% | 26.0% | 24.4% | 23.0% | 21.7% | 20.5% |
| 440 | 44.0%       | 40.0% | 36.6% | 33.7% | 31.3% | 29.2% | 27.3% | 25.6% | 24.1% | 22.8% | 21.6% |
| 460 | 46.0%       | 41.8% | 38.3% | 35.3% | 32.7% | 30.5% | 28.6% | 26.8% | 25.3% | 23.9% | 22.6% |
| 480 | 48.0%       | 43.6% | 40.0% | 36.9% | 34.2% | 31.9% | 29.8% | 28.0% | 26.4% | 25.0% | 23.7% |

资料来源: 招银国际证券预测

### 煤改气业务将至少再持续 5 年

中国政府的煤改气政策与中国对于华北地区的散煤燃烧机空寂污染控制高度相关。政府目标非常清晰, 1) 有鉴于日益严重的雾霾影响, 致力于恢复蓝天; 2) 通过煤炭消费控制减少碳强度, 同时增加燃烧的效率。根据《中国散煤综合治理调研报告: 2017-19 年度执行报告》, 中国 2015 年共计燃烧了约 7.5 亿吨散煤, 其中 2 亿吨散煤消费来自于农村居民的炊事和冬季采暖。基于平均每户每年燃烧散煤 2.5 吨假设, 我们测算得出中国整个散煤清洁替代市场规模约 8 千万户。

煤改气和煤改电是北方两种散煤替代的主要方式(又称“双替代”)。2017 年随着政策的积极鼓励, 煤改气在 2+26 试点城市中是比较主流的散煤替代方式。然而过于激进的煤改气工程节奏导致 2017 年冬季出现了显著的燃气供应短缺, 气荒引发了民众反弹并导致政策出现了明显的摇摆。到 2018 及 2019 年, 煤改气的节奏变得更为保守, 同时更多的地区以煤改电作为散煤清洁替代的主要方式。

2019 年 10 月, 中国政府发布了 2019/20 年冬季清洁采暖工作计划, 强调“宜气则气、宜电则电、宜煤则煤; 以气定改, 先破后立”。市场或将此政策的转向解读为煤改气告一段落, 但我们持不同观点。我们认为建立禁煤区仍然是控制散煤燃烧最有效的手段。基于对不同类型的清洁采暖的比较, 我们仍然认为煤改气仍然是受地方政府欢迎的主要清洁采暖方式, 主要因为

- 1) 相比煤改电和其它清洁采暖能源, 煤改气仅要求较少的初始项目投资;
- 2) 在运营阶段, 煤改气所要求的运营补贴更少;
- 3) 相较于地热和其它能源形式, 煤改气更加灵活, 同时也更易于实施。

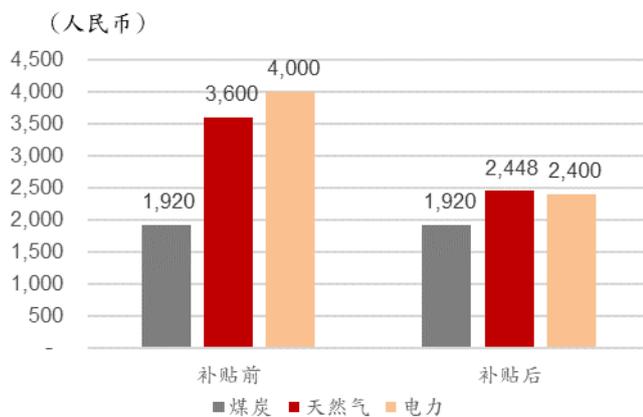
我们认为煤改气工程规模的放缓是暂时性的, 随着中国国内天然气田项目的开发以及进口管道及 LNG 气量的增加, 我们认为中国将获取更加稳定及丰富的天然气供应, 届时, 煤改气将重新成为最流行的散煤替代和清洁采暖方式。

图 13: 散煤燃烧、煤改气、煤改电三种方式的对比

|             | 单位         | 散煤    | 天然气        | 电力           |
|-------------|------------|-------|------------|--------------|
| <b>安装成本</b> |            |       |            |              |
| 初始投资        | 人民币/平方米    | n/a   | 35-40      | 40-45        |
| <b>供暖面积</b> | <b>平方米</b> |       | <b>100</b> |              |
| 基础设施接驳      | 人民币/户      | n/a   | ~3000      | 7800 - 12000 |
| 设备置换        | 人民币/户      | n/a   | ~3000      |              |
| 初始总开支       | 人民币        | n/a   | ~6000      | ~7800        |
| 政府补贴        | 人民币        | n/a   | 5500       | 6240         |
| 农户实际支出      | 人民币        | n/a   | 500        | 1560         |
| <b>供暖天数</b> |            |       |            |              |
|             | <b>日</b>   |       | <b>120</b> |              |
| 燃料类型        |            | 煤炭    | 天然气        | 电力           |
| 单位          |            | 公斤/天  | 立方米/天      | 千瓦时/天        |
| 日采暖消耗       |            | 20    | 12         | 66.7         |
| 燃料成本        |            | 人民币/吨 | 人民币/立方米    | 人民币/千瓦时      |
| 燃料单价        |            | 800   | 2.5        | 0.5          |
| 政府补贴        |            | n/a   | 0.8        | 0.2          |
| 日采暖成本       | 人民币/天      | 16    | 30         | 33.3         |
| 冬季采暖支出      | 人民币/户      | 1920  | 3600       | 4000         |
| 与煤炭采暖成本比较   | 倍          | 1.0   | 1.9        | 2.1          |
| 总运营补贴       | 人民币/户      | n/a   | 1152       | 1600         |
| 补贴后总采暖成本    | 人民币/户      | 1920  | 2448       | 2400         |
| 与煤炭采暖成本比较   | x          | 1.0   | 1.3        | 1.3          |
| 补贴覆盖范围      | 百万户        | n/a   | 12         | 6            |
| 初始安装补贴      | 百万人民币      |       | 66,000     | 37,440       |
| 运营补贴        | 百万人民币      |       | 13,824     | 9,600        |

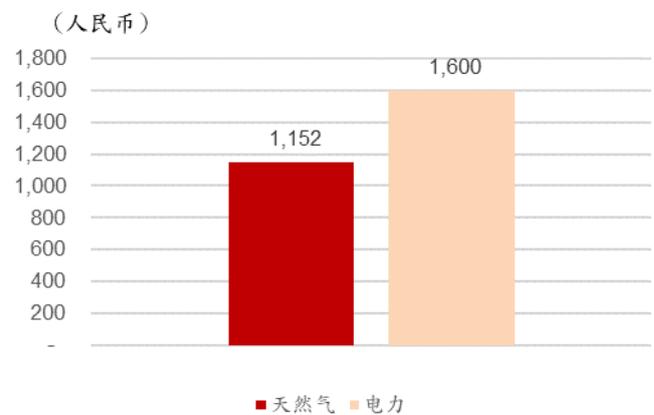
资料来源：招银国际证券测算

图 14: 补贴后，农村居民每年的采暖消费账单处于接近水平



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 15: 我们预期政府将需要为煤改电支付更多的运营补贴



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

结合潜在的天然气供应限制，以及政府对于清洁供暖的积极干预政策，我们预期煤改气将最终获得约 40% 的散煤供暖清洁替代市场份额，长期来看隐含有 3,200 万户的煤改气市场规模。

根据中央及地方政府数据，截止到 2018 年末，中国共计有 1,192 万户农户居民完成了清洁采暖改造。根据中国生态环境部测算，到 2019 年末，将有 1,700 万户农户完成清洁采暖改造，对应我们预估的 8 千万户市场规模的 21.3%。在 2019 年底预估的 1,700 万户中，我们预计农村煤改气将占比约 65%，对应我们预测煤改气 32 百万户中的 34.5%。基于每年完成 4 百万户的煤改气用户量假设，我们预期煤改气的工程市场至少再持续 5 年至 2024 年。

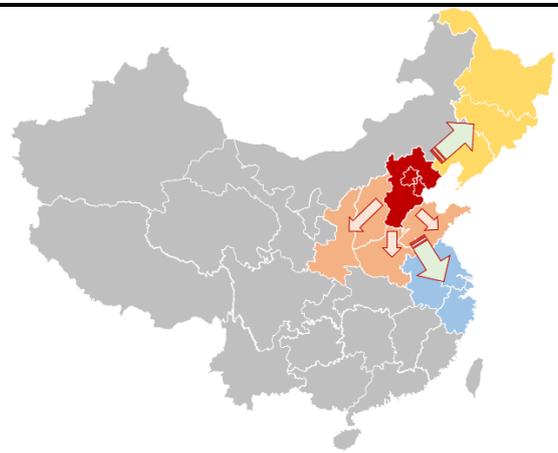
在我们看来，作为煤改气业务市场最活跃的市场参与者，中国燃气在未来几年会维持相对稳定的煤改气接驳业务量。我们相信业务发展的重心，将自京津冀地区向河南、山东、山西、陕西、长三角地区以及东北区域逐渐延伸。

**图 16: 冬季的空气污染地图显示采暖期华北地区的空气污染问题仍然严重。**



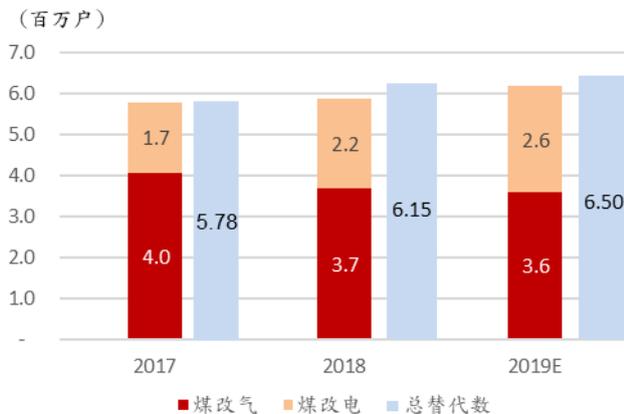
资料来源: ipe.org.cn, 招银国际证券  
注: 数据截取时间, 2019 年 12 月 9 日, 上午 9:00

**图 17: 我们预期煤改气业务将从京津冀地区向其它涉冬季采暖污染区域组件拓展。**



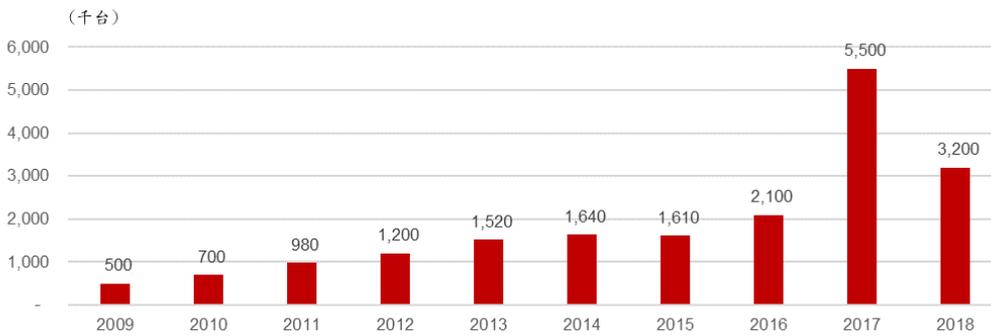
资料来源: 招银国际证券

**图 18: 居民散煤燃烧替代市场测算**



资料来源: 环境保护部, 招银国际测算

**图 19: 燃气锅炉的销售量随着通过煤改气替代市场的繁荣而增长，该增长本身具有长期趋势**



资料来源：中国散煤综合治理调研报告, 招银国际证券

### 农村居民的消费能力及政府补贴支持

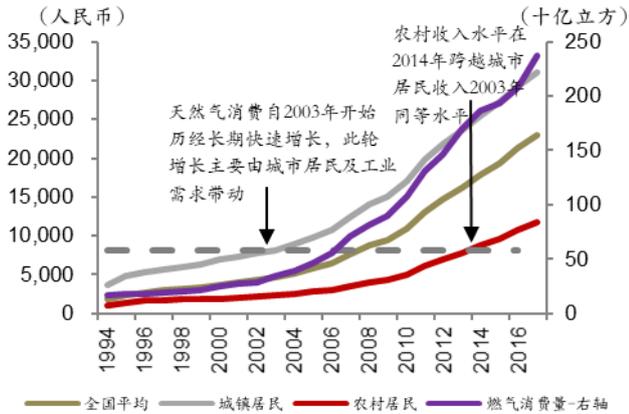
在消费能力方面，我们观察到中国的天然气消费水平自 2003 年起有一段长达 11 年维持高双位数的增长，而 2003 年城市居民的人均收入水平为人民币 8,104 元。我们注意到农村居民的人均收入水平在 2014 年也跨越了人民币 8,104 元线，并且中国政府采用天然气作为其中一项主要燃料来源的清洁采暖计划则是自 2017 年才开始启动。从时间上，我们认为这是一个开启农村居民天然气应用的较好时点。

在我们观察区域（北方供暖区域）的可支配收入方面，我们发现农村居民的可支配收入水平为城镇居民的 33.7-53.7%；但农村居民的可支配收入，在 2013-18 年年均复合增长率较城市居民快 0.3-1.3 个百分点。基于中国政府有效的扶贫政策及乡村振兴措施，我们预期未来农村和城镇居民的收入差距将加速缩窄，并且，我们认为中国政府将持续增加对于乡村地区的资本开支以持续改善并提高乡村地区的公共服务状况。农村人口占中国总人口的 40%，我们相信农村居民的收入和消费能力提升将对于国内消费市场的刺激具有重要作用。

在天然气价格方面，我们看到天然气门站价格在 2013-19 年大致维持稳定。城市燃气门站价在 2015 年经过轻微上涨后有明显的下调，并且发改委在 2017 年再次下调了门站价。2013-18 年期间，在涉煤改气省份我们计算平均的门站价年均降幅约 2.9-3.4%，而农村居民的可支配收入年均增长介于 7.0-9.6%。

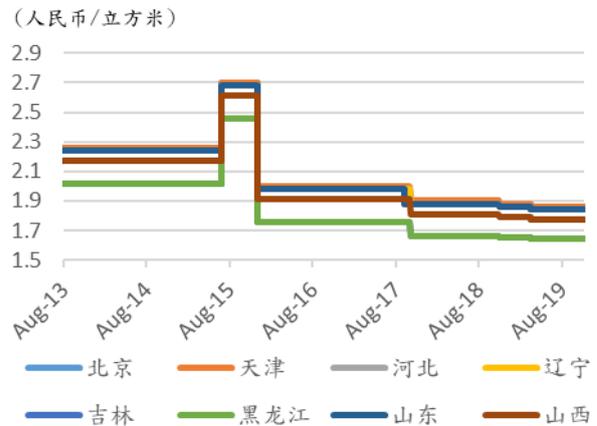
此外，中国政府对于消灭贫困采取了积极的措施，执政党也在中共十九大会议中制定了 2020-2035 长期乡村发展计划，目标为 1) 全面提升农村居民的生活水平，并提升中等收入群体所占比重；2) 缩窄农村和城市居民的发展和生说水平差距；3) 实现公共服务均等化；4) 从根本上改变生态环境，实现“美丽中国”。基于对上述目标的理解，我们预期农村居民的收入增速将在未来几年进一步加快。

**图 20: 天然气消费自 2003 年开始迅速增长, 当时中国城镇人均收入超过人民币 8,104 元线。2014 年, 中国农村人均收入也超过了这一界线。**



资料来源：万德资讯, 招银国际证券

**图 21: 在几个煤改气核心省市, 我们计算天然气城市门站价在 2013-18 年间平均降幅介于 2.9-3.4%**



资料来源：公司资料, 招银国际证券预测

**图 22: 涉煤改气省市区域的可支配收入情况汇总**

| 省份/地区 | 城镇     |        |       | 农村     |        |       | 增速差异<br>农村-城镇 | 农村/城镇比(%) |       |
|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|---------------|-----------|-------|
|       | 2013   | 2018   | 复合增长率 | 2013   | 2018   | 复合增长率 |               | 2013      | 2018  |
| 北京    | 44,564 | 67,990 | 8.8%  | 17,101 | 26,490 | 9.1%  | 0.3ppt        | 38.4%     | 39.0% |
| 天津    | 28,980 | 42,976 | 8.2%  | 15,353 | 23,065 | 8.5%  | 0.3ppt        | 53.0%     | 53.7% |
| 河北    | 22,227 | 32,997 | 8.2%  | 9,188  | 14,031 | 8.8%  | 0.6ppt        | 41.3%     | 42.5% |
| 山西    | 22,258 | 31,035 | 6.9%  | 7,949  | 11,750 | 8.1%  | 1.3ppt        | 35.7%     | 37.9% |
| 辽宁    | 26,697 | 37,342 | 6.9%  | 10,161 | 14,656 | 7.6%  | 0.7ppt        | 38.1%     | 39.2% |
| 吉林    | 21,331 | 30,172 | 7.2%  | 9,781  | 13,748 | 7.0%  | -0.1ppt       | 45.9%     | 45.6% |
| 黑龙江   | 20,848 | 29,191 | 7.0%  | 9,369  | 13,804 | 8.1%  | 1.1ppt        | 44.9%     | 47.3% |
| 山东    | 26,882 | 39,549 | 8.0%  | 10,687 | 16,297 | 8.8%  | 0.8ppt        | 39.8%     | 41.2% |
| 河南    | 21,741 | 31,874 | 8.0%  | 8,969  | 13,831 | 9.0%  | 1.1ppt        | 41.3%     | 43.4% |
| 陕西    | 22,346 | 33,319 | 8.3%  | 7,092  | 11,213 | 9.6%  | 1.3ppt        | 31.7%     | 33.7% |
| 平均    | 25,787 | 37,645 | 7.9%  | 10,565 | 15,889 | 8.5%  | 0.6ppt        | 41.0%     | 42.2% |

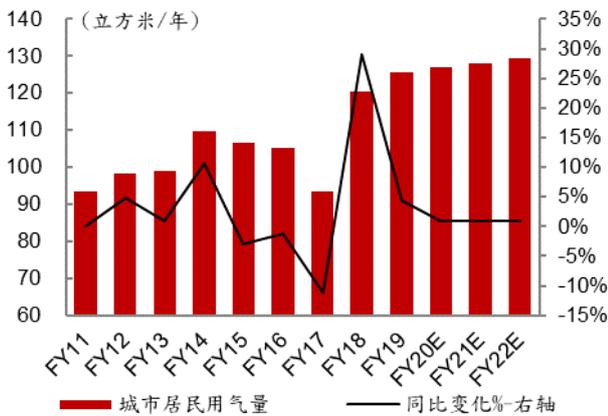
资料来源：万德资讯, 招银国际证券

### 天然气消费潜力：1 户农村煤改气用户 = 5-10 户城市居民用户

根据中燃和地方政府的测算, 北方地区农村居民的天然气采暖需求在每年 600-1,200 立方区间。这个数字是中燃目前的城市居民用户年均消费量 (2015-19 财年平均 110 立方米) 的 5-10 倍。城乡居民消费量差异主要来自于冬季采暖, 城市用户的采暖主要来源于集中供暖服务提供商, 而农村用户的采暖在煤改气过后主要是通过户内的燃气锅炉实现。

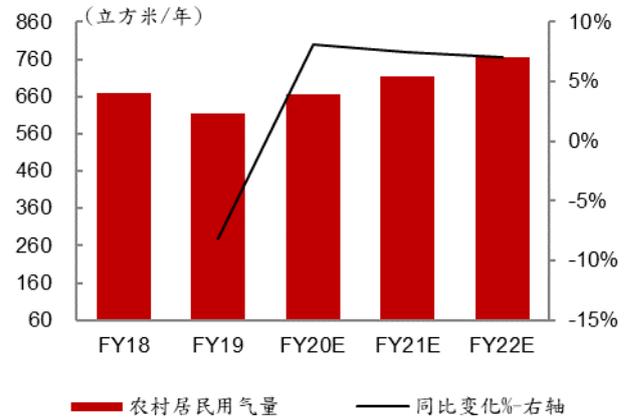
基于对冬季采暖是刚需的理解, 我们预期农村居民用户对于天然气的的需求并不会随着宏观经济呈现波动, 并且一旦实现禁煤区同时完成了天然气对散煤的替代, 对于天然气的的需求将不可逆。此外, 随着消费能力的提升, 我们预期农村居民将会有更多的燃气应用, 如炊事和淋浴等新的天然气应用, 将逐渐增加农村居民对于天然气的的需求。在现阶段, 我们相信冬季的气温是决定农村天然气用气需求的主要因素。

图 23: 在 2015-19 财年，中燃的城市居民年用气量介于 93.3-125.7 立方，我们预期 2020-22 财年城市居民用气量每年增长 1%



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 24: 农村居民的用气量将是城市居民的 5-10 倍，并且随着农村收入的增长，还会有进一步增加的潜力



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

### 在运营期，有限的政府补助将持续 6-7 年

为了推广冬季清洁采暖，地方政府为煤改气农户提供燃气消费补贴（省市县各承担补贴的 1/3）。目前的补贴强度设定在每立方 0.8-1.0 元/立方，同上补助的上限为每个采暖季 1,200 立方。

基于下属假设

- 1) 2018 年，平均可承担的农村采暖成本为每户人民币 1,500 元（平均 2 吨煤炭消费 x 单价每吨 750 元人民币）
- 2) 燃气价格维持稳定于人民币 2.4 元/立方米，并且冬季燃气消费量为 1,200 立方米/年
- 3) 平均可支配农户收入为人民币 47,666 元（人均可支配收入人民币 15,889 元，平均每户 3 人）
- 4) 农村可支配收入增速为每年 10%

我们预期地方政府对于农村居民的用气补贴将在一定水平上维持 6-7 年，直到农村用户使用天然气采暖的成本与 2018 年烧煤采暖占农户可支配收入比例接近或相同（即采暖燃料消费占收入比重对等）。由于农村居民的可支配收入不断增长，我们预期地方政府将有空间调整补贴强度，并将补贴资金用于支持覆盖更多的农村煤改气用户。基于补贴强度逐渐下调展望，我们测算地方政府在 2018-24 年共计需要耗费人民币 935 亿用气补贴，并且气补需求将在 2021 年封顶于约人民币 174 亿元。

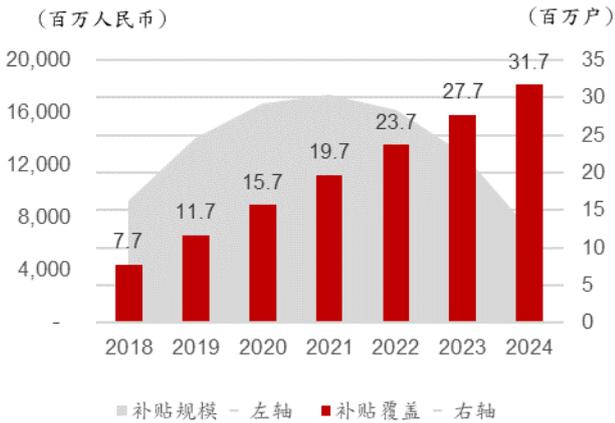
现行的用气补贴存续 3 年至 2019/20 冬季过后截止，河北省政府近期的关于削减用气补贴的后续政策快于我们预期，隐含短期内农户使用天然气用于采暖的成本负担将会增加。然而在天津，地方政府为了巩固天然气清洁采暖的成果，地方政府决定再度将每立方补贴人民币 1 元的补贴强度延续三年。这样的政策支持优于我们预期。整体而言，我们仍然预期补贴强度将维持逐渐下降趋势。

图 25: 随着可支配收入水平的提高, 我们预期地方政府将有空间下调用气补贴的强度, 同时将补贴资金用于覆盖更多的煤改用户。



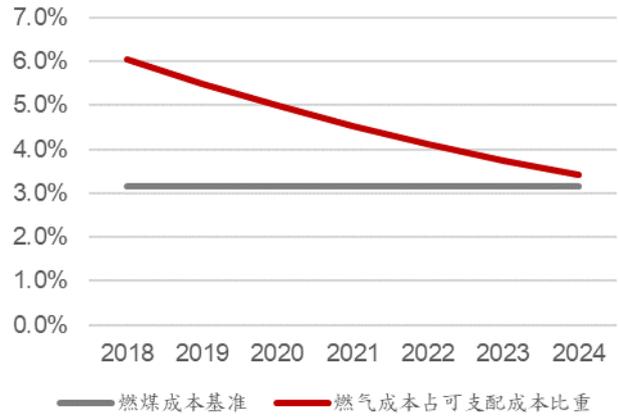
资料来源: 招银国际证券测算

图 27: 我们对于全国整体的补贴规模及所覆盖的农户数量测算, 我们预期 2021 年补贴规模到顶, 此后随着补贴强度的下降而逐渐下降。



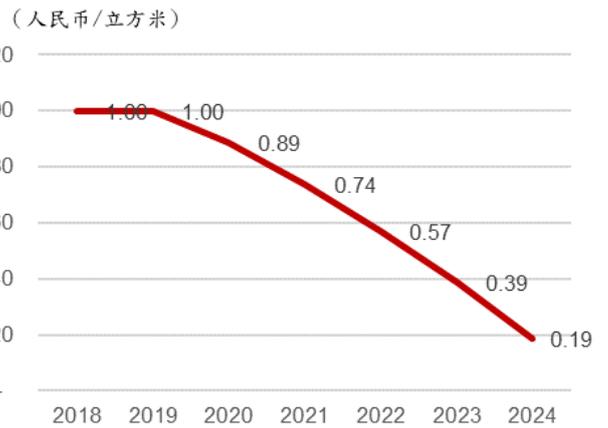
资料来源: 招银国际证券测算

图 26: 我们预期用天然气采暖占收入比重将逐渐向 2018 年烧煤采暖所占收入比重靠拢, 并在 2024/2025 年追平。



资料来源: 招银国际证券测算

图 28: 我们对于农村煤改气用户每户的补贴强度持下降预期



资料来源: 招银国际证券测算

## 煤改气接驳补贴延迟仅为一个短期问题

根据中国燃气近两年的股价表现，我们相信市场对于公司在煤改气业务方面的快速扩张有所顾虑，因为中燃的农村煤改气工程接驳收入主要源于政府补贴。而由于中燃在确认收入与政府部门项目验收并发放补贴过程中存时间差，煤改气业务对于公司的现金流带来较为显著的拖拽。受此影响，公司在应收账款和合约资产两项会计账目均成快速跃升态势。有鉴于公司资产负债表现的弱化，GMT Research 甚至就中国燃气的煤改气业务出具了做空报告。

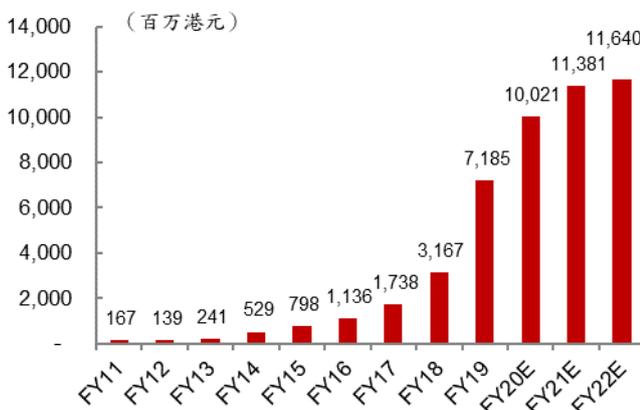
但究竟应该如何理解煤改气工程接驳及补贴？我们认为煤改气接驳与其它高度依赖补贴的商业模式（比如可再生能源发电，以及电动车）有本质区别，因为1）燃气接驳本身是一项非常成熟的业务，2）煤改气业务更多的应是补足农村地区基础设施及公共服务建设不足的短板，而非对于城市燃气分销业务的推广。因此我们相信政府和中国燃气双方均将把长期业务的焦点置于天然气分销应用以及其环境影响，而非以赚取短期补贴回报为目的。

中国燃气的合约资产（因 2018 年会计准则变更而更名，过去名为“应收客户合约工程款”）在 2018 和 2019 财年分别两度净利快速跃升至 31.67 及 71.85 亿港元。贸易及其它应收款同样经历了快速攀升，在公司启动了煤改气业务后，贸易应收款自 2017 财年末的 60.67 亿港元上涨 48.7% 至 2018 财年末的 90.19 亿港元。我们认为合约资产和应收款项的增长均主要受到公司实施煤改气工程业务所带动。由于天然气供应限制，导致有较大量的煤改气业务实际已接驳完工，但尚未达到点火通气状态。从应收款项方面观察，除农村煤改气以外，我们并没有发现明显的疑点，公司的应收账款的增长大致是与收入增长相匹配，我们认为 2020-22 财年，公司将继续维持收入增长与应收增长相匹配的趋势。

截止至 2020 财年上半年（半财年结为 2019 年 9 月 30 日），中国燃气的应收账款较 2019 财年末上升 6.2%，增速明显放缓。公司解释主要是因为公司在上半财年加速了煤改气接驳补贴款的回收。公司 2020 年上半财年受到了约 20 亿港元煤改气补贴，管理层预计全年实现 150-200 万户点火通气将带来 50 亿港元的补贴款回收。

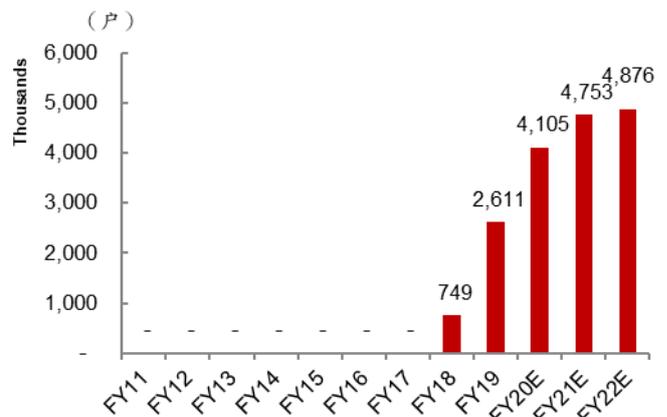
若将合约资产和应收账款加总，我们计算这两项的净增量随着煤改气接驳业务的开展呈现明显的增长。随着公司煤改气工程业务的继续推进，我们认为已完成接驳但尚未点火通气的户数将在 2020 财年开始维持稳定，因此合约资产和应收的净增量也将因此在未来几年逐渐下降。

图 29: 中国燃气的合约资产



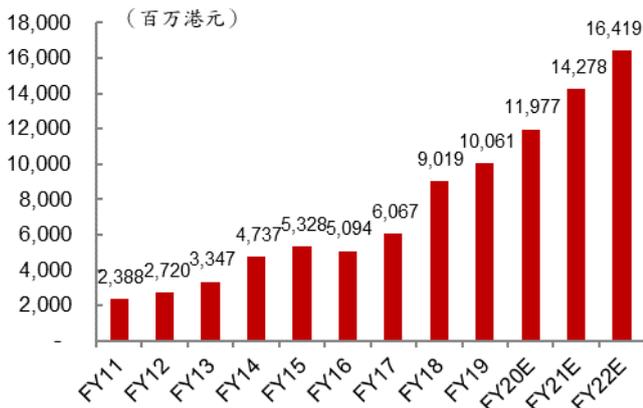
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 30: 已完成接驳但尚未点火通气的户数及测算



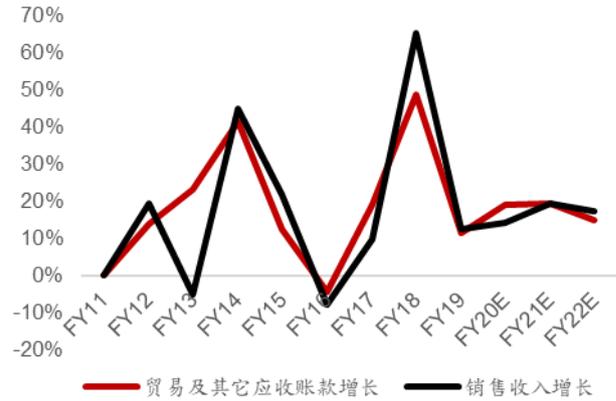
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 31: 中国燃气的贸易及其它应收



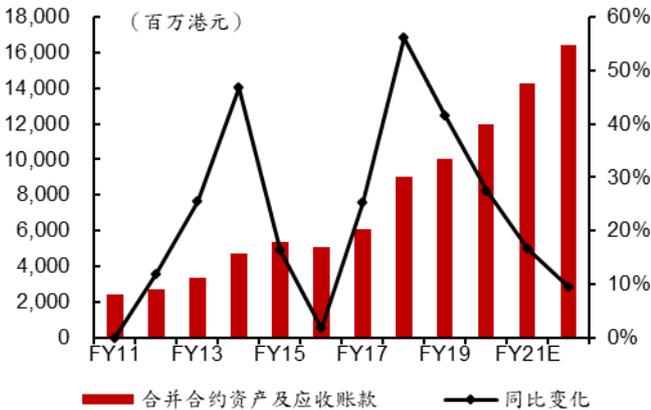
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 32: 销售收入和贸易应收款的增长速度大致匹配



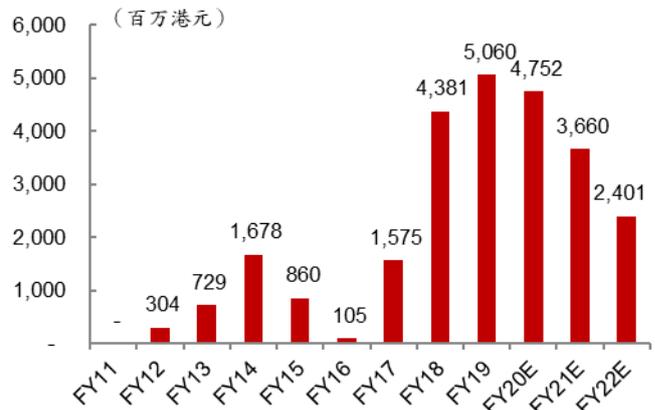
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 33: 合并合约资产和贸易应收款及其增速



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 34: 合并合约资产及贸易应收后的净增量

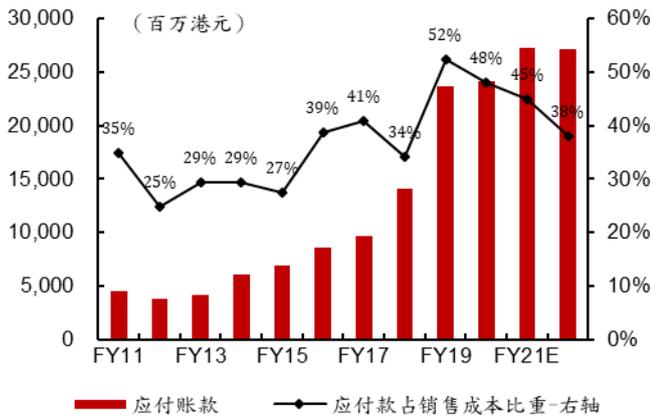


资料来源：公司资料，招银国际证券预测

在贸易及其它应付款方面，我们在 2018/19 财年分别观察到明显的跃升，分别是 45.5%/68.7% 至 140/237 亿港元。应付款项的快速攀升为市场带来担忧，公司正通过延长应付天数来延缓现金流偏紧所带来的压力。我们认为公司和市场双方对于现金流方面的想法均可以理解。短期来看，管理层解释公司通过将采购和工程外包服务整合以便于供应商及服务提供商争取获得更好支付条款，但长期来看，我们认为对上游持续延伸支付周期并不健康也不可持续。公司目前正在采取措施加速政府补贴款的回收，随着这些工作的进行，我们预期公司目前高耸的应付款规模将逐渐回落。

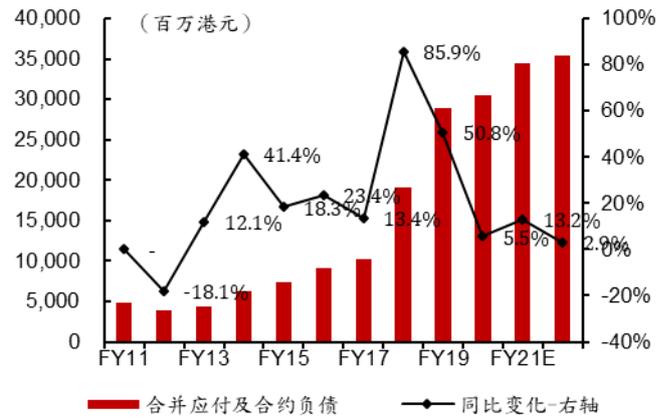
我们预测贸易和其他应收款在 2020-22 财年将会以更加合理的节奏增长，同时应付款占销售成本的比重也将在此期间逐渐回落。

**图 35: 中国燃气贸易及其它应付款，及其所占销售成本比重**



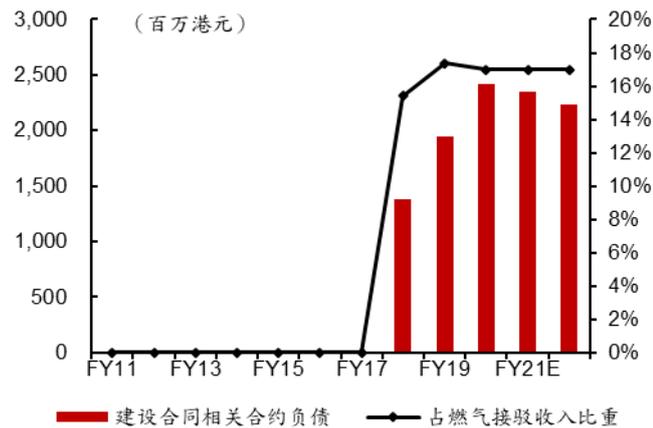
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 36: 合并应付款及合约负债，我们观察到这项数据在 2018/19 财年历经快速增长**



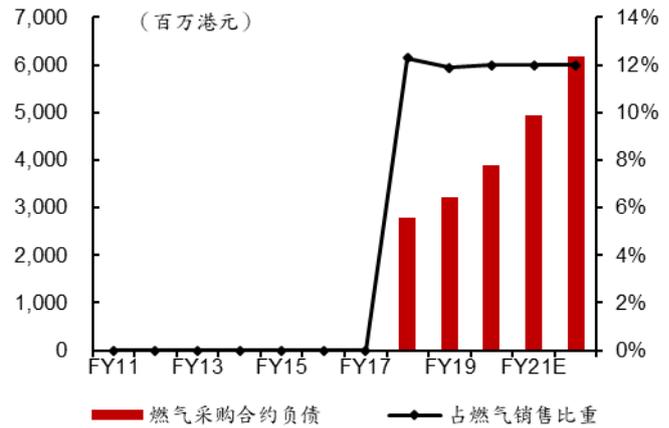
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 37: 建设合同相关的合约负债：我们认为煤改气业务在 20 财年到顶，后续此数额将会在 21-22 财年逐渐出现回落。**



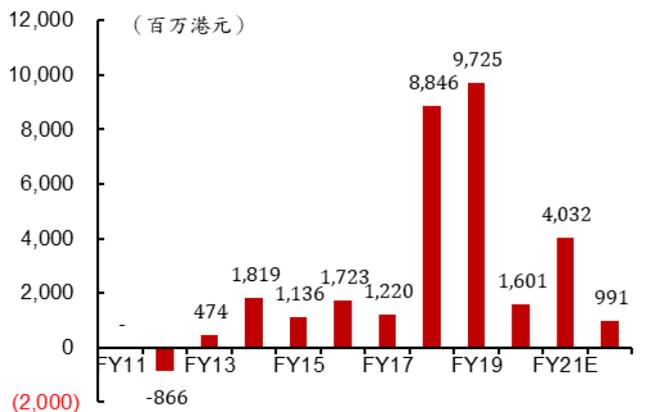
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 38: 购买天然气相关的合约负债：我们预计该款项将会随着公司的天然气销售增长逐渐增加**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 39: 合并应付及合约负债，我们预期 2020-22 财年该数据将恢复正常水平**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

## 东北天然气分销市场：进入黄金时代

中国燃气在东三省早已进行了前瞻性布局以捕捉随俄气通气带来的市场机遇。

在黑龙江省，中国燃气在 13 个地级市种通过子公司和附属公司投资方式参与了 9 个地市的燃气分销项目，地级市总数的 70%。在县级市投资方面，公司投资了 34 个县级燃气企业，占据全省 67 个县区的 51%。截止至 2019 财年末，中燃在黑龙江拥有 288 万户居民用户，超过 15,500 工商业用户，覆盖 1,280 万黑龙江人口。2018 年，除大庆市油田自产气消费以外，全省共消费天然气 12.6 亿立方米，其中中燃及其附属和合资公司录得天然气销售量 6.03 亿立方米。哈尔滨中庆燃气是公司在黑龙江主要业务附属公司，分别由中国燃气、昆仑能源（135 HK）及地方政府持有 48/51/1% 股权。

在吉林和辽宁，中燃拥有 53 个项目公司，并主要集中于辽宁省。截止至 2019 财年末，在这两个省份拥有 414 万居民用户，超过 42,500 工商业用户，覆盖人口 2,169 万。2019 财年，中燃及其附属和合资企业共计在吉林和辽宁两省售出天然气 14.4 亿方。沈阳燃气是中国燃气的在辽宁省的核心项目公司，中国燃气拥有 46% 股权。截止 2019 财年末，沈阳燃气拥有 274 万居民用户，超过 21,000 工商业用户，并在 2018 年全年实现销售气量 9.6 亿方。

由于天然气供应短缺，东北三省的天然气消费一直受到抑制。随着中俄东线的管道在 2019 年 12 月 2 日启用，东北市场的天然气供应短缺的状况正在被扭转。中俄东线天然气管道年供气能力为 380 亿方，中燃管理层预计该管道第一年将实现天然气供应 50 亿立方米。根据新闻报道，中俄东线天然气管道预计将在 3-5 年内实现满负荷输送，对中国燃气在东北区域的项目覆盖实现充裕的气量供应。

### 东北区域城市燃气门站价或将好于市场预期

俄气进入后，东北区域的城市燃气门站价目前尚未公布。我们在 2019 年 9 月参与了中燃在东北的反向路演，根据我们与公司管理层及地方政府官员的讨论，他们均对俄气进入后的城市燃气门站价表示乐观，预期门站价将设置在人民币 1.6-1.8 元/立方之间。根据中国燃气管理层透露，由于过往东北市场气量紧缺，销气毛差高企，2019 财年东北项目的平均销气毛差高达人民币 1.50 元/立方（居民和工商业的零售气价格分别为人民币 2.98/3.40 元每立方，对比城市燃气门站价仅为人民币 1.64 元/立方左右）。基于 7% 的燃气分销资产回报率管控，公司认为合理的销气毛差可达人民币 0.8-0.9 元每立方。短期来看，我们认为中燃及地方政府均有意在俄气进入后加强天然气的推广及应用，我们认为零售气价将设置在每立方人民币 2.2-2.4 元，显著低于目前的零售气价。我们认为气价的下调将使东北市场的居民及工商用气的消费潜力获得释放。

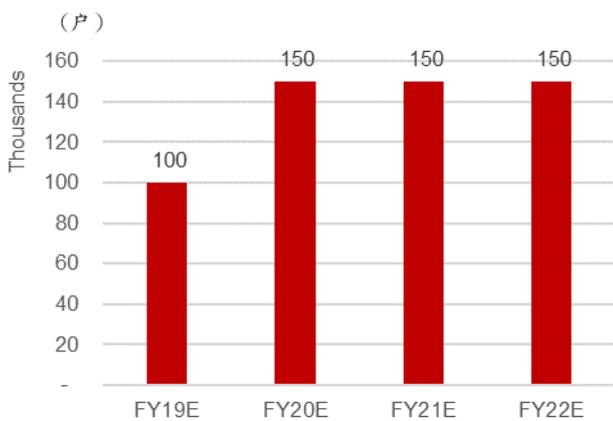
### 冬季采暖：仍然是公司东北业务的核心关注点之一

与煤改气业务类似，中国燃气对于东北市场的开发也有全面的规划布局。我们认为公司对于东北业务的开发有三重目标，分别为 1) 居民燃气的接驳；2) 天然气采暖用户接驳；以及 3) 天然气分销。公司策略性地将冬季采暖相关的燃气消费作为发展中心，亦希望通过这种发展模式获取较同业更快的增长速度，同时避免因宏观经济波动而对天然气消费造成影响。

### ● 居民燃气接驳

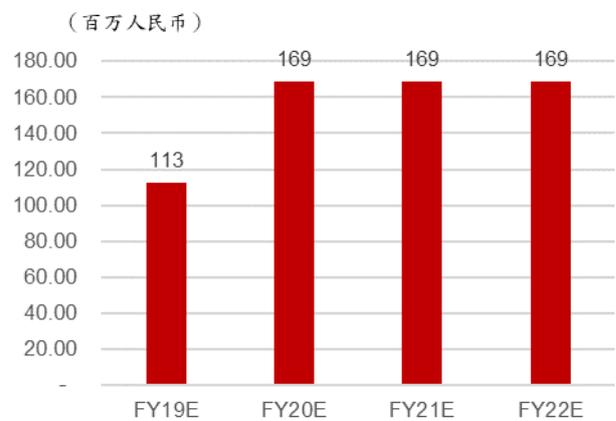
东北区域的城市燃气接驳费用，由于该区域自身的建筑特点等原因，较其它地区更高。管理层透露东北区域的居民燃气接驳费可达每户人民币 4,500 元。对于东北区域的居民接驳量，公司并没有透露具体数值，我们测算公司在东北接驳了 10 万居民用户规模。在该规模基础上，我们基于 50% 的接驳利润率以及 50% 的附属及合资公司利润分享率，我们预期东北地区的城市燃气接驳业务为中国燃气贡献利润人民币约 1.13 亿元。随着燃气供应量的日渐提升，我们预期未来几年公司将加速对于东北区域的城市居民接驳业务的开发。基于谨慎保守的原则，我们将东北区域的居民燃气用户开发数量假设定为每年 15 万户，测算为中燃带来 1.68 亿净利润贡献。我们认为公司接驳业务的发展将很可能超出我们的假设条件，并为公司带来更进一步的利润贡献。

图 40: 我们对东三省区域的居民燃气接驳量的测算及假设



资料来源：招银国际证券预测

图 41: 我们对东北居民燃气接驳业务为中国燃气所带来的净利润贡献测算

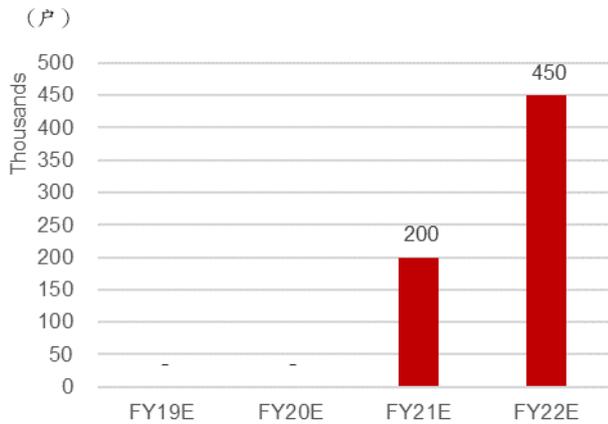


资料来源：招银国际证券预测

### ● 天然气采暖接驳

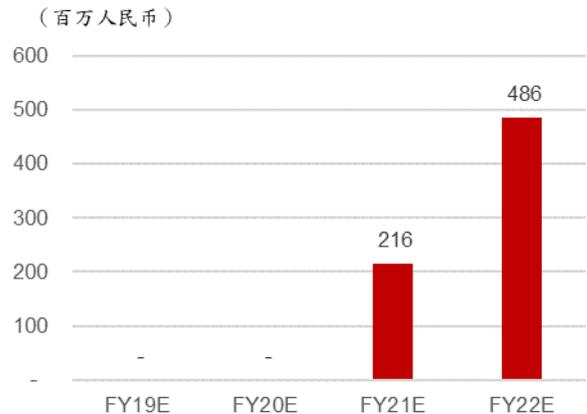
天然气采暖接驳将成为一项新开发的业务，主要覆盖目标为东北城市区域的清洁采暖市场。公司计划与地方供暖企业成立合资企业以开发新的用户采暖需求。有别于煤改气业务，中燃及其开拓清洁采暖市场的项目公司将以中央供暖的方式建设为新接驳的采暖用户建设供暖管网。基于目前东北市场采暖接驳市场管理，管理层预期采暖管网的建设服务费用为每户人民币 4,500 元，预期利润率为 40%。除采暖接驳业务以外，中燃、联营及合资企业将在每年冬季开始前收取采暖服务费用。以哈尔滨市为例，每户的冬季采暖费用为人民币 38.32 元/平方米，对应 80 平米居民用户冬季的采暖费用为人民币 3,065.6 元。

图 42: 我们对中国燃气东北供暖接驳量的预测



资料来源：招银国际证券预测

图 43: 我们对于东北供暖接驳业务为中国燃气带来净利润贡献的测算



资料来源：招银国际证券预测

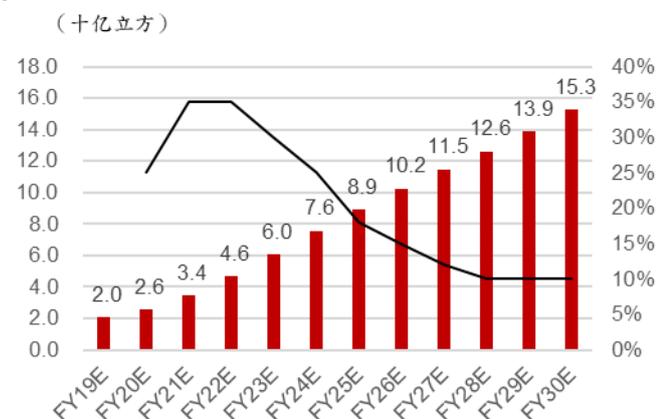
### ● 天然气分销

黑龙江是俄气登陆中国的第一站，我们预期黑龙江省将在 2019/20 年冬季开始受益于俄气供应，而吉林和辽宁省将要比黑龙江晚 1 年，在 2020/21 年冬季开始实现俄气供应。在 2018 年，根据中燃数据，公司及其附属和合营企业共计在东三省售出的 20 亿方天然气，占据 14.4% 的市场份额（东三省除油田自产气外用气量 142 亿立方米）。我们测算 2020-22 财年，中燃在东北市场的销售气量增长将分别达到 25%/35%/35%，以体现东北居民及工商业用户对于天然及采暖等方面的巨大需求。到 2022 财年，我们预期中燃及附属项目公司在东北市场的销售气量将达到 46 亿方，对应 2019-22 财年销售气量年均复合增长 32%。

对于较为长期的销售气量预测，我们认为公司天然气销售将伴随俄气供应量增加实现快速增长。我们 2025/2030 年，中燃在东北区域的天然气销售量将达 89 亿及 153 亿方。我们对公司 2025 年的天然气销售预测与公司内部东北市场销售目标一致，但我们对 2030 年的销售气量比公司的预期目标更为保守。

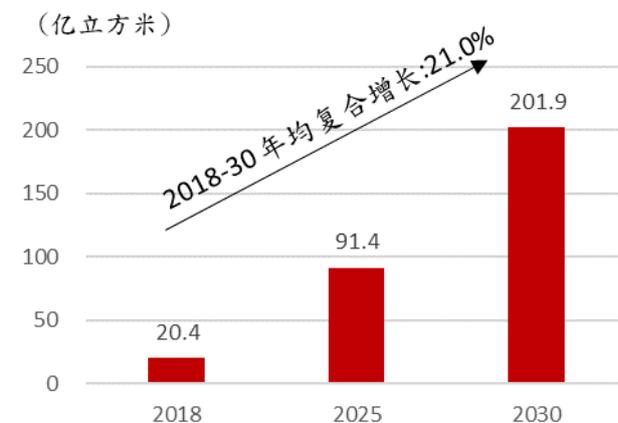
在销气毛差方面，我们认为公司在东北市场的销气毛差将随着俄气供应的增长而逐步出现回落。我们相信中燃的东北天然气销售将为公司带来快速的盈利增长，同时预测天然销售部分在 2020-22 财年对于中国燃气股东的盈利贡献分别为人民币 3.94/6.07/7.99 亿。

图 44: 我们对于中燃在东北区域的销售气量及增速预测



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 45: 中国燃气自身对于东北的销售气量目标高于我们的预测值



资料来源：公司资料

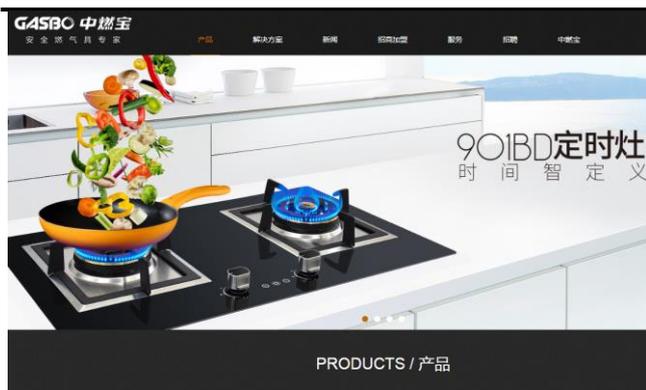
## 增值服务：开发新矿

经过 18 年的业务发展，中国燃气累计了超过 3,260 万居民用户。除了积极开发新的居民用户以外，中国燃气也正在积极通过增值服务来开发这些存量用户的价值。对于农村用户，公司推出了自有品牌及 OEM 代工的燃气采暖炉具。对于城市用户，公司提供更加多元化的综合服务，包括燃气具（公司自有品牌“中燃宝”），燃气保险，桶装水送货上门服务等等。有鉴于日渐兴起的智能家居应用，管理层也希望与战略合作伙伴结伴，通过其燃气安全及维护服务团队来涉足于居民用户对于智能家居的需求。

在过去的几年，我们观察到公司的增值服务收入呈显著增长态势，自 2016 财年 3.58 亿港元快速跃升至 2019 财年的 39.03 亿港元。参考互联网行业的单用户价值（ARPU），我们通过增值服务业务收入除以我们所测算的公司合并层面的用户数量得到增值服务的户均价值（per user value, PUV）。我们测算 2016 财年户均价值只有 44.8 港元。在管理层针对增值服务业务设置专门的激励措施后，我们看到户均价值在最近几年有显著增长，到 2019 财年，户均价值已上升至 258.7 港元，对应 2016-19 财年年均复合增长率达 79.4%。展望未来，我们预期公司将为居民用户提供更多有吸引力的增值服务产品，我们认为户均价值将呈持续快速扩张态势。

在毛利率方面，增值服务业务自 2016 财年的 50.3% 下降至 2018 财年 34.0% 并在后续企稳。2019 财年及 2020 上半年财年的增值服务毛利率分别为 36.4% 及 37.2%。我们相信毛利率的下降主要是因为增值服务销售产品组合的调整。2020-22 财年，我们预测增值服务的毛利率将维持稳定于约 36%，而毛利润增同比增长 28.0/31.5/29.3%。由于增值服务收入的快速增长，我们预测该业务部门将在 2020-22 财年分别为公司贡献毛利润 21.02/27.65/35.74 亿港元，占公司总的毛利的 12.0/14.1/16.3%。我们对公司的盈利测算较公司给出 2020-21 年增值服务毛利润增速分别为 50/40% 更为保守，因此我们相信在增值服务业务方面公司仍较我们预期具有一定的上行空间。

图 46: 中燃宝品牌旗下拥有多项厨房及燃气相关炉具产品



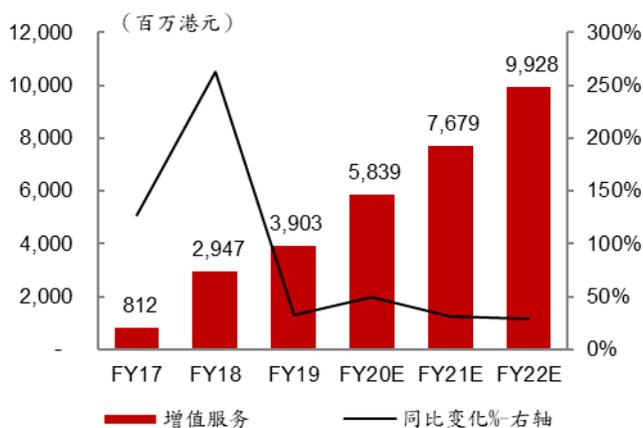
资料来源：Gasbo.cn

图 47: 中燃宝也针对居民和商业用户提供热水及供暖服务解决方案



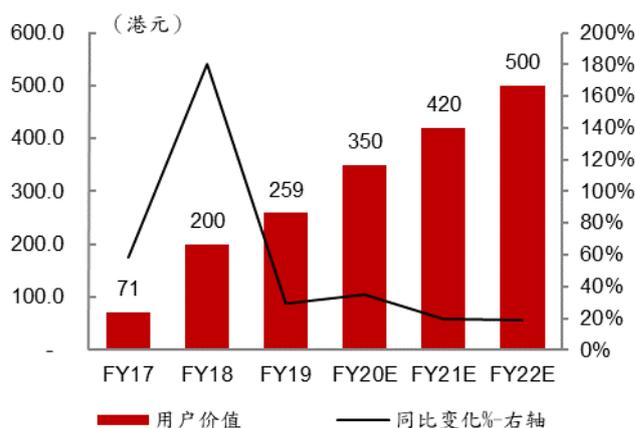
资料来源：Gasbo.cn

图 48: 中燃的增值服务收入



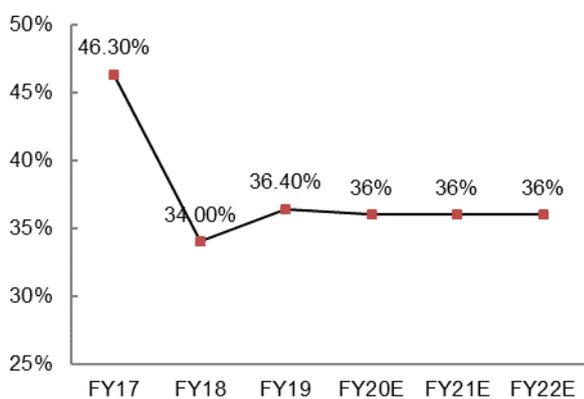
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 49: 中燃的增值服务户均价值呈快速增长态势



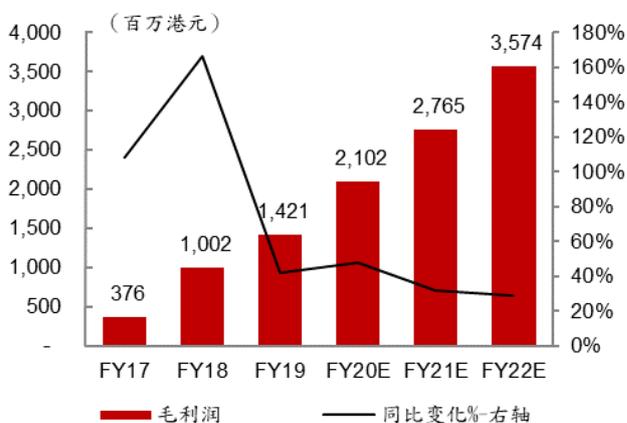
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 50: 增值服务的毛利率水平



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 51: 增值服务的毛利润贡献及毛利润增长率

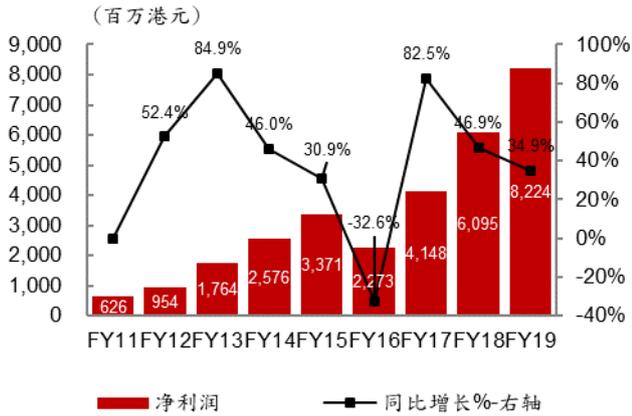


资料来源：公司资料，招银国际证券预测

## 企业文化，管理层及激励机制

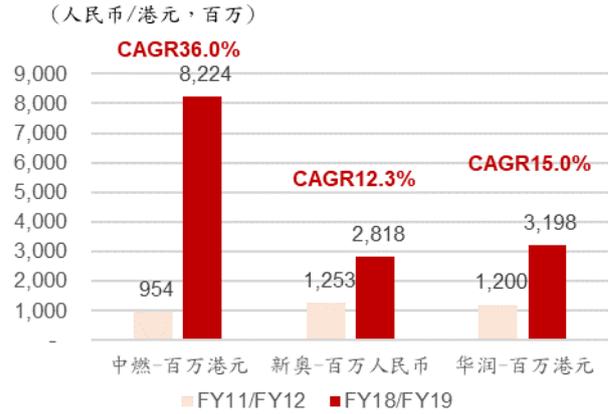
过往8年，中国燃气在城市燃气分销业务方面成就非凡。净利润自2012财年9.54亿港元一举跃升至2019财年的82.24亿港元，期间年均净利润增长率高达30.9%。中燃的盈利增速显著快于同业，也比行业头部企业新奥能源（下文简称“新奥”，2688 HK）及华润燃气（下文简称“华润”1193 HK）2011-2018年年均增速分别为12.3%及15.0%更高。（因中燃年结为3月31日，较新奥和华润年结晚1个季度，我们截取中燃2012-19财年作为对比）。

图 52: 中燃的净利润在过去 8 年维持高速增长



资料来源：公司资料

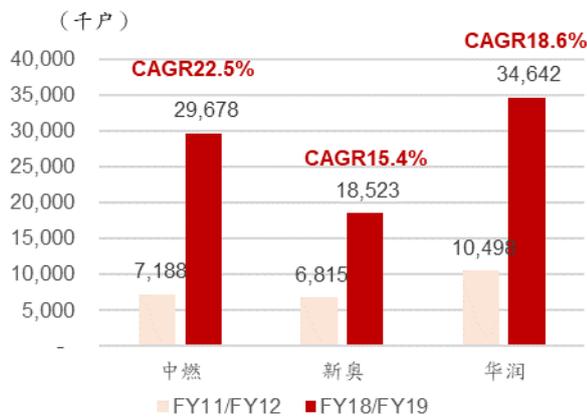
图 53: 中燃的盈利年均复合增长率高于同业



资料来源：公司资料

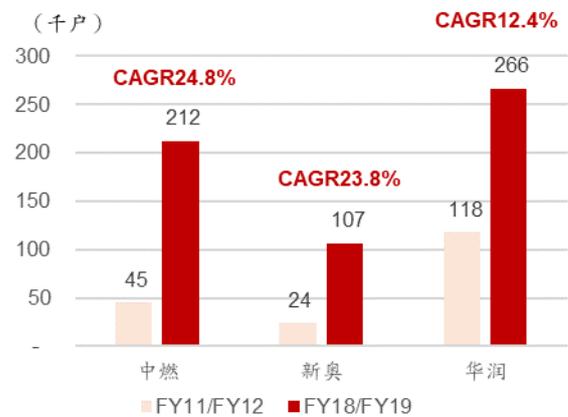
注：1) 中国燃气的的数据观察期为 2012/19 财年；年均复合增长率自 2012-19 财年，2) 新奥和华润数据基于 2011/18 年数据；年均复合增长率自 2011-18 年。

为了理解中国燃气盈利增速更快的具体原因，我们将中燃与新奥、华润两家企业在以下几个方面进行了对比，包括 1) 燃气用户数增速，以及 2) 燃气销售量增长。我们发现中国燃气在用户增速方面在 2012-19 财年期间显著快于同业，在天然气销售量方面增速也同样较快，尤其是在居民用户销气量增长部分。我们认为中国燃气相比同业，将更多的发展关注重点置于用户开发，同时公司策略性的将业务发展聚焦于居民用户市场，通过业务收购等方式迅速做大。押宝于农村煤改气接驳市场，以及对东北供暖接驳市场均是中燃扩张聚焦于居民用户市场的例证。

**图 54: 中国燃气的居民用户增长在 2011/12-2018/19 财年快于同业**


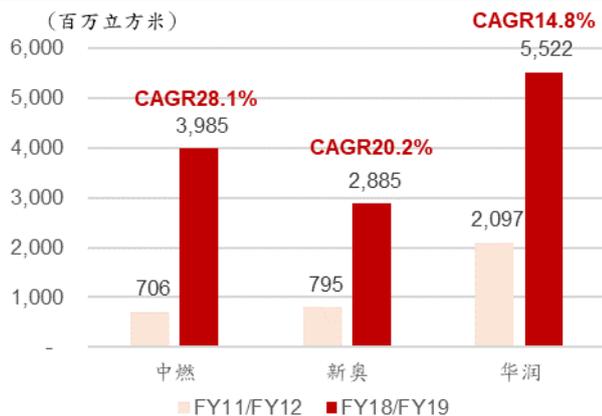
资料来源: 公司资料, 招银国际证券

注: 1) 中国燃气的的数据观察期为 2012/19 财年; 年均复合增长率自 2012-19 财年, 2) 新奥和华润数据基于 2011/18 年数据; 年均复合增长率自 2011-18 年。

**图 55: 中国燃气的工商业用户数增长在 2011/12-2018/19 财年快于同业**


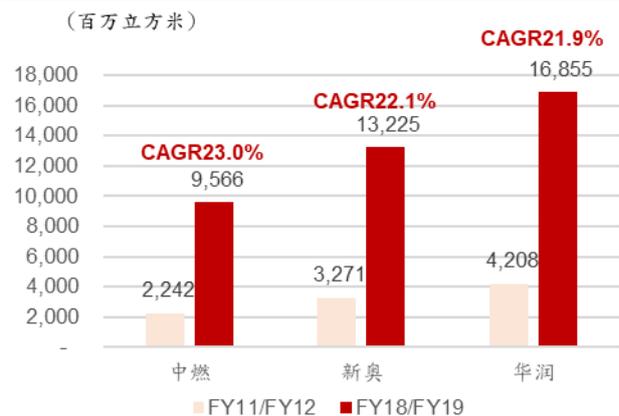
资料来源: 公司资料, 招银国际证券

注: 1) 中国燃气的的数据观察期为 2012/19 财年; 年均复合增长率自 2012-19 财年, 2) 新奥和华润数据基于 2011/18 年数据; 年均复合增长率自 2011-18 年。

**图 56: 中国燃气的居民用户销气量在 2012-19 财年期间年均复合增长率快于同业**


资料来源: 公司资料, 招银国际证券

注: 1) 中国燃气的的数据观察期为 2012/19 财年; 年均复合增长率自 2012-19 财年, 2) 新奥和华润数据基于 2011/18 年数据; 年均复合增长率自 2011-18 年。

**图 57: 中国燃气的工商业用户销气量在 2012-19 财年期间年均复合增长率快于同业**


资料来源: 公司资料, 招银国际证券

注: 1) 中国燃气的的数据观察期为 2012/19 财年; 年均复合增长率自 2012-19 财年, 2) 新奥和华润数据基于 2011/18 年数据; 年均复合增长率自 2011-18 年。

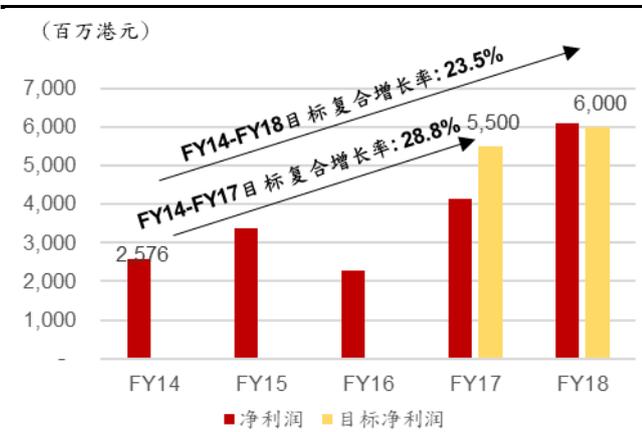
除了公司的战略性扩张以外, 我们对于公司管理层的务实, 勤奋, 高效的执行能力以及积极进取的企业文化印象深刻。对于中国燃气、新奥和华润三家燃气公司的企业文化, 我们认为中国燃气在业务和客户拓展方面有更多的企业价值观上的描述, 在业务拓展方面为企业员工营造了更加积极的环境, 同时也鼓励员工追求具有挑战性的商业及个人发展目标。

在激励机制方面, 公司也建立了具备吸引力并行之有效的激励计划, 用以使员工利益与公司的增长保持一致。公司董事会在 2014/15 年分两次慷慨售出 2.5 亿/1.024 亿股期权给予合资格雇员及董事, 行权价分别为 12.40/13.84 港元。该两批期权的行使条件为 1) 2017 财年税后利润减少少数股东权益后不少于 55 亿港元; 或 2) 2018 年税后利润减少少数股东权益不少于 60 亿港元; 以及 3) 对于不同层级的雇员专门的考核指标。截止 2018 财年, 中国燃气成功的满足了盈利指标, 并且有 2.599 亿期权获得行权, 余下的 9250 万股期

权则失效或取消。在期权行使后，公司以每股 24.85 港元价格将希望套现离场的员工股权以大宗交易方式进行二级市场配售，以减轻员工激励持股零散出售对于股价的影响。

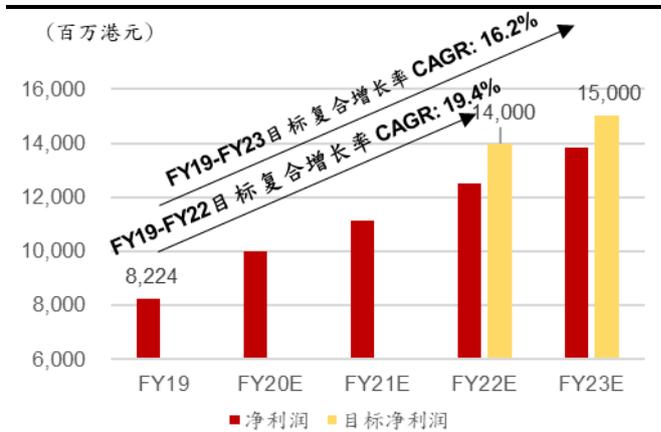
在 2019 年 7 月，中国燃气更新了其期权激励计划，准备发行新一期的员工期权。更新后的行权条件为 1) 2022 财年税后利润减去少数股东权益不少于 140 亿港元；或 2) 2023 财年税后利润减去少数股东权益不少于 150 亿港元；以及 3) 针对不同层级的雇员所设计的考核指标。我们计算更新后的盈利目标对应 2019-22/2019-23 财年的年均盈利增长分别为 19.4%/16.2%。我们认为该盈利目标具有挑战性，但正如我们此前所讨论，公司仍然具有充足的盈利增长动力以实现这些盈利目标。在我们看来，中燃的期权计划不仅仅激励员工以满足更具有挑战性的业务目标，同时对于公司未来的盈利增长潜力给予市场一定提示。基于公司过往成功的激励机制，我们相信中国燃气通过努力能够在盈利上超出我们预测并满足期权行使条件。

**图 58: 中国燃气在 2018 年满足了其 2014/15 年所定下的期权行使盈利指标**



资料来源：公司资料，招银国际证券

**图 59: 公司新批次的期权盈利目标隐含 2019-22/2019-23 财年的盈利年均复合增长率为 19.4%/16.2%**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

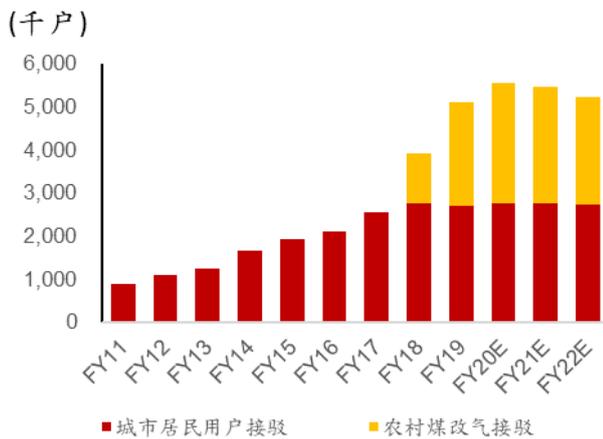
## 运营表现展望

### 居民用户接驳增速势将放缓

过去多年，中国燃气在城市及农村煤改气居民用户接驳取得了快速增长。城市居民接驳在过去8年录得双位数增长，使公司覆盖范围的居民燃气渗透率在2012财年的37%上升至2020上班财年的63.3%。随着城市居民燃气渗透率逐渐接近饱和，我们预期中燃每年的城市居民接驳用户数将维持相对稳定，在客户增速上则逐渐放缓。而在农村煤改气方面，我们预期公司的农村煤改气接驳将在未来数年缓慢下降。我们预测城市及农村居民用户合并，公司在2020-22财年的居民用户新增接驳量分别为557/547/522万户，对应累计居民用户增长分别为18.8%/15.5%/12.8%。在接驳费方面，我们预期城市和农村煤改气项目每户接驳费维持稳定于人民币2,500及人民币3,000元。基于上述预期，我们认为居民接驳业务将为中国燃气带来稳定的收入贡献。

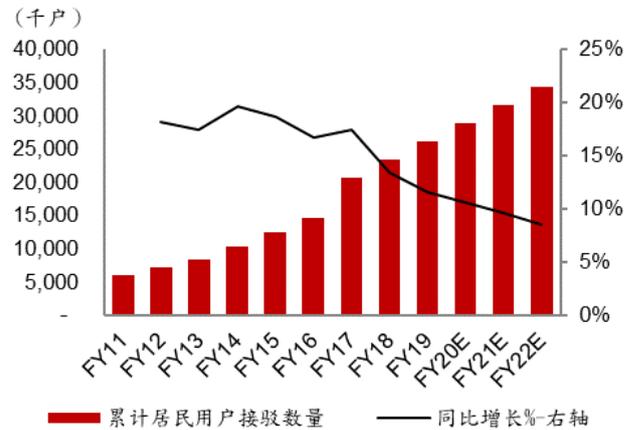
我们对于2021财年居民用户接驳的预期较公司接驳630万户的指引更为保守。我们认为接驳市场的潜力主要来自于城市用户接驳，尤其是在即将兴起的东北市场。

图 60: 中国燃气的居民用户接驳



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 61: 累计居民用户接驳增速势将放缓



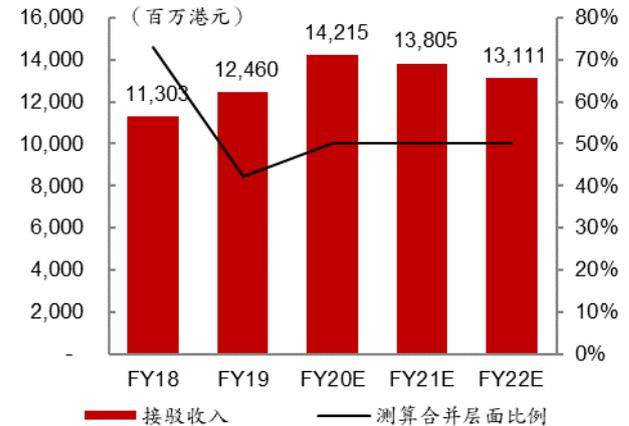
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 62: 中燃的居民用户接驳费



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 63: 燃气接驳含工程设计及建造收入



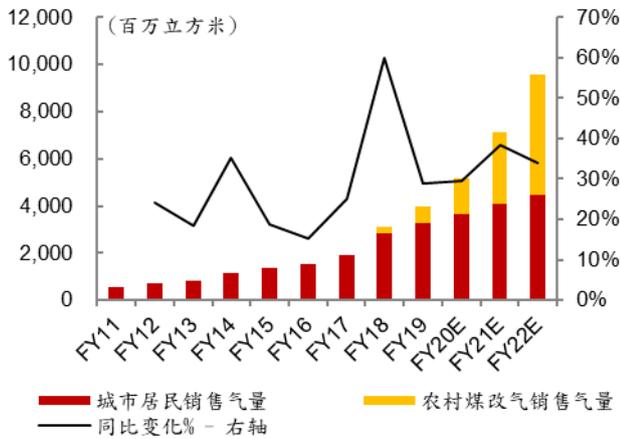
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

### 居民燃气销气量将随煤改气用户增加而呈快速增长

中国燃气对居民用户的销气量在2年时间内翻番，自2017财年19.3亿方跃升至2019财年的39.85亿方。除居民用户基数实现增长以外，我们认为居民用气量的增长也是一项重要的驱动因素。在2018财年，我们观察到公司的居民平均用气量有显著跳跃，居民平均用气量（居民销售气量/年末总用户数）自2017年的93.3立方同比上升29.1%至2018财年的120.4立方米，在2019财年进一步微增至125.7立方米。

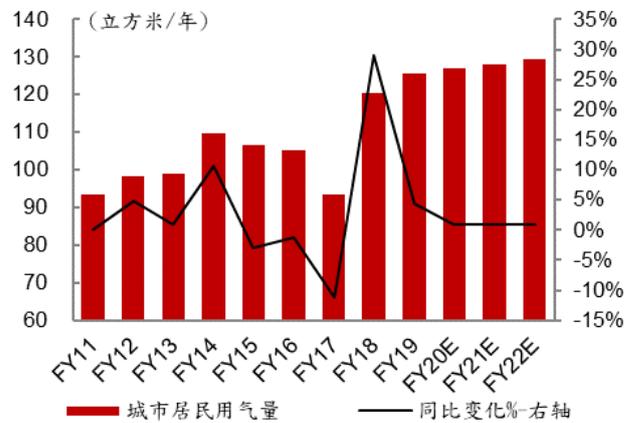
展望未来，我们对于城市居民用户的天然气用量保守预估，每年增长1%。我们预期农村煤改气用量将是驱动居民用气量的主要动力。如我们此前讨论，我们认为煤改气用户的年用气量将是城市用户的5-10倍。我们测算2019-22财年期间居民用气量年均增速将达33.8%，到2022财年，我们预测公司对居民用户的气量销售将跃升至95.53亿立方米。

**图 64: 农村用户用气量将对中燃的居民用户天然气销售增长愈发重要。**



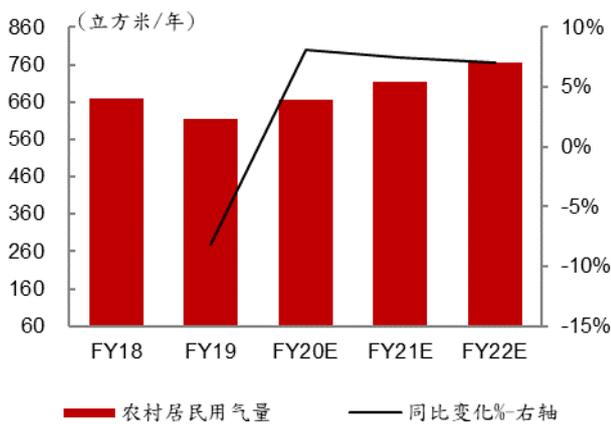
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 65: 公司的城市居民用户的平均用气量在 2018 年显著跃升**



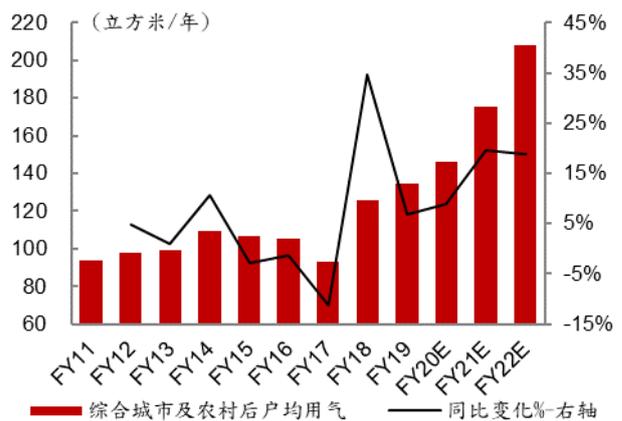
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 66: 农村用户的年用气量是城市居民用户的 5-10 倍**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 67: 综合城市及农村用户，我们预计平均居民天然气消费量将呈快速增长态势**

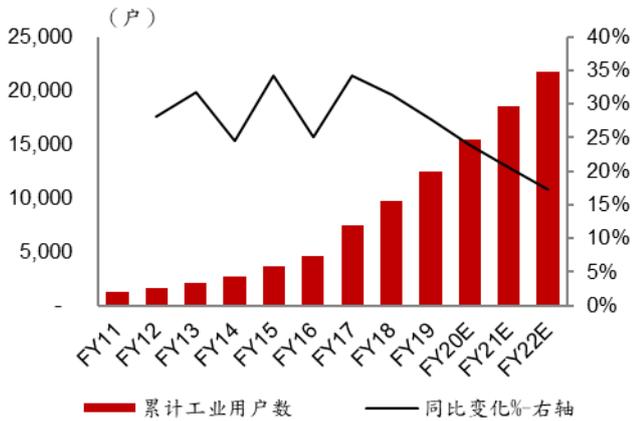


资料来源：公司资料，招银国际证券预测

### 工商业用户量维持增速

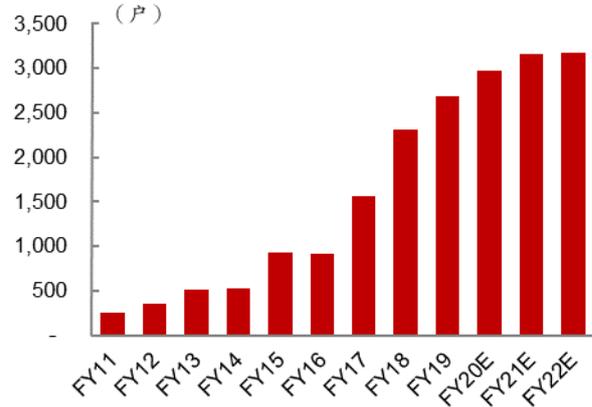
在工商业用户方面，接驳收入贡献并不如居民用户般明显，但工商业用户带来非常显著的气量消费贡献。历史上，中国燃气在工业及商业用户数方面均维持两位数快速增长，并且增速偏倚重于工业客户。展望未来，随着工商业客户规模与日俱增，我们预期累计工业和商业的客户增长将逐渐放缓，但在绝对接驳量方面，工商业客户接驳量将维持增长。

**图 68: 中国燃气的累计工业客户数量及增长率**



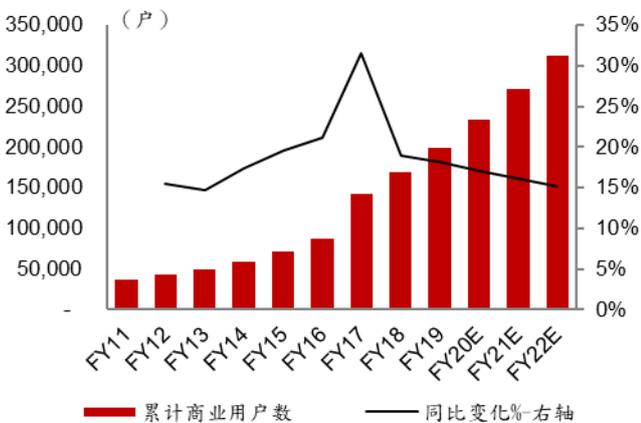
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 69: 我们预期每年工业客户的接驳数将维持正增长**



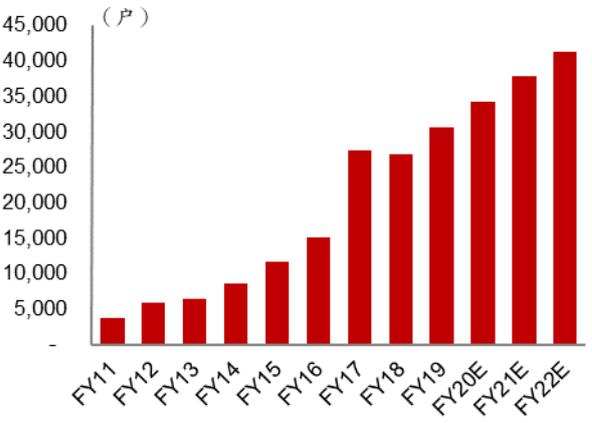
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

**图 70: 中国燃气的累计商业客户数量及增长率**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

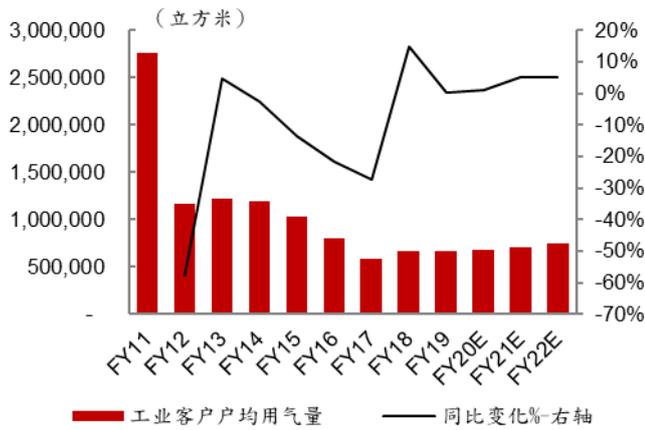
**图 71: 我们预期每年商业客户的接驳数将维持正增长**



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

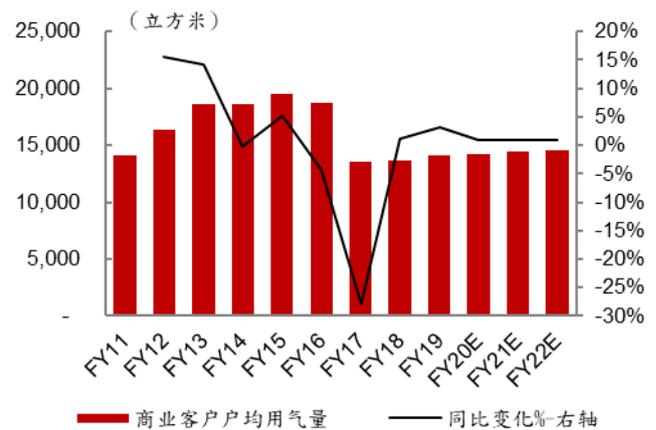
在工商业燃气销量方面，公司的工业客户零售气量消费量在 2017 财年的 36.8 亿立方米上升至 2019 财年的 70.5 亿立方米，年均复合增长率为 38.4%；同期商业零售气量增长则略低一些为 23.1%，自 2017 财年 16.6 亿方上升至 2019 财年的 25.2 亿立方米。管理层将工业气量增速更快主要归因于工业锅炉煤改气。展望 2020-22 财年，基于我们对于新工商业客户开发及平均用户气量的测算，我们预期中国燃气将维持相对较快的工业气量增速于 27.3%及商业气量增速为 18.0%。

图 72: 工业零售客户的平均用气量



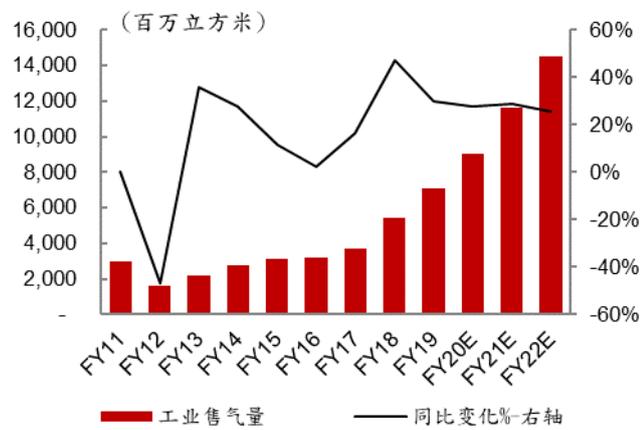
资料来源：招银国际证券预测

图 73: 商业客户的平均用气量



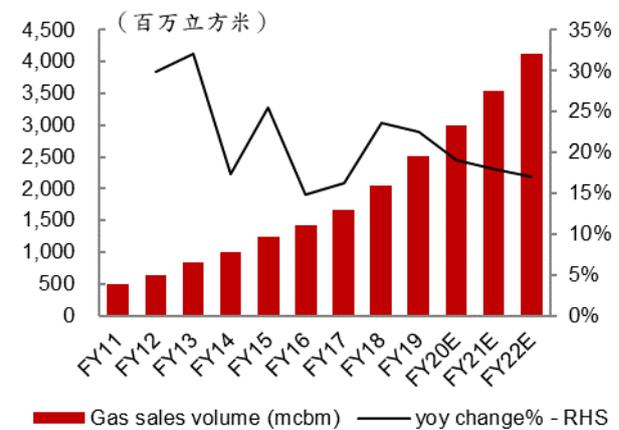
资料来源：招银国际证券预测

图 74: 中国燃气工业客户零售气量



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 75: 中国燃气商业客户售气量



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

### 批发气量将有赖于 LNG 价格以及天然气的供需情况

除工商业零售气量以外，中国燃气还拥有其天然气批发及贸易业务，通过长输管线及 LNG 贸易对部分工业用户实现天然气批发。公司的天然气贸易及批发业务过去几年快速扩张，但在 2020 上半财年由于遭受 LNG 价格不景气略受到一定挫折，管理层将 2020 财年的全年贸易及批发气量指引下调。随着 LNG 价格趋于稳定，我们预期公司的天然气贸易及批发业务将在 2021 年恢复增长。

将工商业气量及批发气量加总，在 2017-19 财年，合并后总气量占中国燃气全年售气量比重分别为 73.3/76.0/79.0%。尽管我们预期居民用户气量将以更快的速度增长，但我们仍然预期工商业及批发气量维持较高的气量销售比重。2020-22 财年，我们预测工商及批发气量加总占公司全部销售气量比例为 77.8/77.1/76.0%。

## LPG 业务盈利贡献将恢复增长

中国燃气是中国最大的综合液化石油气（LPG）服务提供商。公司涉足于LPG业务的全产业链，包括进口、码头、贸易、仓储、物流、加注、分销以及零售。公司拥有8个LPG接受码头，30万立方米LPG存储能力，100个LPG分销项目，1,100个LPG零售服务中心，并在中国覆盖19个省市地区的LPG分销。

2017-19财年，中国燃气的LPG销售量分别为370/400/400万吨，为公司贡献收入117/160/160亿港元。由于LPG是石油炼化裂解过程中的副产品，LPG的价格与原有价格走势高度相关，从今年LPG销售情况来看LPG业务销售收入随着油价的走势变化有所波动。

基于过去几年LPG业务的销售比重来看，公司70%的LPG业务通过批发的方式卖给了工商业用户，而剩下的30%则通过零售市场销售。为了降低LPG业务随原油价格波动的风险，公司选择将60%的LPG批发量通过长单锁定，长单具有直接顺价机制。公司也对LPG业务所涉风险头寸进行主动控制，举例来说，2020年上半财年，为了应对LPG价格下跌的态势，公司主动缩减了LPG贸易量。

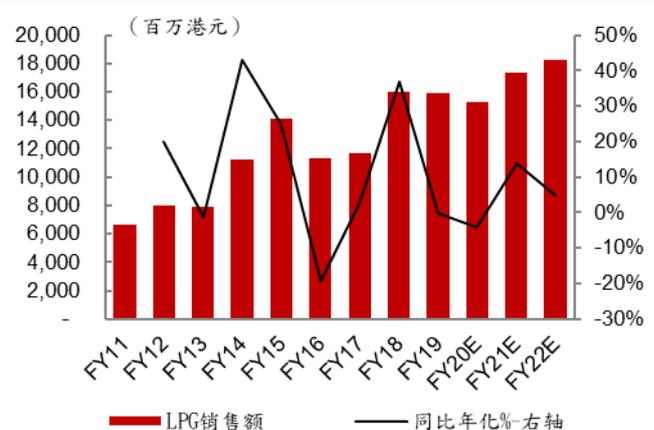
从盈利贡献来看，LPG销售及贸易的盈利情况比较波动。2017-19财年，该业务部门实现部门盈利5.45/6.08/1.24亿港元，业务利润率分别为4.7/3.8/0.8%。业务利润率的下跌主要是由LPG价格下跌所致。在2020财年上半年，LPG销售的毛利率回升1.5个百分点至8.9%。根据管理层指引及我们的预测，我们认为LPG销售量将在2020-22财年分别上涨8.0/15.0/5.0%，毛利润则在对应年度恢复至2.5/3.0/3.0%，而部门盈利贡献则为3.82/5.22/5.48亿港元。

图 76: 中国燃气的LPG零售业务通过中燃百江品牌进行



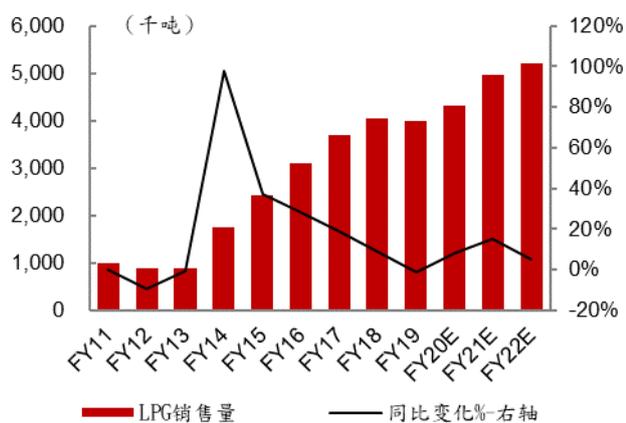
资料来源：公司资料

图 77: 中国燃气的LPG销售收入及增长率



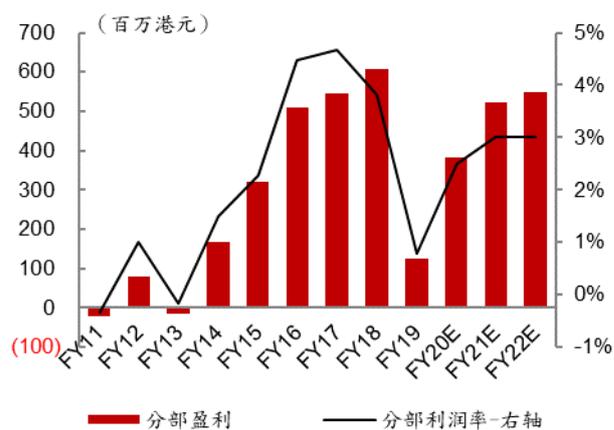
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 78: 中国燃气的LPG销售量



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 79: LPG销售的部门盈利及利润率



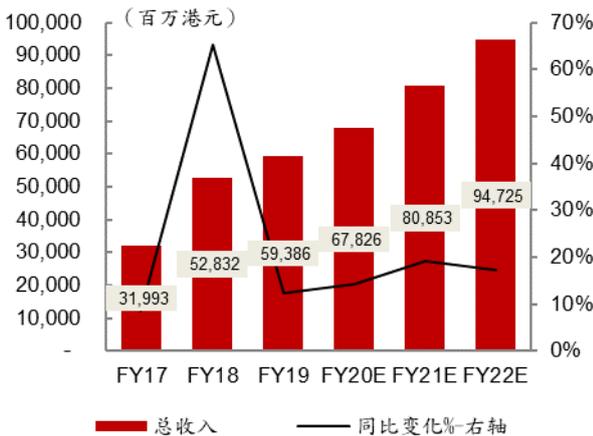
资料来源：公司资料，招银国际证券预测

## 财务展望

### 2019-22 财年收入年均增速 16.8%

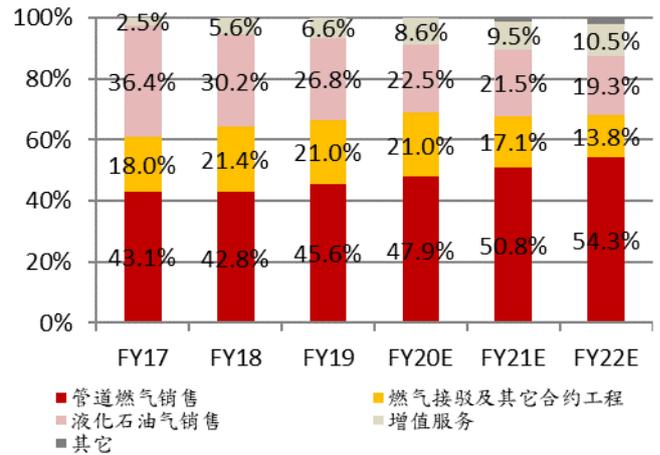
我们将中燃各个业务部门的预测加总，确认中燃的收入将随着业务的增长而增加。我们预测总收入将在2020-22财年分别上升至678/809/947亿港元，期间年均复合增长率为16.8%。基于对业务部门收入的测算，我们认为天然气销售和增值服务业务将是公司主要的收入增长驱动力。由于中国燃气的运营数据披露口径包含联营及合营企业，我们对管道燃气销售、接驳业务、以及增值服务分别适用57.7%/50.0%/57.7%的合并比例作为测算依据。

图 80: 中国燃气的总收入及收入增速



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 81: 中国燃气各个业务部门的收入比重

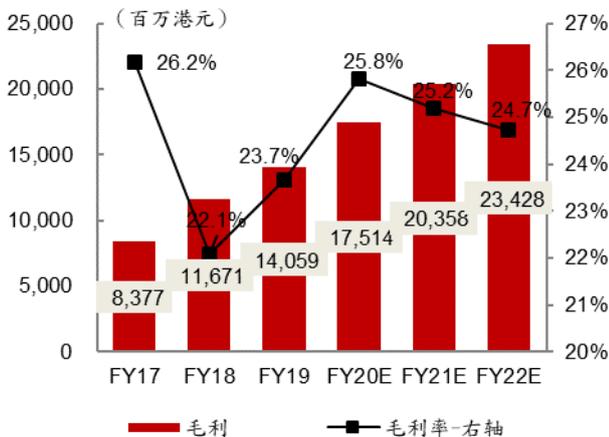


资料来源：公司资料，招银国际证券预测

### 毛利润 2019-22 财年年均增长 18.6%

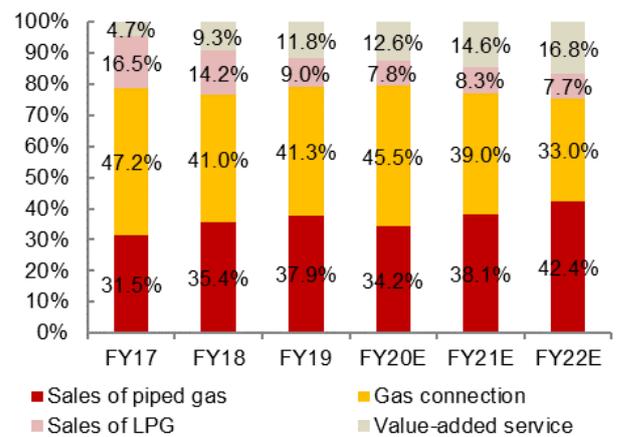
由于我们预测高毛利的燃气接驳收入占比将在2020财年提升，我们测算公司整体的毛利率将自2019财年23.7%上升至2020财年25.8%。在2021-22财年，随着接驳业务趋向平稳，我们预测毛利率随之在2021-22财年缓慢下降至25.2%/24.7%。毛利润方面则自2019财年141亿港元上升至2022财年预测值234亿港元，对应年均毛利润增长率为18.6%。

图 82: 中国燃气的毛利及毛利率



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 83: 我们对于各业务部门对毛利贡献的测算



资料来源：招银国际证券预测

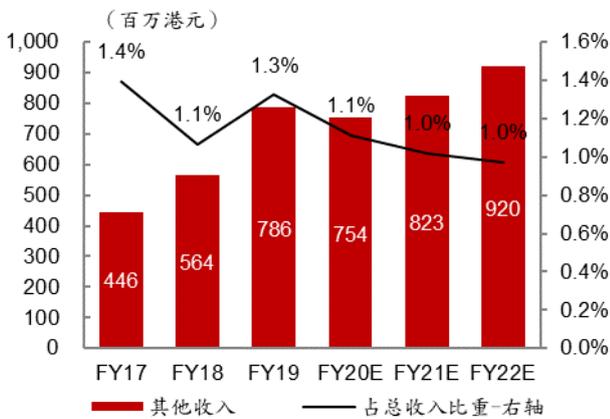
### 其它收入占总收入比重维持稳定

根据公司的历史财报，公司每年均录得较显著的其它收入。其它收入主要由利息收入和政府补贴构成，利息收入主要收公司的现金水平所驱动，而我们观察到 2017-19 财年政府补贴占收入比重处于 0.4-0.6% 区间。对 2020-22 财年，我们预测政府补贴占收入比重为 0.5%，而其它收入整体收入比重在 1.0-1.1% 区间。

### 主要费用率维持稳定

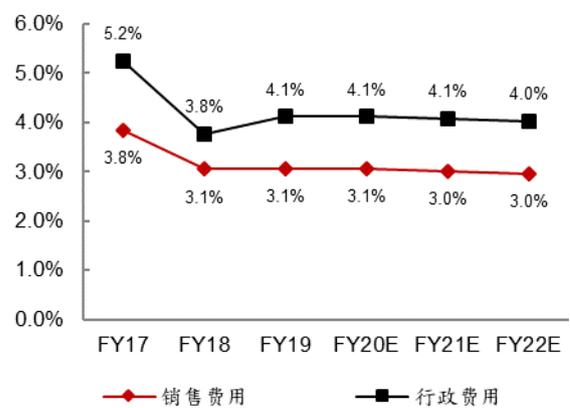
销售费用和管理费用是中国燃气主要的费用开支。在 2011-17 财年期间，销售费用占收入比重处于 3.3-3.9% 区间。销售费用率在 2018 财年获得显著下降，显示出管理层对销售费用率有效管控。在管理费用方面，2011-17 财年期间，管理费用率处于 4.5-6.3% 区间，该费用在 2018/19 财年降低至 3.8/4.1%。有鉴于公司管理层近两年对于销售和管理费用的有效控制，我们预测该两项费用率将在 2020-22 财年维持稳定。

图 84: 其它收入及其他收入占总收入比重



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 85: 中国燃气主要费用的费用率

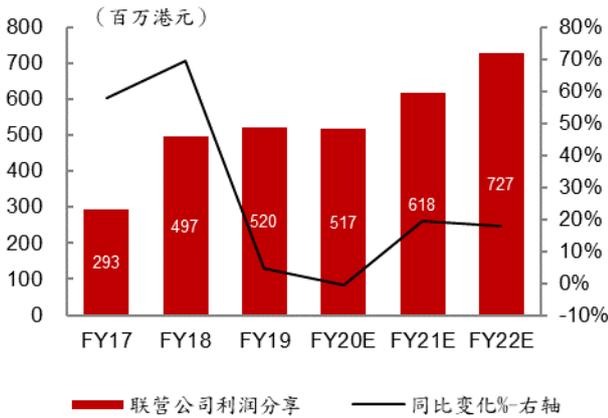


资料来源：公司资料，招银国际证券预测

### 联营及合营公司利润分享贡献显著

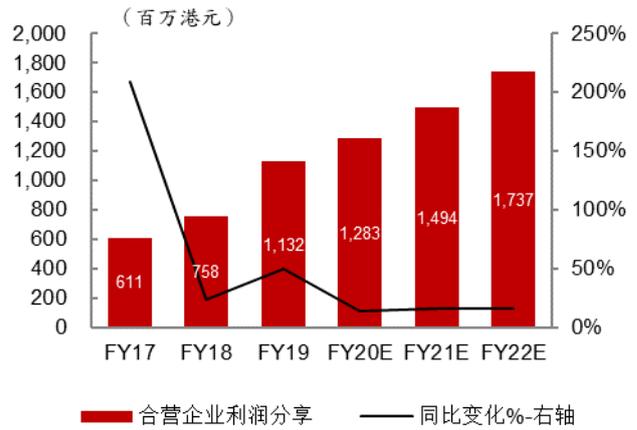
在中燃实现快速扩张的道路上，公司通过并购以及联营及合营企业股权投资方式获得了不少项目。2017-19 财年，联营公司分别贡献盈利分享 2.93/4.97/5.20 亿港元，而合营公司则贡献了 6.11/7.58/11.32 亿港元盈利。随着公司持续不断的联营及合营企业投资，以及存量项目的不断内生性增长，我们预期来自于联营及合营企业的盈利贡献增长将会持续。我们预测联营及合营企业 2019-22 财年的盈利年均复合增长将分别达到 11.9%/15.3%。

图 86: 联营公司盈利分享



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 87: 合营公司盈利分享



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

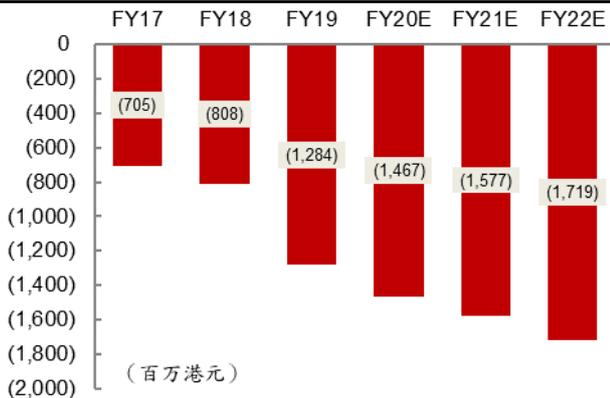
### 财务费用扩张将放缓

公司在2019财年经历财务费用显著跃升，主要是受到了农村煤改气业务的开展所致。利息开支的增加伴随补贴款应收的增加，同时在煤改气工程服务的提供和验收确认过程有一个明显的时间差。我们预期财务费用的扩张步伐将在2020-22财年呈放缓趋势，因为1)煤改气接驳增速将放缓，以及2)此前已完工的煤改气应收补贴款将在项目点火通气后逐步获得回收。

### 净利润年均复合增长 17.5%

基于我们的假设和测算，我们预期中国燃气的净利润在2020-22财年分别增长至98.41/114.58/133.42亿港元，2019-22年净利润年均复合增长率为17.5%。我们的净利润预测略低于公司的期权计划中给予的盈利目标增长。尽管如此，正如我们此前所讨论，我们对公司的年度接驳及东北区域天然气销售预测仍较公司给予指引更为保守。因此我们认为公司所制定的期权激励目标仍有较大实现可能。

图 88: 财务成本



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

图 89: 净利润和净利润率



资料来源：公司资料，招银国际证券预测

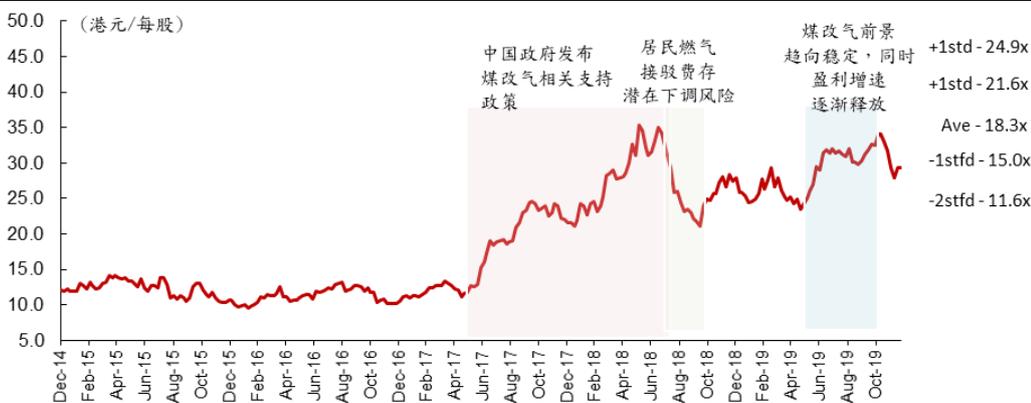
## 估值

### 历史平均前瞻市盈率 18.3 倍

参考中国燃气历史股价走势，公司 5 年平均市盈率为 18.3 倍，标准差为 3.3 倍。我们认为中国燃气的估值显示了一定的政策依赖性，如 1) 公司的估值在 2017 年 4 月到 2018 年 6 月期间显著上升，主要是受到煤改气政策刺激带来盈利提升；2) 2018 年 7 月-10 月期间，受到政策削减城市居民用户接驳费带来盈利不确定性，估值快速下跌；3) 估值在 2019 年 5 月-2019 年 11 月煤改气工程展望企稳并且盈利获得释放带来再一次的估值提升。

公司的股价在 2020 年上半年财年业绩后显著下跌，我们认为下跌主要是受到时差对于农村煤改气业务的可持续担忧所致，近期的新闻报道显示该业务或将面临压力，同时河北省对于未来补贴强度也明确将会降低。尽管如此，根据我们此前对于农村煤改气业务的深入分析和理解，我们仍然对于该业务保有信心。

图 90: 中国燃气的历史股价走势以及前瞻市盈率情况



资料来源：彭博，招银国际证券

### 首次覆盖给予买入评级，目标价每股 38.00 港元

我们测算公司内生性业务价值每股 31.47 港元。

我们把公司的业务价值划分为两部分，除东北业务以外的内生性业务涵盖目前公司的所有业务及其潜在增长。我们的盈利预测及 DCF 估值尚未置入中燃在东北业务市场的巨大增长潜力。基于我们对于该部分业务价值的 DCF 估值测算，我们得到每股价值 31.47 港元。

#### 我们测算东北业务价值每股 6.53 港元

基于公司在东北市场的巨大增长潜力，我们认为东北业务的市场价值不可忽略。我们对中燃东北业务的 1) 天然气销售，2) 天然气接驳，3) 天然气供热业务建立了初步的 DCF 估值。基于我们的 DCF 估值测算，我们对东北业务的初始估值为每股 8.16 港元。尽管我们的模型假设已比较保守，但我们仍然对该估值施加 20% 的估值折扣已反应中燃东北业务的潜在不确定性。估值折扣实施后，我们认为公司东北业务价值每股 6.53 港元。

### 目标价每股 38.00 港元

加总公司价值后，我们给予中国燃气目标价每股 38.00 港元。我们的目标价对应 2020/21 财年市盈率分别为 20.2/17.3 倍，对应潜在涨幅 28.6%。首次覆盖中国燃气，给予买入评级。

### 图 91: 分部估值加总

| 分部估值加总 (港元)  |       |
|--------------|-------|
| 内生性业务价值      | 31.47 |
| 东北业务价值按20%折让 | 6.53  |
| 我们给予中国燃气目标价  | 38.00 |

| 隐含市盈率 (倍) |      |
|-----------|------|
| 2020财年    | 20.2 |
| 2021财年    | 17.3 |

资料来源：招银国际证券预测

### 图 92: 内生性业务价值的 DCF 估值

| DCF 估值          | FY21E    | FY22E    | FY23E    | FY24E    | FY25E    | FY26E    | FY27E    | FY28E    | FY29E    | FY30E    |
|-----------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>主要的运营预测</b>  |          |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 销气量             | 36,510   | 45,100   | 54,020   | 59,422   | 65,365   | 71,901   | 79,091   | 87,000   | 95,700   | 105,271  |
| 同比变化 (%)        | 26.9%    | 23.5%    | 19.8%    | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    | 10.0%    |
| 年居民用户接驳量 (百万户)  | 5.5      | 5.2      | 5.0      | 4.3      | 3.7      | 3.3      | 2.9      | 2.6      | 2.3      | 2.1      |
| 同比变化 (%)        | 0.2%     | -1.8%    | -4.0%    | -14.6%   | -13.4%   | -12.3%   | -11.2%   | -10.3%   | -9.4%    | -8.6%    |
| 城市居民用户接驳 (百万户)  | 2.77     | 2.72     | 2.61     | 2.48     | 2.36     | 2.24     | 2.13     | 2.02     | 1.92     | 1.83     |
| 农村煤改气接驳 (百万户)   | 2.70     | 2.50     | 2.40     | 1.80     | 1.35     | 1.01     | 0.76     | 0.57     | 0.43     | 0.32     |
| 累计居民用户数 (百万户)   | 40.7     | 45.9     | 51.0     | 55.2     | 59.0     | 62.2     | 65.1     | 67.7     | 70.0     | 72.2     |
| 收入 (百万港元)       | 80,853   | 94,725   | 108,879  | 122,969  | 136,424  | 148,622  | 158,939  | 166,793  | 171,699  | 174,600  |
| 收入增长 (%)        | 19.2%    | 17.2%    | 14.9%    | 12.9%    | 10.9%    | 8.9%     | 6.9%     | 4.9%     | 2.9%     | 1.7%     |
| 息税前利润 (百万港元)    | 17,420   | 20,053   | 22,680   | 25,246   | 27,599   | 29,621   | 31,042   | 31,909   | 32,160   | 32,005   |
| 息税前利润率 (%)      | 21.5%    | 21.2%    | 20.8%    | 20.5%    | 20.2%    | 19.9%    | 19.5%    | 19.1%    | 18.7%    | 18.3%    |
| 税率              | 21.0%    | 20.5%    | 20.8%    | 22.0%    | 22.0%    | 22.0%    | 22.0%    | 22.0%    | 22.0%    | 22.0%    |
| 折旧 (百万港元)       | 2,021    | 2,330    | 2,637    | 2,855    | 3,031    | 3,154    | 3,214    | 3,336    | 3,434    | 3,492    |
| 资本开支 (百万港元)     | (14,112) | (13,296) | (13,647) | (13,443) | (13,241) | (13,042) | (12,847) | (12,654) | (12,464) | (12,277) |
| 运营资金投入          | 531      | (1,139)  | 881      | (2,818)  | (2,691)  | (2,440)  | (2,063)  | (1,571)  | (981)    | (580)    |
| 自由现金流           | 2,204    | 3,836    | 7,838    | 6,287    | 8,627    | 10,776   | 12,516   | 14,000   | 15,074   | 15,599   |
| 预测年度            | 1        | 2        | 3        | 4        | 5        | 6        | 7        | 8        | 9        | 10       |
| 折扣系数            | 0.93     | 0.86     | 0.80     | 0.74     | 0.69     | 0.64     | 0.60     | 0.55     | 0.51     | 0.48     |
| 折扣自由现金流         | 2,046    | 3,308    | 6,277    | 4,676    | 5,958    | 6,912    | 7,455    | 7,743    | 7,742    | 7,440    |
| 终值              | 295,538  |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 永续增长率           | 2%       |          |          |          |          |          |          |          |          |          |
| 终值 EV/EBITDA 倍数 | 8.33     |          |          |          |          |          |          |          |          |          |

| 估值 (百万港元)       | WACC 计算 |             |       |
|-----------------|---------|-------------|-------|
| 终值              | 295,538 | 负债成本        | 4.2%  |
| 终值增长            | 2.0%    | 税率          | 22.0% |
| 终值 EV/EBITDA 倍数 | 8.33    | 税后负债成本      | 3.3%  |
| 总折扣自有现金流        | 59,558  | 股权成本        | 14.3% |
| 折扣终值            | 140,967 | 经调整 Beta 系数 | 0.85  |
| 企业价值            | 200,525 | 市场风险溢价      | 14.7% |
| 折扣现金流占比         | 70.3%   | 无风险利率       | 1.8%  |
| 折扣终值占比          | 29.7%   | 债务融资比例      | 60.0% |
| 加：现金及等价物        | 11,931  | WACC        | 7.7%  |
| 减：负债            | 41,839  |             |       |
| 非控股权益           | 6,371   |             |       |
| 股权价值 - (百万港元)   | 164,246 |             |       |
| 总股本             | 5,219   |             |       |
| 股权公允价值 (HK\$)   | 31.47   |             |       |
| 2020财年预测市盈率     | 16.69   |             |       |
| 2021财年预测市盈率     | 14.33   |             |       |

资料来源：招银国际证券预测

### 图 93: 东北业务的 DCF 估值

| (YE Mar 31)                  | FY21E   | FY22E   | FY23E   | FY24E   | FY25E   | FY26E   | FY27E   | FY28E   | FY29E   | FY30E   |
|------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>燃气消费和销售假设</b>             |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 中国东北燃气消费                     | 18.6    | 21.0    | 23.1    | 25.4    | 27.9    | 30.7    | 33.2    | 35.8    | 38.7    | 41.8    |
| 年增长量(十亿立方米)                  | 2.3     | 2.4     | 2.1     | 2.3     | 2.5     | 2.8     | 2.5     | 2.7     | 2.9     | 3.1     |
| 同比增速(%)                      | 14.0%   | 13.0%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   | 8.0%    | 8.0%    | 8.0%    | 8.0%    |
| 油田自产气量                       | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 除油田自产气量以外燃气消费量               | 14.6    | 17.0    | 19.1    | 21.4    | 23.9    | 26.7    | 29.2    | 31.8    | 34.7    | 37.8    |
| <b>中燃、联营及合营企业销售气量(十亿立方米)</b> |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 年增长量(十亿立方米)                  | 0.9     | 1.2     | 1.4     | 1.5     | 1.4     | 1.3     | 1.2     | 1.1     | 1.3     | 1.4     |
| 同比增速(%)                      | 35.0%   | 35.0%   | 30.0%   | 25.0%   | 18.0%   | 15.0%   | 12.0%   | 10.0%   | 10.0%   | 10.0%   |
| 中燃在东北市场份额                    | 18.5%   | 22.2%   | 26.2%   | 29.8%   | 31.9%   | 33.4%   | 34.6%   | 35.3%   | 35.9%   | 36.6%   |
| 除油田自产气外中燃在东北市场份额             | 23.6%   | 27.4%   | 31.7%   | 35.3%   | 37.3%   | 38.4%   | 39.4%   | 39.7%   | 40.0%   | 40.4%   |
| 中燃东北燃气分销项目的合并比率              | 50%     | 50%     | 50%     | 50%     | 50%     | 50%     | 50%     | 50%     | 50%     | 50%     |
| <b>天然气销售</b>                 |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 城市燃气门站价(人民币/立方米)             | 1.67    | 1.67    | 1.67    | 1.67    | 1.67    | 1.67    | 1.67    | 1.67    | 1.67    | 1.67    |
| 平均燃气销售价格(人民币/立方米)            | 2.52    | 2.37    | 2.32    | 2.27    | 2.27    | 2.27    | 2.27    | 2.27    | 2.27    | 2.27    |
| 销售收入(百万人民币)                  | 8,675   | 11,014  | 14,016  | 17,143  | 20,229  | 23,263  | 26,055  | 28,660  | 31,526  | 34,679  |
| 平均销气毛差(人民币/立方米)              | 0.85    | 0.70    | 0.65    | 0.60    | 0.60    | 0.60    | 0.60    | 0.60    | 0.60    | 0.60    |
| 净利润(百万人民币)                   | 1,215   | 1,597   | 2,095   | 2,577   | 3,057   | 3,534   | 3,979   | 4,399   | 4,864   | 5,379   |
| 中燃应占净利润(百万人民币)               | 607     | 799     | 1,048   | 1,288   | 1,528   | 1,767   | 1,989   | 2,200   | 2,432   | 2,689   |
| 同比增长%                        | 55.1%   | 31.5%   | 31.2%   | 23.0%   | 18.6%   | 15.6%   | 12.6%   | 10.6%   | 10.6%   | 10.6%   |
| <b>居民燃气接驳</b>                |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 居民燃气接驳量(户)                   | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 | 150,000 |
| 平均居民燃气接驳费(人民币/户)             | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   |
| 居民接驳收入(百万人民币)                | 675.00  | 675.00  | 675.00  | 675.00  | 675.00  | 675.00  | 675.00  | 675.00  | 675.00  | 675.00  |
| 毛利率(%)                       | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     |
| 毛利润(百万人民币)                   | 405     | 405     | 405     | 405     | 405     | 405     | 405     | 405     | 405     | 405     |
| 净利润(百万人民币)                   | 338     | 338     | 338     | 338     | 338     | 338     | 338     | 338     | 338     | 338     |
| 中燃应占净利润(百万人民币)               | 169     | 169     | 169     | 169     | 169     | 169     | 169     | 169     | 169     | 169     |
| <b>Natural Gas Heating</b>   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 居民财年接驳量(户)                   | 200,000 | 450,000 | 600,000 | 600,000 | 480,000 | 384,000 | 307,200 | 245,760 | 196,608 | 157,286 |
| 工程服务费(人民币/户)                 | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   | 4,500   |
| 燃气采暖接驳收入(百万人民币)              | 900     | 2,025   | 2,700   | 2,700   | 2,160   | 1,728   | 1,382   | 1,106   | 885     | 708     |
| 燃气采暖接驳利润率(%)                 | 40%     | 40%     | 40%     | 40%     | 40%     | 40%     | 40%     | 40%     | 40%     | 40%     |
| 净利润(百万人民币)                   | 360     | 810     | 1,080   | 1,080   | 864     | 691     | 553     | 442     | 354     | 283     |
| 合并比例                         | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     | 60%     |
| 中燃应占净利润(百万人民币)               | 216     | 486     | 648     | 648     | 518     | 415     | 332     | 265     | 212     | 170     |
| <b>DCF估值</b>                 |         |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 东北业务净利润-(百万人民币)              | 992     | 1453    | 1864    | 2105    | 2215    | 2350    | 2490    | 2634    | 2813    | 3028    |
| 汇率 港元兑人民币                    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    | 0.90    |
| 东北业务净利润-(百万港元)               | 1102    | 1615    | 2072    | 2339    | 2462    | 2611    | 2766    | 2926    | 3126    | 3364    |
| 自由现金流预测                      | 243     | 1,220   | 1,719   | 2,068   | 2,256   | 2,417   | 2,599   | 2,785   | 2,983   | 3,222   |
| 同比增长(%)                      | -226.3% | 400.9%  | 40.9%   | 20.3%   | 9.1%    | 7.1%    | 7.6%    | 7.1%    | 7.1%    | 8.0%    |
| 折扣年度                         | 1       | 2       | 3       | 4       | 5       | 6       | 7       | 8       | 9       | 10      |
| 折扣系数                         | 0.93    | 0.86    | 0.80    | 0.74    | 0.69    | 0.64    | 0.60    | 0.55    | 0.51    | 0.48    |
| 折现现金流(百万港元)                  | 226     | 1,052   | 1,376   | 1,538   | 1,558   | 1,550   | 1,548   | 1,540   | 1,532   | 1,537   |
| 折现后终值(百万港元)                  | 29,121  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 永续增长率                        | 2.0%    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 终值 EV/EBITDA                 | 6.24    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 总折现价值(百万港元)                  | 42,578  |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 总股本(百万)                      | 5,219   |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 东北业务价值(港元/每股)                | 8.16    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 东北业务价值按20%折让(港元/每股)          | 6.53    |         |         |         |         |         |         |         |         |         |

资料来源：招银国际证券预测

## 风险因素

### 政策风险

由于中国燃气的股价呈较高的政策依赖性，政策风险是主要的风险因素。目前，对城市燃气分销商的长期政策指引已随着燃气分销资产回报率不超过7%规定的发布逐步明确。短期来看，我们仍然无法排除城市居民接驳费收紧，以及煤改气业务政策控制的风险，我们认为这些政策一旦实施将会对公司的利润表现产生负面影响。

### 气价上涨风险

天然气成本是另一项风险因素。我们的盈利展望是基于较为稳定的销气毛差所作，若天然气价格突然上涨，将会对公司短期顺价产生影响，顺价的延迟及滞后将对公司的天然气销售毛差呈一定挤压，从而对盈利表现构成负面影响。

### 天然气供应短缺风险

天然气短缺一方面将限制公司的天然气销售量增长，而另一方面，供应短缺也将迫使公司使用更多价格较贵的LNG进行供应补充，从而导致购气成本上涨并挤压销气毛差。在2017/18冬季，由于煤改气工程过于激进导致了出现气化，气荒出现影响了市场对于公司的信心，同时也影响了城燃企业的销气毛差。

## 财务分析

### 利润表

| 年结:3月31日(百万港元) | FY18A    | FY19A    | FY20E    | FY21E    | FY22E    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售收入           | (41,161) | (45,327) | (50,312) | (60,495) | (71,298) |
| 销售成本           | 11,671   | 14,059   | 17,514   | 20,358   | 23,428   |
| 毛利             |          |          |          |          |          |
|                | 564      | 786      | 754      | 823      | 920      |
| 其它收入           | 165      | 295      | 50       | 50       | 50       |
| 其他收益及亏损        | (1,616)  | (1,820)  | (2,079)  | (2,437)  | (2,808)  |
| 销售及分销成本        | (1,988)  | (2,442)  | (2,789)  | (3,285)  | (3,801)  |
| 行政开支           | 497      | 520      | 517      | 618      | 727      |
| 应占联营公司之业绩      | 758      | 1,132    | 1,283    | 1,494    | 1,737    |
| 应占合资公司之业绩      |          |          |          |          |          |
|                | (644)    | (63)     | (200)    | (200)    | (200)    |
| 以股份为基础开支       | 9,408    | 12,467   | 15,050   | 17,420   | 20,053   |
| 息税前收益          | (808)    | (1,284)  | (1,467)  | (1,577)  | (1,719)  |
| 财务收益           | 8,600    | 11,183   | 13,583   | 15,843   | 18,334   |
| 税前利润           | (1,931)  | (2,198)  | (2,833)  | (3,325)  | (3,759)  |
| 所得税            | (574)    | (760)    | (910)    | (1,059)  | (1,233)  |
| 减:非控制股东权益      | 6,095    | 8,224    | 9,841    | 11,458   | 13,342   |
| 净利润            | (41,161) | (45,327) | (50,312) | (60,495) | (71,298) |

### 现金流量表

| 年结:3月31日(百万港元) | FY18A    | FY19A    | FY20A    | FY21E    | FY21A    |
|----------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 税前利润           | 8,600    | 11,183   | 13,583   | 15,843   | 18,334   |
| 折旧和摊销          | 1,174    | 1,326    | 1,714    | 2,021    | 2,330    |
| 运营资金变动         | (2,261)  | 7,038    | (3,025)  | 531      | (1,139)  |
| 税费             | (1,580)  | (1,874)  | (2,793)  | (3,094)  | (3,554)  |
| 其它             | 512      | (7,556)  | (1,161)  | (954)    | (1,120)  |
| 经营活动所得现金流      | 6,446    | 10,117   | 8,318    | 14,347   | 14,851   |
| 资本开支           | (13,175) | (11,816) | (11,628) | (14,112) | (13,296) |
| 其它             | 6,007    | 784      | -        | -        | -        |
| 投资活动所得现金净额     | (7,168)  | (11,032) | (11,628) | (14,112) | (13,296) |
| 股份发行           | 0        | 3,785    | 455      | 530      | 617      |
| 净借贷            | 8,754    | 5,526    | 3,940    | 3,940    | 3,940    |
| 股息             | (1,606)  | (2,172)  | (2,894)  | (3,426)  | (3,990)  |
| 其它             | (3,240)  | (804)    | -        | -        | -        |
| 融资活动所得现金净额     | 3,908    | 6,335    | 1,500    | 1,043    | 567      |
| 现金增加净额         | 3,186    | 5,419    | (1,810)  | 1,278    | 2,121    |
| 年初现金及现金等价物     | 4,725    | 8,246    | 13,239   | 11,429   | 12,708   |
| 汇兑             | 336      | (427)    | -        | -        | -        |
| 年末现金及现金等价物     | 8,246    | 13,239   | 11,429   | 12,708   | 14,829   |
| 资产负债表现金        | 8,246    | 13,239   | 11,429   | 12,708   | 14,829   |

### 资产负债表

| 年结:3月31日(百万港元) | FY18A  | FY19A  | FY20E  | FY21E  | FY22E   |
|----------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 非流动资产          | 57,181 | 68,277 | 78,442 | 90,537 | 101,513 |
| 投资物业           | 273    | 556    | 561    | 566    | 571     |
| 物业、厂房及设备       | 34,088 | 42,965 | 51,102 | 58,921 | 66,413  |
| 预付租赁款项         | 1,997  | 2,148  | 2,525  | 2,855  | 3,153   |
| 于联营公司之投资       | 5,925  | 5,746  | 5,746  | 8,081  | 9,408   |
| 于合资公司之投资       | 6,424  | 8,022  | 9,335  | 10,851 | 12,621  |
| 其它非流动资产        | 8,474  | 8,840  | 9,172  | 9,255  | 9,341   |
| 流动资产           | 24,877 | 41,603 | 45,340 | 51,079 | 56,453  |
| 存货             | 3,069  | 3,412  | 3,934  | 4,677  | 5,472   |
| 应收客户合约工程款      | 3,167  | -      | -      | -      | -       |
| 合约资产           | -      | 7,185  | 10,021 | 11,381 | 11,641  |
| 贸易及其他应收        | 9,019  | 10,061 | 11,977 | 14,278 | 16,419  |
| 银行结存及现金        | 8,246  | 13,239 | 11,429 | 12,708 | 14,829  |
| 其它流动资产         | 1,376  | 7,706  | 7,978  | 8,036  | 8,093   |
| 流动负债           | 27,102 | 46,644 | 48,604 | 54,434 | 57,196  |
| 应付账款及票就        | 14,041 | 23,691 | 24,151 | 27,221 | 27,091  |
| 预收账款           | 943    | -      | -      | -      | -       |
| 合约负债           | -      | 5,168  | 6,317  | 7,277  | 8,398   |
| 应付税款           | 944    | 1,245  | 1,275  | 1,496  | 1,691   |
| 借贷             | 11,079 | 16,408 | 16,736 | 18,312 | 19,888  |
| 其它流动负债         | 91     | 125    | 126    | 126    | 127     |
| 非流动负债          | 22,226 | 22,453 | 26,085 | 28,469 | 30,853  |
| 借贷             | 21,293 | 21,491 | 25,103 | 27,467 | 29,831  |
| 递延所得税负债        | 933    | 962    | 982    | 1,022  | 1,022   |
| 净资产总额          | 32,730 | 40,782 | 49,093 | 58,714 | 69,916  |
| 少数股东权益         | 4,274  | 5,461  | 6,371  | 7,430  | 8,663   |
| 股东权益           | 28,456 | 35,321 | 42,722 | 51,284 | 61,253  |

### 主要比率

| 年结:3月31日      | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售组合          |       |       |       |       |       |
| 管道燃气销售        | 42.8  | 45.6  | 47.9  | 50.8  | 54.3  |
| 燃气接驳及其它合约工程   | 21.4  | 21.0  | 21.0  | 17.1  | 13.8  |
| 液化石油气销售       | 30.2  | 26.8  | 22.5  | 21.5  | 19.3  |
| 增值服务          | 5.6   | 6.6   | 8.6   | 9.5   | 10.5  |
| 其它            | -     | -     | -     | 1.1   | 2.1   |
| 合计            | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 盈利能力比率        |       |       |       |       |       |
| 毛利率           | 17.8  | 21.0  | 22.2  | 21.5  | 21.2  |
| 税前利率          | 16.3  | 18.8  | 20.0  | 19.6  | 19.4  |
| 净利润率          | 11.5  | 13.8  | 14.5  | 14.2  | 14.1  |
| 有效税率          | 22.5  | 19.7  | 20.9  | 21.0  | 20.5  |
| 资产负债比率        |       |       |       |       |       |
| 流动比率(x)       | 0.92  | 0.89  | 0.93  | 0.94  | 0.99  |
| 速动比率(x)       | 11.65 | 9.71  | 10.26 | 11.05 | 11.67 |
| 现金比率(x)       | 0.32  | 0.29  | 0.25  | 0.24  | 0.27  |
| 存货周转天数        | 16.4  | 19.9  | 19.8  | 19    | 19.6  |
| 应收周转天数        | 52.1  | 58.6  | 59.3  | 59    | 59.1  |
| 应付周转天数        | 105.1 | 152.0 | 173.6 | 155   | 139.0 |
| 债务/股本比率(%)    | 98.9  | 92.9  | 85.2  | 78    | 71.1  |
| 净负债/股东权益比率(%) | 83.8  | 69.1  | 70.0  | 63    | 56.0  |
| 回报率(%)        |       |       |       |       |       |
| 资本回报率         | 21.4  | 24.1  | 23.0  | 22.3  | 21.8  |
| 资产回报率         | 7.4   | 7.5   | 8.0   | 8.1   | 8.4   |
| 每股数据(人民币)     |       |       |       |       |       |
| 每股盈利(港元)      | 1.23  | 1.63  | 1.89  | 2.20  | 2.56  |
| 每股股息(港元)      | 0.35  | 0.44  | 0.54  | 0.63  | 0.73  |
| 每股账面价值(港元)    | 5.73  | 6.77  | 8.19  | 9.83  | 11.74 |

资料来源:公司及招银国际证券预测

## 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于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。

### 招银国际证券投资评级

|     |                              |
|-----|------------------------------|
| 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个月的潜在变幅在-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             |

### 招银国际证券行业投资评级

|      |                          |
|------|--------------------------|
| 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  |

### 招银国际证券有限公司

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

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)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。招银国际证券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。招银国际证券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证券编写，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法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定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。招银国际证券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，未经招银国际证券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

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。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。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (招银国际证券G) (公司注册号201731928D) 在新加坡分发。招银国际证券G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。招银国际证券G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)所定义的可投资者，专家投资者或机构投资者，则招银国际证券G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)联系招银国际证券G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。