

中國燃氣 (384 HK)

新冠疫情影響 20 財年業績

我們近期與中國燃氣進行了交流。管理層透露 2020 年 1 季度燃氣銷售受疫情影響超出此前預期，預計同比氣量將下跌 10-15%，將拖累 2020 財年的燃氣銷售量至單位數增長。此外，在燃氣接駁、LPG 業務以及增值服務業務均不同程度受到了新冠疫情的輕微影響。我們將 2020-22 財年的盈利預測分別下調 5.6%/3.9%/4.2% 以反映疫情對業務帶來的影響及對於未來業務擴張更為保守的增長預期。我們目標價亦同比下調 12.2% 至每股 33.37 港元。

- **2020 年 1 季度銷售氣量同比下跌 10-15%**。受中國大多數地區採取封閉式管理控制新冠疫情影響，管理層透露 2020 年首 2 個月氣量同比下跌 13%，同時預期 3 月份銷售氣量將同比下跌 10-15%。公司自 3 月底開始觀察到氣量呈逐漸恢復態勢。到 4 月初，天然氣需求已逐步恢復正常，並出現輕微上漲。基于管理層的對於天然氣銷量數據更新，我們將公司 20 財年天然氣銷售增速自原同比上漲 13.5% 預期下調至同比增長 6.3%，以反映疫情對於該業務板塊的影響。
- **居民用戶接駁受輕微拖累**。公司的燃氣接駁業務因疫情控制而在 1 季度導致了約有 4 周的工期停滯，這將阻礙公司完成其全年 550 萬戶居民用戶接駁目標量。管理層預期最終結果將不會較原定目標偏離太多，隱含預期影響較為輕微。我們將 20 財年的接駁展望自原 557 萬戶下調 3.2% 至 539 萬戶。
- **其它業務也將受一定影響**。由於一季無法直接與客戶接觸，公司的增值服務業務也將受到溫和影響，導致增值服務板塊的毛利貢獻將低於管理層此前指引。對於 LPG 分銷板塊，公司則幸運的躲開了油價暴跌帶來 LPG 庫存減值的風險，主要由於公司為了降低價格波動風險採取了較為有效的銷售策略，但這同時也降低了板塊利潤貢獻。
- **投資者場外交易帶來買入機會**。公司的主要戰略投資人，SK E&S 近期選擇通過場外交易方式售出對中燃 10.25% 的持倉，獲利了結。我們相信 SK E&S 的決定主要基于其自身的財務壓力而并非是對中燃的前景產生負面看法。我們認為戰略投資人離場反而創造了較好的投資機會。
- **長期展望維持正面，維持買入評級**。儘管我們就新冠疫情影響對公司的盈利預測有多項下調，我們對於公司長期增長的展望維持不變。我們對公司 2020-22 年每股盈利預測僅下調 5.6%/3.9%/4.2%，以反映上述更新以及更為保守的增長假設。我們的分布加總估值目標價下調 12.2% 至每股 33.37 港元，維持買入評級。

財務資料

(年結: 3月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬港元)	52,832	59,386	62,782	73,904	87,475
同比增長(%)	65.1	12.4	5.7	17.7	18.4
淨收入(百萬港元)	6,095	8,224	9,209	10,908	12,694
每股盈利(港元)	1.23	1.63	1.76	2.09	2.43
每股盈利變動(%)	45.2	32.7	8.4	18.5	16.4
市場平均一直預測(港元)	N/A	N/A	1.84	2.18	2.47
市盈率(倍)	19.0	14.3	13.2	11.1	9.6
市帳率(倍)	4.1	3.4	2.9	2.4	2.0
股息率(%)	1.5	1.9	2.2	2.6	3.0
權益收益率(%)	21.4	24.1	21.9	21.7	21.2
不良貸款率(%)	83.8	69.1	74.7	69.3	61.7

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\$33.37
(此前目標價)	HK\$38.00
潛在升幅	+28.6%
當前股價	HK\$23.25

中國城市燃氣分銷行業

蕭小川

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

公司數據

市值(百萬港元)	121,322
3月平均流通量(百萬港元)	209.95
52周內股價高/低(港元)	34.95/22..30
總股本(百萬)	5,219

資料來源: 彭博

股東結構

北京控股	23.7%
劉明輝	20.9%
丘達強	18.8%
流動股	36.6%

資料來源: 港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	0.6%	-3.3%
3-月	-20.5%	-4.3%
6-月	-23.9%	-15.5%
12-月	4.9%	19.4%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 彭博

審計師: 德勤

財務分析

利潤表

年結:3月31日(百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售收入	52,832	59,386	62,782	73,904	87,475
銷售成本	(41,161)	(45,327)	(46,468)	(54,738)	(65,375)
毛利	11,671	14,059	16,315	19,166	22,100
其它收入	564	786	719	762	851
其他收益及虧損	165	295	50	50	50
銷售及分銷成本	(1,616)	(1,820)	(1,924)	(2,228)	(2,593)
行政開支	(1,988)	(2,442)	(2,582)	(3,002)	(3,510)
應占聯營公司之業績	497	520	517	618	727
應占合資公司之業績	758	1,132	1,283	1,494	1,737
以股份為基礎開支	(644)	(63)	(200)	(200)	(200)
息稅前收益	9,408	12,467	14,178	16,659	19,162
財務收益	(808)	(1,284)	(1,467)	(1,577)	(1,719)
稅前利潤	8,600	11,183	12,711	15,082	17,443
所得稅	(1,931)	(2,198)	(2,651)	(3,165)	(3,576)
減: 非控制股東權益	(574)	(760)	(851)	(1,008)	(1,173)
淨利潤	6,095	8,224	9,209	10,908	12,694

現金流量表

年結:3月31日(百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY21A
稅前利潤	8,600	11,183	12,711	15,082	17,443
折舊和攤銷	1,174	1,326	1,714	2,021	2,330
運營資金變動	(2,261)	7,038	(4,207)	150	(871)
稅費	(1,580)	(1,874)	(2,693)	(2,924)	(3,381)
其它	512	(7,556)	(796)	(966)	(1,088)
經營活動所得現金流	6,446	10,117	6,728	13,363	14,433
資本開支	(13,175)	(11,816)	(11,628)	(14,112)	(13,296)
其它	6,007	784	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(7,168)	(11,032)	(11,628)	(14,112)	(13,296)
股份發行	0	3,785	426	504	587
淨借貸	8,754	5,526	3,940	3,940	3,940
股息	(1,606)	(2,172)	(2,829)	(3,225)	(3,797)
其它	(3,240)	(804)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	3,908	6,335	1,536	1,219	729
現金增加淨額	3,186	5,419	(3,364)	470	1,867
年初現金及現金等價物	4,725	8,246	13,239	9,875	10,346
匯兌	336	(427)	-	-	-
年末現金及現金等價物	8,246	13,239	9,875	10,346	12,212
資產負債表現金	8,246	13,239	9,875	10,346	12,212

資產負債表

年結:3月31日(百萬港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流動資產	57,181	68,277	78,442	90,537	101,511
投資物業	273	556	561	566	571
物業、廠房及設備	34,088	42,965	51,102	58,921	66,413
預付租賃款項	1,997	2,148	2,525	2,855	3,153
于聯營公司之投資	5,925	5,746	5,746	8,081	9,408
于合資公司之投資	6,424	8,022	9,335	10,85	12,62
其它非流動資產	8,474	8,840	9,172	9,255	9,341
流動資產	24,877	41,603	42,393	46,983	52,108
存貨	3,069	3,412	3,641	4,275	5,053
應收客戶合約工程款	3,167	-	-	-	-
合約資產	-	7,185	9,811	11,27	11,58
貿易及其他應收	9,019	10,061	11,087	13,051	15,162
銀行結存及現金	8,246	13,239	9,875	10,346	12,212
其它流動資產	1,376	7,706	7,978	8,036	8,093
流動負債	27,102	46,644	46,311	51,418	54,478
應付帳款及票就	14,04	23,69	22,30	24,63	24,84
預收賬款	943	-	-	-	-
合約負債	-	5,168	5,952	6,923	8,012
應付稅款	944	1,245	1,193	1,424	1,609
借貸	11,079	16,408	16,736	18,312	19,888
其它流動負債	91	125	126	126	127
非流動負債	22,226	22,453	26,085	28,469	30,853
借貸	21,293	21,491	25,103	27,467	29,831
遞延所得稅負債	933	962	982	1,002	1,022
淨資產總額	32,730	40,782	48,439	57,634	68,290
少數股東權益	4,274	5,461	6,313	7,321	8,494
股東權益	28,456	35,321	42,126	50,313	59,796

主要比率

年結:3月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
銷售組合					
管道燃氣銷售	42.8	45.6	47.9	51.9	55.3
燃氣接駁及其它合約工程	21.4	21.0	21.9	18.5	14.8
液化石油氣銷售	30.2	26.8	21.4	19.1	17.4
增值服務	5.6	6.6	8.7	9.4	10.1
其它	-	-	-	1.2	2.3
合計	100.	100.	100.	100.	100.
盈利能力比率					
毛利率	17.8	21.0	22.6	22.5	21.9
稅前利率	16.3	18.8	20.2	20.4	19.9
淨利潤率	11.5	13.8	14.7	14.8	14.5
有效稅率	22.5	19.7	20.9	21.0	20.5
資產負債比率					
流動比率(x)	0.92	0.89	0.92	0.91	0.96
速動比率(x)	11.6	9.7	9.7	10.6	11.1
現金比率(x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
存貨周轉天數	16.4	19.9	20.5	19.5	19.5
應收周轉天數	52.1	58.6	61.5	59.6	58.9
應付周轉天數	105	152	181	156	138
債務/股本比率(%)	98.9	92.9	86.4	79.4	72.8
淨負債/股東權益比率(%)	83.8	69.1	74.7	69.3	61.7
回報率(%)					
資本回報率	21.4	24.1	21.9	21.7	21.2
資產回報率	7.4	7.5	7.6	7.9	8.3
每股數據(人民幣)					
每股盈利(港元)	1.23	1.63	1.76	2.09	2.43
每股股息(港元)	0.35	0.44	0.50	0.60	0.69
每股賬面價值(港元)	5.7	6.77	8.07	9.64	11.46

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	: 招銀國際證券并未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優于大市	: 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。報告所載數據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。

本報告包含的任何信息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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布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，任何機構或個人于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信息，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

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則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。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI(Singapore)Pte.Limited(招銀國際證券G)(公司註冊號201731928D)在新加坡分發。招銀國際證券G是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。招銀國際證券G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編寫的報告。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，則招銀國際證券G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)聯繫招銀國際證券G，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。