

中國燃氣 (384 HK)

併購及南方區域暖居專案將驅動盈利加速增長

中國燃氣4月22日配售了3.92億新股，募集資金116億港元。配售定價29.75港元，較配售前收盤價折讓9%。市場對配售的目的及時機態度謹慎，導致股價在配售後走軟。緊隨配售完成後，公司在5月2日宣佈收購北京華油49%股權，再一次體現了中國燃氣強勁的執行力。我們對公司的觀點維持樂觀，並認為近期股價回撤恰恰為市場提供了良好的買入機會。維持買入評級，目標價略微下調至每股34.82港元。

- **配售3.92億股募資116億港元。**根據我們與公司的交流，中國燃氣對於此次配售募資的用途為1) 40%資金用於併購城市燃氣項目；2) 25%資金用於LPG智慧微管網業務的開發；3) 25%資金用於開發分散式暖居工程；以及4) 剩餘的10%左右用於補充運營資金。在新募集資金的支持下，我們預期公司的盈利增速將會顯著加快。
- **以7倍市盈率併購北京華油。**中國燃氣宣佈以間接方式收購北京華油聯合燃氣開發有限公司（北京華油）49%股權，總對價人民幣4.84億。北京華油在北京、山東及遼寧擁有多個城市燃氣分銷項目。2020年北京華油及附屬企業實現天然氣銷售量6.3億立方米以及淨利潤人民幣1.4億元。此次交易對價對應2020年市盈率为7.1倍，低於中國燃氣目前的估值水準（2022財年11.4倍），我們認為將對公司的每股盈利帶來增厚效應，並有助於提升公司的估值水準。管理層預料該併購將在2022財年為公司帶來9個月的並表利潤貢獻。我們預期公司在未來6-12個月內將會有更多的專案併購宣佈落地。
- **分散式暖居工程：新增長動力。**2021年開始，我們觀察到中燃在華中和華東地區的“暖居工程”業務正在加速推進（詳見圖1-4）。在我們看來，分散式居民集中採暖業務將是對基礎燃氣分銷服務的消費升級，並且採暖業務可以突破燃氣專營權區域的限制，並滲透到其它燃氣分銷同業的腹地當中。中國燃氣的目標已瞄準暖居工程的接駁市場，以及暖氣片銷售等增值服務市場機遇。根據公司的初步規劃，公司將在2022財年開發2-3千萬平方米分散式採暖面積。我們認為配售所獲資金有助於公司快速推進項目，佔領市場。
- **盈利增長將在2022財年提速。**2022財年將會是公司新批次員工期權第一個期權解鎖的年度，解鎖條件為經調整後淨利潤實現140億港元。我們預期在公司充沛的資金支援，項目併購、以及暖居工程和LPG微管網業務的推動下，公司有望衝刺該盈利指標。一旦條件達成，將意味著2022財年的盈利增速可達30%。

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

買入(維持)

目標價	HK\$34.82
(此前目標價)	HK\$37.12)
潛在升幅	+21.0%
當前股價	HK\$28.80

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)	156,922
3月平均流通量(百萬港元)	497.35
52周內股價高/低(港元)	35.0/20.43
總股本(百萬)	5,604

資料來源：彭博

股東結構

北京控股	22.1%
劉明輝	12.9%
邱達強	10.8%
流通股	47.1%

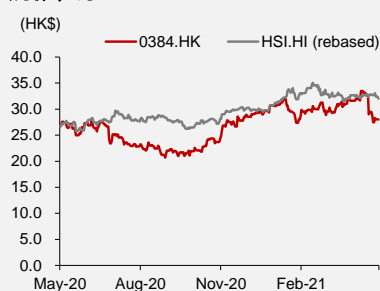
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-11.4%	-9.6%
3-月	-2.1%	1.2%
6-月	15.4%	1.5%
12-月	-0.2%	-13.3%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：萬得資訊

審計師：德勤

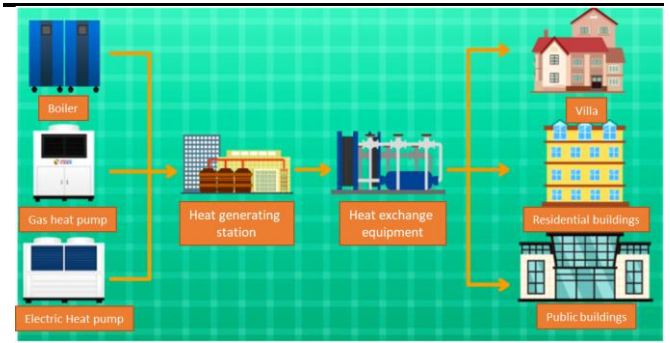
■ 維持買入評級，目標價略微下調至 34.82 港元。我們將公司目標價下調 6.2% 至 34.82 港元，以反映配售所帶來的每股盈利稀釋影響。年初至今，中國燃氣股價下跌 8.8%，是我們所覆蓋的的燃氣板塊中表現最差股份。我們認為市場對於配售及潛在影響過渡擔憂。公司目前的交易市盈率僅為 2022 財年 11.4 倍，估值水準非常吸引。我們認為近期的估值回撤帶來了很好的買入時機，維持買入評級。

圖 1: 中燃在華中地區暖居工程的宣傳標語



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 2: 中燃的暖居工程業務並不局限於燃氣制暖，並將滲透進入其它燃氣企業的經營區域



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 3: 中燃在襄陽對選取暖氣片安裝用戶收取人民幣 150 元/平方米初裝費



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 4: 中燃在襄陽對選取地暖用戶收取人民幣 170/平方米初裝費



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 5: 盈利預測變更

	原預測			新預測			變動 (%)		
	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E	FY21E	FY22E	FY23E
总燃气销售量 (百万立方)	28,927	33,642	38,558	28,927	33,642	38,558	0.0%	0.0%	0.0%
零售气量 (百万立方)	18,808	23,017	27,402	18,808	23,017	27,402	0.0%	0.0%	0.0%
居民接驳 (含乡村接驳, 百万户)	5.71	5.95	6.12	5.71	5.95	6.12	0.0%	0.0%	0.0%
收入 (百万港元)	66,999	80,020	93,045	66,999	80,020	93,045	0.0%	0.0%	0.0%
净利润 (百万港元)	10,668	13,204	15,566	10,669	13,302	15,770	0.0%	0.7%	1.3%
每股盈利 (港元)	1.97	2.35	2.73	2.05	2.46	2.75	0.0%	0.7%	1.3%

資料來源: 招銀國際證券預測

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	941	1,326
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	629	702
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	19,841	23,183
財務收益	(1,284)	(1,388)	(1,411)	(1,529)	(1,615)
稅前利潤	11,183	12,725	14,809	18,312	21,568
所得稅	(2,198)	(2,464)	(2,962)	(3,662)	(4,314)
減: 非控制股東權益	(760)	(1,072)	(1,179)	(1,348)	(1,484)
淨利潤	8,224	9,188	10,669	13,302	15,770

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	18,312	21,568
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)	(3,337)	(4,011)
其它	(7,556)	(1,001)	(145)	(275)	(175)
經營活動所得現金流	10,117	2,979	14,817	21,527	22,754
資本開支	(11,816)	(5,989)	(12,228)	(10,969)	(11,016)
其它	784	(950)	-	-	-
投資活動所得現金淨額	(11,032)	(6,939)	(12,228)	(10,969)	(11,016)
股份發行	3,785	(3)	(0)	11,604	-
淨借貸	5,526	1,790	4,158	2,755	2,288
股息	(2,172)	(2,934)	(3,196)	(4,168)	(4,943)
其它	(804)	(1,100)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	6,335	(2,246)	962	10,191	(2,656)
現金增加淨額	5,419	(6,207)	3,552	20,749	9,082
年初現金及現金等價物	8,246	13,239	7,119	10,671	31,419
匯兌	(427)	(450)	-	-	-
年末現金及現金等價物	13,239	6,582	10,671	31,419	40,501
資產負債表現金	13,239	7,119	10,671	31,419	40,501

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	91,626	100,160
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	8,258	8,960
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	44,771	65,286	74,984
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	10,671	31,419	40,501
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	49,947	53,703
應付帳款及票據	23,69	17,70	19,10	21,50	23,06
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	1,648	1,941
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	55,025	77,784	90,836
少數股東權益	5,461	6,178	7,357	8,705	10,189
股東權益	35,321	39,605	47,667	69,079	80,647

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	24.8	24.9
稅前利率	18.8	21.4	22.1	22.9	23.2
淨利潤率	13.8	15.4	15.9	16.6	16.9
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	1.31	1.40
速動比率(x)	9.7	10.2	11.5	13.0	14.4
現金比率(x)	0.3	0.2	0.2	0.6	0.8
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	60.3	54.2
淨負債/股東權益比率(%)	69.1	81.5	68.9	21.6	10.1
回報率(%)					
資本回報率	24.1	23.2	22.4	20.0	20.0
資產回報率	7.5	8.2	8.4	8.5	9.0
每股數據(人民幣)					
每股盈利(港元)	1.63	1.76	2.05	2.46	2.75
每股股息(港元)	0.44	0.50	0.58	0.70	0.78
每股帳面價值(港元)	6.77	7.60	9.15	12.33	13.8

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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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士。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為制的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券期貨法案》(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。