

中國燃氣 (384 HK)

上半財年業績表現優秀

中國燃氣公佈 2020 財年上半年核心盈利 51.93 億港元，同比增長 5.5%。零售氣量同比增長 10.5% 至 76 億方，而接駁量僅微跌 3.5% 至 283 萬戶。上半年財報中比較亮眼的部分是現金流表現，公司期內實現自由現金流轉正，錄得 38 億港元。我們認為，公司在 2020 財年上半年的出色表現將繼續增強市場對其未來增長的信心。管理層維持全年指引不變，重申核心盈利增長 15-20%。我們對維持買入評級，目標價維持 37.12 港元不變。

- **上半年業績表現優秀。** 儘管由於疫情影響，運營環境極具挑戰，但公司仍實現了 3.7% 的盈利增長。剔除非經常性項目，核心盈利 51.93 億港元，同比增長 5.5%。若撇除同期外匯影響，利潤增幅會加速至 7.8%。公司宣佈中期股息每股 10 港仙，與去年持平。
- **零售氣量將在 21 財年下半年增速加快。** 城市燃氣/批發氣量分別同比增長 10.5%/5.4% 至 75.95/52.32 億方。居民用氣同比增長 19.7%，工業用氣同比增長 9.8%。由於疫情及防控等若干因素制約，商業用氣恢復速度相對緩慢。展望 21 財年下半年，管理層預計氣量增長將超 17 億方，其中 1) 7 億方來自今年新點火通氣的煤改氣接駁；2) 3 億方來自東北專案；3) 7-9 億方來自存量項目內生增長。我們認為公司指引具備較高的可見度，可實現全年 15% 的城市燃氣銷售增速。
- **調整居民接駁結構。** 由於應收賬款延遲拖累現金流，公司調整了煤改氣接駁速度。鄉鎮煤改氣接駁同比下降 42.5%，僅為 70 萬戶，但很大程度上被城市接駁增長 23.7% 至 210 萬戶所抵消。我們並不太擔心接駁結構變化。管理層證實，中國東南的 LPG 智慧微官網接駁將接替北方煤改氣的接駁份額，前者資產投資更輕、現金流表現更更優。公司維持 21 財年全年接駁量 550-600 萬戶指引水準。
- **增值服務勢頭強勁。** 增值服務收入同比增長 53.1% 至 33.8 億港元，該業務部門毛利增長較收入更快，為 65.4%，至 13.6 億港元。增值服務為公司貢獻 10 億港元營運利潤，佔公司營運利潤總額的 15.6%。在住宅用戶價值開發方面，我們測算 21 財年上半年 ARPU 為 89.1 港元，同比增長 31.6%。

財務資料

| (年結: 3月31日) | FY18A | FY19A | FY20E | FY21E | FY22E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 營業收入(百萬港元) | 59,386 | 59,540 | 66,567 | 78,480 | 90,805 |
| 同比增長(%) | 12.4 | 0.3 | 11.8 | 17.9 | 15.7 |
| 淨收入(百萬港元) | 8,224 | 9,188 | 10,670 | 12,626 | 14,862 |
| 每股盈利(港元) | 1.63 | 1.76 | 2.04 | 2.42 | 2.79 |
| 每股盈利變動(%) | 32.7 | 8.1 | 16.1 | 18.3 | 15.5 |
| 市場平均一致預測(港元) | n/a | n/a | 2.12 | 2.42 | 2.67 |
| 市盈率(倍) | 16.7 | 15.4 | 13.3 | 11.2 | 9.7 |
| 市帳率(倍) | 4.0 | 3.6 | 3.0 | 2.5 | 2.2 |
| 股息率(%) | 1.6 | 1.8 | 2.1 | 2.5 | 2.9 |
| 權益收益率(%) | 24.1 | 23.2 | 22.4 | 22.1 | 22.2 |
| 淨負債比率(%) | 69.1 | 81.5 | 75.8 | 56.4 | 41.0 |

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 | +30.0% |
| 當前股價 | HK\$28.55 |

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) | 148,813 |
| 3月平均流通量(百萬港元) | 212.8 |
| 52周內股價高/低(港元) | 32.14/20.50 |
| 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 | 20.9% |
| 邱達強 | 18.8% |
| 流動股 | 36.6% |

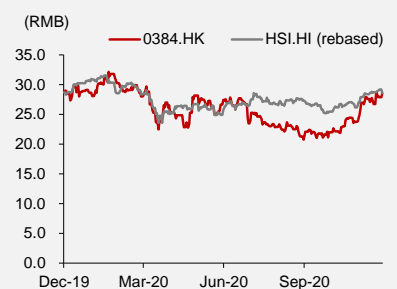
資料來源: 港交所

股價表現

| | 絕對回報 | 相對回報 |
|------|-------|-------|
| 1-月 | 20.2% | 10.0% |
| 3-月 | 34.0% | 29.4% |
| 6-月 | 7.2% | -6.6% |
| 12-月 | 0.2% | 0.2% |

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 萬得資訊

審計師: 德勤

- **自由現金流轉正。**上半年公司實現自由現金流 38 億港元，主要得益於營運現金流強勁增長 26 億港元，而固定資產和並購投資減少導致資本支出下降。上半年煤改氣應收賬款回收 34.5 億港元（20 財年全年回收 49 億港元）。由於今年公司已實現 150 萬戶新的煤改氣用戶點火通氣，管理層對於全年應收帳款 80-90 億港元信心十足。在 21 財年上半年現金流強勁和應收賬款加速的支援下，我們認為 21 財年保持自由現金流入並不困難，我們認為自由現金流轉正將顯著提振市場對公司的信心。
- **盈利預測調整。**基於 21 財年上半年表現，我們將公司 21 財年全年每股收益略微下調 0.5%。由於公司零售氣利潤每立方米增加 3 分，在氣量供應充足的環境下，我們提升公司零售氣量未來利潤前景，將 22/23 財年每股收益預測分別上調 4.1/4.2%至 2.52/2.91 港元。
- **估值繼續持續。**公司股價自 6 月份年報後顯著下行，主要受市場對於公司現金流擔憂所致。公司股價進入 10 月份以後呈顯著反彈，體現市場對於中國經濟及社交活動恢復的樂觀預期。我們認為公司上半財年較好的現金流表現有望刺激市場情緒，並繼續帶動價值重估。公司當前股價為 13.7/11.1 倍 21/22 財年預測市盈率，明顯低於同行。維持買入評級，基於 DCF 的表面積不變為 37.12 港元，相當於 18.2/14.7 倍 21/22 財年預測市盈率。

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 | 66,471 | 79,360 | 92,248 |
| 銷售成本 | (45,327) | (42,443) | (47,349) | (56,054) | (65,262) |
| 毛利 | 14,059 | 17,097 | 19,121 | 23,306 | 26,986 |
| 其它收入 | 786 | 640 | 709 | 860 | 1,169 |
| 其他收益及虧損 | 295 | (180) | 50 | 50 | 50 |
| 銷售及分銷成本 | (1,820) | (1,973) | (2,170) | (2,551) | (2,919) |
| 行政開支 | (2,442) | (2,447) | (2,698) | (3,182) | (3,652) |
| 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 | 16,153 | 19,618 | 22,794 |
| 財務收益 | (1,284) | (1,388) | (1,411) | (1,529) | (1,615) |
| 稅前利潤 | 11,183 | 12,725 | 14,742 | 18,089 | 21,179 |
| 所得稅 | (2,198) | (2,464) | (2,948) | (3,618) | (4,236) |
| 減: 非控制股東權益 | (760) | (1,072) | (1,173) | (1,331) | (1,457) |
| 淨利潤 | 8,224 | 9,188 | 10,620 | 13,140 | 15,486 |

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 | 14,742 | 18,089 | 21,179 |
| 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) | 1,161 | 4,587 | 2,851 |
| 稅費 | (1,874) | (2,245) | (3,086) | (3,307) | (3,948) |
| 其它 | (7,556) | (1,001) | (671) | (933) | (900) |
| 經營活動所得現金流 | 10,117 | 2,979 | 14,056 | 20,641 | 21,677 |
| 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 | 537 | 587 | 666 | 729 |
| 淨借貸 | 5,526 | 1,790 | 4,158 | 2,755 | 2,288 |
| 股息 | (2,172) | (2,937) | (3,280) | (3,836) | (4,739) |
| 其它 | (804) | (1,100) | - | - | - |
| 融資活動所得現金淨額 | 6,335 | (1,710) | 1,465 | (415) | (1,723) |
| 現金增加淨額 | 5,419 | (5,670) | 3,293 | 9,313 | 9,065 |
| 年初現金及現金等價物 | 8,246 | 13,239 | 7,119 | 10,412 | 19,725 |
| 匯兌 | (427) | (450) | - | - | - |
| 年末現金及現金等價物 | 13,239 | 7,119 | 10,412 | 19,725 | 28,791 |
| 資產負債表現金 | 13,239 | 7,119 | 10,412 | 19,725 | 28,791 |

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 | 44,391 | 53,445 | 63,098 |
| 存貨 | 3,412 | 3,246 | 3,624 | 4,168 | 4,661 |
| 應收客戶合約工程款 | - | - | - | - | - |
| 合約資產 | 7,185 | 12,751 | 12,146 | 9,434 | 7,301 |
| 貿易及其他應收 | 10,061 | 9,893 | 11,565 | 13,497 | 15,689 |
| 銀行結存及現金 | 13,239 | 7,119 | 10,412 | 19,725 | 28,791 |
| 其它流動資產 | 7,706 | 6,500 | 6,645 | 6,621 | 6,657 |
| 流動負債 | 46,644 | 49,347 | 47,085 | 49,647 | 53,350 |
| 應付帳款及票據 | 23,699 | 17,700 | 18,940 | 21,301 | 22,842 |
| 預收賬款 | - | - | - | - | - |
| 合約負債 | 5,168 | 5,998 | 6,753 | 7,736 | 8,684 |
| 應付稅款 | 1,245 | 1,246 | 1,327 | 1,628 | 1,906 |
| 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 | 54,884 | 66,185 | 79,118 |
| 少數股東權益 | 5,461 | 6,178 | 7,352 | 8,683 | 10,140 |
| 股東權益 | 35,321 | 39,605 | 47,532 | 57,502 | 68,978 |

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 | 49.1 | 50.1 | 51.1 |
| 燃氣接駁及其它合約工程 | 21.0 | 23.0 | 21.3 | 18.7 | 16.4 |
| 液化石油氣銷售 | 26.8 | 23.1 | 17.8 | 17.7 | 16.9 |
| 增值服務 | 6.6 | 8.4 | 11.7 | 12.2 | 13.2 |
| 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 | 24.3 | 24.7 | 24.7 |
| 稅前利率 | 18.8 | 21.4 | 22.2 | 22.8 | 23.0 |
| 淨利潤率 | 13.8 | 15.4 | 16.0 | 16.6 | 16.8 |
| 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 | 0.94 | 1.08 | 1.18 |
| 速動比率 (X) | 9.7 | 10.2 | 11.4 | 12.8 | 14.1 |
| 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 | 18.9 | 17.9 | 17.5 |
| 應收周轉天數 | 58.6 | 61.2 | 58.9 | 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 | 80.4 | 70.9 | 62.3 |
| 淨負債/股東權益比率 (%) | 69.1 | 81.5 | 69.7 | 46.3 | 28.8 |
| 回報率 (%) | | | | | |
| 資本回報率 | 24.1 | 23.2 | 22.3 | 22.9 | 22.9 |
| 資產回報率 | 7.5 | 8.2 | 8.3 | 9.1 | 9.5 |
| 每股數據(人民幣) | | | | | |
| 每股盈利 (港元) | 1.63 | 1.76 | 2.04 | 2.52 | 2.91 |
| 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 | 9.11 | 11.02 | 12.7 |

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。