

# 中国燃气 (384 HK)

## 并购及南方区域暖居项目将驱动盈利加速增长

中国燃气4月22日配售了3.92亿新股，募集资金116亿港元。配售定价29.75港元，较配售前收盘价折让9%。市场对配售的目的及时机态度谨慎，导致股价在配售后走软。紧随配售完成后，公司在5月2日宣布收购北京华油49%股权，再一次体现了中国燃气强劲的执行力。我们对公司的观点维持乐观，并认为近期股价回撤恰恰为市场提供了良好的买入机会。维持买入评级，目标价略微下调至每股34.82港元。

- **配售3.92亿股募资116亿港元。**根据我们与公司的交流，中国燃气对于此次配售募资的用途为1) 40%资金用于并购城市燃气项目；2) 25%资金用于LPG智能微管网业务的开发；3) 25%资金用于开发分布式暖居工程；以及4) 剩余的10%左右用于补充运营资金。在新募集资金的支持下，我们预期公司的盈利增速将会显著加快。
- **以7倍市盈率并购北京华油。**中国燃气宣布以间接方式收购北京华油联合燃气开发有限公司（北京华油）49%股权，总对价人民币4.84亿。北京华油在北京、山东及辽宁拥有多个城市燃气分销项目。2020年北京华油及附属企业实现天然气销售量6.3亿立方米以及净利润人民币1.4亿元。此次交易对价对应2020年市盈率为7.1倍，低于中国燃气目前的估值水平（2022财年11.4倍），我们认为将对公司的每股盈利带来增厚效应，并有助于提升公司的估值水平。管理层预料该并购将在2022财年为公司带来9个月的并表利润贡献。我们预期公司在未来6-12个月内将会有更多的项目并购宣布落地。
- **分布式暖居工程：新增长动力。**2021年开始，我们观察到中燃在华中和华东地区的“暖居工程”业务正在加速推进（详见图1-4）。在我们看来，分布式居民集中采暖业务将是对基础燃气分销服务的消费升级，并且采暖业务可以突破燃气专营权区域的限制，并渗透到其它燃气分销同业的腹地当中。中国燃气的目标已瞄准暖居工程的接驳市场，以及暖气片销售等增值服务市场机遇。根据公司的初步规划，公司将在2022财年开发2-3千万平方米分布式采暖面积。我们认为配售所获资金有助于公司快速推进项目，占领市场。
- **盈利增长将在2022财年提速。**2022财年将会是公司新批次员工期权第一个期权解锁的年度，解锁条件为经调整后净利润实现140亿港元。我们预期在公司充沛的资金支持，项目并购、以及暖居工程和LPG微管网业务的推动下，公司有望冲刺该盈利指标。一旦条件达成，将意味着2022财年的盈利增速可达30%。

### 财务资料

(年结: 3月31日)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入(百万港元)	59,386	59,540	66,999	80,020	93,045
同比增长(%)	12.4	0.3	12.5	19.4	16.3
净收入(百万港元)	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
每股盈利变动(%)	32.7	8.1	16.1	23.8	15.7
市场平均一致预测(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
市帐率(倍)	4.5	4.0	3.3	2.7	2.4
股息率(%)	1.5	1.7	1.9	2.4	2.8
权益收益率(%)	24.1	23.2	22.4	22.9	22.9
净负债比率(%)	69.1	81.5	69.0	45.8	28.3

资料来源：公司资料、彭博及招银国际证券

### 买入 (维持)

目标价	HK\$34.82
(此前目标价)	HK\$37.12)
潜在升幅	+21.0%
当前股价	HK\$28.80

### 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)	156,922
3月平均流通量(百万港元)	497.35
52周内股价高/低(港元)	35.0/20.43
总股本(百万)	5,604

资料来源：彭博

#### 股东结构

北京控股	22.1%
刘明辉	12.9%
邱达强	10.8%
流通股	47.1%

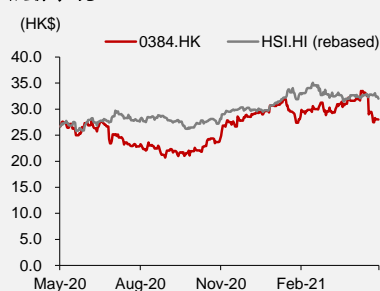
资料来源：彭博

#### 股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	-11.4%	-9.6%
3-月	-2.1%	1.2%
6-月	15.4%	1.5%
12-月	-0.2%	-13.3%

资料来源：彭博

#### 股份表现



资料来源：万得资讯

审计师：德勤

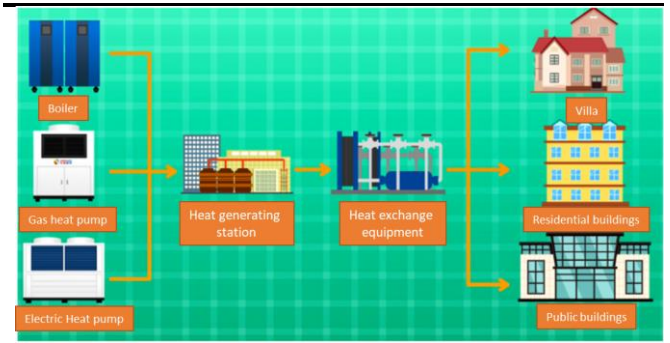
■ **维持买入评级，目标价略微下调至 34.82 港元。**我们将公司目标价下调 6.2% 至 34.82 港元，以反映配售所带来的每股盈利稀释影响。年初至今，中国燃气股价下跌 8.8%，是我们所覆盖的的燃气板块中表现最差股份。我们认为市场对于配售及潜在影响过渡担忧。公司目前的交易市盈率仅为 2022 财年 11.4 倍，估值水平非常吸引。我们认为近期的估值回撤带来了很好的买入时机，维持买入评级。

图 1: 中燃在华中地区暖居工程的宣传标语



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 2: 中燃的暖居工程业务并不局限于燃气制暖, 并将渗透进入其它燃气企业的经营区域



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 3: 中燃在枣阳对选取暖气片安装用户收取人民币 150 元/平方米初装费



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 4: 中燃在枣阳对选取地暖用户收取人民币 170/平方米初装费



资料来源: 公司资料, 招银国际证券

图 5: 盈利预测变更

	原预测			新预测			变动 (%)		
	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%

资料来源: 招银国际证券预测

## 财务分析

### 利润表

年结: 3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	59,386	59,540	66,999	80,020	93,045
销售成本	(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
其他收益及亏损	295	(180)	50	50	50
销售及分销成本	(1,820)	(1,973)	(2,187)	(2,572)	(2,944)
行政开支	(2,442)	(2,447)	(2,720)	(3,208)	(3,684)
应占联营公司之业绩	520	405	565	629	702
应占合资公司之业绩	1,132	571	625	613	637
以股份为基础开支	(63)	-	(50)	(50)	(50)
息税前收益	12,467	14,113	16,220	19,841	23,183
财务收益	(1,284)	(1,388)	(1,411)	(1,529)	(1,615)
税前利润	11,183	12,725	14,809	18,312	21,568
所得税	(2,198)	(2,464)	(2,962)	(3,662)	(4,314)
减: 非控制股东权益	(760)	(1,072)	(1,179)	(1,348)	(1,484)
净利润	8,224	9,188	10,669	13,302	15,770

### 现金流量表

年结: 3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
税前利润	11,183	12,725	14,809	18,312	21,568
折旧和摊销	1,326	1,591	1,910	2,203	2,495
运营资金变动	7,038	(8,091)	1,337	4,624	2,877
税费	(1,874)	(2,245)	(3,093)	(3,337)	(4,011)
其它	(7,556)	(1,001)	(145)	(275)	(175)
经营活动所得现金流	10,117	2,979	14,817	21,527	22,754
资本开支	(11,816)	(5,989)	(12,228)	(10,969)	(11,016)
其它	784	(950)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(11,032)	(6,939)	(12,228)	(10,969)	(11,016)
股份发行	3,785	(3)	(0)	11,604	-
净借贷	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)	-	-	-
融资活动所得现金净额	6,335	(2,246)	962	10,191	(2,656)
现金增加净额	5,419	(6,207)	3,552	20,749	9,082
年初现金及现金等价物	8,246	13,239	7,119	10,671	31,419
汇兑	(427)	(450)	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,239	6,582	10,671	31,419	40,501
资产负债表现金	13,239	7,119	10,671	31,419	40,501

### 资产负债表

年结: 3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	68,277	72,558	82,851	91,626	100,160
投资物业	556	524	566	571	571
物业、厂房及设备	42,965	46,128	55,163	62,291	69,114
预付租赁款项	2,148	2,458	2,673	2,958	3,215
于联营公司之投资	5,746	7,063	7,628	8,258	8,960
于合资公司之投资	8,022	7,815	7,963	8,606	9,273
其它非流动资产	8,840	8,570	8,858	8,943	9,028
流动资产	41,603	39,509	44,771	65,286	74,984
存货	3,412	3,246	3,653	4,203	4,701
应收客户合约工程款	-	-	-	-	-
合约资产	7,185	12,75	12,14	9,434	7,301
贸易及其他应收	10,061	9,893	11,657	13,609	15,824
银行结存及现金	13,239	7,119	10,671	31,419	40,501
其它流动资产	7,706	6,500	6,645	6,621	6,657
流动负债	46,644	49,347	47,324	49,947	53,703
应付账款及票就	23,69	17,70	19,10	21,50	23,06
预收账款	-	-	-	-	-
合约负债	5,168	5,998	6,816	7,815	8,780
应付税款	1,245	1,246	1,333	1,648	1,941
借贷	16,408	24,121	19,773	18,679	19,604
其它流动负债	125	282	293	303	314
非流动负债	22,453	16,936	25,273	29,182	30,605
借贷	21,491	15,568	24,073	27,923	29,285
递延所得税负债	962	1,368	1,200	1,260	1,320
净资产总额	40,782	45,783	55,025	77,784	90,836
少数股东权益	5,461	6,178	7,357	8,705	10,189
股东权益	35,321	39,605	47,667	69,079	80,647

### 主要比率

年结: 3月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合					
管道燃气销售	45.6	45.4	49.5	50.5	51.6
燃气接驳及其它合约工程	21.0	23.0	21.2	18.5	16.2
液化石油气销售	26.8	23.1	17.7	17.5	16.7
增值服务	6.6	8.4	11.6	12.1	13.1
其它	-	-	-	1.4	2.4
合计	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
税前利润率	18.8	21.4	22.1	22.9	23.2
净利润率	13.8	15.4	15.9	16.6	16.9
有效税率	19.7	19.4	20.0	20.0	20.0
资产负债比率					
流动比率(x)	0.89	0.80	0.95	1.31	1.40
速动比率(x)	9.7	10.2	11.5	13.0	14.4
现金比率(x)	0.3	0.2	0.2	0.6	0.8
存货周转天数	19.9	20.4	18.8	17.9	17.5
应收周转天数	58.6	61.2	58.7	57.6	57.7
应付周转天数	152	178	141	131	123
债务/股本比率(%)	92.9	87.2	80.2	60.3	54.2
净负债/股东权益比率(%)	69.1	81.5	68.9	21.6	10.1
回报率(%)					
资本回报率	24.1	23.2	22.4	20.0	20.0
资产回报率	7.5	8.2	8.4	8.5	9.0
每股数据(人民币)					
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
每股账面价值(港元)	6.77	7.60	9.15	12.33	13.8

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

招银国际证券不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际证券不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关FINRA规则的限制。本报告仅提供给美国1934年证券交易法(经修订)规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。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。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

#### 对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI(Singapore)Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG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。CMBISG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)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG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CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。