

中國燃氣 (384 HK)

LPG 微管網: 新的業績增長點

公司 20 財年淨利潤實現 91.88 億，同比增長 11.7%，符合我們及市場預期。20 財年業績顯示公司一季度受疫情影響，對銷售氣量、煤改氣點火以及增值服務業務帶來了較大衝擊，導致現金流和資產負債表改善情況慢於預期。儘管如此，我們認為公司 20 財年業績仍值得稱讚，在損失了兩個月運營時間的背景下，公司的核心盈利增速仍達到了 16.2%。對於 21 財年指引，公司提出 LPG 微管網業務，將居民使用者接駁目標提升至 550-600 萬戶，同時零售氣量計畫增長 15%。我們將公司目標價提升 11.2% 至 37.12 港元，重申買入評級。

- 20 財年業績符合預期。** 收入同比持平，達 594 億港元，較我們預期低 5.2%，主要受疫情影響，燃氣銷售及增值服務業務受顯著拖累。毛利潤同比增長 21.6% 至 171 億港元，同時整體毛利率上升 5.0 個百分點至 28.7%，顯示燃氣接駁和增值服務對於利潤率的帶動。較高的毛利潤表現彌補了聯營及合營公司利潤貢獻下滑。管理層解釋公司在年內將呼和浩特專案納入合併範圍，同時停止從煤改氣投資基金繼續提款，這兩項減少了聯營及合營公司盈利貢獻。淨利潤錄得 91.88 億港元，同比增長 11.7%。若撇除一次性財務影響，核心盈利為 94.67 億港元，同比增長 16.2%。公司的業績表現符合我們及市場預期。
- 新冠疫情影響 20 財年業績；21 財年業績展望維持樂觀。** 公司 20 財年零售氣量增速僅為 6%，主要受到了一季度中國各地工商業因疫情而停滯影響。自 4 月份開始，管理層看到了氣量銷售在逐步恢復，並對 21 財年展望樂觀，包括 1) 零售氣量同比增長 15%；2) 居民接駁增加至 550-600 萬戶；以及 3) 增值服務業務毛利同比增長 30%。公司同時宣佈了新的 LPG 微管網業務發展計畫，以通過獨家的 LPG 儲罐及供應技術進一步延伸其燃氣供應業務至規模較小的鄉鎮級農村地區。基於公司有多項措施來支持各個業務條線的發展，我們認為 21 財年的目標具備較高的可實現性。
- 目標價上調 11.2% 至每股 37.12 港元。** 基於對公司 1) 更為保守的農村用戶天然氣用量假設，以及 2) LPG 微管網業務將帶來額外的新增接駁量預期，我們調整了對中國燃氣的盈利預測。我們對 2021/22 財年的每股盈利輕微下調 2.2% 及 0.5%。儘管盈利預測輕微下調，我們的分部估值加總估值反應長期看好觀點，基於更加穩定的盈利增長預期，我們上調目標價 11.2%。重申買入評級。

財務資料

(年結: 3月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
營業收入(百萬港元)	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
不良貸款率 (%)	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\$33.37)
潛在升幅	+36.5%
當前股價	HK\$27.20

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)	141,945
3月平均流通量(百萬港元)	558.6
52周內股價高/低(港元)	34.83/22.3
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%
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	4.0%	-2.0%
3-月	-0.9%	-5.2%
6-月	-8.3%	5.5%
12-月	-5.0%	10.5%

資料來源: 彭博

股份表現



資料來源: 萬德資訊

審計師: 德勤

請登錄 2020 年亞洲貨幣券商投票
網址, 投下您對招銀國際研究團
隊信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

- **新冠疫情對於燃氣銷售帶來顯著影響。**公司 20 財年城市燃氣零售氣量錄得 156.3 億立方米，同比僅增長 6.0%，低於我們預期。疲弱的燃氣銷售量因工商業氣量受 2-3 月份工商業為控制疫情無法開展所致。工業售氣量同比增長僅 5.2%，而商業氣量則同比下跌 9.1%。居民用戶氣量方面，受煤改氣用戶帶動，氣量同比增長 23.6%。20 財年煤改氣用戶貢獻了 10 億立方燃氣消費量，低於我們預期。管理層解釋 2019/20 冬季較為溫暖的氣溫以及部分專案點火時間較晚導致煤改氣用戶採暖消費量低於預期。
- **21 財年零售氣量指引同比增長 15%。**公司對於 21 財年燃氣銷售量指引維持樂觀，並發佈 15% 的同比零售銷售氣量增長目標。管理層對於氣量目標的信心建立在 1) 新增 180 萬戶煤改氣用戶點火通氣後將帶來超過 9 億立方氣量貢獻，以及 2) 俄氣管道將為東北項目帶來額外 5 億方氣量。合併兩者預計將為公司 21 財年帶來約 9% 氣量貢獻，以為公司內生增長僅需滿足 6% 的氣量增速即可滿足增長目標。由於公司在 20 財年錄得居民使用者、工業客戶及商業客戶數量同比分別增長 18.3%/18.3%/17.1%，我們認為公司要實現氣量增長年目標並不困難。
- **居民用戶接駁達 540 萬戶。**城市用戶及鄉鎮煤改氣接駁量各佔一半。儘管一季度受疫情影響，各地防疫措施導致公司損失了近兩個月的接駁時間，公司仍然完成了其全財年的接駁目標。鄉鎮煤改氣點火通氣戶數僅 110 萬戶，低於管理層全年 150-200 萬戶通氣目標，主要還是受疫情期間無法入戶進行安全核驗等通氣前必要的準備工作所拖累。
- **LPG 微管網將支持未來的居民接駁業務維持穩定。**管理層提出新的鄉鎮燃氣市場發展計畫，並稱之為 LPG 微管網，用以通過集約化的儲罐及氣化設施將傳統的液化氣罐替換為管道燃氣供應。根據我們的理解（詳見第三頁）我們認為 LPG 微管網將可以視作為 1) 將管道燃氣服務從大規模鄉鎮區域向更小規模區域如鄉村進一步延伸；2) 對於中國東南及南部鄉鎮進行燃氣供應服務升級；以及 3) 在目前低油價環境下對於傳統的鄉鎮能源實現低價有競爭力的能源替代。公司計畫在 21 財年開發 50 萬戶 LPG 微管網用戶。我們認為公司這項新業務將不僅能夠支持居民接駁業務維持穩健，同時將改善公司 LPG 業務部門的盈利表現。
- **增值服務業務維持快速增長。**公司 20 財年錄得增值服務收入 50.25 億港元，同比增長 28.8%。毛利潤和毛利率分別為 19.5 億港元及 38.8%。按並表居民用戶口徑，我們測算單用戶價值貢獻為 309.2 港元，受疫情影響略低於我們此前預期。展望 21 財年，管理層指引增值服務業務板塊毛利潤將同比增長 30%。
- **現金流改善慢於預期。**公司年內回收煤改氣工程應收款人民幣 49.4 億，符合管理層此前給予指引，該款項回收使資產負債表中應收款規模維持穩定。截止 20 財年末，公司累計完成了 557 萬戶煤改氣工程接駁，但僅實現 200 萬戶點火通氣。完工戶數和點火戶數的差異擴大帶來合約資產顯著增加。該會計科目自 19 財年 72 億港元同比增加 77.5% 至 128 億港元。在負債端，應付款同比下降了近 60 億港元。公司在一季度對加速了對供應商款項支付。20 財年自有現金流仍為負值。隨著煤改氣工程年接駁量觸頂回落，以及應收款加速回收，管理層預期自有現金流將在 2022 財年實現轉正。管理層同時預期 21 財年內回收煤改氣項目應收款 90 億人民幣。

LPG 微管網

何為 LPG 微管網？

我們認為 LPG 微管網業務是對中燃在北方地區的煤改氣工程接駁業務的一種改良。區別於煤改氣業務和 LNG 點供，LPG 微管網接駁採用輕資產模式，僅需要 1) 集中式的 LPG 儲罐和氣化設施，2) 加氣車輛，以及 3) 低壓管道設施方可實現區域化管道氣供應，可以節約高壓管線和燃氣調壓站的建設成本，同時也不需要建設造價較高的 LNG 氣化設施。因此，我們相信 LPG 微管網業務是針對人口密度地區小規模使用者（對比農村煤改氣大使用者規模），以及小用量使用者（對比 LNG 點供業務要求大用量用戶）的管道燃氣解決方案。

LPG 微管網業務不僅適用於新專案開發接駁，同時也適用於存量鄉村區域傳統瓶裝氣使用者升級改造為管道氣以實現用戶體驗和燃氣安全性的提升。

我們為何看好中燃的微管網業務？

我們相信 LPG 微管網業務除了在北方地區是對農村煤改氣業務向更小的鄉村區域延伸以外，更是在中國南方及東南部地區經濟基礎較好地區切入鄉村管道氣市場的一種創新業務模式。公司在 2018-19 年因在青海和湖北啟動了四個時點項目，獲得了住建及城鄉發展部的支持並行政了 15 項關於儲氣和加注技術的專利。基於目前公司內部的 LPG 業務板塊對於燃料的貿易和供應的支援，我們認為 LPG 微管網很有可能成為一項獨家業務，因為其他的主要燃氣分銷企業並沒有其內部的 LPG 供應部門。

我們預期中燃將通過 LPG 微管網實現用戶價值的梯次開發。第一重價值開發將是接駁費。根據青海省資訊發佈，中燃在青海土官村的試點專案單戶投資人民幣 9,000 元，其中人民幣 5,000 元為管道設施的建設成本，其餘人民幣 4,000 元為戶內管道及咪表安裝費用。我們認為公司的 LPG 微管網業務接駁商業模式講近於華北煤改氣，預計公司的接駁收費為每戶人民幣 3-4,000 元。我們預期該業務將幫助公司增加接駁業務工程量，使公司的居民燃氣接駁業務更具可持續性。

我們認為公司對鄉村用戶的 LPG 銷售將成為客戶價值的第二重開發。在目前低油價的環境下，LPG 作為原油煉製的直接產物與天然氣及 LNG 相比具備較高的價格競爭力。此外，通過 LPG 微管網，公司預計能夠將鄉村用戶目前灌裝液化氣成本降低 20-30%，並切換為管道氣實現持續穩定供應。據此，我們認為 LPG 微管網將獲得鄉村用戶的肯定，同時在後續銷氣層面，公司對於用戶負擔的考慮也將低於煤改氣。綜上，我們認為該業務將有助於公司發揮其 LPG 分銷網路的能力並提升 LPG 業務部門的盈利表現。

快速啟動專案推進

根據我們的初步研究，公司已經在青海、湖北、雲南和海南與地方政府簽署了一系列 LPG 微管網開發協定。公司同時也在廣東和華東區域啟動了微管網專案開發。在 21 財年，公司計畫開發 50 萬戶 LPG 微管網用戶。我們認為未來用戶開發量將有潛力進一步擴大。

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	66,567	78,480	90,805
銷售成本	(45,327)	(42,443)	(47,352)	(55,886)	(64,679)
毛利	14,059	17,097	19,216	22,594	26,126
其它收入	786	640	691	800	1,072
其他收益及虧損	295	(180)	50	50	50
銷售及分銷成本	(1,820)	(1,973)	(2,173)	(2,522)	(2,873)
行政開支	(2,442)	(2,447)	(2,702)	(3,147)	(3,595)
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	16,222	18,911	21,940
財務收益	(1,284)	(1,388)	(1,411)	(1,529)	(1,615)
稅前利潤	11,183	12,725	14,811	17,382	20,325
所得稅	(2,198)	(2,464)	(2,962)	(3,476)	(4,065)
減: 非控制股東權益	(760)	(1,072)	(1,179)	(1,279)	(1,398)
淨利潤	8,224	9,188	10,670	12,626	14,862

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	14,811	17,382	20,325
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)	(1,739)	2,503	875
稅費	(1,874)	(2,245)	(3,094)	(3,235)	(3,790)
其它	(7,556)	(1,001)	(771)	(808)	(854)
經營活動所得現金流	10,117	2,979	11,117	18,046	19,050
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	589	640	699
淨借貸	5,526	1,790	4,158	2,755	2,288
股息	(2,172)	(2,937)	(3,285)	(3,792)	(4,551)
其它	(804)	(1,100)	-	-	-
融資活動所得現金淨額	6,335	(1,710)	1,462	(397)	(1,565)
現金增加淨額	5,419	(5,670)	351	6,737	6,597
年初現金及現金等價物	8,246	13,239	7,119	7,470	14,207
匯兌	(427)	(450)	-	-	-
年末現金及現金等價物	13,239	7,119	7,470	14,207	20,804
資產負債表現金	13,239	7,119	7,470	14,207	20,804

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	44,551	52,798	61,726
存貨	3,412	3,246	3,629	4,122	4,588
應收客戶合約工程款	-	-	-	-	-
合約資產	7,185	12,75	15,22	14,50	14,23
貿易及其他應收	10,061	9,893	11,581	13,347	15,443
銀行結存及現金	13,239	7,119	7,470	14,207	20,804
其它流動資產	7,706	6,500	6,645	6,621	6,657
流動負債	46,644	49,347	47,193	49,495	52,999
應付帳款及票據	23,69	17,70	18,94	21,23	22,63
預收賬款	-	-	-	-	-
合約負債	5,168	5,998	6,853	7,712	8,614
應付稅款	1,245	1,246	1,333	1,564	1,829
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	54,936	65,690	68,063
少數股東權益	5,461	6,178	7,357	8,637	10,035
股東權益	35,321	39,605	47,579	57,053	68,063

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	48.0	49.5	50.6
燃氣接駁及其它合約工程	21.0	23.0	22.7	19.4	17.0
液化石油氣銷售	26.8	23.1	17.8	17.8	17.1
增值服務	6.6	8.4	10.8	11.8	12.7
其它	-	-	0.7	1.4	2.5
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	24.4	24.1	24.2
稅前利率	18.8	21.4	22.2	22.1	22.4
淨利潤率	13.8	15.4	16.0	16.1	16.4
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	1.07	1.16
速動比率(x)	9.7	10.2	11.5	12.4	13.6
現金比率(x)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
存貨周轉天數	19.9	20.4	18.9	18.0	17.5
應收周轉天數	58.6	61.2	58.9	58.0	57.9
應付周轉天數	152	178	141	131	124
債務/股本比率(%)	92.9	87.2	80.3	71.4	63.1
淨負債/股東權益比率(%)	69.1	81.5	75.8	56.4	41.0
回報率(%)					
資本回報率	24.1	23.2	22.4	22.1	22.2
資產回報率	7.5	8.2	8.4	8.7	9.2
每股數據(人民幣)					
每股盈利(港元)	1.63	1.76	2.04	2.42	2.79
每股股息(港元)	0.44	0.50	0.58	0.69	0.80
每股帳面價值(港元)	6.77	7.59	9.12	10.93	12.6

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	: 股價于未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價于未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來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	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來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

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士。

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。