

中国燃气 (384 HK)

新冠疫情影响 20 财年业绩

我们近期与中国燃气进行了交流。管理层透露 2020 年 1 季度燃气销售受疫情影响超出此前预期，预计同比气量将下跌 10-15%，将拖累 2020 财年的燃气销售量至单位数增长。此外，在燃气接驳、LPG 业务以及增值服务业务均不同程度受到了新冠疫情的轻微影响。我们将 2020-22 财年的盈利预测分别下调 5.6%/3.9%/4.2% 以反映疫情对业务带来的影响及对于未来业务扩张更为保守的增长预期。我们目标价亦同比下调 12.2% 至每股 33.37 港元。

- **2020 年 1 季度销售气量同比下跌 10-15%。**受中国大多数地区采取封闭式管理控制新冠疫情影响，管理层透露 2020 年首 2 个月气量同比下跌 13%，同时预期 3 月份销售气量将同比下跌 10-15%。公司自 3 月底开始观察到气量呈逐渐恢复态势。到 4 月初，天然气需求已逐步恢复正常，并出现轻微上涨。基于管理层的对于天然气销量数据更新，我们将公司 20 财年天然气销售增速自原同比上涨 13.5% 预期下调至同比增长 6.3%，以反映疫情对于该业务板块的影响。
- **居民用户接驳受轻微拖累。**公司的燃气接驳业务因疫情控制而在 1 季度导致了约有 4 周的工期停滞，这将阻碍公司完成其全年 550 万户居民用户接驳目标量。管理层预期最终结果将不会较原定目标偏离太多，隐含预期影响较为轻微。我们将 20 财年的接驳展望自原 557 万户下调 3.2% 至 539 万户。
- **其它业务也将受一定影响。**由于一季度无法直接与客户接触，公司的增值服务业务也将受到温和影响，导致增值服务板块的毛利贡献将低于管理层此前指引。对于 LPG 分销板块，公司则幸运的躲开了油价暴跌带来 LPG 库存减值的风险，主要由于公司为了降低价格波动风险采取了较为有效的销售策略，但这也同时降低了板块利润贡献。
- **投资者场外交易带来买入机会。**公司的主要战略投资人，SK E&S 近期选择通过场外交易方式售出对中燃 10.25% 的持仓，获利了结。我们相信 SK E&S 的决定主要基于其自身的财务压力而并非是对中燃的前景产生负面看法。我们认为战略投资人离场反而创造了较好的投资机会。
- **长期展望维持正面，维持买入评级。**尽管我们就新冠疫情影响对公司的盈利预测有多项下调，我们对于公司长期增长的展望维持不变。我们对公司 2020-22 年每股盈利预测仅下调 5.6%/3.9%/4.2%，以反映上述更新以及更为保守的增长假设。我们的分布加总估值目标价下调 12.2% 至每股 33.37 港元，维持买入评级。

财务资料

(年结: 3 月 31 日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万港元)	52,832	59,386	62,782	73,904	87,475
同比增长(%)	65.1	12.4	5.7	17.7	18.4
净收入(百万港元)	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
每股盈利变动(%)	45.2	32.7	8.4	18.5	16.4
市场平均一直预测(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
市帐率(倍)	4.1	3.4	2.9	2.4	2.0
股息率(%)	1.5	1.9	2.2	2.6	3.0
权益收益率(%)	21.4	24.1	21.9	21.7	21.2
不良贷款率(%)	83.8	69.1	74.7	69.3	61.7

资料来源: 公司资料、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$33.37
(此前目标价)	HK\$38.00
潜在升幅	+28.6%
当前股价	HK\$23.25

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)	121,322
3 月平均流通量(百万港元)	209.95
52 周内股价高/低(港元)	34.95/22..30
总股本(百万)	5,219

资料来源: 彭博

股东结构

北京控股	23.7%
刘明辉	20.9%
邱达强	18.8%
流通股	36.6%

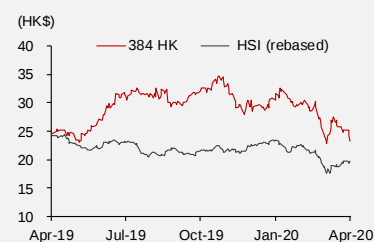
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	0.6%	-3.3%
3-月	-20.5%	-4.3%
6-月	-23.9%	-15.5%
12-月	4.9%	19.4%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 彭博

审计师: 德勤

财务分析

利润表

年结:3月31日(百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售收入	52,832	59,386	62,782	73,904	87,475
销售成本	(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
其他收益及亏损	165	295	50	50	50
销售及分销成本	(1,616)	(1,820)	(1,924)	(2,228)	(2,593)
行政开支	(1,988)	(2,442)	(2,582)	(3,002)	(3,510)
应占联营公司之业绩	497	520	517	618	727
应占合资公司之业绩	758	1,132	1,283	1,494	1,737
以股份为基础开支	(644)	(63)	(200)	(200)	(200)
息税前收益	9,408	12,467	14,178	16,659	19,162
财务收益	(808)	(1,284)	(1,467)	(1,577)	(1,719)
税前利润	8,600	11,183	12,711	15,082	17,443
所得税	(1,931)	(2,198)	(2,651)	(3,165)	(3,576)
减: 非控制股东权益	(574)	(760)	(851)	(1,008)	(1,173)
净利润	6,095	8,224	9,209	10,908	12,694

现金流量表

年结:3月31日(百万港元)	FY18A	FY19A	FY20A	FY21E	FY21A
税前利润	8,600	11,183	12,711	15,082	17,443
折旧和摊销	1,174	1,326	1,714	2,021	2,330
运营资金变动	(2,261)	7,038	(4,207)	150	(871)
税费	(1,580)	(1,874)	(2,693)	(2,924)	(3,381)
其它	512	(7,556)	(796)	(966)	(1,088)
经营活动所得现金流	6,446	10,117	6,728	13,363	14,433
资本开支	(13,175)	(11,816)	(11,628)	(14,112)	(13,296)
其它	6,007	784	-	-	-
投资活动所得现金净额	(7,168)	(11,032)	(11,628)	(14,112)	(13,296)
股份发行	0	3,785	426	504	587
净借贷	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)	-	-	-
融资活动所得现金净额	3,908	6,335	1,536	1,219	729
现金增加净额	3,186	5,419	(3,364)	470	1,867
年初现金及现金等价物	4,725	8,246	13,239	9,875	10,346
汇兑	336	(427)	-	-	-
年末现金及现金等价物	8,246	13,239	9,875	10,346	12,212
资产负债表现金	8,246	13,239	9,875	10,346	12,212

资产负债表

年结:3月31日(百万港元)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
非流动资产	57,181	68,277	78,442	90,537	101,511
投资物业	273	556	561	566	571
物业、厂房及设备	34,088	42,965	51,102	58,921	66,413
预付租赁款项	1,997	2,148	2,525	2,855	3,153
于联营公司之投资	5,925	5,746	5,746	8,081	9,408
于合资公司之投资	6,424	8,022	9,335	10,85	12,62
其它非流动资产	8,474	8,840	9,172	9,255	9,341
流动资产	24,877	41,603	42,393	46,983	52,108
存货	3,069	3,412	3,641	4,275	5,053
应收客户合约工程款	3,167	-	-	-	-
合约资产	-	7,185	9,811	11,27	11,58
贸易及其他应收	9,019	10,061	11,087	13,051	15,162
银行结存及现金	8,246	13,239	9,875	10,346	12,212
其它流动资产	1,376	7,706	7,978	8,036	8,093
流动负债	27,102	46,644	46,311	51,418	54,478
应付账款及票就	14,04	23,69	22,30	24,63	24,84
预收账款	943	-	-	-	-
合约负债	-	5,168	5,952	6,923	8,012
应付税款	944	1,245	1,193	1,424	1,609
借贷	11,079	16,408	16,736	18,312	19,888
其它流动负债	91	125	126	126	127
非流动负债	22,226	22,453	26,085	28,469	30,853
借贷	21,293	21,491	25,103	27,467	29,831
递延所得税负债	933	962	982	1,002	1,022
净资产总额	32,730	40,782	48,439	57,634	68,290
少数股东权益	4,274	5,461	6,313	7,321	8,494
股东权益	28,456	35,321	42,126	50,313	59,796

主要比率

年结:3月31日	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
销售组合					
管道燃气销售	42.8	45.6	47.9	51.9	55.3
燃气接驳及其它合约工程	21.4	21.0	21.9	18.5	14.8
液化石油气销售	30.2	26.8	21.4	19.1	17.4
增值服务	5.6	6.6	8.7	9.4	10.1
其它	-	-	-	1.2	2.3
合计	100.	100.	100.	100.	100.
盈利能力比率					
毛利率	17.8	21.0	22.6	22.5	21.9
税前利率	16.3	18.8	20.2	20.4	19.9
净利润率	11.5	13.8	14.7	14.8	14.5
有效税率	22.5	19.7	20.9	21.0	20.5
资产负债比率					
流动比率(x)	0.92	0.89	0.92	0.91	0.96
速动比率(x)	11.6	9.7	9.7	10.6	11.1
现金比率(x)	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2
存货周转天数	16.4	19.9	20.5	19.5	19.5
应收周转天数	52.1	58.6	61.5	59.6	58.9
应付周转天数	105	152	181	156	138
债务/股本比率(%)	98.9	92.9	86.4	79.4	72.8
净负债/股东权益比率(%)	83.8	69.1	74.7	69.3	61.7
回报率(%)					
资本回报率	21.4	24.1	21.9	21.7	21.2
资产回报率	7.4	7.5	7.6	7.9	8.3
每股数据(人民币)					
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
每股账面价值(港元)	5.7	6.77	8.07	9.64	11.46

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

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 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。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (招银国际证券 G) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。招银国际证券 G 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。招银国际证券 G 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属制的报告。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，则招银国际证券 G 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) 联系招银国际证券 G，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。