

中国燃气 (384 HK)

上半财年业绩表现优秀

中国燃气公布 2020 财年上半年核心盈利 51.93 亿港元，同比增长 5.5%。零售气量同比增长 10.5% 至 76 亿方，而接驳量仅微跌 3.5% 至 283 万户。上半年财报中比较亮眼的部分是现金流表现，公司期内实现自由现金流转正，录得 38 亿港元。我们认为，公司在 2020 财年上半年的出色表现将继续增强市场对其未来增长的信心。管理层维持全年指引不变，重申核心盈利增长 15-20%。我们对维持买入评级，目标价维持 37.12 港元不变。

- **上半年业绩表现优秀。** 尽管由于疫情影响，运营环境极具挑战，但公司仍实现了 3.7% 的盈利增长。剔除非经常性项目，核心盈利 51.93 亿港元，同比增长 5.5%。若撇除同期外汇影响，利润增幅会加速至 7.8%。公司宣布中期股息每股 10 港仙，与去年持平。
- **零售气量将在 21 财年下半年增速加快。** 城市燃气/批发气量分别同比增长 10.5%/5.4% 至 75.95/52.32 亿方。居民用气同比增长 19.7%，工业用气同比增长 9.8%。由于疫情及防控等若干因素制约，商业用气恢复速度相对缓慢。展望 21 财年下半年，管理层预计气量增长将超 17 亿方，其中 1) 7 亿方来自今年新点火通气的煤改气接驳；2) 3 亿方来自东北项目；3) 7-9 亿方来自存量项目内生增长。我们认为公司指引具备较高的可见度，可实现全年 15% 的城市燃气销售增速。
- **调整居民接驳结构。** 由于应收账款拖延拖累现金流，公司调整了煤改气接驳速度。乡镇煤改气接驳同比下降 42.5%，仅为 70 万户，但很大程度上被城市接驳增长 23.7% 至 210 万户所抵消。我们并不太担心接驳结构变化。管理层证实，中国东南的 LPG 智能微官网接驳将接替北方煤改气的接驳份额，前者资产投资更轻、现金流表现更更优。公司维持 21 财年全年接驳量 550-600 万户指引水平。
- **增值服务势头强劲。** 增值服务收入同比增长 53.1% 至 33.8 亿港元，该业务部门毛利增长较收入更快，为 65.4%，至 13.6 亿港元。增值服务为公司贡献 10 亿港元营运利润，占公司营运利润总额的 15.6%。在住宅用户价值开发方面，我们测算 21 财年上半年 ARPU 为 89.1 港元，同比增长 31.6%。

财务资料

(年结: 3月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万港元)	59,386	59,540	66,567	78,480	90,805
同比增长(%)	12.4	0.3	11.8	17.9	15.7
净收入(百万港元)	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
每股盈利变动(%)	32.7	8.1	16.1	18.3	15.5
市场平均一致预测(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
市帐率(倍)	4.0	3.6	3.0	2.5	2.2
股息率(%)	1.6	1.8	2.1	2.5	2.9
权益收益率(%)	24.1	23.2	22.4	22.1	22.2
净负债比率(%)	69.1	81.5	75.8	56.4	41.0

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\$37.12
(此前目标价)	HK\$37.12)
潜在升幅	+30.0%
当前股价	HK\$28.55

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)	148,813
3月平均流通量(百万港元)	212.8
52周内股价高/低(港元)	32.14/20.50
总股本(百万)	5,212

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%

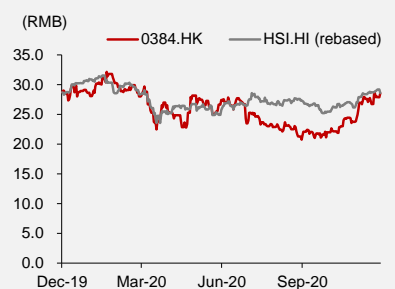
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	20.2%	10.0%
3-月	34.0%	29.4%
6-月	7.2%	-6.6%
12-月	0.2%	0.2%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 万得资讯

审计师: 德勤

- **自由现金流转正。**上半年公司实现自由现金流 38 亿港元，主要得益于营运现金流强劲增长 26 亿港元，而固定资产和并购投资减少导致资本支出下降。上半年煤改气应收账款回收 34.5 亿港元（20 财年全年回收 49 亿港元）。由于今年公司已实现 150 万户新的煤改气用户点火通气，管理层对于全年应收帐款 80-90 亿港元信心十足。在 21 财年上半年现金流强劲和应收账款加速的支持下，我们认为 21 财年保持自由现金流入并不困难，我们认为自由现金流转正将显著提振市场对公司的信心。
- **盈利预测调整。**基于 21 财年上半年表现，我们将公司 21 财年全年每股收益略微下调 0.5%。由于公司零售气利润每立方米增加 3 分，在气量供应充足的环境下，我们提升公司零售气量未来利润前景，将 22/23 财年每股收益预测分别上调 4.1/4.2% 至 2.52/2.91 港元。
- **估值继续持续。**公司股价自 6 月份年报后显著下行，主要受市场对于公司现金流担忧所致。公司股价进入 10 月份以后呈显著反弹，体现市场对于中国经济及社交活动恢复的乐观预期。我们认为公司上半财年较好的现金流表现有望刺激市场情绪，并继续带动价值重估。公司当前股价为 13.7/11.1 倍 21/22 财年预测市盈率，明显低于同行。维持买入评级，基于 DCF 的表面积不变为 37.12 港元，相当于 18.2/14.7 倍 21/22 财年预测市盈率。

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	66,471	79,360	92,248
销售成本	(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
其他收益及亏损	295	(180)	50	50	50
销售及分销成本	(1,820)	(1,973)	(2,170)	(2,551)	(2,919)
行政开支	(2,442)	(2,447)	(2,698)	(3,182)	(3,652)
应占联营公司之业绩	520	405	565	572	574
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	16,153	19,618	22,794
财务收益	(1,284)	(1,388)	(1,411)	(1,529)	(1,615)
税前利润	11,183	12,725	14,742	18,089	21,179
所得税	(2,198)	(2,464)	(2,948)	(3,618)	(4,236)
减: 非控制股东权益	(760)	(1,072)	(1,173)	(1,331)	(1,457)
净利润	8,224	9,188	10,620	13,140	15,486

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	14,742	18,089	21,179
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)	1,161	4,587	2,851
税费	(1,874)	(2,245)	(3,086)	(3,307)	(3,948)
其它	(7,556)	(1,001)	(671)	(933)	(900)
经营活动所得现金流	10,117	2,979	14,056	20,641	21,677
资本开支	(11,816)	(5,989)	(12,228)	(10,912)	(10,889)
其它	784	(950)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(11,032)	(6,939)	(12,228)	(10,912)	(10,889)
股份发行	3,785	537	587	666	729
净借贷	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)	-	-	-
融资活动所得现金净额	6,335	(1,710)	1,465	(415)	(1,723)
现金增加净额	5,419	(5,670)	3,293	9,313	9,065
年初现金及现金等价物	8,246	13,239	7,119	10,412	19,725
汇兑	(427)	(450)	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,239	7,119	10,412	19,725	28,791
资产负债表现金	13,239	7,119	10,412	19,725	28,791

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	91,569	99,975
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	8,201	8,775
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	44,391	53,445	63,098
存货	3,412	3,246	3,624	4,168	4,661
应收客户合约工程款	-	-	-	-	-
合约资产	7,185	12,751	12,146	9,434	7,301
贸易及其他应收	10,061	9,893	11,565	13,497	15,689
银行结存及现金	13,239	7,119	10,412	19,725	28,791
其它流动资产	7,706	6,500	6,645	6,621	6,657
流动负债	46,644	49,347	47,085	49,647	53,350
应付账款及票就	23,699	17,700	18,940	21,301	22,842
预收账款	-	-	-	-	-
合约负债	5,168	5,998	6,753	7,736	8,684
应付税款	1,245	1,246	1,327	1,628	1,906
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	54,884	66,185	79,118
少数股东权益	5,461	6,178	7,352	8,683	10,140
股东权益	35,321	39,605	47,532	57,502	68,978

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	49.1	50.1	51.1
燃气接驳及其它合约工程	21.0	23.0	21.3	18.7	16.4
液化石油气销售	26.8	23.1	17.8	17.7	16.9
增值服务	6.6	8.4	11.7	12.2	13.2
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	24.3	24.7	24.7
税前利润率	18.8	21.4	22.2	22.8	23.0
净利润率	13.8	15.4	16.0	16.6	16.8
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	0.94	1.08	1.18
速动比率 (X)	9.7	10.2	11.4	12.8	14.1
现金比率 (X)	0.3	0.2	0.2	0.4	0.6
存货周转天数	19.9	20.4	18.9	17.9	17.5
应收周转天数	58.6	61.2	58.9	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	80.4	70.9	62.3
净负债/股东权益比率 (%)	69.1	81.5	69.7	46.3	28.8
回报率 (%)					
资本回报率	24.1	23.2	22.3	22.9	22.9
资产回报率	7.5	8.2	8.3	9.1	9.5
每股数据(人民币)					
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
每股账面价值 (港元)	6.77	7.59	9.11	11.02	12.7

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上责任。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士。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。