华润燃气（1193）

更新报告

买入

2015 年 3 月 27 日

业绩符合预期，天津项目一扫阴霾，外延扩张强势回归，重申买入

➢**净利润增长 14.9%，符合预期：**2014 年公司总收入增长 28.8%达 287.2 亿港元，主要为内涵增长带动。毛利率为 30.4%，同比下降 3.8 个百分点，其中接驳业务毛利率下降 2.4 个百分点（用户城市结构变化造成接驳费均价下降 2.8%）；且燃气销售毛利率受到气价上调影响，整体下降 3.6 个百分点（其中工商业销气毛利率下降 5.2 个百分点）；此外，低毛利的居民用气量有所上升（气量占比提高 0.6 个百分点至 16.4%）。期内归属母公司净利润为 24.8 亿港元，增长约 14.9%；摊薄 EPS 为 1.14 港仙，同比增长 14%；全年派息 25 港仙，派息率维持在 22%。

➢**天津与重庆项目负面影响解除，天津于 2014 下半年已开始贡献：**天津项目由于受到天津燃气集团董事长被双规以及华润集团反腐事件的影响，此前两年推进有所停滞，且没有及时顺价。今年合作得到实质性进展，目前华润派出的总经理已经到位，天津的顺价也在 14 年 H2 完成，使得合资公司 14H2 实现盈利 300 万港元，一扫 14H1 亏损 9200 万的阴霾。我们预期该项目在本身已盈利的基础上，受到京津冀规划以及天津自贸区发展的带动，未来将成为华润的又一贡献大区。重庆燃气于 14 年 9 月底在 A 股上市，摊薄后华润的持股为 22.5%；此前由于个别企业改为直供气，导致该项目销气量减少 4 亿方，但看似减少的气量对其盈利实际为正面影响（目前收取管输费的效益高于此前销气），14 年其利润增速达到 19.7%。

➢**外延扩张力度重启，已获秦皇岛与青岛两个大城市项目**:2014 年公司已投资或承诺投资的共有 29 个项目，涉及投资 15.5 亿元人民币，大幅高于 2013 年 6.4 亿；另外董事会已批的还有 24 个项目，涉及投资额 6.75 亿元。并且，公司 2015 年已与青岛能源集团、秦皇岛政府签订协议，分别组建合资公司，华润均占 49%的股权。青岛与秦皇岛项目 2014 年销气量分别为 3.8 亿与 2.25 亿方，是近年来燃气并购中罕见的销气量超过 2 亿方的项目。可见经过 2013 年的低谷后，华润的外延式扩张已经强势回归。

➢**14 年销气内涵增速高于行业水平，15 年总销气增速预计达 20%：**期内华润销气量增长 10.2%至 133 亿方，扣除重庆影响后增速为 16%；其中内涵增速为 8%，可见即使受到行业整体放缓影响，公司依然高于全国 5.6%的平均水平。由于新收购项目大多处于空白，因此并购对 14 年贡献不多。2015 年为十二五收官期，也是公司 160 亿方气量目标冲刺年，结合目前气价下调的带动以及国家 2020 年用气规划，我们维持华润燃气今年内涵增速 13%的预测；并且外延扩张加强后，预计将促进 15 年公司总体销气量增速达到 20%。

➢**2015 公司盈利增速有望恢复 30%以上，上调目标价至 30.10 港元，重申买入评级：**根据上述销气与扩张情况，我们预期 15 年公司盈利增速将达 31.6%，且今年全国气价仍存下调预期，对 16 年亦有望呈正面影响。上调 12 个月目标价至 30.10 港元，对应 15/16 年 20.0/16.6 倍 PE，重申买入评级。

郑嘉梁

852-25321599

jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

主要数据

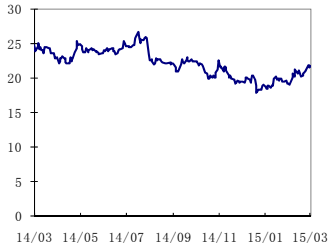
行业	燃气
股价	21.80 港元
目标价	30.10 港元（+38.07%）
股票代码	1193
已发行股本	22.24 亿股
市值	484.8 亿港元
52 周高/低	26.80/17.88 港元
每股净资产	7.39 港元
主要股东	华润集团（68.38%）

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2013历史	2014历史	2015预测	2016预测	2017预测
收入（千港元）	22,288,027	28,717,025	30,537,614	36,407,745	43,225,905
变动（%）	13.8%	28.8%	6.3%	19.2%	18.7%
净利润（千港元）	2,160,945	2,481,628	3,267,041	3,948,357	4,735,340
每股摊薄收益（港元）	1.00	1.14	1.50	1.82	2.18
变动（%）	21.6%	14.7%	31.6%	20.9%	19.9%
市盈率@21.80港元（倍）	21.9	19.1	14.5	12.0	10.0
每股派息（港仙）	16.0	25.0	33.1	40.0	47.9
股息现价比率(%)	0.7%	1.1%	1.5%	1.8%	2.2%

资料来源：公司信息，第一上海预测

股价表现



资料来源：彭博

主要财务报表

损益表

〈港币〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
收入	22,288.0	28,717.0	30,537.6	36,407.7	43,225.9
毛利	7,622.1	8,715.9	10,012.5	11,641.3	13,553.1
其他收入	518.4	915.2	1,006.7	1,107.3	1,218.1
销售及分销费用	(2,373.3)	(2,739.4)	(2,901.1)	(3,276.7)	(3,674.2)
行政开支	(2,231.2)	(2,455.7)	(2,840.0)	(3,094.7)	(3,458.1)
营业利润	3,536.1	4,435.9	5,278.1	6,377.3	7,638.9
财务开支	(523.6)	(537.0)	(610.8)	(728.2)	(864.5)
联营与合营公司	798.3	860.7	989.8	1,187.8	1,425.4
税前盈利	3,810.9	4,759.7	5,657.2	6,837.0	8,199.7
所得税	(987.1)	(1,408.8)	(1,414.3)	(1,709.2)	(2,049.9)
少数股东应占利润	662.8	869.2	975.9	1,179.4	1,414.5
净利润	2,160.9	2,481.6	3,267.0	3,948.4	4,735.3
折旧及摊销	572.5	332.8	1,731.2	1,173.6	1,221.5
EBITDA	3,761.9	4,963.9	4,536.7	6,391.6	7,842.7
增长					
总收入 (%)	13.8%	28.8%	6.3%	19.2%	18.7%
EBITDA (%)	58.3%	31.9%	-8.6%	40.9%	22.7%
每股收益 (%)	21.6%	14.7%	31.6%	20.9%	19.9%

财务分析

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	34.2%	30.4%	32.8%	32.0%	31.4%
EBITDA 利率 (%)	16.9%	17.3%	14.9%	17.6%	18.1%
净利率 (%)	9.7%	8.6%	10.7%	10.8%	11.0%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	20.7%	18.1%	18.8%	17.5%	16.5%
实际税率 (%)	25.9%	29.6%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	16.1%	21.9%	22.0%	22.0%	22.0%
库存周转	19.7	11.7	16.6	10.2	15.5
应付账款天数	285.5	234.9	311.1	242.2	297.9
应收账款天数	109.2	88.9	86.4	67.6	73.1
财务状况					
净负债/权益	2.25	2.27	2.16	1.79	1.84
收入/总资产	0.44	0.50	0.47	0.51	0.49
总资产/股本	3.56	3.58	3.41	3.04	3.09
盈利对利息倍数	6.75	8.26	8.64	8.76	8.84

资产负债表

〈港币〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
现金	9,584.2	9,707.5	16,640.2	22,764.7	35,668.5
应收账款	6,665.8	6,997.8	7,225.2	6,739.4	8,656.1
存货	792.0	639.6	935.0	693.5	1,257.6
其他流动资产	1,177.3	3,119.0	2,507.2	2,529.2	2,699.1
总流动资产	18,219.2	20,463.9	27,307.6	32,726.8	48,281.4
固定资产	18,527.9	21,511.9	22,706.1	23,691.4	24,405.4
其他无形资产	1,168.2	1,832.6	1,155.7	1,129.9	1,105.4
其他長期资产	12,566.5	13,708.6	13,583.3	14,046.7	14,602.2
总资产	50,481.8	57,517.0	64,752.6	71,594.8	88,394.4
应付帐款	11,470.3	12,871.3	17,494.6	16,432.0	24,215.7
短期银行贷款	858.7	3,296.5	1,234.9	1,467.6	1,734.1
其他短期负债	5,626.8	7,616.4	5,522.1	5,983.4	6,483.7
总短期负债	17,955.8	23,784.1	24,251.6	23,883.0	32,433.5
长期银行贷款	7,331.6	5,933.8	10,542.9	12,529.6	14,804.5
其他负债	6,578.6	6,767.7	6,233.8	5,761.3	5,344.8
总负债	31,866.0	36,485.7	41,028.3	42,173.8	52,582.8
少数股东权益	4,432.9	4,966.3	4,744.9	5,884.2	7,162.3
股东权益	14,182.9	16,065.1	18,979.5	23,536.8	28,649.3
负债权益合计	50,481.8	57,517.0	64,752.6	71,594.8	88,394.4

现金流量表

〈港币〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日

	13年 实际	14年 实际	15年 预测	16年 预测	17年 预测
EBITDA	3,761.9	4,963.9	4,536.7	6,391.6	7,842.7
融资成本	(523.6)	(537.0)	(610.8)	(728.2)	(864.5)
营运资金变化	3,420.0	3,240.5	5,488.0	3,036.8	8,772.4
所得税	(987.1)	(1,408.8)	(1,414.3)	(1,709.2)	(2,049.9)
营运活动现金流	5,671.2	6,258.6	7,999.7	6,991.0	13,700.7
资本开支	(3,309.3)	(7,342.5)	(2,030.0)	(1,310.0)	(1,210.0)
其他投资活动	(3,277.9)	431.9	190.3	(329.1)	(395.1)
投资活动现金流	(6,587.1)	(6,910.6)	(1,839.7)	(1,639.1)	(1,605.1)
银行贷款变化	2,158.0	1,660.7	1,926.7	2,219.4	2,541.4
其他融资活动	(2,544.1)	(885.3)	(1,153.9)	(1,446.9)	(1,733.2)
融资活动现金流	(386.0)	775.4	772.8	772.5	808.2
现金变化	(1,301.9)	123.3	6,932.7	6,124.5	12,903.8
汇兑损失	346.6	0.0	0.0	0.0	0.0
期初持有现金	10,539.5	9,584.2	9,707.5	16,640.2	22,764.7
期末持有现金	9,584.2	9,707.5	16,640.2	22,764.7	35,668.5

资料来源：公司公告，第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司版权所有。保留一切权利。