

华润燃气 (1193.HK) 深度报告: 坐拥优质城市资源的成长型城燃集团

2019年12月12日

推荐/首次

华润燃气 公司报告

报告摘要:

城燃行业处于兼具稳定性和成长性的赛道。特许经营权为城燃公司建立了行业准入壁垒,也为城燃公司带来长达30年的稳定现金流。我国大力发展绿色能源的意愿助长了城市燃气覆盖率,叠加中国城镇化进程,天然气消费量将会不断上涨。城燃行业作为天然气产业链供给的最后一环,将充分享受天然气消费增长带来的红利。

国家管网公司成立利好下游燃气公司。我们认为管网公司成立对天然气行业的传导机制是:首先,中游管道价格透明、市场公开,不歧视上游供气源;其次,上游天然气开采/合成公司可进行价格的市场化竞争;最后,下游城市燃气公司有更多的上游供应商可选,在未来门站价逐渐放开的过程中,下游燃气供应商议价能力将逐步增强。

公司是有内生保障的,积极兼并收购的成长型企业。公司是中国领先的城市燃气供应商,其内生外延的发展模式具有可持续性。内生增长主要表现在公司覆盖我国最多的优质城市资源,公司已覆盖3个直辖市,14个省会城市,覆盖常驻人口数前15的城市中的11座,三项数据均为全国第一。优质城市的高人口数和燃气覆盖率为公司带来高于市场平均水平的单个城市项目收益。此外,公司积极寻求新的城市燃气项目,今年8月收购宁波兴光,燃气版图又下一城。公司进驻宁波将充分利用现有资源和优势,在管网建设、区域整合等城燃业务的基础上,利用宁波市优良海港的特点兴建LNG码头,向上游LNG进口及供应领域拓展。

我们预计公司2019-2021年营业收入分别为499.80/580.28/687.74亿元,对应增速10.46%、16.10%和18.52%;归母净利润分别为40.65/42.27/47.38亿元,对应增速4.25%、3.98%和12.09%;EPS分别为1.75/1.83/1.90元,当前股价对应的PE为20.11/19.29/17.21x,对应PB分别为2.51/2.10/1.76x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

风险提示:国家煤改气力度减弱;国际天然气价格剧烈波动

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	33,631.0	45,247.3	49,980.2	58,028.2	68,774.0
增长率(%)	12.96%	34.54%	10.46%	16.10%	18.52%
归母净利润(百万元)	3,054.41	3,899.18	4,064.86	4,226.80	4,737.69
增长率(%)	3.81%	27.66%	4.25%	3.98%	12.09%
净资产收益率(%)	12.53%	18.48%	16.03%	13.65%	12.42%
每股收益(元)	1.32	1.37	1.75	1.83	1.90
PE	25.45	20.90	20.11	19.29	17.21
PB	3.19	2.94	2.51	2.10	1.76

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

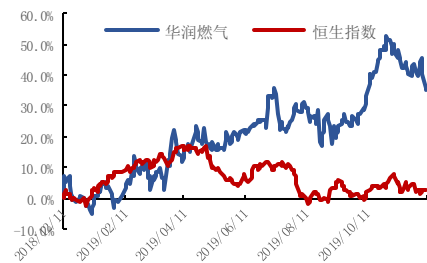
公司简介:

华润燃气是由中国最大的国有企业集团之一的华润(集团)有限公司所拥有。作为中国领先的燃气公用事业集团,集团主要从事下游城市燃气分销业务,包括管道天然气分销及天然气加气站业务。集团的业务策略性地分布于全国各地,主要位于经济较发达和人口密集的地区以及天然气储量丰富的地区。

交易数据

52周股价区间(港元)	28.25-48.00
总市值(亿港元)	929.60
流通市值(亿港元)	929.60
总股本/流通H股(万股)	222401/222401
流通B股/H股(万股)	/
BETA值(最近一年)	0.30

52周股价走势图



资料来源:wind、东兴证券研究所

分析师

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517080001

研究助理

徐昆仑

010-66554050

xukl@dxzq.net.cn

薛阳

010-66554033

xueyang@dxzq.net.cn

目 录

1. 城燃行业处于兼具稳定性和成长性的赛道	4
1.1 特许经营模式为城燃行业带来稳定现金流	5
1.2 国家管网公司成立利好下游燃气公司	7
2. 公司是有内生保障的，积极兼并收购的成长型企业	8
2.1 公司内生外延的发展模式具有可持续性	8
2.2 坐拥优质城市资源保证公司内生式增长	10
2.3 收购宁波兴光，燃气版图再下一城	13
3. 公司与同业相比前景更佳	14
4. 盈利预测	16
5. 风险提示	16

表格目录

表 1：近三年天然气行业下游燃气分销相关重要文件一览	6
表 2：近三年天然气行业中游管道输送相关重要文件一览	7
表 3：天然气典型上市公司城市燃气项目分布对比	10
表 4：天然气典型上市公司城市燃气项目在人口前 15 的城市的项目分布	11
表 5：2019 年公司合作项目统计	13
表 6：公司盈利预测表	17

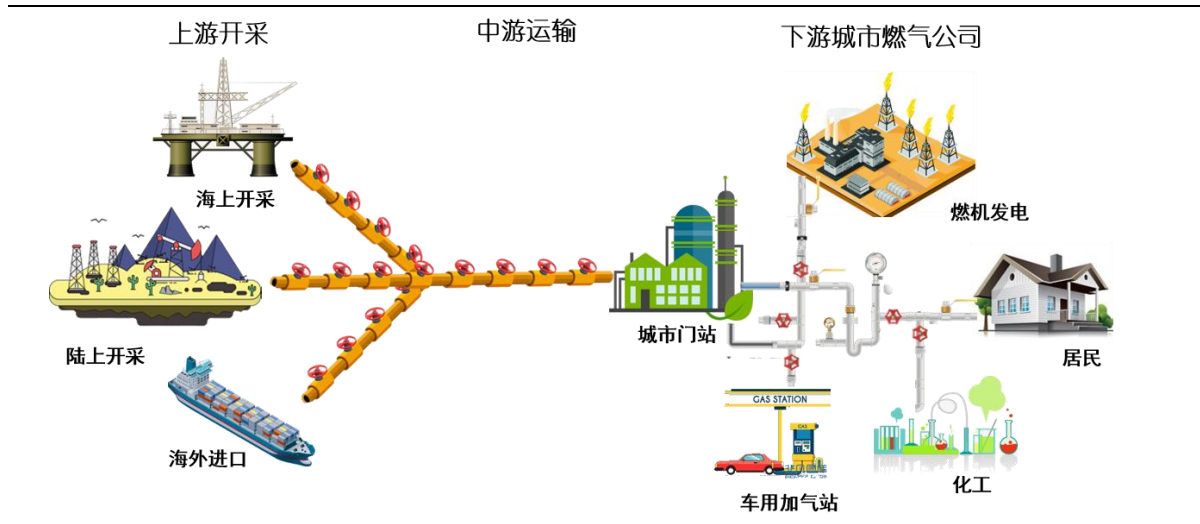
插图目录

图 1：天然气产业链图示.....	4
图 2：2018 年中国一次能源消费占比.....	5
图 3：2000-2018 年中国天然气消费量变化.....	5
图 4：2018 年全球典型国家天然气人均消费量对比.....	5
图 5：2002-2018 城市用气人口变化.....	5
图 6：2002-2018 年城市燃气普及率.....	5
图 7：2000-2018 年 CS 燃气类所有 A 股上市公司营业收入变化.....	6
图 8：2000-2018 年中国城镇化率走势.....	7
图 9：1953-2018 年中国城镇人口变化.....	7
图 10：2019 年上半年公司股权结构.....	8
图 11：三大国际评级机构 2018 年给予公司的评级.....	8
图 12：天然气典型上市公司城市燃气项目分布图（截止到 2018 年末）.....	9
图 13：城市燃气特许经营项目数各公司占比.....	9
图 14：2008-2018 年公司城市燃气项目数变化.....	9
图 15：天然气典型上市公司城市燃气项目分布图（截止到 2018 年末）.....	10
图 16：2002-2018 年全国城市平均燃气覆盖率与各直辖市燃气覆盖率对比图.....	11
图 17：2008-2018 年华润燃气与中国燃气单个城燃项目营业收入对比（营业收入为与城燃业务相关的营收）.....	12
图 18：2008 至 2018 年中国人口前十城市增速对比图（重庆除外）.....	12
图 19：2018 年公司与同业营业收入（大饼图）占比及毛利占比（小饼图）对比图.....	14
图 20：天然气销售业务对比图.....	15
图 21：接驳业务对比图.....	16

1. 城燃行业处于兼具稳定性和成长性的赛道

城市燃气行业处于整个天然气产业链的下游。天然气的产业链可分为上游开采、中游运输和下游分销。具体来看，上游的开采企业（主要为三桶油）完成油气开采，通过中游管道公司进行管道气运输，之后管道气进入城市门站销售给城市燃气公司，最后城市燃气公司通过自己的配气管道供应给城市居民及企业。产业链的地位决定了城市燃气公司的商业模式，即通过建立渠道连接终端用户与天然气供应商，以实现燃气分销模式。该商业模式下，分销渠道的建设能力是燃气公司的核心竞争力。

图 1：天然气产业链图示

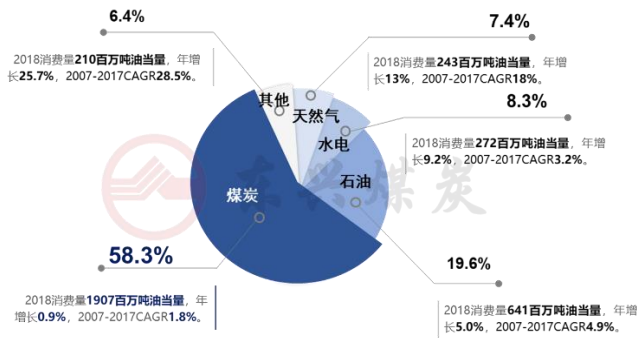


资料来源：东兴证券研究所

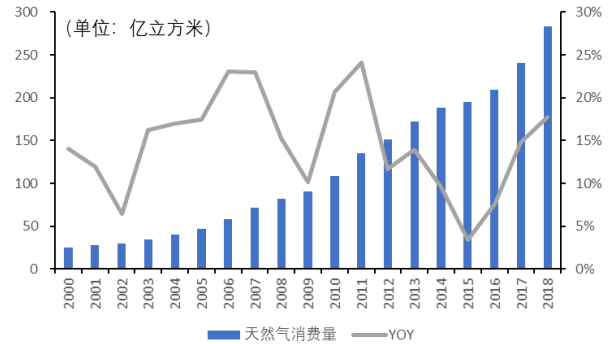
城市燃气公司是保证天然气供应的最后一环，天然气消费量的不断增加将推动城市燃气公司的进一步成长。《巴黎协定》和 2030 年可持续发展议程为全球加速低碳发展进程和发展清洁能源明确了目标和时间表。天然气将是未来化石能源中唯一增速较快的能源。

- ✚ 国际能源署预计到 2040 年，全球天然气消费的年均增速依然能达 1.6%，超过能源消费的增速。
- ✚ 与全球对比，中国 2018 年人均天然气消费量为 205 立方米，仅为全球平均水平的 40.4%，为美国人均消费量的 8.2%，中国消费量的增长空间巨大。
- ✚ 为扩大天然气供应利用规模，国家发展改革委等部门编制了《天然气发展“十三五”规划》，给与 2015-2020 年天然气产量的预期年复合增速为 8.9% 并鼓励天然气进口。国家能源局提出 2020 年天然气在一次能源消费中占比将提高到 10% 以上。
- ✚ 按照 2018 年 BP 统计的数据来看，如果完成能源局的目标，未来两年天然气的消费量增速将达到 16.2%。

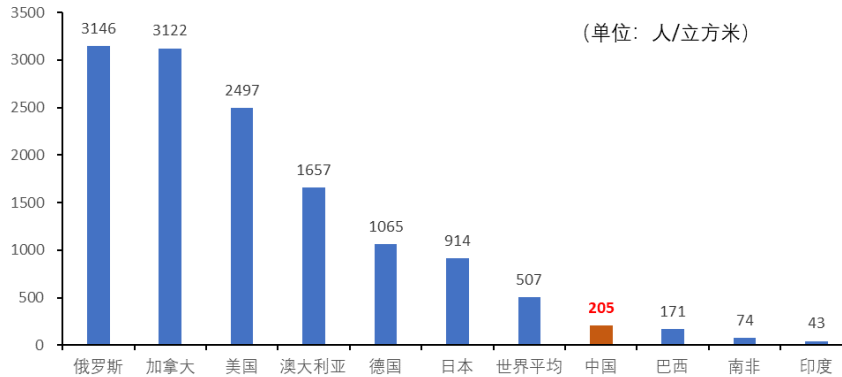
无论是全球的走势还是中国的大势，天然气的消费量均有上涨，城市燃气公司作为天然气产业链的下游将随产业的快速发展一起成长。

图 2: 2018 年中国一次能源消费占比


资料来源: BP, 东兴证券研究所

图 3: 2000-2018 年中国天然气消费量变化


资料来源: BP, 东兴证券研究所

图 4: 2018 年全球典型国家天然气人均消费量对比


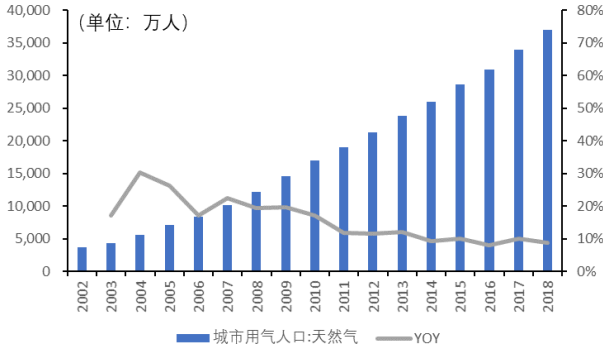
资料来源: World Bank Open Data, BP, 东兴证券研究所

1.1 特许经营模式为城燃行业带来稳定现金流

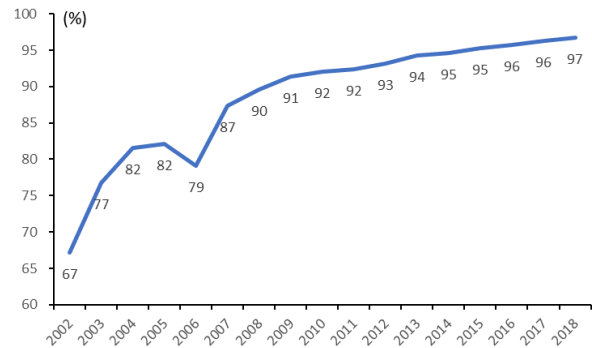
特许经营权模式是快速发展城市燃气的必由之路。以 2004 年建设部颁布的《市政公用事业特许经营管理办法》为标志,我国在城市供气、城市供热等领域试行特许经营。至今为止,特许经营制度成为供气、供热行业加快基础设施建设力度、增加公共产品和服务,提供、满足群众不断增长需求的重要制度保障。

我们通过城市用气人口增加数和城市燃气普及率两个维度来看特许经营模式下中国城市燃气的高速发展:2003 年我国城市用气人口数为 0.43 亿人,2018 年增加到 3.69 亿人,15 年的复合增长率为 15.4%;同时间段里城市燃气普及率由 77%增加到 97%,年平均增加 1.3 个百分点。

图 5: 2002-2018 城市用气人口变化
图 6: 2002-2018 年城市燃气普及率



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

特许经营权还具有将城市燃气行业引入社会资本、发挥社会力量、为政府公共事业减负等诸多优势, 也为当前进行的国企混改提供借鉴意义。因而, 预计特许经营权模式在政策面上具有长期稳定性。

表 1: 近三年天然气行业下游燃气分销相关重要文件一览

文件名	发布时间	主要内容
天然气发展“十三五”规划	2016.12.24	具体规划 2016-2020 年天然气各指标的预期增长率
关于加强配气价格监管的指导意见	2017.06.20	配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定; 准许收益率为税后全投资收益率, 按不超过 7% 确定
国务院关于促进天然气协调稳定发展的若干意见	2018.08.30	强产供储销体系建设, 促进天然气供需动态平衡; 深化天然气领域改革, 建立健全协调稳定发展体制机制
国家发展改革委关于调整天然气基准门站价格的通知	2019.03.27	明确规定各省区天然气基准门站价格

资料来源: 国家发改委, 东兴证券研究所

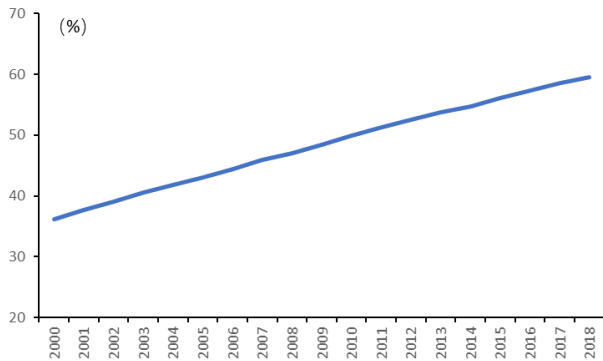
城燃行业的稳定性还体现在, 特许经营权对公司和城市进行长达 30 年的深度绑定。此外, 国家发展改革委于 2017 年 6 月印发的《关于加强配气价格监管的指导意见》通知, 明确了配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定, 具体为全投资税后内部收益率不超过 7%, 经营期不低于 30 年, 且配气价格定期校验, 校核周期原则上不超过 3 年。国家以保障城市燃气供应为目标, 明文规定了城燃行业的配气管道建设投资收益和经营期限。城市燃气项目可为城燃公司带来长达 30 年的稳定现金流。

图 7: 2000-2018 年 CS 燃气类所有 A 股上市公司营业收入变化


资料来源: Wind、中信证券行业分类、东兴证券研究所

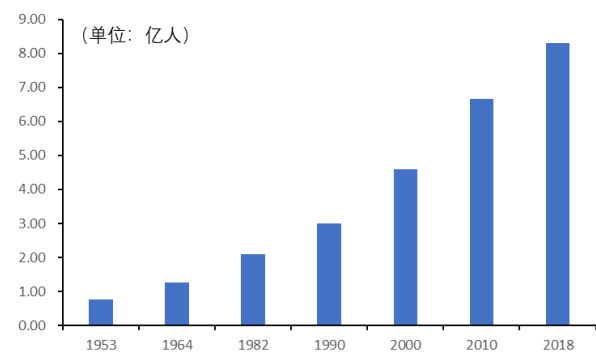
城镇居民数的增长也扩大了城燃公司潜在用气人口数。伴随着我国城市化进程的推进, 城镇人口也从2000年的4.58亿人增长至2018年的8.30亿人。而天然气的一大终端用户就是居民, 居民数的提升也为城市燃气公司带来了更多潜在的客户。截至2018年底, 我国城市居民使用天然气的人口数为3.69亿人, 覆盖城镇总人口的44.5%。目前我国城镇化率还不到60%, 美国已经超过80%, 未来城市燃气的终端客户数将与我国城市化发展一同成长。

图 8: 2000-2018 年中国城镇化率走势



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

图 9: 1953-2018 年中国城镇人口变化



资料来源: 国家统计局, 东兴证券研究所

特许经营权为城燃公司建立了行业准入壁垒, 中国城镇化进程也为城燃公司带来更多潜在的客户, 再叠加我国大力发展天然气的意愿, 城市燃气公司是兼具稳定性和成长性的行业。华润燃气作为领先的城市燃气集团将受益于行业的优质赛道, 与行业一同成长。

1.2 国家管网公司成立利好下游燃气公司

管道运输是天然气产业链的中游环节, 一直以来天然气运输管道均由中国石油、中国石化及中国海油的管道子公司管理运营。国家一直重视对中游管道运输的管理和监督。

今年 3 月 19 日, 中央全面深化改革委员会第七次正式会议通过了《石油天然气管网运营机制改革实施意见》, 提出组建国有资本控股、投资主体多元化的国家石油天然气管道公司, 推动油气管线独立, 实现“输配分离”, 这是对天然气管网和液化天然气 (LNG) 接收站实施第三方公平准入的前提, 也意味着我国油气体制改革向前迈出重要一步。

在随后的 4 月 1 日, 发改委发布最新《天然气跨省管道运输价格表》相较于 2017 年制定的价格均有 2% 的上涨。今年 5 月出台的《油气管网设施公平开放监管办法》也可看为即将成立的国家油气管网公司预热。

表 2: 近三年天然气行业中游管道输送相关重要文件一览

文件名	发布时间	主要内容
天然气管道运输价格管理办法 (试行)	2016.10.09	管道运输价格按照“准许成本加合理收益”原则制定; 准许收益率按管道负荷率 (实际输气量除以设计输气能力) 不低于 75% 取得税后全投资收益率 8% 的原则确定。

天然气管道运输定价成本监审办法 (试行)	2016.10.09	规定管道运输成本的具体核算方法
天然气发展“十三五”规划	2016.12.24	具体规划 2016-2020 年天然气各指标的预期增长率
中长期油气管网规划	2017.05.19	拓展“一带一路”进口通道; 天强天然气基础管道网络建设; 加快油气储备调峰设施建设
天然气跨省管道运输价格表	2017.08.29	明确规定各管道天然气运价
石油天然气管网运营机制改革实施意见	2019.03.19	坚持深化市场化改革、扩大高水平开放, 组建国有资本控股、投资主体多元化的石油天然气管网公司
天然气跨省管道运输价格表	2019.04.01	明确规定各管道天然气最新运价
油气管网设施公平开放监管办法	2019.05.24	提高油气管网设施利用效率, 促进油气安全稳定供应, 规范油气管网设施开放行为

资料来源: 国家发改委、东兴证券研究所

国家管网公司已于 12 月 9 日成立。该公司将天然气运输板块成立天然气事业部, 拟将包括三桶油在内的管道公司纳入旗下。管道公司的成立标志着天然气中游管道运输将愈加规范化, 天然气上中下游将形成“X+1+X”的格局, 逐步达到中央要求的管住中间放开两端的目标。此次天然气产业链中游的改革势必对下游城市燃气公司产生一定影响。我们认为该影响的传导机制是: 首先, 中游管道价格透明、市场公开, 不歧视上游气源; 然后, 上游包括常规天然气开采、非常规天然气开采、煤制气油制气等公司可进行价格的市场化竞争; 最后, 下游城市燃气公司有更多的上游供应商可选, 在未来门站价逐渐放开的过程中, 下游燃气供应商议价能力将逐步增强。燃气公司将在天然气市场化改革中占据更重要的位置。

2. 公司是有内生保障的, 积极兼并收购的成长型企业

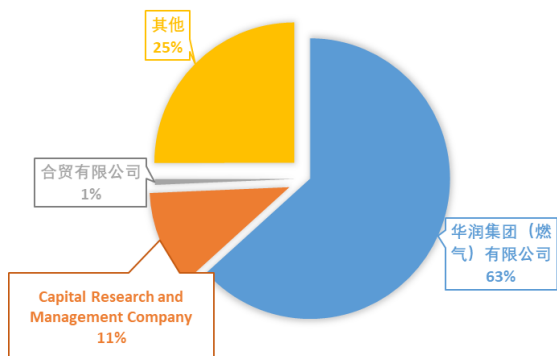
2.1 公司内生外延的发展模式具有可持续性

华润燃气是中国领先的城市燃气供应商, 其内生外延的发展模式具有可持续性。城市燃气项目的获取主要有两种途径:

- ✦ 与未开启燃气管道建设的城市签约获取项目。公司作为华润集团的子公司, 可借助华润集团 (华润集团持华润燃气 63% 的股权) 与地方政府的合作来获取新批的城市燃气项目, 例如: 华润电力 (华润集团控股子公司) 的服务区域已覆盖全国 28 个省份及自治区, 而华润燃气覆盖 22 个省区, 华润电力与地方政府在公共服务领域的合作将利于华润燃气承接尚未覆盖省份的城市燃气项目。
- ✦ 通过收购其他城市燃气公司来获得燃气项目。公司经营良好, 现金流充裕, 2019 年上半年的现金及现金等价物达到了 104 亿元。充裕的现金给予公司收购城燃项目的主动权。此外, 在高增长业绩表现下, 公司不断获得海内外认为。2018 年末标准普尔、穆迪、惠誉先后上调公司评级, 分别给出 A、A3、A 的未来发展稳定评级。稳定的评级将进一步降低公司的融资成本, 为公司通过收购式外延发展提供资金基础。

图 10: 2019 年上半年公司股权结构

图 11: 三大国际评级机构 2018 年给予公司的评级



资料来源: Wind, 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

公司内生外延的发展模式已被验证是可行的。近十年(2008-2018)公司营业收入从 29.9 亿港元增长到 511.7 亿港元,增加了 15 倍;同期公司盈利从 2.4 亿港元增长到 44.5 亿港元,增加了 17 倍;总资产从 37.1 亿港元增长到 735.7 亿港元,增加了 18 倍;城市燃气项目由 8 个增长到 248 个,增加了 30 倍。截至 2019 年,公司城市燃气项目覆盖 22 个省区,城市项目数达到 248 个占全国特许经营城市项目总数的 7%。

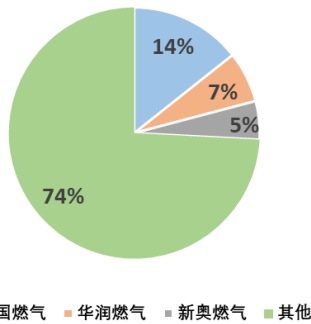
图 12: 天然气典型上市公司城市燃气项目分布图(截止到 2018 年末)



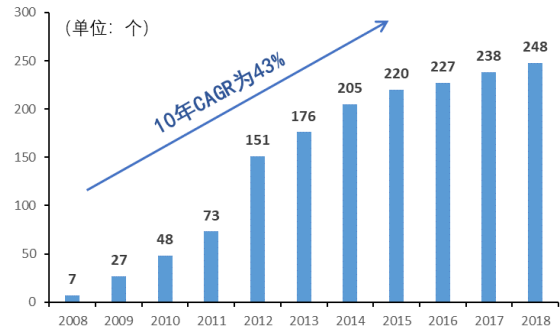
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 13: 城市燃气特许经营项目数各公司占比

图 14: 2008-2018 公司城市燃气项目数变化



资料来源: 东兴证券研究所



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 坐拥优质城市资源保证公司内生式增长

公司城市燃气业务分布于除去西部四省（新疆、西藏、甘肃、青海）外的中国大部分地区。公司对于中国经济发达和人口密度较大的地区已基本完成覆盖。相较于其他燃气公司，虽然公司城市燃气业务分布省区（覆盖 22 个省区）和拥有项目数（248 个）位居全国第二位，仅次于中国燃气。但是对于具有更多常住人口及经济发达的优质城市资源，公司城市燃气业务的服务范围位列中国第一。公司城燃业务覆盖 3 个直辖市（重庆、上海、天津），全国第一；覆盖 14 个省会城市，全国第一；覆盖全国常驻人口数前 15 的城市中的 11 座，全国第一。

图 15: 天然气典型上市公司城市燃气项目分布图（截止到 2018 年末）



资料来源: 公司官网、公司公告、东兴证券研究所

表 3: 天然气典型上市公司城市燃气项目分布对比

公司	省/自治区	直辖市	省会城市	地级市	项目数	备注
华润燃气	22	3	14	73	248	-
中国燃气	26	2	13	117	542	-
新奥能源	16	1	6	-	201	-
深圳燃气	8	0	0	39	-	公司管道燃气用户总数达 326.37 万户，其中深圳地区 205.88 万户占比 63%。

资料来源: 公司官网、公司公告、东兴证券研究所

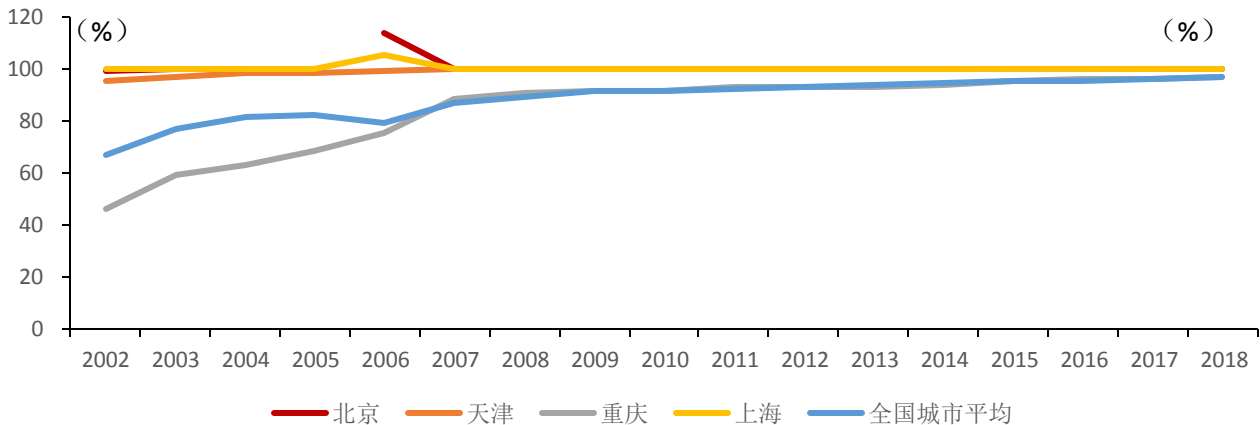
表 4: 天然气典型上市公司城市燃气项目在人口过常住人口前 15 的城市的项目分布

人口排名	城市	常住人口 (万人)	华润燃气	中国燃气	新奥燃气	深圳燃气
1	重庆	3,101.79	●	●	●	●
2	上海	2,423.78	●	●	●	●
3	北京	2,154.20	●	●	●	●
4	成都	1,633.00	●	●	●	●
5	天津	1,559.60	●	●	●	●
6	广州	1,490.44	●	●	●	●
7	深圳	1,302.66	●	●	●	●
8	武汉	1,108.10	●	●	●	●
9	石家庄	1,095.16	●	●	●	●
10	哈尔滨	1,085.80	●	●	●	●
11	苏州	1,072.17	●	●	●	●
12	临沂	1,056.30	●	●	●	●
13	保定	1,046.92	●	●	●	●
14	郑州	1,013.60	●	●	●	●
15	南阳	1,001.36	●	●	●	●

资料来源: 国家统计局、地方统计局、公司公告、东兴证券研究所 (注释: ● 表示已覆盖, ● 表示暂未覆盖)

经济发达城市通常具有较好的城市规划与公用事业建设, 进而具有更高的城市燃气覆盖率。以中国直辖市为例, 北京、上海及天津早已在 2007 年实现城市燃气 100% 覆盖, 而同期全国城市的平均燃气覆盖率为 87.4%。占据经济发达城市的燃气项目意味着拥有更大比例的城市用气人口。

图 16: 2002-2018 年全国城市平均燃气覆盖率与各直辖市燃气覆盖率对比图

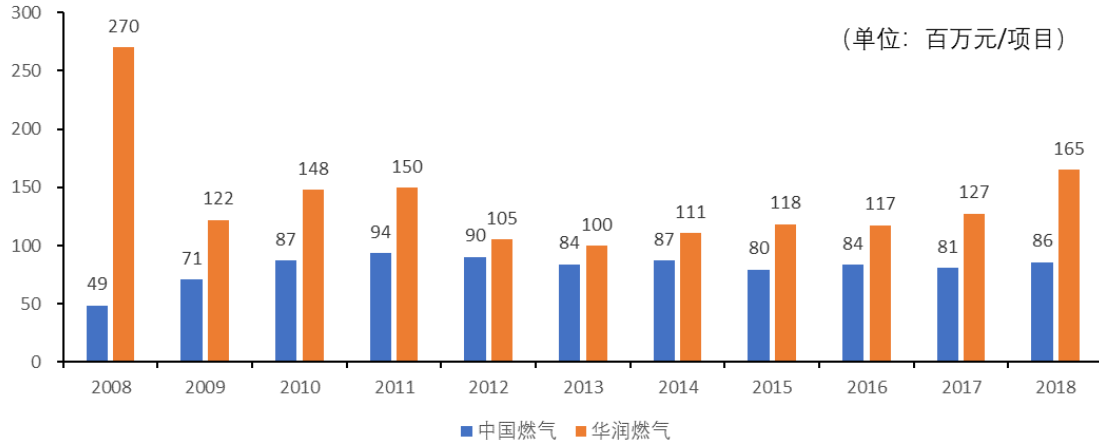


资料来源: 国家统计局、东兴证券研究所

发达城市通常也是人口较多的城市, 人口基数大叠加城市用气人口比例多, 优质城市燃气项目将会为公司带来更多的营业收入。自 2008 年以来公司均有相对同业较高的单项目营收, 并在 2013 年后公司单项目

目营收增长持续走高, 2013-2018 年公司单项目收益年复增长率为 10.5%。公司坚持优先抢占发达城市燃气项目资源的策略为公司带来更具效应的城燃项目。

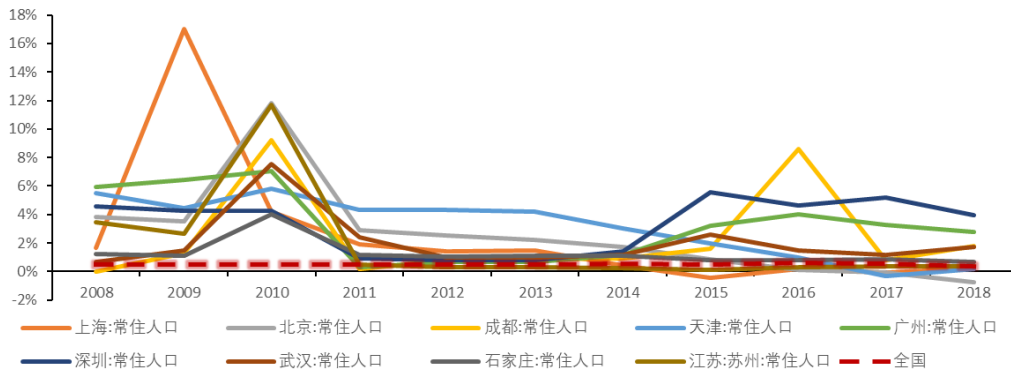
图 17: 2008-2018 年华润燃气与中国燃气单个城燃项目营业收入对比 (营业收入为与城燃业务相关的营收)



资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

经济发达城市的用气人数的未来增长速度亦将超过全国城市平均水平。从过去十年的城市人口增长数据来看, 我国经济发达的人口大省的年均常住人口增速均超过全国人口平均增速, 大城市的“人口虹吸”现象显著。在中国推进城镇化进程的过程中, 经济发达城市将持续保持对人口的吸引, 预计未来经济发达城市的人口增速还将保持对全国人口增速的领先。因而, 布局经济发达城市项目的华润燃气亦将享受优质城市资源带来的“人口虹吸”的红利, 未来用气人数将保持超过平均水平以上的增速。

图 18: 2008 至 2018 年中国人口前十城市增速对比图 (重庆除外)



资料来源: 国家统计局、地方统计局、东兴证券研究所

公司坐拥优质城市资源保证业绩内生式增长。优质城市资源不仅当下城市人口数和城市燃气覆盖率高于全国其他地区, 而且“人口虹吸”能力强, 未来人口增速预计也高于全国平均水平。公司积极布局优质城市的策略已为公司带来了更高的单项目营收, 预计未来将继续保持高速增长。

2.3 收购宁波兴光，燃气版图再下一城

公司于 2019 年 8 月 2 日与宁波兴光集团有限公司（后称宁波兴光）控股股东宁波城投合资经营兴光燃气项目完成签约，具体的收购细节暂未公开。被收购方宁波兴光注册资本 16 亿元，公司总资产 35.4 亿元，经营业务涉及天然气、液化气、燃气工程设计、施工安装、计算机工程、清洁能源等。宁波兴光是宁波市最大的城市燃气公司，拥有管道燃气用户 80 多万户，每年天然气销售量 8.4 亿立方米位列宁波市第一。

此次收购宁波兴光，华润集团上下功不可没。华润集团与宁波市早有合作，也一直关注宁波市的经济社会发展，目前双方在城市建设、能源、啤酒、零售等多个领域取得了良好合作。此次宁波兴光燃气项目的签约合作，不仅可以看作是宁波市政府与华润集团合作的肯定，也可以看作是对华润燃气在城燃领域专业性的认可。宁波作为沿海城市，平台大、机会多。公司进驻宁波将充分利用现有资源和优势，在管网建设、区域整合等城燃业务的基础上，利用宁波市优良海港的特点兴建 LNG 码头，向上游 LNG 进口及供应领域拓展。公司充分利用集团资源，并结合自身城燃领域的专业性，积极收购优质城市燃气项目，外延式发展已成为公司拓展燃气业务版图的重要推动力。

除去宁波兴光项目以外，19 年公司也积极寻求外部合作：

- ✚ 地方政府层面：公司先后与山西省委省政府、永州市委市政府、青海省政府探讨公司与当地企业及城市燃气供应层面的合作。
- ✚ 企业层面：公司与昆仑能源、晋煤集团、山西国新能源发展集团开展了合作交流。
- ✚ 海外层面：公司与韩国 SK E&S 公司对于天然气上下游产业链合作进行深入探讨。

表 5：2019 年公司合作项目统计

日期	公司出席人	合作出席人	动态内容
2019-11-22	公司总裁史宝峰	青海省人大副主任乌成云	希望通过进一步加大投资力度，整合海东终端燃气市场，助力海东天然气事业发展
2019-11-19	公司董事局主席王传栋	永州市委书记任严华、永州市人民政府市长何录春	双方现场签署了战略框架协议，根据协议内容，华润燃气与永州市经投集团共同出资成立合资公司，作为“气化永州”工程的建设主体，在燃气投资、建设和运营等方面进行广泛深入合作。
2019-10-17	公司董事局主席王传栋	山西省省长楼阳生	山西省委省政府高度重视与华润集团的合作，支持晋煤集团与华润集团在燃气领域开展更高层次、更广范围的合作，希望双方通过资源整合，加强互动、增进共识，充分发挥各自优势，实现互利共赢
2019-09-12	华润燃气总裁史宝峰	中石油天然气股份有限公司副总裁兼昆仑能源有限公司董事长凌霄、昆仑能源总裁赵永起等领导	中石油和华润集团同为央企，过往双方强强协同、合作密切，今后昆仑能源和华润燃气要进一步发挥产业互补优势，增进互动交流，在更多领域、各个层级深化合作，以实现互惠互利、合作共赢。

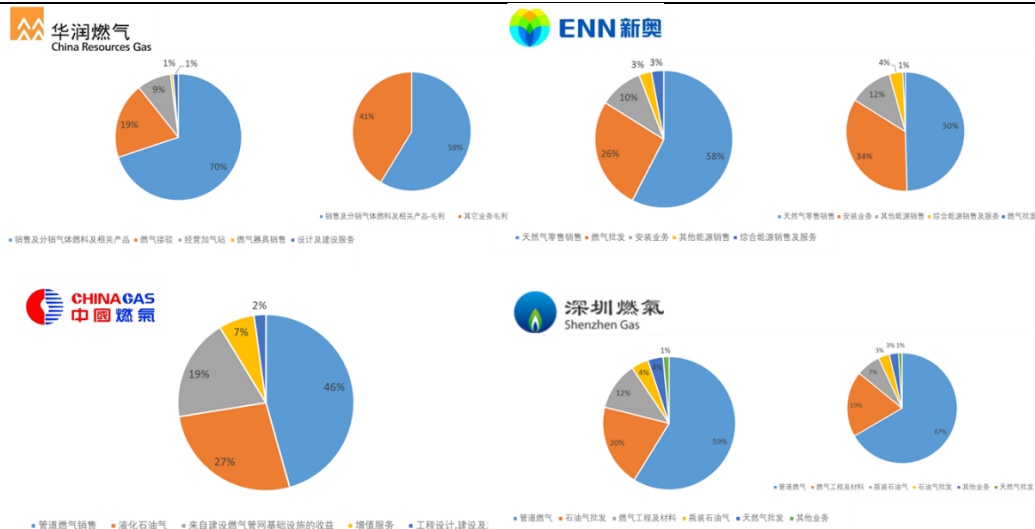
2019-08-02	公司董事局主席王传栋	宁波市人民政府副市长沈敏	华润燃气与宁波城投合资经营兴光燃气项目签约仪式隆重举行
2019-04-08	华润燃气总裁史宝峰	韩国 SKE&S 公司全球事业副社长	双方回顾了多年来友好合作的历程, 并就在天然气上下游产业链合作进行深入探讨。
2019-03-08	华润燃气总裁史宝峰	山西国新能源发展集团有限公司董事长、党委书记刘军	刘军董事长对华润燃气的企业管理理念表示高度认可, 表达了与华润燃气开展对标学习、管理交流的意愿。双方均表示在目前良好的合作基础上, 继续推动在相关区域和重点项目上的合作, 实现互利共赢。
2019-01-23	华润燃气董事局主席王传栋	晋煤集团党委书记、董事长李鸿双	双方还就山西省能源革命、资源型经济转型、山西燃气集团的组建、天然气产业链等议题进行了深入交流, 希望进一步合作交流, 充分发挥双方的互补优势, 争取实现圆满合作。
2019-01-12	华润燃气总裁史宝峰	昆仑能源总裁赵永	双方一致认为, 昆仑能源的气源资源和华润燃气终端用户资源优势互补, 省级公司和区域公司拥有良好的合作基础, 未来可通过建立更为密切有效的协调沟通机制, 在更多领域深化合作, 以实现互惠互利、合作共赢。

资料来源: 公司官网、东兴证券研究所

3. 公司与同业相比前景更佳

新奥能源、中国燃气、深圳燃气与公司具有相似的业务类型, 具有一定可比性。

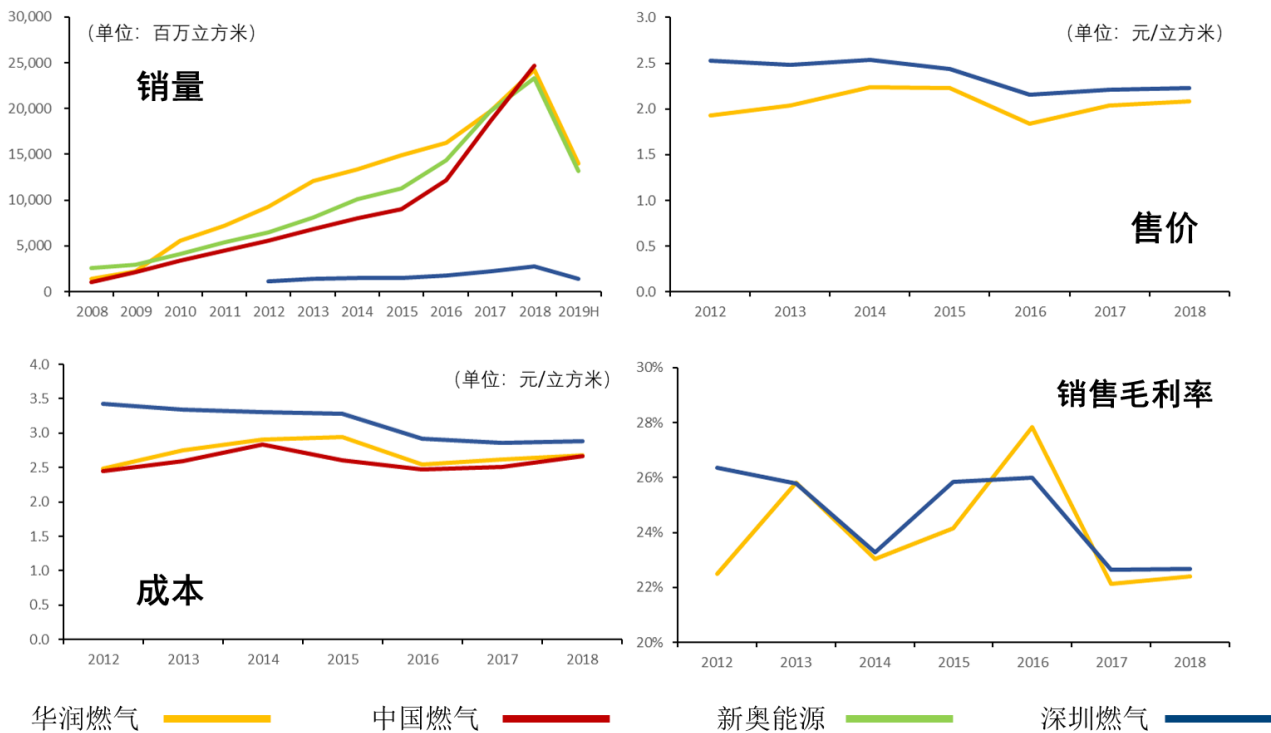
图 19: 2018 年公司同业营业收入 (大饼图) 占比及毛利占比 (小饼图) 对比图



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

天然气分销业务:

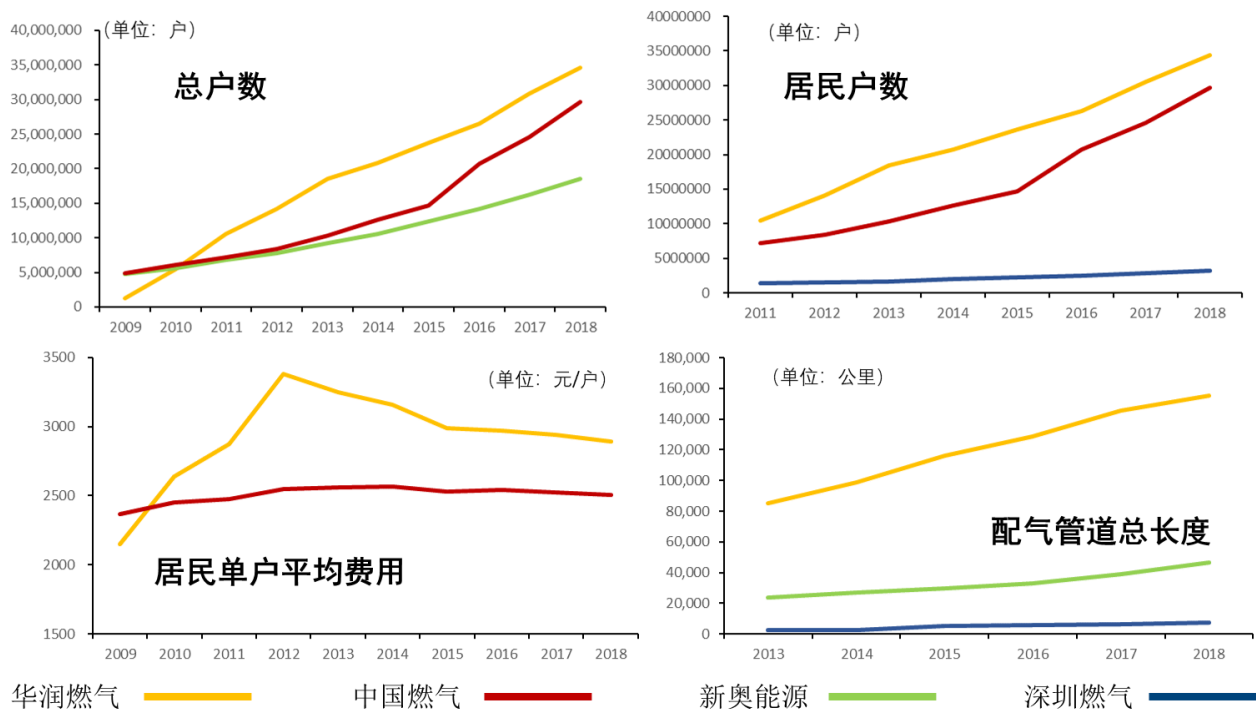
- 公司天然气销量与中国燃气、新奥能源销量相近，2018 年公司天然气销售量达到 243 亿立方米，占全国天然气总消费量的 8.7%。
- 燃气售价：公司单价低于深圳燃气，主因是深圳燃气的气源多为进口 LNG。且深圳燃气的业务大多在深圳，深圳市的燃气门站价要高于全国平均水平。门站价较高进而导致终端燃气售价较高。
- 燃气成本：公司与中国燃气成本接近，进气成本低于深圳燃气。深圳燃气成本较高的原因见于上文。
- 燃气销售毛利率：公司与深圳燃气销售毛利率较为接近，主因是门站价限定天然气的定价。《关于加强配气价格监管的指导意见》限定了配气价格按照“准许成本加合理收益”的原则制定，其中准许收益率为税后全投资收益率按不超过 7% 确定。

图 20：天然气销售业务对比图


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

接驳业务:

- 总接驳户数和居民户数：公司接驳总户数及居民户数位列城燃行业中的第一，且近十年增速稳定。主因是公司城燃业务覆盖优质城市资源较多，接驳业务需求较高。
- 居民接驳平均费用：经济发达城市通常有更高的装修接驳标准，公司拥有的优质城市资源为公司带来更高的平均单户接驳费用，公司接驳费用领先中国燃气。
- 配气管道总长度：公司配气管道总长度远高于新奥能源和深圳燃气，主因是公司接驳总户数和燃气用户数远高于上述两家公司。更多的用户需要建立更长的配气管道。

图 21：接驳业务对比图


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

总之，由于不同城燃公司的天然气销售毛利率较为接近，城燃公司燃气分销业务的增长取决于未来终端客户的增长。可预期，公司将会享受发达城市“人口虹吸”效应带来的更快终端用户增速，公司燃气分销业务增速将领先行业。对于接驳业务来说，公司在接驳总户数、居民户数及配气管道长度均处于国内第一且增速保持稳定，同时公司还具有更高的居民单用户平均费用。未来公司将持续保持自身在接驳业务的优势。

4. 盈利预测

据上述分析，我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 499.80/580.28/687.74 亿元，对应增速 10.46%、16.10%和 18.52%；归母净利润分别为 40.65/42.27/47.38 亿元，对应增速 4.25%、3.98%和 12.09%。综上所述，公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.75/1.83/1.90 元，当前股价对应的 PE 为 20.11/19.29/17.21x，对应 PB 分别为 2.51/2.10/1.76x。首次覆盖给予公司“推荐”评级。

5. 风险提示

国家煤改气力度减弱；国际天然气价格剧烈波动

表 6: 公司盈利预测表

资产负债	单位:百万元					利润表					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产:						营业收入	33631	45247	49980	58028	68774
现金及现金	8657	9106	9996	11838	14310	主营业务收入	33301	44831	49439	57433	68119
交易性金融	0	0	0	0	0	其他营业收入	330	416	541	595	655
其他短期投	0	1353	1800	1000	1000	减: 营业总支出	28608	39054	43776	51483	61504
应收款项合	9872	8339	9448	11299	13793	营业成本	23340	32896	37314	44130	52964
应收账款	3623	3661	3971	4749	5797	营业开支	5267	6159	6463	7353	8540
其他应收	6249	4678	5477	6550	7996	毛利润	9961	11935	12126	13303	15155
存货	497	824	890	1064	1299	营业利润	5023	6193	6204	6545	7270
其他流动资	10	2307	2780	3746	5358	加: 利息收入	214	292	326	382	458
流动资产合	19036	21929	24915	28947	35761	减: 利息支出	400	403	423	466	525
非流动资产:						加: 权益性投	658	707	1000	928	1100
固定资产净	23914	27091	29348	31786	33824	其他非经营性	0	0	0	0	0
权益性投资	10905	11346	11517	12000	12000	非经常项目前	5496	6790	7107	7390	8303
持有至到期	0	0	0	0	0	加: 非经常项	33	112	87	92	82
可供出售投	56	0	0	0	0	除税前利润	5528	6902	7194	7481	8385
其他长期投	39	168	210	220	230	减: 所得税	1423	1742	1799	1870	2096
商誉及无形	1619	1667	1681	1700	1723	少数股东损益	1051	1260	1331	1384	1551
土地使用权	1433	1688	1857	2042	2247	持续经营净利	3054	3899	4065	4227	4738
其他非流动	479	575	1048	1853	2928	加: 非持续经营净利	0	0	0	0	0
非流动资产	38444	42535	45661	49601	52952	其他特殊项	0	0	0	0	0
总资产	57480	64464	70576	78548	88712	净利润	3054	3899	4065	4227	4738
流动负债:						减: 优先股利及其他	0	0	0	0	0
应付账款及	5533	5537	6134	6892	7858	归属普通股东	3054	3899	4065	4227	4738
应交税金	495	627	641	663	695	综合收益	5769	3873	4065	4227	4738
交易性金融	0	0	0	0	0	现金流量表	单位:百万元				
短期借贷及	4453	5682	5682	5682	5682	经营活动现金	6517	7309	5640	5458	5718
其他流动负	16277	18161	18540	19344	20741	净利润	3054	3899	4065	4227	4738
流动负债	26758	30007	30995	32581	34976	加: 折旧与摊	1376	1474	1577	1799	2028
非流动负债:	5048	5323	5523	5723	5923	营运资本变	1475	1112	-566	-1244	-1731
长期借贷	5048	5323	5523	5723	5923	其他非现金	612	824	565	677	683
其他非流动	1291	1438	1438	1438	1438	投资活动现金	-175	-5392	-4812	-5489	-5789
非流动负债	6339	6761	6961	7161	7361	出售固定资产	135	425	406	440	477
总负债	33097	36768	37956	39742	42337	减: 资本性支	4046	5187	4599	5324	5679
股东权益:						投资减少	0	0	0	0	0
优先股	0	0	0	0	0	减: 投资增加	1870	1052	1083	1116	1149
普通股股本	186	195	195	195	195	其他投资活动	5607	422	464	511	562
储备	18265	22020	26229	31783	38910	筹资活动现金	-2639	-1577	473	312	245
库存股	0	0	0	0	0	债务增加	8120	2308	200	200	200
其他综合性	-67	-1115	-1059	-1006	-956	减: 债务减少	9269	4722	220	220	220
普通股权益	18384	21100	25364	30971	38149	股本增加	0	0	0	0	0
归属母公司	18384	21100	25364	30971	38149	减: 股本减少	0	0	0	0	0
少数股东权	5999	6595	7255	7835	8227	支付的股利合	819	1050	1016	1057	1184
股东权益合	24383	27695	32619	38806	46376	其他筹资活动	-670	1887	1509	1389	1449
总负债及总	57480	64464	70576	78548	88712	现金受汇率变	355	-308	13	0	0
权益						现金净增加额	4059	32	1314	281	173

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

罗四维

化工行业首席分析师，周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

研究助理简介

徐昆仑

本科与硕士均就读于清华大学化学工程系，曾就职于中石油石油化工研究院，三年化工技术开发管理经验，2018 年 6 月加入东兴证券研究所。

薛阳

清华大学化学系硕士，在 *Chemical Science* 等期刊发表论文两篇，中国化学会会员。2019 年 7 月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

