

# 中国燃气 (384 HK)

## 良好行业基本面支持企业增长

首次给予“买入”评级，目标价 36.65 港元，20.4%上升空间

中国天然气需求在经济持续增长下不断上升。作为一家主要全国性天然气分销商，中国燃气是受惠者。在天然气销量增长下，我们预计公司 2019-2022 年财年股东净利润复合年增长率为 16.6%。按贴现现金流分析，我们对中国燃气定下 36.65 港元目标价，这对应 17.3 倍 2021 年财年市盈率和 20.4%上升空间。我们首次覆盖，给予“买入”评级。

### 中国天然气长远需求前景亮丽

在经济持续增长下，中国天然气需求在过去十年不断上升。天然气自给率也由 2010 年的 88.3% 下跌至 2019 年的 56.5%。我们相信行业长远需求前景亮丽，因为(一)中俄东线天然气管道开通可解决天然气供不应求的问题；(二)国家石油天然气管网集团有限公司成立可提高天然气供应效率。

### 肺炎爆发对天然气需求之影响只是短暂性；公司未来天然气销量明显增长，

我们认为肺炎爆发对天然气需求之影响只是短暂性，而不是结构性。在自生增长和管道燃气项目数目增加下，我们预期公司未来天然气销量明显增长，2019-2022 年财年城市与乡镇项目天然气销量复合年增长率将达到 22.7%。我们相应地预计公司 2019-2022 年财年股东净利润复合年增长率达到 16.6%。事实上，高利润率的燃气接驳业务才是公司的主要利润来源。

### 估值低于同业

中国燃气的估值低于大市值港股同业。公司 2021 年财年(年结：3 月 31 日)市盈率为 14.4 倍，分别低于**华润燃气(1193 HK；未评级)**及**新奥能源(2688 HK；未评级)**的 2020 年(年结：12 月 31 日)市盈率之 16.2 倍和 15.2 倍。

**风险提示：**(一)项目开发延误；(二)天然气供应紧张；(三)天然气接驳费大幅下降或被取消；(四)工商业活动放缓

### 主要财务数据 (港币百万元) (更新于 2020 年 2 月 21 日)

年结:3 月 31 日	2018 年 实际	2019 年 实际	2020 年 预测	2021 年 预测	2022 年 预测
收入	52,832	59,386	65,176	76,426	92,180
增长率 (%)	65.1	12.4	9.7	17.3	20.6
股东净利润	6,095	8,224	9,707	11,035	13,030
增长率 (%)	47.0	34.9	18.0	13.7	18.1
每股盈利 (港币)	1.23	1.63	1.86	2.11	2.50
市盈率 (倍)	24.8	18.7	16.4	14.4	12.2
每股股息 (港币)	0.35	0.44	0.52	0.59	0.70
股息率 (%)	1.15	1.44	1.71	1.94	2.30
每股净资产 (港币)	5.73	6.77	8.73	10.76	13.18
市净率 (倍)	5.32	4.50	3.49	2.83	2.31

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

香港股市 | 公用事业 | 天然气

首次覆盖：买入

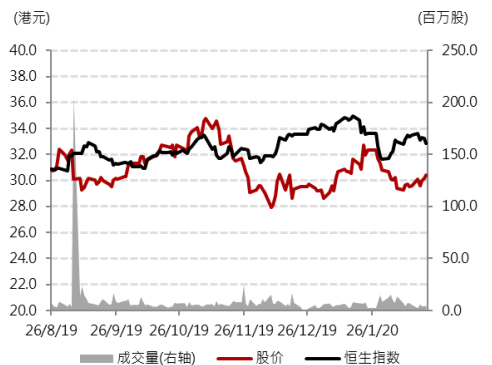
目标价：36.65 港元

### 股票资料 (更新于 2020 年 2 月 21 日)

现价	30.45 港元
总市值	158,905.24 百万 港元
流通股比例	36.47%
已发行总股本	5,218.56 百万
52 周价格区间	22.80-34.95 港元
3 个月日均成交额	214.59 百万 港元
主要股东	北京控股 (占 23.72%)
	刘明辉 (占 20.91%)
	SK E&S (占 11.70%)
	Capital Group (占 7.20%)

来源：彭博、中泰国际研究部

### 股价走势图 (更新至 2020 年 2 月 21 日)



来源：彭博、中泰国际研究部

### 相关报告

### 分析师

周健锋 (Patrick Chow)

+852 2359 1849

kf.chow@ztsc.com.hk

## 内容

<b>(一)企业概况：主要全国性天然气分销商.....</b>	<b>4</b>
主力天然气业务.....	4
天然气销售是最大收入渠道，燃气接驳费则是最大利润来源.....	5
具战略意义的股东组合.....	5
公司高管简介.....	6
<b>(二)行业分析：中国天然气长远需求前景亮丽.....</b>	<b>7</b>
中国天然气需求不断上升.....	7
政策落实大大推动中国未来天然气需求.....	7
肺炎爆发对天然气需求之影响只是短暂性，而不是结构性.....	7
<b>(三)公司分析：持续增长，再接再厉.....</b>	<b>8</b>
2019-2022 年财年城市与乡镇项目天然气销量复合年增长率为 22.7%.....	8
天然气零售价格保持上升.....	8
天然气接驳费大致平稳.....	9
液化石油气业务不可或缺.....	9
<b>(四)盈利预测及评级：首次给予“买入”.....</b>	<b>10</b>
2019-2022 年财年总收入复合年增长率达到 15.8%.....	10
2019-2022 年财年股东净利润复合年增长率为 16.6%.....	10
净负债率下跌.....	11
估值低于大市值港股同业.....	11
首次给予“买入”，目标价为 36.65 港元.....	11
<b>(五)风险因素.....</b>	<b>14</b>
项目开发延误.....	14
天然气供应紧张.....	14
天然气接驳费大幅下降或被取消.....	14
工商业活动放缓.....	14
<b>历史建议和目标价.....</b>	<b>15</b>
<b>公司及行业评级定义.....</b>	<b>16</b>
<b>重要声明.....</b>	<b>17</b>

## 图表目录

图表 1 : 主要运营数据 .....	4
图表 2 : 新接驳燃气居民用户分布 .....	4
图表 3 : 分部收入及利润分布据 .....	5
图表 4 : 分部利润率 .....	5
图表 5 : 公司股权结构 (更新于 2020 年 2 月 21 日) .....	5
图表 6 : 中国天然气产量及表现消费量 .....	7
图表 7 : 公司天然气销售量 .....	8
图表 8 : 公司新增天然气居民用户 .....	8
图表 9 : 公司天然气用户收费 .....	9
图表 10 : 公司天然气居民用户接驳费 .....	9
图表 11 : 公司液化石油气销售量 .....	9
图表 12 : 公司收入与毛利 .....	10
图表 13 : 公司收入分布 .....	10
图表 14 : 盈利预测 .....	10
图表 15 : 净负债率 .....	11
图表 16 : 同业估值比较 (更新于 2020 年 2 月 21 日) .....	11
图表 17 : 贴现现金流估值 .....	11
图表 18 : 每股股权价值的敏感性分析 .....	12
图表 19 : 财务摘要 (年结 : 3 月 31 日 ; 港币百万元) .....	13

## (一)企业概况：主要全国性天然气分销商

### 主力天然气业务

中国燃气控股有限公司(“中国燃气”)是一家主要全国性天然气分销商，成立于1995年，并于2002年透过借壳上市形式在香港主板上市。公司主力天然气销售及相关增值服务(例如燃气用具销售)，同时也经营液化石油气(“LPG”)销售业务。

截至2019年9月30日，公司在全国不同地区拥有582个管道燃气项目。累计已接驳居民用户为3,261万，其中2,785万为城市用户(即85.4%)。2020年财年上半年城市及乡镇项目天然气销售量(不含管道与贸易业务)为6,874百万立方米，其中居民用户、工业用户、商业用户、压缩/液化天然气(“CNG/LNG”)加气站分别占23.6%、53.4%、15.7%、7.4%(见图表1)。

公司积极拓展乡镇煤改气项目。新接驳燃气居民用户中的乡镇用户数目比率由2018年财年的29.3%上升至2019年财年的46.8%和2020年财年上半年的41.5%(见图表2)。

公司在中国也拥有八个LPG码头及100个LPG分销项目，其业务覆盖全国19个省份。

图表1：主要运营数据

年结: 3月31日	2019年上半年	2020年上半年	增长(同比%)
管道燃气项目(数目)	508	582	14.6
累计已接驳燃气用户(数目)			
其中:-			
- 居民用户	27,105,030	32,612,237	20.3
- 城市燃气项目	24,833,381	27,854,396	12.2
- 乡镇燃气项目	2,271,649	4,757,841	109.4
- 工业用户	10,831	13,838	27.8
- 商业用户	184,586	213,951	15.9
- CNG/LNG 加气站	580	555	(4.3)
城市燃气项目可接驳居民用户数(户)	41,539,838	44,033,146	6.0
城市燃气项目居民用户渗透率(%)	59.8	63.3	-
天然气总销售量(百万立方米)	10,977	11,837	7.8
其中:-			
- 城市与乡镇燃气项目	5,959	6,874	15.4
- 居民用户	1,370	1,621	18.3
- 工业用户	3,104	3,669	18.2
- 商业用户	945	1,077	14.0
- CNG/LNG 加气站	540	507	(6.1)
- 管道与贸易业务	5,018	4,963	(1.1)
城市与乡镇燃气项目销气量分布(%)			变化(百分点)
- 居民用户	23.0	23.6	0.6
- 工业用户	52.1	53.4	1.3
- 商业用户	15.9	15.7	(0.2)
- CNG/LNG 加气站	9.1	7.4	(1.7)

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表2：新接驳燃气居民用户分布

年结: 3月31日 (用户)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2019年上半年 (实际)	2020年上半年 (实际)
居民用户	3,926,762	5,107,836	2,534,709	2,934,080
其中:-				
- 城市项目	2,777,629	2,716,223	1,412,193	1,716,985
- 所占比率(%)	70.7	53.2	55.7	58.5
- 乡镇项目	1,149,133	2,391,613	1,122,516	1,217,095
- 所占比率(%)	29.3	46.8	44.3	41.5

来源：公司资料、中泰国际研究部

### 天然气销售是最大收入渠道，燃气接驳费则是最大利润来源

按收入计算，天然气销售是公司最大的收入来源，分别占 2018 年财年、2019 年财年、2019 年财年上半年、2020 年财年上半年总收入的 42.8%、45.6%、41.5%、44.5%。可是，由于利润率较高，燃气接驳费则是最大利润来源分别占 2018 年财年、2019 年财年、2019 年财年上半年、2020 年财年上半年总分部利润的 35.6%、34.2%、33.8%、37.3%(见图表 3-4)。

图表 3：分部收入及利润分布据

年结: 3月31日 (%)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2019年上半年 (实际)	2020年上半年 (实际)
<b>分部收入</b>				
管道燃气销售	42.8	45.6	41.5	44.5
燃气接驳	16.9	18.8	18.4	21.7
液化石油气销售	30.2	26.8	34.0	23.3
增值服务	5.6	6.6	3.5	7.9
工程设计及施工	4.5	2.2	2.7	2.6
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>
<b>分部利润</b>				
管道燃气销售	30.0	29.6	32.1	28.6
燃气接驳	35.6	34.2	33.8	37.3
液化石油气销售	6.2	1.2	(0.7)	0.4
增值服务	9.4	11.4	7.3	11.3
工程设计及施工	15.9	20.9	23.6	19.0
中裕燃气(3633 HK) - 40.0%股权	3.0	2.6	3.9	3.5
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>

来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 4：分部利润率

年结: 3月31日 (%)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2019年上半年 (实际)	2020年上半年 (实际)
管道燃气销售	10.9	11.0	12.5	13.9
燃气接驳	32.7	30.8	29.7	37.0
液化石油气销售	3.2	0.8	(0.3)	0.3
增值服务	26.3	29.3	33.8	30.6
工程设计及施工	54.7	164.3	143.5	155.2
<b>合计</b>	<b>15.5</b>	<b>16.9</b>	<b>16.2</b>	<b>21.5</b>

来源：公司资料、中泰国际研究部

### 具战略意义的股东组合

中国燃气拥有一个具战略意义的股东组合，有利在燃气行业持续发展。公司主要股东包括(一)北京控股(392 HK; 未评级)、(二)刘明辉先生、(三)SK E&S、(四)机构投资人 Capital Group。

北京控股是一家主要国有企业之一，隶属于北京市政府，旗下公司包括北京燃气、北控水务(371 HK; 未评级)、北控环境(154 HK; 未评级)。刘明辉先生是公司创始人，拥有丰富行业经验，负责公司日常运营。SK E&S 是一家总部位于韩国首尔之城市燃气分销及 LNG 发电的国际性能源企业。

图表 5：公司股权结构(更新于 2020 年 2 月 21 日)

股东	股权 (%)
北京控股(392 HK)	23.72
刘明辉先生	20.91
SK E&S	11.70
Capital Group	7.20
其他股东	36.47

来源：彭博、中泰国际研究部

### 公司高管简介

**执行主席。**刘明辉先生，56岁，为公司执行主席、董事总经理及总裁。他也是公司创始人。刘先生负责公司的整体战略计划及发展经营。他拥有丰富中国基础设施及能源行业经验。刘先生于河北师范大学获得理学学士学位，并于中国人民大学研究院取得政治经济学专业研究生学历，以及于中国人民大学获得深圳研究院 DBA(工商管理博士)课程研修班学历。

**执行总裁。**黄勇先生，56岁，为公司总裁及执行董事。他负责制定及实施公司整体策略及计划，以及公司的发展及经营。黄先生拥有丰富法律和企业管理经验。他于武汉大学取得法学学士及硕士学位。

**常务副总裁。**朱伟伟先生，46岁，为公司常务副总裁及执行董事。他负责公司整体财务管理、融资及资金管理和内部监控事宜。朱先生拥有丰富融资及资本管理经验。他于中南财经政法大学获得经济学学士及硕士学位。

**执行董事。**李晶女士，61岁，为公司执行董事。她负责中国燃气供应及基础设施项目之业务管理及运作。李女士拥有丰富财务及企业管理经验。她于中央财经大学获得经济学学士学位。

## (二)行业分析：中国天然气长远需求前景亮丽

### 中国天然气需求不断上升

在经济持续增长下，中国天然气需求在过去十年不断上升。国内天然气产量和表观消费量分别由 2010 年的 948 亿立方米和 1,074 亿立方米增长 83.1% 及 185.9% 至 2019 年的 1,736 亿立方米和 3,071 亿立方米，期内复合年增长率达到 6.9% 和 12.4%。由于需求增长明显大于国内气产量，天然气自给率也由 2010 年的 88.3% 下跌至 2019 年的 56.5% (见图表 6)。我们预见经济增长因素于未来依然支持中国天然气需求。

图表 6：中国天然气产量及表观消费量

年份	天然气产量 (亿立方米)		天然气表观消费量 (亿立方米)		自给率 (%)	
	增长 (同比%)	增长 (同比%)	增长 (同比%)	变化 (百分点)		
2010 年	948	14.3	1,074	22.8	88.3	-6.6
2011 年	1,027	8.3	1,309	21.9	78.5	-9.8
2012 年	1,067	3.9	1,446	10.5	73.8	-4.7
2013 年	1,129	5.8	1,631	12.8	69.2	-4.6
2014 年	1,234	9.3	1,804	10.6	68.4	-0.8
2015 年	1,271	3.0	1,855	2.8	68.5	0.1
2016 年	1,368	7.6	2,087	12.5	65.6	-3.0
2017 年	1,474	7.7	2,394	14.7	61.6	-4.0
2018 年	1,610	9.2	2,833	18.3	56.8	-4.0
2019 年	1,736	7.8	3,071	8.4	56.5	-0.3
复合年增长率 (2010-2019) (%)	6.9	-	12.4	-	-	-

来源：Wind、中泰国际研究部

### 政策落实大大推动中国未来天然气需求

除了经济增长因素外，两大政策于 2019 年 12 月落实可大大推动中国未来天然气需求，分别为(一)中俄东线天然气管道(简称“中俄东线”)终于在 2019 年 12 月 2 日投产通气；(二)国家石油天然气管网集团有限公司(简称“国家管网公司”)在 2019 年 12 月 9 日正式成立。

中俄东线投产通气可以部份解决中国自身天然气供不应求的问题，增加天然气供应量。天然气分销商因此将受惠。中俄双方于 2014 年签署为期 30 年的合约；俄罗斯利用管道将天然气由西伯利亚输往中国，经过黑龙江省热河，最终送到上海等沿海地区。首期输气量为每年 50 亿立方米；2023 年全线开通后，输气量可达到每年 380 亿立方米。

另外，国家管网公司负责统筹、规划、建设及运营全国油气干线管网。管网属于天然气产业链中的中游；上游是天然气开采商例如中石油(857 HK；未评级)，下游则是分销商例如中国燃气。目前管网大都由上游各自拥有及运营。根据不同公司公告及报导，国家管网公司将包含中石油等在内的天然气开采商所管控的主要长输管道、部分地下储气库和 LNG 接收站资产。具体资产详情有待正式落实。

我们预计国家管网公司成立长远可以(一)加强油气合理调配；(二)减少重复投资和管道资源浪费；(三)提高天然气行业运营效率，并转而有助推高天然气消耗量；(四)推动天然气价格市场化。我们认为天然气分销商例如天伦燃气将获得更多及稳定气源供应。

### 肺炎爆发对天然气需求之影响只是短暂性，而不是结构性

肺炎疫症爆发导致早前中国停工停产出现，一些城镇小区更受到隔离；导致工商业活动短期放缓。由于中国天然气需求主要来自工商业用户(例如，中国燃气于 2019 年财年上半年、2019 年财年下半年、2020 年财年上半年之工商用户销气量占城乡项目总售气量分别为 67.9%、62.8%、69.0%)，我们相信天然气分销商会暂时受到影响，唯相关影响不是结构性。疫情舒缓后，我们预期工商用户的需求将回复正常。

### (三)公司分析：持续增长，再接再厉

#### 2019-2022年财年城市与乡镇项目天然气销量复合年增长率为22.7%

在自生增长和管道燃气项目数目增加下，我们预期公司的城市与乡镇项目天然气销量由2019年财年的14,744百万立方米增长到2022年财年的27,223百万立方米，期内复合年增长率达到22.7%(见图表7和8)。工商用户销量占城市与乡镇项目天然气总销量的比率分别由2019年财年的64.9%上升至2020-2022年财年的65.4%、65.7%、66.0%。

图表7：公司天然气销售量

年结: 3月31日 (百万立方米)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
城市与乡镇	11,787	14,744	17,869	22,045	27,223	22.7
- 同比增长 (%)	39.1	25.1	21.2	23.4	23.5	
其中:-						
- 居民用户	3,089	3,985	5,021	6,427	8,162	27.0
- 同比增长 (%)	60.1	29.0	26.0	28.0	27.0	
- 工业用户	5,420	7,050	8,672	10,839	13,549	24.3
- 同比增长 (%)	47.3	30.1	23.0	25.0	25.0	
- 商业用户	2,054	2,516	3,019	3,654	4,421	20.7
- 同比增长 (%)	23.7	22.5	20.0	21.0	21.0	
- CNG/LNG 加气站	1,224	1,194	1,158	1,125	1,092	(2.9)
- 同比增长 (%)	1.7	(2.5)	(3.0)	(2.8)	(3.0)	
居民用户占比 (%)	26.2	27.0	28.1	29.2	30.0	
工商用户占比 (%)	63.4	64.9	65.4	65.7	66.0	
管道与贸易	6,873	9,912	10,275	13,227	16,470	18.4
- 同比增长 (%)	83.2	44.2	3.7	28.7	24.5	
合计	18,659	24,656	28,144	35,272	43,693	21.0
- 同比增长 (%)	52.6	32.1	14.1	25.3	23.9	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表8：公司新增天然气居民用户

年结: 3月31日 ('000)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
居民用户	3,927	5,108	5,548	5,604	6,306	7.3
- 同比增长 (%)	53.1	30.1	8.6	1.0	12.5	
其中:-						
- 城市项目	2,778	2,716	2,798	2,826	3,306	6.8
- 同比增长 (%)	8.3	(2.2)	3.0	1.0	17.0	
- 乡镇气代煤项目	1,149	2,392	2,750	2,778	3,000	7.8
- 同比增长 (%)	不适用	108.1	15.0	1.0	8.0	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

#### 天然气零售价格保持上升

在天然气需求增长下，我们预期公司的天然气零售价格保持增长，居民用户、工业用户、商业用户CNG/LNG加气站的的燃气收费(除税)分别由2019年财年的人民币2.52立方米、人民币2.65/立方米、人民币2.79/立方米、人民币2.93/立方米上升至2022年财年的人民币2.92立方米、人民币3.16/立方米、人民币3.26/立方米、人民币3.62/立方米，期内复合年增长率为5.0%、6.0%、5.3%、7.3%(见图表9)。



图表 9：公司天然气用户收费

年结: 3月31日 (人民币/立方米)(除税)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
居民用户	2.40	2.52	2.65	2.78	2.92	5.0
- 同比增长 (%)	1.7	5.0	5.0	5.0	5.0	
工业用户	2.50	2.65	2.81	2.98	3.16	6.0
- 同比增长 (%)	5.0	6.0	6.0	6.0	6.0	
商业用户	2.60	2.79	2.96	3.11	3.26	5.3
- 同比增长 (%)	2.0	7.3	6.0	5.0	5.0	
CNG/LNG 加气站	2.63	2.93	3.16	3.42	3.62	7.3
- 同比增长 (%)	(5.7)	11.4	8.0	8.0	6.0	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 天然气接驳费大致平稳

我们相信天然气接驳费依然是公司的主要收入来源之一，因为接驳费的存在在经济上支持天然气分销商进行管网建设。中央取消居民用户接驳费的中长期政策风险较低。我们预期公司的天然气接驳费在未来大致平稳(见图表 10)。

图表 10：公司天然气居民用户接驳费

年结: 3月31日 (人民币/户)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
城市项目	2,523	2,508	2,470	2,433	2,397	(1.5)
- 同比增长 (%)	(0.7)	(0.6)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	
乡镇气代煤项目	3,089	3,010	2,980	2,950	2,921	(1.0)
- 同比增长 (%)	不适用	(2.6)	(1.0)	(1.0)	(1.0)	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 液化石油气业务不可或缺

由于近年油价及石油气价格波动，公司的液化石油气业务之盈利贡献较少。虽然如此，我们认为对于天然气主业，石油气业务有相辅相成仍用，加强中国燃气在能源板块的影响。

我们预期公司液化石油气总销售量由 2019 年财年的 399 万吨上升至 2022 年财年的 430 万吨，期内复合年增长率为 2.5%(见图表 11)。

图表 11：公司液化石油气销售量

年结: 3月31日 ('000 吨)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
总销售量	4,030	3,993	4,034	4,054	4,297	2.5
- 同比增长 (%)	9.0	(0.9)	1.0	0.5	6.0	
其中:-						
- 批发	2,944	2,785	2,730	2,743	2,880	1.1
- 同比增长 (%)	16.2	(5.4)	(2.0)	0.5	5.0	
- 零售	1,086	1,208	1,305	1,311	1,416	5.4
- 同比增长 (%)	(6.8)	11.2	8.0	0.5	8.0	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

## (四)盈利预测及评级：首次给予“买入”

### 2019-2022年财年总收入复合年增长率达到15.8%

在管道燃气销售和燃气接驳费收入增加下，我们预期公司总收入由2019年财年的港币594亿上升至2022年财年的港币922亿，期内复合年增长率达到15.8%(见图表12)。燃气销售及接驳费收入所占公司总收入的比率分别由2019年财年的45.6%和18.8%上升至2022年财年的57.7%和14.5%(见图表13)。

另外，在较高利润率的燃气接驳和增值服务业务增长下，我们看到公司总毛利率由2018年财年的22.1%增长至2019年财年的23.7%，并预计可上升至2020年财年的25.8%。可是，由于新增天然气居民用户增长放缓及每户天然气居民用户接驳费下跌(见图表8和9)，毛利率将轻微下滑至2021年财年的25.6%和2022年财年的25.3%。

图表12：公司收入与毛利

年结: 3月31日 (港币百万元)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
收入	52,832	59,386	65,176	76,426	92,180	15.8
- 同比增长 (%)	65.1	12.4	9.7	17.3	20.6	
毛利	11,671	14,059	16,802	19,559	23,331	18.4
- 同比增长 (%)	39.3	20.5	19.5	16.4	19.3	
毛利率 (%)	22.1	23.7	25.8	25.6	25.3	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表13：公司收入分布

年结: 3月31日 (港币百万元)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
<b>收入 (港币百万元)</b>						
管道燃气销售	22,613	27,106	32,260	41,661	53,195	25.2
燃气接驳	8,924	11,179	12,086	12,057	13,349	6.1
液化石油气销售	15,970	15,917	14,120	15,002	16,327	0.9
增值服务	2,947	3,903	5,807	6,666	7,979	26.9
工程设计及施工	2,379	1,281	903	1,042	1,330	1.3
<b>合计</b>	<b>52,832</b>	<b>59,386</b>	<b>65,176</b>	<b>76,426</b>	<b>92,180</b>	<b>15.8</b>
<b>收入分布 (%)</b>						
管道燃气销售	42.8	45.6	49.5	54.5	57.7	
燃气接驳	16.9	18.8	18.5	15.8	14.5	
液化石油气销售	30.2	26.8	21.7	19.6	17.7	
增值服务	5.6	6.6	8.9	8.7	8.7	
工程设计及施工	4.5	2.2	1.4	1.4	1.4	
<b>合计</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	<b>100.0</b>	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 2019-2022年财年股东净利润复合年增长率为16.6%

我们相应地预计公司股东净利润和每股盈利分别由2019年财年的港币82.2亿和1.63元增长至2022年财年的130.3亿和2.50元，期内复合年增长率为16.6%和15.3%(见图表14)。我们重申，肺炎爆发对天然气需求之影响只是短暂性，而不是结构性。事实上，高利润率的燃气接驳业务才是主要利润来源。

图表14：盈利预测

年结: 3月31日	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)	2019-2022年 复合年增长率 (%)
股东净利润 (港币百万元)	6,095	8,224	9,707	11,035	13,030	16.6
- 同比增长 (%)	47.0	34.9	18.0	13.7	18.1	
每股盈利 (港币)	1.23	1.63	1.86	2.11	2.50	15.3
- 同比增长 (%)	45.2	32.7	14.2	13.7	18.1	
股东净利润率 (%)	11.5	13.8	14.9	14.4	14.1	

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 净负债率下跌

我们相信当公司收入和盈利增加，财务状况将会更加良好。我们预期净负债率(净负债/股东权益)将由2019年财年的69.8%下跌至2022年财年的33.2%(见图表15)。

图表15：净负债率

年结: 3月31日 (港币百万元)	2018年 (实际)	2019年 (实际)	2020年 (预测)	2021年 (预测)	2022年 (预测)
净负债率(净负债/股东权益)	84.8	69.8	60.3	48.7	33.2

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

### 估值低于大市值港股同业

中国燃气的估值低于大市值港股同业。公司2021年财年(年结：3月31日)市盈率为14.4倍，分别低于华润燃气(1193 HK; 未评级)及新奥能源(2688 HK; 未评级)的2020年(年结：12月31日)市盈率之16.2倍和15.2倍(见图表16)。

图表16：同业估值比较(更新于2020年2月21日)

公司	代号	股价 (港币)	市值 (百万 港元)	年结	市盈率(倍)			市净率(倍)			股息率(%)			净负债/ 股东 权益(%)
					年度 <sub>0</sub>	年度 <sub>1</sub>	年度 <sub>2</sub>	年度 <sub>0</sub>	年度 <sub>1</sub>	年度 <sub>2</sub>	年度 <sub>0</sub>	年度 <sub>1</sub>	年度 <sub>2</sub>	
港华燃气	1083 HK	4.90	14,066	12/2018	11.2	9.6	9.2	0.83	0.80	0.75	3.1	3.3	3.5	44.2
华润燃气	1193 HK	41.20	91,629	12/2018	20.2	17.8	16.2	3.59	3.30	2.92	1.9	2.2	2.6	净现金
天伦燃气	1600 HK	6.94	6,937	12/2018	10.6	6.2	4.6	1.86	1.53	1.17	2.5	4.4	6.1	133.6
新奥能源	2688 HK	90.55	101,913	12/2018	32.0	17.5	15.2	3.92	3.67	3.14	1.5	1.7	2.1	45.4
平均					18.5	12.8	11.3	2.55	2.32	2.00	2.2	2.9	3.6	74.4
中国燃气	384 HK	30.45	158,905	03/2019	18.7	16.4	14.4	4.50	3.49	2.83	1.4	1.7	1.9	69.8

来源：彭博、中泰国际研究部预测(中国燃气、天伦燃气)

### 首次给予“买入”，目标价为36.65港元

按贴现现金流(DCF)分析，我们对中国燃气定下36.65港元目标价，这对应17.3倍2021年财年市盈率和20.4%上升空间。我们首次覆盖，给予“买入”评级(见图表17和18)。

图表17：贴现现金流估值

年结: 3月31日(港币百万元)	2021 预测	2022 预测	2023 预测	2024 预测	2025 预测	2026 预测	2027 预测	2028 预测	2029 预测	2030 预测
息税前利润	17,028	19,900	23,386	27,128	30,383	33,422	36,429	39,344	41,704	43,373
加: 折旧及摊销	1,920	2,233	2,393	2,776	3,109	3,420	3,728	4,026	4,267	4,438
减: 税费	(3,445)	(4,176)	(5,145)	(5,968)	(6,684)	(7,353)	(8,014)	(8,656)	(9,175)	(9,542)
营运资金变动	(945)	(1,408)	(1,196)	(1,388)	(1,554)	(1,710)	(1,864)	(2,013)	(2,134)	(2,219)
资本开支	(9,173)	(9,304)	(5,221)	(6,056)	(6,783)	(7,462)	(8,133)	(8,784)	(9,311)	(9,683)
自由现金流	5,384	7,245	14,217	16,491	18,470	20,317	22,146	23,917	25,352	26,367
永续增长率	2.0%									
贝塔系数	0.50									
无风险收益率	4.0%									
风险溢价	18.0%									
权益成本	13.0%									
债务成本	4.5%									
债务/权益	30.0%									
税率	25.0%									
加权平均资本成本	10.1%									
股权价值(港币百万元)	191,300									
每股价值(港元)	36.66									
目标价(港元)	36.65 (四舍五入, 精确至0.05)									

来源：中泰国际研究部预测

图表 18：每股股权价值的敏感性分析

港币		永续增长率 (%)				
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
加权平均资金成本 (%)	9.1%	39.84	41.72	43.85	46.31	49.18
	9.6%	36.63	38.22	40.01	42.06	44.41
	10.1%	33.79	35.14	36.66	38.38	40.34
	10.6%	31.25	32.41	33.71	35.17	36.81
	11.1%	28.98	29.98	31.10	32.34	33.74

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

图表 19：财务摘要 (年结：3月31日；港币百万元)

损益表	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测	现金流量表	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	52,832	59,386	65,176	76,426	92,180	经营活动现金流	6,446	10,117	10,471	13,877	18,739
销售成本	(41,161)	(45,327)	(48,374)	(56,867)	(68,849)	净利润	6,095	8,224	9,707	11,035	13,030
毛利	11,671	14,059	16,802	19,559	23,331	折旧与摊销	1,174	1,326	1,622	1,920	2,233
其他收入(不含利息收入)	463	610	521	764	922	营运资本变动	(1,765)	189	2,774	945	1,408
其它收益/(亏损)	165	295	65	76	92	其它	941	378	(3,633)	(24)	2,069
销售及分销成本	(1,616)	(1,820)	(2,086)	(2,331)	(2,811)	投资活动现金流	(7,168)	(11,032)	(11,320)	(11,605)	(11,650)
行政开支	(1,988)	(2,442)	(2,803)	(3,141)	(3,779)	资本性支出净额	(6,035)	(8,546)	(9,134)	(9,173)	(9,304)
经营利润	8,696	10,703	12,500	14,928	17,754	其它	(1,133)	(2,486)	(2,186)	(2,432)	(2,347)
利息收入	100	176	285	160	15	自由现金流	4,381	2,860	1,662	5,384	7,245
财务费用	(808)	(1,284)	(1,326)	(1,308)	(1,066)	融资活动现金流	3,908	6,335	(4,841)	(8,946)	(5,676)
以股份为基础的开支	(644)	(63)	0	0	0	股本变动	0	(212)	(250)	(154)	(205)
应占联营和合营公司利润	1,255	1,652	1,913	1,941	2,131	净债务变动	7,509	6,829	(3,023)	(6,833)	(3,340)
税前利润	8,600	11,183	13,372	15,720	18,834	已派股息	(1,391)	(1,777)	(2,401)	(2,808)	(3,194)
所得税	(1,931)	(2,198)	(2,750)	(3,445)	(4,176)	其它	(2,210)	1,494	833	849	1,062
税后利润	6,669	8,985	10,622	12,275	14,658	净现金流	3,186	5,419	(5,690)	(6,674)	1,413
少数股东权益	(574)	(760)	(914)	(1,240)	(1,629)						
股东净利润	6,095	8,224	9,707	11,035	13,030						
息税折旧摊销前利润	10,582	13,793	16,320	18,948	22,133						
息税前利润	9,408	12,467	14,698	17,028	19,900						
每股盈利(港币)	1.23	1.63	1.86	2.11	2.50						
每股股息(港币)	0.35	0.44	0.52	0.59	0.70						
资产负债表	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测	主要财务指标	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
总资产	82,058	109,880	112,931	122,469	139,700	增长率(%)					
流动资产	24,877	41,603	34,460	33,181	39,034	收入	65.1	12.4	9.7	17.3	20.6
现金及现金等价物	8,246	13,239	7,434	691	1,900	毛利	39.3	20.5	19.5	16.4	19.3
短期银行存款	291	243	267	255	261	经营利润	54.4	23.1	16.8	19.4	18.9
应收账款	9,019	10,061	11,080	12,992	15,671	息税折旧摊销前利润	39.8	30.3	18.3	16.1	16.8
应收客户之合约工程款项	3,167	0	0	0	0	息税前利润	42.4	32.5	17.9	15.9	16.9
合约资产	0	7,185	7,821	9,171	11,062	股东净利润	47.0	34.9	18.0	13.7	18.1
存货	3,069	3,412	3,585	4,203	5,070	每股盈利	45.2	32.7	14.2	13.7	18.1
其它流动资产	1,085	7,462	4,274	5,868	5,071						
非流动资产	57,181	68,277	78,471	89,288	100,666	利润率(%)					
固定资产净额	34,088	42,965	51,536	60,254	69,375	毛利率	22.1	23.7	25.8	25.6	25.3
于联营和合营公司之投资	12,348	13,768	15,406	17,038	18,828	经营利润率	16.5	18.0	19.2	19.5	19.3
其它非流动资产	10,744	11,544	11,529	11,995	12,463	息税折旧摊销前利润	20.0	23.2	25.0	24.8	24.0
总负债	49,328	69,097	61,012	58,690	61,667	息税前利润率	17.8	21.0	22.6	22.3	21.6
流动负债	27,102	46,644	39,991	40,840	46,921	股东净利润率	11.5	13.8	14.9	14.4	14.1
短期借款	11,079	16,408	14,833	11,340	11,340						
应付账款	14,045	23,699	20,856	24,456	29,498	净负债率(%)	84.8	69.8	60.3	48.7	33.2
合约负债	0	5,168	3,259	3,821	4,609						
其它流动负债	1,977	1,370	1,043	1,223	1,475	其他(%)					
非流动负债	22,226	22,453	21,020	17,850	14,746	实际税率	26.3	23.1	24.0	25.0	25.0
长期借款	21,293	21,491	20,043	16,703	13,364	派息比率	28.5	27.0	28.0	27.9	28.0
其它非流动负债	933	962	978	1,146	1,383	已动用资本回报率	11.1	13.0	13.3	13.5	14.0
权益总额	32,730	40,782	51,919	63,779	78,032	平均净资产收益率	24.9	25.8	24.0	21.7	20.9
股东权益	28,456	35,321	45,544	56,164	68,788	平均资产收益率	8.6	8.6	8.7	9.4	9.9
少数股东权益	4,274	5,461	6,376	7,616	9,245	利息覆盖倍数(倍)	11.6	9.7	11.1	13.0	18.7
权益及负债总额	82,058	109,880	112,931	122,469	139,700						
净现金/(负债)	(24,126)	(24,660)	(27,442)	(27,352)	(22,803)						

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

## (五) 风险因素

### 项目开发延误

如果由于天灾或其他不可预计因素导致天然气或石油气项目开发延误，公司天然气或石油气销量将受到影响，从而影响收入和利润。

### 天然气供应紧张

如果因为天然气入口延误或中国内地天然气生产受阻之原因导致天然气供货商未能按公司需要供应足够天然气，公司业务发展或许受到影响。

### 天然气接驳费大幅下降或被取消

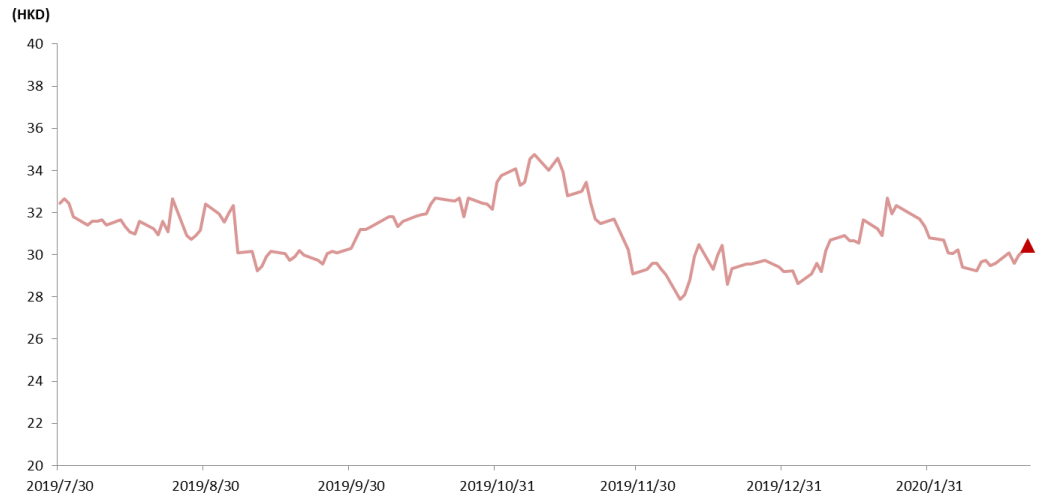
如果政府大幅调低或取消天然气接驳费，公司毛利将明显下跌。

### 工商业活动放缓

如果肺炎疫症过后，工商业活动仍未明显恢复，依然放缓，公司的工商用户对天然气之需求或受影响。相关天然气销量或因此少于预期。

## 历史建议和目标价

股价表现及中泰国际给予的评级和目标价



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	收市价	评级变动	目标价
1	2020/2/21	HK\$30.45	买入 (首次评级)	HK\$36.65

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡



## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- (1) 在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- (2) 分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- (3) 中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 238 号 2 楼

电话： (852) 2359 1800

传真： (852) 2511 1799