

【广发海外】华润燃气(01193.HK)

销气量增速略有回落，接驳费政策风险消除

核心观点:

● 预计销气量增速略有回落，未来两年销气毛差相对稳定

天然气供给将得益于国家油气管网公司未来在管网资源方面的整合优化，下游天然气消费量得到保障。但由于工业生产放缓，公司管道天然气销气量增速预计略有回落。我们预计，2019-2021年公司管道燃气销售量分别为272.31/302.90/334.34亿立方米，同比增长12.16%/11.23%/10.38%。

公司购气价格因天然气供需紧张问题不断上涨。联动机制的滞后导致销气毛差短时间内受到挤压，但多地已于6、7月份开始对天然气终端价格进行顺价梳理，预计公司全年毛差仍可维持平稳。基于天然气供需关系及联动调整机制的影响，我们预计2019-2021年公司销气价差分别为人民币0.60/0.59/0.58元/立方米。

● 接驳费指导文件消除政策风险，预计未来两年接驳费温和下调

接驳费指导文件落地，对接驳费管控制度弱于预期，主要针对城镇燃气工程不规范收费现象进行整治，对公司产生的负面影响不大。公司2018年住宅用户平均接驳费为人民币2892元/户，略高于可比公司。我们预计未来两年公司住宅用户平均接驳费将温和下调，2019-2021年公司住宅用户平均接驳费分别为人民币2,834/2,806/2,778元/户，同比下降2.00%/1.00%/1.00%。公司新增居民接驳户数受项目优质布局保障，我们预计2019-2021年公司新增居民接驳户数分别为323.4万户/324.1万户/324.4万户，同比增长0.30%/0.20%/0.10%。

● 盈利预测与投资评级

2019年7月18日，华润燃气(01193.HK)收盘价为38.50港元，我们预测公司2019-2021年收入分别为港币59,544/66,519/73,318百万元，同比增长16.4%/11.7%/10.2%；归母净利润为港币5,127/5,612/6,036百万元，同比增长15.2%/9.5%/7.5%。EPS分别为港币2.35/2.58/2.77元，按最新收盘价计算对应市盈率分别为16.1X/14.7X/13.7X，略低于行业平均。我们按照行业平均水平的2019年17倍PE给予公司合理价值为39.95元/股，维持“买入”评级。

● 风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，管网资源整合不及预期，人民币兑港币汇率贬值超预期，上游天然气价格快速上涨的风险。

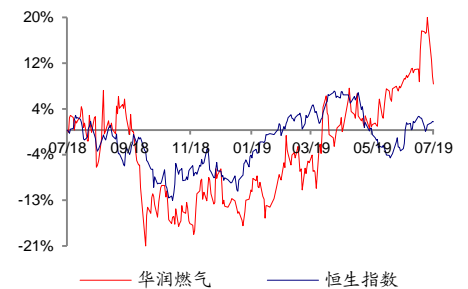
盈利预测:

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	39,838	51,165	59,544	66,519	73,318
增长率(%)	21.0	28.4	16.4	11.7	10.2
EBITDA(百万港元)	7,655	8,714	10,205	10,890	11,526
归母净利润(百万港元)	3,654	4,450	5,127	5,612	6,036
增长率(%)	11.1	21.8	15.2	9.5	7.5
EPS(港元/股)	1.68	2.04	2.35	2.58	2.77
市盈率(P/E)	16.9	15.2	16.1	14.7	13.7
市净率(P/B)	2.8	2.8	4.3	3.9	3.6
EV/EBITDA	10.9	9.7	7.8	7.4	6.9

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	38.50 港元
合理价值	39.95 港元
前次评级	买入
报告日期	2019-07-18

相对市场表现



分析师: 韩玲



SAC 执证号: S0260511030002

SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

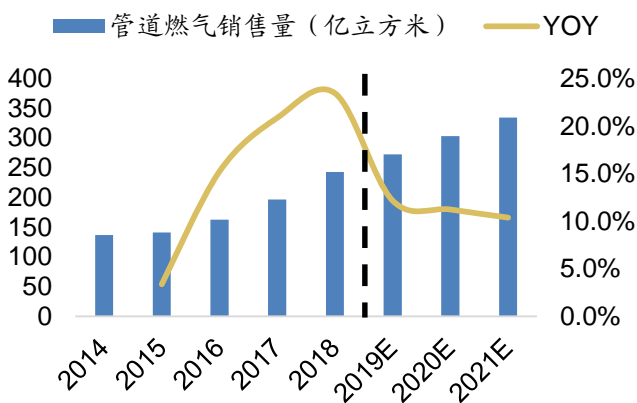
相关研究:

- 【广发海外】华润燃气(01193.HK):销气量增速超预期，接驳用户近年相对稳定 2019-03-26
- 【广发海外】华润燃气(1193.HK):销气量快速增长推动盈利超预期 2018-08-20

一、预计销气量增速略有回落，未来两年销气毛差相对稳定

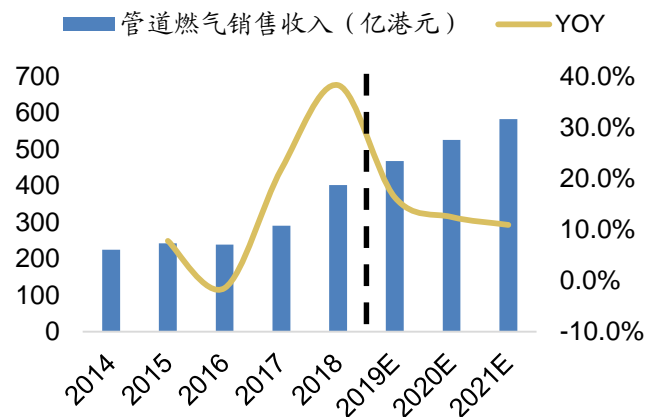
管网建设加速有助于缓解“气荒”问题，公司燃气销售增速受工业生产影响将略有回落。国家油气管网公司预计8月挂牌成立，成立后将对管线资产进行整合，有利于管网资源的优化配置，丰富油气供应渠道。但由于工业生产放缓影响了对工业用户的销气量，预计公司2019年管道燃气销售量增速有所回落。2018年公司燃气总销量为242.78亿立方米，同比增长约23.45%。我们预计2019-2021年公司管道燃气销售量分别为272.31/302.90/334.34亿立方米，同比增长12.16%/11.23%/10.38%；2019-2021年公司管道燃气销售收入分别为467.04/525.18/582.41亿港元，同比增长16.2%/12.4%/10.9%。

图1：2014-2021E公司管道燃气销售量（亿立方米）及增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

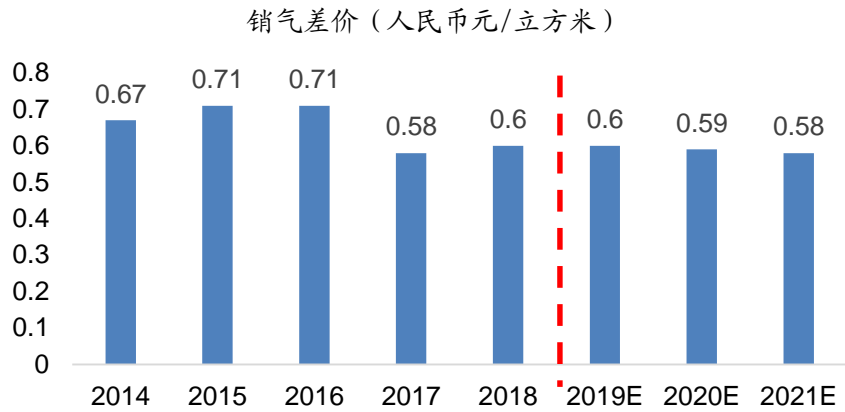
图2：2014-2021E公司管道燃气销售收入（亿港元）及增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

预计公司未来两年销气毛差维持相对平稳。天然气供需紧张，公司购气价格在不断上涨。由于上下游联动机制的滞后，公司销气毛差短时间内受到上游天然气价格上涨的挤压影响，但多地已于6、7月份开始对天然气终端价格进行顺价梳理，预计公司全年毛差仍可维持平稳。此外，中国油气管网成立将减少天然气供应中间环节，运输费用的下降预计会引起新一轮价格调整，有利于公司毛差相对稳定。基于天然气供需关系及联动调整机制的影响，我们预计2019-2021年公司销气毛差相对稳定，分别为人民币0.60/0.59/0.58元/立方米

图3: 2014-2021E公司销气毛差价 (人民币元, 含税)

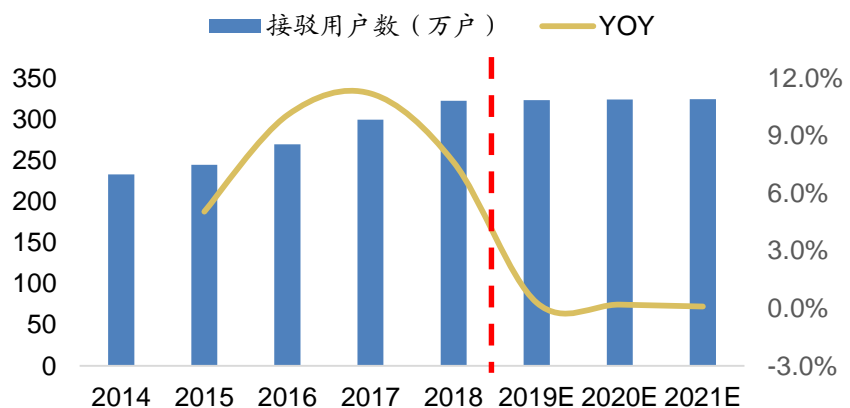


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

二、接驳费指导文件消除政策风险, 预计未来三年接驳费温和下调

公司优质项目布局保障新增接驳用户数。2018年公司新增接驳居民用户为322.4万户, 同比增加了7.63%, 其中75%来自新房用户, 10%为农村煤改气用户。目前公司占据优质布局, 共计248个城市燃气项目, 覆盖14个省会城市和73个地级城市, 2018年注册项目共19个, 能够抵御房地产放缓的节奏, 新增接驳用户数量有望能维持。我们预计2019年接驳用户将增速开始放缓但数量稳定, 2019-2021年公司新增居民接驳户数分别为323.4万户/324.1万户/324.4万户, 同比增长0.30%/0.20%/0.10%。

图4: 2014-2021E公司住宅新增接驳户数 (万户)

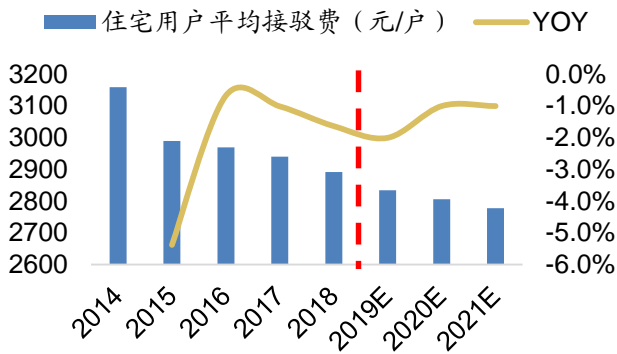


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

接驳费指导文件落地, 乱收费现象的整治对公司接驳费影响不大。依据国家发改委关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见, 原则上燃气工程安装的成本利润不得超过10%, 整治方向主要针对城镇燃气工程不规范收费现象, 政策落地在一定程度上

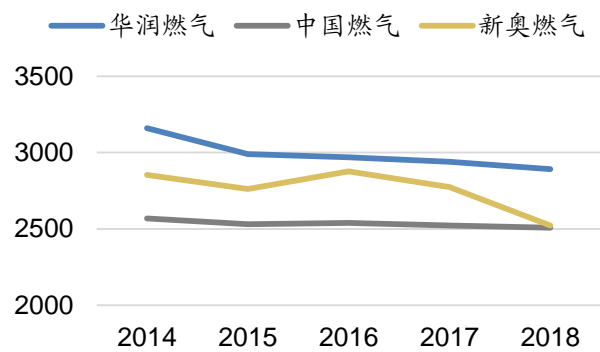
上消除了政策风险。而意见中成本利润的定义也有待进一步说明。2018年公司住宅用户平均接驳费为人民币2892元/户，接驳毛利率为55%，价格虽略高于可比公司但仍在规范范围内，计入销售、管理及维护成本后接驳毛利率会处于比较合理的水平。我们预计未来公司接驳费将温和下调，2019-2021年公司住宅用户平均接驳费分别为人民币2,834/2,806/2,778元/户，同比减少2.0%/1.0%/1.0%。

图5: 2014-2021E公司住宅用户平均接驳费 (人民币元/户)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图6: 2014-2018住宅用户平均接驳费对比 (人民币元/户)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

三、盈利预测与投资评级

2019年7月18日, 华润燃气 (01193.HK) 收盘价为38.50港元, 我们预测公司2019-2021年收入分别为59,544/66,519/73,318百万港元, 同比增长16.4%/11.7%/10.2%; 归母净利润为5,127/5,612/6,036百万港元, 同比增长15.2%/9.5%/7.5%。EPS分别为2.35/2.58/2.77港元, 按最新收盘价计算对应市盈率分别为16.1X/14.7X/13.7X, 略低于行业平均。我们按照行业平均水平的2019年17倍PE给予公司合理价值为39.95元/股, 维持“买入”评级。

表 1: 可比燃气公司估值情况 (股价为 2019 年 7 月 18 日收盘价)

公司名称	公司代码	股价	股价货币	EPS (人民币元)				PE (x)			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
可比公司-H 股											
中国燃气	00384.HK	30.45	港币	1.40	1.62	1.94	2.28	20.43	16.53	13.83	11.75
新奥能源	02688.HK	77.60	港币	2.56	3.97	4.75	5.48	22.42	17.20	14.39	12.48
可比公司-A 股											
深圳燃气	601139.SH	5.60	人民币	0.36	0.40	0.46	0.51	16.50	14.04	12.07	10.98
陕天然气	002267.SZ	7.88	人民币	0.36	0.39	0.46	0.52	16.95	20.40	17.25	15.24
A+H 股平均值									17.04	14.39	12.61

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 公司估值情况均为 Wind 一致预测; 中国燃气财年截至 3 月 31 日, EPS 经回测重新计算; 股价单位 H 股为港币、A 股为人民币; 2019 年 7 月 18 日港币兑人民币汇率为 0.880

四、风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，管网资源整合不及预期，人民币兑港币汇率贬值超预期，上游天然气价格快速上涨的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 港币百万元						单位: 港币百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	10,356	10,393	12,013	10,690	12,250	税前利润	6,613	7,877	8,946	9,783	10,554
应收帐款	11,810	9,517	9,010	10,068	11,106	折旧与摊销	1,646	1,646	1,963	2,006	2,007
库存	595	940	1,093	1,222	1,348	净利息费用	223	126	167	57	(114)
其他流动资产	12	4,177	50	50	51	运营资本变动	1,764	864	764	664	565
流动资产总计	22,773	25,027	22,167	22,030	24,755	税金	(1,703)	(1,989)	(2,236)	(2,446)	(2,639)
固定资产	28,608	30,919	32,419	33,919	35,420	其他经营现金流	(748)	(1,101)	(986)	(668)	(259)
无形资产	1,936	1,903	1,500	1,500	1,500	经营活动产生的现金	7,796	7,423	8,618	9,396	10,115
其他长期资产	15,446	15,723	15,908	16,007	16,103	购买固定资产净值	(4,679)	(5,706)	(6,486)	(7,266)	(8,047)
长期资产总计	45,991	48,545	49,826	51,425	53,023	投资减少/增加	(2,237)	(5,429)	(5,929)	(6,429)	(6,930)
总资产	68,764	73,572	71,993	73,455	77,778	其他投资现金流	6,707	6,299	4,543	7,215	8,797
应付帐款	6,619	6,320	8,611	9,535	10,571	投资活动产生的现金	(209)	(4,837)	(7,873)	(6,481)	(6,181)
短期债务	5,328	6,484	5,796	3,100	3,101	净增权益	5,465	2,439	(4,539)	1,796	1,799
其他流动负债	19,472	20,727	21,763	22,852	23,994	净增债务	3,624	2,369	2,960	(334)	2,524
流动负债总计	32,011	34,247	37,267	36,718	39,031	支付股息	(980)	(980)	(1,948)	(2,133)	(2,294)
长期借款	6,039	6,075	6,095	6,115	6,135	其他融资现金流	(11,265)	(5,978)	4,003	(4,068)	(5,003)
其他长期负债	1,544	1,641	1,562	1,756	1,947	融资活动产生的现金	(3,157)	(2,150)	476	(4,739)	(2,974)
长期负债总计	7,584	7,716	7,656	7,871	8,082						
股本	222	222	222	222	222						
储备	21,770	23,859	19,320	21,116	22,915						
股东权益	21,993	24,081	19,542	21,338	23,137						
少数股东权益	7,177	7,527	7,527	7,527	7,527						
总负债及权益	68,764	73,572	71,993	73,455	77,778						

主要财务比率

至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率	19.2	17.0	17.1	16.4	15.7
息税前利润率(%)	15.1	13.8	13.8	13.4	13.0
税前利润率(%)	16.6	15.4	15.0	14.7	14.4
净利率(%)	9.2	8.7	8.6	8.4	8.2
流动性					
流动比率(倍)	0.71	0.73	0.59	0.60	0.63
利息覆盖率(倍)	27.0	56.1	49.4	155.4	(83.4)
净权益负债率(%)	70.2	72.4	79.9	74.1	68.4
速动比率(倍)	0.69	0.70	0.57	0.57	0.60
估值比率					
市盈率(倍)	16.9	15.2	16.1	14.7	13.7
市净率(倍)	2.8	2.8	4.2	3.9	3.6
价格/现金流(倍)	10.6	11.1	9.6	8.8	8.2
EV/EBITDA(倍)	10.9	9.7	7.8	7.4	6.9
周转率					
存货周转天数	28.8	39.3	50.8	51.7	52.1
应收帐款周转天数	98.5	75.0	56.0	51.6	52.0
应付帐款周转天数	331.0	331.3	372.9	405.5	407.3
回报率					
股息支付率(%)	26.8	22.0	38.0	38.0	38.0
净资产收益率(%)	16.6	18.5	26.2	26.3	26.1
资产收益率(%)	18.5	16.6	18.5	26.2	26.3

利润表

单位: 港币百万元					
至12月31日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
销售收入	39,838	51,165	59,544	66,519	73,318
销售成本	(27,922)	(37,544)	(44,617)	(50,182)	(55,636)
经营费用	(6,301)	(7,029)	(7,208)	(8,054)	(8,885)
息税折旧前利润	7,655	8,714	10,205	10,890	11,526
折旧及摊销	(1,646)	(1,646)	(1,963)	(2,006)	(2,007)
经营利润(息税前利润)	6,010	7,068	8,242	8,884	9,519
净利息收入/(费用)	(223)	(126)	(167)	(57)	114
其他收益/(损失)	827	935	871	956	921
税前利润	6,613	7,877	8,946	9,783	10,554
所得税	(1,703)	(1,989)	(2,236)	(2,446)	(2,639)
少数股东权益	(1,257)	(1,438)	(1,582)	(1,725)	(1,880)
净利润	39,838	51,165	59,544	66,519	73,318
每股收益(港币)	1.68	2.04	2.35	2.58	2.77

广发海外研究小组

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：广发证券海外宏观首席分析师。南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬体分析师，CFA。
- 胡翔宇：博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012~2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘娇：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈蒋辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周绮恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券
- 张晓飞：海外电子行业研究助理，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱国源：海外策略组研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。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。广发证券不对因使用本报告的内容而引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，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它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，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。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，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。