证券研究报告

公用事业行业

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

买入 （维持）

目标价：37.4 港元
现价：27.85

预期升幅： 34.3%

市场数据

日期	2019.06.21
收盘价（港元）	27.85
总股本（百万股）	5,218,562
流通股本(百万股)	5,218,562
总市值（亿港元）	1453.37
流通市值(亿港元)	1453.37
净资产（亿港元）	407.82
总资产（亿港元）	1098.8
每股净资产(港元)	7.81

数据来源：Wind

相关报告

业绩点评_20180626

行业深度报告_20180510

业绩点评_20170627

行业深度报告_20170606

海外公用事业行业研究
分析师：
余小丽
兴业证券经济与金融研究院
yuxiaoli@xyzq.com.cn
SFC：AXK331
SAC：S0190518020003

0384.HK 中国燃气 港股通（沪、深）

销气量快速增长，城镇煤改气持续发力

2019 年 06 月 24 日

主要财务指标

会计年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万港元）	59,386	72,420	87,994	103,048
YoY	12.4%	21.9%	21.5%	17.1%
归属股东净利润（百万港元）	8,224	10,062	12,132	14,000
YoY	34.9%	22.3%	20.6%	15.4%
净利润率	13.8%	13.9%	13.8%	13.6%
净资产收益率	22.4%	22.5%	22.8%	22.2%
EPS（港元）	1.58	1.93	2.32	2.68

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **2019 财年业绩符合预期：**公司 2018/2019 财年营业收入达 594 亿港元，同比增加 12.4%。公司归属股东净利润为 82.24 亿港元，同比增长 34.9%，如扣除一次性因素的影响，公司核心净利润可达 81.7 亿港元。公司拟派发末期股息及已派中期股息合计每股 44 港仙。
- **销气量快速增长**：2019 财年公司零售气量达到 147 亿方，同比增长 25%，批发气量 99 亿方，同比增长 44.2%。零售气量中城市和城镇居民、工业、商业及 CNG/LNG 加气站销气量分别为 39.8、70.5、25.2 和 11.9 亿方，同比增长 38.8%、30.1%、22.7%和-2.8%，占比分别为 27%、47.8%、17.1%和 8.1%，其中城镇销气量达到 6.05 亿方，单户用气量达到 651 方，远高于城市居民。
- **城镇接驳持续发力。**2019 财年公司新增接驳居民用户 510.8 万户，同比增长 30.1%，超过市场预期，主要是因为城镇接驳数量超过市场预期。其中城市居民新增接驳 271.6 万户，同比下降 2.2%，乡镇气代煤用户 239.2 万户，同比增长 108%。全年接驳及工程设计施工总收入同比增长 27.4%，达到 144 亿港元，占总营收 23.5%。公司目前已经签约乡镇气代煤 700 万户，管理层指引未来两年年接驳户数保持高位，分别为 550 万和 630 万，增长主要来自于乡镇煤改气。目前公司城镇接驳户数总共达到 354 万户，通气 93 万户，由于只有在通气的情况下政府才支付，因此导致公司的应收账款及应收客户合约工程款有较大幅度的增长，预计 2020 财年公司新通气用户大幅增加 200 万户，将较大地缓解应收账款压力。
- **盈利预测和估值：**中国燃气（0384.HK）是中国最大的城市燃气运营商之一，近年大力发展城镇煤改气及持续布局东北市场。我们调整了盈利预测，预计公司 2020-2022 财年营收分别为 724.20、879.94 和 1030.48 亿港元，提高归母净利润预测 3.9%、6.1%和 2%至 100.62、121.32 和 139.99 亿港元，EPS 分别为 1.93、2.32 和 2.68 港元，维持“买入”评级，目标价由 35.88 港元提高至 37.4 港元。

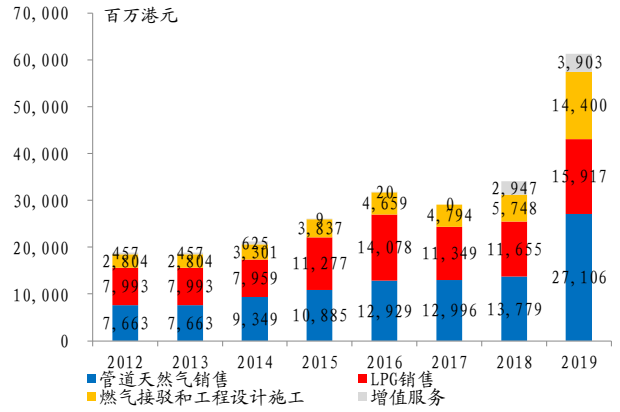
风险提示：城镇煤改气进展缓慢及通气不及预期，气源成本大幅上涨。

报告正文

2018/2019 财年全年业绩点评

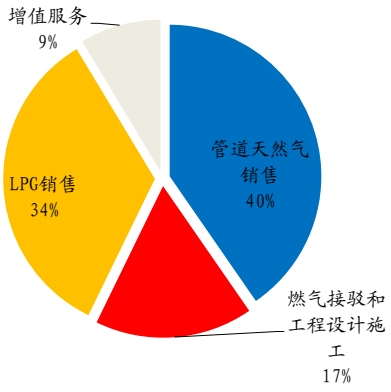
- **2019 财年业绩符合预期。**公司 2018/2019 财年营业收入达 594 亿港元，同比增加 12.4%。公司归属股东净利润为 82.24 亿港元，同比增长 34.9%，如扣除一次性因素的影响，公司核心净利润可达 81.7 亿港元。公司拟派发末期股息及已派中期股息合计每股 44 港仙。

图 1、公司历年各业务收入构成



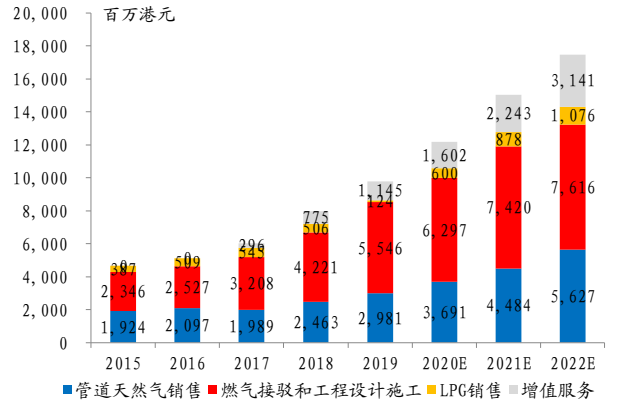
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、公司 2019 财年各业务收入占比



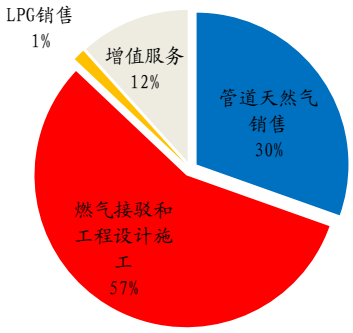
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、公司各业务经营利润及其预测



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

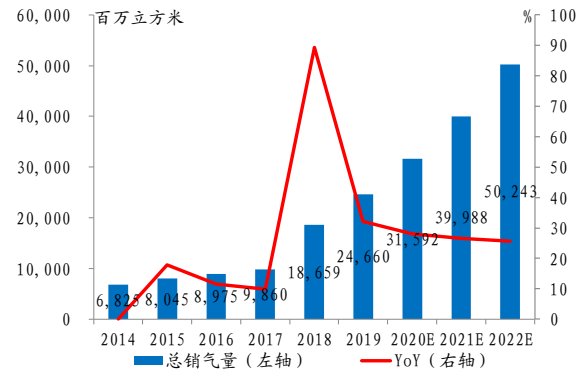
图 4、公司 2019 财年各业务经营利润占比



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

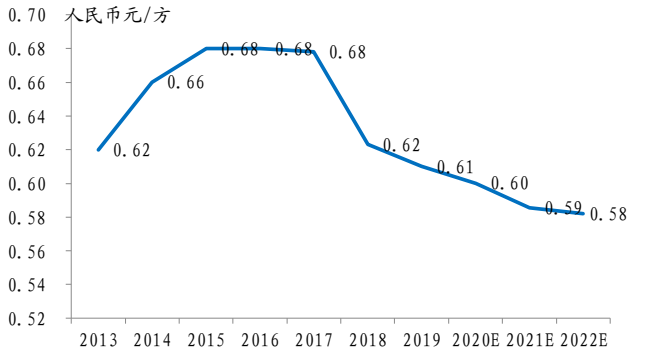
- **销气量快速增长。**2019 财年公司零售气量达到 147 亿方，同比增长 25%，批发气量 99 亿方，同比增长 44.2%。零售气量中城市和城镇居民、工业、商业及 CNG/LNG 加气站销气量分别为 39.8、70.5、25.2 和 11.9 亿方，同比增长 38.8%、30.1%、22.7%和-2.8%，占比分别为 27%、47.8%、17.1%和 8.1%，其中城镇销气量达到 6.05 亿方，单户用气量达到 651 方，远高于城市居民。
- **单位售气毛差轻微下降。**2019 财年公司单位售气毛差为 0.61 元人民币，上年同期为 0.623 元人民币，略有下滑，预计未来公司的毛差将保持平稳略有下滑。

图 5、公司总销气量、同比增速及其预测



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

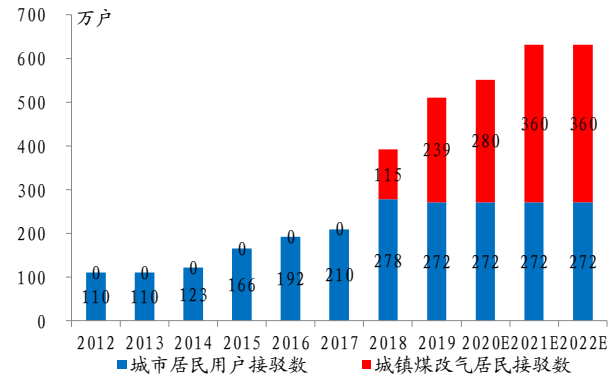
图 6、公司综合销气毛差变化及其预测



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

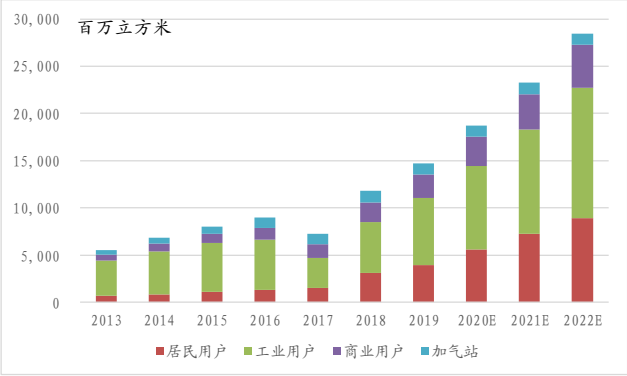
- **城镇接驳持续发力。**2019 财年公司新增接驳居民用户 510.8 万户，同比增长 30.1%，超过市场预期，主要是因为城镇接驳数量超过市场预期。其中城市居民新增接驳 271.6 万户，同比下降 2.2%，乡镇气代煤用户 239.2 万户，同比增长 108%；工业用户新增 2686 户，商业用户 3 万户。全年接驳及工程设计施工总收入同比增长 27.4%，达到 144 亿港元，占总营收 23.5%。受益于乡镇气代煤工程推进，公司目前已经签约乡镇气代煤 700 万户，管理层指引未来两年年接驳户数保持高位，分别为 550 万和 630 万，增长主要来自于乡镇煤改气。目前公司城镇接驳户数总共达到 354 万户，通气 93 万户，由于只有在通气的情况下政府才支付，因此导致公司的应收账款及应收客户合约工程款有较大幅度的增长，预计 2020 财年公司新通气用户大幅增加 200 万户，将较大地缓解应收账款压力。

图 7、公司历年新增接驳用户数及预测



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

图 8、公司天然气销售量构成及预测



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

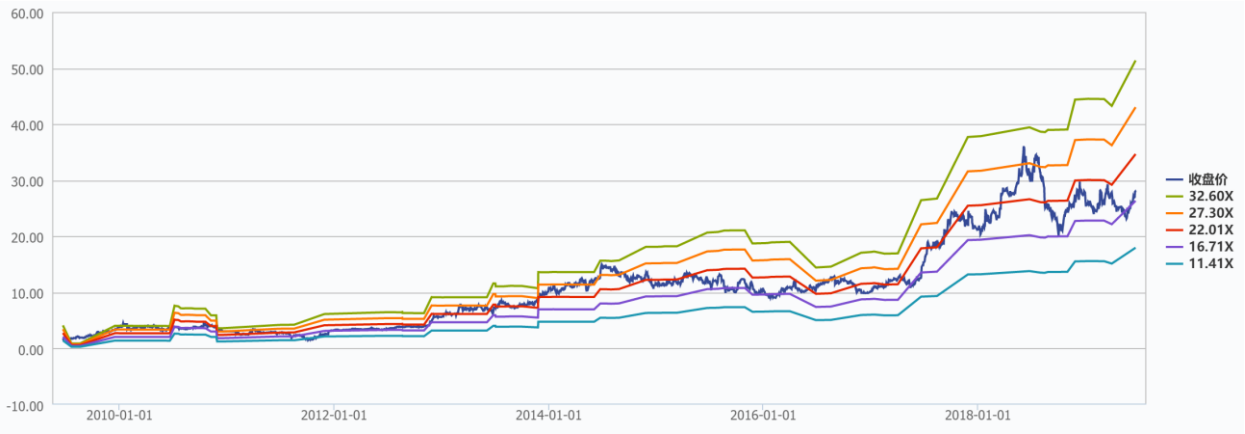
- **俄气进入将成为公司销气量增长的潜在刺激因素:**公司在东北三省布局多年，公司占东北三省销气量 50%，新收购项目也以东北为主，2017 年东北三省销气量仅有 67 亿，主要是因为气源不够，随着俄气的进入，该市场的潜力将较大，预计俄气将在 2019 年 12 月开始进入中国，目前公司在东北三省的销气

量毛差高于其平均销气毛差。

- **我们的观点：**中国燃气（0384.HK）是中国最大的城市燃气运营商之一，近几年大力发展城镇煤改气及持续布局东北市场。我们调整了盈利预测，预计公司 2020-2022 财年营收分别为 724.20、879.94 和 1030.48 亿港元，提高归母净利润预测 3.9%、6.1%和 2%至 100.62、121.32 和 139.99 亿港元，EPS 分别为 1.93、2.32 和 2.68 港元，维持“买入”评级，目标价由 35.88 港元提高至 37.4 港元。

- **风险提示：**城镇煤改气进展缓慢及通气不及预期，气源成本大幅上涨。

图 9、公司历年 PE band



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位：百万港元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
银行结余与现金	8,246	13,239	15,257	12,966	7,320
应收款项	12,225	10,106	11,306	13,716	16,126
存货	3,069	3,412	3,583	3,762	3,950
流动资产	24,877	41,603	47,700	52,386	54,479
物业、厂房及设备	34,088	42,965	49,515	55,809	62,444
其他非流动资产	23,092	25,312	25,470	25,932	26,161
总资产	82,058	109,880	122,686	134,127	143,084
应付贸易账款及其他	14,045	23,699	24,884	26,128	27,434
应付客户合约工程款项	943	0	0	0	0
短期借款	11,079	16,408	17,041	17,251	16,697
其他流动负债	1,035	6,538	7,548	7,869	8,159
流动负债	27,102	46,644	49,473	51,248	52,290
长期借款	21,293	21,491	24,027	24,866	22,650
递延税	933	962	866	779	701
总负债	49,328	69,097	74,365	76,893	75,642
股东权益合计	32,730	40,782	48,501	57,808	68,087
公司持有人权益	28,456	35,321	42,196	50,293	59,236

现金流量表

单位：百万港元	2018	2,019	2020E	2021E	2022E
除税前溢利	8,600	11,183	13,710	16,545	19,104
所得税	(1,567)	(2,200)	(2,409)	(2,929)	(3,472)
财务费用	808	1,284	1,431	1,480	1,352
折旧和摊销	475	794	1,850	2,106	2,365
其他	6,730	10,363	9,870	9,026	10,748
经营性现金流	6,446	10,241	10,742	9,683	10,993
添置物业、厂房及设备	(6,340)	(8,400)	(8,400)	(8,400)	(9,000)
其他投资性活动	(828)	433	185	(125)	122
投资性现金流	(7,168)	(7,967)	(8,215)	(8,525)	(8,878)
新增银行及其它借贷	24,808	23,568	21,211	19,090	15,272
偿还银行及其它借贷	(17,299)	(18,041)	(18,041)	(18,041)	(18,041)
已付股息	(1,391)	(1,667)	(2,248)	(3,019)	(3,640)
其他融资性现金流	(2,210)	(1,284)	(1,431)	(1,480)	(1,352)
融资性现金流	3,908	2,576	(509)	(3,450)	(7,761)
现金流变化	3,186	4,843	2,018	(2,291)	(5,646)
汇率变动对现金流影响	336	150	0	0	0
期初现金	4,725	8,246	13,239	15,257	12,966
期末现金	8,246	13,239	15,257	12,966	7,320

利润表

单位：百万港元	2018	2,019	2020E	2021E	2022E
收入	52,832	59,386	72,420	87,994	103,048
销售成本	(41,161)	(45,327)	(56,274)	(68,510)	(80,742)
毛利	11,671	14,059	17,574	21,089	24,252
其他收入	564	786	786	786	786
销售费用	(1,616)	(1,820)	(2,184)	(2,511)	(2,888)
管理费用	(1,988)	(2,442)	(2,931)	(3,370)	(3,876)
营业利润	8,631	10,583	13,246	15,993	18,274
财务费用	(808)	(1,284)	(1,431)	(1,480)	(1,352)
应占合营公司业绩	758	1,132	1,132	1,245	1,370
应占联营公司业绩	497	520	468	491	516
税前利润	8,600	11,183	13,710	16,545	19,104
所得税	(1,931)	(2,198)	(2,683)	(3,250)	(3,762)
归属股东净利润	6,095	8,224	10,062	12,132	14,000
EPS	1.23	1.58	1.93	2.32	2.68
总收入增长	65.1%	12.4%	21.9%	21.5%	17.1%
归母净利润增长	47.0%	34.9%	22.3%	20.6%	15.4%

主要财务比率	2018	2,019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
毛利率	22.1%	23.7%	24.3%	24.0%	23.5%
经营利润率	16.3%	18.8%	18.9%	18.8%	18.5%
净利率	11.5%	13.8%	13.9%	13.8%	13.6%
ROE	21.5%	22.4%	22.5%	22.8%	22.2%
ROA	5.8%	6.4%	7.1%	7.8%	8.8%
经营能力					
总资产周转率	74.4%	61.9%	62.3%	68.5%	74.3%
固定资产周转率	176.5%	154.1%	156.6%	167.1%	174.3%
存货周转天数	21	26	23	20	17
应收账款周转天数	52	59	54	52	53
应付账款周转天数	105	152	158	136	121
财务状况					
资产负债比例	60.1%	62.9%	60.6%	57.3%	52.9%
资产权益比例	250.7%	269.4%	253.0%	232.0%	210.1%
利息保障倍数	11.6	9.7	10.6	12.2	0.0
现金比率	30.4%	28.4%	30.8%	25.3%	14.0%
P/E	22.6	17.7	14.4	12.0	10.4
P/B	4.2	3.6	3.0	2.5	2.1

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、浦江中国控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司、中原银行股份有限公司、云能国际股份有限公司、汇量科技有限公司、国际济丰包装集团、微盟集团、日照港裕廊股份有限公司、K2 F&B Holdings Limited、四川省蓝光发展股份有限公司、管道工程控股有限公司、新东方在线科技控股有限公司、盛世大联保险代理股份有限公司、建发国际投资集团有限公司、兑吧集团有限公司、慕尚集团控股有限公司、羚邦集团有限公司、中国船舶（香港）航运租赁有限公司和思考乐教育集团有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。