

中信证券研究部

核心观点



李想
首席公用分析师
S1010515080002



武云泽
公用分析师
S1010519100003

我们认为公司发布的中期业绩向市场传达了商业模式优化的诸多正面信号：LNG 进口业务布局迅速且优势显著，有望持续利好气量与价差；增值服务渠道优势独特，为公司提供了消费属性的增长动能；接驳量结构优化，智能微管网与南方城市暖居业务有望取代乡镇气代煤，带来增量业绩与更优现金流。维持“买入”评级与目标价 35.80 港元。

LNG 进口业务优势显著，料持续利好售气量价。公司已在 2021 年每个月均获取至少 1 个央企接收站窗口期，全年合计自行进口 LNG 预计不低于 100 万吨。由于央企自身的管输费业绩诉求，接收站窗口期往往设置高比例的液来气走分销要求。龙头城燃由于具备全国布局的城燃项目，因此可通过管输与串换轻松满足液来气走的要求，而缺乏管输终端的纯贸易商则难以与央企接收站达成合作。由此，我们预计未来窗口期将逐步集中于第一梯队城燃。此外，公司借助国际贸易合作伙伴的力量，也有望在进口过程中获得较好价格，利好用户开发与价差向好。

增值服务高低频结合，积极拥抱消费属性。公司增值服务业绩中 70% 为低频的燃气强相关产品，30% 为高频消费品。公司自身燃气产品定位中低端，同时与高端品牌开展渠道合作，组合开拓市场。公司凭借城燃独有的营销场景、入户信任、以及营业网点带来的售后服务优势，结合租赁等灵活的销售形式、网格化管理与新推出的股权激励方案，力推业绩快速增长。根据公司指引，到 2024~2025 年前后，增值服务业绩占比有望提升至 30%，且长期业务体量空间有望达到 300 亿元。

接驳量结构优化，加快开发轻资产、高运营利润用户。公司自本财年以来明显压降回款与运营回报存在争议的乡镇气代煤业务，将新接驳重心转向城市老户、南方农村 LPG 智能微管网、以及南方城市暖居业务。智能微管网不改变用户用能习惯，有望节省用户用能账单约 30%，且投资低、工期账期短。城市暖居业务指引未来 3 年接驳 1 亿平方米，安装费料高达 200 元/平，亦可节省用户用能账单超 30%。此外，智能微管网与城市暖居运营期利润率均有望超越存量售气业务。

风险因素：售气量低于预期，毛差缩减，接驳量低于预期，LPG 微管网开拓缓慢，自由现金流不利波动

投资建议：结合公司指引与行业状况，我们预计公司下半财年气量有望同比增长超 18%，核心业绩料同比增长约 25%，且后续年度自由现金流有望在今年全面转正的基础上稳步增厚。维持公司 2021~2023 财年 EPS 预测为 2.10/2.45/2.83 港元，现价对应动态 PE 为 14/12/10 倍，维持目标价 35.80 港元与“买入”评级。

中国燃气	00384.HK
评级	买入 (维持)
当前价	28.45 港元
目标价	35.80 港元
总股本	5,212 百万股
港股流通股本	5,212 百万股
52 周最高/最低价	32.7/20.75 港元
近 1 月绝对涨幅	19.79%
近 6 月绝对涨幅	6.80%
近 12 月绝对涨幅	-0.20%

项目/年度	FY2019	FY2020	FY2021E	FY2022E	FY2023E
营业收入(百万元)	59,386	59,540	62,026	70,184	79,227
营业收入增长率	12.4	0.3	4.2	13.2	12.9
净利润(百万元)	8,224	9,188	10,975	12,778	14,781
净利润增长率	34.9	11.7	19.4	16.4	15.7
每股收益 EPS(基本)(元)	1.63	1.76	2.10	2.45	2.83
净资产收益率 ROE%	23.3	23.2	23.1	22.6	22.0
PE	17	16	14	12	10
PB	4.2	3.7	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2020 年 12 月 1 日收盘价，公司 FY2021 财年对应 2020 年 4 月 1 日至 2021 年 3 月 31 日

利润表（百万港元）

指标名称	FY2019	FY2020	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入	59,386	59,540	62,026	70,184	79,227
营业成本	45,327	42,443	43,114	49,110	55,670
毛利率	23.67%	28.72%	30.49%	30.03%	29.73%
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	1,820	1,973	2,047	2,035	2,060
营业费用率	3.06%	3.31%	3.30%	2.90%	2.60%
管理费用	2,442	2,447	2,481	2,527	2,614
管理费用率	4.11%	4.11%	4.00%	3.60%	3.30%
财务费用	1,108	1,236	1,102	1,027	966
财务费用率	1.87%	2.08%	1.78%	1.46%	1.22%
投资收益	1,652	976	1,108	1,391	1,720
营业利润	11,064	12,697	15,030	17,516	20,277
营业利润率	18.63%	21.33%	24.23%	24.96%	25.59%
营业外收入	119	28	100	100	100
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	11,183	12,725	15,130	17,616	20,377
所得税	2,198	2,464	2,875	3,347	3,872
所得税率	19.65%	19.37%	19.00%	19.00%	19.00%
少数股东损益	760	1,072	1,281	1,491	1,725
归属于母公司股东的净利润	8,224	9,188	10,975	12,778	14,781
净利率	13.85%	15.43%	17.69%	18.21%	18.66%

资产负债表（百万港元）

指标名称	FY2019	FY2020	FY21E	FY22E	FY23E
货币资金	13,239	7,119	13,861	17,243	22,698
存货	3,412	3,246	3,298	3,756	4,258
应收账款	17,246	22,644	17,740	18,922	19,984
其他流动资产	7,706	6,500	6,500	6,500	6,500
流动资产	41,603	39,509	41,399	46,421	53,439
固定资产	42,965	46,128	53,386	60,392	67,145
长期股权投资	14,364	15,118	16,549	18,231	19,993
无形资产	3,594	3,548	3,503	3,454	3,403
其他长期资产	7,353	7,764	7,764	7,764	7,764
非流动资产	68,277	72,558	81,201	89,841	98,305
资产总计	109,880	112,067	122,600	136,262	151,745
短期借款	16407.5	24120.68	25120.7	26120.7	27120.7
应付账款	23,699	17,700	18,095	20,085	22,233
其他流动负债	6,538	7,526	7,526	7,557	7,584
流动负债	46,644	49,347	50,741	53,763	56,938
长期借款	21,491	15,568	15,568	15,568	15,568
其他长期负债	962	1,368	1,368	1,368	1,368
非流动性负债	22,453	16,936	16,936	16,936	16,936
负债合计	69,097	66,283	67,678	70,700	73,874
股本	52	52	52	52	52
资本公积	35,269	39,553	39,553	39,553	39,553
归属于母公司所有者权益合计	35,321	39,605	47,463	56,612	67,196
少数股东权益	5,461	6,178	7,459	8,950	10,675
股东权益合计	40,782	45,783	54,922	65,563	77,871
负债股东权益总计	109,880	112,067	122,600	136,262	151,745

现金流量表（百万港元）

指标名称	FY2019	FY2020	FY21E	FY22E	FY23E
税前利润	11,183	12,725	15,130	17,616	20,377
所得税支出	-2,198	-2,464	-2,875	-3,347	-3,872
折旧和摊销	1,326	1,606	1,788	2,043	2,298
营运资金的变化	189	-6,220	5,247	381	611
其他经营现金流	-383	839	-7	-364	-755
经营现金流合计	10,117	6,486	19,283	16,328	18,660
资本支出	-11,601	-8,473	-9,000	-9,000	-9,000
投资收益	292	324	1,108	1,391	1,720
其他投资现金流	277	-1,305	-1,431	-1,683	-1,762
投资现金流合计	-11,032	-9,455	-9,323	-9,291	-9,042
发行股票	2,990	-145	0	0	0
负债变化	6,518	3,386	0	0	0
股息支出	-2,284	-2,609	-3,116	-3,629	-4,197
其他融资现金流	-891	-3,294	-102	-27	34
融资现金流合计	6,333	-2,661	-3,218	-3,655	-4,163
现金及现金等价物净增加额	5,418	-5,630	6,742	3,382	5,455

主要财务指标

指标名称	FY2019	FY2020	FY21E	FY22E	FY23E
营业收入增长率	12.4	0.3	4.2	13.2	12.9
营业利润增长率	29.6	14.8	18.4	16.5	15.8
净利润增长率	34.9	11.7	19.4	16.4	15.7
毛利率	23.7	28.7	30.5	30.0	29.7
EBITDA Margin	22.9	26.8	29.1	29.5	29.8
净利率	13.8	15.4	17.7	18.2	18.7
净资产收益率	23.3	23.2	23.1	22.6	22.0
总资产收益率	7.5	8.2	9.0	9.4	9.7
资产负债率	62.9	59.1	55.2	51.9	48.7
所得税率	19.7	19.4	19.0	19.0	19.0
股利支付率	27.8	28.4	28.4	28.4	28.4

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		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6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalam House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH11994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券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有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。