

# 销气业务收入占比稳步提升，价差如期企稳

华润燃气公布 2018 财年中期业绩：营业收入 238 亿港元，同比增 35%，其中管道燃气收入同比增 43%，主要源于工、商业用气分别大幅增长 30%、27%；燃气接驳收入同比增 6%；经营利润同比增 24%，归母净利润同比增 25%，利润增速低于收入增速主要源于高毛利率的燃气接驳业务占比下滑。中报业绩中销气量以及销气价差基本符合我们预期，归母净利润略超预期，主要源于费用率的下降。

- **销气业务收入占比继续稳步提升，价差如期开始企稳。**受工商业用气大增 30%、27% 的拉动，2018 年上半年公司销气量同比增 23%，销气业务收入占比进一步上升至 84.5% (vs 2017 年 H1 79.7%)，结构持续优化提升公司业务可持续性。价差方面，2018 年上半年销气价差为 0.62 元/立方米，同比小幅下降 3%，环比 2017H2 上升 19%，主要源于去年冬季由于缺气带来采购成本上升，价差出现阶段性收窄，而在顺价工作顺利开展之后，价差逐步恢复，展望下半年，我们认为，随着储气设施的加强建设以及三桶油对新形势下的天然气供需格局更好地适应，冬季采购成本对于价差压力将得到缓解，我们预计下半年销气价差将和上半年持平，全年价差水平将高于去年。
- **接驳业务有所放缓，但预计全年仍较去年有一定增长。**上半年新增接驳居民用户 112 万户，同比去年同期减少 18 万户，接驳收入的增长来自于接驳费的提升。但考虑到目前公司经营区域内居民燃气渗透率仅为 49%，我们预计全年新增接驳居民用户仍将同比保持稳定增长。
- **不断提升的分红派息率。**公司财务稳健，负债率持续下降，经营现金流强劲增长，公司的自由现金流也不断增加。2017 年股息支付率已提高 8 个百分点至 33%，我们预计公司在未来将进一步提高支付率。预计 2018/19 年股息支付率达到 36%/40%，对应股息收益率 1.8%。

## 财务预测与投资建议

- **维持买入评级。**我们分别上修 2018-2020 年盈利预测 2%、3%、5%，主要源于费用率的下降，公司 2018-2020 年归母净利润分别为 46.0、53.4、61.8 亿港元，对应摊薄 EPS 分别为 2.11、2.45、2.84 港币。考虑到健康的分红前景以及回升的 ROE 水平，我们认为目前公司的合理估值水平为 2018 年的 16 倍 PE (近 3 年平均)，对应目标价 33.76 港币，维持买入评级。

**风险提示：**工业气量增速低于预期；价差继续快速回落。

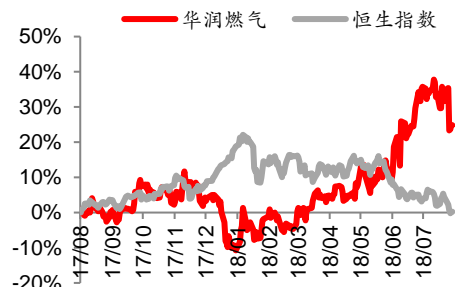
公司主要财务信息					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万港币)	32,916	39,838	47,379	53,121	59,897
同比增长	0.3%	21.0%	18.9%	12.1%	12.8%
营业利润 (百万港币)	5,307	5,614	6,952	8,066	9,360
同比增长	26.1%	5.8%	23.8%	16.0%	16.0%
归母净利润 (百万港币)	3,289	3,654	4,596	5,336	6,179
同比增长	15.9%	11.1%	25.8%	16.1%	15.8%
每股收益 (港币)	1.51	1.68	2.11	2.45	2.84
毛利率	34.0%	29.9%	29.0%	28.9%	28.7%
净利率	10.0%	9.2%	9.7%	10.0%	10.3%
净资产收益率	18.5%	16.6%	18.2%	18.6%	19.0%
市盈率 (倍)	22.3	20.1	16.0	13.8	11.9
市净率 (倍)	4.1	3.3	2.9	2.6	2.3

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2018 年 08 月 17 日)	33.70 港币				
目标价格	33.76 港币				
52 周最高价/最低价	37.80/23.85 港币				
总股本 (百万股)	2,224				
港股市值 (亿港元)	749				
国家/地区	中国				
行业	公用事业				
报告发布日期	2018 年 08 月 18 日				

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-7.7	-8.0	10.0	24.8
相对表现 (%)	-5.1	-4.5	21.5	24.6
恒生指数 (%)	-2.6	-3.6	-11.5	0.2



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 陈舒薇  
021-63325888\*6071  
chenshuwei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517070001

- 相关报告**
- 华润燃气 2017 年报点评——燃气采购成本上升带来价差收窄，但不改长期稳定成长前景 2018-03-26
  - 华润燃气 2017 中报点评——业绩复合预期，气价如期下降带来气量高速增长 2017-08-20
  - 华润燃气首次报告——稳定增长，股东回报不断提升 2017-05-26

**附表：财务报表预测与比率分析**

<b>资产负债表</b>					
单位：百万元港币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	<b>19,971</b>	<b>22,773</b>	<b>25,463</b>	<b>25,019</b>	<b>26,653</b>
货币资金	9,572	10,368	11,468	9,339	8,981
预付租约款项	83	90	90	90	90
应收账款及其他应收款	9,903	11,720	13,281	14,890	16,789
存货	413	595	624	700	792
<b>非流动资产</b>	<b>39,704</b>	<b>45,991</b>	<b>49,740</b>	<b>53,294</b>	<b>56,663</b>
固定资产	24,059	28,608	32,338	35,873	39,225
预付租约款项	1,522	1,715	1,715	1,715	1,715
长期股权投资	10,892	13,046	13,046	13,046	13,046
商誉	633	678	678	678	678
其他	2,598	1,945	1,964	1,983	2,000
<b>资产合计</b>	<b>59,675</b>	<b>68,764</b>	<b>75,203</b>	<b>78,313</b>	<b>83,316</b>
<b>流动负债</b>	<b>25,416</b>	<b>32,011</b>	<b>35,496</b>	<b>37,017</b>	<b>38,704</b>
银行及其他借贷	3,139	5,328	5,328	5,328	5,328
政府补助金	45	41	41	41	41
应付账款及其他应付款	22,232	26,642	30,127	31,648	33,336
<b>非流动负债</b>	<b>10,554</b>	<b>7,584</b>	<b>6,332</b>	<b>3,332</b>	<b>1,606</b>
长期借款	3,302	252	0	0	0
优先票据	5,726	5,788	4,788	1,788	62
其他长期负债	188	159	159	159	159
其他	1,338	1,385	1,385	1,385	1,385
<b>负债总计</b>	<b>35,970</b>	<b>39,594</b>	<b>41,828</b>	<b>40,349</b>	<b>40,310</b>
<b>股东权益</b>	<b>23,705</b>	<b>29,169</b>	<b>33,375</b>	<b>37,964</b>	<b>43,006</b>
<b>本公司股东权益</b>	<b>17,768</b>	<b>21,993</b>	<b>25,258</b>	<b>28,756</b>	<b>32,534</b>
股本	222	222	222	222	222
储备	17,546	21,770	25,036	28,534	32,311
<b>非控股股东权益</b>	<b>5,937</b>	<b>7,177</b>	<b>8,117</b>	<b>9,208</b>	<b>10,472</b>
<b>负债和权益总计</b>	<b>59,675</b>	<b>68,764</b>	<b>75,203</b>	<b>78,313</b>	<b>83,316</b>

<b>现金流量表</b>					
单位：百万元港币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	<b>7,365</b>	<b>7,796</b>	<b>9,231</b>	<b>8,203</b>	<b>9,229</b>
净利润	4,534	4,913	6,176	7,172	8,304
折旧	1,224	1,567	1,771	1,964	2,148
利息费用	538	479	407	273	197
投资收益	(772)	(787)	(776)	(853)	(939)
营运资金变动	1,941	1,764	1,895	(165)	(303)
其他	(101)	(139)	(242)	(188)	(178)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(6,948)</b>	<b>(209)</b>	<b>(4,502)</b>	<b>(4,477)</b>	<b>(4,400)</b>
资本开支	(3,263)	(4,366)	(5,600)	(5,600)	(5,600)
其他	(3,685)	4,157	1,098	1,123	1,200
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(5,232)</b>	<b>(3,157)</b>	<b>(3,629)</b>	<b>(5,856)</b>	<b>(5,186)</b>
发行新股	172	53	0	0	0
债务增加/(减少)	(2,671)	(923)	(1,252)	(3,000)	(1,726)
支付本公司股东股利	(827)	(980)	(1,330)	(1,838)	(2,401)
其他	(1,905)	(1,307)	(1,047)	(1,017)	(1,059)
汇率影响	(435)	425	0	0	0
<b>现金及现金等价物变动</b>	<b>(5,250)</b>	<b>4,855</b>	<b>1,101</b>	<b>(2,130)</b>	<b>(357)</b>

<b>利润表</b>					
单位：百万元港币	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>32,916</b>	<b>39,838</b>	<b>47,379</b>	<b>53,121</b>	<b>59,897</b>
营业成本	(21,732)	(27,922)	(33,662)	(37,788)	(42,729)
销售费用	(3,413)	(3,734)	(4,070)	(4,436)	(4,836)
管理费用	(2,464)	(2,567)	(2,696)	(2,831)	(2,972)
息税折旧摊销前利润	6,595	7,260	8,803	10,112	11,590
折旧与摊销	(1,288)	(1,646)	(1,851)	(2,046)	(2,231)
营业利润	5,307	5,614	6,952	8,066	9,360
财务收入	233	256	284	231	222
<b>财务费用</b>	<b>(538)</b>	<b>(479)</b>	<b>(407)</b>	<b>(273)</b>	<b>(197)</b>
投资收益	772	621	776	853	939
其他收入	416	601	715	802	904
其他损失/利得	0	0	0	0	0
税前利润	6,189	6,613	8,320	9,679	11,227
所得税	(1,751)	(1,703)	(2,143)	(2,507)	(2,923)
<b>净利润</b>	<b>4,438</b>	<b>4,911</b>	<b>6,176</b>	<b>7,172</b>	<b>8,304</b>
少数股东损益	1,148	1,257	1,581	1,835	2,125
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,289</b>	<b>3,654</b>	<b>4,596</b>	<b>5,336</b>	<b>6,179</b>
基本EPS	1.51	1.68	2.11	2.45	2.84
稀释EPS	1.51	1.68	2.11	2.45	2.84

<b>主要财务比率</b>					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	0%	21%	19%	12%	13%
营业利润	26%	6%	24%	16%	16%
核心利润	16%	11%	26%	16%	16%
<b>获利能力</b>					
毛利率	34%	30%	29%	29%	29%
净利率	10%	9%	10%	10%	10%
ROE	19%	17%	18%	19%	19%
ROIC	13%	14%	16%	17%	18%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	13%	2% net cash	net cash	net cash	net cash
净负债率	29%	4% net cash	net cash	net cash	net cash
流动比率	0.79	0.71	0.72	0.68	0.69
速动比率	0.77	0.69	0.70	0.66	0.67
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	108	106	101	101	101
存货周转天数	7	8	7	7	7
应付账款周转天数	175	171	161	151	141
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.51	1.68	2.11	2.45	2.84
每股经营现金流	3.38	3.58	4.24	3.77	4.24
每股净资产	8.17	10.10	11.60	13.20	14.94
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.3	20.1	16.0	13.8	11.9
市净率	4.1	3.3	2.9	2.6	2.3
EV/EBITDA	10.5	8.5	6.7	5.8	4.9
EV/EBIT	13.1	11.0	8.5	7.2	6.1

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

**地址：**上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

**联系人：**王骏飞

**电话：**021-63325888\*1131

**传真：**021-63326786

**网址：**www.dfzq.com.cn

**Email：**wangjunfei@orientsec.com.cn