

买入 (维持)

1193.HK 华润燃气

港股通 (沪、深)

目标价: 41.9 港元

现价: 33.7 港元

销气量快速增长, 下半年新增接驳展望乐观

2018年08月18日

预期升幅: 24.3%

市场数据

日期	2018.08.17
收盘价(港元)	33.70
总股本(百万股)	2,224
流通股本(百万股)	2,224
总市值(百万港元)	74,949
流通市值(百万港元)	74,949
净资产(百万港元)	31,632
总资产(百万港元)	73,587
每股净资产(港元)	10.67

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评_20180406
业绩点评_20170818
深度报告_20170717
深度报告_20170605
业绩点评_20170405
业绩点评_20160816

海外能源、公用事业、工业行业研究

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

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万港元)	39,838	52,110	60,535	71,375
同比增长	21.0%	30.8%	16.2%	17.9%
净利润(百万港元)	3,654	5,066	5,685	6,649
同比增长	11.1%	38.6%	12.2%	17.0%
毛利润率	29.9%	29.2%	28.1%	27.6%
净利润率	9.2%	9.7%	9.4%	9.3%
净资产收益率	18.4%	21.9%	21.9%	22.5%
基本每股收益(港元)	1.68	2.33	2.61	3.05

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

投资要点

- **上半年业绩略超我们预期。**公司 2018 年上半年营业收入达 238.5 亿港元, 同比增长 34.8%; 归母净利润为 26.5 亿港元, 同比增长 25.3%; 派发中期股息每股 15 港仙 (去年同期: 15 港仙)。公司业绩增长主要是因为上半年总销气量同比增长 22.9%, 达 123.8 亿方, 连同气价上升的影响, 带动销气收入增长 42.9%, 达 201.5 亿港元; 接驳收入增长 5.7%, 达到 33.4 亿港元, 两项业务各占营收 84.5% 和 14.0%。
- **工商业销气量增速快, 整体销气毛差稳定。**公司 2018 年上半年销售给工商业、居民和加气站用户的气量同比分别增长 28.8%、13.8% 和 6.3%, 工商业中工业用户销气量增长超过 30%, 商业用户销气量增长 27.2%, 实现较快增速。平均销售气价为 13.8% 的增长, 整体销气毛差保持稳定, 为 0.62 元/方 (去年同期: 0.64 元/方)。公司指引预计全年能实现超过 20% 的销气量增速, 毛差情况不会差于去年, 预计全年实现毛差为 0.6 元/方。
- **受收入确认时间影响, 上半年新增接驳小幅下滑。**公司 2018 年上半年完成新增接驳 112 万户, 同比减少 17 万户, 主要是受确认收入的时间所影响。公司维持 2018 年全年同比 5-10% 的新增接驳增长的指引, 预计全年实现 310-320 万户。
- **我们的观点:** 华润燃气 (1193.HK) 是中国最大的城市燃气运营商之一, 项目质量优良, 销气量增速较快, 同时对接驳业务展望较为乐观。我们调整了盈利预测, 预计公司 2018-2020 年营收分别为 52,110、60,535 和 71,375 百万港元, 归母净利润分别为 5,066、5,685 和 6,649 百万港元, EPS 分别为 2.33、2.61 和 3.05 港元, 2018 年 8 月 17 日股价对应的 P/E 分别为 14.5、12.9 和 11.0 倍, 维持“买入”评级, 并调整目标价为 41.9 港元。

风险提示: 毛差下降超预期, 销气量受上游供给能力影响, 汇兑风险。



报告正文

2018 年上半年业绩点评

上半年业绩略超我们预期。公司 2018 年上半年营业收入达 238.5 亿港元，同比增长 34.8%；归母净利润为 26.5 亿港元，同比增长 25.3%；派发中期股息每股 15 港仙（去年同期：15 港仙）。公司业绩增长主要是因为上半年总销气量同比增长 22.9%，达 123.8 亿方，连同气价上升的影响，带动销气收入增长 42.9%，达 201.5 亿港元；接驳收入增长 5.7%，达到 33.4 亿港元，两项业务各占营收 84.5%和 14.0%。

图1、公司历年上半年营业收入及增速

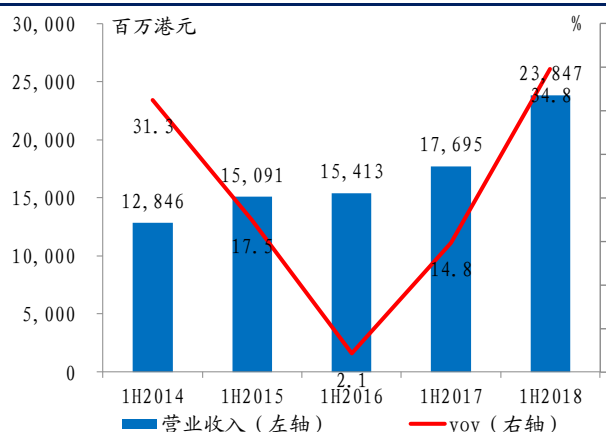
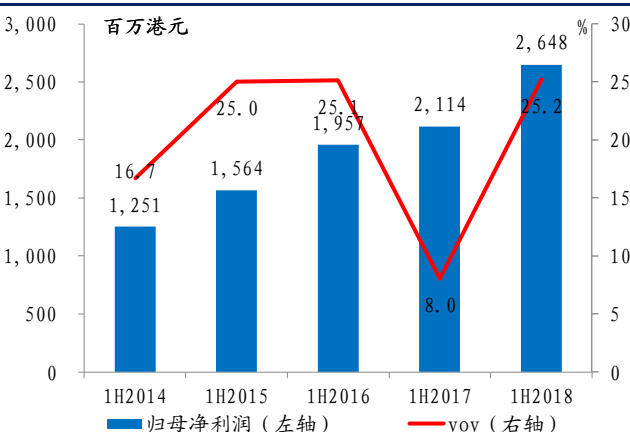


图2、公司历年上半年归母净利润及增速



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

工商业销气量增速快，整体销气毛差稳定。公司 2018 年上半年销售给工商业、居民和加气站用户的气量分别为 30.4 亿方、84.1 亿方和 9.3 亿方，同比分别增长 28.8%、13.8%和 6.3%，工商业中工业用户销气量增长超过 30%，商业用户销气量增长 27.2%，实现较快增速。平均销售气价为 13.8%的增长，整体销气毛差保持稳定，为 0.62 元/方（去年同期：0.64 元/方）。公司指引预计全年能实现超过 20% 的销气量增速，毛差情况不会差于去年，预计全年实现毛差为 0.6 元/方。

图3、公司历年上半年销气结构

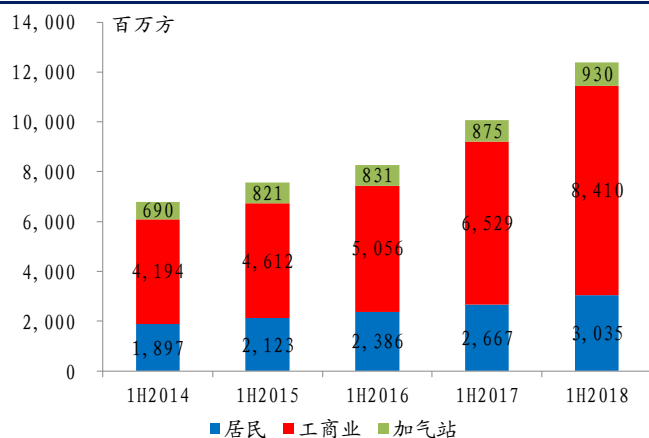
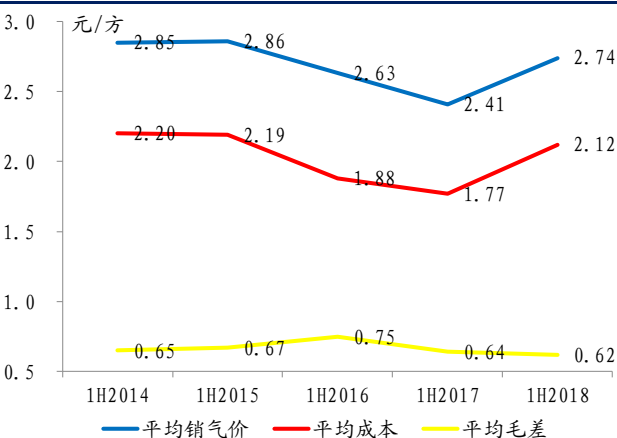


图4、公司历年上半年销气价格、成本和毛差



资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

受收入确认时间影响,上半年新增接驳小幅下滑。公司2018年上半年完成新增接驳112万户,同比减少17万户,主要是受确认收入的时间所影响。公司维持2018年全年同比5-10%的新增接驳增长的指引,预计全年实现310-320万户。

图5、公司历年上、下半年实现新增接驳数

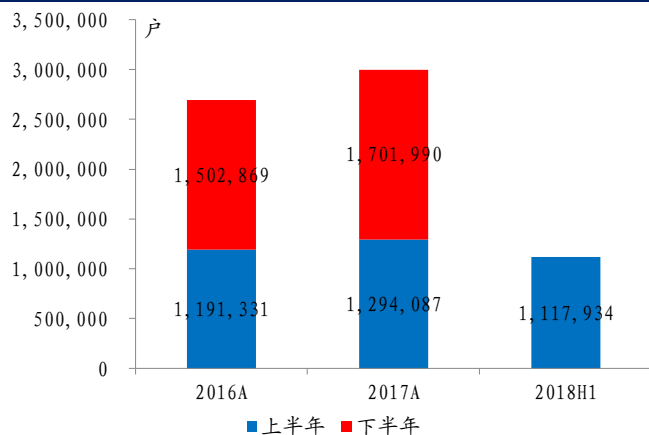
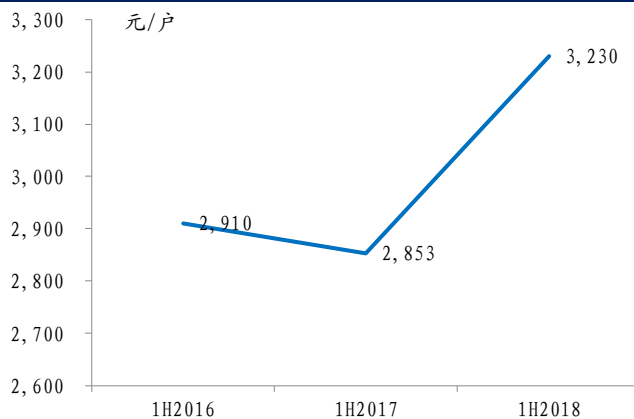


图6、公司历年上半年平均接驳费



资料来源:公司业绩报告,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司业绩报告,兴业证券经济与金融研究院整理

管理架构调整,总费用下降。公司进行了管理架构调整,将240个公司改成80个区域公司,总部直接管理区域公司,2018年上半年总费用率同比下降2.5ppt,销售及分销费用率下降0.8ppt,财务费用率下降0.5ppt,管控取得成效。

图7、公司历年上半年总费用和总费用率

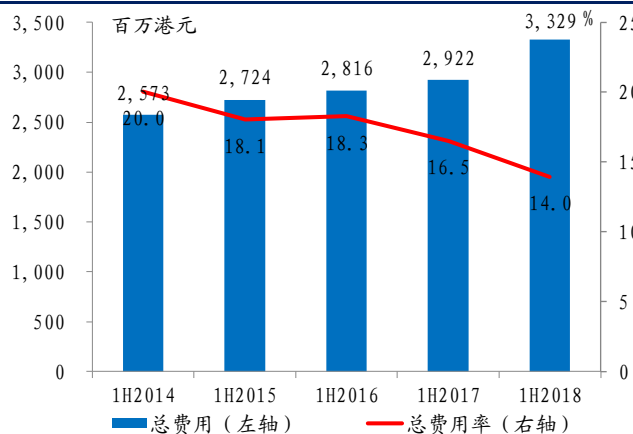
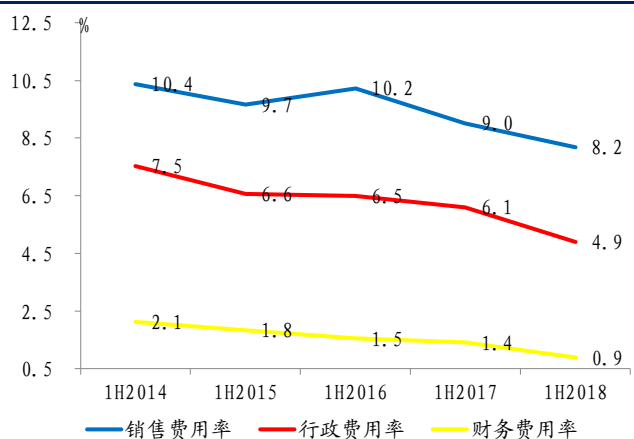


图8、公司历年上半年各项费用率情况



资料来源:公司业绩报告,兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:公司业绩报告,兴业证券经济与金融研究院整理

我们的观点: 华润燃气(1193.HK)是中国最大的城市燃气运营商之一,项目质量优良,销气量增速较快,同时对接驳业务展望较为乐观。我们调整了盈利预测,预计公司2018-2020年营收分别为52,110、60,535和71,375百万港元,归母净利润分别为5,066、5,685和6,649百万港元,EPS分别为2.33、2.61和3.05港元,2018年8月17日股价对应的P/E分别为14.5、12.9和11.0倍,维持“买入”评级,并调整目标价为41.9港元。

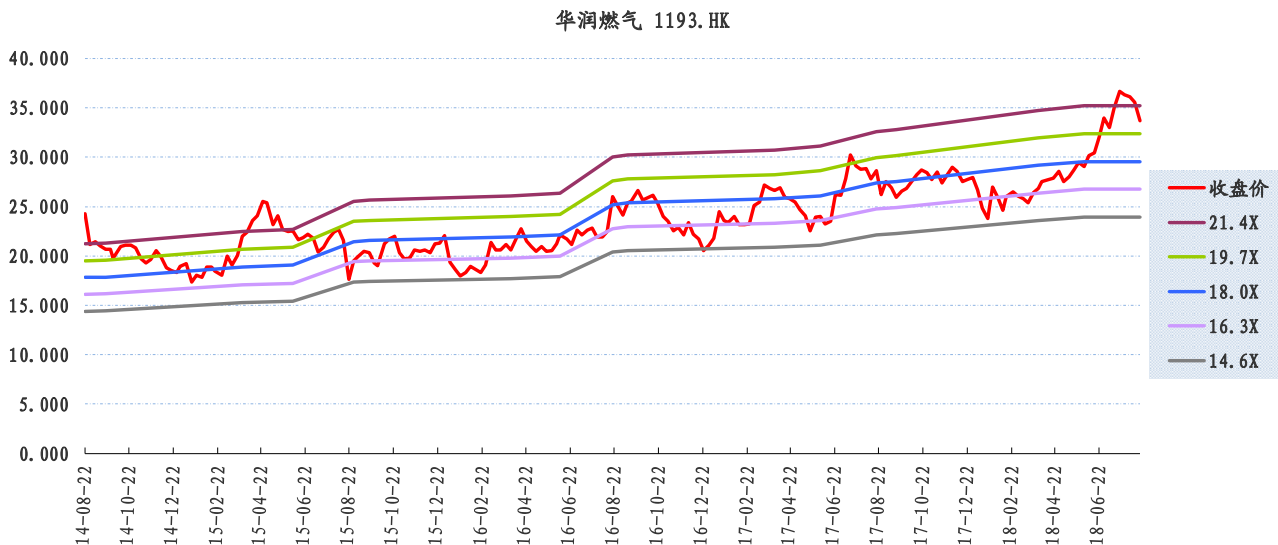
风险提示：毛差下降超预期，销气量受上游供给能力影响，汇兑风险。

图9、华润燃气半年度业绩对比

百万港元	1H2017	2H2017	1H2018	HoH	YoY	点评
收入	17,695	22,143	23,847	7.7%	34.8%	销气量、气价同比增长
销售成本	(11,995)	(15,927)	(17,105)	7.4%	42.6%	销气量同比增长
毛利	5,700	6,216	6,742	8.5%	18.3%	销气毛差小幅下降
其他收入	211	480	381	-20.7%	80.3%	
销售及分销开支	(1,595)	(2,139)	(1,953)	-8.7%	22.4%	费用管控
行政开支	(1,079)	(1,488)	(1,165)	-21.7%	8.0%	费用管控
营业利润	3,236	3,069	4,004	30.5%	23.7%	
财务成本	(248)	(231)	(211)	-8.8%	-15.0%	费用管控
应占合营公司业绩	510	144	359	148.8%	-29.7%	
应占联营公司业绩	54	79	196	147.8%	262.7%	
除税前溢利	3,553	3,061	4,348	42.1%	22.4%	
所得税	(792)	(911)	(951)	4.5%	20.2%	
年内溢利	2,761	2,150	3,397	58.0%	23.0%	
归属于股东	2,114	1,540	2,648	72.0%	25.2%	
少数股东权益	646	610	749	22.7%	15.9%	
基本EPS (港元)	0.97	0.71	1.22			
每股股息 (港元)	0.15	0.40	0.15			

资料来源：公司业绩报告，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、华润燃气 PE-Band



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表					利润表				
单位: 百万港元					单位: 百万港元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
银行结余与现金	10,356	14,232	20,351	28,105	收入	39,838	52,110	60,535	71,375
应收款项	11,720	14,780	16,909	19,920	销售成本	(27,922)	(36,899)	(43,549)	(51,706)
存货	595	778	904	1,066	毛利	11,916	15,212	16,986	19,669
流动资产	22,773	29,893	38,266	49,193	其他收入	691	993	1,043	1,095
物业、厂房及设备	28,608	31,943	35,099	38,087	销售费用	(3,734)	(4,638)	(5,145)	(5,853)
其他非流动资产	17,382	17,521	17,679	17,857	管理费用	(2,567)	(3,003)	(3,269)	(3,640)
总资产	68,764	79,357	91,044	105,137	营业利润	6,305	8,564	9,614	11,271
应付贸易账款及其他	13,242	17,086	19,423	21,942	财务费用	(479)	(466)	(464)	(462)
应付客户合约工程款	12,808	14,424	18,583	23,956	应占合营公司业绩	654	652	652	652
短期借款	5,328	5,293	5,261	5,230	应占联营公司业绩	133	418	486	573
其他流动负债	634	634	634	634	税前利润	6,613	9,169	10,289	12,034
流动负债	32,011	37,437	43,901	51,761	所得税	(1,703)	(2,360)	(2,649)	(3,098)
长期借款	252	217	185	154	归属股东净利润	3,654	5,066	5,685	6,649
优先票据	5,788	5,788	5,788	5,788	EPS	1.68	2.33	2.61	3.05
递延税	1,222	1,222	1,222	1,222	总收入增长	21.0%	30.8%	16.2%	17.9%
其他非流动负债	322	322	322	322	归母净利润增长	11.1%	38.6%	12.2%	17.0%
总负债	39,594	44,986	51,417	59,247	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
股东权益合计	29,169	32,472	36,898	41,864	盈利能力				
公司持有人权益	21,993	24,340	27,657	31,380	毛利率	29.9%	29.2%	28.1%	27.6%
					经营利润率	9.2%	9.7%	9.4%	9.3%
					净利率	9.2%	9.7%	9.4%	9.3%
					ROE	18.4%	21.9%	21.9%	22.5%
					ROA	6.9%	6.6%	8.0%	7.8%
					经营能力				
					总资产周转率	62.0%	70.4%	71.0%	72.8%
					固定资产周转率	150.0%	172.1%	180.6%	195.1%
					存货周转天数	7	7	7	7
					应收账款周转天数	80	76	78	75
					应付账款周转天数	156	150	153	146
					财务状况				
					资产负债比例	57.6%	56.7%	56.5%	56.4%
					资产权益比例	235.7%	244.4%	246.7%	251.1%
					利息保障倍数	14.8	20.7	23.2	27.1
					现金比率	32.4%	38.0%	46.4%	54.3%
					P/E	20.1	14.5	12.9	11.0
					P/B	3.3	2.9	2.5	2.2

现金流量表				
单位: 百万港元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
除税前溢利	6,613	9,169	10,289	12,034
所得税	(1,700)	(2,360)	(2,649)	(3,098)
财务费用	479	466	464	462
折旧和摊销	1,221	1,563	1,665	1,844
经营性现金流	9,497	11,531	14,732	16,981
资本开支	(4,616)	(5,000)	(5,000)	(5,000)
其他投资性活动	4,407	1,847	1,947	2,069
投资性现金流	(209)	(3,153)	(3,053)	(2,931)
新增银行及其它借贷	9,714	6,313	5,998	5,698
偿还银行及其它借贷	(10,637)	(6,382)	(6,063)	(5,760)
已付股息	(980)	(1,196)	(1,773)	(1,990)
其他融资性现金流	(1,254)	(877)	(1,074)	(1,146)
融资性现金流	(3,157)	(2,142)	(2,912)	(3,198)
现金流变化	4,430	3,876	6,119	7,754
汇率变动对现金流影响	425	0	0	0
期初现金流	5,501	10,356	14,232	20,351
期末现金流	10,356	14,232	20,351	28,105

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大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、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、森浩集团股份有限公司、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和融创中国控股有限公司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。