

公司報告

中国燃气 (384 HK)

19财年上半年业绩后北京和台北非交易路演纪要

- 管理层订立5年天然气销售量目标为超过500亿立方米，对应复合年增长率为22%
- 预计19-20财年售气的单位毛利保持稳定为>0.6元人民币/立方米
- 维持买入评级，微调现金流量贴现法目标价至37.1港元

计划到2023财年销售超过500亿立方米天然气

管理层订立5年天然气销售量目标超过500亿立方米，对应复合年增长率为22%。由于公司在中国华北有广泛覆盖，中国燃气将成为俄罗斯天然气供应的主要受益者。管理层预计到2023年，东北三省的天然气销量将达100亿立方米。而另外100亿立方米的天然气销量将来自农村居民，因为公司计划在未来5年接驳1,000多万户农村居民。剩下的超过300多亿立方米天然气销量则来自现有天然气项目。

预计19-20财年天然气单位毛利稳定，为>0.6元人民币/立方米

管理层重申19财下半年的售气单位毛利将保持稳定，因为：1) 截至2018年11月30日，公司80%的受影响项目已经完成了居民用气价格顺价（18年6月宣布）和工商用户冬季成本上涨的顺价；2) 上游企业的供气量增加使现货LNG市场的采购减少。另一方面，管理层认为未来单位毛利的下跌幅度有限，因为：1) 随着天然气供应改善，利润收缩压力得到减轻；2) 大部分燃气运营商目前的单位毛利（18年上半年为0.60-0.625元人民币/立方米）低于根据7%的天然气分销资产（例如河北政府评估的售气单位毛差为0.78元人民币/立方米）回报率应得的合理毛差。

维持买入评级，微调现金流量贴现法目标价至37.1港元

考虑到更低的城市接驳假设，更高的经营利润率和人民币升值，我们将19-20财年的经常性净利润预测分别小幅下调了2-3%。由于当前处于加息周期，我们将加权平均资本成本假设从8.7%上调至8.8%。在将估值基期从19财年切换至20财年后，我们将现金流量贴现法目标价从37.0港元微调至37.1港元，对应30%的上涨空间。股票当前估值为16.3倍20财年市盈率，高于公司15.4倍的5年历史平均水平0.3个标准差。我们认为在公司18-20财年21%的经常性每股盈利复合年增长率的支撑下，这一估值是合理的。我们维持买入评级。

盈利预测及估值

3月31日年结(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	31,993	52,832	64,500	78,809	98,798
毛利	8,377	11,671	13,821	16,716	20,703
报告净利润	4,148	6,095	7,833	9,334	11,392
经常性净利润	4,475	6,362	7,733	9,334	11,392
经常性的每股收益(港元)	0.91	1.25	1.45	1.75	2.14
核心市盈率(x)	31.3	22.8	19.7	16.3	13.4
市净率(x)	7.9	6.8	5.0	4.0	3.4
股息率(%)	0.9	1.2	1.6	1.9	2.3
ROE (%)	21.6	24.9	23.9	22.8	23.4
净负债率(%)	78.9	73.7	55.2	44.8	38.8

资料来源：公司资料、招商證券(香港)预测

蔡雯, CFA +852 3189 6268 scullytsoi@cmschina.com.hk  
萧俊豪 +852 3189 6395 ericsiu@cmschina.com.hk

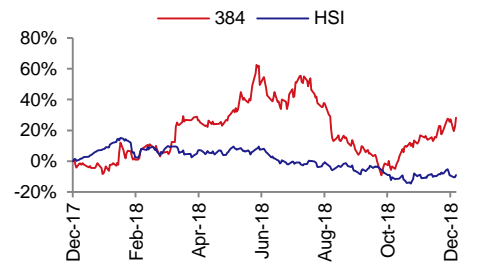
最新变动

预测和目标价调整

买入

前次评级	买入
股价	HK\$28.55
12个月目标价(上涨空间)	HK\$37.1 (+29.9%)
前次目标价	HK\$37.0

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
384 HK	11.1	(17.1)	28.2
恒生指数	2.2	(15.8)	(9.1)

行业：天然气

恒生指数	26,187
国企指数	10,417

重要数据

52周股价区间(港元)	19.7-36.7
港股市值(百万港元)	144,790
日均成交量(百万股)	6.13
每股净资产(港元)(2019预测)	5.73

主要股东

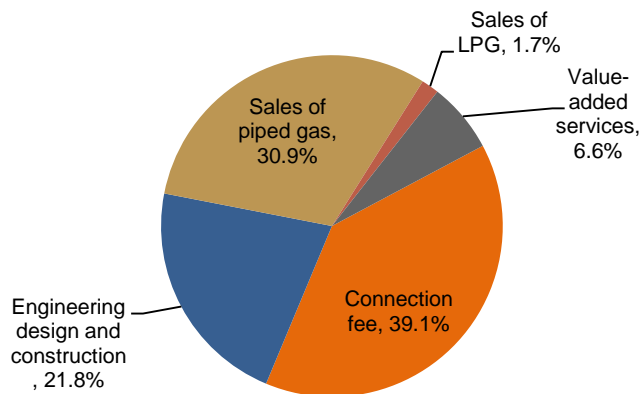
Beijing Enterprises Group	24.4%
China Gas Group Ltd.	14.9%
SK E&S Co. Ltd.	13.9%
Capital Group Companies Inc.	7.4%
已发行股数(百万股)	5,071
自由流通量(百万股)	1,739

相关报告

1. China Gas (384 HK) – Prospect looks intact – 2018/11/27
2. 中国燃气 (384 HK) - 19 财年上半年业绩预测 – 2018/10/24
3. China Gas (384 HK) – Reverse roadshow takeaway – 2018/09/21
4. China Gas (384 HK) – Strategically positioned in Shandong province 2018/08/28
5. 中国燃气 (384 HK) - 18 财年业绩后上海和台湾非交易路演纪要 2018/07/10
6. 中国燃气 (384 HK) - 18 财年业绩靓丽，前景向好 2018/06/24
7. 天然气行业 - 前景向好 2018/05/25
8. 中国燃气 (384 HK) - 上海非交易路演纪要 2018/04/18

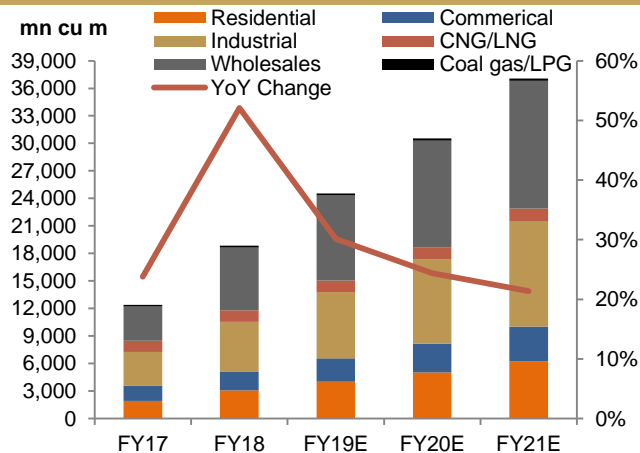
重点图表

图 1: 中国燃气-19 财年上半年经营利润构成



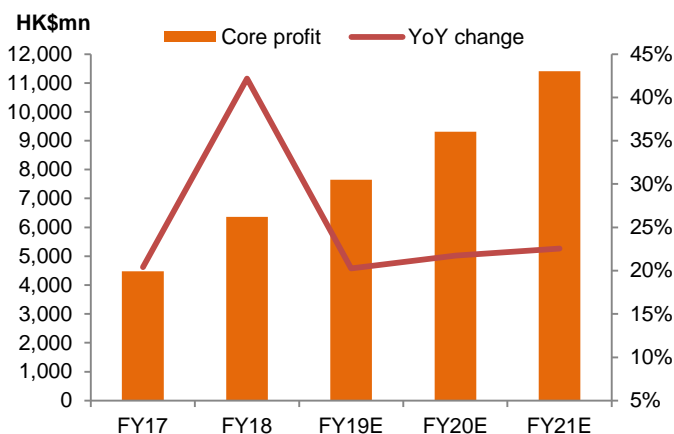
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图 2: 中国燃气-管道燃气销量



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图 3: 中国燃气-核心利润预测



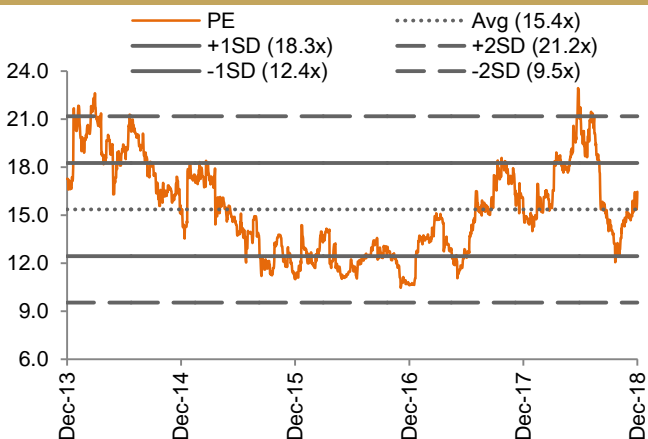
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图 4: 中国燃气-管理层指引

Segment	FY19	FY20	FY21
City gas sales vol. growth	+25% p.a.		
Wholesale gas sales vol. growth	At double-digit %		
Annual residential connections (mn households)	4.7	5.5	6.3
Sale tonnage of LPG (mn tonnes)	4.5	5.0	6.0
Gross profit of value-added service	40%-50% p.a.		

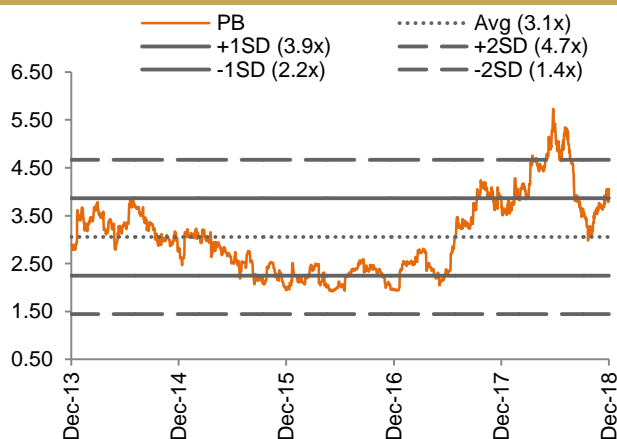
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图 5: 中国燃气-12 个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博, 招商证券(香港) 预测

图 6: 中国燃气-12 个月综合远期市净率



资料来源: 彭博, 招商证券(香港) 预测

## 财务预测表

### 资产负债表

3月31日年结(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
固定资产	25,879	34,088	41,453	49,338	58,093
附属、合资公司及联营公司	9,578	12,348	13,271	14,784	16,886
商誉及其他无形资产	6,444	6,983	6,670	6,552	6,579
递延税项资产	161	224	218	217	222
其他	2,797	3,537	3,567	2,859	2,842
<b>非流动资产总额</b>	<b>44,859</b>	<b>57,181</b>	<b>65,179</b>	<b>73,751</b>	<b>84,622</b>
库存	1,679	3,069	3,728	4,630	5,901
应收贸易及票据账款	6,067	9,019	11,242	13,801	17,240
预付款项及其他	50	63	100	100	102
现金	4,725	8,246	9,246	10,018	9,614
其他	2,842	4,479	9,788	9,523	9,561
<b>流动资产总额</b>	<b>15,363</b>	<b>24,877</b>	<b>34,104</b>	<b>38,072</b>	<b>42,419</b>
<b>资产总额</b>	<b>60,222</b>	<b>82,058</b>	<b>99,283</b>	<b>111,823</b>	<b>127,041</b>
应付贸易及票据账款	5,660	8,202	13,857	16,475	20,136
应付费用和其他应付账款	3,990	5,843	9,122	10,990	13,588
应付税款	512	944	1,083	1,253	1,474
银行贷款	10,873	11,079	8,738	8,738	8,738
其他	1,544	1,034	71	64	57
<b>流动负债总额</b>	<b>22,579</b>	<b>27,102</b>	<b>32,871</b>	<b>37,520</b>	<b>43,993</b>
银行贷款	12,745	21,293	23,635	23,635	23,635
递延所得税负债	951	933	893	802	737
<b>非流动负债总额</b>	<b>13,696</b>	<b>22,226</b>	<b>24,527</b>	<b>24,437</b>	<b>24,371</b>
<b>负债总额</b>	<b>36,275</b>	<b>49,328</b>	<b>57,398</b>	<b>61,957</b>	<b>68,364</b>
<b>总净资产总额</b>	<b>23,947</b>	<b>32,730</b>	<b>41,885</b>	<b>49,866</b>	<b>58,676</b>
股本	50	50	52	53	53
储备	20,501	28,406	37,117	44,564	52,720
<b>股东权益总额</b>	<b>20,550</b>	<b>28,456</b>	<b>37,169</b>	<b>44,617</b>	<b>52,773</b>
少数股东权益	3,396	4,274	4,716	5,249	5,903
<b>总权益</b>	<b>23,947</b>	<b>32,730</b>	<b>41,885</b>	<b>49,866</b>	<b>58,676</b>
固定资产	23,618	32,372	32,372	32,372	32,372
附属、合资公司及联营公司	(18,894)	(24,126)	(23,127)	(22,355)	(22,758)
商誉及其他无形资产	3.60	4.19	5.73	7.11	8.42

### 现金流量表

3月31日年结(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营运利润	5,584	7,855	9,583	11,524	14,162
折旧和摊销	960	1,174	1,407	1,787	2,186
营运资金变化	(1,473)	(1,765)	(236)	1,275	1,504
其他	148	748	2,249	1,146	(1,404)
已付税款	(1,102)	(1,567)	(2,108)	(2,549)	(3,138)
<b>经营活动所得现金</b>	<b>4,116</b>	<b>6,446</b>	<b>10,895</b>	<b>13,183</b>	<b>13,310</b>
资本开支	(2,639)	(6,340)	(10,000)	(10,000)	(10,000)
其他	(1,473)	(828)	(90)	332	343
<b>投资活动所得现金</b>	<b>(4,112)</b>	<b>(7,168)</b>	<b>(10,090)</b>	<b>(9,668)</b>	<b>(9,657)</b>
发行/回购股份	(539)	0	3,200	914	183
股息支付	(954)	(1,391)	(1,739)	(2,320)	(2,800)
净债务变化	1,430	7,509	0	0	0
其他	(458)	(2,210)	(1,266)	(1,338)	(1,440)
<b>融资活动所得现金</b>	<b>(520)</b>	<b>3,908</b>	<b>195</b>	<b>(2,744)</b>	<b>(4,057)</b>
<b>现金变更净值</b>	<b>(516)</b>	<b>3,186</b>	<b>1,000</b>	<b>772</b>	<b>(403)</b>
调整	(256)	336	0	0	0
期初余额	5,497	4,725	8,246	9,246	10,018
<b>期末余额</b>	<b>4,725</b>	<b>8,246</b>	<b>9,246</b>	<b>10,018</b>	<b>9,614</b>

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

### 损益表

3月31日年结(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>31,993</b>	<b>52,832</b>	<b>64,500</b>	<b>78,809</b>	<b>98,798</b>
销售成本	(23,616)	(41,161)	(50,678)	(62,093)	(78,095)
<b>毛利</b>	<b>8,377</b>	<b>11,671</b>	<b>13,821</b>	<b>16,716</b>	<b>20,703</b>
销售和分销	(1,229)	(1,616)	(1,840)	(2,293)	(2,932)
行政	(1,675)	(1,988)	(2,161)	(2,666)	(3,376)
其他营运开支	112	(212)	(238)	(233)	(233)
<b>总营运开支</b>	<b>(2,793)</b>	<b>(3,816)</b>	<b>(4,239)</b>	<b>(5,192)</b>	<b>(6,541)</b>
<b>营业利润</b>	<b>5,584</b>	<b>7,855</b>	<b>9,583</b>	<b>11,524</b>	<b>14,162</b>
其他收入/(开支)	46	143	617	526	542
财务成本	(632)	(654)	(863)	(882)	(956)
共同控制实体和联营公司的收入	904	1,255	1,511	1,810	2,124
<b>税前利润</b>	<b>5,902</b>	<b>8,600</b>	<b>10,847</b>	<b>12,978</b>	<b>15,872</b>
税项	(1,208)	(1,931)	(2,309)	(2,792)	(3,437)
<b>税后利润</b>	<b>4,695</b>	<b>6,669</b>	<b>8,538</b>	<b>10,186</b>	<b>12,435</b>
少数股东权益	(547)	(574)	(706)	(852)	(1,043)
<b>净利润</b>	<b>4,148</b>	<b>6,095</b>	<b>7,833</b>	<b>9,334</b>	<b>11,392</b>
非核心项目调整	327	267	(100)	0	0
<b>核心利润</b>	<b>4,475</b>	<b>6,362</b>	<b>7,733</b>	<b>9,334</b>	<b>11,392</b>
EBITDA	6,544	9,030	10,989	13,310	16,347
基本每股收益	0.85	1.23	1.50	1.76	2.14
全面摊薄核心每股收益(港元)	0.91	1.25	1.45	1.75	2.14
每股股息(港元)	0.25	0.35	0.44	0.53	0.64

### 财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率 (%)</b>					
收入	8.5	65.1	22.1	22.2	25.4
利息折旧及摊销前利润	16.9	38.0	21.7	21.1	22.8
营运利润	19.2	40.7	22.0	20.3	22.9
核心利润	20.4	42.2	21.5	20.7	22.0
摊薄每股收益	21.8	37.4	15.7	20.7	22.0
每股股息	28.5	40.0	26.8	19.0	21.7
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	26.2	22.1	21.4	21.2	21.0
利息折旧及摊销前利率	20.5	17.1	17.0	16.9	16.5
息税前利率	17.5	14.9	14.9	14.6	14.3
净利率(核心净利润)	14.0	12.0	12.0	11.8	11.5
实际税率 (%)	24.2	26.3	24.7	25.0	25.0
营运费用占收入比率 (%)	8.7	7.2	6.6	6.6	6.6
利息覆盖率 (x)	8.8	12.0	11.1	13.1	14.8
股息支付率 (%)	27.8	27.3	30.0	30.0	30.0
<b>资本净负债比率 (%)</b>	<b>78.9</b>	<b>73.7</b>	<b>55.2</b>	<b>44.8</b>	<b>38.8</b>
净资本净负债比率 (%)	44.1	42.4	35.6	31.0	27.9
流动比率 (x)	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
<b>回报率 (%)</b>					
资产周转率 (x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
财务杠杆比率 (x)	3.0	2.9	2.8	2.6	2.5
息税前利率 (%)	20.4	17.5	18.2	17.6	17.0
利息负担 (x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
税率负担 (x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>股本收益率 (%)</b>	<b>21.6</b>	<b>24.9</b>	<b>23.9</b>	<b>22.8</b>	<b>23.4</b>
<b>资本回报率 (%)</b>	<b>12.8</b>	<b>14.3</b>	<b>15.1</b>	<b>15.8</b>	<b>17.4</b>

## 投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

### 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所评论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关系。

### 监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

### 免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

### 香港

招商证券(香港)有限公司  
 香港中环交易广场一期48楼  
 电话: +852 3189 6888  
 传真: +852 3101 0828