

中国燃气 (384 HK)

LPG 微管网: 新的业绩增长点

公司 20 财年净利润实现 91.88 亿, 同比增长 11.7%, 符合我们及市场预期。20 财年业绩显示公司一季度受疫情影响, 对销售气量、煤改气点火以及增值服务业带来了较大冲击, 导致现金流和资产负债表改善情况慢于预期。尽管如此, 我们认为公司 20 财年业绩仍值得称赞, 在损失了两个月运营时间的背景下, 公司的核心盈利增速仍达到了 16.2%。对于 21 财年指引, 公司提出 LPG 微管网业务, 将居民用户接驳目标提升至 550-600 万户, 同时零售气量计划增长 15%。我们将公司目标价提升 11.2% 至 37.12 港元, 重申买入评级。

- 20 财年业绩符合预期。** 收入同比持平, 达 594 亿港元, 较我们预期低 5.2%, 主要受疫情影响, 燃气销售及增值服务业务受显著拖累。毛利润同比增长 21.6% 至 171 亿港元, 同时整体毛利率上升 5.0 个百分点至 28.7%, 显示燃气接驳和增值服务对于利润率的带动。较高的毛利润表现弥补了联营及合营公司利润贡献下滑。管理层解释公司在年内将呼和浩特项目纳入合并范围, 同时停止从煤改气投资基金继续提款, 这两项减少了联营及合营公司盈利贡献。净利润录得 91.88 亿港元, 同比增长 11.7%。若撇除一次性财务影响, 核心盈利为 94.67 亿港元, 同比增长 16.2%。公司的业绩表现符合我们及市场预期。
- 新冠疫情影响 20 财年业绩; 21 财年业绩展望维持乐观。** 公司 20 财年零售气量增速仅为 6%, 主要受到了一季度中国各地工商业因疫情而停滞影响。自 4 月份开始, 管理层看到了气量销售在逐步恢复, 并对 21 财年展望乐观, 包括 1) 零售气量同比增长 15%; 2) 居民接驳增加至 550-600 万户; 以及 3) 增值服务业务毛利同比增长 30%。公司同时宣布了新的 LPG 微管网业务发展计划, 以通过独家的 LPG 储罐及供应技术进一步延伸其燃气供应业务至规模较小的乡镇级农村地区。基于公司有多项措施来支持各个业务条线的发展, 我们认为 21 财年的目标具备较高的可实现性。
- 目标价上调 11.2% 至每股 37.12 港元。** 基于对公司 1) 更为保守的农村用户天然气用量假设, 以及 2) LPG 微管网业务将带来额外的新增接驳量预期, 我们调整了对中国燃气的盈利预测。我们对 2021/22 财年的每股盈利轻微下调 2.2% 及 0.5%。尽管盈利预测轻微下调, 我们的分部估值加总估值反应长期看好观点, 基于更加稳定的盈利增长预期, 我们上调目标价 11.2%。重申买入评级。

财务资料

(年结: 3月31日)	FY18A	FY19A	FY20E	FY21E	FY22E
营业收入(百万港元)	59,386	59,540	66,567	78,480	90,805
同比增长(%)	12.4	0.3	11.8	17.9	15.7
净收入(百万港元)	8,224	9,188	10,670	12,626	14,862
每股盈利(港元)	1.63	1.76	2.04	2.42	2.79
每股盈利变动(%)	32.7	8.1	16.1	18.3	15.5
市场平均一致预测(港元)	n/a	n/a	2.12	2.42	2.67
市盈率(倍)	16.7	15.4	13.3	11.2	9.7
市帐率(倍)	4.0	3.6	3.0	2.5	2.2
股息率(%)	1.6	1.8	2.1	2.5	2.9
权益收益率(%)	24.1	23.2	22.4	22.1	22.2
不良贷款率(%)	69.1	81.5	75.8	56.4	41.0

资料来源: 公司资料、彭博及招银国际证券预测

买入 (维持)

目标价	HK\$37.12
(此前目标价)	HK\$33.37
潜在升幅	+36.5%
当前股价	HK\$27.20

中国城市燃气分销行业

萧小川

(852) 3900 0849
robinxiao@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万港元)	141,945
3月平均流通量(百万港元)	558.6
52周内股价高/低(港元)	34.83/22.3
总股本(百万)	5,219

资料来源: 彭博

股东结构

北京控股	23.7%
刘明辉	20.9%
邱达强	18.8%
流通股	36.6%

资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1-月	4.0%	-2.0%
3-月	-0.9%	-5.2%
6-月	-8.3%	5.5%
12-月	-5.0%	10.5%

资料来源: 彭博

股份表现



资料来源: 万德资讯

审计师: 德勤

请登录 2020 年亚洲货币券商投票网址, 投下您对招银国际研究团队信任的一票:

<https://euromoney.com/brokers>

- **新冠疫情对于燃气销售带来显著影响。**公司 20 财年城市燃气零售气量录得 156.3 亿立方米，同比仅增长 6.0%，低于我们预期。疲弱的燃气销售量因工商业气量受 2-3 月份工商业为控制疫情无法开展所致。工业售气量同比增长仅 5.2%，而商业气量则同比下跌 9.1%。居民用户气量方面，受煤改气用户带动，气量同比增长 23.6%。20 财年煤改气用户贡献了 10 亿立方燃气消费量，低于我们预期。管理层解释 2019/20 冬季较为温暖的气温以及部分项目点火时间较晚导致煤改气用户采暖消费量低于预期。
- **21 财年零售气量指引同比增长 15%。**公司对于 21 财年燃气销售量指引维持乐观，并发布 15% 的同比零售销售气量增长目标。管理层对于气量目标的信心建立在 1) 新增 180 万户煤改气用户点火通气后将带来超过 9 亿立方气量贡献，以及 2) 俄气管道将为东北项目带来额外 5 亿方气量。合并两者预计将为公司 21 财年带来约 9% 气量贡献，以为公司内生增长仅需满足 6% 的气量增速即可满足增长目标。由于公司在 20 财年录得居民用户、工业客户及商业客户数量同比分别增长 18.3%/18.3%/17.1%，我们认为公司要实现气量增长年目标并不困难。
- **居民用户接驳达 540 万户。**城市用户及乡镇煤改气接驳量各占一半。尽管一季度受疫情影响，各地防疫措施导致公司损失了近两个月的接驳时间，公司仍然完成了其全财年的接驳目标。乡镇煤改气点火通气户数仅 110 万户，低于管理层全年 150-200 万户通气目标，主要还是受疫情期间无法入户进行安全核验等通气前必要的准备工作所拖累。
- **LPG 微管网将支持未来的居民接驳业务维持稳定。**管理层提出新的乡镇燃气市场发展计划，并称之为 LPG 微管网，用以通过集约化的储罐及气化设施将传统的液化气罐替换为管道燃气供应。根据我们的理解（详见第三页）我们认为 LPG 微管网将可以视作为 1) 将管道燃气服务从大规模乡镇区域向更小规模区域如乡村进一步延伸；2) 对于中国东南及南部乡镇进行燃气供应服务升级；以及 3) 在目前低油价环境下对于传统的乡镇能源实现低价有竞争力的能源替代。公司计划在 21 财年开发 50 万户 LPG 微管网用户。我们认为公司这项新业务将不仅能够支持居民接驳业务维持稳健，同时将改善公司 LPG 业务部门的盈利表现。
- **增值服务业务维持快速增长。**公司 20 财年录得增值服务收入 50.25 亿港元，同比增长 28.8%。毛利润和毛利率分别为 19.5 亿港元及 38.8%。按并表居民用户口径，我们测算单用户价值贡献为 309.2 港元，受疫情影响略低于我们此前预期。展望 21 财年，管理层指引增值服务业务板块毛利润将同比增长 30%。
- **现金流改善慢于预期。**公司年内回收煤改气工程应收款人民币 49.4 亿，符合管理层此前给予指引，该款项回收使资产负债表中应收款规模维持稳定。截止 20 财年末，公司累计完成了 557 万户煤改气工程接驳，但仅实现 200 万户点火通气。完工户数和点火户数的差异扩大带来合约资产显著增加。该会计科目自 19 财年 72 亿港元同比增加 77.5% 至 128 亿港元。在负债端，应付款同比下降了近 60 亿港元。公司在一季度对加速了对供应商款项支付。20 财年自有现金流仍为负值。随着煤改气工程年接驳量触顶回落，以及应收款加速回收，管理层预期自有现金流将在 2022 财年实现转正。管理层同时预期 21 财年内回收煤改气项目应收款 90 亿人民币。

LPG 微管网

何为 LPG 微管网？

我们认为 LPG 微管网业务是对中燃在北方地区的煤改气工程接驳业务的一种改良。区别于煤改气业务和 LNG 点供，LPG 微管网接驳采用轻资产模式，仅需要 1) 集中式的 LPG 储罐和气化设施，2) 加气车辆，以及 3) 低压管道设施方可实现区域化管道气供应，可以节约高压管线和燃气调压站的建设成本，同时也不需要建设造价较高的 LNG 气化设施。因此，我们相信 LPG 微管网业务是针对人口密度地区小规模用户（对比农村煤改气大用户规模），以及小用量用户（对比 LNG 点供业务要求大用量用户）的管道燃气解决方案。

LPG 微管网业务不仅适用于新项目开发接驳，同时也适用于存量乡村区域传统瓶装气用户升级改造为管道气以实现用户体验和燃气安全性的提升。

我们为何看好中燃的微管网业务？

我们相信 LPG 微管网业务除了在北方地区是对农村煤改气业务向更小的乡村区域延伸以外，更是在中国南方及东南部地区经济基础较好地区切入乡村管道气市场的一种创新业务模式。公司在 2018-19 年因在青海和湖北启动了四个时点项目，获得了住建及城乡发展部的支持并行政了 15 项关于储气和加注技术的专利。基于目前公司内部 LPG 业务板块对于燃料的贸易和供应的支持，我们认为 LPG 微管网很有可能成为一项独家业务，因为其他的主要燃气分销企业并没有其内部的 LPG 供应部门。

我们预期中燃将通过 LPG 微管网实现用户价值的梯次开发。第一重价值开发将是接驳费。根据青海省信息发布，中燃在青海土官村的试点项目单户投资人民币 9,000 元，其中人民币 5,000 元为管道设施的建设成本，其余人民币 4,000 元为户内管道及咪表安装费用。我们认为公司的 LPG 微管网业务接驳商业模式讲近似于华北煤改气，预计公司的接驳收费为每户人民币 3-4,000 元。我们预期该业务将帮助公司增加接驳业务工程量，使公司的居民燃气接驳业务更具可持续性。

我们认为公司对乡村用户的 LPG 销售将成为客户价值的第二重开发。在目前低油价的环境下，LPG 作为原油炼制的直接产物与天然气及 LNG 相比具备较高的价格竞争力。此外，通过 LPG 微管网，公司预计能够将乡村用户目前灌装液化气成本降低 20-30%，并切换为管道气实现持续稳定供应。据此，我们认为 LPG 微管网将获得乡村用户的肯定，同时在后续销气层面，公司对于用户负担的考虑也将低于煤改气。综上，我们认为该业务将有助于公司发挥其 LPG 分销网络的能力并提升 LPG 业务部门的盈利表现。

快速启动项目推进

根据我们的初步研究，公司已经在青海、湖北、云南和海南与地方政府签署了一系列 LPG 微管网开发协议。公司同时也在广东和华东区域启动了微管网项目开发。在 21 财年，公司计划开发 50 万户 LPG 微管网用户。我们认为未来用户开发量将有潜力进一步扩大。

财务分析

利润表

年结:3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售收入	59,386	59,540	66,567	78,480	90,805
销售成本	(45,327)	(42,443)	(47,352)	(55,886)	(64,679)
毛利	14,059	17,097	19,216	22,594	26,126
其它收入	786	640	691	800	1,072
其他收益及亏损	295	(180)	50	50	50
销售及分销成本	(1,820)	(1,973)	(2,173)	(2,522)	(2,873)
行政开支	(2,442)	(2,447)	(2,702)	(3,147)	(3,595)
应占联营公司之业绩	520	405	565	572	574
应占合资公司之业绩	1,132	571	625	613	637
以股份为基础开支	(63)	-	(50)	(50)	(50)
息税前收益	12,467	14,113	16,222	18,911	21,940
财务收益	(1,284)	(1,388)	(1,411)	(1,529)	(1,615)
税前利润	11,183	12,725	14,811	17,382	20,325
所得税	(2,198)	(2,464)	(2,962)	(3,476)	(4,065)
减: 非控制股东权益	(760)	(1,072)	(1,179)	(1,279)	(1,398)
净利润	8,224	9,188	10,670	12,626	14,862

现金流量表

年结:3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
税前利润	11,183	12,725	14,811	17,382	20,325
折旧和摊销	1,326	1,591	1,910	2,203	2,495
运营资金变动	7,038	(8,091)	(1,739)	2,503	875
税费	(1,874)	(2,245)	(3,094)	(3,235)	(3,790)
其它	(7,556)	(1,001)	(771)	(808)	(854)
经营活动所得现金流	10,117	2,979	11,117	18,046	19,050
资本开支	(11,816)	(5,989)	(12,228)	(10,912)	(10,889)
其它	784	(950)	-	-	-
投资活动所得现金净额	(11,032)	(6,939)	(12,228)	(10,912)	(10,889)
股份发行	3,785	537	589	640	699
净借贷	5,526	1,790	4,158	2,755	2,288
股息	(2,172)	(2,937)	(3,285)	(3,792)	(4,551)
其它	(804)	(1,100)	-	-	-
融资活动所得现金净额	6,335	(1,710)	1,462	(397)	(1,565)
现金增加净额	5,419	(5,670)	351	6,737	6,597
年初现金及现金等价物	8,246	13,239	7,119	7,470	14,207
汇兑	(427)	(450)	-	-	-
年末现金及现金等价物	13,239	7,119	7,470	14,207	20,804
资产负债表现金	13,239	7,119	7,470	14,207	20,804

资产负债表

年结:3月31日(百万港元)	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
非流动资产	68,277	72,558	82,851	91,569	99,975
投资物业	556	524	566	571	571
物业、厂房及设备	42,965	46,128	55,163	62,291	69,114
预付租赁款项	2,148	2,458	2,673	2,958	3,215
于联营公司之投资	5,746	7,063	7,628	8,201	8,775
于合资公司之投资	8,022	7,815	7,963	8,606	9,273
其它非流动资产	8,840	8,570	8,858	8,943	9,028
流动资产	41,603	39,509	44,551	52,798	61,726
存货	3,412	3,246	3,629	4,122	4,588
应收客户合约工程款	-	-	-	-	-
合约资产	7,185	12,75	15,22	14,50	14,23
贸易及其他应收	10,061	9,893	11,581	13,347	15,443
银行结存及现金	13,239	7,119	7,470	14,207	20,804
其它流动资产	7,706	6,500	6,645	6,621	6,657
流动负债	46,644	49,347	47,193	49,495	52,999
应付账款及票就	23,69	17,70	18,94	21,23	22,63
预收账款	-	-	-	-	-
合约负债	5,168	5,998	6,853	7,712	8,614
应付税款	1,245	1,246	1,333	1,564	1,829
借贷	16,408	24,121	19,773	18,679	19,604
其它流动负债	125	282	293	303	314
非流动负债	22,453	16,936	25,273	29,182	30,605
借贷	21,491	15,568	24,073	27,923	29,285
递延所得税负债	962	1,368	1,200	1,260	1,320
净资产总额	40,782	45,783	54,936	65,690	68,063
少数股东权益	5,461	6,178	7,357	8,637	10,035
股东权益	35,321	39,605	47,579	57,053	68,063

主要比率

年结:3月31日	FY19A	FY20A	FY21E	FY22E	FY23E
销售组合					
管道燃气销售	45.6	45.4	48.0	49.5	50.6
燃气接驳及其它合约工程	21.0	23.0	22.7	19.4	17.0
液化石油气销售	26.8	23.1	17.8	17.8	17.1
增值服务	6.6	8.4	10.8	11.8	12.7
其它	-	-	0.7	1.4	2.5
合计	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
盈利能力比率					
毛利率	21.0	23.7	24.4	24.1	24.2
税前利率	18.8	21.4	22.2	22.1	22.4
净利润率	13.8	15.4	16.0	16.1	16.4
有效税率	19.7	19.4	20.0	20.0	20.0
资产负债比率					
流动比率 (x)	0.89	0.80	0.94	1.07	1.16
速动比率 (x)	9.7	10.2	11.5	12.4	13.6
现金比率 (x)	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4
存货周转天数	19.9	20.4	18.9	18.0	17.5
应收周转天数	58.6	61.2	58.9	58.0	57.9
应付周转天数	152	178	141	131	124
债务/股本比率 (%)	92.9	87.2	80.3	71.4	63.1
净负债/股东权益比率 (%)	69.1	81.5	75.8	56.4	41.0
回报率 (%)					
资本回报率	24.1	23.2	22.4	22.1	22.2
资产回报率	7.5	8.2	8.4	8.7	9.2
每股数据(人民币)					
每股盈利(港元)	1.63	1.76	2.04	2.42	2.79
每股股息(港元)	0.44	0.50	0.58	0.69	0.80
每股账面价值(港元)	6.77	7.59	9.12	10.93	12.6

资料来源:公司及招银国际证券预测

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银国际证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视作证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国2000年金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。