

买入

广东省直供气政策短期影响有限

华润燃气 (1193.HK)

2020-09-16 星期三

投资要点

目标价: **45.6 港元**
 现价: 36.85 港元
 预计升幅: 24%

重要数据

日期	2020-09-15
收盘价 (港元)	36.85
总股本 (百万股)	2,314
总市值 (百万港元)	85,386
净资产 (百万港元)	30,795
总资产 (百万港元)	82,743
52 周高低 (港元)	47.15/33.44
每股净资产 (元)	12.16

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

华润(集团)有限公司 (63.30%)
 Capital Research and Management
 Company (11.03%)

相关报告

研究部

姓名: 杨义琮
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2020 年上半年盈利 23.96 亿港元, 同比下降 18.2%:**

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月, 公司实现营业收入 225.72 亿港元, 同比下降 19.9%; 股东应占净利润 23.96 亿港元, 同比下滑 18.2%, 主要因接驳业务受疫情影响施工进度放慢。每股基本盈利为 1.09 港元, 同比下降 18.7%, 中期股息每股 15 港仙。上半年实现经营性现金流 36.5 亿港元, 现金及现金结存 165.3 亿港元, 较同期分别增长 22.6% 和 39.2%。

➤ **广东省直供气政策短期影响有限:**

近期广东省出台“天然气直供”政策, 并明确“直供大用户”准入门槛为年用气量达到 1000 万立方米以上、靠近主干管道且具备直接下载条件。我们认为“天然气直供”政策对城市燃气特许经营权直接构成冲击和负面影响, 但政策出台和执行还需要时间, 对城燃公司的业绩短期影响有限。未来在“天然气直供”市场化改革趋势下, 预期城燃企业亦可以参与提供管输服务或者参股建设新的管道而增加收益, 具有竞争优势的城燃公司也将进入上游直供市场, 获得新的市场份额。

➤ **宁波和重庆项目将增厚公司业绩:**

宁波合资项目于 8 月正式运营, 而近期在通过反垄断审查后, 华润金控将全面要约收购重庆燃气, 预期未来重庆燃气股权将注入华润燃气, 因此宁波和重庆项目将对公司业绩产生增量贡献。2020 年上半年公司实现签约项目 14 个, 注册项目 7 个, 预计增加用户 131 万户, 增加销气量 15 亿方/年。未来公司持续外延项目并购也将支撑公司业绩持续增长。

➤ **给予买入评级, 目标价 45.6 港元:**

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况, 给予公司目标价 45.6 港元, 相当于 2021 年和 2022 年 19 倍和 17 倍 PE, 目标价较现价有 24% 上升空间, 给予买入评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	51,165	55,835	48,251	54,369	58,574
同比增长(%)	3.0%	9.1%	-13.6%	12.7%	7.7%
净利润	4,450	5,043	4,894	5,546	6,189
同比增长(%)	-5.2%	13.3%	-3.0%	13.3%	11.6%
每股盈利 (港元)	2.04	2.32	2.20	2.40	2.67
PE@36.85HKD	18.1	15.9	16.7	15.4	13.8
每股股息 (港元)	0.77	0.87	0.77	0.84	0.94
股息率	2.1%	2.4%	2.1%	2.3%	2.5%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020 年上半年盈利 23.96 亿港元，同比下降 18.2%：

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现营业额为 225.72 亿港元，同比下降 19.9%。股东应占净利润 23.96 亿港元，同比下滑 18.2%，主要因接驳业务受疫情影响施工进度放慢。每股基本盈利为 1.09 港元，较去年同期下降 18.7%，拟派发中期股息每股 15 港仙。上半年实现经营性现金流 36.5 亿港元，现金及现金结存 165.3 亿港元，较同期分别增长 22.6% 和 39.2%。

2020 年上半年公司销售 132.53 亿立方米天然气，其中工业销气量录得 59.26 亿立方米，同比下降 5.6%，占总销气量的 44.7%；商业销气量录得 28.63 亿立方米，同比下降 19.1%，占总销气量的 21.6%；民用销气量录得 38.85 亿立方米，同比增长 13.5%，占总销气量的 29.3%。

2020 年上半年接驳工程延期开工，期间新增接驳用户 100.40 万户，其中包括居民新房接驳 79.08 万户，新增工商业用户 1.24 万户，旧房接驳 19.40 万户，农村居民煤改气 0.68 万户。截至 2020 年中期，公司经营区域内居民燃气渗透率由去年同期的 51.6% 上升至 53.8%，预期公司全年新增接驳用户 260-280 万户。

图1：公司天然气销售总量(亿立方米)

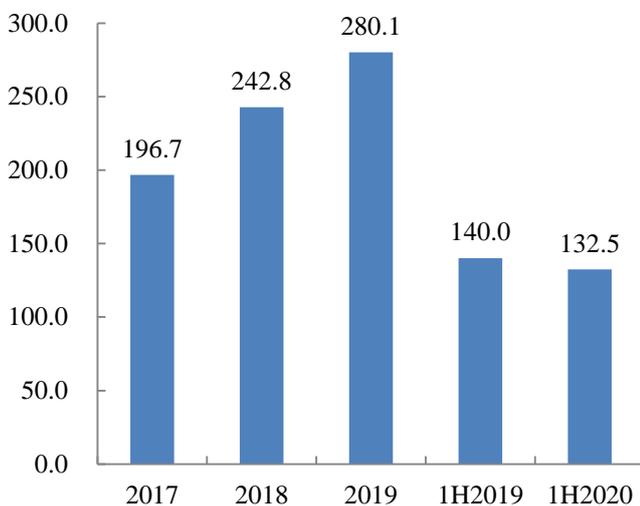
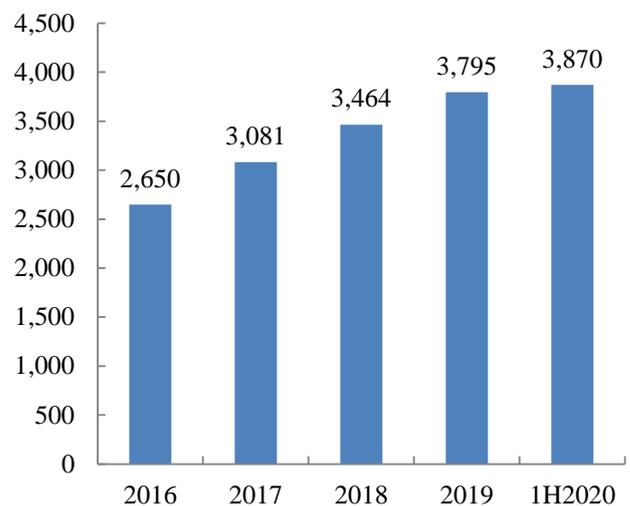


图2：公司累计用户(万户)



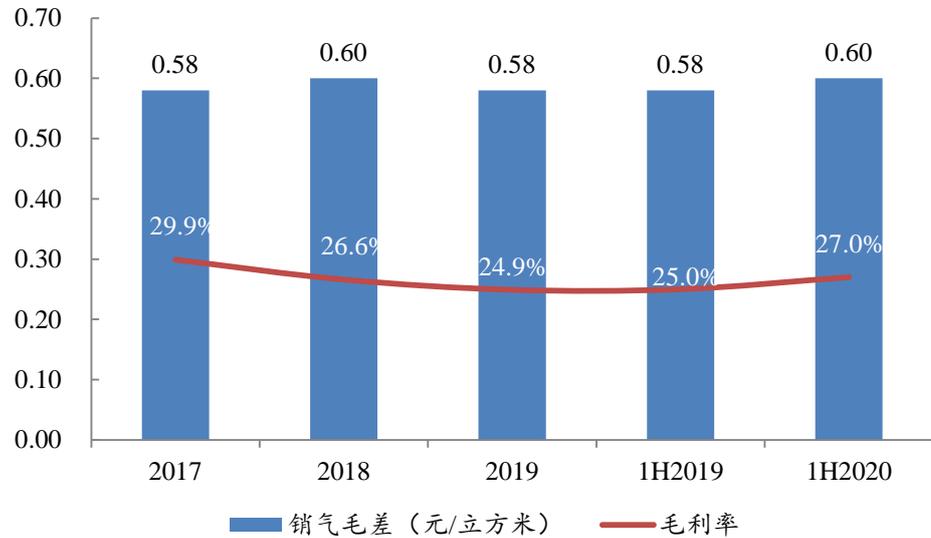
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2020 年上半年整体毛利率 27%，同比提升 2 个百分点：

2020 年上半年，公司通过优化气源结构缓解成本负担，整体毛利率同比上升 2.0 个百分点至 27.0%。期内公司销气毛差 0.60 元/立方米，同比增加 2 分钱，预期全年销气毛差有望维持 0.60 元/立方米，同比增加 2 分钱。

图3：公司销气毛差及综合毛利率



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

广东省直供气政策短期影响有限：

近期广东省出台“天然气直供”政策，并明确“直供大用户”准入门槛为年用气量达到 1000 万立方米以上、靠近主干管道且具备直接下载条件。我们认为“天然气直供”政策对城市燃气特许经营权直接构成冲击和负面影响，但政策出台和执行还需要时间，对城燃公司的业绩短期影响有限。未来在“天然气直供”市场化改革趋势下，预期城燃企业亦可以参与提供管输服务或者参股建设新的管道而增加收益，具有核心竞争优势的城燃公司也将进入上游直供市场，获得新的市场份额。

宁波和重庆项目将增厚公司业绩：

宁波合资项目于 8 月正式运营，而近期在通过反垄断审查后，华润金控将全面要约收购重庆燃气，预期未来重庆燃气股权将注入华润燃气，因此宁波和重庆项目将对公司业绩产生增量贡献。2020 年上半年公司实现签约项目 14 个，注册项目 7 个，项目分布于江苏、浙江、四川、湖南、广东等多省，拓展经营面积 1.4 万平方公里，预计增加用户 131 万户，增加销气量 15 亿方/年。项目涵盖城市燃气、分布式能源、加氢站等各类业务，未来公司持续外延项目并购也将支撑公司业绩持续增长。

给予买入评级，目标价 45.6 港元：

我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况，给予公司目标价 45.6 港元，相当于 2021 年和 2022 年 19 倍和 17 倍 PE，目标价较现价有 24% 上升空间，给予买入评级。

风险提示:

直供气政策影响超出预期，天然气需求增长不及预期，销气毛差下降。

表1: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB		
					2018	2019	2019增速	2018	2019	2019增速	2019	2020E	2021E	MRO	
城市燃气															
0003.HK	香港中华煤气	HKD	11.48	2,040	390.7	406.3	4.0%	93.1	69.7	-25.2%	29.3	25.8	24.1	3.3	
1083.HK	港华燃气	HKD	3.38	100	117.9	129.2	9.6%	12.2	13.1	6.9%	7.7	7.2	6.6	0.6	
0384.HK	中国燃气	HKD	21.40	1,117	595.4	596.7	0.2%	82.2	91.9	11.7%	12.2	10.2	8.8	2.8	
2688.HK	新奥能源	HKD	84.65	953	695.5	786.8	13.1%	32.2	63.3	96.8%	15.1	14.1	11.8	3.3	
0135.HK	昆仑能源	HKD	5.22	452	1,208.9	1,268.3	4.9%	52.9	62.0	17.2%	7.3	6.8	5.9	0.8	
0392.HK	北京控股	HKD	24.70	312	683.3	684.1	0.1%	75.8	80.5	6.3%	3.9	3.8	3.5	0.4	
1600.HK	天伦燃气	HKD	5.70	57	58.4	73.1	25.3%	6.5	8.8	35.6%	6.5	5.4	4.6	1.3	
0956.HK	新天绿色能源	HKD	2.00	235	114.3	133.9	17.2%	14.5	15.8	9.1%	4.9	4.4	4.1	0.5	
行业平均											10.8	9.7	8.7	1.6	
1193.HK	华润燃气	HKD	36.85	853	516.4	568.9	10.2%	44.5	50.4	13.3%	16.9	16.2	14.4	2.8	

资料来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

财务报表摘要
损益表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	51,165	55,835	48,251	54,369	58,574
销售成本	(37,544)	(41,904)	(35,223)	(40,233)	(43,345)
毛利	13,622	13,931	13,028	14,136	15,229
其他收入	937	1,517	1,532	1,547	1,563
财务开支	(460)	(534)	(480)	(485)	(490)
应占联营公司利润	249	236	238	240	243
应占合营公司利润	557	521	526	531	536
销售费用	(4,132)	(4,364)	(4,276)	(4,319)	(4,362)
所得税	(1,989)	(1,922)	(1,817)	(2,059)	(2,298)
税前利润	7,877	8,391	7,934	8,992	10,034
少数股东应占利润	1,438	1,426	1,223	1,386	1,547
净利润	4,450	5,043	4,894	5,546	6,189
折旧及摊销	1,741	1,918	1,880	1,842	1,805
增长					
总收入 (%)	3%	9%	-14%	13%	8%
净利润 (%)	-5%	13%	-3%	13%	12%

资产负债表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
现金	10,393	13,237	14,647	16,983	19,819
应收账款	10,965	11,671	11,437	11,209	10,984
存货	940	857	849	840	832
其他流动资产	2,730	3,479	3,409	3,341	3,274
流动资产	25,027	29,243	30,342	32,373	34,909
固定资产	30,919	33,295	35,196	37,079	38,773
无形资产	68	82	78	74	70
其他固定资产	17,558	18,404	18,227	18,056	17,893
非流动资产	48,545	51,781	53,501	55,209	56,736
总资产	73,572	81,024	83,842	87,582	91,645
应付账款	18,486	21,996	21,556	21,124	20,702
短期银行贷款	2,635	2,031	1,991	1,951	1,912
其他短期负债	13,127	13,928	13,650	13,377	13,109
流动负债	34,247	37,955	37,196	36,452	35,723
长期银行贷款	251	285	280	274	268
其他负债	7,465	7,427	7,025	7,008	6,778
非流动负债	7,716	7,712	7,305	7,282	7,046
总负债	41,963	45,667	44,500	43,734	42,769
少数股东权益	7,527	8,561	9,357	10,258	11,263
股东权益	24,081	26,795	29,985	33,590	37,613
负债及权益总额	73,572	81,024	83,842	87,582	91,645
每股账面值(人民币元)	10.74	10.54	12.04	13.76	15.73
营运资金	(9,220)	(8,712)	(6,854)	(4,079)	(814)

财务分析

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
净利率 (%)	9%	9%	10%	10%	11%
营运表现					
实际税率 (%)	25%	23%	23%	23%	23%
股息支付率 (%)	40%	39%	39%	39%	39%
存货周转天数	9	9	9	9	9
应付账款周转天数	107	107	107	107	107
应收账款周转天数	9	9	9	9	9
ROE (%)	11%	11%	13%	16%	19%
ROA (%)	6%	7%	6%	6%	7%
财务状况					
净负债/股本	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.5)
收入/总资产	0.70	0.69	0.58	0.62	0.64
总资产/股本	3.06	3.02	2.80	2.61	2.44
收入对利息倍数	111.3	104.6	100.5	112.1	119.6

现金流量表

百万港元, 财务年度截至12月31日

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
融资成本	460	534	480	485	490
营运资金变化	1,269	508	1,858	2,775	3,265
所得税	(1,808)	(2,001)	(1,817)	(2,059)	(2,298)
营运现金流	8,342	8,491	6,670	7,483	8,283
资本开支	(5,463)	(3,920)	(2,000)	(2,000)	(2,000)
其他投资活动	(692)	45	334	327	321
投资活动现金流	(6,154)	(3,875)	(1,666)	(1,673)	(1,679)
负债变化	(2,689)	(572)	(46)	(45)	(44)
股本变化	0	0	9	0	0
股息	(1,198)	(1,677)	(1,891)	(1,713)	(1,941)
其他融资活动	2,087	636	(1,489)	(1,522)	(1,571)
融资活动现金流	(1,799)	(1,613)	(3,418)	(3,280)	(3,556)
现金变化	388	3,004	1,586	2,530	3,048
期初持有现金	10,356	10,393	13,237	14,647	16,983
汇率变动	(351)	(160)	(176)	(193)	(212)
期末持有现金	10,393	13,237	14,647	16,983	19,819

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>