

中裕燃气(03633 HK) – 峰会纪要：售气量稳定增长

2019年5月16-17日我们于上海举办“第三届国泰君安国际投资高峰论坛”，我们很荣幸邀请到中裕燃气(03633 HK)出席与我们峰会分享公司的发展。公司在会上表示今年全年售气量预计有25%的增长，未来接驳和煤改气推进不会激进，将专注于工商业用户和高毛利率业务发展。

2019年售气量预计保持25%的增长。公司一季度采暖季售气量同比增长33%，预计2019年全年售气量将增长25%，增量主要来自工厂外迁等带来的工商业用户增长，而居民用户售气量和（三四线）新增房地产供应相关，增长可能相对有限。另外，由于工商业客户气量大，尽管其对价格更为敏感，但这部分增长对中石油决定合约气量非常重要。

2018年公司价差为0.47元，工商业用户价差0.73较为健康，价差低于同行主要因为居民顺价未完成以及公司经营区域多为三四线城市燃气售价较低。今年价差有望回到0.52水平，尽管一季度采暖季顺价进展不大，预计四季度将完成顺价。

除工商业用户售气量的增长，公司未来业绩增长动力还来自高毛利率业务的发展，例如贸易、增值业务和分布式能源。

1) 增值服务—“中裕凤凰”。中裕凤凰目前覆盖了吸油烟机、燃气灶、燃气热水器、燃气壁挂炉等系列，2018年增值业务收入达到1.55亿，公司预期2020年成长至3.6亿的收入体量，2018-2020年CAGR为52.4%。

2) 综合能源项目仍在探索。公司的分布式能源项目仍以燃气为主。公司有9个在看的項目，大型項目如工业园区会参与合作，但公司偏好中小型項目例如医院。目前在建項目两个，建设期2年左右，不会在年内完工，不过三四季度妇幼保健院项目（526kw天然气分布式能源站）将会投产。

接驳业务收入增速预计明显放缓。公司去年全年新接驳煤改气用户大幅增加300%至44.5万户，新接驳非煤改气用户同比减少12.1%至22.3万户。2019年预计：1) 新增煤改气用户45万户，较去年变动不大，增速仅1%，主要因为河北省可能缩减补贴并且丘陵地区

19年5月23日收市价(港元) 7.17

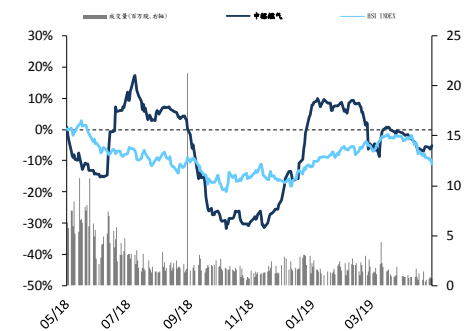
年初至今走势 9.5%

主要指标一览

市值(百万港元)	17,989
流通股比例(%)	27
3个月日均交易额(百万港元)	11
52周股价区间(港元)	5.1-9.2
12个月滚动预计市销率(x)	1.7

资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

一年股价相对恒指走势



资料来源: Bloomberg, 国泰君安国际

策略员

Sherry Zhao (赵欣玥)

(852) 2509 5443

sherry.zhao@gtjas.com.hk

不适合管道气；2)而非煤改气用户将新增25万户，同比上升12%，用户主要来自旧城改造。结合两者来看，2019年新增住宅用户约70万户(略高于去年的66.9万户)，已接驳住宅用户预计增加24%。

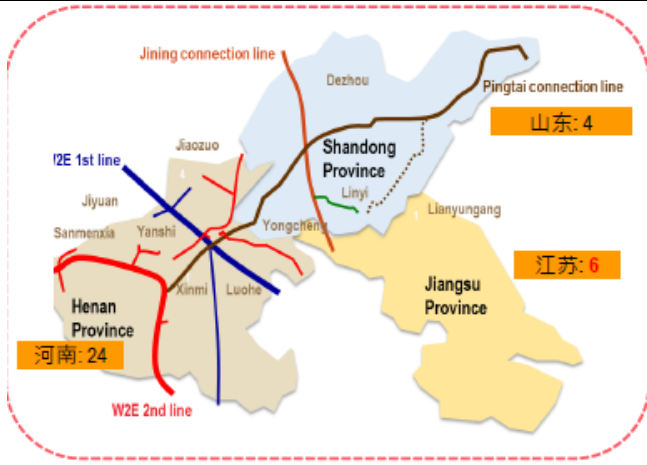
2018年公司接驳业务收入占比为29.5%，毛利率高达77.5%。但公司表示目前的煤改气项目接驳费2750元合理，并且考虑到成本监审的过程比较漫长，短期内并不担心接驳费监管政策出台。

深耕现有市场，“内生+外延”双向发展。2019年公司管道建设方面开支约为5-6亿元，仍集中在已有区域(河北、河南、山东、江苏)。这些地区紧靠西气东输二期主线，拥有稳定可靠的供气。

今年资本开支中预计投放4-5亿元进行并购(不包括年初收购的河南燃气公司)。去年公司于河北省及江苏省取得额外2个天然气项目的特许经营权(PE为8-9x)，今年1月公司以16倍以下PE的估值收购两家河南省内天然气公司100%的股权，累计拥有63个天然气项目独家经营权。河南新收购项目现金流将会直接并表。

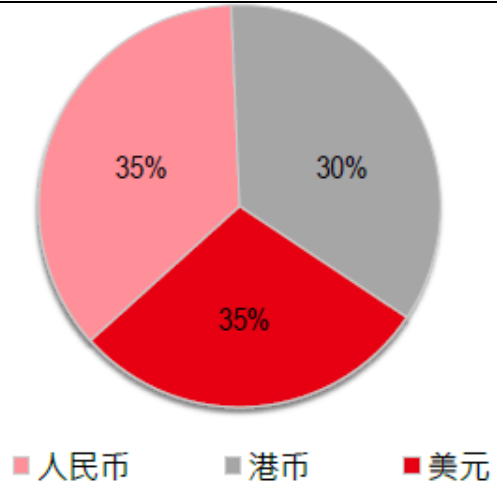
中美贸易摩擦影响有限。1)进口方面，公司LNG主要来自中海油和液化工厂，管道气主要来自中石油。因此公司目前没有LNG进口长约，并且表示对美国进口保持谨慎。另外公司认为美国进口只占每年1%的份额，对国内天然气气价影响不大。2)2018年公司港币和美元债务占比分别为30%和35%，因此去年因美元升值公司曾录得3.2亿港元汇兑损失，但今年一季度录得1亿元汇兑收益。今年已对冲的债务占比高于去年，预计美元波动的影响较去年有限。

图表 1：公司管道建设集中已有区域。



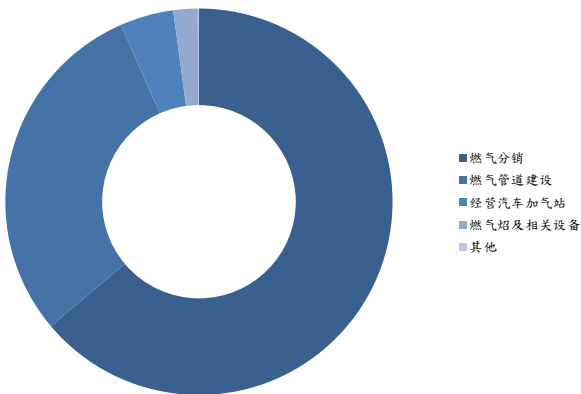
资料来源：公司资料，国泰君安国际

图表 2：18 年公司港币和美元债务占比分别为 30% 和 35%。



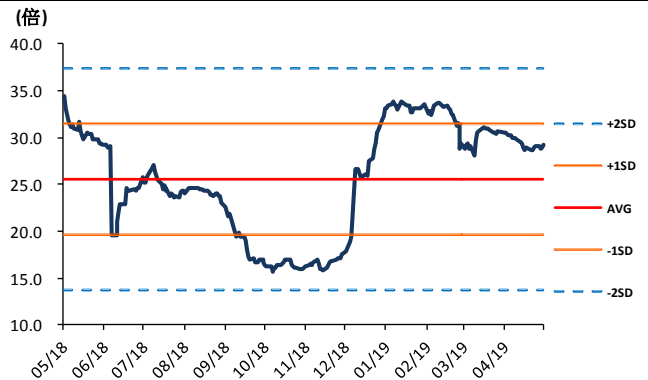
资料来源：公司资料，国泰君安国际

图表 3：2018 年公司接驳业务收入占比 29.5%。



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 4：12 个月滚动市盈率。



资料来源：Bloomberg，国泰君安国际

图表 5：同业比较

	市值 (HKDm)	流通股 所占 比例 (%)	收市价 (HKD)	52周 股价 区间 (示意图)	市场 平均 目标价 (HKD)	潜在 上升 空间 (%)	年初至今 股价 走势 (%)	3个月 日均 成交额 (HKDm)	3个月 日均 换手率 (%)	每股盈利增长		市盈率		市净率		EV/EBITDA		股息率		ROE		收入增长		贝塔值	
										19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F	19F	20F		
昆仑能源	135	hk	57,471	38.3	7.1	10.2	43.6	-9.4	154.0	0.3	29.3	13.1	8.0	7.1	1.1	1.0	4.6	4.2	4.7	5.3	14.2	14.5	7.8	12.5	0.7
中国燃气	384	hk	122,897	36.2	23.6	32.7	38.9	11.0	254.0	0.2	20.3	16.1	13.9	12.0	3.2	2.7	11.6	9.9	2.1	2.6	23.9	23.2	19.1	20.4	0.7
港华燃气	1083	hk	16,073	32.2	5.7	6.8	18.3	-4.6	9.4	0.1	26.0	9.0	10.3	9.5	0.9	0.9	9.9	9.1	3.2	3.6	8.9	9.1	8.2	11.8	0.8
华润燃气	1193	hk	81,955	36.0	36.9	38.4	4.3	32.3	127.2	0.2	12.5	11.7	16.3	14.6	2.9	2.6	9.0	8.1	2.3	2.7	19.3	19.2	13.8	14.4	0.5
天伦燃气	1600	hk	7,135	37.1	7.2	11.6	61.3	19.1	14.8	0.2	65.3	30.6	6.4	4.9	1.5	1.2	6.2	4.9	4.1	5.3	26.2	27.6	24.1	24.0	0.9
新奥能源	2688	hk	77,615	67.1	69.1	85.8	24.2	25.6	201.2	0.3	61.8	15.8	13.7	11.8	2.7	2.3	8.7	7.6	2.3	2.8	21.0	21.1	16.2	23.2	0.6
中裕燃气	3633	hk	18,192	26.5	7.2	NA	NA	44.8	11.2	0.1	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	31.6	20.7	0.9
简单平均						31.8	6.9	86.4		0.2	35.9	16.0	11.4	10.0	2.1	1.8	8.3	7.3	3.1	3.7	18.9	19.1	17.3	18.1	0.7
市值加权						26.5	16.0	172.2		0.2	28.2	13.6	12.4	10.8	2.4	2.1	8.5	7.5	2.5	3.0	18.9	18.8	15.7	18.0	0.6
中位数						31.5	11.0	14.8		0.2	27.6	14.4	12.0	10.6	2.1	1.8	8.9	7.8	2.8	3.2	20.2	20.2	16.2	20.4	0.7

资料来源：Bloomberg，国泰君安国际，数据截止日期 2019 年 5 月 23 日港股收市

公司简介

中裕燃气(3633.HK)是位于第二梯队的天然气分销商，中国燃气(384.HK)拥有其 41.97%股权。自 2003 年成立以来公司发展迅速，目前已经拥有河北、河南、江苏、山东等地 63 个天然气项目特许经营权；自有品牌“中裕凤凰”目前覆盖了吸油烟机、燃气灶、燃气热水器、燃气壁挂炉等系列。

图表 6：中裕燃气(03633 HK)历史财务一览

(港元百万, 年结12月31日)	FY15	FY16	FY17	FY18	(港元百万, 年结12月31日)	FY15	FY16	FY17	FY18
合并利润表					现金流量表				
总收入	3,277	3,723	5,048	7,627	净利润	93	206	558	621
销售成本	(2,492)	(2,714)	(3,759)	(5,405)	折旧摊销	186	214	282	333
毛利	785	1,008	1,289	2,222	其它非现金调整	(279)	(420)	(840)	(954)
营业费用	(144)	(342)	(338)	(1,191)	已付税费	(185)	(175)	(245)	(344)
经营利润	641	666	951	1,031	经营现金流	605	692	644	856
净利息支出	(115)	(252)	(207)	(273)	资本化开支	(603)	(503)	(718)	(2,121)
其它	(219)	(119)	105	363	处置固定资产	8	18	112	85
税前利润	308	295	849	1,121	其它投资现金	(106)	(42)	(138)	(117)
税费	(158)	(191)	(258)	(407)	投资现金流	(700)	(527)	(743)	(2,153)
净利润	93	206	558	621	借贷净值	423	(91)	790	2,914
摊薄每股盈利	0.037	0.082	0.221	0.245	股权融资净值	-	-	-	(13)
每股派息	-	-	0.05	0.07	已付股息	-	-	-	(33)
同比变动					融资现金流				
总收入	5%	14%	36%	51%	现金净变动	254	(376)	(229)	2,530
毛利	5%	28%	28%	72%	利润率	159	(211)	(329)	1,233
经营利润	27%	4%	43%	8%	毛利率	24.0%	27.1%	25.5%	29.1%
净利润	(64%)	121%	171%	11%	经营利润率	19.6%	17.9%	18.8%	13.5%
摊薄每股盈利	(64%)	121%	171%	11%	净利率	2.9%	5.5%	11.1%	8.1%
资产负债表					利润率变动				
现金、现金等价物及短期投资	984	768	464	1,595	毛利率	0.1%	3.1%	-1.5%	3.6%
应收账款	319	411	672	1,669	经营利润率	3.5%	-1.7%	0.9%	-5.3%
存货	104	106	210	326	净利率	-5.5%	2.7%	5.5%	-2.9%
其它流动资产	527	369	665	911	资本回报				
流动资产	1,933	1,654	2,011	4,502	平均资本回报率	4.4%	8.1%	17.1%	15.1%
物业厂房设备	4,943	6,100	7,647	9,418	平均资产回报率	1.4%	2.2%	5.2%	4.4%
长期投资	15	50	51	66	平均投入资本回报率	2.1%	3.4%	7.2%	6.1%
其它非流动资产	1,817	1,820	2,092	2,295	现金周转				
总资产	8,709	9,624	11,801	16,281	平均应收账款天数	27.7	35.8	39.2	56.0
短期借款	1,206	672	1,770	4,686	平均应付账款天数	66.5	78.5	63.3	65.3
应付账款	592	576	727	1,206	偿债能力、杠杆率				
其它流动负债	814	1,461	1,179	1,400	流动比率	74%	61%	55%	62%
流动负债	2,611	2,709	3,677	7,292	速动比率	50%	44%	31%	45%
长期贷款	3,186	3,753	3,935	3,792	净负债比率	150%	130%	141%	152%
其它非流动负债	640	356	465	677	杜邦分析				
总负债	6,437	6,818	8,078	11,761	息税负担(净利润/经营利润)	15%	31%	59%	60%
归属股东权益	2,272	2,806	3,723	4,520	经营利润率	19.6%	17.9%	18.8%	13.5%
总负债及股东权益	8,709	9,624	11,801	16,281	期末资产周转率	38%	39%	43%	47%
净负债	3,408	3,657	5,241	6,882	杠杆率(总资产/总资本)	3.8x	3.4x	3.2x	3.6x

资料来源: 公司资料, 国泰君安国际

投资咨询部 Investment Strategy

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk	
黄博	Victor Bo Huang	victor.huang@gtjas.com.hk	(852) 25092621
王昕媛	Kate Wang	kate.wang@gtjas.com.hk	(852) 25092623
阮家洛	David Yuen	david.yuen@gtjas.com.hk	(852) 25092631
吴效宇	Shawn Wu	shawn.wu@gtjas.com.hk	(852) 25095323
赖焯焯	Yeye Lai	yeye.lai@gtjas.com.hk	(852) 25095375
曾新芜	Xinyuan Zeng	xinyuan.zeng@gtjas.com.hk	(852) 25095695
赵欣玥	Sherry Zhao	sherry.zhao@gtjas.com.hk	(852) 25095443

研究部 Research

刘谷	Grace Liu	liugu@gtjas.com	(86755) 23976698
潘凌霄	Penny Pan	penny.pan@gtjas.com.hk	(852) 25092632

私人客户销售 Private Client Sales

李明权	Eric Lee	eric.lee@gtjas.com.hk			
戚竹娜	Emmy Chik	emmy.chik@gtjas.com.hk	吕鸿极	Dick Lui	dick.lui@gtjas.com.hk
林达诚	Donald Lam	donald.lam@gtjas.com.hk			
吕露	Lv Lu	lvlu@gtjas.com	王刚	Wang Gang	wanggang101@gtjas.com
吴洪健	Wu Hongjian	wuhongjian@gtjas.com	沈悦	Shen Yue	shenyue@gtjas.com

客户服务部 Customer Services

杨曦	Yang Xi	yangxi@gtjas.com	虞珺斐	Liz Yu	liz.yu@gtjas.com.hk
郭琦	Guo Qi	guoqi@gtjas.com			

理财业务 Financial Services

黄沛源	Bryan Wong	bryan.wong@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

机构销售 Institutional Business

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

期货业务 Futures Brokerage

陈家骅	Calvin Chan	calvin.chan@gtjas.com.hk	黎启雄	Terry Lai	terry.lai@gtjas.com.hk
吴雪雯	Icy Ng	icy.ng@gtjas.com.hk			

外汇业务 FX Business

杨子峰	Tony Yeung	tony.yeung@gtjas.com.hk
-----	------------	-------------------------

企业融资 Corporate Finance

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	邱迪怡	Deirdre Yau	deirdre.yau@gtjas.com.hk
黄嘉贤	Anthony Wong	anthony.wong@gtjas.com.hk	罗广信	Wilson Lo	wilson.lo@gtjas.com.hk

资本市场 Equity Capital Markets

王冬青	Donny Wong	donny.wong@gtjas.com.hk	陈丽娥	Olivia Chan	olivia.chan@gtjas.com.hk
张颖思	Cecilia Cheung	cecilia.cheung@gtjas.com.hk			

固定收益 Fixed Income

雷强	Lei Qiang	qiang.lei@gtjas.com.hk	陈怡吟	Sophia Chen	sophia.chen@gtjas.com.hk
蒋小燕	Flora Jiang	flora.jiang@gtjas.com.hk			

资产管理 Asset Management

赵少洪	Simon Chiu	simon.chiu@gtjas.com.hk	潘继宗	Franklin Poon	Franklin.poon@gtjas.com.hk
郭睿	Guo Rui	guo.rui@gtjas.com.hk	叶英聪	Yolanda Ye	yolanda.ye@gtjas.com.hk
马凯	Kyle Ma	kyle.ma@gtjas.com.hk			

利益披露事项

- (1) 分析员或其有联系者并未担任本研究报告所评论的上市法团的高级人员。
- (2) 分析员或其有联系者并未持有本研究报告所评论的上市法团的任何财务权益。
- (3) 除佳兆业集团(01638.HK)、国泰君安国际(01788.HK)、甘肃银行(02139.HK)、滨海投资(02886.HK)、西安海天(08227.HK)、价值中国A股(03095.HK)、华夏港股通小型股(03157.HK)、民生银行-H股(01988.HK)、南方MSCI-R (CNY)(83149.HK)外, 国泰君安国际或其集团公司并未持有本研究报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。
- (4) 国泰君安国际或其集团在现在或过去12个月内有与本研究报告所评论的华南城(01668.HK)、星美控股(00198.HK)、北京汽车-H股(01958.HK)、中国燃气(00384.HK)、融信中国(03301.HK)、协众国际控股(03663.HK)、当代置业(01107.HK)、中国建筑国际(03311.HK)、碧桂园(02007.HK)、中国移动(00941.HK)、浦林成山(01809.HK)、中银香港(02388.HK)、中国奥园(03883.HK)、宝龙地产(01238.HK)、东江环保-H股(00895.HK)、国美零售(00493.HK)存在投资银行业务的关系。

免责声明

本研究报告内容既不代表国泰君安证券(香港)有限公司(“国泰君安国际”)的推荐意见也并不构成所涉及的个别股票的买卖或交易之要约。国泰君安国际或其集团公司有可能会与本报告涉及的公司洽谈投资银行业务或其它业务(例如:配售代理、牵头经辨人、保荐人、包销商或从事自营投资于该股票)。

国泰君安国际的销售员, 交易员和其它专业人员可能会向国泰君安国际的客户id提供与本研究部中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。国泰君安国际集团的资产管理部和投资业务部可能会做出与本报告的推荐或表达的意见不一致的投资决策。

报告中的资料力求准确可靠, 但国泰君安国际并不对该等数据的准确性和完整性作出任何承诺。报告中可能存在的一些基于对未来政治和经济的某些主观假定和判断而做出预见性陈述, 因此可能具有不确定性。投资者应明白及理解投资证券及投资产品之目的, 及当中的风险。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向其各自专业人士咨询并谨慎抉择。

本研究报告并非针对或意图向任何属于任何管辖范围的市民或居民或身处于任何管辖范围的人士或实体发布或供其使用, 而此等发布, 公布, 可供使用情况或使用会违反适用的法律或规例, 或会令国泰君安国际或其集团公司在此等管辖范围内受制于任何注册或领牌规定。

© 2018 国泰君安证券(香港)有限公司 版权所有. 不得翻印

香港中环皇后大道中 181 号新纪元广场低座 27 楼

电话(852) 2509-9118 传真(852) 2509-7793

网址: www.gtja.com.hk