

## 公司动态

### 中国燃气 [0384.HK; 23.50港元; 未评级] - 实地考察调研纪要

分析员: 王志文, CFA (cmwong@chinastock.com.hk; 电话: 852 - 3698 6317)

**摘要:** 中国燃气本周为买方及卖方分析师安排了实地考察团, 提供更多关于天津和河北农村煤改气项目的信息。公司预计煤改气项目将在短期内推动接驳费增长, 并预计随着更多工商业用户从城市迁移到农村, 天然气销售将上升, 并在未来两三年内成为公司的增长动力。总体而言, 我们仍然认为公司每股盈利有望在未来两到三年每年实现约 20%-30% 增长。根据市场共识预测, 公司的 18 财年市盈率为 21.2 倍, 接近 5 年高位。不过, 如果我们假设净利润为 60 亿港元 (员工行使购股权的条件), 则 18 财年市盈率将较低 (19.4 倍)。

**位于天津的典型煤改气项目。** 我们参观的其中一个项目是位于天津市静海区王口镇。中国燃气就该项目投资了 5,000 万元人民币建设管网和其他基础设施, 连接超过 40 个工商业用户和超过 5,000 户住宅。目前其天然气来源为液化天然气, 每天可供应最多 10 万立方米天然气, 每年可供应最多 4,000 万立方米。每户住户的连驳费约为 4,000 元人民币, 大部分由政府补贴。当地政府还为每户家庭的燃气壁挂炉 (用于冬季) 补贴约 5,000 元人民币, 约占售价的 70% 以上。在一些地区, 地方政府可给予住户每年 1 元人民币/立方米的补贴 (一年天然气消费量补贴上限为 1,200 立方米)。每户接驳的毛利润约为 1,600 元人民币, 与城市水平相近。对于一整片农村地区的盈利能力, 公司维持超过 15% 的内部收益率的要求。

**当管道燃气供应准备妥当, 天然气销售的每立方米利润将更高。** 据我们理解, 使用液化天然气的每立方米毛利约 0.3-0.4 元人民币/立方米。然而, 当中国燃气在 2-3 年内完成管道煤气供应时, 每立方米毛利将上升至超过 0.6 元人民币/立方米。

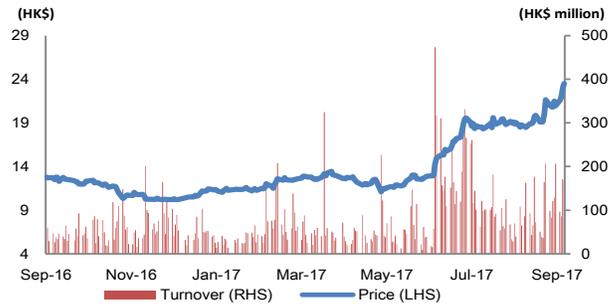
**工业用户将成为中期增长动力。** 若只取得单一村镇的天然气开发项目, 在财务上并不具效益, 所以中国燃气会取得一个片农村的项目以实现规模效益。在煤改气项目的发展初期, 由于冬季取暖需求, 住宅天然气销量一般占销售的很大比例。但随着越来越多工厂从城市转移到农村, 中国燃气预计在中期而言, 工商业天然气销售将占天然气消费量的 60%-70%。另外, 工商业天然气销售的每立方米气利润通常较高, 主要由于平均售价较高和政府规管较少。

**从华北扩展到其他省份。** 目前, 中国燃气的煤改气项目重点放在京津冀地区。截至 8 月底, 公司已就华北农村 210 万户的煤改气项目签订合同, 公司已完成了当中 60 万户的有关工作。展望未来, 公司计划将业务拓展至山东、山西等邻近省份。对于 18 财年、19 财年和 20 财年, 公司的煤改气接驳用户目标分别为 80 万户 (占总接驳目标的 22.8%)、180 万户 (40%) 和 250 万户 (50%)。

**增值服务也是增长的关键。** 凭借庞大的客户群, 中国燃气亦已开始提供增值服务 (销售燃气用具和空气净化器、提供保险等), 从超过 2,500 万名客户挖掘增长潜力。该业务收入在 17 财年同比增长 127% 至 8.12 亿港元, 占毛利总额约 4%。由于业务规模仍相对较小, 管理层预计 18 财年同比增长至约 20 亿港元。

**应收账款风险尚待观察。** 由于煤改气项目极依赖政府补贴, 我们理解到一些投资者关注其应收账款风险, 情况就如风电和光伏发电业务类似。管理层认为, 天然气公用事业与人民的日常生活直接相关, 所以预计政府有很大动力

### 中国燃气



市值: US\$14,960m; 流通股: 32.1%

港元 (截至3月31日止年度)	2016	2017	2018E	2019E
收入 (百万元)	29,497	31,993	39,096	45,868
销售成本 (百万元)	(22,283)	(23,616)	(28,927)	(33,922)
毛利润 (百万元)	7,214	8,377	10,168	11,946
毛利润率 (%)	24	26	26	26
EBIT (百万元)	4,536	5,735	7,342	8,603
净利润 (百万元)	2,273	4,148	5,465	6,473
净利润率 (%)	8	13	14	14
核心净利润	3,716	4,475	n.a.	n.a.
每股盈利	0.46	0.85	1.11	1.31
每股核心盈利	0.75	0.91	n.a.	n.a.
净资产收益率 (%)	12.54	21.60	23.31	23.41
股息收益率 (%)	0.83	1.27	1.54	1.82
市盈率 (倍) (核心每股盈利)	31.3	23.3	21.2	17.9
市净率 (倍)	6.5	4.8	4.2	3.7

来源: 彭博共识预测, 中国银河国际证券研究部

尽早支付补贴。我们认为有些投资者或需要 6-12 个月的时间来观察情况。

**致力实现 60 亿港元净利润。** 在核心净利润方面, 市场共识预测 18 财年同比增长 22%, 19 财年同比增长 18%。此外, 根据市场共识预测, 其 18 财年市盈率为 21.2 倍, 接近 5 年高位。另外我们注意到, 公司于 2014 年 4 月 16 日向超过三万名员工授出 2.5 亿股购股权 (占扩大后股本的 4.8%)。行使价为每股 12.4 港元, 行使条件是公司 18 财年终核净利润须不低于 60 亿港元。如果我们假设净利润为 60 亿港元 (员工行使购股权的条件), 则 18 财年市盈率将低至 19.4 倍。我们了解到公司正努力实现上述利润目标。

图1: 中国燃气将液化天然气转为天然气的流动设施



来源: 中国银河国际证券研究部

图2: 中国燃气在农村地区设置的家用燃气表



来源: 中国银河国际证券研究部

图3: 家用燃气壁挂炉



来源: 中国银河国际证券研究部

图4: 中国燃气的自家品牌燃气煮食炉 (中燃宝)



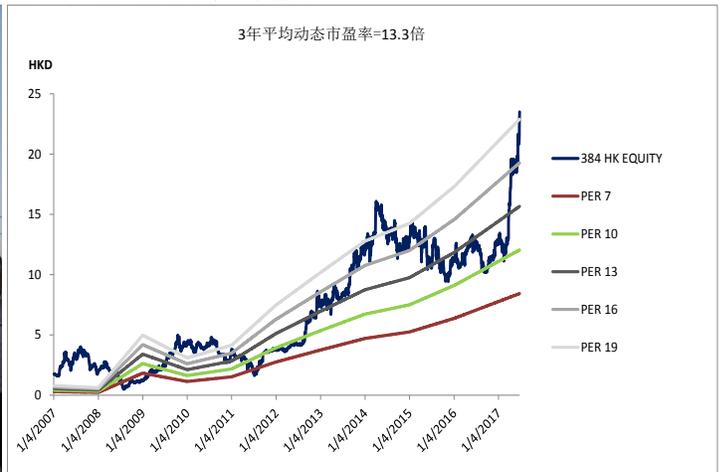
来源: 中国银河国际证券研究部

图5: 中国燃气的燃气管道 (黄色)

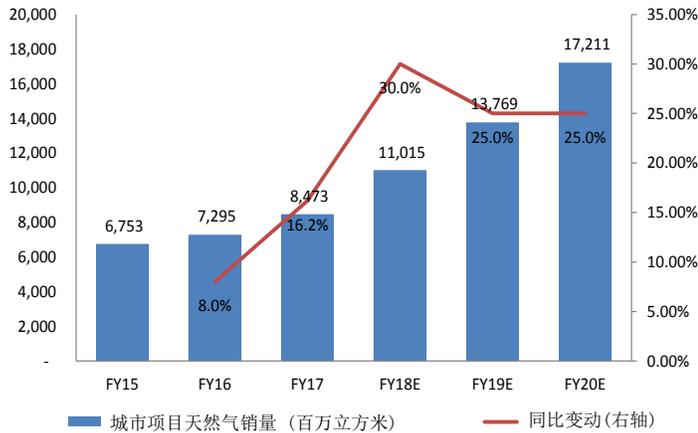


来源: 中国银河国际证券研究部

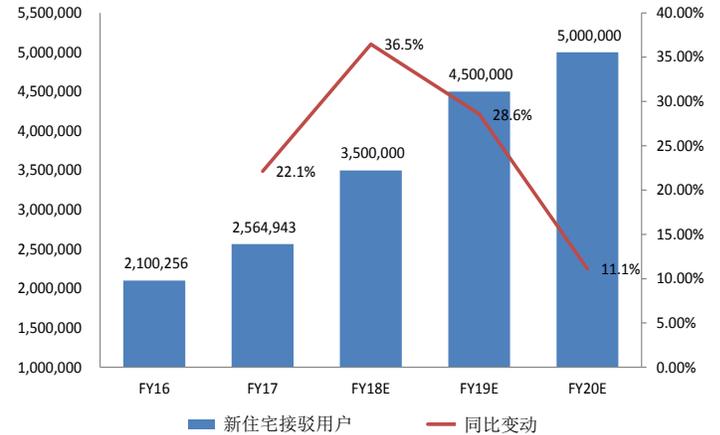
图6: 中国燃气的动态市盈率区间



来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

**图7: 中国燃气的城市燃气销量**


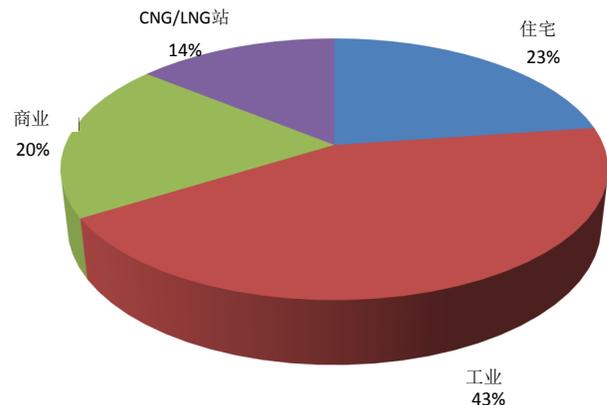
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图8: 中国燃气的新接驳住宅用户**


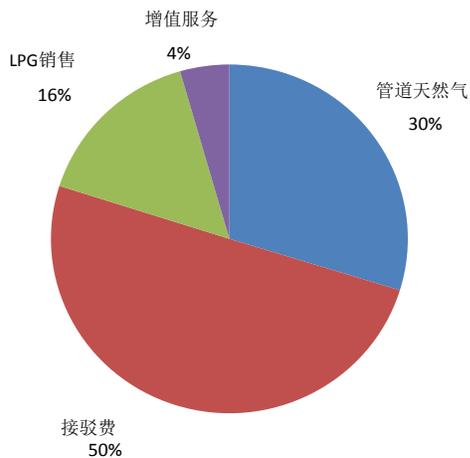
来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图9: 中国燃气LPG销量**


来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图10: 中国燃气的城市燃气销售明细 (17财年)**


来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图11: 中国燃气毛利润明细 (17财年)**


来源: 公司, 中国银河国际证券研究部

**图12: 同业估值**

公司		股价 (港元)	市值 (百万港元)	2017年市盈率 (倍)	2018年市盈率 (倍)	市净率 (倍)	股息收益率 (%)
1083 HK Equity	港华燃气	5.37	14,868	12.49	11.38	1.03	2.23
384 HK Equity	中国燃气	23.5	116,760	21.13	17.97	5.68	1.06
1193 HK Equity	华润燃气	27.2	60,493	15.52	13.83	3.03	1.65
392 HK Equity	北京控股	43.25	54,584	8.34	7.74	0.95	2.20
2688 HK Equity	新奥能源	54.05	58,468	14.30	12.66	3.12	1.54
956 HK Equity	新天绿色能源	2.02	7,505	7.79	6.67	0.77	3.59

来源: 彭博, 中国银河国际证券研究部

## 免责声明

此研究报告并非针对或意图被居于或位于某些司法管辖范围之任何人士或市民或实体作派发或使用，而在该等司法管辖范围内分发、发布、提供或使用将会违反当地适用的法律或条例或会导致中国银河国际证券(香港)有限公司(“银河国际证券”)及/或其集团成员需在该司法管辖范围内作出注册或领照之要求。

银河国际证券(中国银河国际金融控股有限公司附属公司之一)发行此报告(包括任何附载资料)予机构客户，并相信其资料来源都是可靠的，但不会对其准确性、正确性或完整性作出(明示或默示)陈述或保证。

此报告不应被视为是一种报价、邀请或邀约购入或出售任何文中引述之证券。过往的表现不应被视为对未来的表现的一种指示或保证，及没有陈述或保证，明示或默示，是为针对未来的表现而作出的。收取此报告之人士应明白及了解其投资目的及相关风险，投资前应咨询其独立的财务顾问。

报告中任何部份之资料、意见、预测只反映负责预备本报告的分析员的个人意见及观点，该观点及意见未必与中国银河国际金融控股有限公司及其附属公司(“中国银河国际”)、董事、行政人员、代理及雇员(“相关人士”)之投资决定相符。

报告中全部的意见和预测均为分析员在报告发表时的判断，日后如有改变，恕不另行通告。中国银河国际及/或相关伙伴特此声明不会就因为本报告及其附件之不准确、不正确及不完整或遗漏负上直接或间接上所产生的任何责任。因此，读者在阅读本报告时，应连同此声明一并考虑，并必须小心留意此声明内容。

## 利益披露

中国银河证券(6881.HK; 601881.CH)乃中国银河国际及其附属公司之直接或间接控股公司。

中国银河国际可能持有目标公司的财务权益，而本报告所评论的是涉及该目标公司的证券，且该等权益的合计总额相等于或高于该目标公司的市场资本值的1%;

一位或多位中国银河国际的董事、行政人员及/或雇员可能是目标公司的董事或高级人员。

中国银河国际及其相关伙伴可能，在法律许可的情况下，不时参与或投资在本报告里提及的证券的金融交易，为该等公司履行服务或兜揽生意及/或对该等证券或期权或其他相关的投资持有重大的利益或影响交易。

中国银河国际可能曾任本报告提及的任何或全部的机构所公开发售证券的经理人或联席经理人，或现正涉及其发行的主要庄家活动，或在过去12个月内，曾向本报告提及的证券发行人提供有关的投资或一种相关的投资或投资银行服务的重要意见或投资服务。

再者，中国银河国际可能在过去12个月内就投资银行服务收取补偿或受委托和可能现正寻求目标公司投资银行委托。

## 分析员保证

主要负责撰写本报告的分析师确认 (a) 本报告所表达的意见都准确地反映他或他们对任何和全部目标证券或发行人的个人观点; 及 (b) 他或他们过往，现在或将来，直接或间接，所收取之报酬没有任何部份是与他或他们在本报告所表达之特别推荐或观点有关连的。

此外，分析师确认分析员本人及其有联系者(根据香港证监会持牌人操守准则定义)均没有(1) 在研究报告发出前30 日内曾交易报告内所述的股票; (2) 在研究报告发出后3个营业日内交易报告内所述的股票; (3)担任报告内涵盖的上市公司的行政人员; (4)持有报告内涵盖的上市公司的财务权益。

## 评级指标

- 买入 : 股价于12个月内将上升 >20%
- 沽出 : 股价于12个月内将下跌 >20%
- 持有 : 没有催化因素，由“买入” 降级直至出现明确“买入” 讯息或再度降级为立刻卖出

## 版权所有

本题材的任何部份不可在未经中国银河国际证券(香港)有限公司的书面批准下以任何形式被复制或发布。

中国银河国际证券(香港)有限公司 (中央编号: AXM459)

香港上环皇后大道中183号新纪元广场中远大厦35楼3501-07室 电话: 3698-6888