

公司报告

招商证券(香港)有限公司  
证券研究部

华润燃气 (1193 HK)

19年前四个月售气量增长放缓

- 受高基数和季节性因素影响, 2019年1-4月售气量增长放缓
- 非供暖季气价上涨影响有限
- 维持中性评级和现金流量贴现法目标价于35.9港元

19年前4个月售气量增长低于指引

19年前4个月, 华润燃气售气量同比增长约15%, 低于管理层的全年指引(同比增长20%以上), 主要是受高基数和季节性因素影响导致对工商业客户的燃气销售放缓(同比增长约20%, 相比之下18年前4个月为>20-30%)。管理层可能会在审阅了19年5月和6月的售气量数据之后重新修订公司的全年售气量增长指引。未来, 公司计划专注于现有业务范围内的项目, 主要在沿海、华东、华中地区, 而非华北地区, 因为管理层认为前述地区的经济增长和燃气需求比华北更高。我们认为鉴于公司在煤改气需求较高的华北地区覆盖较少, 公司很大可能会修订其全年天然气销售增长目标。

维持0.6元人民币/立方米的售气毛差指引

19年1-4月, 华润燃气的售气毛差保持稳定于0.6元人民币/立方米。管理层预计公司燃气项目在非供暖季的价格平均涨幅约为6-7%。管理层相信他们能够将上升的成本完全转嫁给大部分的工商业客户。对于那些不接受涨价的客户, 公司可以缩小折扣幅度。另一方面, 公司计划在6月底前完成居民用户的城市门站价格提价(于2018年6月公布)。总之, 管理层有信心保持其2019年售气单位毛差于0.6元人民币/立方米。

下半年居民用户接驳数量将多于上半年

管理层强调19年前4个月的新接驳正有序展开, 与其全年目标300万户相符。管理层预计下半年居民户接驳数量将多于上半年。在新接驳用户中, 将分别有75%, 15%和10%的接驳来自新楼、旧楼和农村居民。而就可能实施的接驳费改革方面, 公司认为可能会采用成本加成模式来规管接驳业务。管理层预计在计入所有相关的市场定价成本(如营销费用、一般及安全检查费用以及维护费)后, 经营利润率为15-25%。

盈利预测及估值

12月31日(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	39,838	51,165	61,517	71,382	80,756
毛利	11,916	13,622	15,170	16,957	18,647
报告净利润	3,654	4,450	5,165	5,764	6,367
经常性净利润	3,636	4,504	5,165	5,764	6,367
经常性的每股收益(港元)	1.67	2.07	2.32	2.59	2.86
核心市盈率(x)	22.0	17.8	15.8	14.2	12.8
市净率(x)	3.7	3.4	3.0	2.7	2.4
股息率(%)	1.5	2.1	2.6	3.0	3.5
ROE (%)	18.4	19.3	20.2	20.0	19.8
净负债率(%)	3.4	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

蔡雯, CFA +852 3189 6268 scullytsoi@cmschina.com.hk  
萧俊豪 +852 3180 6395 ericsiu@cmschina.com.hk

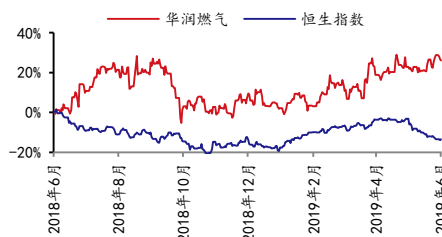
最新变动

n.a.

中性

前次评级	中性
股价	HK\$36.75
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$35.90 (-2.3%)
前次目标价	HK\$35.90

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
1193 HK	2.6	15.0	26.0
恒生指数	(10.6)	0.3	(13.5)

行业: 石油石化

恒生指数	26,895
国企指数	10,345

重要数据

52周股价区间(港元)	28.0-40.0
港股市值(百万港元)	81,733
日均成交量(百万股)	2.86
每股净资产(港元)(2018)	10.83

主要股东

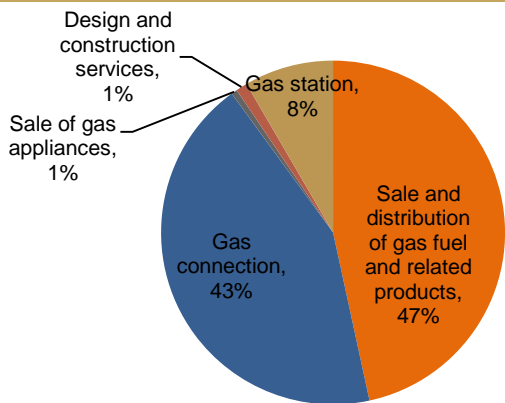
CRH Gas Ltd	63.3%
Capital Group Companies Inc	10.4%
Sun Life Financial Inc	1.8%
Vanguard Group	1.3%
总股数(百万股)	2,224
自由流通量(百万股)	802

相关报告

1. CHINA RES GAS (1193 HK) – Guiding a strong 2019 gas sales vol. growth 2019/03/24
2. 天然气行业 - 2018年业绩前瞻: 储量充沛之冬 (推荐) 2019/02/27
3. Gas sector – Hunan's connection fee policy sends a positive signal, (OVERWEIGHT) 2019/02/20
4. 天然气行业 - 气化中国 (推荐) 2018/12/20
5. 华润燃气 (1193 HK) - 2018年第3季度营运稳健 2018/11/21
6. CHINA RES GAS (1193 HK) – Impressive 1H18 results 2018/08/19
7. 天然气行业 - 前景向好 2018/05/25
8. 华润燃气 (1193 HK) - 18年利润率压力减轻 2018/03/26
9. 天然气 - 2017年业绩预览: 预计盈利增长稳健 2018/03/08
10. 天然气 - 气化中国, 推荐买入 2017/11/27

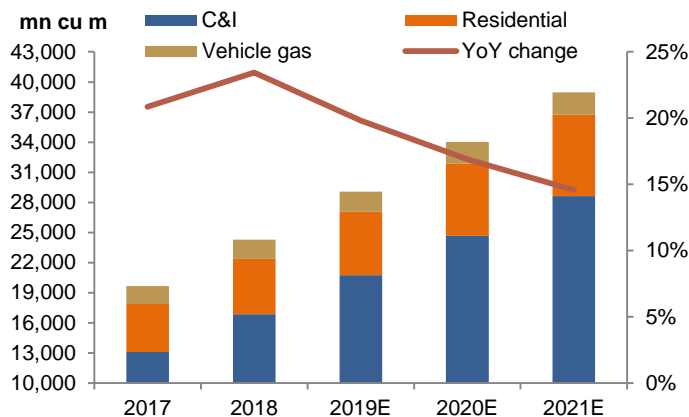
重点图表

图1: 华润燃气 - 2018年经营利润组成



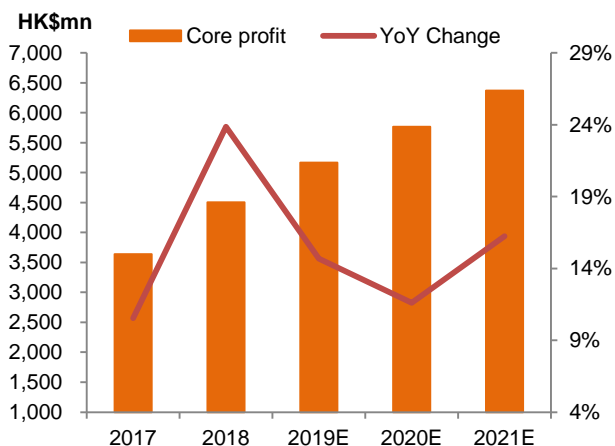
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图2: 华润燃气 - 管道燃气销量



资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图3: 华润燃气 - 核心利润预测



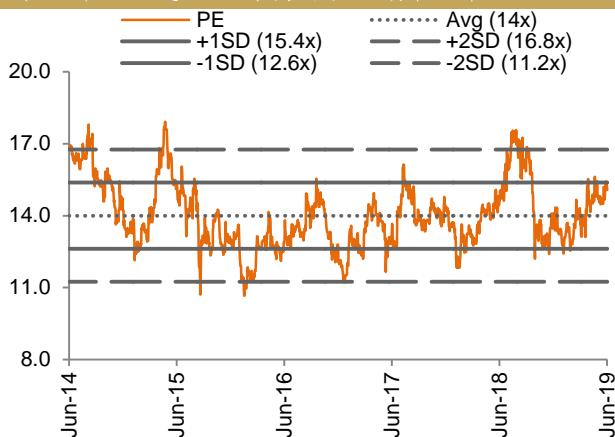
资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

图4: 华润燃气 - 招商证券与市场共识对比

	2019E	2020E	2021E	BUY	NEUTRAL	SELL
Dilutive core EPS (HK\$)						
CMS	2.32	2.59	2.86		x	
% change	12.3%	11.6%	10.5%			
% difference to consensus	1.2%	1.4%	0.0%			
Consensus	2.29	2.56	2.86	19	8	2
% change	11.0%	11.5%	11.9%			

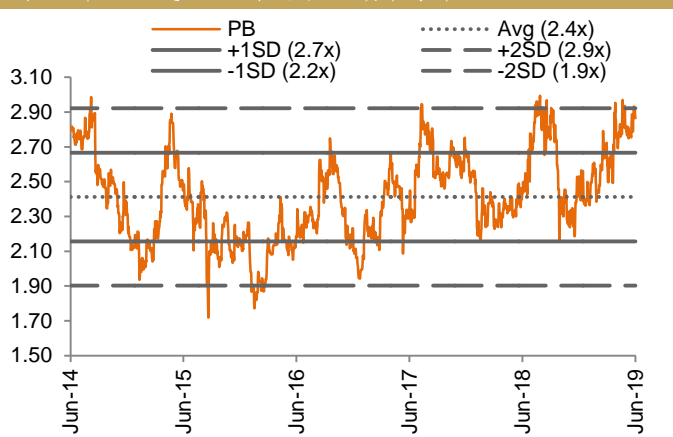
资料来源: 彭博、招商证券(香港) 预测

图5: 华润燃气 - 12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

图6: 华润燃气 - 12个月综合远期市净率



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

## 财务预测表

### 资产负债表

12月31日年结(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
固定资产	28,608	30,919	35,112	39,118	43,015
合资公司及联营公司	13,046	12,949	13,468	14,045	14,679
商誉及其他无形资产	2,392	2,595	2,595	2,595	2,595
递延税项资产	240	266	266	266	266
其他	1,705	1,816	1,742	1,673	1,607
<b>非流动资产总额</b>	<b>45,991</b>	<b>48,545</b>	<b>53,183</b>	<b>57,697</b>	<b>62,163</b>
库存	595	940	1,159	1,361	1,553
应收贸易及票据账款	4,334	4,178	5,044	5,711	6,299
预付、按金款项及其他	5,128	6,787	7,567	8,423	9,448
现金	10,368	10,400	11,017	12,596	13,764
其他	2,348	2,722	2,385	2,387	2,280
<b>流动资产总额</b>	<b>22,773</b>	<b>25,027</b>	<b>27,171</b>	<b>30,478</b>	<b>33,344</b>
<b>资产总额</b>	<b>68,764</b>	<b>73,572</b>	<b>80,355</b>	<b>88,174</b>	<b>95,507</b>
应付贸易及票据账款	6,619	6,320	7,879	9,143	10,310
应计费用和其他应付账款	6,623	12,166	14,925	17,418	19,753
客户欠款	12,808	0	0	0	0
银行贷款	0	12,343	11,205	11,361	11,002
其他	5,328	2,635	2,635	2,635	2,635
<b>流动负债总额</b>	<b>634</b>	<b>784</b>	<b>777</b>	<b>771</b>	<b>766</b>
银行贷款	32,011	34,247	37,421	41,328	44,466
债券、认股证及债权证	252	251	251	251	251
其他	5,788	5,824	5,824	5,824	5,824
<b>非流动负债总额</b>	<b>1,544</b>	<b>1,641</b>	<b>1,641</b>	<b>1,641</b>	<b>1,641</b>
<b>负债总额</b>	<b>7,584</b>	<b>7,716</b>	<b>7,716</b>	<b>7,716</b>	<b>7,716</b>
<b>总净资产总额</b>	<b>39,594</b>	<b>41,963</b>	<b>45,138</b>	<b>49,044</b>	<b>52,182</b>
股本	29,169	31,608	35,217	39,130	43,325
储备	222	222	222	222	222
<b>股东权益总额</b>	<b>21,770</b>	<b>23,859</b>	<b>26,906</b>	<b>30,192</b>	<b>33,694</b>
少数股东权益	21,993	24,081	27,128	30,414	33,916
<b>总权益</b>	<b>7,177</b>	<b>7,527</b>	<b>8,089</b>	<b>8,716</b>	<b>9,409</b>
总负责	29,169	31,608	35,217	39,130	43,325
<b>净现金/(付债)</b>	<b>11,367</b>	<b>8,710</b>	<b>8,710</b>	<b>8,710</b>	<b>8,710</b>
<b>每股净资产(港元)</b>	<b>(999)</b>	<b>1,690</b>	<b>2,307</b>	<b>3,886</b>	<b>5,054</b>

### 现金流量表

12月31日年结(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营运利润	5,597	6,660	7,659	8,591	9,526
折旧和摊销	1,646	1,682	1,849	2,096	2,294
营运资金变化	1,764	1,269	1,654	2,030	1,804
其他	490	539	(167)	67	(134)
已付税款	(1,700)	(1,808)	(2,289)	(2,555)	(2,825)
<b>经营活动所得现金</b>	<b>7,796</b>	<b>8,342</b>	<b>8,707</b>	<b>10,229</b>	<b>10,664</b>
资本开支	(4,366)	(5,463)	(6,000)	(6,060)	(6,151)
其他	4,169	(684)	568	471	381
<b>投资活动所得现金</b>	<b>(197)</b>	<b>(6,147)</b>	<b>(5,432)</b>	<b>(5,589)</b>	<b>(5,770)</b>
发行/回购股份	0	0	0	0	0
股息支付	(980)	(1,198)	(1,785)	(2,187)	(2,553)
净债务变动	(923)	(2,689)	0	0	0
其他	(1,254)	2,087	(866)	(866)	(1,166)
<b>融资活动所得现金</b>	<b>(3,157)</b>	<b>(1,799)</b>	<b>(2,651)</b>	<b>(3,053)</b>	<b>(3,719)</b>
<b>现金变更净值</b>	<b>4,442</b>	<b>395</b>	<b>624</b>	<b>1,587</b>	<b>1,176</b>
调整	425	(351)	0	0	0
期初余额	5,501	10,356	10,393	11,009	12,589
<b>期末余额</b>	<b>10,368</b>	<b>10,400</b>	<b>11,017</b>	<b>12,596</b>	<b>13,764</b>

### 损益表

12月31日年结(百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>收入</b>	<b>39,838</b>	<b>51,165</b>	<b>61,517</b>	<b>71,382</b>	<b>80,756</b>
销售成本	(27,922)	(37,544)	(46,346)	(54,424)	(62,109)
<b>毛利</b>	<b>11,916</b>	<b>13,622</b>	<b>15,170</b>	<b>16,957</b>	<b>18,647</b>
销货和分销成本	(3,734)	(4,132)	(4,475)	(4,955)	(5,352)
行政费用	(2,585)	(2,830)	(3,036)	(3,411)	(3,770)
其他营运费用	0	0	0	0	0
<b>营运费用总额</b>	<b>(6,319)</b>	<b>(6,962)</b>	<b>(7,511)</b>	<b>(8,366)</b>	<b>(9,122)</b>
<b>营运利润</b>	<b>5,597</b>	<b>6,660</b>	<b>7,659</b>	<b>8,591</b>	<b>9,526</b>
其他收入及(支出)	452	536	591	579	568
财务费用	(223)	(126)	(52)	(17)	27
合资公司及联营公司收入	787	807	928	1,033	1,137
税前利润	6,613	7,877	9,126	10,187	11,257
所得税	(1,703)	(1,989)	(2,289)	(2,555)	(2,825)
<b>税后利润</b>	<b>4,911</b>	<b>5,888</b>	<b>6,838</b>	<b>7,632</b>	<b>8,432</b>
少数股东权益	(1,257)	(1,438)	(1,673)	(1,868)	(2,065)
<b>净利润</b>	<b>3,654</b>	<b>4,450</b>	<b>5,165</b>	<b>5,764</b>	<b>6,367</b>
非核心项目调整	(18)	54	0	0	0
<b>核心利润</b>	<b>3,636</b>	<b>4,504</b>	<b>5,165</b>	<b>5,764</b>	<b>6,367</b>
利息折旧及摊销前利润	7,243	8,342	9,508	10,687	11,819
基本每股收益(港元)	1.68	2.04	2.32	2.59	2.86
摊薄每股收益(港元)	1.67	2.07	2.32	2.59	2.86
每股股息(港元)	0.54	0.77	0.95	1.11	1.29

### 财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>年成长率(%)</b>					
收入	21.0	28.4	20.2	16.0	13.1
利息折旧及摊销前利润	9.8	15.2	14.0	12.4	10.6
营运利润	5.5	19.0	15.0	12.2	10.9
核心净利润	10.5	23.8	14.7	11.6	10.5
摊薄每股核心收益	10.4	23.8	12.3	11.6	10.5
每股股利	22.3	42.4	24.2	17.0	15.6
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	29.9	26.6	24.7	23.8	23.1
利息折旧及摊销前利率	18.2	16.3	15.5	15.0	14.6
息税前利率	14.0	13.0	12.5	12.0	11.8
净利率(核心净利润)	9.1	8.8	8.4	8.1	7.9
实际税率(%)	29.2	28.1	27.9	27.9	27.9
营运费用占收入比率(%)	15.9	13.6	12.2	11.7	11.3
利息覆盖率(X)	25.1	52.8	148.5	518.0	N/A
股息支付率(%)	32.9	37.9	41.0	43.0	45.0
<b>资本净负债比率(%)</b>	<b>3.4</b>	<b>净现金</b>	<b>净现金</b>	<b>净现金</b>	<b>净现金</b>
总资本净负债比率(%)	3.3	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率(X)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>回报率(%)</b>					
资产周转率(X)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
财务杠杆比率(X)	3.2	3.1	3.0	2.9	2.9
息税前利率(%)	17.2	15.6	14.9	14.3	13.9
利息负担(X)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
税率负担(X)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>股本收益率(%)</b>	<b>18.4</b>	<b>19.3</b>	<b>20.2</b>	<b>20.0</b>	<b>19.8</b>
<b>资本回报率(%)</b>	<b>17.9</b>	<b>20.1</b>	<b>21.9</b>	<b>22.4</b>	<b>22.9</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 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/cms/hk/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