

## 买入

2021年3月29日

### 业绩超预期，派息率提升，持续推动重点项目落地

- 全年业绩发布：**2020 全年，公司实现总营业额 558.64 亿港元，同比下滑 1.95%；其中，燃气销售收入录得 448.3 亿港元，小幅下滑 0.9%（20H1 为倒退 16%）；接驳费收入 99.7 亿港元，同比下降 6.6%（20H1 为倒退 42%）。公司实现股东应占溢利 51.51 亿港元，同比提升 2.14%，（20H1 为倒退 18%）。燃气销售及接驳费全年降幅较上半年均大幅收窄，使得全年收入及净利润超预期，体现公司下半年运营情况较上半年有所改善。全年实现每股基本盈利 2.31 港元，全年拟共派息每股 93 港仙。2016-2020 年间，公司持续提升派息比率，由 29.8% 提升至 40.3%，每股派息额复合增长率为 19.9%。截至 2020 年底，公司在手现金 134 亿港元，借贷总额 109 亿港元，维持净现金状态。
- 全年销气量录得正增长，价差微增：**2020 全年累计销气量实现 290 亿方，同比增长 3.6%，其中下半年销气量较去年同期增长 12.6%。按用户类别区分，居民气量同比增长 10.7%，工业用户销气量同比增长 6.4%，由于公司项目集中在大中城市，商业用户燃气需求年内仍未完全恢复，销气量同比倒退 5.4%。受益于气源结构优化，销气价差微升 0.01 元/立方米至 0.59 元/立方米。2021 年，随着下游用户经营恢复，商业气量预计同比大幅改善，总销气量有望恢复双位数增速，销气价差料将维持稳定，公司预计首两月销气量增速或约 37.5%。
- 接驳业务有望于今年回归常态：**入户工程受疫情影响较为严重，全年实现总新接驳居民用户为 305 万户，超中期指引。平均接驳费为 2690 元人民币/户，与 2019 年减少 20 元/户。年内，公司积极抓住拓展市场的机会，新签约 32 个项目，可新增用户 235 万户，潜在增长气量 33 亿方/年，渗透率微降 0.6pp 至 52.4%。2021 年公司将抓紧接驳业务恢复，新接驳户数有望回归 320 万户。
- 重点项目持续推进：**宁波项目于 8 月正式运营，贡献利润约 0.55 亿元人民币，天津项目年内扭亏为盈贡献约 1.1 亿元利润，山西项目已完成项目尽调和审计评估，有望于近期签署正式协议。该项目预计年新增销气量 9 亿方，覆盖用户数 202 万户，2020 年总营业额 46.7 亿元人民币。公司接手后计划调整管理模式，降本增效提升盈利能力。2021 年公司将持续加大项目拓展投入，收并购 CAPEX 预计约为 30 亿港元。
- 提升目标价至 54.0 港元，维持买入评级：**我们预计 21/22/23 年公司营收分别为 629 亿/699 亿/779 亿港元，净利润约 60 亿/67 亿/75 亿港元。提升未来 12 个月目标价至 54 港元，相当于 2021 年 20 倍 PE。

肖凯希

852-25321958

cathy.xiao@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

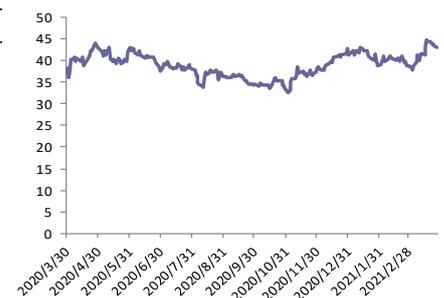
行业	燃气
股价	42.95 港元
目标价	54.00 港元 (+25.73%)
股票代码	1193
已发行股本	23.14 亿股
市值	891.38 亿港元
52 周高/低	47.40/32.10 港元
每股净资产	15.68 港元
主要股东	华润集团 (63.95%)

### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2019实际	2020实际	2021预测	2022预测	2023预测
收入 (千港元)	56,976,290	55,864,169	62,869,843	69,870,307	77,926,560
变动 (%)	11.4%	-2.0%	12.5%	11.1%	11.5%
净利润 (千港元)	5,043,477	5,151,292	6,024,551	6,726,040	7,519,656
每股摊薄收益 (港元)	2.32	2.31	2.70	3.01	3.37
变动 (%)	13.3%	-0.3%	17.0%	11.6%	11.8%
市盈率@42.95港元 (倍)	18.5	18.6	15.9	14.3	12.8
每股派息 (港仙)	87.0	93.0	108.7	121.3	135.6
股息现价比率 (%)	2.0%	2.2%	2.5%	2.8%	3.2%

资料来源：公司信息，第一上海预测

### 股价表现



资料来源：彭博

## 主要财务报表

## 损益表

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
收入	56,976	55,864	62,870	69,870	77,927
毛利	13,931	15,027	16,950	18,839	21,077
其他收入	1,517	1,398	1,537	1,691	1,860
销售及分销费用	-4,364	-4,664	-5,030	-5,590	-6,234
行政开支	-2,837	-3,168	-3,458	-3,843	-4,286
营业利润	8,247	8,593	10,000	11,097	12,417
财务开支	-534	-449	-506	-489	-545
联营与合营公司	756	915	1,007	1,108	1,218
税前盈利	8,391	8,990	10,432	11,647	13,021
所得税	-1,922	-2,278	-2,608	-2,912	-3,255
少数股东应占利润	1,426	1,561	1,800	2,009	2,246
净利润	5,043	5,151	6,025	6,726	7,520
折旧及摊销	1,737	1,630	2,162	2,532	2,843
EBITDA	7,187	7,810	8,776	9,604	10,724
增长					
总收入 (%)	11.4%	-2.0%	12.5%	11.1%	11.5%
EBITDA (%)	6.9%	8.7%	12.4%	9.4%	11.7%
每股收益 (%)	13.3%	-0.3%	17.0%	11.6%	11.8%

## 资产负债表

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
现金	13,502	13,442	15,206	13,351	16,090
应收账款	11,768	12,646	14,569	15,676	18,057
存货	1,008	1,007	1,258	1,259	1,545
其他流动资产	3,392	3,547	3,582	3,584	3,653
总流动资产	29,670	30,641	34,616	33,870	39,344
固定资产	33,941	40,933	45,415	51,206	56,149
其他无形资产	1,855	2,380	2,326	2,276	2,230
其他长期资产	16,359	19,916	21,016	22,184	23,424
总资产	81,824	93,871	103,372	109,535	121,147
应付帐款	22,099	20,193	25,097	25,235	29,278
短期银行贷款	2,031	2,548	2,548	2,548	2,548
其他短期负债	14,159	16,281	15,273	15,158	15,860
总短期负债	38,290	39,023	42,919	42,941	47,687
长期银行贷款	285	299	299	299	299
其他负债	7,427	7,681	7,656	7,539	7,435
总负债	46,002	47,002	50,874	50,778	55,421
少数股东权益	9,027	10,594	12,394	14,403	16,649
股东权益	26,795	36,274	40,105	44,354	49,078
负债权益合计	81,824	93,871	103,372	109,535	121,147

资料来源: 公司公告, 第一上海预测

## 财务分析

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	24.5%	26.9%	27.0%	27.0%	27.0%
EBITDA 利率 (%)	12.6%	14.0%	14.0%	13.7%	13.8%
净利率 (%)	8.9%	9.2%	9.6%	9.6%	9.6%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	12.6%	14.0%	13.5%	13.5%	13.5%
实际税率 (%)	22.9%	25.3%	25.0%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	37.6%	40.3%	40.3%	40.3%	40.3%
库存周转	8.5	9.0	10.0	9.0	9.9
应付账款天数	187.4	180.5	199.5	180.5	188.0
应收账款天数	75.4	82.6	84.6	81.9	84.6
财务状况					
净负债/权益	1.72	1.30	1.27	1.14	1.13
收入/总资产	0.70	0.60	0.61	0.64	0.64
总资产/股本	3.05	2.59	2.58	2.47	2.47
盈利对利息倍数	15.46	19.12	19.77	22.69	22.76

## 现金流量表

(港币) (百万元), 财务年度截至12月31日					
	19年 实际	20年 实际	21年 预测	22年 预测	23年 预测
EBITDA	7,187	7,810	8,776	9,604	10,724
融资成本	-534	-449	-506	-489	-545
营运资金变化	3,759	3,537	6,187	1,617	5,220
所得税	-1,922	-2,278	-2,608	-2,912	-3,255
营运活动现金流	8,491	8,619	11,848	7,820	12,143
资本开支	-3,891	-9,123	-8,832	-8,112	-7,578
其他投资活动	47	931	291	295	400
投资活动现金流	-3,845	-8,192	-8,541	-7,817	-7,178
银行贷款变化	-572	764	48	-53	-47
其他融资活动	-1,041	-1,035	-1,542	-1,805	-2,179
融资活动现金流	-1,613	-271	-1,494	-1,858	-2,226
现金变化	3,034	156	1,813	-1,855	2,739
汇兑损失	-160	0	0	0	0
期初持有现金	10,393	13,237	13,393	15,206	13,351
期末持有现金	13,267	13,393	15,206	13,351	16,090

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。