

公司报告

港华燃气 (1083 HK)

估值吸引

- 近期股价受到市场对港华燃气良好风险回报认可度的增加推升
- 2021年销气量稳健增长16%，而LNG接收站项目确保了长期采购成本的灵活性
- 估值吸引，为8.3倍21财年预测市盈率，维持买入评级，将现金流贴现目标价从5.2港元上调至6.0港元

稳定增长前景不变

自我们4月22日首次覆盖港华燃气以来，公司股价已上涨30%，因投资者对估值吸引且业务持续增长的价值股兴趣日益浓厚，而港华燃气正好是此类标的。公司股票当前估值为8.3倍21财年预测市盈率（行业平均：14.0倍）。我们重申看好公司燃气销售业务的观点，其21财年销气量增长强劲，而工业用户将继续成为推动未来收入增长的主要动力（总销气量占比超过60%）。因此，我们预计公司21/22财年整体销气量同比增长16%/14%，推动21/22财年收入同比增长20%/10%。

长期采购成本优势

公司通过收购与上海燃气形成了紧密联系，这将加强上海燃气两个LNG接收站对港华燃气附近区域的供气支持。再加上母公司香港中华煤气（3 HK，中性，目标价：12.2港元）参与了多个LNG接收站和液化项目，这将有助于推动供应气源多样化，提供更大的采购灵活性，带来更长期的成本优势。整体而言，我们预计公司21财年的销气毛差将保持稳定，为0.57元人民币/立方米。

维持买入评级，上调目标价至6.0港元

由于销气量预测小幅上调，我们将21-23财年核心利润预测微调1-2%。将现金流贴现法目标价上调至6.0港元（前次：5.2港元），对应9.8倍21财年预测市盈率和0.8倍21财年预测市净率。我们认为公司估值依旧具有吸引力，其基本面稳固，21-23财年复合年增长率达12.3%，股息率3.9%，我们预计公司股票估值将继续获得重估，与我们2020年时对昆仑能源（135 HK，买入，目标价：12.0港元）的观点相似。我们预计公司对上海燃气的股权收购将在21年上半年完成，届时管理层将就双方业务整合方面提供更多细节信息。

财务预测及估值

| 12月31日年结 (百万港元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 | 12,924 | 12,826 | 15,417 | 16,968 | 18,879 |
| 营业利润 | 1,756 | 1,824 | 2,079 | 2,259 | 2,408 |
| 核心净利润 | 1,414 | 1,360 | 1,808 | 2,036 | 2,280 |
| 同比增长 | 8.6% | -3.8% | 32.9% | 12.6% | 12.0% |
| 每股核心盈利 (港元) | 0.50 | 0.47 | 0.61 | 0.69 | 0.77 |
| 核心市盈率 (x) | 10.1 | 10.8 | 8.3 | 7.3 | 6.6 |
| 市净率 (x) | 0.8 | 0.7 | 0.7 | 0.6 | 0.6 |
| 股息率 (%) | 3.0% | 3.0% | 3.9% | 4.5% | 5.0% |
| 股本回报率 (%) | 8.1% | 6.9% | 8.4% | 8.7% | 9.0% |
| 净负债/权益比率 (%) | 40.9% | 40.9% | 59.6% | 54.2% | 47.7% |

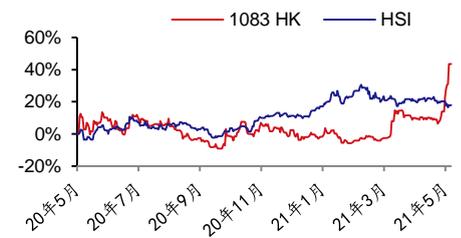
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测；股价截至2021年5月14日

王腾杰 萧俊燊
 +852 3189 6634 +852 3189 6395
 tommywong@cmschina.com.hk ericsiu@cmschina.com.hk

买入

| | |
|-------------------|----------------|
| 前次评级 | 买入 |
| 股价 (2021/05/14) | 5.04港元 |
| 12个月目标价 (上涨/下跌空间) | 6.0港元 (+19.0%) |
| 前次目标价 | 5.2港元 |

股价表现



资料来源：彭博

| % | 1m | 6m | 12m |
|---------|-------|------|------|
| 1083 HK | 29.9 | 35.1 | 43.4 |
| 恒生指数 | (3.3) | 6.2 | 17.8 |

行业：天然气

| | |
|-------------------|--------|
| 恒生指数 (2021/05/14) | 28,028 |
| 国金指数 (2021/05/14) | 10,405 |

重要数据

| | |
|------------------|-----------|
| 52周股价区间(港元) | 3.15-5.13 |
| 市值(百万港元) | 14,963 |
| 日均成交量(百万股) | 3.6 |
| 每股净资产(港元) (2020) | 6.98 |

主要股东

| | |
|--------------|-------|
| 香港中华煤气(3 HK) | 68.2% |
| 总股数(百万股) | 2,969 |
| 自由流通量 | 31.8% |

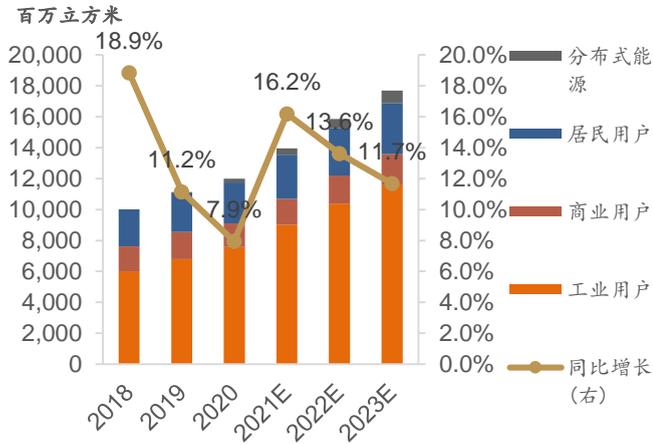
资料来源：彭博

相关报告

1. 港华燃气 (1083 HK) - 价值与增长加速前进(买入) (2021/04/22)

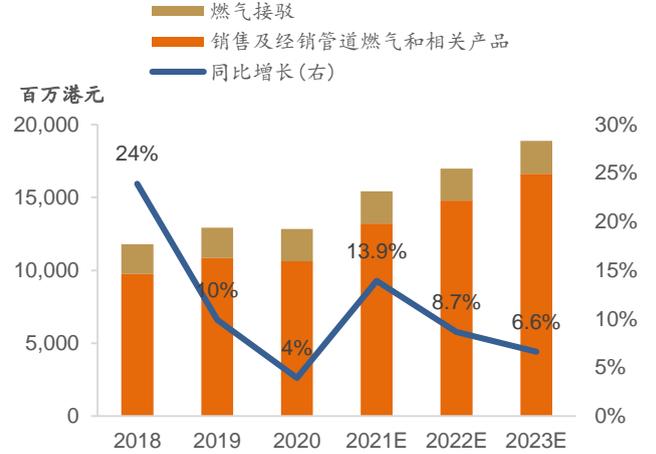
重点图表

图1: 港华燃气的销气量增长趋势



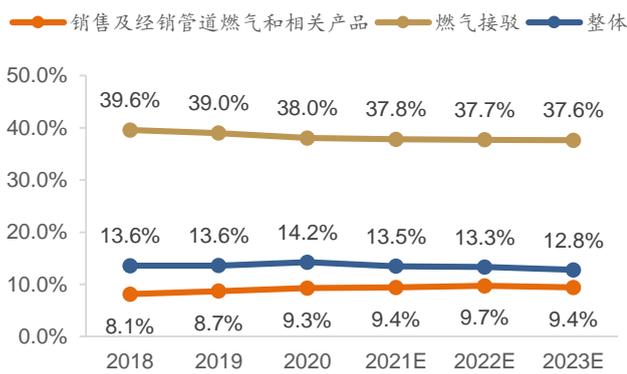
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 港华燃气的收入趋势



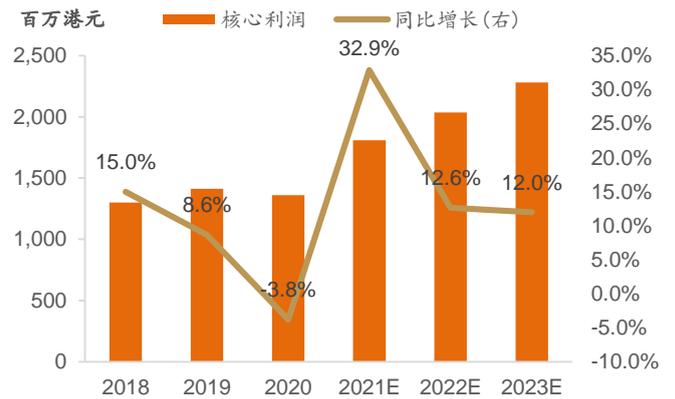
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 港华燃气经营利润率趋势



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图4: 港华燃气的核心利润趋势



资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图5: 前瞻市盈率趋势



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图6: 前瞻市净率趋势



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图7: 港华燃气 — 预测调整

| | 2020A | 2021E | | | | 2022E | | | | 2023E | | | |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|-------------|--------------|---------------|---------------|-------------|--------------|---------------|---------------|-------------|--------------|
| | | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 | 调整后的同比增长 | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 | 调整后的同比增长 | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 | 调整后的同比增长 |
| 销气业务 | | | | | | | | | | | | | |
| 整体销气量 (百万立方米) | 12,003 | 13,765 | 13,946 | 1.3% | 16.2% | 15,542 | 15,845 | 1.9% | 13.6% | 17,257 | 17,696 | 2.5% | 11.7% |
| 工业 | 7,581 | 8,870 | 9,021 | 1.7% | 19.0% | 10,112 | 10,375 | 2.6% | 15.0% | 11,224 | 11,620 | 3.5% | 12.0% |
| 商业 | 1,515 | 1,651 | 1,667 | 0.9% | 10.0% | 1,792 | 1,816 | 1.4% | 9.0% | 1,935 | 1,962 | 1.4% | 8.0% |
| 居民 | 2,643 | 2,848 | 2,862 | 0.5% | 8.3% | 3,065 | 3,080 | 0.5% | 7.6% | 3,295 | 3,311 | 0.5% | 7.5% |
| 分布式能源 | 264 | 396 | 396 | 0.0% | 50.0% | 574 | 574 | 0.0% | 45.0% | 804 | 804 | 0.0% | 40.0% |
| 收入 (百万港元) | | | | | | | | | | | | | |
| 收入 (百万港元) | 12,826 | 15,247 | 15,417 | 1.1% | 20.2% | 16,687 | 16,968 | 1.7% | 10.1% | 18,389 | 18,879 | 2.7% | 11.3% |
| 毛利 (百万港元) | | | | | | | | | | | | | |
| 毛利 (百万港元) | 3,065 | 3,248 | 3,350 | 3.1% | 9.3% | 3,466 | 3,587 | 3.5% | 7.1% | 3,713 | 3,862 | 4.0% | 7.7% |
| 毛利率 | 23.9% | 21.3% | 21.7% | 0.4ppt | | 20.8% | 21.1% | 0.3ppt | | 20.2% | 20.5% | 0.3ppt | |
| 营业利润 (百万港元) | | | | | | | | | | | | | |
| 营业利润 (百万港元) | 1,824 | 2,043 | 2,079 | 1.7% | 13.9% | 2,217 | 2,259 | 1.9% | 8.7% | 2,362 | 2,408 | 2.0% | 6.6% |
| 营业利润率 | 14.2% | 13.4% | 13.5% | 0.1ppt | | 13.3% | 13.3% | 0ppt | | 12.8% | 12.8% | 0.0ppt | |
| 净利润 (百万港元) | | | | | | | | | | | | | |
| 净利润 (百万港元) | 1,360 | 1,783 | 1,808 | 1.4% | 32.9% | 2,001 | 2,036 | 1.7% | 12.6% | 2,241 | 2,280 | 1.7% | 12.0% |
| 净利润率 | 10.6% | 11.7% | 11.7% | 0ppt | | 12.0% | 12.0% | 0ppt | | 12.2% | 12.1% | -0.1ppt | |

| | 调整前 | 调整后 | 调整幅度 |
|-----|-----|-----|-------|
| 目标价 | 5.2 | 6.0 | 15.0% |

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图8: 港华燃气 - 现金流贴现法估值

| 百万港元 | FY21E | FY22E | FY23E | FY24E | FY25E | FY26E | FY27E | FY28E | FY29E | FY30E |
|----------------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| EBITDA | 2,875 | 3,124 | 3,345 | 3,513 | 3,697 | 3,917 | 4,150 | 4,396 | 4,656 | 4,932 |
| 同比增长 | | 8.7% | 7.1% | 5.0% | 5.2% | 6.0% | 5.9% | 5.9% | 5.9% | 5.9% |
| 从合资及联营公司收入中获得的分配 | 427 | 564 | 632 | 708 | 789 | 876 | 968 | 1,064 | 1,166 | 1,247 |
| 同比增长 | | 32.2% | 12.0% | 12.0% | 11.5% | 11.0% | 10.5% | 10.0% | 9.5% | 7.0% |
| 所得税 | (528) | (527) | (564) | (579) | (576) | (584) | (599) | (645) | (712) | (785) |
| 同比增长 | | -0.2% | 7.0% | 2.6% | -0.6% | 1.4% | 2.6% | 7.7% | 10.4% | 10.3% |
| 资本开支 | (2,300) | (2,369) | (2,416) | (2,465) | (2,502) | (2,527) | (2,552) | (2,565) | (2,578) | (2,590) |
| 同比增长 | | 3.0% | 2.0% | 2.0% | 1.5% | 1.0% | 1.0% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| 营运资金变动 | (20) | 334 | 409 | 324 | 477 | 508 | 548 | 592 | 639 | 692 |
| 同比增长 | | -1771.5% | 22.3% | -20.6% | 47.1% | 6.3% | 7.9% | 8.0% | 8.1% | 8.2% |
| 自由现金流 | 453 | 1,126 | 1,405 | 1,501 | 1,885 | 2,190 | 2,514 | 2,842 | 3,172 | 3,495 |
| 同比增长 | | 148.7% | 24.7% | 6.8% | 25.6% | 16.1% | 14.8% | 13.0% | 11.6% | 10.2% |
| 贴现因子 (x) | 0.93 | 0.87 | 0.81 | 0.75 | 0.70 | 0.65 | 0.61 | 0.57 | 0.53 | 0.49 |
| 折现自由现金流 | 422 | 977 | 1,135 | 1,129 | 1,320 | 1,428 | 1,527 | 1,607 | 1,670 | 1,714 |
| 股数 (百万) | 2,969 | 2,969 | 2,969 | 2,969 | 2,969 | 2,969 | 2,969 | 2,969 | 2,969 | 2,969 |
| 每股折现自由现金流 (港元) | 0.14 | 0.33 | 0.38 | 0.38 | 0.44 | 0.48 | 0.51 | 0.54 | 0.56 | 0.58 |
| 终端增长率 | | 2.8% | | | | | | | | |
| 终值每股折现自由现金流 (港元) | | 6.3 | | | | | | | | |
| 总每股折现自由现金流 (FY21-30E) (港元) | | 4.4 | | | | | | | | |
| 总计 (港元) | 10.7 | | | | | | | | | |
| 减: 每股净负债 (2020年末) (港元) | | (3.1) | | | | | | | | |
| 减: 每股少数股东权益 (2020年末) (港元) | | (1.6) | | | | | | | | |
| 每股权益价值 (港元) | 6.0 | | | | | | | | | |
| 目标负债比率 | | 30% | | | | | | | | |
| 股本成本 | | 9.2% | | | | | | | | |
| 债务成本 | | 4.2% | | | | | | | | |
| 税率 | | 25.0% | | | | | | | | |
| 加权平均资本成本 | | 7.4% | | | | | | | | |
| 股本成本 | | 9.2% | | | | | | | | |
| 无风险利率 | | 2.0% | | | | | | | | |
| 风险溢价 | | 10.0% | | | | | | | | |
| 贝塔系数 | | 0.9 | | | | | | | | |

| | | |
|-------------|---------------|---------------|
| 每股权益价值 (港元) | DCF | 6.0 |
| 每股收益 (港元) | FY21E | 0.61 |
| | FY22E | 0.69 |
| 对应市盈率 | FY21E | 9.8 |
| | FY22E | 8.7 |
| 百万港元 | FY21E | FY22E |
| 权益价值 | 17,760 | 17,760 |
| 净负债 | 14,589 | 14,370 |
| 少数股东权益 | 2,037 | 2,156 |
| 企业价值 | 34,386 | 34,286 |
| EBITDA | 2,875 | 3,124 |
| 对应EV/EBITDA | 12.0 | 11.0 |

资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图9: 港华燃气预测 - 市场共识 vs 招商证券 (香港) 预测

| 百万港元 | FY21E | | | FY22E | | |
|-------|--------|--------------|----------|--------|--------------|----------|
| | 市场共识 | 招商证券 (香港) 预测 | 与市场共识的差别 | 市场共识 | 招商证券 (香港) 预测 | 与市场共识的差别 |
| 收入 | 14,906 | 15,417 | 3.4% | 16,468 | 16,968 | 3.0% |
| 毛利 | 3,234 | 3,350 | 3.6% | 3,517 | 3,587 | 2.0% |
| 营业利润 | 2,045 | 2,079 | 1.6% | 2,233 | 2,259 | 1.1% |
| 核心利润 | 1,685 | 1,808 | 7.3% | 1,917 | 2,036 | 6.2% |
| 毛利率 | 21.7% | 21.7% | 0ppt | 21.4% | 21.1% | -0.3ppt |
| 营业利润率 | 13.7% | 13.5% | -0.2ppt | 13.6% | 13.3% | -0.3ppt |
| 核心利润率 | 11.3% | 11.7% | 0.4ppt | 11.6% | 12.0% | 0.4ppt |

资料来源: 彭博、招商证券 (香港) 预测

图10: 可比城市燃气运营商

| 公司 | 彭博代码 | 招商证券 (香港)评级 | 价格 (港元) | 招商证券(香 港)目标价 (港元) | 上行/(下 行)空间 (%) | 市值 (百万美元) | 市净率 (x) | | 市盈率 (x) | | 每股盈利 复合年均 增长率 (%) | 股息收益 率 (%) | 净资产收益率 (%) | | 净负债比 率 (%) |
|-----------|---------|----------------|------------|-------------------------|----------------------|--------------|------------|------------|-------------|-------------|----------------------------|---------------|-------------|-------------|------------------|
| | | | | | | | 2021E | 2022E | 2021E | 2022E | | | 2021E | 2022E | |
| 中国燃气 | 384 HK | 买入 | 26.90 | 35.0 | 30.1 | 19,372 | 2.2 | 1.9 | 11.7 | 10.3 | 11.6 | 2.5 | 22.2 | 19.9 | 22.7 |
| 新奥能源 | 2688 HK | 买入 | 137.80 | 160.0 | 16.1 | 19,992 | 4.0 | 3.4 | 19.1 | 15.9 | 17.7 | 1.8 | 22.2 | 23.0 | 21.0 |
| 昆仑能源 | 135 HK | 买入 | 8.72 | 12.0 | 37.7 | 9,765 | 1.1 | 1.0 | 13.2 | 12.1 | 9.1 | 2.4 | 8.7 | 8.5 | 净现金 |
| 港华燃气 | 1083 HK | 买入 | 5.04 | 6.0 | 19.0 | 1,926 | 0.7 | 0.6 | 8.3 | 7.3 | 12.3 | 3.9 | 8.4 | 8.7 | 59.6 |
| 香港中华煤气 | 3 HK | 中性 | 13.20 | 12.2 | (7.2) | 30,108 | 3.5 | 3.4 | 31.3 | 29.0 | 7.8 | 2.8 | 11.1 | 11.8 | 52.8 |
| 华润燃气 | 1193 HK | 中性 | 46.00 | 42.0 | (8.7) | 13,704 | 2.7 | 2.4 | 18.0 | 16.3 | 7.9 | 2.3 | 15.6 | 15.7 | 净现金 |
| 北京控股 | 392 HK | 未评级 | 26.65 | n.a | n.a | 4,346 | 0.4 | 0.3 | 4.2 | 3.9 | 7.4 | 5.2 | 9.1 | 9.3 | n.a. |
| 天伦燃气 | 1600 HK | 未评级 | 7.59 | n.a | n.a | 977 | 1.2 | 1.0 | 6.2 | 5.5 | 11.6 | 4.9 | 20.0 | 19.5 | n.a. |
| 平均 | | | | | | | 1.9 | 1.8 | 14.0 | 12.5 | 10.7 | 3.2 | 14.7 | 14.6 | 39.1 |

注: *中国燃气的2021-23E年是指其3月31日年结的2022-24E财年

#未评级股票预测基于彭博共识

股价截至2021年5月14日

资料来源: 彭博共识、招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

| 12月31日年结(百万港元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 物业、机器及设备 | 17,219 | 20,017 | 21,540 | 23,062 | 24,561 |
| 商誉 | 5,297 | 5,625 | 5,625 | 5,625 | 5,625 |
| 联营公司 | 4,264 | 4,888 | 10,574 | 11,050 | 11,584 |
| 合资企业 | 2,756 | 3,198 | 3,374 | 3,578 | 3,805 |
| 按公允价值计入其他全面收益之权益工具 | 2,399 | 1,722 | 1,722 | 1,722 | 1,722 |
| 其他 | 1,312 | 1,843 | 1,408 | 1,389 | 1,370 |
| 非流动资产 | 33,247 | 37,293 | 44,243 | 46,426 | 48,667 |
| 应收贷款、其他应收款、按金及预付款 | 1,941 | 2,237 | 2,313 | 2,545 | 2,832 |
| 存货 | 587 | 643 | 1,541 | 1,695 | 1,884 |
| 现金 | 1,937 | 2,226 | 2,904 | 3,123 | 3,767 |
| 其他 | 482 | 494 | 494 | 494 | 494 |
| 流动资产 | 4,948 | 5,600 | 7,252 | 7,857 | 8,976 |
| 总资产 | 38,195 | 42,893 | 51,495 | 54,283 | 57,643 |
| 应付贷款、其他应付款及应计费用 | 2,215 | 2,689 | 2,882 | 3,156 | 3,491 |
| 合约负债 | 3,310 | 3,734 | 4,494 | 4,941 | 5,490 |
| 借贷 — 一年内到期之款项 | 3,434 | 5,137 | 7,818 | 7,818 | 7,818 |
| 其他 | 1,098 | 1,363 | 1,304 | 1,301 | 1,383 |
| 流动负债 | 10,056 | 12,922 | 16,498 | 17,217 | 18,183 |
| 借贷 — 一年后到期之款项 | 6,806 | 6,356 | 9,674 | 9,674 | 9,674 |
| 递延税项 | 982 | 848 | 745 | 782 | 900 |
| 其他 | 51 | 118 | 118 | 118 | 118 |
| 非流动负债 | 7,839 | 7,322 | 10,537 | 10,574 | 10,692 |
| 总负债 | 17,895 | 20,244 | 27,035 | 27,790 | 28,875 |
| 净资产 | 20,300 | 22,649 | 24,459 | 26,492 | 28,769 |
| 股本 | 287 | 297 | 297 | 297 | 297 |
| 各项储备金 | 18,325 | 20,426 | 22,125 | 24,039 | 26,182 |
| 股东资金 | 18,612 | 20,723 | 22,422 | 24,336 | 26,479 |
| 非控股权益 | 1,688 | 1,926 | 2,037 | 2,156 | 2,289 |
| 总权益 | 20,300 | 22,649 | 24,459 | 26,492 | 28,769 |
| 总借贷 | 10,239 | 11,493 | 17,493 | 17,493 | 17,493 |
| 净现金/ (借贷) | (8,302) | (9,267) | (14,589) | (14,370) | (13,726) |

现金流量表

| 12月31日年结(百万港元) | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 税前利润 | 2,014 | 2,203 | 2,559 | 2,801 | 3,111 |
| 调整 | 474 | 461 | 576 | 235 | 310 |
| 营运资金变动 | 70 | 332 | (20) | 334 | 409 |
| 已付利息和税项 | (805) | (795) | (981) | (1,105) | (1,131) |
| 营业活动净现金 | 1,753 | 2,200 | 2,134 | 2,265 | 2,699 |
| 资本支出 | (2,203) | (2,316) | (2,300) | (2,369) | (2,416) |
| 并购 | (126) | (27) | (5,362) | 0 | 0 |
| 其他 | 117 | (133) | 427 | 564 | 632 |
| 投资活动净现金 | (2,213) | (2,476) | (7,236) | (1,805) | (1,785) |
| 借贷变动 | 882 | 664 | 6,000 | 0 | 0 |
| 股息派发 | (166) | (183) | (220) | (241) | (270) |
| 其他 | 90 | (17) | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动净现金 | 806 | 463 | 5,780 | (241) | (270) |
| 现金净变动 | 347 | 187 | 678 | 218 | 644 |
| 调整 | (21) | 101 | 0 | 0 | 0 |
| 期初现金 | 1,611 | 1,937 | 2,226 | 2,904 | 3,123 |
| 期末现金 | 1,937 | 2,226 | 2,904 | 3,123 | 3,767 |
| 自由现金流 | (577) | (144) | (5,528) | (104) | 282 |

损益表

| 12月31日年结(百万港元) | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 收入 | 12,924 | 12,826 | 15,417 | 16,968 | 18,879 |
| 销售成本 | (9,997) | (9,761) | (12,067) | (13,381) | (15,017) |
| 毛利 | 2,928 | 3,065 | 3,350 | 3,587 | 3,862 |
| 人力成本 | (693) | (762) | (796) | (866) | (937) |
| 其他营业支出 | (479) | (478) | (475) | (463) | (517) |
| 营业利润 | 1,756 | 1,824 | 2,079 | 2,259 | 2,408 |
| 所占联营公司及合资企业业绩 | 743 | 697 | 1,065 | 1,244 | 1,393 |
| 利息收入 | 20 | 21 | 27 | 35 | 45 |
| 利息支出 | (399) | (426) | (612) | (737) | (736) |
| 其他收益净额 | (105) | 87 | 0 | 0 | 0 |
| 税前利润 | 2,014 | 2,203 | 2,559 | 2,801 | 3,111 |
| 税项 | (501) | (555) | (528) | (527) | (564) |
| 税后利润 | 1,513 | 1,648 | 2,031 | 2,274 | 2,546 |
| 非控股权益 | (204) | (201) | (223) | (238) | (266) |
| 净利润 | 1,308 | 1,447 | 1,808 | 2,036 | 2,280 |
| 非核心项目调整 | 105 | (87) | 0 | 0 | 0 |
| 核心利润 | 1,414 | 1,360 | 1,808 | 2,036 | 2,280 |
| EBITDA | 2,449 | 2,587 | 2,875 | 3,124 | 3,345 |
| 基本每股盈利 (港元) | 0.46 | 0.50 | 0.61 | 0.69 | 0.77 |
| 摊薄核心每股盈利 (港元) | 0.50 | 0.47 | 0.61 | 0.69 | 0.77 |
| 每股股息 (港元) | 0.15 | 0.15 | 0.20 | 0.22 | 0.25 |

财务比率

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 年增长率 (%) | | | | | |
| 收入 | 9.6% | -0.8% | 20.2% | 10.1% | 11.3% |
| 息息折旧及摊销前利润 | 11.0% | 5.6% | 11.1% | 8.7% | 7.1% |
| 营业利润 | 9.9% | 3.9% | 13.9% | 8.7% | 6.6% |
| 核心利润 | 8.6% | -3.8% | 32.9% | 12.6% | 12.0% |
| 利润率 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 22.7% | 23.9% | 21.7% | 21.1% | 20.5% |
| EBITDA 利润率 | 18.9% | 20.2% | 18.6% | 18.4% | 17.7% |
| 营业利润率 | 13.6% | 14.2% | 13.5% | 13.3% | 12.8% |
| 净利润率(核心净利润) | 10.9% | 10.6% | 11.7% | 12.0% | 12.1% |
| 实际税率 (%) | 39.4% | 36.8% | 35.3% | 33.8% | 32.8% |
| 股息支付率 (%) | 30.1% | 32.2% | 32.5% | 32.8% | 33.1% |
| 资本净负债比率 (%) | 40.9% | 40.9% | 59.6% | 54.2% | 47.7% |
| 总资本净负债比率 (%) | 26.8% | 26.8% | 34.0% | 32.2% | 30.3% |
| 流动比率 (x) | 0.5 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.5 |
| 回报率 (%) | | | | | |
| 资产周转率 (x) | 0.4 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 0.3 |
| 财务杠杆比率 (x) | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 2.3 | 2.2 |
| 净利润率 | 10.9% | 10.6% | 11.7% | 12.0% | 12.1% |
| 股本回报率 | 8.1% | 6.9% | 8.4% | 8.7% | 9.0% |
| 资产回报率 | 3.9% | 3.4% | 3.8% | 3.8% | 4.1% |

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/cmshk/gb/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责条款

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料,但招商证券(香港)有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工(统称“招商证券”)对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券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。

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。本报告中讨论的证券,工具或策略,可能并不适合所有投资者,某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制,不能在全球范围内不受限制地提供,和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券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,招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券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。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计,可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析,基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准,此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时,并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息,并承担风险。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。且投资者应自行索取独立财务及/或税务专业意见,并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险,而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券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。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼,招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司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。目前的经营范围包括第 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）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

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