

## 行业报告

### 天然气行业

#### 淡季天然气消费量保持强劲

■ 液化天然气价格在今年淡季保持相对较高的水平

■ 21年首5个月的液化天然气进口量同比增长30%，美国和马来西亚占增量的约50%

■ 维持推荐评级；调整昆仑能源(135 HK)、港华燃气(1083 HK)及香港中华煤气(3 HK)的目标价

#### 国内和进口液化天然气价格上涨

根据上海石油天然气交易中心的数据，国内液化天然气出厂价格上周达到了每吨4,183元人民币，高于疫情前同期水平(2019年约为每吨3,400元人民币)。由于国内经济活动依然强劲，加上今年夏天天气相对更热，南部地区天然气发电的制冷需求增加，我们认为这些需求拉动因素将继续对国内液化天然气价格造成一定上行压力。在海外进口价格方面，中国液化天然气综合进口到岸价格指数较4月份低点飙升50%以上，中国买家的需求保持强劲，抬高现货价格，吸引海外进口商；合同液化天然气方面，原油价格的上升趋势也意味着传递至更高的液化天然气进口价格。

#### 5月份液化天然气进口强劲

中国5月份国内天然气消费量继续快速增长，同比增长17.3%，使得21年首5个月消费量增长保持了类似的增长势头，同比增长17.1%(21年首4个月同比增长16.8%)。海外天然气进口量增长呈现快速增长趋势(即21年首5个月：同比增长24.5%，对比19年首5个月：同比增长12.5%)，特别是来自美国和马来西亚的进口液化天然气加速增长，同比分别增长423%/73%。

#### 维持推荐评级

我们对21年下半年的天然气消费增长势头持乐观态度，同时也看好其长期发展趋势，因为天然气将作为中国在碳中和的道路上摆脱煤炭为主的能源消费的桥梁。我们调整以下股票的目标价：1) 昆仑能源(135 HK，买入，由12.0港元下调至9.8港元)，对其分派特别股息作出调整，目标价对应13.5倍22财年预测市盈率；2) 港华燃气(1083 HK，买入，由6.0港元上调至7.1港元)，因滚动现金流贴现期间，对应10.6倍22财年预测市盈率，公司最近也宣布完成其上海燃气交易；3) 香港中华煤气(3 HK，中性，由12.2港元上调至12.7港元)，因滚动现金流贴现期间，对应27.9倍22财年预测市盈率。

#### 重点公司财务资料

公司	代码	评级	现价(港元)	目标价(港元)	上涨空间(%)	每股盈利(港币)		市盈率(x)		市净率(x)		ROE(%)	股息率(%)
						FY21E	FY22E	FY21E	FY22E	FY21E	FY22E		
昆仑能源	135 HK	买入	6.97	9.8	40.1	0.58	0.64	10.5	9.6	0.8	0.8	8.7	3.0
港华燃气	1083 HK	买入	5.47	7.1	29.8	0.60	0.67	9.1	8.2	0.7	0.7	8.4	3.5
中国燃气*	384 HK	买入	24.10	33.0	37.1	2.19	2.47	11.0	9.8	1.9	1.6	19.6	2.5
新奥能源	2688 HK	中性	152.1	160.0	5.2	6.49	7.80	21.1	17.6	4.4	3.8	22.2	1.7
香港中华煤气	3 HK	中性	12.26	12.7	3.6	0.42	0.46	29.1	26.9	3.4	3.3	11.1	3.0
华润燃气	1193 HK	中性	46.40	42.0	(9.5)	2.56	2.82	18.1	16.4	2.7	2.5	15.6	2.3

股价截至2021年7月14日；资料来源：彭博、招商證券(香港)预测

\*注：\*中国燃气的2021-22E财年是指其3月31日年结的2022-23E财年

王腾杰

+852 3189 6634

tommywong@cmschina.com.hk

萧俊豪

+852 3189 6395

ericssiu@cmschina.com.hk

### 推荐

前次评级	推荐
恒生指数	27,787
国企指数	10,065

#### 行业表现



%	1m	6m	12m
绝对回报	(3.5)	15.5	29.0
相对回报	0.2	17.1	19.9

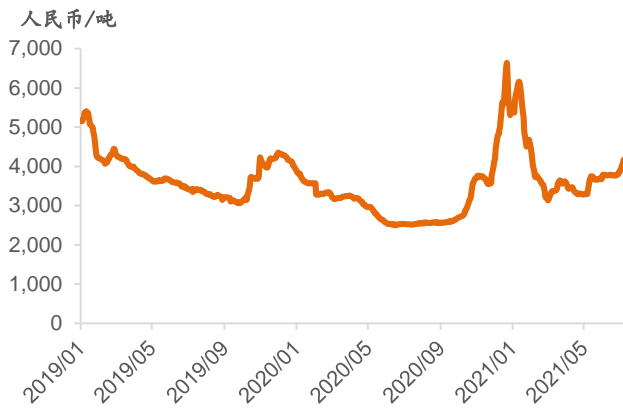
资料来源：彭博

#### 相关报告

- 天然气行业 - 21年一季度行业数据显示复苏强劲(推荐)(2021/05/04)
- 天然气行业 - 20年下半年业绩稳健，21年前景向好(推荐)(2021/04/07)
- 天然气行业 - 12月的数据再次印证向好趋势(推荐)(2021/02/19)
- 天然气行业 - 增加供应，确保顺利过渡冬季供暖季(推荐)(2020/12/10)
- 天然气行业 - 2020年下半年复苏势头继续(推荐)(2020/09/15)
- 天然气行业 - 国家管网集团重要的一周(推荐)(2020/07/26)

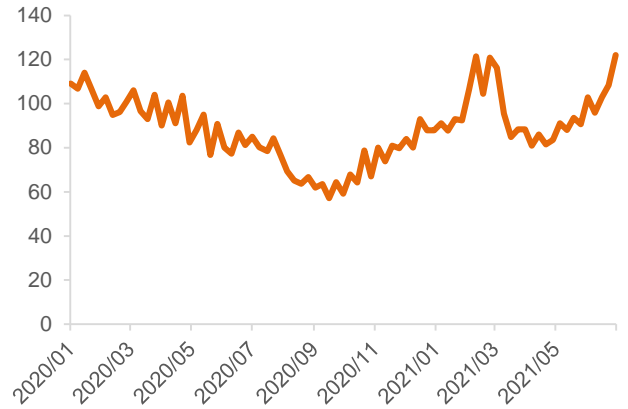
重点图表

图1: 国内液化天然气价格走势



资料来源: 万得、招商证券(香港)

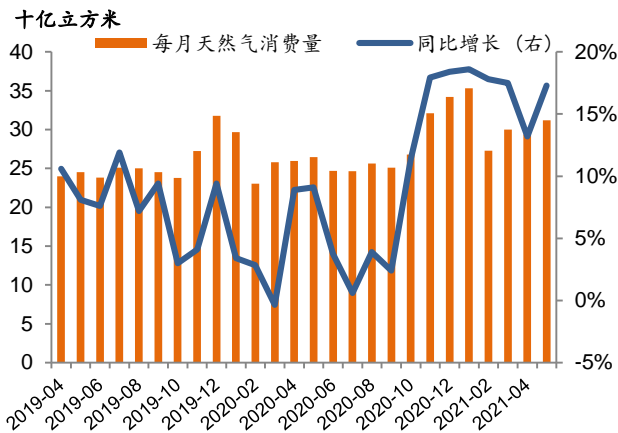
图2: 中国液化天然气综合进口到岸价格指数



注: 基础100 = 人民币2,853元/吨

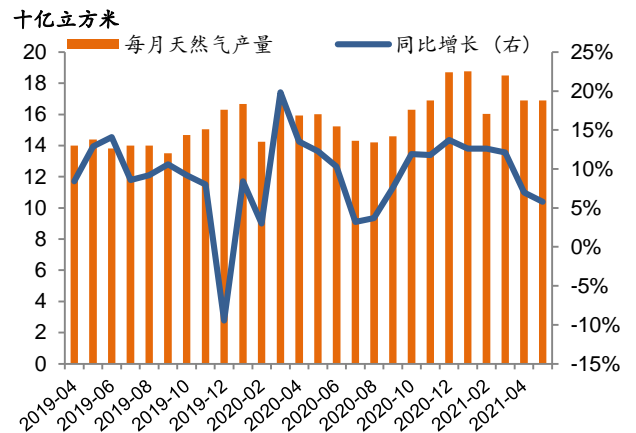
资料来源: 上海石油天然气交易中心、招商证券(香港)

图3: 每月国内天然气消费量



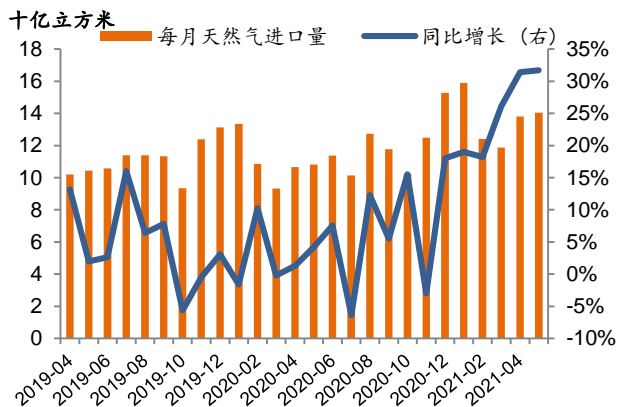
资料来源: 彭博、国家统计局、国家发改委、招商证券(香港)

图4: 每月国内天然气产量



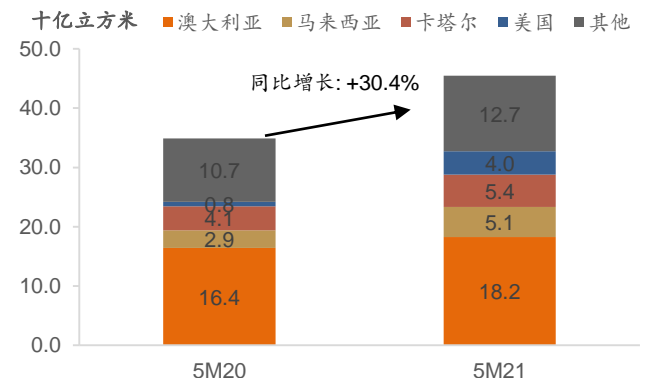
资料来源: 国家统计局、国家发改委、招商证券(香港)

图5: 每月天然气进口量



资料来源: 国家统计局、国家发改委、招商证券(香港)

图6: 天然气进口量增长



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

昆仑能源(135 HK) - 对其分派特别股息作出调整后的目标价由 12.0 港元调整至 9.8 港元, 维持买入评级

图7: 昆仑能源 - 分部加总估值法估值

分部	估值方法	估值倍数	估值		每股价值(港元/股)
			(百万人民币)	(百万港元)	
天然气与液化石油气销售	DCF	n.a.	58,301	66,387	7.7
LNG 加工与储运	P/B multiple	1.3	13,488	15,358	1.8
勘探与生产	P/B multiple	0.5	1,097	1,249	0.1
净现金	n.a.	n.a.	8,002	9,112	1.1
非控制性权益	n.a.	n.a.	(6,618)	(7,536)	(0.9)
<b>总计</b>			<b>74,270</b>	<b>84,571</b>	<b>9.8</b>

资料来源: 招商证券(香港)预测

港华燃气(1083 HK) - 在滚动我们的现金流贴现期间至 2022 年后, 目标价由 6.0 港元上调至 7.1 港元, 并采用较低贴现率, 反映市场提升对于公司的偏好, 维持买入评级

图8: 港华燃气 - 现金流贴现法估值

百万港元	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E
EBITDA	3,124	3,345	3,513	3,697	3,917	4,150	4,396	4,656	4,932	5,225
同比增长	8.7%	7.1%	5.0%	5.2%	6.0%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
从合资及联营公司收入中获得的分配	564	632	708	789	876	968	1,064	1,166	1,247	1,322
同比增长	32.2%	12.0%	12.0%	11.5%	11.0%	10.5%	10.0%	9.5%	7.0%	6.0%
所得税	(527)	(564)	(579)	(576)	(584)	(599)	(645)	(712)	(785)	(862)
同比增长	-0.2%	7.0%	2.6%	-0.6%	1.4%	2.6%	7.7%	10.4%	10.3%	9.8%
资本开支	(2,369)	(2,416)	(2,465)	(2,502)	(2,527)	(2,552)	(2,565)	(2,578)	(2,590)	(2,603)
同比增长	3.0%	2.0%	2.0%	1.5%	1.0%	1.0%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营运资金变动	334	409	324	477	508	548	592	639	692	749
同比增长	-1771.5%	22.3%	-20.6%	47.1%	6.3%	7.9%	8.0%	8.1%	8.2%	8.3%
<b>自由现金流</b>	<b>1,126</b>	<b>1,405</b>	<b>1,501</b>	<b>1,885</b>	<b>2,190</b>	<b>2,514</b>	<b>2,842</b>	<b>3,172</b>	<b>3,495</b>	<b>3,830</b>
同比增长	148.7%	24.7%	6.8%	25.6%	16.1%	14.8%	13.0%	11.6%	10.2%	9.6%
贴现因子(x)	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.68	0.63	0.59	0.55	0.52
<b>折现自由现金流</b>	<b>1,055</b>	<b>1,233</b>	<b>1,233</b>	<b>1,451</b>	<b>1,578</b>	<b>1,698</b>	<b>1,797</b>	<b>1,879</b>	<b>1,939</b>	<b>1,991</b>
股数(百万)	3,043	3,043	3,043	3,043	3,043	3,043	3,043	3,043	3,043	3,043
<b>每股折现自由现金流(港元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.41</b>	<b>0.41</b>	<b>0.48</b>	<b>0.52</b>	<b>0.56</b>	<b>0.59</b>	<b>0.62</b>	<b>0.64</b>	<b>0.65</b>

终端增长率	2.8%
终值每股折现自由现金流(港元)	8.8
总每股折现自由现金流(FY22-31E)(港元)	5.2
<b>总计(港元)</b>	<b>14.0</b>
减: 每股净负债(21财年末)(港元)	(4.8)
减: 每股少数股东权益(21财年末)(港元)	(2.1)
<b>每股权益价值(港元)</b>	<b>7.1</b>
目标负债比率	30%
股本成本	8.3%
债务成本	4.2%
税率	25.0%
<b>加权平均资本成本</b>	<b>6.8%</b>
股本成本	8.3%
无风险利率	2.0%
风险溢价	9.0%
贝塔系数	0.9

每股权益价值(港元)		
DCF	7.1	
	FY21E	FY22E
每股收益(港元)	0.60	0.67
对应市盈率	11.8	10.6
百万港元	FY21E	FY22E
权益价值	21,605	21,605
净负债	14,589	14,370
少数股东权益	2,037	2,156
企业价值	38,231	38,131
EBITDA	2,875	3,124
对应EV/EBITDA	13.3	12.2

资料来源: 招商证券(香港)预测

香港中华煤气 (3 HK) - 为反映红股分派以及滚动现金流贴现期间至 2022 年而作出调整后的目标价由 12.2 港元调整至 12.7 港元, 维持中性评级

图9: 香港中华煤气 - 现金流贴现法估值

百万港元	FY22E	FY23E	FY24E	FY25E	FY26E	FY27E	FY28E	FY29E	FY30E	FY31E
<b>EBITDA</b>	<b>14,137</b>	<b>15,318</b>	<b>16,574</b>	<b>17,891</b>	<b>19,329</b>	<b>20,754</b>	<b>22,143</b>	<b>23,447</b>	<b>24,626</b>	<b>25,772</b>
同比增长	8.6%	8.4%	8.2%	7.9%	8.0%	7.4%	6.7%	5.9%	5.0%	4.7%
<b>合资及联营公司收入</b>	<b>1,809</b>	<b>1,953</b>	<b>2,090</b>	<b>2,216</b>	<b>2,326</b>	<b>2,443</b>	<b>2,565</b>	<b>2,642</b>	<b>2,721</b>	<b>2,803</b>
同比增长	10.0%	8.0%	7.0%	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%	3.0%	3.0%	3.0%
<b>所得税</b>	<b>(2,788)</b>	<b>(3,328)</b>	<b>(3,806)</b>	<b>(3,958)</b>	<b>(4,279)</b>	<b>(4,606)</b>	<b>(4,928)</b>	<b>(5,205)</b>	<b>(5,453)</b>	<b>(5,694)</b>
同比增长	14.1%	19.4%	14.3%	4.0%	8.1%	7.6%	7.0%	5.6%	4.8%	4.4%
<b>资本开支</b>	<b>(7,313)</b>	<b>(7,532)</b>	<b>(7,758)</b>	<b>(7,991)</b>	<b>(8,231)</b>	<b>(8,478)</b>	<b>(8,732)</b>	<b>(8,994)</b>	<b>(9,264)</b>	<b>(9,495)</b>
同比增长	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	2.5%
<b>营运资金变动</b>	<b>821</b>	<b>884</b>	<b>956</b>	<b>1,019</b>	<b>1,082</b>	<b>1,095</b>	<b>1,094</b>	<b>1,061</b>	<b>1,004</b>	<b>997</b>
同比增长	12.1%	7.7%	8.2%	6.5%	6.2%	1.2%	-0.1%	-3.0%	-5.4%	-0.7%
<b>自由现金流</b>	<b>6,666</b>	<b>7,294</b>	<b>8,057</b>	<b>9,177</b>	<b>10,227</b>	<b>11,208</b>	<b>12,142</b>	<b>12,951</b>	<b>13,634</b>	<b>14,383</b>
同比增长	14.0%	9.4%	10.4%	13.9%	11.4%	9.6%	8.3%	6.7%	5.3%	5.5%
贴现因子 (x)	0.94	0.89	0.84	0.79	0.75	0.71	0.67	0.63	0.59	0.56
<b>折现自由现金流</b>	<b>6,290</b>	<b>6,495</b>	<b>6,769</b>	<b>7,275</b>	<b>7,651</b>	<b>7,912</b>	<b>8,088</b>	<b>8,140</b>	<b>8,087</b>	<b>8,049</b>
股数 (百万)	18,660	18,660	18,660	18,660	18,660	18,660	18,660	18,660	18,660	18,660
<b>每股折现自由现金流 (港元)</b>	<b>0.34</b>	<b>0.35</b>	<b>0.36</b>	<b>0.39</b>	<b>0.41</b>	<b>0.42</b>	<b>0.43</b>	<b>0.44</b>	<b>0.43</b>	<b>0.43</b>

<b>每股权益价值 (港元)</b>	
总每股折现自由现金流 (FY22-FY31E)	4.3
终值每股折现自由现金流	14.0
<b>总计</b>	<b>18.3</b>
减: 每股净负债 (21财年末)	(2.3)
减: 永续资本证券持有人 (21财年末)	(0.1)
减: 每股少数股东权益 (21财年末)	(3.2)
<b>每股权益价值</b>	<b>12.7</b>

<b>终端增长率</b>	<b>2.8%</b>
<b>债务成本</b>	<b>3.7%</b>
无风险利率	2.0%
风险溢价	10.0%
贝塔系数	0.57
<b>股本成本</b>	<b>7.7%</b>
目标负债比率 (负债/资产)	35.0%
税率	25.0%
<b>加权平均资本成本</b>	<b>6.0%</b>

<b>每股权益价值 (港元)</b>	<b>DCF</b>	
	<b>12.7</b>	
	FY21E	FY22E
每股收益 (港元)	0.42	0.46
<b>对应市盈率</b>	<b>30.1</b>	<b>27.9</b>
<b>百万港元</b>	FY21E	FY22E
权益价值	236,946	236,946
净负债	42,594	45,886
少数股东权益	10,528	11,076
永续资本证券持有人	2,384	2,384
<b>企业价值</b>	<b>292,451</b>	<b>296,292</b>
EBITDA	13,015	14,137
<b>对应EV/EBITDA</b>	<b>22.5</b>	<b>21.0</b>

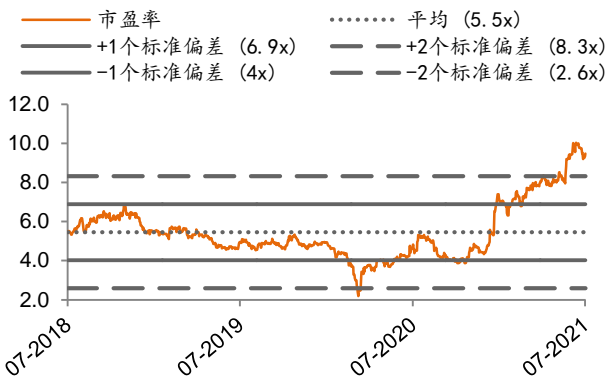
资料来源: 招商证券 (香港) 预测

图10: 21财年公司指引概要

	销气量增长	新接驳	售气毛差	资本开支	其他
新奥能源 (2688 HK)	零售气量: 同比增长 15% 或以上	居民用户: 240 万户; 新开工商业用户开口气量: 1,800 万立方米/日	稳定在 0.6 元人民币/每立方米	80 至 90 亿元人民币 (新城市燃气项目 20 亿元人民币, 泛能业务 20 亿元人民币, 维护性资本开支 40-50 亿元人民币)	1) 并购 20-30 个城市燃气项目 2) 泛能业务收入: 80-100 亿元人民币 3) 增值业务毛利: +30% 同比增长或以上 4) 核心利润: +15% 同比增长或以上 5) 派息比率: 35%
昆仑能源 (135 HK)	零售气量: 同比增长 15% 或以上	居民用户: >80 万户	不低于 20 财年的 0.501 元人民币/每立方米的水平	65 亿元人民币 (59 亿元人民币用于售气业务, 6.4 亿元人民币用于 LNG 接收站), 不包括并购	1) LPG 销售量: 480 万吨 2) LNG 接收站: 平均装卸负荷率 >75% 3) LNG 工厂: 加工量对比 20 财年小幅提升 4) 原油销售量: 1,250 万桶 5) 派息比率: 25-35%
中国燃气 (384 HK)	城市燃气销气量: +15% 至 +20% 同比增长	新居民用户接驳: 500 万户 (其中 340 万户来自城市, 80 万户来自农村; 80 万户来自 LPG 微管网)	>0.6 元人民币/每立方米	100 亿港元 (80 亿港元用于城市燃气项目和液化石油气微管网, 15 亿港元用于城市供暖, 5 亿港元用于安全维护)	1) 农村接驳回款: 90 亿-100 亿港元 2) LPG 销售量: 520 万吨 3) 增值服务毛利: +30% 同比增长 4) 核心利润: +15% 同比增长
华润燃气 (1193 HK)	零售气量: 同比增长 10% 或以上	新居民用户: 约 320 万户	不低于 20 财年 0.59 元人民币/每立方米的水平	85 亿港元 (并购 31 亿港元, 维护性资本开支 54 亿港元)	
香港中华煤气 (3 HK)	内地零售气量: +13% 至 +15% 同比增长		0.6 元人民币/每立方米	三年滚动: 200 亿港元	
天伦燃气 (1600 HK)	零售气量: 同比增长 25%	新用户接驳 (包括居民和工商户): 约 80 万户	稳定在 0.56 元人民币/每立方米现有水平	15 亿港元	1) 增值业务毛利: +40% 同比增长 2) 核心利润: +15% 同比增长 3) 派息比率: 核心利润的 30%
北京控股 (392 HK)	低个位数增长		稳定在 0.37 元人民币/每立方米的现有水平	天津 LNG 接收站资本支出 62 亿港元	

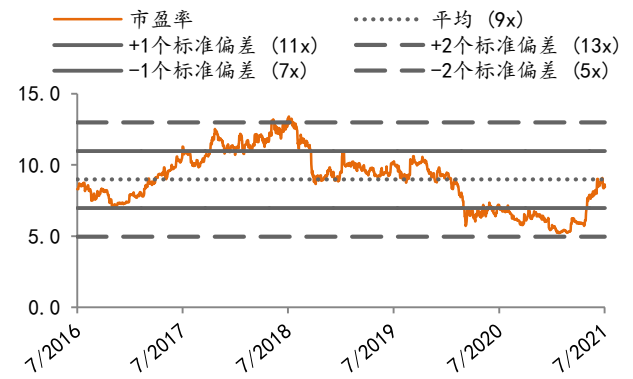
注: 中国燃气的指引是指截至 2022 年 3 月 31 日止财政年度  
资料来源: 公司指引、招商证券 (香港)

图11: 前瞻市盈率趋势 - 昆仑能源



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图12: 前瞻市盈率趋势 - 港华燃气



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图13: 前瞻市盈率趋势 - 中国燃气



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图14: 前瞻市盈率趋势 - 新奥能源



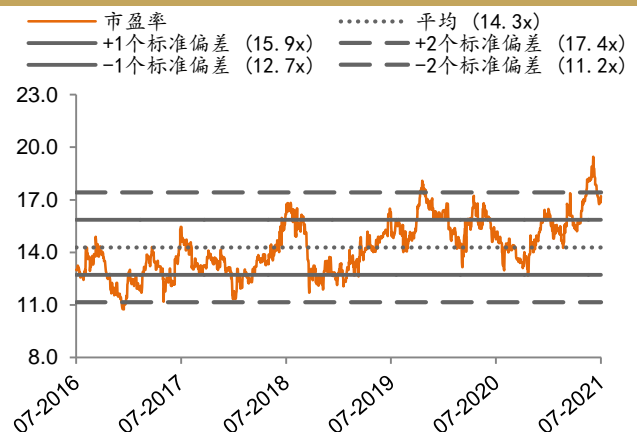
资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图15: 前瞻市盈率趋势 - 香港中华煤气



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图16: 前瞻市盈率趋势 - 华润燃气



资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图17: 可比燃气公司估值表现

公司	彭博代码	招商证 券(香 港)评级	招商证 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	股息收	净资产收益率(%)		净负债
							2021E	2022E	2021E	2022E	合年均增长	益率	2021E	2022E	比率
											率(%)	(%)			
中国燃气	384 HK	买入	24.10	33.0	37.1	17,323	1.9	1.6	11.0	9.8	12.3	2.5	19.6	17.8	31.4
昆仑能源	135 HK	买入	6.97	9.8	40.1	7,770	0.8	0.8	10.5	9.6	9.1	3.0	8.7	8.5	净现金
港华燃气	1083 HK	买入	5.47	7.1	29.8	2,091	0.7	0.7	9.1	8.2	11.5	3.5	8.4	8.7	59.6
香港中华煤气	3 HK	中性	12.26	12.7	3.6	29,452	3.4	3.3	29.1	26.9	7.8	3.0	11.1	11.8	52.8
新奥能源	2688 HK	中性	152.10	160.0	5.2	22,119	4.4	3.8	21.1	17.6	17.7	1.7	22.2	23.0	21.0
华润燃气	1193 HK	中性	46.40	42.0	(9.5)	13,823	2.7	2.5	18.1	16.4	7.9	2.3	15.6	15.7	净现金
北京控股	392 HK	未评级	25.35	n.a	n.a	4,119	0.4	0.3	4.0	3.7	7.4	5.4	9.1	9.3	n.a.
天伦燃气	1600 HK	未评级	8.03	n.a	n.a	1,038	1.2	1.0	6.5	5.9	92.4	4.8	20.1	19.8	21.7
<b>平均</b>							<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>13.7</b>	<b>12.3</b>	<b>20.8</b>	<b>3.3</b>	<b>14.4</b>	<b>14.3</b>	<b>37.3</b>

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7月14日

资料来源: 彭博共识、招商证券(香港)预测

## 财务预测表 - 昆仑能源(135 HK)

### 资产负债表

12月31日年结(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
固定资产	105,776	67,877	70,394	72,913	75,435
合资企业投资	5,712	6,186	6,277	6,375	6,478
联营公司投资	3,203	3,348	3,206	3,053	2,891
其他	3,556	3,734	4,522	5,197	5,755
<b>非流动资产总额</b>	<b>118,247</b>	<b>81,145</b>	<b>84,399</b>	<b>87,538</b>	<b>90,559</b>
库存	1,398	925	1,148	1,319	1,479
应收账款	2,792	4,085	5,063	5,836	6,552
预付费用和其他流动资产	6,820	8,153	10,104	11,648	13,077
与分类为待作出售之出售组别相关之资产	0	44,407	0	0	0
现金及现金等价物	18,640	16,273	27,517	27,060	29,120
<b>流动资产</b>	<b>29,650</b>	<b>73,843</b>	<b>43,832</b>	<b>45,863</b>	<b>50,228</b>
<b>资产总额</b>	<b>147,897</b>	<b>154,988</b>	<b>128,231</b>	<b>133,402</b>	<b>140,787</b>
应付账款和应付负债	29,300	28,093	30,553	33,769	36,337
与分类为待作出售之出售组别相关之负债	0	10,344	0	0	0
短期负债	8,772	5,182	3,547	2,948	2,848
其他	1,225	974	1,112	1,203	1,252
<b>流动负债</b>	<b>39,297</b>	<b>44,593</b>	<b>35,212</b>	<b>37,920</b>	<b>40,437</b>
长期负债	25,727	22,491	15,304	12,853	12,453
递延税项负债	1,697	1,438	1,677	1,837	1,914
租赁负债	393	506	506	506	506
其他	1,598	1,433	1,433	1,433	1,433
<b>非流动负债</b>	<b>29,415</b>	<b>25,868</b>	<b>18,920</b>	<b>16,629</b>	<b>16,306</b>
<b>负债总额</b>	<b>68,712</b>	<b>70,461</b>	<b>54,133</b>	<b>54,549</b>	<b>56,743</b>
<b>净资产总额</b>	<b>79,185</b>	<b>84,527</b>	<b>74,098</b>	<b>78,852</b>	<b>84,044</b>
股本	71	71	71	71	71
其他储备	21,433	21,956	21,956	21,956	21,956
滚存盈利	28,484	31,557	40,926	44,673	48,760
<b>股东权益</b>	<b>49,988</b>	<b>53,584</b>	<b>62,953</b>	<b>66,700</b>	<b>70,787</b>
少数股东权益	29,197	30,943	11,145	12,152	13,257
<b>总权益</b>	<b>79,185</b>	<b>84,527</b>	<b>74,098</b>	<b>78,852</b>	<b>84,044</b>
总负债	35,117	28,337	19,515	16,465	15,985
<b>净现金/(负债)</b>	<b>(16,477)</b>	<b>(12,064)</b>	<b>8,002</b>	<b>10,595</b>	<b>13,156</b>
<b>每股净资产(人民币)</b>	<b>6.01</b>	<b>6.19</b>	<b>7.27</b>	<b>7.70</b>	<b>8.18</b>

### 现金流量表

12月31日年结(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>税前利润</b>	<b>7,014</b>	<b>8,107</b>	<b>27,091</b>	<b>11,822</b>	<b>12,771</b>
折旧和摊销	6,350	6,963	5,533	5,933	6,354
营运资金变化	(48)	651	(553)	818	313
调整资产出售收益	0	0	(16,280)	0	0
其他	6,781	4,475	(55)	(1,417)	(1,527)
已付税款	(4,012)	(3,457)	(2,698)	(2,956)	(3,079)
<b>经营活动所得净现金</b>	<b>16,085</b>	<b>16,738</b>	<b>13,037</b>	<b>14,201</b>	<b>14,832</b>
资本开支	(11,336)	(8,182)	(8,050)	(8,453)	(8,875)
处置资产收益	594	403	36,997	0	0
其他	465	(1,054)	1,160	1,292	1,390
<b>投资活动所得净现金</b>	<b>(10,277)</b>	<b>(8,833)</b>	<b>30,107</b>	<b>(7,161)</b>	<b>(7,486)</b>
支付利息	(1,558)	(1,423)	(581)	(450)	(414)
支付股息	(4,996)	(6,479)	(22,465)	(3,965)	(4,340)
净债务变化	(1,643)	(2,011)	(8,822)	(3,050)	(500)
其他	392	105	(32)	(32)	(32)
<b>融资活动所得净现金</b>	<b>(7,805)</b>	<b>(9,808)</b>	<b>(31,901)</b>	<b>(7,497)</b>	<b>(5,286)</b>
<b>现金变更净值</b>	<b>(1,997)</b>	<b>(1,903)</b>	<b>11,244</b>	<b>(457)</b>	<b>2,060</b>
调整	163	(464)	0	0	0
<b>期初余额</b>	<b>20,474</b>	<b>18,640</b>	<b>16,273</b>	<b>27,517</b>	<b>27,060</b>
<b>期末余额</b>	<b>18,640</b>	<b>16,273</b>	<b>27,517</b>	<b>27,060</b>	<b>29,120</b>

### 损益表

12月31日年结(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	<b>101,794</b>	<b>109,251</b>	<b>135,398</b>	<b>156,079</b>	<b>175,226</b>
销售成本	(86,897)	(94,694)	(117,512)	(135,076)	(151,405)
<b>毛利</b>	<b>14,897</b>	<b>14,557</b>	<b>17,886</b>	<b>21,003</b>	<b>23,821</b>
员工薪酬成本	(4,743)	(4,700)	(5,396)	(7,126)	(8,585)
销售和行政费用	(3,031)	(2,689)	(3,087)	(4,077)	(4,912)
其他收益	44	1,141	1,311	1,731	2,085
<b>总运营成本</b>	<b>(7,730)</b>	<b>(6,248)</b>	<b>(7,173)</b>	<b>(9,472)</b>	<b>(11,412)</b>
<b>营业利润</b>	<b>7,167</b>	<b>8,309</b>	<b>10,713</b>	<b>11,531</b>	<b>12,409</b>
利息收入	265	330	291	361	403
利息支出	(899)	(708)	(581)	(450)	(414)
应占联营公司利润	951	340	544	582	617
应占合资公司利润	319	183	275	294	311
所得税以外税项	(385)	(347)	(430)	(496)	(557)
固定资产减值损失	(404)	0	0	0	0
资产出售收益	0	0	16,280	0	0
<b>税前利润</b>	<b>7,014</b>	<b>8,107</b>	<b>27,091</b>	<b>11,822</b>	<b>12,771</b>
税项	(2,405)	(2,313)	(2,698)	(2,956)	(3,079)
<b>税后利润</b>	<b>4,609</b>	<b>5,794</b>	<b>24,393</b>	<b>8,867</b>	<b>9,692</b>
少数股东权益	(2,186)	(2,214)	(3,064)	(3,357)	(3,681)
<b>净利润</b>	<b>2,423</b>	<b>3,580</b>	<b>21,329</b>	<b>5,510</b>	<b>6,010</b>
非核心项目调整	693	(621)	(16,280)	0	0
<b>核心利润</b>	<b>3,116</b>	<b>2,959</b>	<b>5,049</b>	<b>5,510</b>	<b>6,010</b>
利息折旧及摊销前利润	13,517	15,272	16,246	17,464	18,763
基本每股盈利(人民币)	0.29	0.41	2.46	0.64	0.69
全面摊薄核心每股收益(人民币)	0.36	0.34	0.58	0.64	0.69
每股股息(人民币)	0.26	2.35	0.19	0.20	0.22

### 财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率 (%)</b>					
收入	(3.5)	7.3	23.9	15.3	12.3
利息折旧及摊销前利润	(27.8)	13.0	6.4	7.5	7.4
营运利润	(42.8)	15.9	28.9	7.6	7.6
核心利润	(46.4)	(5.0)	70.7	9.1	9.1
摊薄每股核心收益	(46.3)	(5.4)	70.7	9.1	9.1
每股股息	14.3	792.3	(92.0)	9.1	9.1
<b>利润率 (%)</b>					
毛利率	14.6	13.3	13.2	13.5	13.6
利息折旧及摊销前利润率	13.3	14.0	12.0	11.2	10.7
息税前利润率	7.0	7.6	7.9	7.4	7.1
净利润率(核心净利润)	3.1	2.7	3.7	3.5	3.4
实际税率(%)	34.3	28.5	25.0	25.0	24.1
营运费用占收入比率(%)	7.6	5.7	5.3	6.1	6.5
利息覆盖率(x)	8.0	11.7	18.4	25.7	30.0
股息支付率(%)	73.1	686.8	32.0	32.0	32.0
<b>权益净负债比率 (%)</b>	<b>20.8</b>	<b>14.3</b>	<b>Net cash</b>	<b>Net cash</b>	<b>Net cash</b>
总资本净负债比率(%)	17.2	12.5	Net cash	Net cash	Net cash
流动比率(X)	0.8	1.7	1.2	1.2	1.2
<b>回报率 (%)</b>					
资产周转率(x)	0.7	0.7	1.0	1.2	1.3
财务杠杆比率(x)	3.1	2.9	2.4	2.0	2.0
息税前利润率(%)	7.0	7.6	7.9	7.4	7.1
利息负担(x)	1.0	1.0	2.5	1.0	1.0
税率负担(x)	0.4	0.4	0.2	0.5	0.5
<b>股本收益率(%)</b>	<b>6.7</b>	<b>5.7</b>	<b>8.7</b>	<b>8.5</b>	<b>8.7</b>
<b>资产收益率(%)</b>	<b>2.2</b>	<b>2.0</b>	<b>3.6</b>	<b>4.2</b>	<b>4.4</b>

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测



## 财务预测表—港华燃气(1083 HK)

### 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
<b>非流动资产</b>	<b>33,247</b>	<b>37,293</b>	<b>44,243</b>	<b>46,426</b>	<b>48,667</b>
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
<b>流动资产</b>	<b>4,948</b>	<b>5,600</b>	<b>7,252</b>	<b>7,857</b>	<b>8,976</b>
<b>总资产</b>	<b>38,195</b>	<b>42,893</b>	<b>51,495</b>	<b>54,283</b>	<b>57,643</b>
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
<b>流动负债</b>	<b>10,056</b>	<b>12,922</b>	<b>16,498</b>	<b>17,217</b>	<b>18,183</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>7,839</b>	<b>7,322</b>	<b>10,537</b>	<b>10,574</b>	<b>10,692</b>
<b>总负债</b>	<b>17,895</b>	<b>20,244</b>	<b>27,035</b>	<b>27,790</b>	<b>28,875</b>
<b>净资产</b>	<b>20,300</b>	<b>22,649</b>	<b>24,459</b>	<b>26,492</b>	<b>28,769</b>
股本	287	297	297	297	297
各项储备金	18,325	20,426	22,125	24,039	26,182
<b>股东资金</b>	<b>18,612</b>	<b>20,723</b>	<b>22,422</b>	<b>24,336</b>	<b>26,479</b>
非控股权益	1,688	1,926	2,037	2,156	2,289
<b>总权益</b>	<b>20,300</b>	<b>22,649</b>	<b>24,459</b>	<b>26,492</b>	<b>28,769</b>
总借贷	10,239	11,493	17,493	17,493	17,493
<b>净现金/(借贷)</b>	<b>(8,302)</b>	<b>(9,267)</b>	<b>(14,589)</b>	<b>(14,370)</b>	<b>(13,726)</b>

### 现金流量表

12月31日年结(百万港元)	2019	2020	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)
<b>营业活动净现金</b>	<b>1,753</b>	<b>2,200</b>	<b>2,134</b>	<b>2,265</b>	<b>2,699</b>
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
<b>投资活动净现金</b>	<b>(2,213)</b>	<b>(2,476)</b>	<b>(7,236)</b>	<b>(1,805)</b>	<b>(1,785)</b>
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
<b>融资活动净现金</b>	<b>806</b>	<b>463</b>	<b>5,780</b>	<b>(241)</b>	<b>(270)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>347</b>	<b>187</b>	<b>678</b>	<b>218</b>	<b>644</b>
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
<b>收入</b>	<b>12,924</b>	<b>12,826</b>	<b>15,417</b>	<b>16,968</b>	<b>18,879</b>
销售成本	(9,997)	(9,761)	(12,067)	(13,381)	(15,017)
<b>毛利</b>	<b>2,928</b>	<b>3,065</b>	<b>3,350</b>	<b>3,587</b>	<b>3,862</b>
人力成本	(693)	(762)	(796)	(866)	(937)
其他营业支出	(479)	(478)	(475)	(463)	(517)
<b>营业利润</b>	<b>1,756</b>	<b>1,824</b>	<b>2,079</b>	<b>2,259</b>	<b>2,408</b>
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/(亏损)净额	(105)	87	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>2,014</b>	<b>2,203</b>	<b>2,559</b>	<b>2,801</b>	<b>3,111</b>
税项	(501)	(555)	(528)	(527)	(564)
<b>税后利润</b>	<b>1,513</b>	<b>1,648</b>	<b>2,031</b>	<b>2,274</b>	<b>2,546</b>
非控股权益	(204)	(201)	(223)	(238)	(266)
<b>净利润</b>	<b>1,308</b>	<b>1,447</b>	<b>1,808</b>	<b>2,036</b>	<b>2,280</b>
非核心项目调整	105	(87)	0	0	0
<b>核心利润</b>	<b>1,414</b>	<b>1,360</b>	<b>1,808</b>	<b>2,036</b>	<b>2,280</b>
EBITDA	2,449	2,587	2,875	3,124	3,345
基本每股盈利(港元)	0.46	0.50	0.60	0.67	0.75
摊薄核心每股盈利(港元)	0.50	0.47	0.60	0.67	0.75
每股股息(港元)	0.15	0.15	0.19	0.22	0.25

### 财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年增长率 (%)</b>					
收入	9.6%	-0.8%	20.2%	10.1%	11.3%
利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%
<b>利润率 (%)</b>					
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%	32.0%	32.8%	33.1%
<b>权益净负债比率 (%)</b>	<b>40.9%</b>	<b>40.9%</b>	<b>59.6%</b>	<b>54.2%</b>	<b>47.7%</b>
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
<b>回报率 (%)</b>					
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%
<b>股本回报率</b>	<b>8.1%</b>	<b>6.9%</b>	<b>8.4%</b>	<b>8.7%</b>	<b>9.0%</b>
<b>资产回报率</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.4%</b>	<b>3.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>4.1%</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 财务预测表- 中国燃气(384 HK)

### 资产负债表

3月31日年结(百万港元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
固定资产	46,128	56,909	65,173	73,673	82,425
合营公司及联营公司	14,878	17,817	19,734	21,896	24,347
商誉及其他无形资产	6,623	7,128	7,009	6,894	6,782
其他	4,961	8,472	8,177	7,908	7,660
<b>非流动资产</b>	<b>72,590</b>	<b>90,326</b>	<b>100,094</b>	<b>110,370</b>	<b>121,214</b>
库存	3,246	5,302	6,115	6,631	7,102
应收贸易及票据账款及合约资产	22,644	31,480	32,574	32,785	34,865
现金	7,119	8,294	23,586	25,642	27,291
其他	6,500	5,319	4,771	4,291	3,868
<b>流动资产</b>	<b>39,509</b>	<b>50,394</b>	<b>67,047</b>	<b>69,349</b>	<b>73,127</b>
<b>资产总额</b>	<b>112,100</b>	<b>140,721</b>	<b>167,141</b>	<b>179,719</b>	<b>194,341</b>
应付贸易及票据账	14,002	15,453	17,579	18,861	20,768
合约负债	5,998	8,037	10,104	10,201	10,337
应计费用和其他应付账	3,698	3,956	5,001	5,386	5,725
应付税款	1,246	1,021	1,309	1,572	1,967
银行贷款	24,121	17,272	17,272	17,272	17,272
其他	282	574	537	504	475
<b>流动负债</b>	<b>49,347</b>	<b>46,313</b>	<b>51,802</b>	<b>53,797</b>	<b>56,543</b>
银行贷款	15,568	31,717	31,717	31,717	31,717
其他	1,384	2,826	2,694	2,575	2,468
<b>非流动负债</b>	<b>16,953</b>	<b>34,543</b>	<b>34,411</b>	<b>34,292</b>	<b>34,186</b>
<b>负债总额</b>	<b>66,300</b>	<b>80,857</b>	<b>86,213</b>	<b>88,089</b>	<b>90,729</b>
<b>净资产总额</b>	<b>45,800</b>	<b>59,864</b>	<b>80,927</b>	<b>91,630</b>	<b>103,612</b>
股本	52	52	56	56	56
储备	39,553	51,885	72,270	82,209	93,338
<b>股东权益</b>	<b>39,605</b>	<b>51,937</b>	<b>72,326</b>	<b>82,264</b>	<b>93,393</b>
少数股东权益	6,195	7,927	8,602	9,365	10,219
<b>总权益</b>	<b>45,800</b>	<b>59,864</b>	<b>80,927</b>	<b>91,630</b>	<b>103,612</b>
总负债	39,689	48,989	48,989	48,989	48,989
<b>净现金/(负债)</b>	<b>(32,570)</b>	<b>(40,696)</b>	<b>(25,403)</b>	<b>(23,347)</b>	<b>(21,698)</b>
<b>每股净资产(港元)</b>	<b>7.59</b>	<b>9.96</b>	<b>13.02</b>	<b>14.73</b>	<b>16.73</b>

### 现金流量表

3月31日年结(百万港元)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
营运利润	13,264	13,658	16,281	18,361	20,816
折旧和摊销	1,605	1,836	2,279	2,571	2,872
营运资金变化	(6,220)	(5,351)	3,703	1,376	135
其他	21	343	(326)	(447)	(545)
已付税款	(2,184)	(2,207)	(2,830)	(3,398)	(4,250)
<b>经营活动所得现金</b>	<b>6,486</b>	<b>8,279</b>	<b>19,108</b>	<b>18,463</b>	<b>19,028</b>
资本开支	(8,165)	(9,129)	(10,300)	(10,815)	(11,356)
其他	(2,659)	(2,783)	159	306	319
<b>投资活动所得现金</b>	<b>(10,825)</b>	<b>(11,912)</b>	<b>(10,141)</b>	<b>(10,509)</b>	<b>(11,037)</b>
发行/回购股份	0	0	11,602	0	0
股息支付	(2,401)	(2,609)	(2,868)	(3,383)	(3,827)
净债务变化	3,435	9,300	0	0	0
其他	(3,695)	(1,883)	(2,408)	(2,514)	(2,514)
<b>融资活动所得现金</b>	<b>(2,661)</b>	<b>4,808</b>	<b>6,325</b>	<b>(5,898)</b>	<b>(6,341)</b>
<b>现金变更净值</b>	<b>(7,001)</b>	<b>1,175</b>	<b>15,293</b>	<b>2,056</b>	<b>1,649</b>
调整	(490)	0	0	0	0
期初余额	13,239	7,119	8,294	23,586	25,642
<b>期末余额</b>	<b>5,749</b>	<b>8,294</b>	<b>23,586</b>	<b>25,642</b>	<b>27,291</b>

### 损益表

3月31日年结(百万港元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>收入</b>	<b>59,540</b>	<b>69,975</b>	<b>83,668</b>	<b>93,744</b>	<b>104,050</b>
销售成本	(42,443)	(51,873)	(61,631)	(68,923)	(76,193)
<b>毛利</b>	<b>17,097</b>	<b>18,102</b>	<b>22,037</b>	<b>24,821</b>	<b>27,857</b>
销售和分销	(1,973)	(2,439)	(2,951)	(3,341)	(3,680)
行政	(2,447)	(2,751)	(3,207)	(3,528)	(3,775)
其他营运开支	99	(96)	(95)	(94)	(94)
其他收入/(开支)	488	842	498	503	508
<b>总营运开支</b>	<b>(3,833)</b>	<b>(4,444)</b>	<b>(5,756)</b>	<b>(6,461)</b>	<b>(7,041)</b>
<b>营业利润</b>	<b>13,264</b>	<b>13,658</b>	<b>16,281</b>	<b>18,361</b>	<b>20,816</b>
净财务成本	(1,236)	(1,337)	(1,521)	(1,443)	(1,417)
合营公司和联营公司的收入	976	1,608	1,917	2,162	2,451
非核心项目	(279)	161	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>12,725</b>	<b>14,090</b>	<b>16,676</b>	<b>19,079</b>	<b>21,850</b>
税项	(2,464)	(2,418)	(3,100)	(3,722)	(4,656)
<b>税后利润</b>	<b>10,261</b>	<b>11,672</b>	<b>13,577</b>	<b>15,357</b>	<b>17,194</b>
少数股东权益	(1,072)	(1,194)	(1,407)	(1,591)	(1,780)
<b>净利润</b>	<b>9,188</b>	<b>10,479</b>	<b>12,170</b>	<b>13,766</b>	<b>15,414</b>
非核心项目调整	279	(161)	0	0	0
<b>核心利润</b>	<b>9,468</b>	<b>10,318</b>	<b>12,170</b>	<b>13,766</b>	<b>15,414</b>
利息折旧及摊销前利润	14,869	15,494	18,560	20,932	23,688
基本每股盈利(港元)	1.76	2.01	2.19	2.47	2.76
全面摊薄核心每股盈利(港元)	1.81	1.98	2.19	2.47	2.76
每股股息(港元)	0.50	0.55	0.61	0.69	0.77

### 财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年增长率(%)</b>					
收入	0.3	17.5	19.6	12.0	11.0
利息折旧及摊销前利润	25.0	4.2	19.8	12.8	13.2
营业利润	25.5	3.0	19.2	12.8	13.4
核心净利润	16.2	9.0	18.0	13.1	12.0
摊薄每股核心收益	12.4	9.0	10.7	12.6	12.0
每股股利	13.6	10.1	10.1	13.1	12.0
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	28.7	25.9	26.3	26.5	26.8
利息折旧及摊销前利率	25.0	22.1	22.2	22.3	22.8
息税前利率	22.3	19.5	19.5	19.6	20.0
净利率(核心净利润)	15.9	14.7	14.5	14.7	14.8
实际税率(%)	21.0	19.4	21.0	22.0	24.0
营运费用占收入比率(%)	6.4	6.4	6.9	6.9	6.8
利息覆盖率(x)	10.7	10.2	10.7	12.7	14.7
股息支付率(%)	27.6	27.8	27.8	27.8	27.8
<b>资本净负债比率(%)</b>	<b>71.1</b>	<b>68.0</b>	<b>31.4</b>	<b>25.5</b>	<b>20.9</b>
总资本净负债比率(%)	41.6	40.5	23.9	20.3	17.3
流动比率(x)	0.8	1.1	1.3	1.3	1.3
<b>回报率(%)</b>					
资产周转率(x)	0.5	0.6	0.5	0.5	0.6
财务杠杆比率(x)	3.0	2.8	2.5	2.2	2.1
息税前利率(%)	24.2	21.9	22.0	22.3	22.7
利息负担(x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
税率负担(x)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
<b>股本收益率(%)</b>	<b>24.5</b>	<b>22.9</b>	<b>19.6</b>	<b>17.8</b>	<b>17.6</b>
<b>资本回报率(%)</b>	<b>8.5</b>	<b>8.2</b>	<b>7.9</b>	<b>7.9</b>	<b>8.2</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 财务预测表—新奥能源(2688 HK)

### 资产负债表

12月31日 年结(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
固定资产	37,955	41,861	48,012	54,077	60,136
合营公司及联营公司	7,149	7,760	7,946	8,147	8,357
商誉及其他无形资产	6,554	6,957	6,639	6,322	6,004
递延税项资产	1,292	1,370	1,370	1,370	1,370
其他	8,780	8,527	8,562	8,396	8,259
<b>非流动资产总额</b>	<b>61,730</b>	<b>66,475</b>	<b>72,530</b>	<b>78,312</b>	<b>84,126</b>
库存	1,169	1,285	1,650	1,964	2,260
应收贸易及票据账款	2,362	2,184	2,880	3,531	4,180
预付及其他	5,178	6,942	9,046	10,966	12,845
已抵押银行存款	566	116	116	116	116
现金	7,373	8,630	11,317	15,267	19,846
其他	2,867	4,411	4,185	3,984	3,795
<b>流动资产总额</b>	<b>19,515</b>	<b>23,568</b>	<b>29,194</b>	<b>35,828</b>	<b>43,041</b>
<b>资产总额</b>	<b>81,245</b>	<b>90,043</b>	<b>101,724</b>	<b>114,140</b>	<b>127,168</b>
应付贸易及票据账	5,698	6,186	7,211	8,489	9,667
应计费用和其他应付账	1,937	2,116	2,702	3,210	3,687
银行贷款	7,495	6,970	6,970	6,970	6,970
债券、认股证及债权证	12,613	14,242	18,109	21,429	24,511
其他	3,545	3,719	3,526	3,372	3,249
<b>流动负债总额</b>	<b>31,288</b>	<b>33,233</b>	<b>38,518</b>	<b>43,470</b>	<b>48,084</b>
应付税款	962	971	971	971	971
银行贷款	2,848	2,078	2,078	2,078	2,078
债券、认股证及债权证	8,802	10,636	10,633	10,633	10,633
其他	7,287	7,924	8,848	9,728	10,536
<b>非流动负债总额</b>	<b>18,937</b>	<b>20,638</b>	<b>21,559</b>	<b>22,439</b>	<b>23,247</b>
<b>负债总额</b>	<b>50,225</b>	<b>53,871</b>	<b>60,078</b>	<b>65,909</b>	<b>71,330</b>
<b>净资产总额</b>	<b>31,020</b>	<b>36,172</b>	<b>41,646</b>	<b>48,231</b>	<b>55,837</b>
股本	116	117	117	117	117
储备	25,752	30,444	35,206	40,924	47,520
<b>股东权益总额</b>	<b>25,868</b>	<b>30,561</b>	<b>35,323</b>	<b>41,041</b>	<b>47,637</b>
少数股东权益	5,152	5,611	6,323	7,190	8,200
<b>总权益</b>	<b>31,020</b>	<b>36,172</b>	<b>41,646</b>	<b>48,231</b>	<b>55,837</b>
总利息债务	19,695	20,083	20,080	20,080	20,080
<b>净现金(负债)</b>	<b>(12,322)</b>	<b>(11,453)</b>	<b>(8,763)</b>	<b>(4,813)</b>	<b>(234)</b>
<b>每股净资产(人民币)</b>	<b>23.04</b>	<b>27.20</b>	<b>31.30</b>	<b>36.37</b>	<b>42.22</b>

### 现金流量表

12月31日 年结(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运利润	7,829	8,868	11,381	13,670	15,761
折旧和摊销	1,377	1,603	1,929	2,258	2,513
营运资金变化	3,589	374	2,346	2,268	1,979
其他	350	560	(341)	(587)	(785)
已付税款	(1,455)	(1,709)	(2,204)	(2,682)	(3,127)
<b>经营活动所得净现金</b>	<b>11,690</b>	<b>9,696</b>	<b>13,111</b>	<b>14,927</b>	<b>16,342</b>
资本开支	(8,885)	(6,469)	(8,080)	(8,322)	(8,572)
其他	2,089	(22)	1,574	1,723	1,883
<b>投资活动所得现金</b>	<b>(6,796)</b>	<b>(6,491)</b>	<b>(6,506)</b>	<b>(6,600)</b>	<b>(6,689)</b>
发行/回购股份	(151)	(17)	0	0	0
股息支付	(1,176)	(1,719)	(2,302)	(2,564)	(3,079)
净债务变化	(1,628)	1,105	0	0	0
其他	(2,492)	(1,270)	(1,616)	(1,812)	(1,995)
<b>融资活动所得现金</b>	<b>(5,447)</b>	<b>(1,901)</b>	<b>(3,918)</b>	<b>(4,376)</b>	<b>(5,074)</b>
<b>现金变更净值</b>	<b>(553)</b>	<b>1,304</b>	<b>2,687</b>	<b>3,951</b>	<b>4,579</b>
调整	3	(47)	0	0	0
<b>期初余额</b>	<b>7,923</b>	<b>7,373</b>	<b>8,630</b>	<b>11,317</b>	<b>15,267</b>
<b>期末余额</b>	<b>7,373</b>	<b>8,630</b>	<b>11,317</b>	<b>15,267</b>	<b>19,846</b>

### 损益表

12月31日 年结(百万人民币)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	<b>70,183</b>	<b>71,617</b>	<b>91,440</b>	<b>108,649</b>	<b>124,791</b>
销售成本	(58,918)	(59,285)	(76,142)	(90,590)	(104,274)
<b>毛利</b>	<b>11,265</b>	<b>12,332</b>	<b>15,298</b>	<b>18,059</b>	<b>20,517</b>
其他收入/(支出)	639	717	832	899	971
销售费和分销成本	(976)	(951)	(1,162)	(1,363)	(1,510)
行政费用	(3,099)	(3,230)	(3,588)	(3,925)	(4,217)
<b>营运费用总额</b>	<b>(3,436)</b>	<b>(3,464)</b>	<b>(3,917)</b>	<b>(4,389)</b>	<b>(4,756)</b>
<b>营运利润</b>	<b>7,829</b>	<b>8,868</b>	<b>11,381</b>	<b>13,670</b>	<b>15,761</b>
其他收入及(支出)	644	282	0	0	0
财务费用	(505)	(374)	(427)	(340)	(221)
合营及联营公司收入	873	782	860	929	975
<b>税前利润</b>	<b>8,841</b>	<b>9,558</b>	<b>11,814</b>	<b>14,259</b>	<b>16,515</b>
所得税	(1,980)	(2,227)	(2,872)	(3,495)	(4,074)
<b>税后利润</b>	<b>6,861</b>	<b>7,331</b>	<b>8,942</b>	<b>10,764</b>	<b>12,441</b>
少数股东权益	(1,191)	(1,053)	(1,616)	(1,967)	(2,293)
<b>净利润</b>	<b>5,670</b>	<b>6,278</b>	<b>7,326</b>	<b>8,797</b>	<b>10,148</b>
非核心项目调整	(644)	(282)	0	0	0
<b>核心净利润</b>	<b>5,026</b>	<b>5,996</b>	<b>7,326</b>	<b>8,797</b>	<b>10,148</b>
<b>税后折旧及摊销前利润</b>	<b>9,206</b>	<b>10,471</b>	<b>13,310</b>	<b>15,927</b>	<b>18,274</b>
基本每股收益(人民币)	5.05	5.59	6.49	7.80	8.99
<b>摊薄每股核心收益(人民币)</b>	<b>4.47</b>	<b>5.32</b>	<b>6.49</b>	<b>7.80</b>	<b>8.99</b>
<b>每股股利(人民币)</b>	<b>1.50</b>	<b>2.04</b>	<b>2.27</b>	<b>2.73</b>	<b>3.15</b>

### 财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>同比增长率(%)</b>					
收入	15.6	2.0	27.7	18.8	14.9
税后折旧及摊销前利润	16.4	13.7	27.1	19.7	14.7
营运利润	15.7	13.3	28.3	20.1	15.3
核心净利润	12.9	19.3	22.2	20.1	15.4
摊薄每股核心收益	10.6	19.2	21.9	20.1	15.4
每股股利	44.2	36.0	11.4	20.1	15.4
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	16.1	17.2	16.7	16.6	16.4
税后折旧及摊销前利润率	13.1	14.6	14.6	14.7	14.6
息税前利率	11.2	12.4	12.4	12.6	12.6
净利率(核心净利润)	7.2	8.4	8.0	8.1	8.1
实际税率(%)	24.8	25.4	26.2	26.2	26.2
营运费用占收入比率(%)	4.9	4.8	4.3	4.0	3.8
利息覆盖率(x)	15.5	23.7	26.6	40.2	71.3
股息支付率(%)	34.2	38.4	35.0	35.0	35.0
<b>资本净负债比率(%)</b>	<b>39.7</b>	<b>31.7</b>	<b>21.0</b>	<b>10.0</b>	<b>0.4</b>
总资本净负债比率(%)	28.4	24.0	17.4	9.1	0.4
流动比率(x)	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
<b>回报率(%)</b>					
资产周转率(x)	0.9	0.8	1.0	1.0	1.0
财务杠杆比率(x)	3.3	3.0	2.9	2.8	2.7
息税前利率(%)	11.2	12.4	12.4	12.6	12.6
利息负担(x)	1.1	1.1	1.0	1.0	1.0
税率负担(x)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>股本收益率(%)</b>	<b>24.0</b>	<b>22.3</b>	<b>22.2</b>	<b>23.0</b>	<b>22.9</b>
<b>资本回报率(%)</b>	<b>17.0</b>	<b>16.3</b>	<b>19.3</b>	<b>21.6</b>	<b>23.4</b>

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

## 财务预测表- 香港中华煤气(3 HK)

### 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	61,083	68,134	72,150	76,147	80,125
无形资产	5,291	5,463	5,445	5,427	5,409
使用权资产	2,725	2,802	2,735	2,673	2,617
联营公司	27,476	28,670	35,468	37,046	38,751
合资企业	10,614	11,981	12,422	12,908	13,432
其他	13,153	13,073	13,073	13,073	13,073
<b>非流动资产</b>	<b>120,341</b>	<b>130,124</b>	<b>141,293</b>	<b>147,274</b>	<b>153,407</b>
存货	2,364	2,671	2,986	3,317	3,669
贸易及其他应收账款	8,001	8,573	9,534	10,495	11,502
现金	7,849	7,455	7,681	8,389	8,311
其他	1,916	1,458	1,458	1,458	1,458
<b>流动资产</b>	<b>20,129</b>	<b>20,157</b>	<b>21,659</b>	<b>23,659</b>	<b>24,941</b>
<b>总资产</b>	<b>140,470</b>	<b>150,280</b>	<b>162,952</b>	<b>170,933</b>	<b>178,348</b>
贸易应付账款及其他负债及合同负债	14,718	17,031	19,004	21,153	23,396
借贷	9,241	10,852	14,484	16,270	17,609
其他	2,209	1,923	2,330	2,230	2,172
<b>流动负债</b>	<b>26,168</b>	<b>29,806</b>	<b>35,854</b>	<b>39,652</b>	<b>43,177</b>
借贷	28,696	31,286	35,790	38,005	39,666
递延税项	7,181	7,059	7,700	7,881	8,023
其他	3,030	2,975	2,975	2,975	2,975
<b>非流动负债</b>	<b>38,906</b>	<b>41,321</b>	<b>46,465</b>	<b>48,861</b>	<b>50,664</b>
<b>总负债</b>	<b>65,073</b>	<b>71,127</b>	<b>82,319</b>	<b>88,513</b>	<b>93,841</b>
<b>总净资产</b>	<b>75,397</b>	<b>79,153</b>	<b>80,633</b>	<b>82,420</b>	<b>84,507</b>
股本	5,475	5,475	5,475	5,475	5,475
各项储备金	58,735	61,284	62,247	63,485	64,985
<b>股东资金</b>	<b>64,209</b>	<b>66,759</b>	<b>67,721</b>	<b>68,959</b>	<b>70,460</b>
永续资本证券	2,384	2,384	2,384	2,384	2,384
非控股权益	8,803	10,011	10,528	11,076	11,663
<b>总权益</b>	<b>75,397</b>	<b>79,153</b>	<b>80,633</b>	<b>82,420</b>	<b>84,507</b>
总借贷	37,936	42,139	50,275	54,275	57,275
<b>净现金/(借贷)</b>	<b>(30,087)</b>	<b>(34,684)</b>	<b>(42,594)</b>	<b>(45,886)</b>	<b>(48,963)</b>

### 现金流量表

12月31日年结(百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	10,404	8,926	11,499	12,390	13,476
已付税项	(930)	(1,871)	(2,444)	(2,788)	(3,328)
营运资金变动	(4)	201	732	821	884
其他	442	2,655	1,440	777	963
<b>营业活动净现金</b>	<b>9,912</b>	<b>9,910</b>	<b>11,228</b>	<b>11,200</b>	<b>11,994</b>
资本支出	(6,675)	(7,218)	(7,100)	(7,313)	(7,532)
从合资企业及联营公司收到的股息	1,952	1,829	1,644	1,809	1,953
其他	(578)	(601)	(5,310)	60	48
<b>投资活动净现金</b>	<b>(5,301)</b>	<b>(5,990)</b>	<b>(10,766)</b>	<b>(5,444)</b>	<b>(5,531)</b>
借贷净变动	2,571	3,655	8,136	4,000	3,000
已付利息	(1,405)	(1,374)	(1,431)	(1,759)	(1,881)
派发股息予公司股东	(5,570)	(6,025)	(6,326)	(6,643)	(6,977)
其他	(810)	(777)	(615)	(646)	(683)
<b>融资活动净现金</b>	<b>(5,214)</b>	<b>(4,521)</b>	<b>(236)</b>	<b>(5,048)</b>	<b>(6,540)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(602)</b>	<b>(600)</b>	<b>226</b>	<b>708</b>	<b>(78)</b>
调整	(50)	206	0	0	0
期初现金	8,501	7,849	7,455	7,681	8,389
<b>期末现金</b>	<b>7,849</b>	<b>7,455</b>	<b>7,681</b>	<b>8,389</b>	<b>8,311</b>
<b>自由现金流</b>	<b>3,237</b>	<b>2,693</b>	<b>4,128</b>	<b>3,887</b>	<b>4,461</b>

### 损益表

12月31日年结(百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	<b>40,628</b>	<b>40,927</b>	<b>45,518</b>	<b>50,105</b>	<b>54,915</b>
销售成本	(21,804)	(21,987)	(24,580)	(27,307)	(30,203)
<b>毛利</b>	<b>18,824</b>	<b>18,941</b>	<b>20,938</b>	<b>22,798</b>	<b>24,712</b>
人力成本	(3,485)	(3,284)	(3,650)	(3,985)	(4,318)
折旧及摊销	(2,754)	(2,941)	(3,277)	(3,505)	(3,739)
其他营业支出	(4,562)	(4,316)	(4,797)	(5,237)	(5,675)
<b>总营业支出</b>	<b>(10,801)</b>	<b>(10,541)</b>	<b>(11,724)</b>	<b>(12,727)</b>	<b>(13,732)</b>
<b>营业利润</b>	<b>8,024</b>	<b>8,400</b>	<b>9,214</b>	<b>10,071</b>	<b>10,980</b>
其他收益净额	111	123	0	0	0
利息支出	(1,230)	(1,269)	(1,431)	(1,759)	(1,881)
利息收入	220	187	196	205	194
所占联营公司及合资企业业绩	2,562	2,276	3,520	3,873	4,182
非核心项目	718	(792)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>10,404</b>	<b>8,926</b>	<b>11,499</b>	<b>12,390</b>	<b>13,476</b>
税项	(2,290)	(1,713)	(2,875)	(3,097)	(3,504)
<b>税后利润</b>	<b>8,114</b>	<b>7,212</b>	<b>8,625</b>	<b>9,292</b>	<b>9,972</b>
永续资本证券持有人	(99)	(110)	(111)	(111)	(111)
少数股东权益	(1,050)	(1,095)	(1,021)	(1,084)	(1,158)
<b>净利润</b>	<b>6,966</b>	<b>6,007</b>	<b>7,493</b>	<b>8,097</b>	<b>8,703</b>
非核心项目调整	(718)	792	0	0	0
<b>核心利润</b>	<b>6,248</b>	<b>6,800</b>	<b>7,493</b>	<b>8,097</b>	<b>8,703</b>
EBITDA	11,494	11,949	13,015	14,137	15,318
基本每股盈利(港元)	0.39	0.34	0.42	0.46	0.49
摊薄核心每股盈利(港元)	0.35	0.38	0.42	0.46	0.49
每股股息(港元)	0.33	0.35	0.37	0.39	0.41

### 财务比率

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年增长率(%)</b>					
收入	4.0%	0.7%	11.2%	10.1%	9.6%
EBITDA	-0.6%	4.0%	8.9%	8.6%	8.4%
营业利润	-4.3%	4.7%	9.7%	9.3%	9.0%
核心利润	-35.6%	8.8%	10.2%	8.1%	7.5%
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	46.3%	46.3%	46.0%	45.5%	45.0%
EBITDA 利润率	28.3%	29.2%	28.6%	28.2%	27.9%
营业利润率	19.7%	20.5%	20.2%	20.1%	20.0%
净利润率(核心净利润)	15.4%	16.6%	16.5%	16.2%	15.8%
实际税率(%)	29.2%	25.8%	36.0%	36.4%	37.7%
利息覆盖率(x)	7.9	7.8	7.5	6.5	6.5
股息支付率(%)	80.0%	100.3%	84.4%	82.0%	80.2%
<b>权益净负债比率(%)</b>	<b>39.9%</b>	<b>43.8%</b>	<b>52.8%</b>	<b>55.7%</b>	<b>57.9%</b>
总资本净负债比率(%)	27.0%	28.0%	30.9%	31.8%	32.1%
流动比率(x)	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6
<b>回报率(%)</b>					
资产周转率(x)	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
财务杠杆比率(x)	2.2	2.2	2.3	2.4	2.5
净利润率	15.4%	16.6%	16.5%	16.2%	15.8%
<b>股本回报率</b>	<b>9.9%</b>	<b>10.4%</b>	<b>11.1%</b>	<b>11.8%</b>	<b>12.5%</b>
<b>资产回报率</b>	<b>4.6%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.8%</b>	<b>4.9%</b>	<b>5.0%</b>

资料来源: 公司数据、招商证券(香港)预测

## 财务预测表 - 华润燃气(1193 HK)

### 资产负债表

12月31日年结(百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
固定资产	33,941	40,933	47,269	53,481	59,602
合资公司及联营公司	13,042	16,197	16,744	17,346	17,978
商誉及其他无形资产	3,195	3,720	3,720	3,720	3,720
递延税项资产	278	345	345	345	345
其他	1,698	2,034	1,924	1,847	1,775
<b>非流动资产</b>	<b>52,154</b>	<b>63,229</b>	<b>70,003</b>	<b>76,739</b>	<b>83,420</b>
库存	1,008	1,007	1,172	1,321	1,482
应收贸易及票据账款	4,930	4,896	5,490	5,992	6,491
预付、按金款项及其他	6,838	7,750	8,831	9,796	10,793
现金	13,508	13,454	11,396	9,806	9,070
其他	3,386	3,534	3,706	3,467	3,337
<b>流动资产</b>	<b>29,670</b>	<b>30,641</b>	<b>30,595</b>	<b>30,380</b>	<b>31,174</b>
<b>资产总额</b>	<b>81,824</b>	<b>93,871</b>	<b>100,597</b>	<b>107,120</b>	<b>114,594</b>
应付贸易及票据账款	6,869	7,419	7,606	8,464	9,378
应付费用和其他应付账款	15,230	12,775	14,261	15,964	17,795
合约负债	13,236	15,174	16,279	15,916	16,117
银行贷款	2,031	2,548	2,548	2,548	2,548
其他	923	1,107	1,100	1,092	1,085
<b>流动负债</b>	<b>38,290</b>	<b>39,023</b>	<b>41,793</b>	<b>43,985</b>	<b>46,923</b>
银行贷款	285,261	298,575	298,575	298,575	298,575
债券、认股证及债权证	5,545	5,536	5,536	5,535.66	5,535.66
其他	1,882	2,146	2,146	2,146	2,146
<b>非流动负债</b>	<b>7,712</b>	<b>7,980</b>	<b>7,980</b>	<b>7,980</b>	<b>7,980</b>
<b>负债总额</b>	<b>46,002</b>	<b>47,002</b>	<b>49,773</b>	<b>51,965</b>	<b>54,903</b>
<b>净资产总额</b>	<b>35,822</b>	<b>46,868</b>	<b>50,824</b>	<b>55,155</b>	<b>59,691</b>
股本	222	231	231	231	231
储备	26,573	36,043	39,537	43,357	47,354
<b>股东权益</b>	<b>26,795</b>	<b>36,274</b>	<b>39,768</b>	<b>43,588</b>	<b>47,585</b>
少数股东权益	9,027	10,594	11,056	11,565	12,104
<b>总权益</b>	<b>35,822</b>	<b>46,868</b>	<b>50,824</b>	<b>55,154</b>	<b>59,689</b>
总负债	7,862	8,383	8,383	8,383	8,383
<b>净现金(负债)</b>	<b>5,640</b>	<b>5,060</b>	<b>3,001</b>	<b>1,411</b>	<b>676</b>
<b>每股净资产(港元)</b>	<b>12.05</b>	<b>15.68</b>	<b>17.19</b>	<b>18.84</b>	<b>20.56</b>

### 现金流量表

12月31日年结(百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营运利润	6,746	7,196	8,324	9,204	9,802
折旧和摊销	1,780	1,942	2,220	2,513	2,775
营运资金变化	1,052	532	(339)	1,186	1,216
其他	1,051	1,067	1,482	(4)	619
已付税款	(2,027)	(2,121)	(2,592)	(2,725)	(2,879)
<b>经营活动所得净现金</b>	<b>8,602</b>	<b>8,616</b>	<b>9,095</b>	<b>10,175</b>	<b>11,533</b>
资本开支	(3,948)	(8,065)	(8,500)	(8,670)	(8,843)
其他	48	865	1,291	1,315	1,334
<b>投资活动所得净现金</b>	<b>(3,900)</b>	<b>(7,200)</b>	<b>(7,209)</b>	<b>(7,355)</b>	<b>(7,509)</b>
发行/回购股份	0	3,669	0	0	0
股息支付	(2,221)	(3,133)	(3,496)	(3,946)	(4,296)
净债务变动	(850)	469	0	0	0
其他	1,336	(3,101)	(448)	(463)	(463)
<b>融资活动所得净现金</b>	<b>(1,734)</b>	<b>(2,095)</b>	<b>(3,944)</b>	<b>(4,409)</b>	<b>(4,759)</b>
<b>现金变更净值</b>	<b>2,968</b>	<b>(679)</b>	<b>(2,059)</b>	<b>(1,590)</b>	<b>(735)</b>
调整	(161)	631	12	12	12
期初余额	10,701	13,502	13,442	11,384	9,794
<b>期末余额</b>	<b>13,508</b>	<b>13,454</b>	<b>11,396</b>	<b>9,806</b>	<b>9,070</b>

### 损益表

12月31日年结(百万港元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>收入</b>	<b>56,976</b>	<b>55,864</b>	<b>64,114</b>	<b>71,641</b>	<b>79,516</b>
销售成本	(42,763)	(40,837)	(47,536)	(53,571)	(60,117)
<b>毛利</b>	<b>14,214</b>	<b>15,027</b>	<b>16,579</b>	<b>18,070</b>	<b>19,399</b>
销售及分销成本	(4,550)	(4,664)	(4,897)	(5,201)	(5,571)
行政费用	(2,917)	(3,168)	(3,358)	(3,664)	(4,026)
其他营运收入/(费用)	959	1,023	1,036	1,041	1,046
<b>营运费用</b>	<b>(6,509)</b>	<b>(6,809)</b>	<b>(7,219)</b>	<b>(7,824)</b>	<b>(8,551)</b>
<b>营运利润</b>	<b>7,705</b>	<b>8,218</b>	<b>9,360</b>	<b>10,246</b>	<b>10,848</b>
净财务费用	(169)	(83)	(94)	(158)	(190)
合资公司及联营公司收入	738	915	1,045	1,149	1,207
特殊项目	148	(61)	0	0	0
<b>税前利润</b>	<b>8,422</b>	<b>8,990</b>	<b>10,311</b>	<b>11,237</b>	<b>11,865</b>
所得税	(1,922)	(2,278)	(2,592)	(2,725)	(2,879)
<b>税后利润</b>	<b>6,500</b>	<b>6,712</b>	<b>7,719</b>	<b>8,512</b>	<b>8,986</b>
少数股东权益	(1,456)	(1,561)	(1,797)	(1,982)	(2,094)
<b>净利润</b>	<b>5,044</b>	<b>5,151</b>	<b>5,922</b>	<b>6,530</b>	<b>6,891</b>
非核心项目调整	(148)	61	0	0	0
<b>核心利润</b>	<b>4,896</b>	<b>5,212</b>	<b>5,922</b>	<b>6,530</b>	<b>6,891</b>
利息折旧及摊销前利润	8,526	9,138	10,543	11,717	12,576
基本每股收益(港元)	2.32	2.31	2.56	2.82	2.98
摊薄每股核心收益(港元)	2.25	2.33	2.56	2.82	2.98
每股股息(港元)	0.87	0.93	1.05	1.17	1.25

### Financial Ratios

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>年成长率(%)</b>					
收入	11.4	(2.0)	14.8	11.7	11.0
利息折旧及摊销前利润	2.2	7.2	15.4	11.1	7.3
营运利润	1.3	6.7	15.7	10.6	6.5
核心净利润	8.7	6.5	13.6	10.3	5.5
摊薄每股核心收益	8.7	3.9	9.6	10.3	5.5
每股股息	15.4	6.9	12.8	11.6	6.8
<b>利润率(%)</b>					
毛利率	24.9	26.9	25.9	25.2	24.4
利息折旧及摊销前利率	15.0	16.4	16.4	16.4	15.8
息税前利率	13.5	14.7	14.6	14.3	13.6
净利率(核心净利润)	8.6	9.3	9.2	9.1	8.7
实际税率(%)	25.0	28.2	28.0	27.0	27.0
营运费用占收入比率(%)	11.4	12.2	11.3	10.9	10.8
利息覆盖率(x)	45.7	99.4	100.0	65.0	57.0
股息支付率(%)	40.0	40.5	41.0	41.5	42.0
<b>权益净负债比率(%)</b>	<b>净现金</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(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
流动比率(x)	0.8	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>回报率(%)</b>					
资产周转率(x)	0.7	0.6	0.7	0.7	0.7
财务杠杆比率(x)	3.1	2.8	2.6	2.5	2.4
息税前利率(%)	14.8	16.3	16.2	15.9	15.2
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>19.8</b>	<b>16.3</b>	<b>15.6</b>	<b>15.7</b>	<b>15.1</b>
<b>资本回报率(%)</b>	<b>21.5</b>	<b>19.0</b>	<b>17.4</b>	<b>17.1</b>	<b>16.3</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>。

## 免责声明

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