

买入

2022年12月16日

2022年上半年毛差仍承压，综合服务及综合能源业务将发力

- 归母净利润同比减少 6.3%，受成本上涨影响：**2022年上半年公司实现营业收入 481 亿港元，同比增长 38%；其中，燃气销售收入录得 391.5 亿港元，大幅增长 44.6%；接驳费收入 55 亿港元，同比增长 28.1%。综合服务收入为 13.6 亿港元，同比增长 81.5%。工程设计板块收入为 34.6 亿港元，同比增长 23.3%。整体毛利率为 18.4%，同比下跌 7.6 个百分点，主要由于期内上游气价涨幅较大而顺价有延迟。费用管控能力稳步提升，总费用率从去年同期的 12.6% 下降至 9.7%。公司实现股东应占溢利 30.5 亿港元，同比减少 6.3%。公司宣派中期股息每股 15 港仙，同比持平。
- 新增接驳用户超 171 万，单方毛差下滑至 0.45 元：**2022年上半年公司新增接驳用户 171.5 万户，其中工商业用户 1.8 万户。期内销气量约 185.6 亿方，同比增长 8.2%，其中居民气量同比增长 14.6%，工业用户销气量同比增长 6%，商业用户销气量同比增长 10.8%。受管道气和 LNG 采购成本上涨幅度较大、大客户占比提升及顺价延迟影响，单方毛差比去年同期减少 0.13 元至 0.45 元。随着上游成本的稳定以及顺价进一步开展，公司毛差有望恢复稳定。
- 综合服务收入及利润保持快速增长，综合能源稳步推进：**2022年公司综合服务业务营业额增长 81.6% 至 13.6 亿元，经营利润率翻倍增长，增速达 157.4%。公司综合服务渗透率处于低位，未来有望进入快速发展阶段。期内综合能源新增签约项目 37 个，与 2021 年新签项目数量相若，公司目前累计签约项目达 188 个，已投运 80 个。公司综合能源业务目前处于建设阶段，有望在未来 1-2 年内进入产能释放期，为公司带来新的盈利增长点。
- 多种利好推动估值回归，目标价 50 港元，维持买入评级：**虽然受到上游涨价影响，公司的毛差承压，但我们认为 2022 年下半年冬季上游成本再次大涨可能性低以及公司下半年顺价进一步开展，公司毛差将逐步趋于稳定。2022 年底房地产利好频出，公司的新增接驳量及增值服务业务将有望受益。公司作为具有央企背景的燃气公司，也将受益于本轮央企国企估值合理回归。我们预计 22/23/24 年公司营收分别为 969 亿/1071 亿/1201 亿港元，归母净利润约 68 亿/76 亿/87 亿港元。给予目标价 50 港元，相当于 2023 年 15 倍 PE，维持买入评级。

罗凡环

852-25321962

Simon.luo@firstshanghai.com.hk

主要数据

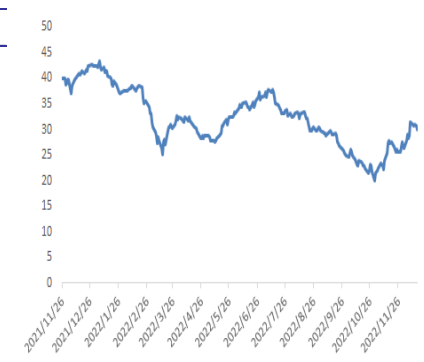
行业	燃气
股价	30.80 港元
目标价	50.00 港元 (+62.5%)
股票代码	1193
已发行股本	23.14 亿股
市值	712.7 亿港元
52 周高/低	44.58/19.84 港元
每股净资产	18.19 港元
主要股东	华润集团 (61.46%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2020实际	2021实际	2022预测	2023预测	2024预测
收入 (千港元)	55,864,169	78,175,136	96,919,457	107,138,897	120,096,418
变动 (%)	-2.0%	39.9%	24.0%	10.5%	12.1%
归母净利润 (千港元)	5,151,292	6,395,368	6,778,846	7,571,624	8,661,906
每股摊薄收益 (港元)	2.31	2.82	2.99	3.34	3.82
变动 (%)	-0.3%	22.2%	6.0%	11.7%	14.4%
市盈率@30.8港元 (倍)	13.3	10.9	10.3	9.2	8.1
每股派息 (港仙)	93.0	127.0	134.6	150.4	172.0
股息现价比率 (%)	3.0%	4.1%	4.4%	4.9%	5.6%

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					
	20年 实际	21年 实际	22年 预测	23年 预测	24年 预测
收入	55,864	78,175	96,919	107,139	120,096
毛利	15,027	18,295	20,290	22,076	24,352
其他收入	1,398	1,774	2,129	2,874	3,881
销售及分销费用	-4,664	-5,758	-6,978	-7,714	-8,647
行政开支	-3,168	-3,825	-4,361	-4,821	-5,404
营业利润	8,593	10,486	11,080	12,415	14,181
财务开支	-449	-382	-474	-524	-587
联营与合营公司	915	1,091	1,255	1,443	1,659
税前盈利	8,990	11,184	11,849	13,323	15,241
所得税	-2,278	-2,744	-2,903	-3,331	-3,810
少数股东应占利润	1,561	2,044	2,167	2,420	2,769
净利润	5,151	6,395	6,779	7,572	8,662
折旧及摊销	1,942	2,474	2,598	2,728	2,864
EBITDA	7,497	9,092	9,725	11,119	12,965
增长					
总收入 (%)	-2.0%	39.9%	24.0%	10.5%	12.1%
EBITDA (%)	4.3%	21.3%	7.0%	14.3%	16.6%
每股收益 (%)	-0.3%	22.2%	6.0%	11.7%	14.4%

资产负债表

〈港币〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日					
	20年 实际	21年 实际	22年 预测	23年 预测	24年 预测
现金	13,442	7,563	11,912	14,047	16,705
应收账款	12,646	15,705	16,491	17,315	18,181
存货	1,007	1,142	1,199	1,259	1,322
其他流动资产	3,547	6,155	3,822	4,012	4,212
总流动资产	30,641	30,565	33,424	36,634	40,421
固定资产	40,933	47,349	52,084	57,293	63,022
其他无形资产	2,380	3,232	3,492	3,774	4,081
其他长期资产	19,916	24,989	26,349	27,793	29,326
总资产	93,871	106,136	115,349	125,493	136,850
应付帐款	20,193	26,185	27,494	28,869	30,312
短期银行贷款	2,548	616	646	679	713
其他短期负债	16,281	21,897	23,471	25,198	27,096
总短期负债	39,023	48,698	51,611	54,746	58,121
长期银行贷款	299	296	310	326	342
其他负债	7,681	3,105	3,266	3,447	3,652
总负债	47,002	52,099	55,187	58,519	62,115
少数股东权益	10,594	12,781	14,948	17,368	20,137
股东权益	36,274	41,257	45,214	49,606	54,598
负债权益合计	93,871	106,136	115,349	125,493	136,850

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					
	20年 实际	21年 实际	22年 预测	23年 预测	24年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	26.9%	23.4%	20.9%	20.6%	20.3%
EBITDA 利率 (%)	13.4%	11.6%	10.0%	10.4%	10.8%
净利率 (%)	9.2%	8.2%	7.0%	7.1%	7.2%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	14.0%	12.3%	11.7%	11.7%	11.7%
实际税率 (%)	25.3%	24.5%	24.5%	25.0%	25.0%
股息支付率 (%)	40.3%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
库存周转	9.0	7.0	5.7	5.4	5.0
应付账款天数	180.5	159.6	131.0	123.9	115.6
应收账款天数	82.6	73.3	62.1	59.0	55.3
财务状况					
净负债/权益	1.30	1.26	1.22	1.18	1.14
收入/总资产	0.60	0.74	0.84	0.85	0.88
总资产/股本	2.59	2.57	2.55	2.53	2.51
盈利对利息倍数	19.12	27.42	23.37	23.69	24.14

现金流量表

〈港币〉〈百万元〉， 财务年度截至12月31日					
	20年 实际	21年 实际	22年 预测	23年 预测	24年 预测
EBITDA	7,497	9,092	9,725	11,119	12,965
融资成本	-449	-382	-474	-524	-587
营运资金变化	3,846	2,424	6,143	6,443	6,758
所得税	-2,278	-2,744	-2,903	-3,331	-3,810
营运活动现金流	8,616	8,390	12,491	13,708	15,325
资本开支	-8,168	-6,432	-6,716	-7,015	-7,328
其他投资活动	969	-4,711	363	384	413
投资活动现金流	-7,200	-11,143	-6,353	-6,630	-6,914
银行贷款变化	479	-1,911	-3,676	-3,672	-3,668
其他融资活动	-2,574	-1,440	1,887	-1,270	-2,085
融资活动现金流	-2,095	-3,352	-1,789	-4,942	-5,753
现金变化	-679	-6,104	4,349	2,135	2,658
汇兑损失	619	225	0	0	0
期初持有现金	13,502	13,442	7,563	11,912	14,047
期末持有现金	13,442	7,563	11,912	14,047	16,705

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, 仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可, 就本报告之任何材料、内容或印本, 不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、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, 或就其作出要约或要约邀请, 也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素, 自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生, 但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性, 并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性, 不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经, 就本报告所载信息、评论或投资策略, 发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供, 不提供任何形式的保证, 并可随时更改, 恕不另行通知。

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。此档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。