

燃气	收盘价 港元 22.35	目标价 港元 25.40↓	潜在涨幅 +13.6%
----	-----------------	------------------	----------------

2023年8月28日

华润燃气 (1193 HK)

上半年运营好坏参半，积极布局加速发展，但挑战仍存；下调目标价

- ⊕ **扣非后上半年税前盈利增长未能优于市场预期。**华润燃气上半年报表盈利上升16%至35亿港元，高于市场预期的低单位数同比增长。但当中包含近7亿港元的视为出售联营公司收益（非现金项目），扣除后税前利润仍同比下跌约5%。上半年公司板块经营利润水平同比上升仅2%，一方面零售气量同比上升7%及毛差回升0.05元人民币（下同）至每立方0.50元带来天然气销售板块经营利润26%的同比增长，但新增接驳量同比减少22%至134万户导致接驳工程板块经营利润同比下跌26%，抵消了利润增长。
- ⊕ **积极布局2025年增长目标，但挑战性应高于以往。**对于全年售气量指引，管理层下调至7%（此前为双位数增长）。虽然民用气顺价上仍有进展，毛差指引维持在上半年水平的每立方0.5元。同时，我们留意到管理层给出25年的增长目标，分别为：（1）零售气量达500亿方（即23-25年复合增长14%）；（2）综合服务收入（计入联营/合营公司）达100亿人民币；及（3）综合能源收入达50亿元（22年<9亿人民币）。我们认为，管理层积极布局未来三年的发展目标，应有助分散新增接驳量潜在的下行风险，有助进一步改善盈利结构。但我们认为，在目前宏观环境下，燃气分销以及延伸的服务范围加速发展的挑战性应高于以往。
- ⊕ **仍采较保守的运营预期。**我们仍维持对下半年以及24-25年较保守的预期，包括：（1）23-25年间约7%的零售气量按年增长；（2）毛差24/25年提升至每立方0.51/0.52元；（3）23/24年新增接驳320万/290万户；及（4）综合服务收入22-25年间复合增长18%。我们下调23-25年公司盈利预测2-4%，以反映23年下调售气量指引的影响，22-25年间盈利复合增长率为9.6%。计入公司有可能增加资本开支的影响，我们下调以现金流折算法得出的目标价至25.4港元（原目标价30.5港元）。
- ⊕ **加速发展的可能性有待有力证明，暂维持中性评级。**我们认为华润燃气的中报略为舒缓投资者对行业零售气量的担忧。对于25年公司较进取的发展目标，我们认为23年下半年的业绩会是新目标一个重要观察窗口，在此之前，我们仍待公司加速发展的可见度进一步提升，才考虑调升评级。建议投资者静待较优风险回报比的买入机会。维持**中性**评级。

财务数据一览

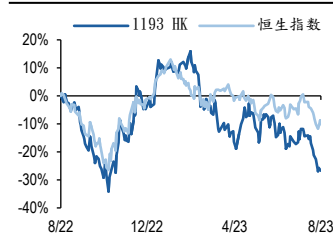
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入(百万港元)	79,642	94,338	94,215	99,301	105,788
同比增长(%)	42.6	18.5	-0.1	5.4	6.5
净利润(百万港元)	6,395	4,733	5,740	5,622	6,176
每股盈利(港元)	2.71	2.03	2.18	2.43	2.67
同比增长(%)	21.8	-25.1	7.3	11.5	9.9
前EPS预测值(港元)			2.26	2.53	2.73
调整幅度(%)			-3.5	-4.0	-2.4
市盈率(倍)	8.3	11.0	10.3	9.2	8.4
每股账面净值(港元)	17.83	17.00	18.36	19.60	21.03
市账率(倍)	1.25	1.31	1.22	1.14	1.06
股息率(%)	5.7	4.6	5.3	5.4	6.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

个股评级

中性

1年股价表现



资料来源：FactSet

股份资料

52周高位(港元)	35.35
52周低位(港元)	20.10
市值(百万港元)	50,694.49
日均成交量(百万)	6.67
年初至今变化(%)	(23.72)
200天平均价(港元)	27.99

资料来源：FactSet

郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com
(852) 3766 1810

文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com
(86) 21 6065 3667

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 2023 上半年年盈利概要

年结 12 月 31 日 (百万港元)	1H22	2H22	1H23	同比 (%)
总收入	48,101	46,238	48,370	0.6
销售成本	(39,274)	(36,983)	(39,551)	0.7
毛利润	8,827	9,255	8,819	(0.1)
其他收入	402	368	1,208	200.2
分销和销售费用	(2,879)	(3,424)	(2,812)	(2.3)
行政费用	(1,561)	(2,323)	(1,617)	3.6
减值损失	0	(3)	0	NM
经营利润	4,790	3,873	5,598	16.9
财务费用	(224)	(333)	(434)	93.9
应占合管公司业绩	370	(287)	198	(46.6)
应占联管企业业绩	210	216	230	9.4
税前利润	5,147	3,469	4,898	(4.8)
所得税费用	(1,218)	(1,089)	(1,035)	(15.0)
非控股权益	(884)	(691)	(1,012)	14.5
净利润	3,045	1,688	3,545	16.4

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 2023 年上半年分部业绩

年结 12 月 31 日 (百万港元)	1H22	2H22	1H23	同比 (%)
收入				
燃气销售	39,148	35,989	41,237	5.3
燃气接驳	5,505	6,703	4,255	(22.7)
综合服务	1,365	1,911	1,470	7.7
设计及建设服务	346	125	327	(5.6)
加气站	1,737	1,600	1,081	(37.8)
总计	48,101	46,238	48,370	0.6
经营利润				
燃气销售	2,779	2,772	3,509	26.3
燃气接驳	2,161	2,124	1,592	(26.3)
综合服务	560	594	623	11.4
设计及建设服务	41	23	48	16.5
加气站	231	92	107	(53.6)
总计	5,771	5,605	5,879	1.9

资料来源：公司资料，交银国际

图表 3: 运营数据预测

年结 12月 31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
居民售气量 (百万立方米)	7,654	8,497	9,432	10,375	11,412
工商售气量 (百万立方米)	25,063	26,295	27,948	29,706	31,531
加气站销量 (百万立方米)	1,365	1,097	1,042	920	812
天然气总销量 (百万立方米)	34,082	35,889	38,422	41,000	43,756
增长 (%)	17.4	5.3	7.1	6.7	6.7
售气毛差 (人民币/立方米)	0.52	0.45	0.51	0.51	0.52
新增居民接驳 (百万户)	3.52	4.08	3.20	2.90	2.87

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

图表 4: DCF 模型

(百万港元)/ 年结 12月 31日	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
年	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
经营现金	10,937	11,123	12,292	13,758	14,578	15,756	17,143	18,383	19,904	21,338
减: 资本支出	(8,778)	(9,245)	(9,749)	(9,613)	(9,479)	(9,349)	(9,221)	(9,095)	(8,972)	(8,852)
自由现金流	2,159	1,878	2,543	4,145	5,099	6,407	7,922	9,288	10,932	12,486

永续增长率 (%) 0.5

自由现金流的现值总和 33,249

终值 52,827

净现金/(负债) (2023E) (12,193)

减: 少数股东权益 (2023E) (15,019)

权益价值 58,864

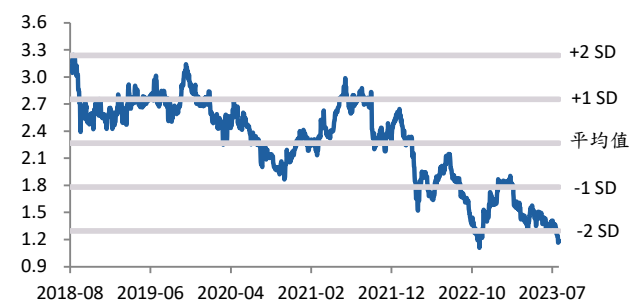
股份总数 (百万) 2,314

每股价值 (港元) 25.40

WACC 计算 (%)	
无风险利率	3.0
市场风险溢价	10.0
贝塔	1.0
股本成本	12.5
税前债务成本	2.4
有效税率	24.0
税后债务成本	1.8
估计负债率	25.0
WACC	9.8

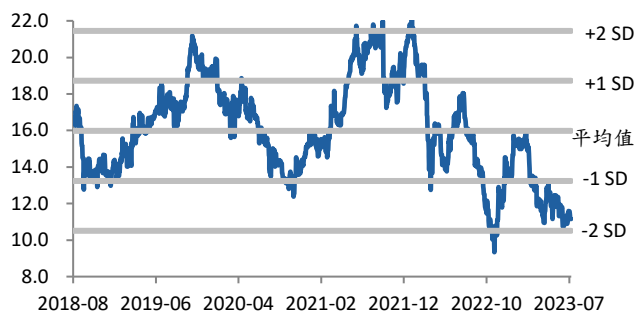
资料来源: 交银国际预测

图表 5: 预期市净率区间 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 6: 预期市盈率区间 (倍)



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 华润燃气 (1193 HK) 目标价及评级



资料来源: 交银国际预测

图表 8: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	现价较目标价 上升空间	最新目标价/评级 发表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	5.56	9.36	68.3%	2023 年 05 月 12 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	22.35	25.40	13.6%	2023 年 08 月 28 日	分销商
2688 HK	新奥能源	中性	65.70	72.10	9.7%	2023 年 08 月 25 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.43	9.82	32.2%	2023 年 08 月 25 日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2023 年 8 月 28 日

财务数据

损益表(百万港元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	79,642	94,338	94,215	99,301	105,788
主营业务成本	(60,466)	(76,256)	(75,563)	(79,733)	(84,604)
毛利	19,176	18,082	18,653	19,568	21,184
销售及管理费用	(9,583)	(10,187)	(10,128)	(10,675)	(11,372)
其他经营净收入/费用	882	768	1,426	744	757
经营利润	10,475	8,663	9,950	9,637	10,570
财务成本净额	(382)	(557)	(817)	(827)	(837)
应占联营公司利润及亏损	1,091	510	871	987	1,030
税前利润	11,184	8,616	10,004	9,797	10,763
税费	(2,744)	(2,307)	(2,451)	(2,400)	(2,637)
非控股权益	(2,044)	(1,575)	(1,813)	(1,775)	(1,950)
净利润	6,395	4,733	5,740	5,622	6,176
作每股收益计算的净利润	6,268	4,697	5,040	5,622	6,176

资产负债表(百万港元)					
截至12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7,563	6,437	13,664	12,422	11,760
应收账款及票据	19,333	20,328	21,424	22,581	24,056
存货	1,142	1,307	1,427	1,506	1,598
其他流动资产	2,527	1	1	1	1
总流动资产	30,565	28,073	36,516	36,510	37,416
物业、厂房及设备	47,349	48,109	54,332	60,657	67,116
合资企业/联营公司投资	20,684	24,564	25,435	26,422	27,452
其他长期资产	7,537	11,306	11,187	11,068	10,949
总长期资产	75,571	83,979	90,953	98,147	105,517
总资产	106,136	112,052	127,470	134,656	142,932
短期贷款	6,199	7,696	10,774	10,666	10,560
应付账款	26,185	27,046	28,983	31,019	33,378
其他短期负债	16,314	11,492	11,867	11,913	12,073
总流动负债	48,698	46,234	51,624	53,599	56,010
长期贷款	296	10,021	15,083	15,664	16,269
其他长期负债	3,105	3,256	3,256	3,256	3,256
总长期负债	3,401	13,277	18,339	18,920	19,525
总负债	52,099	59,511	69,963	72,519	75,535
股本	231	231	231	231	231
储备及其他资本项目	41,026	39,103	42,256	45,112	48,422
股东权益	41,257	39,335	42,488	45,343	48,653
非控股权益	12,781	13,206	15,019	16,794	18,744
总权益	54,038	52,540	57,506	62,137	67,397

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表(百万港元)					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税前利润	11,184	8,616	10,004	9,797	10,763
合资企业/联营公司收入调整	(1,091)	(510)	(871)	(987)	(1,030)
折旧及摊销	2,474	3,090	2,931	3,295	3,665
营运资本变动	(1,288)	(4,998)	824	907	898
税费	(2,948)	(2,365)	(2,512)	(2,460)	(2,584)
其他经营活动现金流	60	518	561	570	580
经营活动现金流	8,390	4,351	10,937	11,123	12,292
资本开支	(5,683)	(6,239)	(5,834)	(6,301)	(6,805)
其他投资活动现金流	(5,460)	(6,110)	(2,944)	(2,944)	(2,944)
投资活动现金流	(11,143)	(12,349)	(8,778)	(9,245)	(9,749)
负债净变动	(1,911)	18,319	8,472	473	498
股息	(2,109)	(2,881)	(2,587)	(2,766)	(2,866)
其他融资活动现金流	669	(7,822)	(817)	(827)	(837)
融资活动现金流	(3,352)	7,616	5,067	(3,120)	(3,204)
汇率收益/损失	225	(744)	0	0	0
年初现金	13,442	7,563	6,437	13,664	12,422
年末现金	7,563	6,437	13,664	12,422	11,760

财务比率					
年结12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(港元)					
核心每股收益	2.709	2.030	2.178	2.429	2.669
全面摊薄每股收益	2.709	2.030	2.178	2.429	2.669
每股股息	1.270	1.029	1.191	1.215	1.334
每股账面值	17.829	16.998	18.361	19.595	21.025
利润率分析(%)					
毛利率	24.1	19.2	19.8	19.7	20.0
净利率	8.0	5.0	6.1	5.7	5.8
盈利能力(%)					
ROA	6.0	4.2	4.5	4.2	4.3
ROE	15.2	11.9	11.9	12.4	12.7
ROIC	3.3	2.1	2.3	2.1	2.2
其他					
净负债权益比(%)	净现金	21.5	21.2	22.4	22.4
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、金川集团国际资源有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、GOGO Holdings Limited（前称：58 Freight Inc.）、苏新美好生活服务股份有限公司、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、清晰医疗集团控股有限公司、汇通达网络股份有限公司、东原仁知城市运营服务集团股份有限公司、武汉有机控股有限公司、读书郎教育控股有限公司、博维智慧科技有限公司、润迈德医疗有限公司、乐透互娱有限公司、双财庄有限公司、中国旅游集团中免股份有限公司、香港汇德收购公司、百奥赛图(北京)医药科技股份有限公司、宁波健世科技股份有限公司、润歌互动有限公司、子不语集团有限公司、交运燃气有限公司、多想云控股有限公司、步阳国际控股有限公司、阳光保险集团股份有限公司、康津生物科技(上海)股份有限公司、冠泽医疗资讯产业(控股)有限公司、澳亚集团有限公司、粉笔有限公司、润华生活服务集团控股有限公司、淮北绿金产业投资股份有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司及新传企划有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券，并可能不时进行买卖，或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以受托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受递送延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不暗示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。