

更新报告

2013-03-13 星期三

2012 年盈利 3.66 亿港元，同比增长 75%

投资评级：买入

投资要点：

公司研究

中油燃气(603. HK)

更新报告：2013-03-13

目标价：HK\$ 1.96

现价：HK\$ 1.47

预期升幅：+33%

股本数据

总股本(亿股) 49.65

总市值(亿港元) 73

52 周高/低 (HK\$) 1.62/0.68

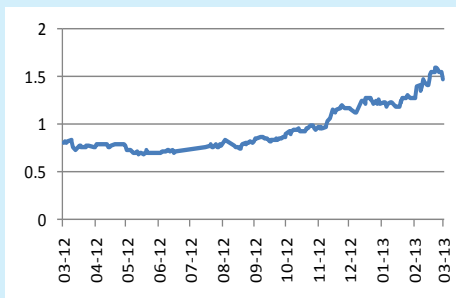
每股净值(港元) 0.64

所属行业：天然气

主要股东

许铁良 22.52%

52 周行情图



资料来源：Bloomberg

相关报告

首发报告 -- 2010.07.23

更新报告 -- 2012.04.19

更新报告 -- 2012.08.24

更新报告 -- 2012.11.21

更新报告 - 2013.02.01

国元证券(香港)研究部

姓名：杨义琼

电话：(852) 3769 6888

(86) 755-2151 6065

电邮：gyresearch@gyzq.com.hk

2012 年盈利同比增长 75%:

期内公司实现收入 48.89 亿港元，同比增长 11%；毛利 11 亿港元，同比增长 22%，毛利率 22.5%，同比上升 2.5 个百分点；年内溢利 7.34 亿港元，其中公司拥有人应占集团溢利为 3.66 亿港元，同比大幅增长 75%。截至 2012 年 12 月 31 日，公司总资产值为 91.88 亿港元，同比增长 29%；手头现金 24 亿港元，同比增长 19%，摊薄每股盈利 7.34 港仙，派息 0.65 港仙。公司盈利大幅增长主要受益销气业务以及投资收益的增加。公司盈利增长超出我们预期，倘若撇除其他收益 5467 万港元，则盈利同比增长 50%左右，与我们预期一致。期内公司其他收益主要为在市况改善下公司出售之前所持有的部分股票资产及以公允价值入账所产生，未来公司的股票投资将减少，现金管理主要采取投资投资级别债券和存款证等稳健产品，预期未来该部分收益或将趋于稳定。

2012 年核心销气业务增长 21%:

在 2012 年公司的收入构成中，核心天然气销售收入为 43.10 亿港元，同比增长 21%，占整体收入的 88%；燃气管道建造及接驳收入为 4.96 亿港元，同比增长 26%，占总收入的 10%；余下为 LPG 业务，由去年的 4.5 亿港元收入减少至 8400 万港元。公司综合毛利率上升主要因为收入结构改变，高毛利的销气收入和接驳费增长所致。公司全年总销输气量为 37.61 亿立方米，其中销气量增加 22%至 19.30 亿立方米；输气量为 17.31 亿立方米，比去年增长 41%，物流运输量 1 亿立方米，同比增长 9%。

2013 年管输和销气业务增长依然强劲:

2012 年公司的邹平天然气利用项目、高青—滨州高新管道项目、西宁环城管网、甘河支线管道、新沂高压管道及平东经济区高压管线共 6 条支线都陆续建成，共新增高压管道 251 公里，累计完成 822 公里，总设计年输气能力达 117 亿立方米。2013 年公司新建管道在现有管道布局基础上进行拓展延伸，并积极开发新区域管线，公司规划建设的支线管道长度约为 200 公里，我们预期 2012 年投产的支线加上原有支线将新增 8-10 亿立方米供气量，再加上销气量，预期 2013 年总销气量增长至少在 30%以上。

调高目标价至 1.96 港元，评级买入:

我们根据管输和销气业务的增长更新公司盈利预测。结合行业估值水平，我们给予公司 2013年20倍PE标准，更新目标价至1.96港元，目标价较现价有33%的增幅，评级买入。

截止 12 月 31 日	10 年历史	11 年历史	12 年历史	13 年预测	14 年预测
营业额(港元百万)	2,626	4,391	4,889	7,505	9,852
变动(%)	52.6%	67.2%	11.4%	53.5%	31.3%
净利润(港元百万)	165	209	366	488	635
每股盈利(港元)	0.034	0.042	0.073	0.098	0.128
变动(%)	1	13.1%	25.4%	74.8%	33.9%
市盈率@1.47港元(倍)	43.9	35.0	20.0	14.9	11.5
每股股息(港仙)	0.000	0.000	0.000	0.650	0.000
股息现价比率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.44%	0.00%



行业估值

估值

根据彭博综合预测，目前香港城市燃气上市公司 2012 年和 2013 年 PE 分别约为 24.3 和 20.7 倍。公司 2012 年和 2013 年 PE 分别约为 20 倍和 14.95 倍。结合行业估值水平，基于目前公司规模及未来增长，我们给予公司 2013 年 20 倍 PE 标准，更新目标价至 1.96 港元，目标价较现价有 33% 的增幅，评级买入。

图表 1：城市燃气行业估值

名称	代码	股价	PE				PB			
			2011A	2012E	2013E	2014E	2011A	2012E	2013E	2014E
香港中华煤气	3 HK	22.15	31.47	29.90	25.06	23.54	3.42	4.42	3.94	3.70
昆仑能源	135 HK	16.10	20.33	20.63	15.21	13.00	2.60	3.81	2.48	2.16
中国燃气	384 HK	7.85	36.47	28.03	25.37	22.51	1.59	2.72	3.20	2.80
北京控股	392 HK	59.000	23.24	20.70	16.01	13.30	1.41	1.53	1.50	1.38
港华燃气	1083 HK	7.22	24.86	22.09	17.95	14.39	1.07	1.63	1.60	1.43
华润燃气	1193 HK	18.40	27.79	24.24	20.02	16.16	2.73	3.93	3.03	2.62
新奥能源	2688 HK	39.75	26.31	22.81	17.67	15.01	3.01	4.05	3.28	2.81
天伦燃气	1600 HK	5.35	42.68	32.58	18.30	13.71	2.17	4.38	2.96	2.28
中裕燃气	3633 HK	2.34	25.16	15.56	26.74	23.00	1.56	3.11	2.95	2.66
天津津燃公用	1265 HK	2.840	40.74	26.77	24.68	17.35	0.85	1.94	2.24	2.02
行业平均			29.91	24.33	20.70	17.20	2.04	3.15	2.72	2.38
中油燃气	603 HK	1.47	34.98	20.02	14.95	11.50	2.63	2.29	1.99	1.70

资料来源：彭博，国元香港

更新报告



國元(香港)
GY(HK)

财务报表摘要

损益表

港币百万元, 财务年度截至12月31日

	10年 实际	11年 实际	12年 实际	13年 预测	14年 预测
收入	2,626.0	4,391.0	4,889.4	7,505.4	9,851.7
经营成本	(2,048.4)	(3,490.3)	(3,787.0)	(5,813.4)	(7,618.8)
毛利	577.6	900.7	1,075.7	1,692.0	2,233.0
其他收入	37.6	(3.5)	89.2	40.0	0.0
分销开支	(24.4)	(37.8)	(44.8)	(68.8)	(90.3)
行政费用	(24.4)	(37.8)	(44.8)	(68.8)	(90.3)
经营盈利	458.5	655.0	898.6	1,282.1	1,659.9
财务开支	(19.0)	(8.9)	38.9	(12.0)	(8.7)
应占联营公司利润	(0.1)	0.0	(0.6)	0.0	0.0
其他开支	0.0	0.0	(1.2)	0.0	0.0
税前盈利	439.4	646.1	935.8	1,270.1	1,651.1
所得税	(85.7)	(145.8)	(201.6)	(273.6)	(355.7)
少数股东应占利润	189.3	291.5	368.5	508.2	660.7
净利润	164.6	208.9	365.7	488.3	634.8
折旧及摊销	(123.0)	(122.0)	(121.0)	(120.0)	(119.0)
EBITDA	581.5	777.0	1,019.6	1,402.1	1,778.9
增长					
总收入 (%)	52.6%	67.2%	11.4%	53.5%	31.3%
EBITDA (%)	30.4%	33.6%	31.2%	37.5%	26.9%

资产负债表

港币百万元, 财务年度截至12月31日

	10年 实际	11年 实际	12年 实际	13年 预测	14年 预测
现金	1,202.0	2,027.9	2,416.9	3,264.0	4,118.5
应收账款	489.7	448.7	563.0	766.9	1,006.7
存货	81.1	175.0	224.6	291.4	381.9
其他流动资产	303.7	426.5	866.2	134.4	134.4
流动资产	2,076.5	3,078.1	4,070.7	4,456.8	5,641.5
固定资产	1,431.5	2,314.6	2,952.7	3,305.8	3,720.6
其他固定资产	958.1	1,708.9	2,165.1	1,853.9	1,977.3
非流动资产	2,389.5	4,023.4	5,117.8	5,159.7	5,697.9
总资产	4,466.0	7,101.5	9,188.5	9,616.4	11,339.4
流动负债	1,186.7	1,936.8	2,944.8	2,361.3	2,773.8
应付帐款	875.4	487.2	569.4	1,047.7	1,375.2
短期银行贷款	281.1	397.8	1,160.9	1,245.9	1,330.9
其他短期负债	30.2	1,051.8	1,214.5	67.8	67.8
非流动负债	27.6	966.6	1,216.8	1,231.8	1,246.8
长期银行贷款	16.4	952.5	1,196.0	1,211.0	1,226.0
其他负债	11.2	14.1	20.8	20.8	20.8
总负债	1,214.3	2,903.4	4,161.7	3,593.1	4,020.7
少数股东权益	822.6	1,438.6	1,847.0	2,355.3	3,015.9
股东权益	2,429.1	2,759.5	3,179.8	3,668.0	4,302.8
每股账面值(元)	0.499	0.560	0.643	0.739	0.867
营运资金	889.7	1,141.3	1,125.9	2,095.4	2,867.6

财务分析

	10年 实际	11年 实际	12年 实际	13年 预测	14年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	22.0%	20.5%	22.0%	22.5%	22.7%
EBITDA 利率 (%)	22.1%	17.7%	20.9%	18.7%	18.1%
净利率 (%)	6.3%	4.8%	7.5%	6.5%	6.4%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
实际税率 (%)	19.5%	22.6%	21.5%	21.5%	21.5%
股息支付率 (%)	0.0%	0.0%	-8.8%	0.0%	0.0%
库存周转	14.4	18.3	21.6	18.3	18.3
应付账款天数	156.0	50.9	54.9	65.8	65.9
应收账款天数	68.1	37.3	42.0	37.3	37.3
ROA (%)	4%	3%	4%	5%	6%
ROE (%)	7%	8%	12%	13%	15%
财务状况					
净负债/股本	(0.4)	(0.2)	(0.0)	(0.2)	(0.4)
收入/总资产	0.59	0.62	0.53	0.78	0.87
总资产/股本	1.84	2.57	2.89	2.62	2.64
收入对利息倍数	138.0	493.5	(125.6)	626.3	1,126.1

现金流量表

港币百万元, 财务年度截至12月31日

	10年 实际	11年 实际	12年 预测	13年 预测	14年 预测
EBITDA	581.5	777.0	1,019.6	1,402.1	1,778.9
融资成本	19.0	33.1	33.1	33.1	33.1
营运资金变化	(368.7)	75.4	(146.6)	118.7	(168.7)
所得税	(69.6)	(127.8)	(201.6)	(273.6)	(355.7)
营运现金流	162.3	757.7	704.5	1,280.3	1,287.5
资本开支	(251.1)	(749.4)	(800.0)	(500.0)	(500.0)
其他投资活动	(253.4)	(135.1)	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	(504.5)	(884.5)	(800.0)	(500.0)	(500.0)
负债变化	(104.9)	1,040.1	517.6	100.0	100.0
股本变化	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
股息	0.0	0.0	32.3	0.0	0.0
其他融资活动	550.3	(135.0)	(65.4)	(33.1)	(33.1)
融资活动现金流	445.4	905.2	484.5	66.9	66.9
现金变化	103.2	778.4	389.0	847.2	854.5
期初持有现金	1,069.7	1,202.0	2,027.9	2,416.9	3,264.0
汇率变动	29.1	47.5	0.0	0.0	0.0
期末持有现金	1,202.0	2,027.9	2,416.9	3,264.0	4,118.5

投资评级:

买入 预期股价在未来 12 个月上升 15%以上

中性 预期股价在未来 12 个月上升或下跌 15%以内

卖出 预期股价在未来 12 个月下跌 15%以上

中油燃气(603. HK)



免责声明:

此刊物只供阁下参考,在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写,所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础,只是表达观点,国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断,可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

- (1) 分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见;及
- (2) 分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定,投资者务请运用个人独立思考能力,慎密从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前,应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能

- (1) 随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系;及
- (2) 已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权,任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

- 分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。
- 国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司,并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

公司地址: 香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 楼

公司电邮: cs@gyzq.com.hk 公司主机: +852-37696888

公司传真: +852-37696999 服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>