

03633.HK 中裕燃气

未评级

业绩将触底回升

2016年05月13日

市场数据

报告日期	2016.05.13
收盘价(港元)	1.75
总股本(亿股)	25.25
总市值(亿港元)	44.2
净资产(亿港元)	20.07
总资产(亿港元)	87.09
每股净资产(港元)	0.79

数据来源: Wind

相关报告

海外新能源研究

分析师: 刘小明
liuxiaoming@xyzq.com.cn
SFC: AYM804
SAC: S0190516020001

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万港元)	2,764	3,140	3,425	3,289
同比增长(%)	53.61	13.59	9.09	-3.97
净利润(百万港元)	226	262	324	93
同比增长(%)	162.47	16.03	23.68	-71.21
毛利率(%)	23.55	23.82	24.91	23.95
净利润率(%)	10.19	10.35	11.38	4.56
净资产收益率(%)	18.24	17.01	17.60	4.67
每股收益(元)	0.09	0.10	0.13	0.04
每股经营现金流(元)	0.16	0.19	0.24	0.24

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **2015 年收入略降, 净利润因汇兑损益降幅较大, 但对公司经营无影响。** 公司 2015 年收入总额 3,277 百万港元, 同比下降 4%, 毛利 785 百万港元, 毛利率约 24%, 用比下降 0.9 个百分点。股东净利润 93 百万港元, 每股收益 3.7 港仙, 同比大降 71.2%, 主要是由于人民币贬值造成的汇兑损失。
- **销气和加气站业务下降, 接驳收入提升, 2016 年全年目标大幅提高。** 截止 2015 年底公司共有 52 个城市燃气项目, 全年销气量为 6.16 亿立方米, 同比下降 8.7%。全年居民接驳个数为 160,794, 同比增长 9.4%。公司 2016 年全年目标销气量为 8 亿立方米, 同比增加约 30%, 其中预计 65% 销气量来自于工业用户, 而 20%, 即 1.6 亿立方米销气量来自于新收购的 Sino Gas 贡献; 全年目标接驳客户是 18 万户, 同比增长约 12%。
- **扩大收购 Sino Gas, 进一步发挥协同效应。** 公司将扩大收购 Sino Gas 股权至 88.7%, 预计将于 2017 年 7 月收购完成。公司收购之后一直为 Sino Gas 的项目进行管道建设, 目前已经完成投标, 预计四季度完成建设, 之后即可以采用更加便宜的管道天然气, 成本节约和收购整合的协同效应将于 2016 年下半年和 2017 年体现。
- **我们的观点:** 中裕燃气是国内主要的城市燃气项目开发商, 目前在国内中东部省份有广泛项目布局, 公司目前正在处于收购完成 Sino Gas 之后的资源整合期, 而我们认为 Sino Gas 与公司业务有较强的协同性, 预计 2016-2017 年该协同效益将逐步体现。行业层面天然气消费在 2016 年一季度强劲复苏, 预计公司 2016 年销气量将同比出现 30% 左右增幅。我们认为 2015 年是公司的业绩低点, 2016 年业绩将出现同比较大幅度上升, 建议投资者积极关注公司与 Sino Gas 对接的管道建设进度以及销气量增加情况。估值方面, 公司目前的股价 1.75 港元对应 2015 年扣除汇兑损益影响后 EPS (约为 0.073 港元) 的 P/E 为 24 倍, 2016 年初步预估公司 EPS 可同比增长约 30%, 对应动态 P/E 约为 18 倍。
- **风险提示:** 管道建设进度、扩大收购进度不及预期, 天然气消费增长低于预期。

报告正文

跟踪报告

- **2015 年收入略降，净利润因汇兑损益降幅较大，但对公司经营无影响。**公司 2015 年收入总额 3,277 百万港元，同比下降 4%，其中销售管道燃气收入 2,098 百万港元，同比下降 9.5%；接驳收入 748 百万港元，同比上升 22.1%；加气站收入 414 百万港元，同比下降 10.4%。公司毛利 785 百万港元，毛利率约 24%，用比下降 0.9 个百分点。股东净利润 93 百万港元，每股收益 3.7 港仙，同比大降 71.2%，主要是由于人民币贬值造成的汇兑损失，公司有 80% 以上负债为外币负债，而公司之前并未有任何汇率对冲机制，人民币贬值对公司影响较大，造成 2015 年账面亏损约 165 百万港元。但后期考虑到境外融资成本仍然相对较低，公司预计继续在境外通过再融资来还贷，因此外汇汇兑损失实质上对公司经营不会造成任何影响。
- **销气和加气站业务下降，接驳收入提升，2016 年全年目标大幅提高。**公司目前主要由三块业务：销售管道天然气、天然气管道接驳以及 CNG/LNG 加气站，其 2015 年收入占比分别达到 64%、22.9% 以及 12.9%。截止 2015 年底公司共有 52 个城市燃气项目分布在河南、河北、江苏、山东、吉林、福建、黑龙江、浙江和安徽。公司 2015 年全年销气量为 6.16 亿立方米，同比下降 8.7%（2014:6.86 亿立方米），其中主要下降来自于工业用户用气量从 4.67 亿立方米下降至 3.76 亿立方米。接驳业务方面公司出现不错的增幅，全年居民接驳个数为 160,794，同比增长 9.4%，工业用户 166 个，同比增长 74.7%，全部接驳管线长度达到 9,067 千米，同比增长 15.1%。公司目前拥有 54 个（2014 年：44 个）CNG/LNG 加气站，分布在河南、山东、江苏、吉林和福建，全年加气站销气量 96 百万立方米，同比下降 3%，CNG/LNG 平均售价 3.46 元/立方米，同比下降 6.5%。**公司 2016 年全年目标销气量为 8 亿立方米，同比增加约 30%，其中预计 65% 销气量来自于工业用户，而 20%，即 1.6 亿立方米销气量来自于新收购的 Sino Gas 贡献；全年目标接驳客户是 18 万户，同比增长约 12%。**
- **扩大收购 Sino Gas，进一步发挥协同效应。**公司 2014 年 12 月收购了 Sino Gas 50% 股权，2015 年末又建议增加收购 38.7% 的股权，预计将于 2017 年 7 月收购完成，完成后公司持有 Sino Gas 88.7% 的股权。公司在 2015 年为 Sino Gas 计提一次性减值准备约 5,000 万元，预计 2016 年将不会再有此项减值，且 2015 年 Sino Gas 收入并未实现全年并表，2016 年将可以实现全年并表。Sino Gas 由于缺乏城市管道资产，之前主要从事液化天然气运输和销售以及部分接驳业务，但客户资质和项目分布较为优良，公司收购之后一直为 Sino Gas 的项目进行管道建设，目前已经完成投标，预计四季度完成建设，之后即可以采用更加便宜的管道天然气，成本节约和收购整合的协同效应将于 2016 年下半年和 2017 年体现。
- **天然气调价效果将于 2016 年逐步体现。**2015 年发改委对全国天然气价格进

行了三次调整，其中 11 月 20 日起下调非居民天然气价格 0.7 元/立方米，极大地刺激了下游用户对于天然气的需求，全国天然气消费量在 12 月至 2016 年 3 月份出现了超过 15% 的同比增速。天然气调价对公司的影响亦属正面，预计 2016 年全年天然气销售量将有效回升，带动公司业绩反转。

- **我们的观点：**中裕燃气是国内主要的城市燃气项目开发商，目前在国内中东部省份有广泛项目布局，公司目前正在处于收购完成 Sino Gas 之后的资源整合期，而我们认为 Sino Gas 与公司业务有较强的协同性，预计 2016-2017 年该协同效益将逐步体现。行业层面天然气消费在 2016 年一季度强劲复苏，预计公司 2016 年销气量将同比出现 30% 左右增幅。我们认为 2015 年是公司的业绩低点，2016 年业绩将出现同比较大幅度上升，建议投资者积极关注公司与 Sino Gas 对接的管道建设进度以及销气量增加情况。估值方面，公司目前的股价 1.75 港元对应 2015 年扣除汇兑损益影响后 EPS（约为 0.073 港元）的 P/E 为 24 倍，2016 年初步预估公司 EPS 可同比增长约 30%，对应动态 P/E 约为 18 倍。
- **风险提示：**管道建设进度不及预期，扩大收购进度不及预期，天然气消费增长低于预期。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。