

中油燃氣 (603 HK)

低估且具備增長潛力的燃氣分銷商

❖ **綜合性天然氣服務提供者。**中油燃氣集團有限公司(中油燃氣)主要從事天然氣以及能源相關項目的投資。公司在天然氣業務的佈局相當廣泛，包括下游城市燃氣分銷業務；中游的天然氣加氣站業務，支線長輸管線，以及液化/壓縮天然氣槽車運輸；還有上游位於青海的 LNG 工廠和位於加拿大的油氣開採專案。截止 2017 年上半年，中油燃氣在共計持有 74 個城市燃氣特許經營權項目，55 個加氣站，1,055 公里天然氣支線管道，7,530 公里城市燃氣管道，以及燃氣分銷服務覆蓋中國一千二百萬人口。

❖ **2017 年燃氣銷售量增長超 20%。**中油燃氣大部分城市燃氣項目均通過旗下主要子公司中油中泰進行運營。公司持有中油中泰 51% 股權，中石油旗下昆仑能源 (135 HK) 持有餘下 49% 股權。2017 年上半年，燃氣銷售量實現 16.02 億方，同比增長 15.1%。其中工商業用戶銷氣量錄得 9.91 億方，同比增長 31.1%，居民用戶銷氣量則錄得 4.53 億方，同比保持穩定。根據我們近期與管理層交流，工商業用氣量增長主要源於區域性經濟好轉所帶來的燃氣需求內生增長，管理層同時確認用氣量增長動能在下半年進一步加速。此外，工商業銷氣量較高的增速也帶動銷氣毛差出現明顯擴張。管理層預期全年燃氣銷售毛差將上升至每立方米人民幣 0.4 元。據此，我們判斷中油燃氣 2017 年燃氣銷售量將大概率實現超過 20% 增長。

❖ **上游油氣開採業務將逐漸復蘇並有明顯利潤貢獻。**因過去幾年油價低迷影響，公司位於加拿大的油氣開採業務在過去遭受了重大打擊。針對較低的油價，中油燃氣在自 2015 年開始已開展多項措施以降低開採成本。根據管理層透露，截止至 2017 年末，加拿大項目桶油現金開採成本已降至 17 加元左右，並且全成本控制在每桶 34 加元附近。2017 年全年預料日均產出量達 4,700 桶，同時管理層有意在 2018 年將產出推升至 5,000 桶以上。基於近期油價出現明顯復蘇，我們預料公司的上游油氣開採業務將大概率在 2018 年實現顯著的利潤貢獻。

❖ **與同業相比估值非常吸引。**中油燃氣目前交易價格處於 2018 年市場一致前瞻市盈率 11.4 倍，市值 47 億港元，而目前燃氣分銷同業交易平均估值處於 2018 年市場一致前瞻市盈率為 12.7 倍。由於公司目前分析覆蓋數量較少，我們認為市場一致預測並不能準全反應公司的每股收益增長。基於我們對於公司燃氣業務工商業銷氣量將實現持續增長，以及上游油氣開採業務盈利狀況將出現明顯改善的預期，我們認為中油燃氣目前的估值水平非常吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
營業額 (百萬港元)	7,698	7,374	6,446
淨利潤 (百萬港元)	309	-184	312
每股收益 (港仙)	6.25	-3.61	5.98
每股收益變動 (%)	-23.26	n/a	n/a
市盈率 (x)	12.96	N/A	13.54
市帳率 (x)	1.19	1.70	1.67
股息率 (%)	-	-	0.6
股本回報率 (%)	9.20	-7.57	12.31
淨負債/股東權益比率 (%)	86	132	125

資料來源：公司資料，招銀國際

未評級

目標價

HK\$0.82

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃氣板塊

市值(百萬港元)	4,777
3 月平均流通量 (百萬港元)	5.62
52 周最高/低 (港元)	0.85/ 0.5
總股本 (百萬)	5,825.7

Source: Bloomberg

股東結構

許鐵良	24.6%
流動股	75.4%

來源：港交所

股價表現

	絕對	相對
1 月	39.7%	29.0%
3 月	47.3%	34.8%
6 月	44.6%	20.7%

來源：彭博

過去一年股價



來源：彭博

審計師：普華永道

公司網站：www.tianlungas.com

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道 3 號冠君大廈 45 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載資料可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何資訊由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考資料。報告中的資訊或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告資訊所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的資訊，我們力求但不擔保這些資訊的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的資訊，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2)(a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。