

中油燃气 (603 HK)

低估且具备增长潜力的燃气分销商

❖ **综合性天然气服务提供商。**中油燃气集团有限公司(中油燃气)主要从事天然气以及能源相关项目的投资。公司在天然气业务的布局相当广泛，包括下游城市燃气分销业务；中游的天然气加气站业务，支线长输管线，以及液化/压缩天然气槽车运输；还有上游位于青海的 LNG 工厂和位于加拿大的油气开采项目。截止 2017 年上半年，中油燃气在共计持有 74 个城市燃气特许经营权项目，55 个加气站，1,055 公里天然气支线管道，7,530 公里城市燃气管道，以及燃气分销服务覆盖中国一千二百万人口。

❖ **2017 年燃气销售量增长超 20%。**中油燃气大部分城市燃气项目均通过旗下主要子公司中油中泰进行运营。公司持有中油中泰 51% 股权，中石油旗下昆仑能源 (135 HK) 持有余下 49% 股权。2017 年上半年，燃气销售量实现 16.02 亿方，同比增长 15.1%。其中工商业用户销气量录得 9.91 亿方，同比增长 31.1%，居民用户销气量则录得 4.53 亿方，同比保持稳定。根据我们近期与管理层交流，工商业用户气量增长主要源于区域性经济好转所带来的燃气需求内生增长，管理层同时确认用气量增长动能在下半年进一步加速。此外，工商业销气量较高的增速也带动销气毛差出现明显扩张。管理层预期全年燃气销售毛差将上升至每立方米人民币 0.4 元。据此，我们判断中油燃气 2017 年燃气销售量将大概率实现超过 20% 增长。

❖ **上游油气开采业务将逐渐复苏并有明显利润贡献。**因在过去几年油价低迷影响，公司位于加拿大的油气开采业务在过去遭受了重大打击。针对较低的油价，中油燃气在自 2015 年开始已开展多项措施以降低开采成本。根据管理层透露，截止至 2017 年末，加拿大项目桶油现金开采成本已降至 17 加元左右，并且全成本控制在每桶 34 加元附近。2017 年全年预料日均产出量达 4,700 桶，同时管理层有意在 2018 年将产出推升至 5,000 桶以上。基于近期油价出现明显复苏，我们预料公司的上游油气开采业务将大概率在 2018 年实现显著的利润贡献。

❖ **与同业相比估值非常吸引。**中油燃气目前交易价格处于 2018 年市场一致前瞻市盈率 11.4 倍，市值 47 亿港元，而目前燃气分销同业交易平均估值处于 2018 年市场一致前瞻市盈率为 12.7 倍。由于公司目前分析覆盖数量较少，我们认为市场一致预测并不能准全反应公司的每股收益增长。基于我们对于公司燃气业务工商业销气量将实现持续增长，以及上游油气开采业务盈利状况将出现明显改善的预期，我们认为中油燃气目前的估值水平非常吸引。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY14A	FY15A	FY16A
营业额(百万港元)	7,698	7,374	6,446
净利润(百万港元)	309	-184	312
每股收益(港仙)	6.25	-3.61	5.98
每股收益变动(%)	-23.26	n/a	n/a
市盈率(x)	12.96	N/A	13.54
市帐率(x)	1.19	1.70	1.67
股息率(%)	-	-	0.6
股本回报率(%)	9.20	-7.57	12.31
净负债/股东权益比率(%)	86	132	125

资料来源：公司资料，招银国际

未评级

目标价 HK\$0.82

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

燃气板块

市值(百万港元)	4,777
3 月平均流通量(百万港元)	5.62
52 周最高/低(港元)	0.85/ 0.5
总股本(百万)	5825.7

Source: Bloomberg

股东结构

许铁良	24.6%
流通股	75.4%

来源：港交所

股价表现

	绝对	相对
1 月	39.7%	29.0%
3 月	47.3%	34.8%
6 月	44.6%	20.7%

来源：彭博

过去一年股价



来源：彭博

审计师：普华永道

公司网站：www.tianlungas.com

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。