

中國燃氣 (384 HK)

東北業務進入黃金時代

我們參加了中國燃氣 9 月 23-24 號在哈爾濱市的反向路演。我們對於黑龍江省政府對於俄氣利用的決心印象深刻。目前中燃在黑龍江 70% 的地市均有項目佈局覆蓋。隨著俄氣自 12 月 1 日起開始對中國進行供應，我們認為中國燃氣在東北的業務在未來 10 年將維持快速增長，進入黃金時代。

- **俄氣將在 12 月 1 日到來。**新的管道氣供應將帶來每年 380 億立方供氣能力。根據管理層透露，2019/20E 供氣計劃分別是 20/50 億方，並在未來的 3-5 年內增加至 380 億方。俄氣的到來將根本性扭轉目前中國東北市場缺氣的局面，並顯著釋放該區域的燃氣消費需求。
- **黑龍江省將首先受惠。**作為俄氣落地的第一站，黑龍江省就俄氣利用制定了積極的利用措施，包括 1) 加快省級管網的設計和規劃，並與中石油就管線簽訂了戰略框架協議，未來黑龍江升級管網將直接併入國家官網公司運營；2) 啟動供暖鍋爐煤改氣；3) 推廣燃氣分布式能源項目。俄氣對於吉林和遼寧省的供應將晚於黑龍江，隨著國內管線的延伸在 2020/21 年開始。
- **門站價或將優於市場預期。**儘管目前價格尚未披露，中燃管理層及地方政府官員對於俄氣到來後的城市燃氣門站價預期樂觀，展望門站價將定於每立方米人民幣 1.6-1.8 元區間，與目前每立方人民幣 1.64 元門站價接近。由於目前處於普遍缺氣導致中燃在黑龍江的銷氣毛差打到人民幣 1.5 元/立方，管理層更關心公司是否能夠獲得足夠的氣源供應。公司預期未來在供氣充足後銷氣毛差將恢復合理水平（人民幣 0.6-0.7 元/立方），並推動銷氣量快速增長。
- **東北區域將支持公司增長及估值。**歷經三年由華北煤改氣所驅動的業績速增長過後，市場對於中燃如何維持未來業績可持續增長有所疑問。我們認為中燃的東北發展策略是對這些疑問的有力回應。目前中燃的估值為 18.5 倍前瞻市盈率，較 5 年平均的 20.7 倍低。隨著俄氣供應逐漸釋放，我們預期中燃在中國東北的高增長將得以驗證，我們據此認為中燃的估值水平有望上行，並且目前估值水平顯得非常吸引。

財務資料

(截至 12 月 31 日)	FY15A	FY16A	FY17A	FY18A	FY19A
營業收入(百萬元人民幣)	31,666	29,139	31,993	52,832	59,386
同比增長 (%)	21.76	-7.98	9.80	65.13	12.41
淨收入(百萬元人民幣)	3,371	2,273	4,148	6,095	8,224
每股盈利(元人民幣)	0.67	0.46	0.85	1.23	1.66
每股盈利變動 (%)	25.6	-31.9	84.5	45.1	34.9
市盈率(倍)	44.8	65.8	35.6	24.5	18.2
市帳率(倍)	8.2	8.2	7.2	5.2	4.4
股息率 (%)	0.5	0.6	0.8	1.1	1.4
權益收益率 (%)	18.3	12.6	20.4	21.4	24.5
不良貸款率 (%)	83.9	92.8	89.4	83.8	70.7

資料來源：公司資料

未評級

當前股價

HK\$30.15

中國城市燃氣行業

蕭小川

(852) 3900 0849

robinxiao@cmbi.com.hk

公司數據

市值(百萬港元)	157,340
3 月平均流通量(百萬港元)	288.36
52 周內股價高/低(港元)	33.30/19.70
總股本(百萬)	5,219

資料來源：彭博

股東結構

北京控股	23.7%
劉明輝	20.9%
中燃集團	14.5%
流通股	40.9%

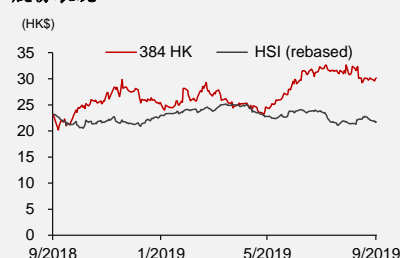
資料來源：港交所

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	-8.0%	-7.1%
3-月	3.4%	12.4%
6-月	12.5%	23.7%
12-月	30.7%	38.5%

資料來源：彭博

股份表現



資料來源：彭博

審計師：德勤

■ **燃氣採暖將是未來工作重點。**東北三省氣候嚴寒，一年中寒冷天氣長達 6-7 個月，管理層將燃氣鍋爐採暖作為東北項目發展策略的重心，同時也延續了此前公司在華北煤改氣的發展思路。中燃的策略重心聚焦于民生採暖剛需，以降低公司業務受宏觀經濟的影響。以哈爾濱市為例，若將全市 2.4 萬蒸噸燃煤採暖鍋爐實施煤改氣，將帶來 40 億方天然氣採暖需求，這個數字將五倍於哈爾濱市 2018 年全部燃氣消費量。

中燃對於燃氣供暖業務的發展不僅局限於售氣業務，公司同時也積極投資新的燃氣鍋爐及管線設施以參與到對於跟隨新建房地產所帶來的供暖客戶開發。基於東北區域的慣常做法，中燃投資燃氣鍋爐設施將可以獲取 1) 一次性的工程建設配套費，該費用按每平方米標準計算；及 2) 供暖服務費，該費用按每平方米計算，並在每年供暖季開始前收入。以哈爾濱市為例，供暖配套費為每平方米人民幣 55 元，而每年的供暖費用為每平方米人民幣 38.32 元。管理層預期哈爾濱市至少有 8 百萬平方米的新增採暖接駁空間，而那僅為一個地市的潛力規模。在俄氣供應逐漸增加的背景下，中燃預期東北煤改氣的進程將明顯加快，而那將為公司業務開發帶來巨量的發展空間。

圖 1: 哈爾濱熱力公司中控室



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 2: 哈爾濱對於目前的燃煤採暖鍋爐投入巨大以滿足政府對於燃煤鍋爐的超低排放要求



資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 3: 燃煤鍋爐所帶來的煤炭堆場已日益不能夠適應城市發展的要求



資料來源: 招銀國際證券

圖 4: 煤炭堆場污染對於臨近居民產生嚴重困擾



資料來源: 招銀國際證券

圖 5: 我們在工廠參觀中所見的中鋁東北子公司中鋁東輕的燃氣鍋爐銘牌



資料來源: 招銀國際證券

圖 6: 燃氣鍋爐能夠提供緊湊、清潔及節約人工的供暖解決方案



資料來源: 招銀國際證券

- 對於未來銷氣量增長充滿雄心。基於謹慎原則，黑龍江省發改委以 20% 的燃氣採暖鍋爐滲透率測算 2025 年燃氣消費量 90 億方，中燃目標銷量 44 億方，市場份額占比 48.9%。到 2030 年，黑龍江發改委測算燃氣消費量達 143 億方，中燃目標銷量 90 億方，對應市場份額 63.5%。公司預期其黑龍江省燃氣銷售量 2018-30E 年均複合增長率可達 25.4%。

根據地方發改委測算，若將東三省地區燃氣消費量需求加總，預計 2025/30 年燃氣消費量分別達 245 億/386 億方，而中燃希望實現同期銷氣量 91 億/202 億方，對應市場份額分別為 37.3% 及 52.7%。基於目前中國燃氣在東北市場的廣泛佈局，我們預期中燃的目標銷氣量具有較高的實現可能。

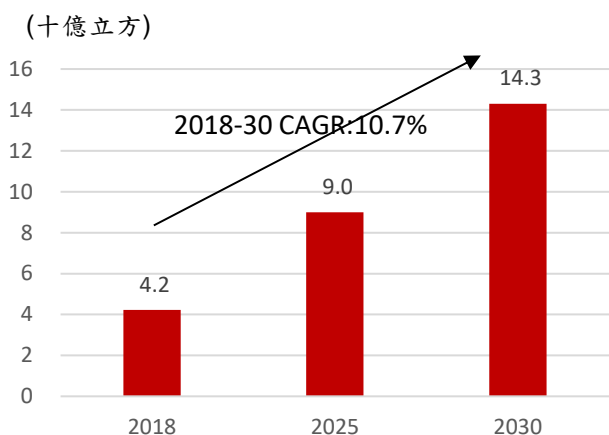
風險因素: 1) 俄氣供應延誤; 2) 發改委對俄氣進入後設置門站價高於預期; 3) 地方政府對於採暖煤改氣政策有所改變。

圖 7: 黑龍江省級中國燃氣對於 2025/2030 年的燃氣消費量/銷售量測算，及中燃的目標市場份額 (億立方米)

用氣類別	2025			2030		
	全省規劃	中燃目標	目標份額	全省規劃	中燃目標	目標份額
城市燃氣	33.0	15.1	45.8%	55.7	36.3	65.2%
供熱用氣	20.3	13.3	65.5%	33.1	24.9	75.2%
交通運輸用氣	10.7	4.1	38.3%	24.2	14.6	60.3%
天然氣化工、發電、分布式能源	26.0	11.5	44.2%	30.0	15.0	50.0%
合計	90.0	44.0	48.9%	143.0	90.8	63.5%

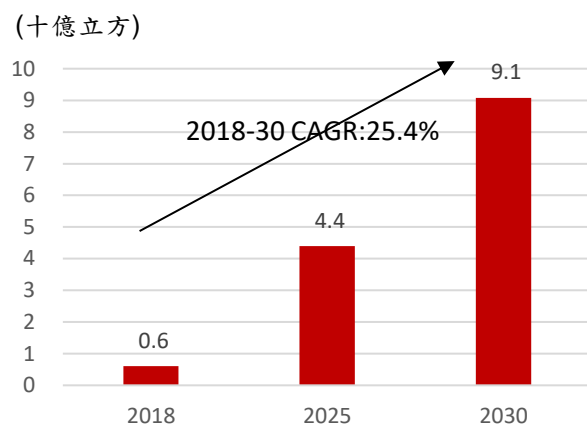
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 8: 地方發改委測算黑龍江省 2018-30E 燃氣消費量年均增速為 10.7%



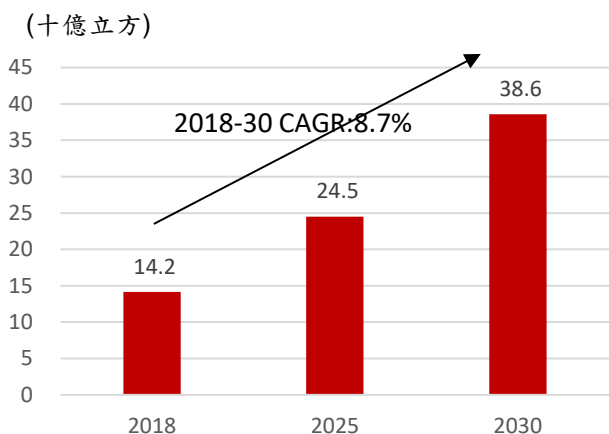
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 9: 中燃及其聯營企業 2018-30E 目標燃氣銷量年均增長 25.4%



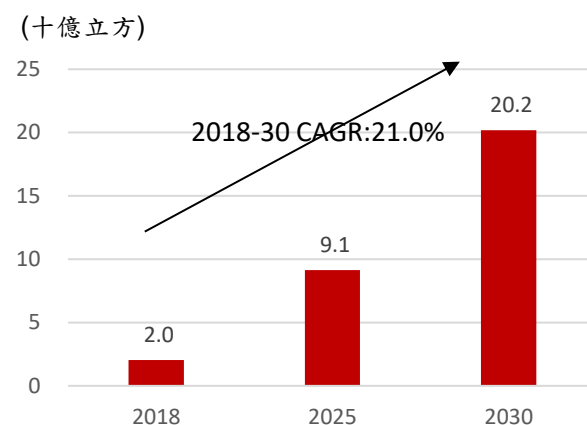
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 10: 將東北三省燃氣消費量目標合併, 2018-30E 燃氣消費量年均增長 8.7%



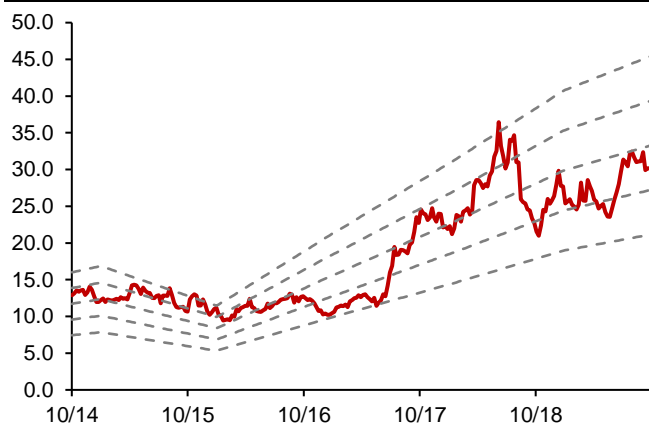
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 11: 中燃在東北三省的燃氣銷量 2018-30E 年均消費量增長目標為 21.0%



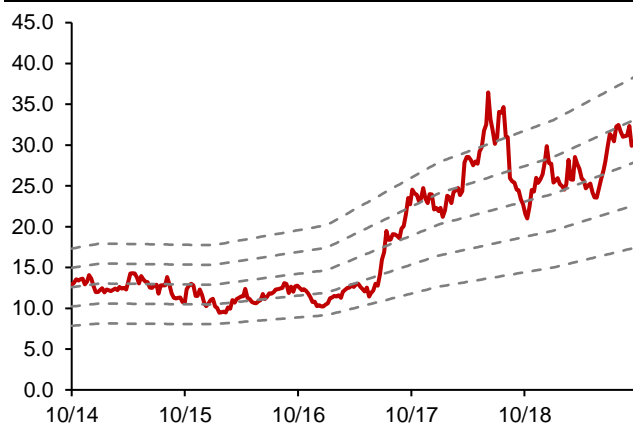
資料來源: 公司資料, 招銀國際證券

圖 12: 前瞻市盈率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

圖 13: 前瞻市淨率



資料來源: 彭博, 招銀國際證券

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並無直接或間接關係。

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。

招銀國際證券投資評級

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	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價于未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價于未來12個月預期表現跑輸大市指標

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。報告所載數據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。而過去的表现亦不代表未來的表现，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，並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，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，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數據。報告中的信息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。任何使用本報告信息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信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、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並不時自行及/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投資銀行相關業務聯繫。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信息，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。