

中國燃氣行業

潛在接駁費政策監管影響有限

❖ **摘要：**重慶市人大取消燃氣初裝費以及市場傳言國家發改委意圖對居民用戶接駁費徵收設置回報上限引起了市場對於城市燃氣分銷盈利受損的擔憂，導致股價暴跌。我們認為市場對潛在接駁費監管影響過度恐慌，基於我們預期 1) 監管目標並非旨在削減城市燃氣分銷商的盈利能力，而是為了規範燃氣接駁行為，並且取締違法違規的費用收取；2) 全國範圍內取消廣義接駁費的可能性並不大；3) 設置燃氣接駁回報率上限措施將需要通過廣泛的行業及公眾討論，費率的明確尚需要時間；4) 對於居民用戶的燃氣分銷並非暴利業務，若要大幅削減接駁費，則需要新的收費措施來補償城市行業分銷商以使他們獲得合理的經營回報。綜上，我們預計部分取消接駁費以及潛在回報率上限將對城市燃氣行業的影響有限，並且在商業模式上將不會出現重大變化。

❖ **核心政策監管目標是規範燃氣接駁行為並取消違規收費。**歷史上看，接駁費是旨在補償城市燃氣早期開發階段固定資產投資所設計的一項行政性費用。隨著燃氣供應從政府公眾服務逐漸轉向企業化運營，這項費用逐漸受到公眾質疑。質疑焦點主要集中在部分地區的違規收費行為，主要包括雙重收費和設置不必要的中間環節，尤其是在一些相對欠發達地區。我們相信發改委的政策目標核心在於規範化居民燃氣接駁行為，取締各種違規亂收費，並對合理費用的確定和收費標準制定具體細則。

❖ **需要明確接駁費定義。**參考各地關於接駁費的歷史規定，我們認為廣義的接駁費包含三個部分：1) 初裝費，涵蓋城市主幹管道和主要的供氣設施；2) 庭院管道建設費，涵蓋住宅建築紅線內庭院管道及設備；以及 3) 燃氣表具安裝費，涵蓋燃氣表具和室內管道安裝。我們認為市場對於接駁費的討論比較模糊，具體而言是將廣義接駁費和城市燃氣實際收取的紅線內費用（即上文中後兩者）混用。我們認為國家發改委和重慶人大所監管取消的目標為初裝費（即上文中第一部分），而住宅建設紅線內的接駁費將獲得明確監管支持並維持合理費率水準。根據我們與主要燃氣企業的溝通，目前主要上市企業的接駁收入均符合地方規定，並且收費範圍在建築紅線內。基於上述理解，我們認為在全國範圍內取消城市燃氣接駁費的可能性不大。

❖ **現階段討論接駁費上限影響可能為時尚早。**除對於接駁定義較為模糊以外，我們認為市場討論對於接駁費高達約 60% 的毛利水準存在誤解。根據我們理解，燃氣接駁費包含三部分內容，分別為 1) 材料建造和安裝費用，2) 合理的工程回報，以及 3) 涵蓋紅線內資產生命週期的安全及維護成本。根據現行毛利計算，接駁成本僅涵蓋前兩者，而忽略了後者，這使得目前所得到的接駁毛利率較為合理反應完全成本的真實毛利率顯得過高。

此外，根據我們對於政府制定價格行為規則的理解，我們預計監管機構和物價局在制定燃氣接駁收益上限之前需要進行廣泛的公開討論。一個近期的例子是天然氣配送費設置 7% 的資產回報率上限，該政策對目前城市燃氣企業影響為中性，但經過一年多討論仍未正式落地實施。

估值表

港股代号	公司名称	市值	股价	每股盈利			每股盈利复合增长率	市盈率			市净率			
				17	18E	19E		17-19E	17	18E	19E	17	18E	19E
				(百万港元)										
384 HK	中国燃气	102,643	20.2	1.23	1.58	1.85	22.5%	16.5	16.4	12.8	4.7	4.0	2.9	
135 HK	昆仑能源	71,279	8.8	0.59	0.69	0.78	15.2%	11.5	11.2	9.9	1.6	1.4	1.3	
2688 HK	新奥能源	65,552	58.3	2.59	3.87	4.52	32.1%	18.9	13.2	11.3	3.2	2.8	2.3	
1193 HK	华润燃气	64,052	28.8	1.68	2.04	2.29	16.6%	14.9	14.1	12.6	3.1	2.5	2.2	
392 HK	北京控股	53,322	42.3	5.45	5.91	6.55	9.6%	7.2	7.1	6.5	0.9	0.7	0.7	
1083 HK	港华燃气	17,535	6.2	0.50	0.52	0.58	7.7%	12.1	12.0	10.8	1.2	1.0	1.0	
1600 HK	天伦燃气	6,749	6.8	0.41	0.65	0.98	54.7%	13.6	9.3	6.1	2.0	1.8	1.4	
行业平均							22.6%	13.5	11.9	10.0	2.4	2.0	1.7	

資料來源：彭博，招銀國際證券

蕭小川

電話：(852) 3900 0849

郵件：robinxiao@cmbi.com.hk

中國燃氣行業

我們認為城市燃氣分銷並非暴利行業，主要上市燃氣企業的淨利潤率為 3.3% 至 15.6%（基於 2017 年財務資料），並且這些企業將面臨長期燃氣銷售價格下調的影響。我們認為中國政府仍然需要依賴燃氣企業來實現其頗具雄心的燃氣消費增長目標，到 2020/2030 年，天然氣占一次性能源消費比重將達到 10%/15%。此外，目前日益趨緊的能源安全形勢也促使政府需要通過燃氣企業加大對於儲氣設施的資本開支。

基於上述原因，我們認為國家發改委需要較長的時間來制定城市居民用戶燃氣接駁收益上限，而目前討論潛在上限對於燃氣行業的影響為時尚早。在目前的燃氣銷售機制下，所最終設置了接駁收入回報上限對行業盈利產生明顯影響，我們認為將會產生新的補償機制使燃氣分銷商獲得合理的經營回報。

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 及 46 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，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。