

行业报告

天然气

气化中国, 推荐买入

- 我们看好天然气板块并认为近期股价疲弱为投资者提供了抓住长期增长的机会
- 在强劲的天然气销售带动下, 我们预计2017-19年城市天然气运营商的经常性每股盈利复合年增长率为14-23%
- 我们的首选股为中国燃气(384 HK)和新奥能源(2688 HK), 两者拥有最具吸引力的增长前景

首次覆盖, 推荐天然气板块

我们对行业持积极看法的支撑因素主要来自天然气需求增长加速, 获取低成本的天然气资源以及城市天然气运营商回报的监管不确定性消除。随着强劲的天然气销售预期已体现在股价中, 板块近期的表现持续走弱, 但随着中期天然气需求大幅增长, 我们相信天然气运营商能够交出良好的业绩, 而任何好于预期的经营数据的公布将推动股价上涨。

精挑细选最好的

我们看好中国燃气(贴现现金流目标价: 29.0港元, 基于加权平均资本成本: 8.7%及永久增长率: 3.3%)和新奥能源(贴现现金流目标价: 66.0港元, 基于加权平均资本成本: 8.5%及永久增长率: 3.2%), 两者拥有最具吸引力的增长前景。我们看好中国燃气, 因为公司将受惠于其在农村地区进取性的扩张和在高增长市场的广泛覆盖而实现强劲增长。此外其快速增长的高利润率附加值服务业务将为公司带来潜在的盈利上涨。我们也看好新奥能源, 因为公司在中国北方有良好的市场渗透率, 这使其能够获得更多受煤改气推动的销售。公司在液化天然气进口业务方面的先发优势也将助其在市场自由化进程中脱颖而出。

催化剂和短期上行风险

短期催化剂和上行风险包括: 1) 天然气销售好于预期; 2) 中国北方煤改气速度比预期快; 3) 居民天然气使用量上升; 以及4) 比预期更早期地开放更便宜的天然气资源。

主要的下行风险

行业面临的下行风险包括: 1) 工业生产增长放缓; 2) 政府的长期天然气使用计划变动; 3) 监管政策的不利变化; 以及4) 无法将上升的上游成本转嫁给终端用户。

重点公司主要财务指标

公司	股票代码	评级	现价(港元)	目标价(港元)	上涨空间	每股盈利(港币)		市盈率(x)		市净率(x)		股本收益率(%)	
						FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E	FY17E	FY18E
中国燃气*	384 HK	买入	23.45	29.00	23.7%	1.14	1.41	20.6	16.7	5.6	4.7	26.8	25.9
华润燃气	1193 HK	中性	28.55	28.20	-1.2%	1.75	1.99	16.3	14.4	3.1	2.7	20.4	20.2
新奥能源	2688 HK	买入	58.65	66.00	12.5%	3.20	3.95	15.6	12.6	3.2	2.7	19.1	23.0

注: *中国燃气的2017-18E是指其3月31日年结的2018-19E财年, 股价截至2017年11月24日

资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

蔡雯

852-3189 6268

scullytsoi@cmschina.com.hk

萧俊豪

852-3189 6395

ericciu@cmschina.com.hk

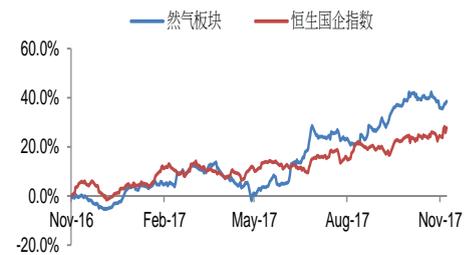
首次覆盖

推荐

恒生指数 29,866

国企指数 11,908

行业表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
绝对表现	(2.1)	33.1	39.1
相对表现	(5.7)	20.5	17.5

投资主题

短暂休整后将持续跑赢大盘

我们首次覆盖中国城市燃气运营商，给予推荐评级。我们对行业持积极看法，主要因为1) 受政府雄心勃勃的中长期天然气使用计划和防污染政策推动，天然气需求增长加快，2) 市场自由化开放了获取低成本的天然气资源的机会，例如现货液化天然气，以及3) 城市天然气运营商回报的监管不确定性消除。过去6个月，该板块已上涨了5-100%，由于强劲的天然气销售预期已在股价中大体反映并且缺乏短期催化剂，板块股价近期开始疲弱。但由于中国的天然气市场在未来四年将以15%的复合年增长率增长，涉足于快速增长的省份的天然气公司将享有高出全国平均水平的天然气销售增长，这将足以抵消由于竞争加剧而产生的任何潜在的利润率收缩。如有任何好于预期的经营数据公布，我们认为板块的股价将回升并持续跑赢大盘。

首选股：中国燃气和新奥能源

在我们的覆盖公司中，我们推荐中国燃气（目标价：29.0港元）和新奥能源（目标价：66.0港元），两者都拥有具吸引力的增长前景。我们看好中国燃气，因为公司将受惠于其在农村地区进取性的扩张和在高增长市场的广泛覆盖而实现强劲增长。此外其快速增长的高利润率附加值服务业务将为公司带来潜在的盈利上涨。我们也看好新奥能源，因为公司在中国北方有良好的市场渗透率，这使其能够获得更多受煤改气推动的销售。公司在液化天然气进口业务方面的先发优势也将助力其在市场自由化进程中脱颖而出。

双位数的盈利增长可持续

我们预测天然气运营商的燃气销量在2017-19年度的复合年增长率达18-26%，这将足以抵消由于竞争加剧导致的天然气销售利润率的下降，我们测算同期城市天然气运营商的经常性每股盈利的复合年增长率为14-23%。在板块内，我们预计最高的3年经常性每股盈利复合年增长将来自中国燃气（23%）和新奥能源（18%），因为他们有较多的煤改气项目。

有利的政府政策推动了强劲的天然气需求

为了减少温室气体和悬浮粒子的排放，中国政府计划将天然气占总能源结构比重从2016年的6.4%提升至2020年的10%和2030年的15%。目标将天然气消费量从2016年的2,090亿立方米大幅攀升至2020年的3,600亿立方米，对应复合年增长达15%。主要的需求增长动力将来自：1) 中国北方的煤改气项目；2) 加快发展天然气发电站；以及3) 家用天然气应用范围扩大带动居民天然气消费量上升。

天然气供应源源不绝

虽然国产天然气增长缓慢，但随进口天然气的不断攀升，天然气市场供需在过去几年基本保持平衡。为了满足2020年3,600亿立方米的天然气需求，国内天然气生产商将把常规和非常规天然气的供应从目前的1,440亿立方米提升至2,070亿立方米，剩下780亿立方米的差额将由进口天然气提供。进口天然气量的提升来自于现有液化天然气项目及合同的供应增加，从2017年起新投产的液化天然气项目，以及增加来自中亚的管道天然气供应和自2019年起来自俄罗斯东西伯利亚所供应的进口天然气。受惠于全球天然气市场供应过剩以及全球天然气贸易增长推动，我们预计当前现货液化天然气的价格吸引力（较期货液化天然气有>20%的折让）可以维持，并为液化天然气进口提供上升空间。

有限的短期政策风险

基于市场担心政府对天然气公司回报的监管，16年下半年至17年上半年期间城市天然气运营商的股价波动较大。该政策风险在政府于2017年6月将天然气运营商的回报设置在7%的上限后得以缓解。更重要的是，接驳费并不计入资产收益率的计算内。除此外，我们认为短期内取消接驳费的可能性较低，因为中国的平均燃气渗透率仍然较低，仅为43%，而发达市场则超过了80%。

市场化的到来

过去几年中国政府以“管住中间”和“开放两端”为原则出台了一系列政策以加快自由化，并取得了一些成果，例如将存量气和增量气的价格并轨，并引入净回值定价机制。然而，我们认为要实现完全的自由化市场还有很长的路要走，首先有几个步骤需要完成，包括：1) 分拆上游石油巨头的中游基建和开放第三方使用中游基建和下游经销网络以增加竞争；以及2) 引入以需求推动的市场定价机制。

对于天然气经销商而言，自由化将是一把双刃剑。不利的一面是，它将加剧经销商之间的竞争，特别是在获得大规模天然气用户方面。经销商要么将丢失他们的市场份额，要么将面临利润率收缩。而有利的一面是，它将向经销商开放天然气资源，从而降低经销商的采购成本并最终获得市场份额和维持利润率。经销商如何在自由化中脱颖而出，取决于他们能否在获取低成本气源的过程中拥有先发优势，以及他们是否能为客户提供多元化的服务以增加客户粘性。

催化剂和短期上行风险

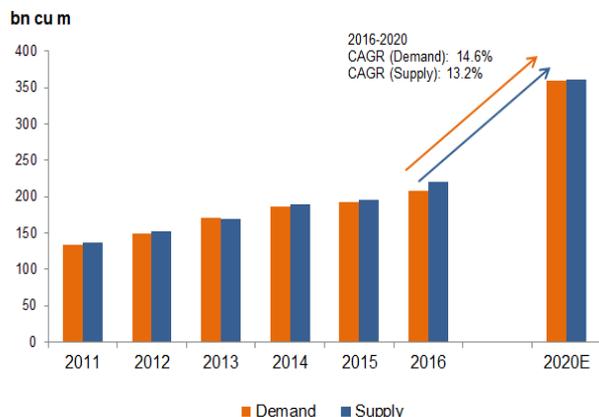
短期催化剂和上行风险包括：1) 天然气销售好于预期；2) 中国北方煤改气速度比预期快；3) 居民天然气用量上升；以及4) 比预期更早地开放更便宜的天然气资源。

下行风险

行业面临的下行风险包括：1) 工业生产增长放缓；2) 政府的长期天然气使用计划变动；3) 监管政策的不利变化；以及4) 无法将上升的上游成本转嫁给终端用户。

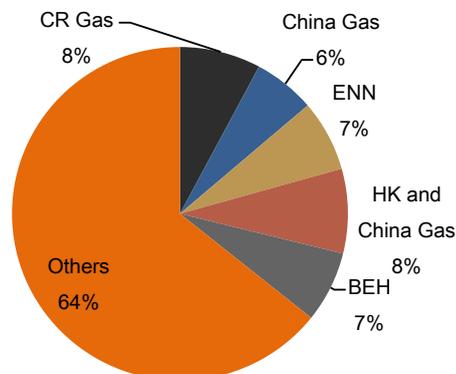
重点图表

图1: 天然气供给和需求



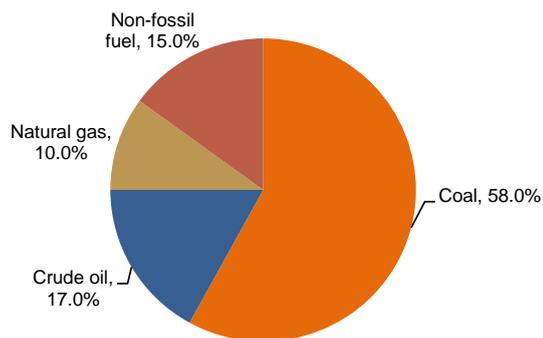
资料来源: CEIC、招商证券(香港)

图2: 2016年中国市场份额



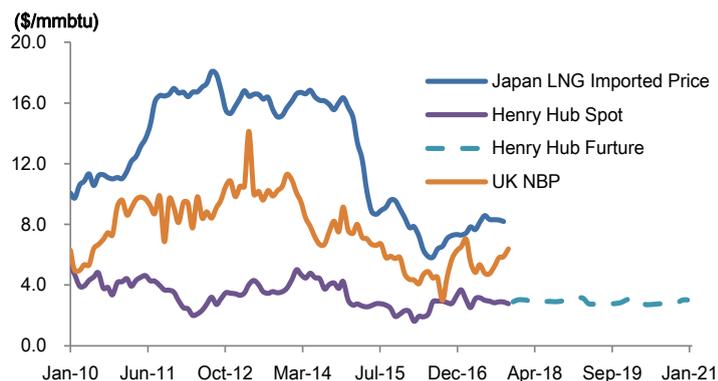
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 2020年能源消费构成(按燃料吨)



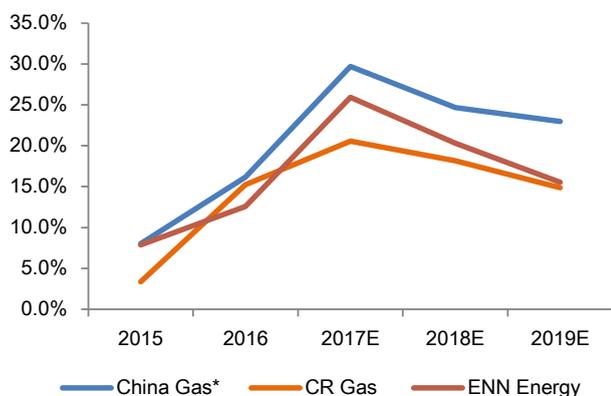
资料来源: 发改委、招商证券(香港)

图4: 具有吸引力的现货液化天然气



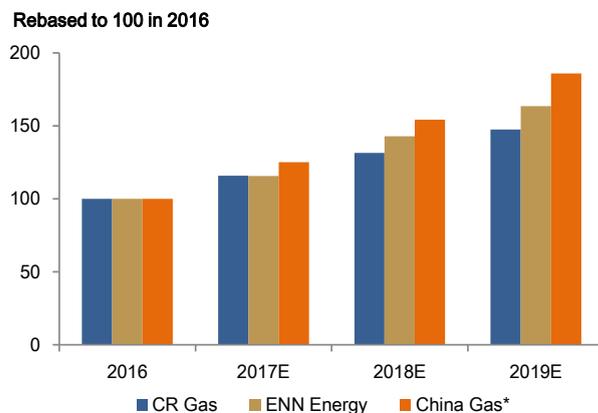
资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

图5: 天然气公司的天然气销量增长比较



注: 中国燃气的2017-19E是指其3月31日年结的2018-20E财年
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 天然气公司的经常性每股盈利比较



注: 中国燃气的2017-19E是指其3月31日年结的2018-20E财年
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

内容

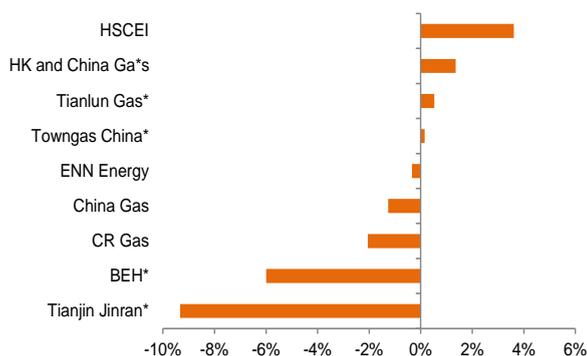
气化中国, 推荐买入.....	1
投资主题.....	2
重点图表.....	4
估值及风险.....	6
耐心等待下一催化剂.....	6
首选股: 中国燃气和新奥能源.....	7
现金流量贴现法估值.....	7
主要风险.....	9
天然气需求强劲支撑盈利两位数增长.....	10
中国燃气在接驳业务中脱颖而出.....	10
强劲的天然气销量抵消了天然气销售单位利润可能下降的影响.....	10
盈利敏感度分析.....	10
公司报告.....	12
中国燃气 (384 HK, 买入) 进军农村城.....	12
华润燃气 (1193 HK, 中性) 稳定但平淡.....	14
新奥能源 (2688 HK, 买入) 估值便宜, 推荐买入.....	16
免责条款.....	18

估值及风险

耐心等待下一催化剂

如以下图所示，大部分城市天然气运营商的股价在过去12个月跑赢恒生国企指数6-99%。这一靓丽表现归功于自2016年下半年以来天然气需求的复苏以及政府于2017年6月对下游资产收益率设定了好于预期的7%上限后，政策风险得到释放。股价在6个月内上涨了5-100%之后，出色的股价表现开始休整；在1个月的基础上，城市天然气运营商跑输国企指数2-13%，主要由于强劲的天然气销售预期已在股价中大体反映并且缺乏短期催化剂。

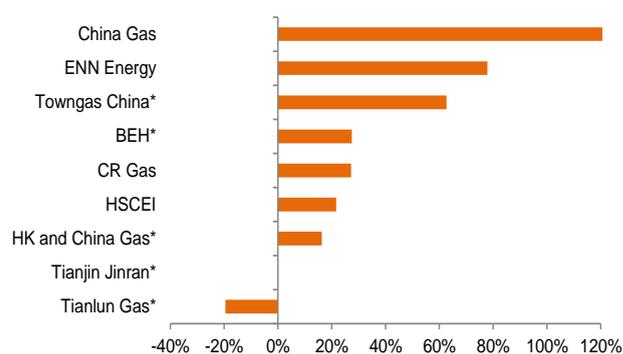
图7：相较市场的1个月绝对表现



注：*北京控股、香港中华煤气、港华燃气、天津津燃和天伦燃气未评级

资料来源：彭博、招商证券（香港）

图8：相较市场的12个月绝对表现



注：*北京控股、香港中华煤气、港华燃气、天津津燃和天伦燃气未评级

资料来源：彭博、招商证券（香港）

在现价水平下，我们认为我们给予买入评级的城市天然气运营商是有投资价值的，因为我们的目标价提供了13-24%的上升空间。他们中大部分的市盈率（12.6-16.7x）均接近或低于历史均值，且具有较高的2017-19年度经常性每股盈利复合年增长（18-23%）。由于下行风险有限，一旦有较正面的经营数据公布，我们认为股价将会回升。

图9：城市天然气运营商估值比较（表1）

Company	Ticker	Price	Rating	CMS			Mkt cap (US\$m)	3-mth P/E (x)		3-yrs EPS Cagr (%)	2018E PEG (x)	Div Yld (%)		P/B (x)	
				TP	Up/(Dn) side (%)	TP		2017E	2018E			2017E	2018E	2017E	2018E
HSI		29,866						13.5	12.3	9.5	1.41	3.3	3.2	1.4	1.4
HSCEI		11,908						9.0	8.2	10.3	0.88	3.4	3.7	1.1	1.0
Sector Average								16.5	14.5	14.3	1.56	2.0	2.3	2.5	2.5
Sector Median								15.6	13.1	14.3	1.01	2.0	2.3	2.5	2.7
BEH	# 392 HK	44.65	N/A	N/A	N/A	7,217	12.1	8.5	7.9	8.5	1.01	2.4	2.6	0.9	0.9
China Gas	* 384 HK	23.45	BUY	29.00	23.7	14,921	15.1	20.6	16.7	22.9	0.90	1.6	1.8	5.6	4.7
CR Gas	1193 HK	28.55	Neutral	28.20	-1.2	8,132	13.0	16.3	14.4	13.8	1.18	1.9	2.3	3.1	2.7
ENN Energy	2688 HK	58.65	BUY	66.00	12.5	8,132	14.7	15.6	12.6	17.8	0.87	1.8	2.1	3.2	2.7
HKCG	# 3 HK	14.96	N/A	N/A	N/A	26,799	15.2	26.8	25.6	5.2	5.20	2.3	2.5	3.7	3.5
Tianjin Jinran-H	# 1265 HK	0.68	N/A	N/A	N/A	160	0.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	0.6	N/A
Tian Lun Gas	# 1600 HK	5.68	N/A	N/A	N/A	720	1.2	13.0	11.2	17.3	0.75	N/A	N/A	1.8	1.8
Towngas China	# 1083 HK	6.28	N/A	N/A	N/A	2,227	2.0	14.5	13.1	14.3	1.02	2.0	2.3	1.2	1.2

注：*中国燃气的2017-18E是指其3月31日年结的2018-19E财年

#预测基于彭博共识，股价截至2017年11月24日

资料来源：彭博、招商证券（香港）预测

图 10: 城市天然气运营商的估值比较 (表 1)

Company	ROE (%)		ROIC		GPM (%)		OPM (%)		Net gearing (%)		Payout (%)		Eff. tax	Share px chg (%)				
	2017E	2018E	2017E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E	rate (%)	Hist	1-mth	3-mth	12-mth
HSI	10.6	12.7										56.4	44.7		6.1	8.5	32.1	
HSCEI	12.1	12.4										34.7	30.6		4.4	7.8	23.0	
Sector Average	14.2	15.5	8.7	20.1	25.7	14.3	16.3	#	41.5	44.5	32.9	33.8	24.0		(1.5)	12.5	37.1	
Sector Median	13.7	14.5	6.1	21.9	24.5	14.6	17.0	#	43.0	40.1	31.6	29.5	24.5		(0.3)	10.2	25.3	
BEH	#	11.0	10.7	2.5	16.9	17.2	6.9	7.2	51.0	67.6	19.3	20.3	11.4		(4.9)	8.9	25.1	
China Gas	*	26.8	25.9	16.7	26.0	25.9	17.5	17.3	61.5	40.1	30.0	30.0	24.2		(1.9)	26.2	116.7	
CR Gas		20.4	20.2	19.2	31.4	30.5	15.0	14.5	7.9	Net cash	31.8	33.8	32.3		(1.0)	6.5	25.5	
ENN Energy		19.1	23.0	15.5	18.2	16.9	12.1	11.7	43.3	31.8	26.0	27.0	36.1		0.4	17.9	73.3	
HKCG	#	13.6	13.4	5.8	25.1	40.3	24.9	25.6	34.5	38.6	60.7	62.5	16.0		1.1	2.3	14.6	
Tianjin Jinran-H	#	2.0	7.2	(0.3)	2.5	N/A	1.1	N/A	0.0	N/A	N/A	N/A	22.0		(9.3)	11.5	0.0	
Tian Lun Gas	#	13.8	15.5	6.5	25.7	23.1	22.4	20.7	91.2	N/A	24.0	N/A	24.8		0.9	5.8	(20.9)	
Towngas China	#	7.3	8.5	3.3	N/A	N/A	14.2	17.0	42.7	44.5	33.1	29.1	24.9		2.8	20.8	62.2	

注: *中国燃气的2017-18E是指其3月31日年结的2018-19E财年

#预测基于彭博共识, 股价截至2017年11月24日

资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

首选股: 中国燃气和新奥能源

在我们的覆盖公司中, 我们推荐中国燃气(目标价: 29.0港元)和新奥能源(目标价: 66.0港元), 两者都拥有具吸引力的增长前景。我们看好中国燃气, 因为公司将受惠于其在农村地区进取性的扩张和在高增长市场的广泛覆盖而实现强劲增长。此外其快速增长的高利润率附加值服务业务将为公司带来潜在的盈利上涨。我们也看好新奥能源, 因为公司在中国北方有良好的市场渗透率, 这使其能够获得更多受煤改气推动的销售。公司在液化天然气进口业务方面的先发优势也将助力其在市场自由化进程中脱颖而出。

相比中国燃气和新奥能源而言, 华润燃气更多覆盖在成熟市场, 导致了较缓慢的增长前景。3年期的经常性每股盈利复合年增长率为14%, 为同业中最低, 所以股票估值应较其5年历史平均市盈率小幅折让。因此, 我们给予华润燃气(目标价: 28.2港元)中性评级。

现金流量贴现法估值

考虑到各公司未来现金流的时间价值, 这些现金流在短期内变化非常大, 因此我们采用现金流量贴现法(DCF)作为我们对城市天然气运营商的主要估值方法。例如, 一些城市天然气运营商需要投入大量的资本性开支用于管道建设, 新项目在开发初期现金流将是负的。一旦这些项目开始运营, 现金流将很快好转。所以我们采用现金流量贴现法估值, 考虑到了未来现金流的波动性。

图 11: 对中国城市天然气运营商的估值方法

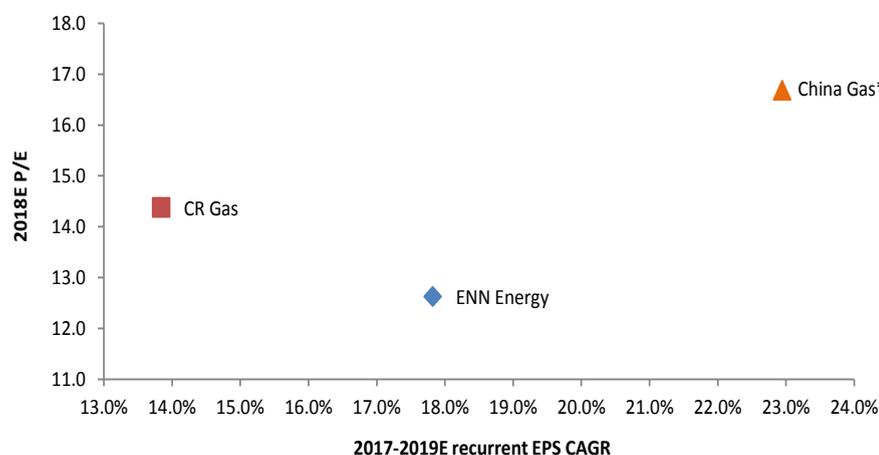
	China Gas	CR Gas	ENN
DCF-based valuation			
WACC	8.7%	8.2%	8.5%
COD	4.2%	4.1%	4.0%
COE	12.2%	11.0%	11.5%
Debt/capital	38.0%	35.0%	35.0%
Terminal growth rate	3.3%	3.2%	3.2%
Target price (HK\$)	29.00	28.20	66.00
Upside/(downside) to current share price (%)	23.7%	-1.2%	12.5%
Rating	BUY	NEUTRAL	BUY
Current price	23.45	28.55	58.65

资料来源: 招商证券(香港)预测

估值比较

在城市天然气运营商中, 我们预计中国燃气的2017-19年度经常性每股盈利复合年增长率最高, 达23%, 随后是新奥能源(18%)和华润燃气(14%)。拥有最具吸引力的每股盈利增长前景的中国燃气, 当前估值倍数较高。而由于增长前景较弱, 华润燃气的倍数较低。新奥能源当前的市盈率较公司5年历史平均水平(14.2倍)折让11%。由于其3年经常性每股盈利复合年增长率达18%, 我们认为该股值得拥有更高的估值。

图 12: 2018 预测市盈率和 2017-19 年度预测经常性每股盈利复合年增长率比较



注: 中国燃气的*2017至2019E是指3月31日年结的2018-2020E

资料来源: 招商证券(香港)预测

我们和市场共识的差异

如下图表所示, 我们预测华润燃气的2017-19年度的经常性每股盈利和市场共识基本一致, 但我们对中国燃气和新奥能源经常性每股盈利的预测与市场共识的差异分别为-2%至4%和0.1%至9%, 主要理由如下:

- 中国燃气: 由于我们假设较高的新接驳户数, 我们预测2018-20财年的经常性盈利高出市场共识6-11%。在考虑了股票期权的稀释效应后, 我们预测2018-19财年的经常性每股盈利与同一时期的市场共识大体一致, 但我们预测2020财年的经常性每股盈利比市场共识高出4%。
- 新奥能源: 由于我们采取更高的天然气销量假设, 并假设公司将使用现金结算其可换股债券以消除稀释效应, 因此我们预测的2018-19年度的经常性每股盈利较出市场共识高出8-9%。

图 13: 招商证券与市场共识比较

Company	Stock code	CMS			Consensus			CMS vs. consensus (%)			CMS rating	Consensus rating		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E		Buy	NEUTRAL	Sell
China Gas*	384 HK	1.14	1.41	1.69	1.16	1.38	1.63	-1.8%	2.3%	3.8%	BUY	18	6	3
CR Gas	1193 HK	1.75	1.99	2.23	1.75	1.97	2.22	0.0%	1.0%	0.5%	NEUTRAL	18	10	3
ENN Energy	2688 HK	3.20	3.95	4.52	3.19	3.64	4.17	0.1%	8.6%	8.3%	BUY	24	3	2

注: 中国燃气的*2017-19E 指其3月31日年结的2018-20E财年

资料来源: 彭博、招商证券(香港)预测

主要风险

上行风险:

- **中国北方煤改气快于预期。**城市天然气运营商的天然气销售和接驳费用收入正受益于中国北方的煤改气计划。如果煤改气项目的执行速度快于预期,城市天然气运营商的盈利能力将会上升。
- **居民用气量增加。**城市天然气运营商正在推广家庭天然气的应用,例如燃气烘干机和壁挂式燃气取暖器。由于大部分城市已经实施阶梯气价,随着居民用气量的不断增加,城市天然气经营者可以享受到向居民出售天然气时带来的利润率扩张。
- **早于预期开放更廉价的气源。**加快第三方进入中游基础设施(包括中游长输管线和液化天然气接收站)将为城市天然气运营商提供更便宜的天然气来源,从而让它们在激烈的竞争中获得市场份额或提升利润率。

主要下行风险:

- **工业生产增长放缓。**约60%的天然气由工业用户消耗。如果经济和工业活动复苏放缓,天然气需求将受到影响。
- **政府的长期天然气使用计划改变。**根据中国政府的中长期计划,2017-2020年天然气消耗量将以15%的复合年增长率增长,2021-2030年则为4%。为实现这些目标,我们预计政府将继续实施优惠政策以鼓励用气。政府计划若有任何改变都会降低天然气需求。
- **监管政策的不利变化。**2017年6月,政府将天然气配送项目的资产收益率限制在7%,受监管的资产不包括接驳费,这有利于城市天然气运营商。监管政策的任何不利变化都会影响城市天然气运营商的收益。
- **无法将上升的上游成本转嫁给最终用户。**为确保冬季供气,政府允许上游供应商季节性上调天然气成本。城市天然气运营商可能无法将增加的成本完全转嫁给终端用户,因而降低其盈利能力。

天然气需求强劲支撑盈利两位数增长

中国燃气在接驳业务中脱颖而出

中国燃气与同行相比，在农村天然气项目上更加积极主动。中国燃气借机政府的煤改气计划，于2017-19年积极为乡镇居民进行接驳，其复合年增长率高达31%。新奥能源和华润燃气则对乡镇接驳采取保守态度，推动新接驳增长的驱动因素主要来自内涵式增长，同期增长率将稳定在3-7%。我们预计管道建设业务的单位利润稳定，因而测算中国燃气在2017-19年管道建设业务的毛利复合年增长率达到25%，而新奥能源为3%，华润燃气为4%。

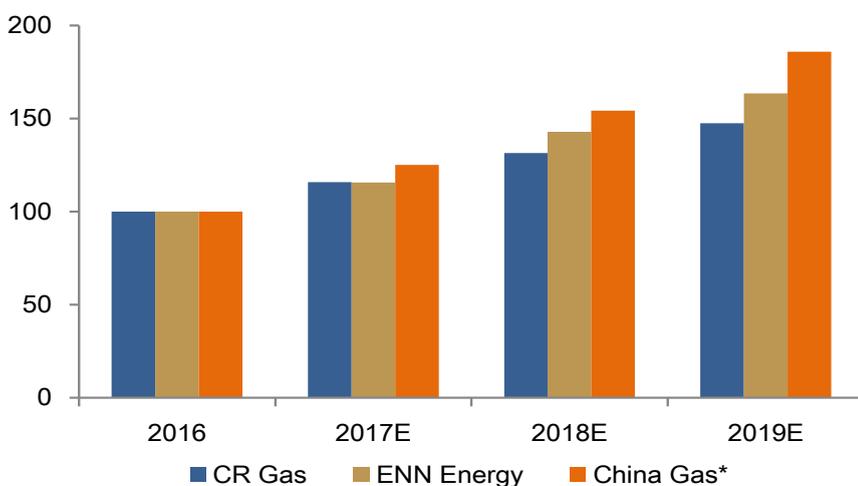
强劲的天然气销量抵消了天然气销售单位利润可能下降的影响

2017年上半年城市天然气运营商天然气销售单位利润每立方米下降0.08-0.11元人民币，部分是因向大型企业客户提供折扣所致。尽管管理层强调未来不大会再提供折扣，及预计短期内天然气销售单位利润保持稳定，我们认为利润收窄是市场化的常态。因此，我们预测2017-19年城市天然气运营商的售气单位利润降幅为每立方米0.01-0.08元人民币。

在工业活动复苏和煤改气的带动下，我们估算2017-19年城市天然气运营商的天然气销量复合年增长率为18-26%，足以抵消天然气销售单位利润的下滑。因此，我们预测2017-19年城市天然气运营商的经常性每股盈利复合年增长率达14-23%，中国燃气因受惠于其在农村的大举扩张以及较佳的地理位置使其有更多的天然气销售量，因此它的盈利增长最高。

图 14: 城市天然气运营商 - 盈利比较 (2016 年重新调整至 100)

Rebased to 100 in 2016



注: *中国燃气2017至2019年是指其2018-2020年3月年结的财政年度

资料来源: 招商证券(香港)预测

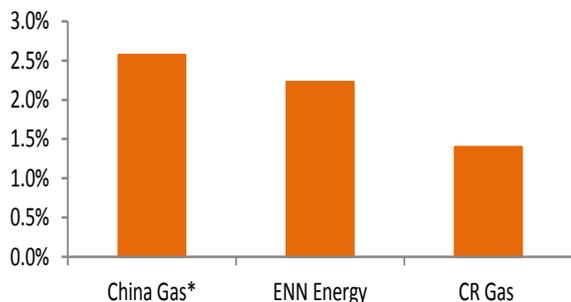
盈利敏感度分析

下图显示了城市天然气运营商2018年盈利对主要收入驱动因素的敏感性 - 即接驳费收入、管道天然气销售和利率。由于接驳收入的毛利率高，该业务的毛利约占城市天然气运营商总毛利的36-50%，因此若我们的新接驳数目和每户接驳费的假设出现5%的差异，我们2018年的盈利预测将分别变动1-3%和3-4%。

由于天然气销售业务的利润率较低，城市天然气运营商的净利对管道天然气价格的变化最为敏感。若管道天然气价格的假设出现5%的差异，将使我们的2018年盈利预测改变9-19%。与新奥能源和华润天然气相比，中国燃气对管道天然气价格的盈利敏感度最低，因为其管道天然气销售毛利仅占毛利总额的28%，而新奥能源为56%，华润燃气为62%。

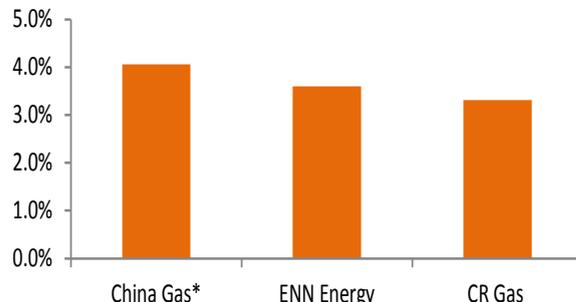
鉴于城市天然气运营商的净负债率较低(2018年为32-40%，华润燃气为净现金)，利率较预期高100个基点只会影响2018年盈利预测1.6-1.7%。

图15: 2018年盈利敏感度预测: 新接驳增加5%



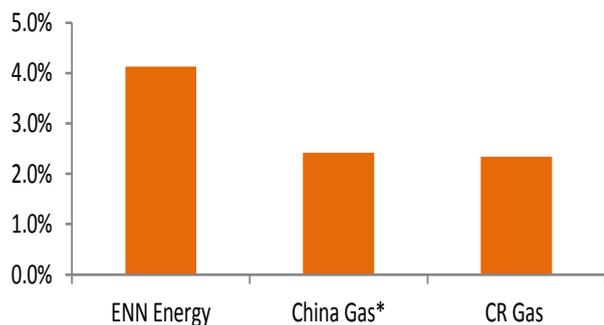
注: * 中国燃气的2018年是指截至2019年3月31日止的财政年度
资料来源: 招商证券(香港)预测

图16: 2018年盈利敏感度预测: 每户接驳费上涨5%



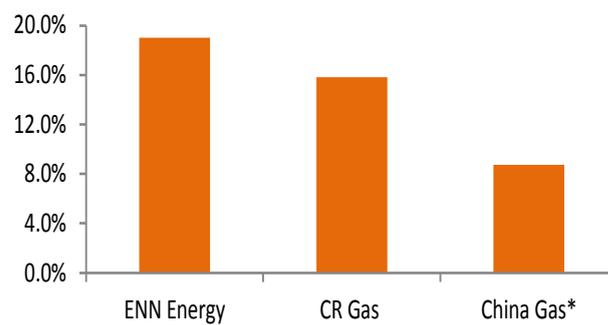
注: * 中国燃气的2018年是指截至2019年3月31日止的财政年度
资料来源: 招商证券(香港)预测

图17: 2018年盈利敏感度预测: 管道天然气销量上升5%



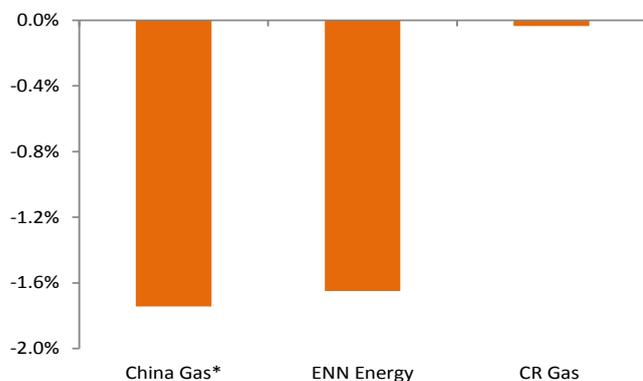
注: * 中国燃气的2018年是指截至2019年3月31日止的财政年度
资料来源: 招商证券(香港)预测

图18: 2018年盈利敏感度预测: 管道天然气价格上涨5%



注: * 中国燃气的2018年是指截至2019年3月31日止的财政年度
资料来源: 招商证券(香港)预测

图19: 2018年盈利敏感性: 利率变动100个基点



注: * 中国燃气的2018年是指截至2019年3月31日止的财政年度
资料来源: 招商证券(香港)预测

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

中国燃气 (384 HK)

进军农村城市

■ 中国燃气凭借先发优势，从而获取更多利润丰厚的农村燃气项目，并抢占到巨大的市场份额

■ 我们预计公司2018-20财年的管道天然气销量复合年增长率达到26%，为同业中最高

■ 首次覆盖，给予买入评级，目标价29.0港元。23%的3年期经常性每股盈利复合年增长为估值带来支持

首次覆盖，给予买入评级，目标价29.0港元

在我们覆盖的天然气经营商中，我们认为中国燃气是其中一家拥有最好增长模式的公司，这得益于其在农村的积极扩张。我们现金流贴现法的目标价为29.0港元，上涨空间达到24%。现价对应19财年预测市盈率为16.7倍，高于五年历史平均交易水平0.4个标准差。鉴于其3年经常性每股盈利复合年增长率达23%，我们认为估值合理。

在农村城市享有先发优势

中国燃气在2017年初涉足农村天然气项目，取得显著成果。截至10月底，公司已与260万农户签订合同，并完成接驳60多万户。由于地方政府对接驳费、燃气炉具和煤气费给予补贴，管理层预测农村燃气项目的内部收益率达到15%以上。公司计划在在18、19和20财年分别接驳80万、200万和250万的农村居民。鉴于需求强劲，我们认为管理层的指引保守。

燃气销售业务目标进取

由于经济复苏，较佳的地域组合以至可取得更多煤改气项目的机会，加上新建项目表现好转，中国燃气计划18-20财年其管道天然气销售增长率可高于20-30%。我们预计在20财年公司的管道天然气销量将增长至247亿立方米，意味17-20财年的复合年增长率高达26%。

催化剂与主要风险

短期催化剂是农村地区的新接驳进展好于预期。主要下行风险包括：1) 农村接驳的执行风险高于预期；2) 天然气需求低于预期；以及3) 不能将在冬季所增加的天然气成本转嫁给终端用户。

盈利预测及估值

3月31日(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	29,497	31,993	41,252	52,050	63,488
毛利	7,214	8,377	10,714	13,480	16,509
报告净利润	2,273	4,148	6,068	7,478	9,012
经常性净利润	3,716	4,475	6,068	7,478	9,012
经常性的每股收益(港元)	0.75	0.91	1.14	1.41	1.69
市盈率(x)	31.3	25.7	20.6	16.7	13.8
市净率(x)	6.4	6.5	5.6	4.7	3.7
股息率(%)	0.8	1.1	1.6	1.8	2.2
ROE(%)	12.5	21.6	26.8	25.9	24.6
净负债率(%)	80.3	79.0	61.5	40.1	29.4

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

彭博终端报告下载: CMHK <GO>

蔡雯

852-3189 6268

scullytsoi@cmschina.com.hk

萧俊豪

852-3189 6395

ericciu@cmschina.com.hk

首次覆盖

买入

股价 HK\$23.45

12个月目标价(上涨空间) HK\$29.00 (+24%)

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
384 HK	(1.3)	99.9	120.9
HCESI	3.6	5.5	21.6

行业：石油石化

恒生指数	29,866
国企指数	11,908

重要数据

52周股价区间(港元)	9.91-25.0
港股市值(百万港元)	116,512
日均成交量(百万股)	5.69
每股净资产(港元)	3.60

主要股东

Beijing Enterprises Group	24.9%
China Gas Group Ltd.	15.2%
SK E&S Co. Ltd.	14.2%
Capital Group Companies Inc.	7.0%
已发行股数(百万股)	4,969
自由流通量(百万股)	1,747

财务预测表

资产负债表

3月31日(百万港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
固定资产	22,850	25,783	27,711	32,385	36,968
附属公司、合资公司及联营公司	8,903	9,578	10,460	11,856	13,543
商誉及其他无形资产	5,540	6,358	6,164	6,144	6,126
递延税项资产	166	161	158	159	160
其他	2,427	2,745	2,600	2,537	2,482
非流动资产总额	39,886	44,624	47,092	53,081	59,279
库存	1,213	1,679	2,138	2,661	3,195
应收贸易及票据账款	5,094	6,067	7,968	9,387	11,245
预付款项及其他	48	50	280	282	285
现金	5,497	4,725	6,082	8,700	10,406
其他	1,795	2,842	3,389	4,031	4,558
流动资产总额	13,647	15,363	19,856	25,061	29,689
资产总额	53,533	59,987	66,948	78,142	88,968
应付贸易及票据账	5,699	5,660	7,324	8,862	10,877
应计费用和其他应付账	2,850	3,990	4,886	5,978	7,047
应付税款	399	512	695	861	1,038
银行贷款	10,324	10,873	10,873	10,873	10,873
其他	530	1,544	1,239	992	852
流动负债总额	19,803	22,579	25,018	27,567	30,688
银行贷款	12,010	12,745	12,745	12,745	12,745
递延所得税负债	756	735	649	589	535
非流动负债总额	12,768	13,480	13,394	13,334	13,280
负债总额	32,569	36,059	38,412	40,902	43,968
总净资产总额	20,964	23,928	28,537	37,240	44,999
股本	49	50	50	52	53
储备	17,803	20,501	24,748	33,003	40,224
股东权益总额	17,853	20,550	24,798	33,056	40,277
少数股东权益	3,112	3,377	3,739	4,185	4,722
总权益	20,964	23,928	28,537	37,240	44,999
净现金(付债)	(16,837)	(18,894)	(17,537)	(14,919)	(13,212)
每股净资产(港元)	3.67	3.60	4.19	4.99	6.34

现金流量表

3月31日(百万港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营运利润	4,685	5,584	7,235	8,996	10,955
折旧和摊销	914	960	1,077	1,259	1,445
营运资金变化	1,193	(1,473)	(713)	(900)	(1,098)
其他	64	148	854	583	801
已付税款	(992)	(1,102)	(1,547)	(2,016)	(2,562)
经营活动所得现金	5,862	4,116	6,905	7,921	9,541
资本开支	(2,722)	(2,639)	(3,500)	(5,700)	(5,700)
其他	(1,279)	(1,473)	203	235	269
投资活动所得现金	(4,001)	(4,112)	(3,297)	(5,465)	(5,431)
发行/回购股份	(947)	(539)	0	3,023	914
股息支付	(942)	(954)	(1,242)	(1,820)	(2,243)
净债务变化	1,693	1,430	0	0	0
其他	(1,131)	(458)	(1,009)	(1,041)	(1,074)
融资活动所得现金	(1,327)	(520)	(2,251)	162	(2,404)
现金变更净值	533	(516)	1,357	2,618	1,706
调整	(265)	(256)	0	0	0
期初余额	5,228	5,497	4,725	6,082	8,700
期末余额	5,497	4,725	6,082	8,700	10,406
自由现金流	3,140	1,477	3,405	2,221	3,841

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

损益表

3月31日(百万港元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	29,497	31,993	41,252	52,050	63,488
销售成本	(22,283)	(23,616)	(30,538)	(38,570)	(46,979)
毛利	7,214	8,377	10,714	13,480	16,509
销货和分销成本	(1,088)	(1,229)	(1,512)	(1,945)	(2,401)
行政费用	(1,561)	(1,675)	(2,079)	(2,649)	(3,264)
其他营运费用	120	112	111	111	111
营运费用总额	(2,529)	(2,793)	(3,479)	(4,483)	(5,554)
营运利润	4,685	5,584	7,235	8,996	10,955
其他收入及(支出)	(1,035)	46	794	865	923
财务费用	(681)	(632)	(661)	(657)	(652)
附属公司、合资公司及联营公司收入	748	904	1,234	1,518	1,838
税前利润	3,718	5,902	8,602	10,722	13,065
所得税	(984)	(1,208)	(1,695)	(2,209)	(2,807)
税后利润	2,733	4,695	6,907	8,513	10,258
少数股东权益	(460)	(547)	(839)	(1,035)	(1,246)
净利润	2,273	4,148	6,068	7,478	9,012
非核心项目调整	1,443	327	0	0	0
核心净利润	3,716	4,475	6,068	7,478	9,012
利息折旧及摊销前利润	5,598	6,544	8,312	10,255	12,400
基本每股收益(港元)	0.67	0.46	0.85	1.22	1.43
摊薄每股核心收益(港元)	0.75	0.91	1.14	1.41	1.69
每股股利(港元)	0.19	0.25	0.37	0.43	0.51

财务比率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
年成长率(%)					
收入	(6.9)	8.5	28.9	26.2	22.0
利息折旧及摊销前利润	17.8	16.9	27.0	23.4	20.9
营运利润	21.0	19.2	29.6	24.3	21.8
核心净利润	11.9	20.4	35.6	23.2	20.5
摊薄每股核心收益	16.1	21.8	25.1	23.2	20.5
每股股息	20.5	28.5	46.5	17.5	18.8
利润率(%)					
毛利率	24.5	26.2	26.0	25.9	26.0
利息折旧及摊销前利率	19.0	20.5	20.1	19.7	19.5
息税前利率	15.9	17.5	17.5	17.3	17.3
净利率(核心净利润)	12.6	14.0	14.7	14.4	14.2
实际税率(%)	33.2	24.2	23.0	24.0	25.0
营运费用占收入比率(%)	8.6	8.7	8.4	8.6	8.7
利息覆盖率(x)	6.9	8.8	10.9	13.7	16.8
股息支付率(%)	25.7	27.8	30.0	30.0	30.0
资本净负债比率(%)	80.3	79.0	61.5	40.1	29.4
总资本净负债比率(%)	44.5	44.1	38.1	28.6	22.7
流动比率(x)	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
财务杠杆比率(x)	2.9	3.0	2.8	2.5	2.3
息税前利率(%)	14.9	20.4	22.5	21.9	21.6
利息负担(x)	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0
税率负担(x)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
股本收益率(%)	12.5	21.6	26.8	25.9	24.6
资本回报率(%)	8.5	12.8	16.7	18.3	19.5

公司報告

華潤燃氣 (1193 HK)

穩定但平淡

- 華潤燃氣的燃氣銷售高度集中在成熟市場，而在煤改氣的需求最為強勁的華北地區的业务却較少，
- 隨著燃氣銷售和接駁業務穩步增長，我們預計華潤燃氣於2017-2019年的經常性每股盈利複合年增長率為14%，為同業中最低
- 首次覆蓋，給予中性評級，目標價28.2港元。鑒於增長前景溫和，股價已達合理水平

首次覆蓋華潤燃氣，給予中性評級

我們根據貼現現金流所得的目標價為28.2港元，意味潛在虧損空間為1%。基於其3年經常性每股盈利複合年增長率為14%，現價相當於2018年預測市盈率14.4倍，（同業的2018年預測市盈率為12.6倍-16.7倍，及3年經常性每股盈利複合年增長率為18-23%），我們認為其估值已經充份反應。

溫和性增長

由於大型併購機會較少，我們認為華潤燃氣的增長是來自內涵式增長。與同業相比，公司在成熟市場的业务比例較高，但在煤改氣需求推動下快速增長的市場中滲透率較低。我們預計2017-19年城市燃氣銷量的複合年增長率將達18%，低於中國燃氣的26%和新奧能源的21%。儘管管理層預計未來兩年的燃氣銷售的單位利潤將保持穩定，但在競爭加劇的情況下，我們謹慎地估計在2018-19年每年每立方米燃氣銷售的單位利潤將收窄0.01-0.02元人民幣。

接駁業務穩定

華潤燃氣對農村燃氣項目的態度謹慎，接駁費收入主要來自現有項目。過去兩年新增接駁數量的增長保持穩定在高單位數。公司指引未來三年的增長趨勢類同。

催化劑與主要風險

主要上行風險是燃氣需求增強，以及由於競爭加劇導致燃氣銷售的單位利潤擠壓較輕。主要下行風險包括燃氣銷售低於預期，以及在冬季無法將增加的成本轉嫁給終端用戶。

盈利預測及估值

12月31日(百萬港元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
營業額	32,834	32,916	37,917	44,036	49,855
毛利	9,999	11,184	11,916	13,434	14,981
報告淨利潤	2,838	3,289	3,896	4,416	4,960
經常性淨利潤	2,838	3,289	3,896	4,416	4,960
經常性的每股收益(港元)	1.30	1.51	1.75	1.99	2.23
市盈率(x)	21.9	18.9	16.3	14.4	12.8
市淨率(x)	3.7	3.6	3.1	2.7	2.4
股息率(%)	1.2	1.5	1.9	2.3	2.8
ROE(%)	17.2	18.9	20.4	20.2	19.9
淨負債率(%)	18.2	10.9	7.9	Net cash	Net cash

資料來源：公司資料、招商證券(香港)預測

蔡雯 蕭俊豪
852-3189 6268 852-3189 6395
scullytsoi@cmschina.com.hk ericsiu@cmschina.com.hk

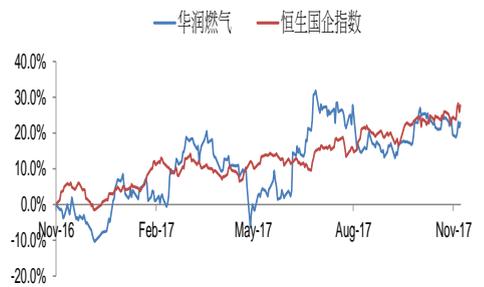
首次覆蓋

中性

股價 HK\$28.55

12個月目標價(上漲空間) HK\$28.20 (-1%)

股價表現



資料來源：彭博

%	1m	6m	12m
1193 HK	(2.1)	18.6	27.2
HSCEI	3.6	5.5	21.6

行業：石油石化

恒生指數	29,866
國企指數	11,908

重要數據

52周股價區間(港元)	20.85-31.8
港股市值(百萬港元)	63,496
日均成交量(百萬股)	3.65
每股淨資產(港元)	7.99

主要股東

CRH Gas Ltd.	63.3%
Capital Group Companies Inc.	7.9%
Sun Life Financial Inc.	2.0%
JP Morgan Chase & Co.	1.6%
已發行股數(百萬股)	2,224
自由流通量(百萬股)	802

财务预测表

资产负债表

12月31日(百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
固定资产	22,717	24,059	25,604	27,846	29,707
附属公司、合资公司及联营公司	11,947	10,892	11,161	11,491	11,843
商誉及其他无形资产	2,132	2,156	2,148	2,166	2,166
递延税项资产	190	210	209	211	211
其他	2,559	2,388	2,200	2,101	1,995
非流动资产总额	39,546	39,704	41,321	43,815	45,922
库存	571	413	572	673	767
应收贸易及票据账款	4,016	4,454	5,232	6,077	6,880
预付、按金款项及其他	3,353	3,566	4,777	5,725	6,431
现金	10,802	9,576	10,626	14,552	17,488
其他	1,609	1,961	4,012	2,249	2,226
流动资产总额	20,351	19,971	25,220	29,277	33,792
资产总额	59,896	59,675	66,541	73,091	79,714
应付贸易及票据账	4,692	4,969	5,980	6,977	7,951
应计费用和其他应付账	7,749	5,605	7,020	8,262	9,416
客户欠款	8,168	11,163	11,802	12,548	13,140
银行贷款	4,220	3,139	3,432	3,432	3,432
债券、认股证及债权证	0	0	0	0	0
其他	594	540	535	531	528
流动负债总额	25,423	25,416	28,770	31,751	34,467
银行贷款	4,971	3,302	3,609	3,609	3,609
债券、认股证及债权证	5,709	5,726	5,726	5,726	5,726
其他	1,306	1,526	1,461	1,414	1,359
非流动负债总额	11,986	10,554	10,796	10,750	10,695
负债总额	37,409	35,970	39,566	42,501	45,162
总净资产总额	22,487	23,705	26,975	30,591	34,552
股本	222	222	222	222	222
储备	16,787	17,546	20,204	23,129	26,315
股东权益总额	17,009	17,768	20,427	23,351	26,537
少数股东权益	5,478	5,937	6,549	7,239	8,015
总权益	22,487	23,705	26,975	30,591	34,552
净现金/(付债)	(4,098)	(2,592)	(2,141)	1,785	4,720
每股净资产(港元)	7.65	7.99	9.18	10.50	11.93

现金流量表

12月31日(百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营运利润	4,209	5,307	5,674	6,404	7,195
折旧和摊销	1,044	1,288	1,409	1,548	1,638
营运资金变化	1,230	1,941	(436)	(506)	(573)
其他	500	483	715	476	666
已付税款	(1,294)	(1,654)	(1,777)	(2,006)	(2,251)
经营活动所得现金	5,690	7,365	5,586	5,915	6,674
资本开支	(3,523)	(3,263)	(3,000)	(3,500)	(3,430)
其他	2,790	390	3,826	3,430	1,892
投资活动所得现金	(733)	(2,873)	826	(70)	(1,538)
发行/回购股份	(652)	(827)	(1,065)	(1,322)	(1,585)
股息支付	3	(2,654)	598	0	0
其他	(731)	(1,751)	(819)	(551)	(568)
融资活动所得现金	(1,380)	(5,232)	(1,286)	(1,873)	(2,154)
现金变更净值	3,577	(740)	5,126	3,972	2,982
调整	(328)	(435)	0	0	0
期初余额	7,553	10,751	5,501	10,580	14,506
期末余额	10,802	9,576	10,626	14,552	17,488
自由现金流	2,167	4,102	2,586	2,415	3,244

损益表

12月31日(百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	32,834	32,916	37,917	44,036	49,855
销售成本	(22,835)	(21,732)	(26,001)	(30,602)	(34,874)
毛利	9,999	11,184	11,916	13,434	14,981
销售和分销成本	(3,126)	(3,413)	(3,598)	(4,069)	(4,535)
行政费用	(2,663)	(2,464)	(2,644)	(2,961)	(3,251)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(5,790)	(5,877)	(6,242)	(7,030)	(7,786)
营运利润	4,209	5,307	5,674	6,404	7,195
其他收入及(支出)	430	416	471	465	456
财务费用	(288)	(306)	(268)	(237)	(205)
附属公司、合资公司及联营公司收入	961	772	1,139	1,304	1,466
税前利润	5,311	6,189	7,015	7,937	8,912
所得税	(1,508)	(1,751)	(1,880)	(2,122)	(2,383)
税后利润	3,803	4,438	5,135	5,814	6,529
少数股东权益	(965)	(1,148)	(1,239)	(1,398)	(1,569)
净利润	2,838	3,289	3,896	4,416	4,960
非核心项目调整	0	0	0	0	0
核心净利润	2,838	3,289	3,896	4,416	4,960
利息折旧及摊销前利润	5,253	6,595	7,083	7,951	8,833
基本每股收益(港元)	1.30	1.51	1.75	1.99	2.23
摊薄每股核心收益(港元)	1.30	1.51	1.75	1.99	2.23
每股股利(港元)	0.33	0.44	0.56	0.67	0.80

财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
年成长率(%)					
收入	14.3	0.3	15.2	16.1	13.2
利息折旧及摊销前利润	14.7	25.5	7.4	12.3	11.1
营运利润	15.9	26.1	6.9	12.9	12.4
核心净利润	11.1	15.9	18.4	13.3	12.3
摊薄每股核心收益	11.0	15.9	15.9	13.3	12.3
每股股利	32.0	33.4	26.4	20.5	19.0
利润率(%)					
毛利率	30.5	34.0	31.4	30.5	30.0
利息折旧及摊销前利率	16.0	20.0	18.7	18.1	17.7
息税前利率	12.8	16.1	15.0	14.5	14.4
净利润率(核心净利润)	8.6	10.0	10.3	10.0	9.9
实际税率(%)	34.7	32.3	32.0	32.0	32.0
营运费用占收入比率(%)	17.6	17.9	16.5	16.0	15.6
利息覆盖率(x)	14.6	17.4	21.2	27.1	35.1
股息支付率(%)	25.3	29.1	31.8	33.8	35.8
资本净负债比率(%)	18.2	10.9	7.9	Net cash	Net cash
总资本净负债比率(%)	15.4	9.9	7.4	Net cash	Net cash
流动比率(x)	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
财务杠杆比率(x)	3.6	3.4	3.3	3.2	3.1
息税前利率(%)	17.1	19.7	19.2	18.6	18.3
利息负担(x)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
税率负担(x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
股本收益率(%)	17.2	18.9	20.4	20.2	19.9
资本回报率(%)	15.1	17.6	19.2	20.6	22.7

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

公司报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

新奥能源 (2688 HK)

估值便宜, 推荐买入

- 新奥能源在受到煤转气推动而快速增长的市场涉足广泛
- 在强劲的天然氣銷售業務支撐下, 我們預計2017-19年度新奥能源的經常性每股盈利年复合增长率为18%
- 首次覆盖给予买入评级, 目标价66.0港元。公司的2018年度预测市盈率较其5年历史平均水平有11%的折让幅度, 估值不贵

我们首次覆盖新奥能源给予买入评级

我们根据现金流量贴现法计算得出的目标价为66.0港元, 对应13%的上升空间。3年经常性每股盈利年复合增长率为18%, 而公司2018年度预测市盈率为12.6倍, 较其14.2倍的5年历史平均市盈率折让11%, 估值不贵。

在快速增长的市场覆盖广泛

由于政府推动煤改气, 我们看到河北、河南和山东的天然氣需求增长强劲。2016年, 新奥能源在这三个省份运营了49个项目, 其售气量占公司总体售气量的38%。受惠于其优越的地理覆盖, 我们预计2017-19年新奥能源的城市天然氣銷量将以21%的年复合增长率增长。

重点发展综合能源业务

新奥能源过去几年一直积极发展综合能源解决方案业务。借助其覆盖300多个工业区的优势, 公司目标每年获得10-15个项目, 并且雄心勃勃, 计划在5年时间内实现将该项业务的营收达到占公司总收入50%的目标。管理层预计综合能源业务将成为长期盈利驱动的因素。

催化剂/主要风险

近期的催化剂包括: 1) 综合能源项目的扭亏快于预期; 2) 于公布2017年度业绩时提高派息率; 以及3) 天然氣需求愈发强劲。主要的下跌风险包括: 1) 美国液化天然氣業務長期表現不佳; 2) 市場自由化導致利潤率進一步收縮; 以及3) 冬季無法將上升的成本轉移至終端用戶。

盈利预测及估值

12月31日(百万人民币元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	32,063	34,121	44,336	54,475	64,207
毛利	6,866	7,350	8,057	9,212	10,282
报告净利润	2,036	2,151	3,061	4,278	4,897
经常性的净利润	2,736	3,212	3,719	4,278	4,897
经常性的每股收益(港元)	2.53	2.76	3.20	3.95	4.52
市盈率(x)	19.7	18.0	15.6	12.6	11.0
市净率(x)	4.0	3.6	3.2	2.7	2.3
股息率(%)	1.3	1.5	1.8	2.1	2.5
ROE(%)	15.9	15.1	19.1	23.0	22.3
净负债率(%)	51.1	52.0	43.3	31.8	21.4

资料来源: 公司资料、招商證券(香港)预测

蔡雯 萧俊豪
852-3189 8628 852-3189 6395
scullytsoi@cmschina.com.hk ericsiu@cmschina.com.hk

首次覆盖

买入

股价	HK\$58.65
12个月目标价(上涨空间)	HK\$66.00 (+13%)

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
2688 HK	(0.3)	46.0	77.9
HSCEI	3.6	5.5	21.6

行业: 石油石化	
恒生指数	29,866
国企指数	11,908
重要数据	
52周股价区间(港元)	30.4-60.2
港股市值(百万港元)	63,496
日均成交量(百万股)	3.08
每股净资产(港元)	14.64
主要股东	
ENN ENERGY Group INTL. Investment	30.4%
Capital Group Companies Inc.	12.0%
Commonwealth Bank of Australia	7.0%
JP Morgan Chase & Co.	5.9%
已发行股数(百万股)	1,083
自由流通量(百万股)	753

财务预测表

资产负债表

12月31日(百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
固定资产	21,121	22,297	24,808	27,287	29,682
附属公司、合资公司及联营公司	4,834	5,054	5,493	6,001	6,590
商誉及其他无形资产	2,206	1,675	1,578	1,480	1,383
递延税项资产	582	745	745	745	745
其他	6,419	7,770	7,227	7,146	7,103
非流动资产总额	35,162	37,541	39,851	42,659	45,502
库存	404	515	698	871	1,037
应收贸易及票据账款	1,096	1,510	2,039	2,560	3,082
预付、按金款项及其他	1,982	2,945	3,990	4,957	5,907
现金	7,454	7,515	12,000	9,209	10,362
其他	921	1,355	1,362	1,367	1,374
流动资产总额	11,857	13,840	20,089	18,964	21,762
资产总额	47,019	51,381	59,940	61,624	67,264
应付贸易及票据账	1,651	2,237	2,902	3,576	4,206
应计费用和其他应付账	5,482	6,086	7,405	8,967	10,441
银行贷款	2,600	3,944	3,944	3,944	3,944
债券、认股证及债权证	4,054	700	3,515	2,500	0
其他	5,621	5,374	5,373	5,105	4,902
流动负债总额	19,408	18,341	23,139	24,092	23,493
应付税款	706	732	732	732	732
银行贷款	836	197	197	197	197
债券、认股证及债权证	8,190	11,950	13,115	10,117	12,171
其他	2,490	3,039	3,246	3,450	3,650
非流动负债总额	11,516	15,186	16,558	13,764	16,018
负债总额	30,924	33,527	39,697	37,856	39,511
总净资产总额	16,095	17,854	20,243	23,768	27,753
股本	113	112	112	112	112
储备	13,355	14,854	16,948	20,071	23,597
股东权益总额	13,468	14,966	17,060	20,183	23,709
少数股东权益	2,627	2,888	3,183	3,585	4,043
总权益	16,095	17,854	20,243	23,768	27,753
净现金(付债)	(8,226)	(9,276)	(8,771)	(7,549)	(5,950)
每股净资产(人民币)	12.44	13.83	15.75	18.63	21.88

现金流量表

12月31日(百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营运利润	4,183	4,644	5,377	6,384	7,304
折旧和摊销	956	969	1,089	1,222	1,323
营运资金变化	481	751	(595)	(732)	(862)
其他	303	454	519	932	924
已付税款	(1,207)	(1,452)	(1,548)	(1,770)	(2,020)
经营活动所得现金	4,716	5,366	4,841	6,036	6,669
资本开支	(2,514)	(3,049)	(3,600)	(3,700)	(3,719)
其他	(4,249)	(439)	1,738	1,823	1,891
投资活动所得现金	(6,763)	(3,488)	(1,862)	(1,877)	(1,827)
发行/回购股份	(16)	(29)	0	0	0
股息支付	(709)	(705)	(802)	(967)	(1,155)
净债务变化	597	452	3,980	(4,013)	(446)
其他	(890)	(1,454)	(1,320)	(1,618)	(1,736)
融资活动所得现金	(1,018)	(1,736)	1,858	(6,598)	(3,337)
现金变更净值	(3,065)	142	4,837	(2,439)	1,505
调整	16	18	0	0	0
期初余额	10,503	7,355	7,163	11,648	8,857
期末余额	7,454	7,515	12,000	9,209	10,362
自由现金流	2,202	2,317	1,241	2,336	2,950

损益表

12月31日(百万人民币)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
收入	32,063	34,121	44,336	54,475	64,207
销售成本	(25,197)	(26,771)	(36,279)	(45,263)	(53,925)
毛利	6,866	7,350	8,057	9,212	10,282
销售和分销成本	(500)	(534)	(630)	(702)	(765)
行政费用	(2,183)	(2,172)	(2,050)	(2,126)	(2,213)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(2,683)	(2,706)	(2,680)	(2,827)	(2,978)
营运利润	4,183	4,644	5,377	6,384	7,304
其他收入及(支出)	(446)	(536)	(52)	659	663
财务费用	(405)	(484)	(453)	(487)	(486)
附属公司、合资公司及联营公司收入	695	571	720	832	965
税前利润	4,027	4,195	5,592	7,389	8,446
所得税	(1,306)	(1,307)	(1,548)	(1,770)	(2,020)
税后利润	2,721	2,888	4,044	5,618	6,426
少数股东权益	(685)	(737)	(982)	(1,340)	(1,529)
净利润	2,036	2,151	3,061	4,278	4,897
非核心项目调整	700	1,061	658	0	0
核心净利润	2,736	3,212	3,719	4,278	4,897
利息折旧及摊销前利润	5,139	5,613	6,466	7,606	8,627
基本每股收益(人民币)	1.88	1.99	2.83	3.95	4.52
摊薄每股核心收益(人民币)	2.53	2.76	3.20	3.95	4.52
每股股利(人民币)	0.64	0.74	0.89	1.07	1.27

财务比率

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
年成长率(%)					
收入	10.2	6.4	29.9	22.9	17.9
利息折旧及摊销前利润	17.1	9.2	15.2	17.6	13.4
营运利润	14.5	11.0	15.8	18.7	14.4
核心净利润	16.8	17.4	15.8	15.0	14.5
摊薄每股核心收益	25.4	9.4	15.7	23.5	14.5
每股股利	(3.0)	15.6	20.6	19.5	18.7
利润率(%)					
毛利率	21.4	21.5	18.2	16.9	16.0
利息折旧及摊销前利率	16.0	16.5	14.6	14.0	13.4
息税前利率	13.0	13.6	12.1	11.7	11.4
净利率(核心净利润)	8.5	9.4	8.4	7.9	7.6
实际税率(%)	39.2	36.1	31.8	27.0	27.0
营运费用占收入比率(%)	8.4	7.9	6.0	5.2	4.6
利息覆盖率(x)	10.3	9.6	11.9	13.1	15.0
股息支付率(%)	25.2	25.0	26.0	27.0	28.0
资本净负债比率(%)	51.1	52.0	43.3	31.8	21.4
总资本净负债比率(%)	33.8	34.2	30.2	24.1	17.7
流动比率(x)	0.6	0.8	0.9	0.8	0.9
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
财务杠杆比率(x)	3.5	3.5	3.5	3.3	2.9
息税前利率(%)	13.8	13.7	13.6	14.5	13.9
利息负担(x)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
税率负担(x)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
股本收益率(%)	15.9	15.1	19.1	23.0	22.3
资本回报率(%)	13.9	12.4	15.5	19.8	20.9

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cms/hk/disclosure.html> 或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照，并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外，招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料，但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险，且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828