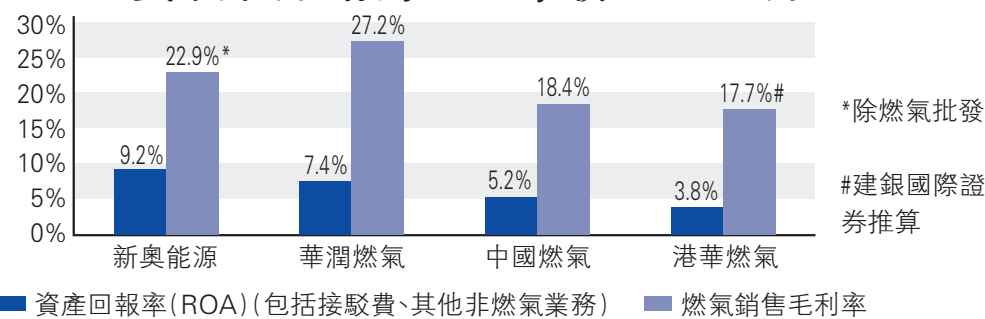


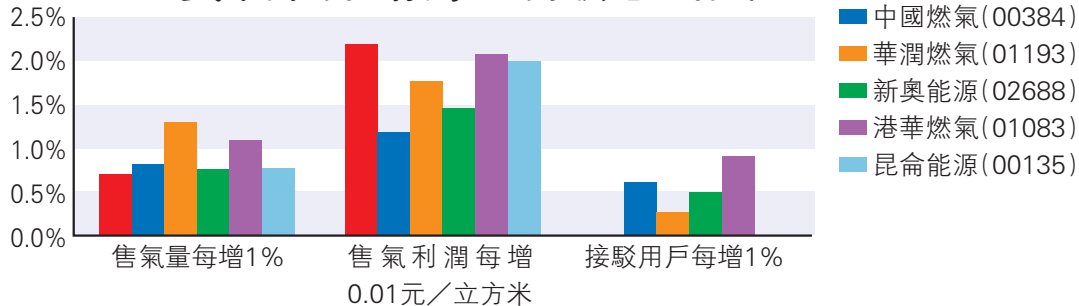
根據《能源發展「十三五」規劃》，到二〇二〇年，天然氣佔全國一次能源消費比重將由百分之六提高至百分之十



## 主要燃氣分銷商2016年收入及盈利



## 主要燃氣分銷商盈利敏感測試



# 回報設限 燃氣股盈利影響微



▲德銀認為新奧燃氣有兩大不可忽視的業務優勢



▲分銷商認為，6%收益率上限，有礙行業發展

## 新奧工商用戶利潤料受壓

新奧能源 (02688) 首席財務官周天白早前出席分析員會議時，披露了首季營運數據。據申萬宏源引述周天白表示，新奧能源首季零售燃氣銷售按年上升15%至20%，高於全國同期10%的銷售增幅。細分不同客戶群，新奧能源首季居民用氣銷售增加超過20%，工商業用氣銷售增加超過15%，主要得益於內地嚴格執行環保政策，令到天然氣消費明顯提高。申萬宏源預期，新奧能源第二季零售燃氣銷售增幅約20%。新奧能源今年全年目標燃氣銷售增長15%。

新奧能源維持今年燃氣銷售毛利0.7-0.72元人民幣/立方米，低於去年的0.73元人民幣/立方米。該公司解釋稱，為吸引工商業用戶轉換用天然氣，而需要調低銷售價格。新奧能源希望「十三五」期間售氣毛利能夠穩健在0.7元人民幣/立方米水平。另外，就液化天然氣 (LNG) 業務，隨着天然氣重卡銷售有轉旺趨勢，新奧能源預期今年銷售增幅介乎15%至20%，2016年為增加12%。

德銀認為新奧能源有兩大投資賣點：第一，該公司沿海地區擁有較多項目，其次是

氣源供應多元化。德銀稱，新奧能源今年首四個月燃氣銷售錄得高雙位數 (high-teen) 增長，這得益於該公司在一些積極推行「氣代煤」的地區 (如河北、華東) 擁有較多城市管道項目。

不過，新奧能源面臨不少經營風險，包括燃氣銷售業務的毛利率受壓。德銀估計於2017年至2019年間，該公司對工商用戶的毛利會下降0.08元人民幣/立方米。德銀亦關注新奧能源在北美業務的經營前景，預期2017年至2018年虧損情況有可能逐步收窄。

### 新奧能源 (02688) 目標價

證券行	評級	目標價 (元)
申萬宏源	買入	52.35
德銀	買入	49.80
滙豐環球	買入	47.00
美銀美林	跑輸大市	40.00
里昂	買入	47.00
大和	買入	47.73

## 潤燃潛在政策風險高

得益於內地氣代煤的政策方向，華潤燃氣 (01193) 首季燃氣銷售增加18%，滙豐環球引述該公司管理層預期，全年售氣量增加15%，增幅與2016年相同。針對氣代煤政策，華潤燃氣表示，工業用戶用氣量增幅未必可及取暖用戶的增幅，因為前者要改用燃氣所涉及的改裝費用相對較高。

就投資界關注的天津燃氣項目，華潤燃氣相信，項目有望在今年達至收支平衡。天津項目去年虧損擴大至6000萬元人民幣，而虧損原因是當地政府遲遲未發放總額兩億元人民幣款項。因為2015年天津港危化品倉庫爆炸事故後，地方政府財政偏緊。不過，華潤燃氣管理層認為，重慶項目的問題相較天津項目更加難解決。

華潤燃氣預期，今年每方米售氣利潤約為0.7元人民幣，按年持平；新接駁家庭用戶

約300萬，去年約270萬。該公司現時進口液化天然氣佔售氣量比重約8.3%，未來會逐步提高至15%至20%。

滙豐表示，華潤燃氣的業務覆蓋較多大城市，令到其所承受的政策風險較大，包括回報率限制、撤銷接駁費等。

### 華潤燃氣 (01193) 目標價

證券行	評級	目標價 (元)
滙豐環球	持有	25.00
德銀	持有	26.00
美銀美林	跑輸大市	20.00
里昂	買入	28.00
大和	持有	23.20
野村	買入	32.00

## 中燃京津冀業務成亮點

中國燃氣 (00384) 四月初公布與七個京津冀地區城市訂立清潔能源戰略合作框架協議，新簽約50萬戶鄉鎮氣代煤用戶。消息公布當日，中國燃氣股價曾升近一成。德銀最新引述中國燃氣管理層表示，截至四月底，新簽約鎮用戶數目已增至約50萬戶，今年底將開始供氣。

德銀在報告中指出，鄉鎮每戶接駁費約3200元 (人民幣，下同)，高於城市用戶的2500元。為推廣燃氣使用，地方政府會代支接駁費，並且對氣暖爐使用者補貼1000至2900元，再有每立方米0.7至1元的燃氣補貼金。

中國燃氣首季售氣量增加15%，公司管

理層有信心2016/17財年售氣量會有超過13%升幅，新接駁用戶240萬的目標。另外，液化石油氣 (LPG) 今個財年每噸利潤可恢復至400元，2015/2016財年為320元。

德銀稱，中國燃氣覆蓋較多內陸城市，售氣價格、利潤率都低於沿海地區，故受到政策影響亦較小。

### 中國燃氣 (00384) 目標價

證券行	評級	目標價 (元)
德銀	買入	14.50
美銀美林	跑輸大市	10.00
野村	買入	14.50

國家發改委最新發出意見稿，建議把天然氣下游銷售業務的收益率設定為6%。意見稿曝光後，投資者憂慮燃氣分銷公司的盈利會出現大倒退，遂爭相拋售燃氣股，個別股份跌幅超過一成。然而，燃氣分銷商普遍認為，6%收益上限雖低，但對公司盈利影響不大；更重要的是，接駁費未包含在收益上限內。證券界相信，經過燃氣分銷商討價還價後，最終設定回報率有望高於6%。

## 悠閒理財 >>>

大公報記者 劉鑛豪

根據發改委公布《關於加強配氣價格監管推進非居民用氣銷售價格改革的指導意見 (徵求意見稿)》提出，城市管道燃氣的配氣價格須依照准許成本加合理收益而制定，准許收益率原則上不得超過有效資產稅後收益率 (ROA) 6%。

雖然這僅僅是徵求意見稿，但足以令到本地燃氣股大地震，華潤燃氣 (01193)、新奧能源 (02688) 股價跌超過一成。

對於發改委今次提出6%准許收益率建議，證券界並未感到意外。因為湖北省今年二月份便提出類似諮詢文件。德銀五月初發表報告警告，內地監管部門未來數個月會陸續公布不同的天然氣相關政策。由於政策目的是降低售氣價格，提高天然氣消費量；故此，消費量的增加，對下游的燃氣分銷公司屬於正面事件。

### 意見稿有三大關注點

投資市場對今次意見稿有三個關注點：第一，燃氣股的售氣利潤會否受壓；第二，計算收益率的資產是否包含接駁費；第三，6%收益率上限是否否鐵板一塊，無商討空間。

首先是盈利影響面。新奧能源向證

券界透露，若剔除一次性損益及包含接駁費，2016年度ROA約為7.9%。按照內部推算，監管部門一旦嚴格執行6%准許上限，對該公司的盈利影響不會多於5%。華潤燃氣表示，撇除接駁費，旗下燃氣項目平均資產回報率約4%。

中國燃氣 (00384) 則指出，該公司整體ROA約7%至8%；撇除液化石油氣 (LPG)、廚具銷售業務，ROA則降至6%；撇除接駁費，售氣業務的ROA僅3%至4%。該公司管理層強調，現時沒有任何一個燃氣分銷項目的ROA超過6%。

其次是接駁費是否包含在准許收益上限的資產內。中國燃氣表示，經過與中國城市燃氣協會了解，發改委提出的資產收益率上限建議，應該不包含接駁費。因為接駁費若包含在「資產」內，燃氣分銷商開闢新用戶的積極性必定會受到削弱，在成熟的城市供氣項目尤其如此，這不利天然氣消費的普及化。

新奧燃氣同樣指出，按照他們對意見稿的解讀，接駁費不會納入今次利潤管制。即使是納入其內，該公司也會對策略：就是分拆銷售業務、用戶接駁業務為兩間實體公司，從而降低影響，皆因發改委針對的是燃氣銷售環節。

另外，富瑞在研究報告表示，按照有參與發改委舉辦的交流會的燃氣商確認，今次意見稿並不涉及接駁費。

### 最終收益率或會調高

最後是收益率上限是否有調高空間？富瑞認為，由於管道燃氣在全國各地的滲透率不同，成本結構各異，當局很難全國性執行單一收益率上限。另外，內地近年致力推廣天然氣普及使用，若能夠有一個具吸引力的回報率，可以推動私營燃氣分銷商投資。況且，相對中游管道經營商的8%資產收益率上限，發改委今次提出的6%收益率上線顯然偏低。因為下游燃氣分銷涉及大量金錢投資，風險亦較大，所以最終或會向上調高收益率。

瑞信稱，綜合燃氣分銷商的意見，6%的收益率上限似乎是偏低，這將會制約行業未來增長空間。基於現時處於首輪諮詢階段，燃氣分銷商或可以游說監管部門調高准許收益率。

滙豐分析指出，內地三線或以下城市有可能豁免在今次准許收益率的執行範圍內，因為這類城市的燃氣滲透率偏低，地方政府需要提供利好政策以配合天然氣更廣泛使用。



## 氣代煤政策 燃氣分銷商得益

為治理大氣污染，中央政府銳意推廣包括天然氣等清潔能源的消費。大勢所趨，德銀相信，即使燃氣分銷的利潤率遭到壓縮，但天然氣銷量的增長，燃氣分銷商最終都可以得益。

內地天然氣消耗量的提升，並非純粹證券界一廂情願的預期。根據發改委數據，四月份燃氣需求按年增長22%，增幅高於三月份的19%。今年首四個月燃氣需求增長13%。富瑞稱，內地天然氣傳統需求旺季是12月份至翌年2月份，因為正值供暖高峰期。冬季天然氣需求只會增加約6%溫和增長，到春季的需求增幅會擴大至超過20%。今年情況有別於行業慣性，相信是以氣代煤政策所致，使到工業

用氣顯著增加。富瑞表示，對於今年天然氣10%的需求預測，現在看來是過於保守。

瑞信相信，內地天然氣需求將呈現復甦態勢，2017年升幅可能達到中高端雙位數 (mid-to-high teens)。2016年需求增加13%。更重要的是，與天然氣監管相關的政策面會逐漸明朗化。

德銀歸納出四個利好燃氣股的潛在因素：第一，內地積極推進以氣代煤政策，減少居民及工業耗煤量。第二，推進上游天然氣資源改革，增加天然氣供應來源；第三，天然氣門站氣價或會在淡季下調；第四，管道運輸費、分銷費下降。

儘管德銀看好天然氣消費前景，可是關注燃氣銷售利潤率會有向下空間。現時燃氣分銷商普遍表示售氣業務的利潤率趨穩，但德銀相信，於2017年至2019年間，燃氣分銷商向工商用戶供氣的利潤會減少5至8分人民幣/立方米，跌幅約7%至11%，一方面是政策要求，另一方面是爭取大型企業客戶，需要適度下調供氣價格作為誘因。

德銀表示，內地監管部門在未來一段時間會推行與天然氣相關的改革措施，從政策諮詢到落實過程中，燃氣股無可避免受到壓力，因為政策不明朗性，往往使到投資者卻步，而這正正為投資者提供吸納的機會。