



中石油涨价的负面影响被夸大

昨日，在滨海投资业绩会上，公司管理层预期中石油将从4月起将把门站价格上调45%，同时将严格控制气源指标，指标外气量将有大幅加价，未使用指标将被压减。我们认为在现有政策框架下，这种大幅涨价计划不具备落实的可能，且过于夸大了实际影响。另一方面，去年下半年以来市场较为关注燃气行业的风险情况，我们预计该消息或对市场造成一定扰动，但无碍优质公司的基本面情况，并可能创造良好的买入时机。

报告摘要

中石油涨价动机较为明确。近期市场传言国家管网公司即将在近期成立，我们认为中石油计划上调门站价格主要为了在国家管网公司正式成立前为天然气上游及下游业务争取更好的价格条件，以应对管网资产剥离后对天然气业务整体盈利性造成的冲击。此外，由于2017年冬季“气荒”，2018年冬季中石油中海油为保障供应采购了较多LNG现货，而实际市场价格较为平淡，导致亏损；因此，中石油也有意向提高门站价格以弥补去年的亏损。从这两方面看，我们认为中石油涨价计划动机较为明确。

中石油涨价计划难以获得政府支持。其一，2015年，中央政府提出“三去一降一补”的政策，把降低电力价格作为帮助企业降低成本的重要手段。2019年的政府工作报告中，李克强总理进一步提出降低制造业用电成本、一般工商业平均电价再降低10%。在此背景下，如将天然气价格上调45%将对燃气发电企业造成极高负担，将导致中央施政方针直接落空。其二，国家管网公司成立的目的在于压减管输环节收费、并引入第三方廉价气源，最终目的在于降低终端气价，鼓励天然气渗透率的提升，这与中石油的涨价计划方向截然相反。其三，从地方政府层面看，在经济增长压力较大的情况下，燃气价格大幅上升将进一步增加工商业企业经营成本，对地方经济增速产生较大的负面影响。因此，我们认为中石油的涨价计划较难获得中央和地方政府的支持。

中石油可能将非居民门站价上调20%。在难以获得新的行政审批的背景下，中石油的涨价计划仅能在现有政策框架内执行。目前，中石油进行冬季非居民门站价调价的政策依据是发改委2015年发布的《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推进价格市场化改革的通知》（发改价格〔2015〕2688号）。该政策允许天然气供需双方从2016年11月20日开始，可以基准门站价格为基础，在上浮20%、下浮不限的范围内协商确定具体门站价格。因此我们预测中石油可能实现的涨价方案是将非居民门站价格上调20%，而这一方案并不需要中央和地方价格主管部门的批准。我们了解到目前部分城市确实收到了中石油非居民价格涨价20%的通知，但范围有限。

合理范围内的价格上涨影响有限。由于去年冬季计划外气量全部参照上海石油天然气交易中心价格，去年实际冬季非居民涨价幅度超过20%，而去年4季度用气量增速并未有显著回落，显示出工商业用户对于合理范围内的气价上涨具有一定的承受能力。对于燃气公司而言，工商业用户售气价格采取发改委备案制，只要上游价格出现调整，下游价格可以在较短时间内实现顺价。因此，合理范围内的价格上涨不会对燃气公司工商业用户的用气量增速和毛差造成显著的负面影响。

关注优质燃气标的。去年下半年以来市场较为关注燃气行业的风险情况，我们预计该消息或对市场造成一定扰动，但无碍优质公司的基本面情况，并可能创造良好的买入时机。建议关注高成长、低估值的燃气标的，重点推荐天伦燃气1600；另外，如发生超预期的气价上涨，建议关注接驳收入占比较高的公司，因其受气价上涨负面影响较小，如天伦燃气1600和中国燃气384。

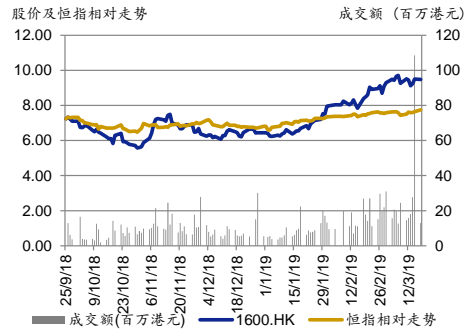
风险提示：气价超预期上涨；用气量增速下滑。

关注股份

天伦燃气 (1600.HK)
中国燃气 (384.HK)

股价表现

天伦燃气 (1600.HK)



中国燃气 (384.HK)



数据来源：彭博、安信国际

王煜 能源行业分析师

+86-21-35082192

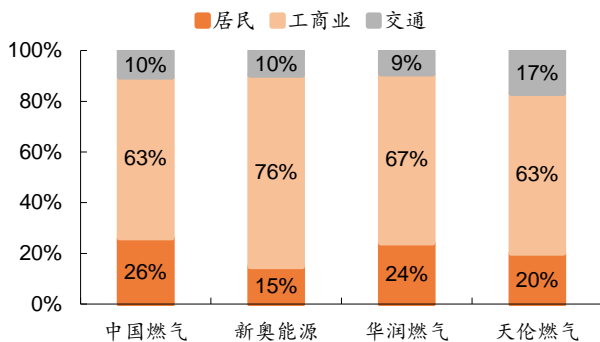
wangyu2@essence.com.cn

表 1: 港股燃气行业上市公司估值对比

股份名称	代码	市值 百万港元	最近报表 年结, Y0	-- 市盈率 (x) --			-- EPS 增长 (%) --			市净率 (x)		股息率 (%)
				Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	Y2f	Y0	Y1f	
中国燃气	384	145,666	03/18	23.3	18.3	15.9	44.7	27.4	15.3	1.6	5.0	4.2
新奥能源	2688	92,506	12/17	27.2	18.1	15.5	30.2	50.1	17.2	1.8	4.5	3.9
华润燃气	1193	75,172	12/17	20.1	16.5	15.1	11.3	21.8	9.5	2.1	3.4	3.0
港华燃气	1083	17,563	12/17	12.5	12.2	11.2	37.5	2.7	9.4	2.6	1.1	1.0
天伦燃气	1600	9,431	12/17	19.9	12.9	7.9	32.3	54.4	62.4	2.1	2.9	2.4

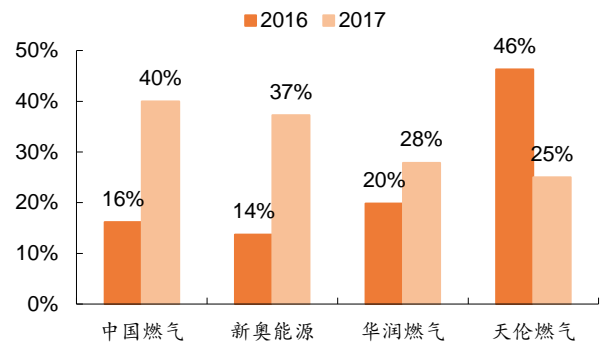
资料来源: Bloomberg, 安信国际

图 1: H 股燃气公司 2017A 工商业售气量占比对比



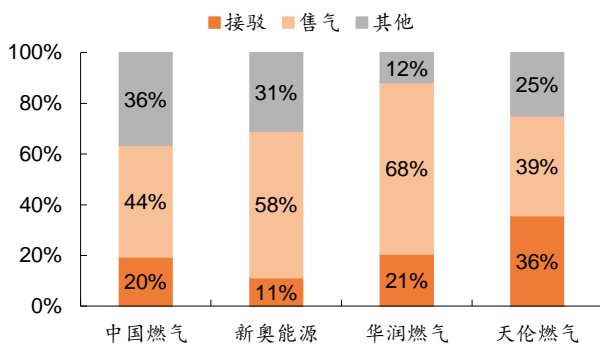
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 2: H 股燃气公司 2016A-2017A 工商业售气量增速对比



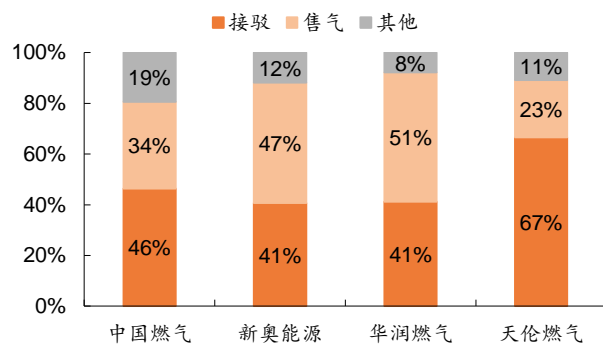
资料来源: 公司资料, 安信国际

图 3: H 股燃气公司 2018E 收入结构对比



资料来源: 公司资料, 安信国际

图 4: H 股燃气公司 2018E 毛利结构对比



资料来源: 公司资料, 安信国际

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给您作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应根据自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓位买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010