

中国燃气公用事业

俄罗斯管道气的到来将改变现有市场局面

苏卡

(852) 3911 8242
christso@ccbintl.com

林学海

(852) 3911 8245
felixlam@ccbintl.com

- ▶ 新的俄罗斯天然气供应将加速 2020-2025 年中国东北地区城市燃气需求增长
- ▶ 更低的俄罗斯管道气采购成本有助城市燃气分销商扩充利润率
- ▶ 中国燃气 (384 HK, 优于大市)、港华燃气 (1083 HK, 优于大市) 为俄气供应到来主题的首选

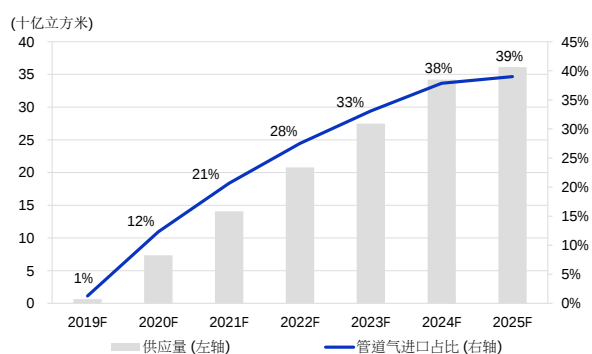
中国东北地区燃气项目将成为新的重要增长点。我们预计，随着 2019 年 12 月初中俄天然气管道东线的投产以及投产后至 2024-2025 年管道利用率的逐渐上升，将有助加速中国东北地区城市燃气销气量的增长。该条管道的设计输气量为每年 380 亿立方米，为期 30 年。在天然气供应更充足的驱动下，我们预计黑龙江、吉林和辽宁三省的天然气整体需求增长将由 2017-2018 年的中至高个位数加速至 2020-2025 年的中至高双位数。我们预计下游城市燃气分销商在东北地区的燃气项目销气量将在未来 5-10 年内录得 20-30% 的年均复合率增长，高于整体天然气需求量的增长。

有竞争力的俄罗斯天然气价格意味燃气公司更高的利润。我们认为，中俄天然气管道东线的进口价是具有竞争力的。俄气的进口价应贴近中亚天然气进口价，约在人民币 1.25-1.45/立方米，并相较其他大部分进口管道气和液化天然气有折让。考虑到液化天然气的运输成本和管道气的运输费后，我们计算出燃气分销商采购俄罗斯管道气的成本在旺季将比采购 500 公里范围内的液化天然气成本低约 33-49%。成本节约意味燃气分销商的销气毛差有望在 2020-2025 年有上行惊喜。

中国燃气、港华燃气为此次俄气到来主题的股票首选。在我们覆盖的下游天然气板块里，我们给予中国燃气 (384 HK)、港华燃气 (1083 HK)、华润燃气 (1193 HK) 和天伦燃气 (1600 HK) 优于大市评级。我们认为这些公司将是中国引进俄罗斯管道气后，享受更低成本、更强劲燃气需求和更高项目回报的重要受益者。中国燃气在中国东北地区拥有以项目数量计算最大的市场份额，港华燃气的净利润则对东北燃气项目销气量和毛差的改善最为敏感。

不高的估值水平及具有多年增长的前景。我们认为中国城市燃气板块的估值目前来说普遍不高。城市燃气分销商 2019 年的市盈率目前为 7-15 倍，接近或低于过去 5 年历史平均值一个标准差。虽然近期市场对天然气需求放缓存在一定担忧，我们认为行业整体的多年结构性增长前景仍旧不变。我们的观点对应的主要行业风险包括低于预期的天然气需求，差于预期的销气毛差收缩，和/或政府对接驳费设置有效的上限。

俄罗斯占管道天然气总进口比例 (%)



* 数据不包含中俄远东天然气管道和中俄天然气管道西线的潜在供应量
资料来源：建银国际证券预测

中国燃气公用事业板块估值

公司	股票代码	市值 (十亿美元)	建银国际评级†	股价 (港元)*	市盈率 (倍)		股本回报率 (%)
					19F	20F	
中国燃气	384 HK	15.6	O	23.50	12.6	10.9	24.9
港华燃气	1083 HK	2.1	O	5.83	10.9	9.8	8.9
华润燃气	1193 HK	10.2	O	36.00	15.5	13.9	20.2
天伦燃气	1600 HK	0.9	O	7.44	6.8	5.5	25.2
新奥能源	2688 HK	10.0	O	69.85	12.8	10.9	22.4

† 建银国际证券评级：O= 优于大市，N= 中性，U= 弱于大市

* 股价截至 2019 年 5 月 20 日

资料来源：彭博，建银国际证券预测

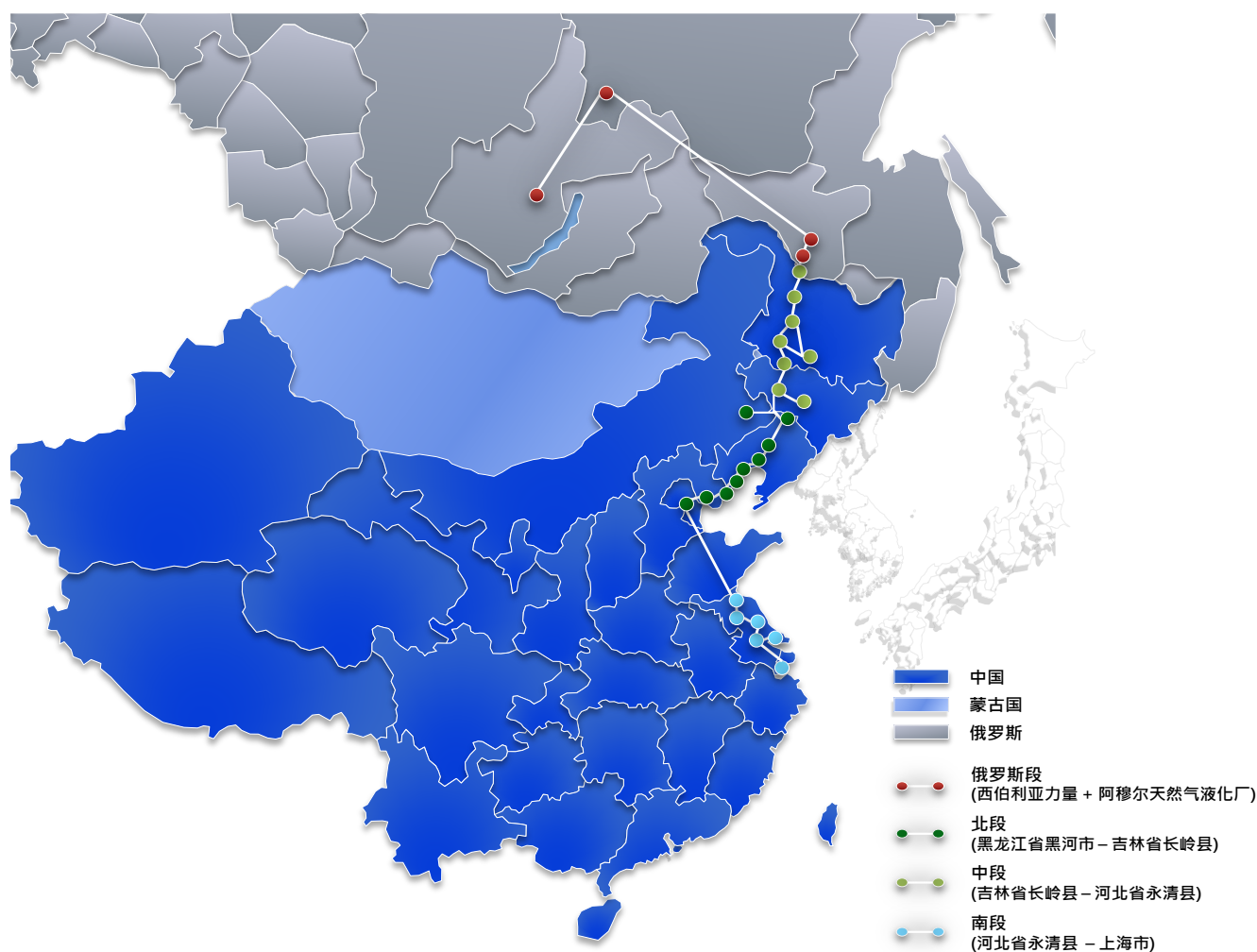
东北地区天然气市场的最后一块空缺

中国和俄罗斯之间的天然气购销合约可以追溯至 2004 年。中国石油天然气集团与俄罗斯天然气工业股份公司达成了两国之间的天然气战略合作协议。2006 至 2013 年之间，两国又相继签署了一些合作备忘录和框架协议。在长达 10 年的协商后，2014 年 5 月，中石油与俄罗斯天然气公司签署了由俄方向中方供应天然气的购销合同，以逐年递增的形式直到供应量达至每年 380 亿立方米。根据合约，俄罗斯天然气公司将自 2018 年起通过中俄天然气管道东线（亦称为“西伯利亚力量”）为中方提供天然气，有效期 30 年。据俄罗斯天然气公司的消息，管道的总投资达到了约 8,000 亿元卢布。

俄罗斯天然气在中国将经过的地区

在中国境内建设的中俄天然气管道东线总长度约为 3,371 公里。管道可分为三个部分，包括北段、中段和南段。北、中、南三段的长度分别约为 1,067 公里、1,110 公里和 1,194 公里。北段的主干线始于黑龙江省黑河市，并延伸至吉林省长岭县。北段包括三个延伸支线，包括长岭县到长春市、明水县到哈尔滨市以及大庆市到哈尔滨市。中段包括吉林省长岭县至河北省永清县，南段则从河北省永清县沿华东沿海地区延伸直至上海市。

中俄天然气管道东线路线图



资料来源：建银国际证券

关于俄罗斯管道气开始供应的时间点

根据 2014 年签署的协议，俄罗斯向中国供应天然气将于 2018 年开始，并自开始日期起持续 30 年。据 2017 年俄罗斯天然气公司与中石油之间的补充协议，天然气供应的时间将推迟至 2019 年 12 月 20 日，第一期供应量则达到 80 亿立方米/年。考虑到中国逐年增长的天然气需求及欧洲对俄罗斯能源依赖的慢慢减少，俄方与中方皆同意提前俄罗斯对中国的天然气输送。据俄罗斯天然气公司 2019 年 2 月的最新声明，中俄天然气管道东线将于 2019 年 12 月 1 日开始向中国供应天然气。目前俄罗斯境内分段的建设已接近完工，而至中国境内黑龙江省内的管道将于 2019 年 4 月底完工。中俄天然气管道东线北段将于 2019 年 10 月至 11 月开始试运行。

中俄天然气管道东线的天然气来源及其他俄罗斯天然气供应计划

中俄天然气管道东线的气源主要来自于俄罗斯东部的伊尔库茨克州科维克金气田和恰扬达气田。科维克金气田拥有俄罗斯东部最大的天然气储量，包括 2.7 万亿立方米天然气储量及每年 250 亿立方米的天然气设计产能。恰扬达气田则拥有 1.4 万亿立方米天然气储量和每年 250 亿立方米的天然气设计产能。俄方每年向中国供应的 380 亿立方米天然气将占两个气田 500 亿立方米天然气总产量的约 76%。

除了即将投入运营的中俄天然气管道东线外，中国和俄罗斯同时也制定了其他天然气合作计划，包括建设中俄远东天然气管道（年设计输气量 280 亿立方米）、亚马尔液化天然气项目（年设计 1750 万吨）、北极液化天然气 2 号项目（年设计 2000 万吨），以及潜在的中俄天然气管道西线（年设计输气量 300 亿立方米）。

俄罗斯天然气进口具战略意义

包括与俄罗斯签署的天然气管道东线合同在内，中国已在全球签署了五份长期管道天然气进口合同。另外四份天然气进口协议分别与土库曼斯坦、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦和缅甸先后签订，合同期限普遍约为 30 年。中俄天然气管道东线是目前所有长期管道天然气进口合同中供应体量最大的一个。中俄天然气管道东线建成后，将成为中国以单线计最长的天然气管道。

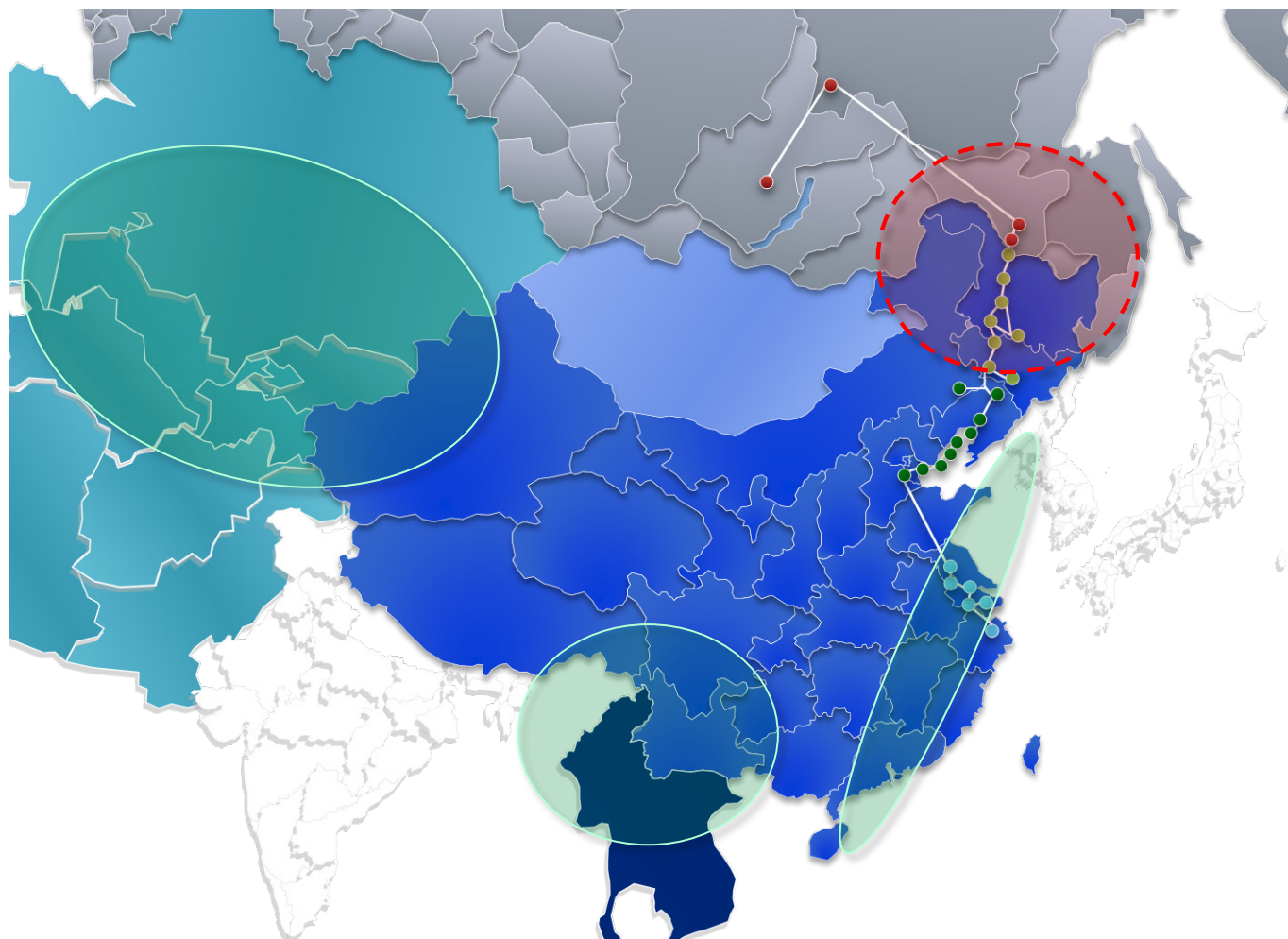
由于中国的西北和西南部已获得中亚和缅甸的管道天然气资源，而东部地区亦取得面向全球的进口液化天然气供应，俄罗斯管道气的进口将有助中国满足其在东北其余地区的天然气需求。

中国管道气的长期合约比较

国家	承诺年供应量 (10 亿立方米)	总长度 (境内段) (公里)	期限 (年)
土库曼斯坦	30	中亚 A-C 段总共: 5,496	30
哈萨克斯坦	10		5
乌兹别克斯坦	10		3
缅甸	12	1,727	30
俄罗斯	38	3,371	30

资料来源：中石油、国务院、国家商务部

俄罗斯管道气的进口填补了中国东北地区的天然气资源缺口



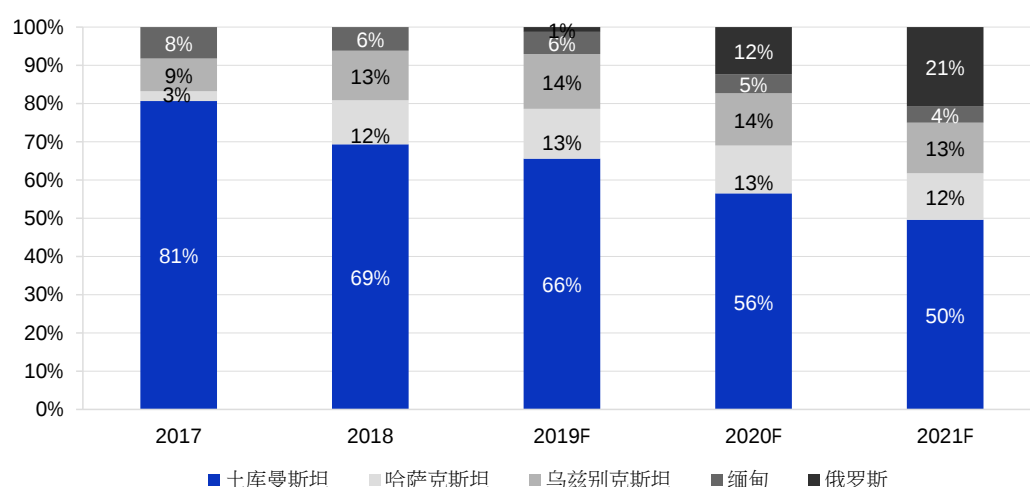
资料来源：建银国际证券

与现有气源相比俄气价格优势明显

俄气进口有助改善天然气供应的稳定性并降低进口天然气平均成本

土库曼斯坦目前是中国大部分进口管道气的来源地，供应量为每年 300 亿立方米。过去五年里，土库曼斯坦占中国总进口管道气气量的 63-95%（2016 年 8 月除外）。随着中俄天然气管道东线的成功投产及管道利用率的逐步攀升，俄罗斯将成为中国最大的天然气供应国。俄罗斯天然气的供应对中国实现天然气资源的多样化和减少对土库曼斯坦的管道气依赖性具有重要战略意义；土库曼斯坦曾在 2018 年初中国面临天然气供应紧张局面的期间，中断了对中国的天然气供应。

按国家分列年度平均管道气进口量占比



资料来源：中国海关，建银国际证券预测

虽然中俄双方并没有披露俄气东线的合约价格，但我们根据合同条款粗略计算的理论价格约为人民币 2.19/立方米。我们假设合同价值 4000 亿美元、年输气量 380 亿立方米和 30 年的天然气供应期从而得出这一结论。然而，2014 年后中俄双方经过进一步磋商与谈判后，我们认为俄气东线的最终合约价格可能低于人民币 2.19/立方米，我们的观点是建基于：（1）自 2014 年俄气购销合约签署后，石油价格在 2015-2017 年进一步下跌；（2）俄罗斯渴望与中国达成协议以减轻欧洲对俄罗斯天然气供应依赖减少的影响；（3）俄罗斯希望从美国手中获取更多中国天然气市场的份额；（4）中国不愿意支付高于中亚天然气的价格（即人民币 1.21-1.45/立方米），而俄罗斯不愿意以低于其他欧洲国家的出口价格（人民币 0.8-2.0 立方米）出售天然气予中国。此外，中石油（857 HK，优于大市）的董事长王宜林先生在 2019 年 3 月的全国人大和政协会议期间表示，俄气东线的合约价非常具有竞争力。

考虑到这些因素，我们认为俄气东线的最终合约价可能更贴近中亚管道气的进口价格（即土库曼斯坦、哈萨克斯坦和乌兹别克斯坦），约人民币 1.25-1.45/立方米，或平均人民币 1.35/立方米。在此基础上，我们认为俄罗斯管道气的进口将有助于中国在未来几年降低进口天然气的平均价格，并可让下游燃气分销商和终端客户受益。

俄气东线合约价格估算

合约价值	10 亿美元	400
期限	年	30
年天然气供应量	10 亿立方米	38
合约期限内天然气总供应量	10 亿立方米	1,140
隐含天然气合约价格	美元/立方米	0.35
合约签订时美元兑人民币汇率		6.25
隐含天然气合约价格	人民币/立方米	2.19
中亚管道气进口价格·2018 年均值	美元/立方米	5.75
转化率	百万英热单位/立方米	28.32
美元兑人民币汇率·2018 年均值		6.63
中亚管道气进口价格·2018 年平均	人民币/立方米	1.35

资料来源：中石油·俄罗斯天然气股份公司·彭博通讯社·建银国际预测

按国家分列的进口天然气价格

管道天然气·年均 (人民币/立方米)	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
土库曼斯坦	2.16	1.63	1.15	1.25	1.45
哈萨克斯坦	0.75	0.82	0.82	0.85	1.25
乌兹别克斯坦	1.91	1.40	1.02	1.15	1.35
缅甸	2.57	2.42	2.13	2.17	2.23
平均	1.85	1.57	1.28	1.35	1.57
液化天然气·年均 (人民币/立方米)					
阿尔及利亚	3.49	2.26	N/A	1.41	1.95
安哥拉	4.20	N/A	N/A	1.54	2.68
澳大利亚	0.80	1.27	1.42	1.64	2.17
文莱	2.51	N/A	2.43	1.90	2.96
比利时	N/A	N/A	1.39	2.34	2.82
赤道几内亚	3.40	2.65	N/A	1.96	2.54
埃及	3.47	N/A	1.76	1.75	2.81
印度尼西亚	1.38	1.89	1.55	1.80	2.20
尼日利亚	3.45	2.35	1.65	1.96	2.32
荷兰	N/A	N/A	N/A	N/A	2.92
挪威	3.70	1.93	1.80	2.37	2.47
阿曼	3.45	3.06	1.81	1.93	2.55
巴布亚新几内亚	3.28	2.47	1.64	1.94	1.95
秘鲁	N/A	N/A	2.10	2.23	2.60
西班牙	3.19	N/A	N/A	N/A	N/A
千里达及多巴哥	3.25	2.29	1.88	1.85	2.53
美国	N/A	1.41	1.86	1.88	2.36
阿联酋	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
卡塔尔	3.97	2.56	1.91	2.11	2.51
俄罗斯	2.78	2.47	1.51	1.82	2.54
马来西亚	1.88	1.77	1.48	1.62	1.95
新加坡	N/A	N/A	2.00	1.93	2.16
平均	3.01	2.18	1.76	1.89	2.45

资料来源：中国海关·彭博通讯社·建银国际证券

俄气价格明显优于本地液化天然气

黑龙江、吉林和辽宁省一直以来皆面临天然气气源供应不足以及管道天然气基础设施发展不完善的问题。目前东北三省主要天然气来源包括黑龙江省大庆油气田、辽宁省辽河油气田、内蒙古煤制气、大沈/秦沈线、大连液化天然气接收站和河北曹妃甸液化天然气接收站等。

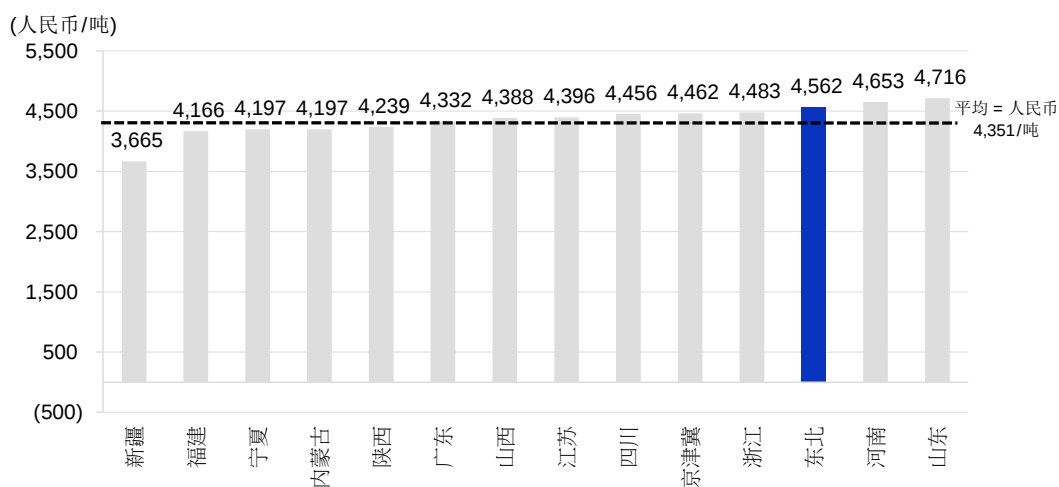
在管道气供应不足的背景下，液化天然气成为了东北三省重要的补充气源。东北三省的本地液化天然气在过去十二个月以来平均价格高于其他大部分省份，约在人民币 4,466/吨左右。为了比较当地出厂液化天然气与俄罗斯管道气的成本差异，我们以黑龙江省 500 公里内为例，估算了城市燃气分销商与终端用户的购气成本。我们的假设如下：

- 1) 俄气进口价接近中亚天然气进口价，约在人民币 1.35/立方左右
- 2) 液化天然气运输价格约人民币 0.075/立方米/百公里
- 3) 省内管输费人民币 0.27/立方米 (全国平均价格)
- 4) 现有黑龙江省门站价人民币 1.64/立方米 (旺季 20%上浮)
- 5) 1 吨液化天然气 = 1,380 立方米的天然气转化率

我们测算城市燃气分销商的管道气采购成本将显著低于当地的液化天然气采购成本。假设液化天然气出厂价格维持在 3,402 人民币/吨至 5,480 元人民币/吨的区间内，在低至高峰期，城市燃气分销商通过供应管道气来替代液化天然气的潜在成本节省约为 33-49%。

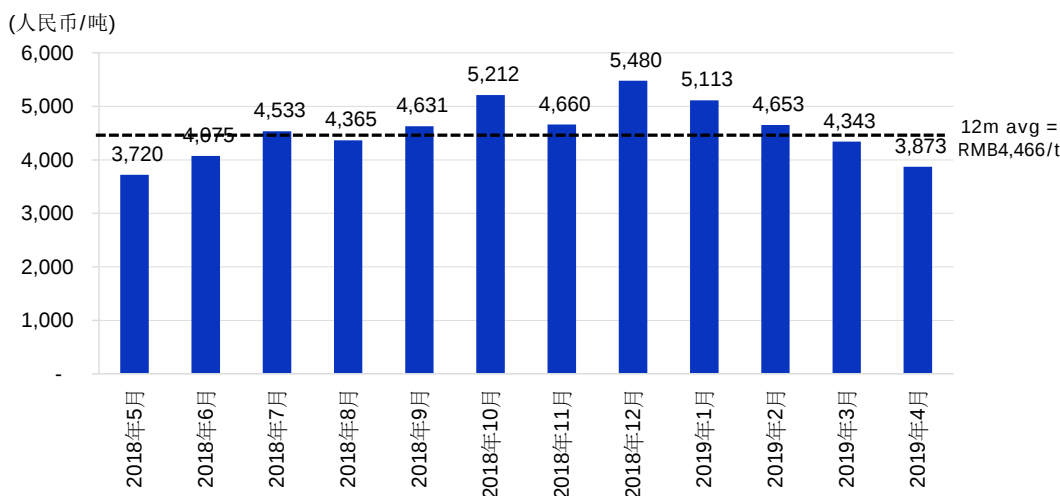
我们认为，终端工商业用户节省的成本将取决于城市燃气分销商计划赚取的销气毛差。黑龙江省的城市终端工商业用户用气价格目前可高达人民币 3.60-3.70/立方米。在平季，购气成本约为人民币 1.9-2.1/立方米。假设城市燃气分销商向工商业用户提供折扣，只在管道气销售上赚取人民币 0.60 /立方米的平均销气毛差以及人民币 0.09/立方米的液化天然气销售平均批发毛差，我们估计相较采购液化天然气，终端工商业用户采购管道气可享受 16-37% 的成本节约。

2018 按省份 LNG 平均出厂价



资料来源：上海石油天然气交易中心，建银国际证券

过去十二个月东北三省 LNG 出厂价



资料来源：上海石油天然气交易中心，建银国际证券

LNG 与俄罗斯管道气成本比较分析 (黑龙江省 500 公里内)

		过去 12 月低位	过去 12 月平均	过去 12 月高位
LNG 市场价				
东北三省 LNG 出厂价	人民币/吨	3,402	4,466	5,480
LNG:天然气转化率	立方米/吨	1,380	1,380	1,380
东北三省 LNG 出厂价	人民币/立方米	2.47	3.24	3.97
500 公里内运输成本	人民币/立方米	0.38	0.38	0.38
城燃公司 LNG 购气成本 at gas operators	人民币/立方米	2.84	3.61	4.35
管道气价格				
俄气进口价	人民币/立方米	1.35	1.35	1.35
上游利润/亏损+ 跨省管输费	人民币/立方米	0.29	0.45	0.62
黑龙江省门站价	人民币/立方米	1.64	1.80	1.97*
500 公里内省内管输费	人民币/立方米	0.27	0.27	0.27
城燃公司俄罗斯管道气购气成本	人民币/立方米	1.91	2.07	2.24
城燃公司层面俄罗斯管道气对 LNG 溢价/(折让)	%	-33%	-43%	-49%
城燃公司零售分销利润	人民币/立方米	0.60	0.60	0.60
工商业用户俄罗斯管道气购气成本	人民币/立方米	2.51	2.67	2.84
工商业用户层面俄罗斯管道气对 LNG 溢价/(折让)	%	-16%	-29%	-37%

* 假设冬季门站价上浮 20%

资料来源：国家发改委，省管网公司，公司资料，建银国际证券预测

更多供给，更多需求

过去天然气消费疲软基于供应不足和经济活动疲软，新增天然气供应有望带动需求增长

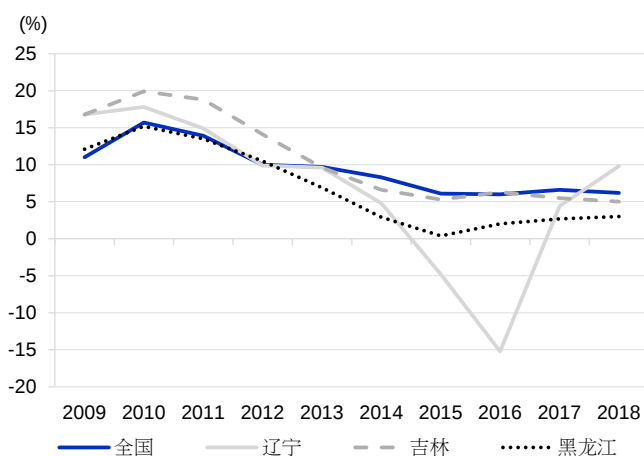
黑龙江、吉林和辽宁省过去几年的天然气消费增长低于全国平均水平，原因是：(1) 本地天然气供应短缺，(2) 部分地区的天然气管道基础设施不足，(3) 液化天然气价格高企，(4) 经济/工业活动较弱，(5) 人口外流到其他沿海或内陆省份。根据我们计算，东北三省的天然气总消费量在 2013-2018 年间的年复合增长率为-1%，而同期全国的总天然气消费量年复合增长率为 11%。我们估计 2018 年东北三省占中国天然气消费总量的 c.5%，比 2013 年的 8% 有所下降。

东北三省天然气消费量增长情况

天然气消费量 (十亿立方米)	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	5 年复合增长率 (%)
黑龙江	3.5	3.5	3.6	3.8	4.1	4.3	4
吉林	2.4	2.3	2.1	2.2	2.5	2.9	4
辽宁	7.9	8.4	5.5	5.1	5.3	5.6	-7
总共	13.8	14.2	11.3	11.0	11.8	12.8	-1
全国总天然气消费量	169	179	193	206	237	280	11
东北占全国天然气消费量 (%)	8.1	8.0	5.8	5.4	5.0	4.6	-

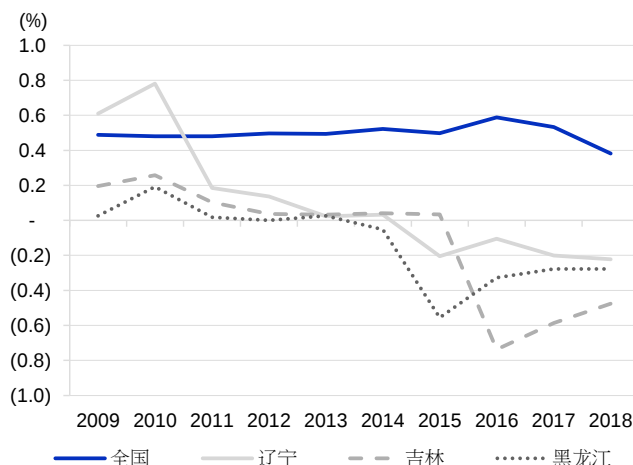
资料来源: 国家统计局, 国家发改委, 省统计局, 建银国际证券预测

东北工业活动情况



资料来源: 国家统计局, 建银国际证券

东北人口增长情况



资料来源: 国家统计局, 建银国际证券

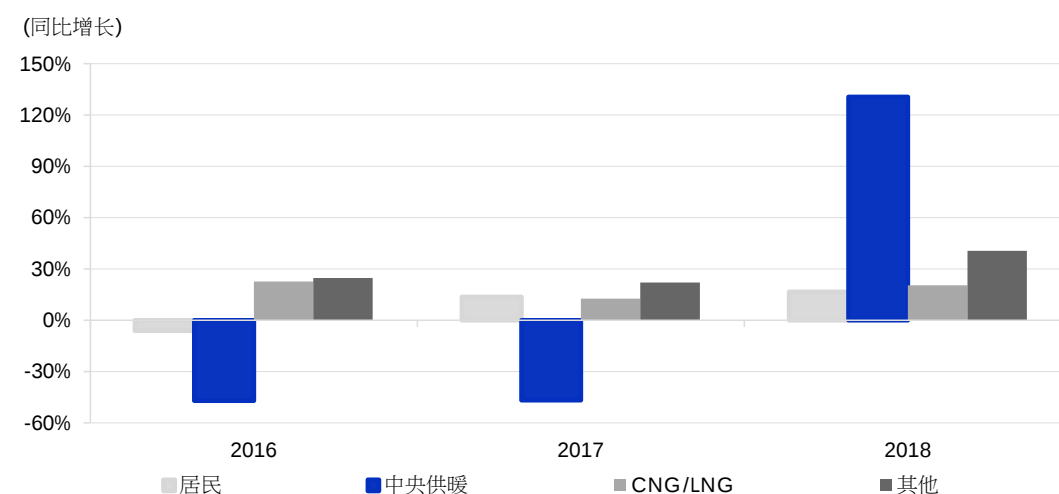
由于东北三省经济 and 制造业活动可能仍维持疲弱状态，工商业需求的内涵式增长大几率会依旧乏力。然而，我们认为相对廉价的俄罗斯管道气有助刺激工商业用户的在该地区对煤改气的能源消费需求。同时，冬季的居民供暖需求和更多的天然气汽车将在未来几年消耗更多的天然气。以下是我们对每个细分市场的看法，

工商业用户：根据地方政府的中期规划以及关于计划执行的进度情况报告，重点市县淘汰 10-20 蒸吨的燃煤锅炉仍然是 2017-2020 年的主要工作。中俄天然气东线和省内分支管道的扩建将在 2020-2025 年期间支持其他较小市县的煤/油改气或煤/油改其他清洁能源的转化。在此期间，我们还预计在重点城市淘汰/升级 20-35 蒸吨的燃煤锅炉。我们相信，政策上将更倾向于对 35-65 蒸吨以上的燃煤锅炉进行低排放改造，而不是以其他清洁能源锅炉替代。

居民用户：尽管现有的人口外流情况，我们估计黑龙江、吉林和辽宁省的管道天然气渗透率约为 40-50%，低于中国其他发达地区的 60-70%。我们相信随着该地区的城市化水平提高(每年 0.2-0.7%)，天然气渗透率的稳步上扬，以及政府在取缔散煤/其他污染燃料取暖的同时推广电力/天然气供暖，将在未来几年支持居民气量(如果城燃公司直接供气给中央供暖公司而非住宅客户，有时会被算作工商业气量)的增长。

汽车用户：近年来，由于电动汽车(EV)一线和二线城市的日益普及 CNG 气量过去数年经历了负或零增长。然而，北方在冬季的低温环境影响着电动汽车电池(目前主要是聚合物电池或磷酸铁锂电池为主)的性能。问题包括电池性能退化、电池充电时间过长/无法充电、电池寿命缩短以及续航能力的缩短等。因此，我们相信 CNG/LNG 在黑龙江、吉林和辽宁等省份与中国其他地区相比仍将保持竞争力。根据住建部的统计数据，2014-2017 年这三个省的 CNG/LNG 消费量复合增长率为 18%，也从侧面证明了这一点。

2015-2017 东北三省城市燃气按终端用户的气量增速



政府制定积极的天然气消费目标，但需要更多时间兑现

根据“十三五”规划，黑龙江、吉林、辽宁省制定了 2020 年天然气消费量目标，分别为 90 亿立方米、50-60 亿立方米以及 150 亿立方米。三省的用气目标意味着 2015-2020 年的天然气消费量年复合增长率为 19-23%，考虑到该地区 2015-2018 年 4% 的平均天然气消费量年复合增长率，以及与全国 2015-2020 年 13% 的总用气量年复合年增长率目标相比，目前看起来更具激进性。

东北三省十三五规划对天然气消费量的目标

天然气消费量 (十亿立方米)	十三五规划目标			2015-2018	2015-2020F
	2015	2018	2020	三年年复合增长率	五年年复合增长率
黑龙江	3.6	4.3	9	6%	20%
吉林	2.1	2.9	5-6	11%	19-23%
辽宁	5.5	5.6	15	0%	22%
三省总共/平均	11.3	12.8	29-30	4%	21-22%
全国总共	193	280	360	13%	13%

资料来源: 国家发改委, 国家能源局, 省发改委, 省能源局, 建银国际证券

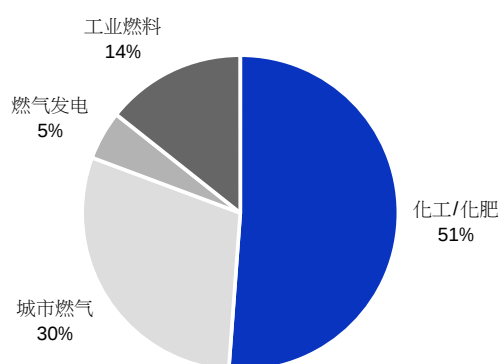
天然气主干线自投产后, 一般在 3-5 年内达到最理想利用率。国家发改委“一带一路”建设工作领导小组办公室最近发表的一份报告也指出, 中俄天然气管线东段将在 2024-2025F 期间达产, 增加天然气供应。

基于目前管道天然气供应不足以及中俄天然气管线东段不会在今年年底前开始投产, 我们相信三省政府“十三五”规划里的天然气消费量目标将很大几率无法完成。换句话说, 我们认为, 如果天然气供应不再是瓶颈(基于中俄天然气管线东段、中俄远东天然气管线以及卡塔尔进口液化天然气供应不断增加), 东北三省可最迟可在 2024-2025F 期间实现三个省 290-300 亿立方米的总天然气消费目标。这意味着东北三省的天然气消费量将从 2017-2018 年的中高个位数增长加速到 2020-2025F 年的中高双位数增长。

东北三省城市燃气消费量增速将超过总体天然气消费量增速

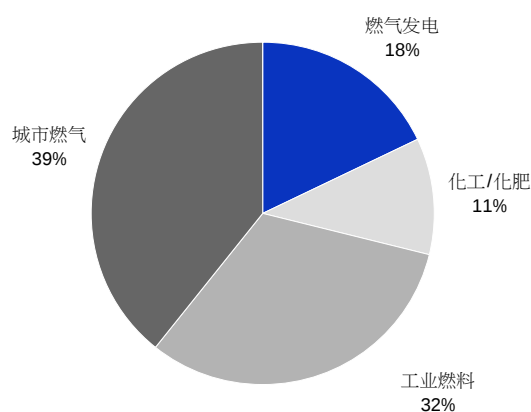
我们估计目前黑龙江、吉林和辽宁省的化肥/石化生产约占总体用气量的 50%以上, 其次是城市燃气约 30%, 工业燃料约 10-15%, 其余均来自天然气发电需求。由于政策会优先将未来的大部分天然气供应增量分配给城市天然气板块, 我们预计城市天然气消费量增长将超过三省的总体天然气消费量增速。这也将逐步优化该地区的用气结构。

2017 年东北三省天然气消费量占比估算



资料来源: 国家能源局, 国土资源部, 国务院, 建银国际证券预测

2017 年全国天然气消费量占比估算



资料来源: 国家能源局, 国土资源部, 国务院

东北三省天然气相关政策

日期	政策文件	重要目标
辽宁省		
2017 年 4 月	关于印发辽宁省“十三五”节能减排综合工作实施方案的通知	- 提高天然气、煤层气和煤气在能源消费中的比例。到 2020 年，煤炭占能源消费总量比重下降到 58.6% 以下，电煤占煤炭消费量比重提高到 55%，非化石能源占一次能源消费比重达到 6.5%，天然气消费比重提高到 8% 左右 - 推动“气化辽宁”“电化辽宁”建设，加快天然气管网建设，推广清洁能源替代 - 到 2020 年，全面实现高效一体化供热，城市建成区内取缔 20 吨及以下燃煤锅炉
2017 年 4 月	关于印发辽宁省污染防治与生态建设和保护攻坚行动计划（2017—2020 年）的通知	- 到 2020 年，煤炭占全省能源消费总量比重下降到 58.6% 以下。实施气化辽宁工程。全面推进气源和天然气管网建设。2017 年，天然气供气能力达到 100 亿立方米 - 到 2020 年，天然气占全省能源消费总量提高到 8% - 严控新建燃煤锅炉，全面拆除老旧低效燃煤锅炉，扩大高污染燃料禁燃区范围 2017 年，以县和县级市为重点，淘汰建成区 10 蒸吨及以下老旧低效燃煤锅炉，沈阳市建成区基本取缔 20 蒸吨及以下燃煤锅炉，其他城市建成区取缔 10 蒸吨及以下燃煤锅炉。 2020 年，依据城市供热专项规划，列入拆除计划的全省城市建成区 20 蒸吨及以下燃煤锅炉予以取缔
2017 年 7 月	关于印发电化辽宁、气化辽宁和煤电企业转型转产工作方案的通知	2020 年，取缔全省城市建成区 20 蒸吨及以下燃煤锅炉；全省天然气供暖面积力争达到 3000 万平方米以上 - 省城镇居民、公共服务、商业天然气使用量力争达到 15 亿立方米以上 - 在钢铁、冶金、建材、石化、玻璃、陶瓷机电、轻纺等重点工业领域，推进天然气燃料替代和利用，改善城市中不同工业锅炉、窑炉的燃料结构。新建、改扩建的工业锅炉、窑炉严格控制使用煤炭、重油、石油焦、人工煤气作为燃料 - 到 2020 年，对已经完成专线供气的菱镁、陶瓷、建材等工业园区的燃煤、燃油工业窑炉实施天然气替代；鼓励有条件改用天然气作燃料的工业企业燃煤锅炉改用天然气；工业领域天然气消费量力争达到 90 亿立方米以上 - 到 2020 年，各市通达率达到 100%，县（市、区）通达率达到 85% 以上，管网未覆盖的县城基本实现 CNG 或 LNG 供应。全省天然气干支管道总里程力争达到 3000 公里以上 - 加大对企业燃煤锅炉、窑炉排放和港口船舶燃油品质的监督检查力度。加快淘汰城市建成区内老旧低效燃煤锅炉，鼓励各地区制定补贴政策，对完成工作较好的企业给予环保资金补助 - 严控新建燃煤锅炉，扩大高污染燃料禁燃区范围。加大对禁燃区高污染燃料使用情况监督检查力度，限期拆除或改造使用高污染燃料的燃煤锅炉和各类窑炉、炉灶等燃烧设施
2017 年 10 月	辽宁省推进全省清洁取暖三年滚动计划（2018—2020 年）	2020 年，天然气取暖面积达到 3000 万平方米以上。其中，沈阳、大连市达到 1000 万平方米以上；本溪、盘锦市达到 200 万平方米以上；锦州、营口、辽阳、铁岭、葫芦岛等市达到 100 万平方米以上；丹东、阜新、朝阳等市达到 50 万平方米以上 - 盘锦市在村村通燃气的基础上，全面推进农村取暖“以气代煤”工程 - 力争 2020 年，全省清洁取暖率达到 70% 以上 - 加大现有燃煤锅炉天然气置换力度，积极推进新建取暖设施使用天然气作为燃料。 - 在热网未覆盖的楼房小区，支持推广天然气锅炉集中供暖，对城中村、城郊村等分散用户，鼓励安装燃气壁挂炉取暖 - 加大对热电联产机组和燃煤锅炉排放的监管力度。切实推进燃煤锅炉环保改造，加快淘汰列入拆除计划的 20 蒸吨及以下老旧低效燃煤锅炉
2018 年 10 月	辽宁省打赢蓝天保卫战三年行动方案（2018—2020 年）	2020 年底前，依据城市供热专项规划要求，县级及以上城市建成区 30 万千瓦及以上热电联产电厂供暖半径 15 公里范围内的燃煤锅炉和落后的燃煤小热电全部关停整合，实现高效一体化供热 - 加大燃煤小锅炉（包括燃煤锅炉及茶水炉、经营性炉灶、储粮烘干设备等燃煤设施）淘汰力度。拆小并大和推动清洁能源利用，严控新建燃煤锅炉 2018 年，以 10 蒸吨/小时（或 7 兆瓦）及以下燃煤锅炉为重点，淘汰县级及以上城市建成区和工业园区内全部老旧低效燃煤小锅炉，完成 2503 台小锅炉拆除任务 2019 年，提高淘汰燃煤锅炉标准，扩大实施范围，推进淘汰城市建成区 20 蒸吨/小时（或 14 兆瓦）及以下燃煤锅炉 - 到 2020 年，除依据城市供热专项规划确需保留的供暖锅炉以外，城市建成区 20 蒸吨/小时（或 14 兆瓦）及以下燃煤锅炉全部予以淘汰 2019 年，将在用 20 蒸吨/小时（或 14 兆瓦）以上燃煤锅炉纳入重点排污单位名录，安装在线监控 - 坚持从实际出发，宜电则电、宜气则气、宜煤则煤、宜热则热，确保北方地区群众安全取暖过冬 - 有序推进天然气供暖，积极推广电供暖，探索推进生物质能供暖，2018 年清洁取暖率达到 40%；2019 年达到 44%；2020 年达到 49% - 新增天然气量优先用于城镇居民生活和冬季取暖散煤替代。“煤改气”坚持以气定改，有序做好“压非保民”
吉林省		
2017 年 5 月	关于印发吉林省能源发展“十三五”规划的通知	- 全面实施“气化吉林”工程，加快天然气管网和储气设施建设，加大对天然气下游市场的培育力度，有序拓展城乡居民用气、天然气燃料替代以及交通、电力等领域应用规模。到 2020 年，天然气消费比重提高到 8.6% - 预测到 2020 年煤炭消费量 9275 万吨，实现煤炭消费比重逐步下降；石油消费量 1200 万吨，消费比重保持基本稳定；天然气消费量 60 亿立方米，消费量和消费比重大幅提高 - 天然气替代工程。大力发展汽车等交通工具使用天然气，有序推进燃煤小锅炉煤改气，在城市新建区、集中供热能力不足地区优先推广使用天然气分布式能源。到 2020 年，全省向公交车、出租车等交通工具供应天然气 10.9 亿立方米，煤改气锅炉用气 8.4 亿立方米，分布式能源用气 6 亿立方米 - 加快推进天然气管网建设，实现全省县及县以上城市天然气管道覆盖率达到 100%，地级市城际管网、重点县级城市管网与天然气主干网基本贯通。提高城市居民气化率，全省城市气化人口达 1700 万人，气化率达到 80%

东北三省天然气相关政策

日期	政策文件	重要目标
		- 长春市、吉林市、四平市 2016 年底前完成城市建成区内 10 蒸吨以下燃煤锅炉淘汰任务，其他地级城市 2017 年底前完成，县级城市 2020 年底前完成淘汰任务 - 充分利用中俄东线天然气管道线路经我省松原市的有利契机，推进燃气机组前期工作，2018 年，在松原地区建成燃气-蒸汽联合循环热电联产项目，一期规模 2×45 万千瓦
2017 年 11 月	关于印发《吉林省加快推进天然气利用的意见》的通知	- 到 2020 年，全省气化人口达到 1500 万人以上，城镇居民气化率达到 80%； - 天然气消费量 60 亿立方米，在一次能源消费结构中的比例达到 6%以上，新建天然气长输管道 1752 公里，地级市城际管网与天然气管网实现贯通，县及县级以上城市输气管网天然气覆盖率达到 60%；省内中等城市（规划人口超 30 万）应急气源覆盖率达到 50%，地下储气库项目建设取得突破性进展 - 鼓励有条件的地区在落实气源的情况下，积极推广天然气分户式采暖和集中供热式锅炉 - 鼓励工业锅炉和窑炉实施“煤改气”、“油改气”。支持用户对管道气、CNG、LNG 气源做市场化选择 - 严格环保达标准入，加大对工业燃煤锅炉、窑炉等排放物的督查力度，对现有排放不达标的燃煤、燃油工业锅炉和窑炉强制进行置换、淘汰；严格控制新（改、扩）建以煤炭、重油作为燃料的工业锅炉和窑炉 - 逐步扩大高污染燃料禁燃区范围，禁止新建、扩建高污染燃料的设施
2018 年 3 月	关于加快推进天然气储气能力建设工作的通知	2017 年全省天然气总消费量 25 亿立方米，预计 2020 年，全省天然气总需求将达到 50 亿立方米以上。
2018 年 5 月	吉林省贯彻落实中央环境保护督察反馈意见整改方案	- 持续开展燃煤小锅炉取缔行动，2020 年底前，各县（市）城市建成区基本淘汰 10 蒸吨以下燃煤小锅炉 - 加大对燃煤锅炉的环境执法监管力度，对全省每小时 20 蒸吨以上非电燃煤锅炉污染物排放情况进行监测 2018 年 8 月底前，完成 800 台违规注册燃煤小锅炉注销工作。2019 年 12 月底前，全面完成注销工作 - 继续实施“气化吉林”工程，加快推进梅河—桦甸等省内支线管道及中俄东线天然气管道工程（吉林段）。2020 年年底前，实现县级以上城市天然气输气管网全覆盖，重点城镇管道覆盖率达到 80%，天然气气化率达到 80%
2018 年 7 月	吉林省煤炭消费总量控制规划（2016-2020 年）	- 推进重点城市“煤改气”工作，扩大城市高污染燃料禁燃区范围，加快天然气替代进度；鼓励发展天然气分布式能源，实施热电冷三联供 - 到 2020 年全省城镇人口天然气气化率提高到 80%，天然气消费比重提高到 6%
2019 年 1 月	关于促进天然气协调稳定发展的实施意见	- 力争到 2020 年省内自产天然气达到 20 亿立方米 - 争取通过哈沈线、中俄东线向我省逐年增加天然气供应，2020 年分输量力争达到 40 亿立方米 - 兼顾经济和环境效益，在陶瓷、建材、冶金、医药等重点工业领域，推进工业燃料天然气替代

黑龙江省

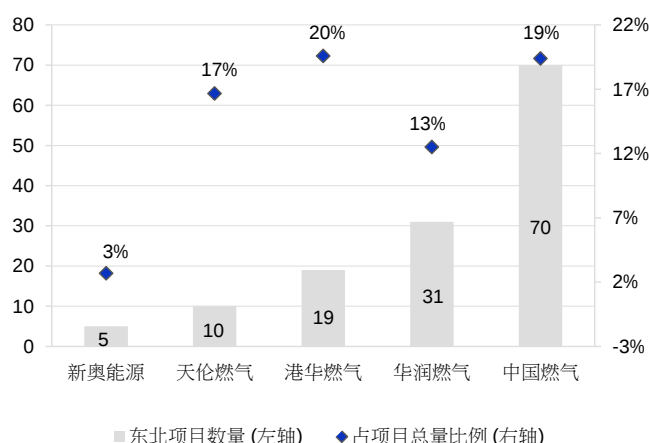
2016 年 2 月	黑龙江省国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要	加强油气管网建设，推进中俄原油管道二线工程和中俄东线天然气管道建设，谋划建设明水-绥化-哈尔滨北和大庆-哈尔滨支线，加快建设向东部延伸的干线管网，实现哈、大、齐、牡、佳等省级干线管网互联互通
2016 年 12 月	关于印发黑龙江省生态环境保护“十三五”规划的通知	建设省级天然气骨干管网，规划建设燃气管网 2047 公里、加气站 120 座，扩大居民、商业、交通等领域用气，新增燃气用户 100 万户
2017 年 7 月	关于印发黑龙江省“十三五”节能减排综合工作实施方案的通知	力争到 2020 年，非化石能源占能源消费总量比重达到 6.5%，天然气消费比重提高到 8%左右
2017 年 12 月	全省推进清洁能源产业发展行动方案（2017—2020 年）	- 到 2020 年，天然气消费在一次能源占比提升至 8%左右 - 加强天然气管网基础设施建设，保障天然气资源供应，提高天然气在一次能源消费结构中的比重，加大天然气在城市居民、商服、交通、工业燃料等领域的推广应用力度，积极探索发展天然气分布式能源和天然气发电
2017 年 12 月	关于印发黑龙江省能源发展“十三五”规划的通知	- 逐步降低煤炭消费比重，提高非化石能源和天然气消费比重，到 2020 年，能源消费总量控制在 1.4 亿吨标准煤左右。非化石能源消费比重达到 6.5%以上，天然气消费提高到 8%左右 - 到 2020 年，天然气产量 50 亿立方米，天然气消费量 90 亿立方米 - 推进中俄原油管道二线工程和中俄东线天然气管道北段项目（黑河—长岭）建设，加快建设向省内东部延伸的干线管网，实现哈、大、齐、牡、佳等省级干线管网互联互通。布局建设主要城市间天然气干支管网，到 2020 年，省级输气干支管网建设规模力争达到 1000 公里
2018 年 11 月	关于印发黑龙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知	- 开展地级及以上城市建成区每小时 10 蒸吨及以下燃煤锅炉“清零”行动。2020 年底前，县级及以上城市建成区基本淘汰每小时 10 蒸吨及以下燃煤锅炉及茶水炉、经营性炉灶、储粮燃煤烘干设备等燃煤设施 - 原则上不再新建每小时 35 蒸吨以下的燃煤锅炉，其他地区原则上不再新建每小时 10 蒸吨以下的燃煤锅炉 - 开展地级及以上城市建成区每小时 10 蒸吨及以下燃煤锅炉“清零”行动。2020 年底前，县级及以上城市建成区基本淘汰每小时 10 蒸吨及以下燃煤锅炉及茶水炉、经营性炉灶、储粮燃煤烘干设备等燃煤设施，原则上不再新建每小时 35 蒸吨以下的燃煤锅炉，其他地区原则上不再新建每小时 10 蒸吨以下的燃煤锅炉
2019 年 1 月	2019 年政府工作报告	- 全面落实大气污染防治强化措施，结合实际逐步推行天然气、电及生物质等清洁取暖。加快淘汰县级及以上城市建成区内 10 蒸吨/小时及以下燃煤小锅炉，原则上不再新建 35 蒸吨/小时以下燃煤锅炉 - 规划建设与中俄天然气管道连接的省内天然气管网 - 实施好现有老旧供热管网改造工程，在哈尔滨探索智慧供暖试点。

资料来源：地方发改委，地方能源局，建银国际证券

中国燃气 (384 HK, 优于大市), 港华燃气 (1083 HK, 优于大市), 华润燃气 (1193 HK, 优于大市), 和天伦燃气 (1600 HK, 优于大市) 为主要受益者

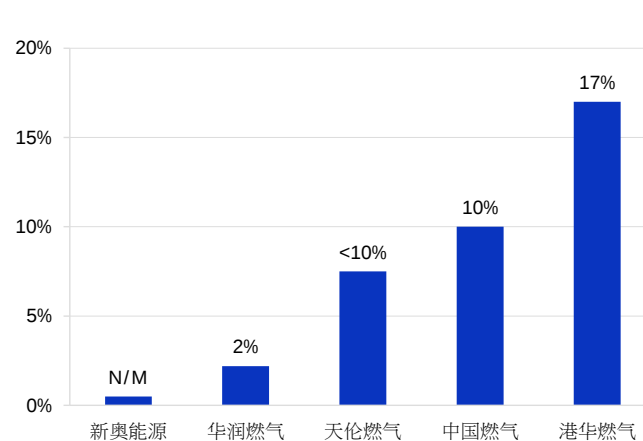
基于低基数以及管道气供应的增加, 我们认为位于东北三省的城市燃气项目将实现高于平均水平的销气量增长。根据城市燃气分销商当前的目标, 未来 5-10 年该地区的城市燃气销气量的年均复合增长率将达到 24%-30%。与本地液化天然气相比, 管道气采购成本的降低也将提高这些燃气项目的利润。在下游燃气分销板块里, 中国燃气在东北地区的天然气项目数量最多, 其次是华润燃气、港华燃气和天伦燃气。在潜在盈利上行风险方面, 综合考虑到 (1) 东北地区占总体销气量的比例, (2) 燃气项目的位置, (3) 公司业务结构, 以及 (4) 盈利对销气毛利和销气量增长的敏感性等因素, 我们预计港华燃气将是东北地区天然气供应改善的最大受益者, 其次是中国燃气、华润燃气和天伦燃气。

截至 2018 年/2019 财年上半年东北三省城市燃气项目数量



资料来源: 公司数据, 建银国际证券

截至 2018 年/2019 财年上半年东北三省销气量占比



资料来源: 公司数据, 建银国际证券

城市燃气分销商核心盈利敏感性测试分析

盈利敏感性	变化	2020F 年	2021F 年	2022F 年
中国燃气 (384 HK)				
销售成本-天然气零售业务	+/- 1%	-/+2.1%	-/+2.5%	-/+2.7%
零售销气量	+/- 1%	-/+0.2%	-/+0.2%	-/+0.3%
华润燃气 (1193 HK)				
销售成本-天然气零售业务	+/- 1%	-/+4.1%	-/+4.3%	-/+4.4%
零售销气量	+/- 1%	-/+0.5%	-/+0.5%	-/+0.5%
港华燃气(1083 HK)				
销售成本-天然气零售业务	+/- 1%	-/+3.1%	-/+3.2%	-/+3.3%
零售销气量	+/- 1%	-/+0.2%	-/+0.2%	-/+0.3%
天伦燃气 (1600 HK)				
销售成本-天然气零售业务	+/- 1%	-/+1.8%	-/+1.9%	-/+2.4%
零售销气量	+/- 1%	-/+0.5%	-/+0.5%	-/+0.5%

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

估值与风险

城市燃气公用事业板块在年初至今落后于恒生国企指数 4%。我们将这种股价疲软归咎于市场对以下问题的担忧：(1) 经济增长疲软导致天然气需求放缓，(2) 淡季门站价格上涨，进一步拖累城市燃气分销商的销气量增长和销气毛利，以及(3)政府对居民接驳费规管的政策悬而未决。根据我们对城市燃气分销商 2019F 每股盈利的预测，城市燃气板块目前的估值似乎不高，主要城市燃气分销商的市盈率在 7-15 倍之间，与过去五年的历史平均水平相比，低于一个标准差或与之持平。

在综合考虑了俄罗斯管道气的供应带来的潜在利益、公司盈利可见性和股票流动性的基础上，我们更倾向于板块内的中国燃气和港华燃气。对我们看法的主要风险包括：(1) 中美贸易争端升级导致天然气需求迅速放缓，(2)销气毛差收缩的程度和速度快于预期，和(3)接驳费政策的下行风险。潜在的股价催化剂包括：(1)好于预期的经济复苏，(2)快于预期的新业务增长，和(3)好于预期的派息政策。

中国燃气公用事业板块估值比较

				市盈率(倍)			每股盈利增长(%)			市净率	股息率	股本回报率 (x)		
		市值	股价							(倍)	(%)			
公司	股票代码	(十亿美元)	(本地货币)*	2019F	2020F	2021F	2019F	2020F	2021F	2019F	2019F	2019F	2020F	2021F
香港														
北京控股	392 HK	6.3	39.10	6.3	5.3	4.9	3.7	19.4	7.1	0.6	2.9	10.8	11.7	11.4
中国燃气**	384 HK	15.6	23.50	12.6	10.9	10.5	21.5	15.8	3.4	2.9	2.3	24.9	24.1	21.3
华润燃气	1193 HK	10.2	36.00	15.5	13.9	12.7	13.9	11.1	10.1	3.0	2.7	20.2	20.1	20.0
新奥能源	2688 HK	10.0	69.85	12.8	10.9	9.3	14.0	17.0	17.3	2.7	5.7	22.4	22.4	22.6
昆仑能源	135 HK	7.6	7.40	9.5	8.3	7.7	13.8	15.0	7.1	1.3	3.5	14.8	15.3	14.7
天津津燃	1265 HK	0.2	0.82	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	12.7	11.2	N/A
天伦燃气	1600 HK	0.9	7.37	6.8	5.5	4.8	60.9	23.1	15.7	1.5	4.0	25.2	25.3	24.1
港华燃气	1083 HK	2.1	5.83	10.9	9.8	9.1	22.1	11.3	7.8	0.9	2.8	8.9	9.3	9.4
中裕燃气	3633 HK	2.3	7.12	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
苏创燃气	1430 HK	0.3	2.20	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
上海大众	1635 HK	2.3	2.91	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
滨海投资	2886 HK	0.2	1.22	5.1	4.4	3.8	N/A	16.7	14.3	0.9	5.7	20.0	20.0	19.9
板块平均				9.9	8.6	7.8	21.4	16.2	10.3	1.7	3.7	17.8	17.7	17.9
上海/深圳														
深圳燃气	601139 CH	2.3	5.47	13.3	11.4	11.2	18.1	16.8	1.7	1.6	2.8	11.7	12.7	12.7
陕天然气	002267 CH	1.3	7.83	20.1	17.0	14.0	2.6	17.9	21.7	1.5	1.9	6.9	8.4	9.4
重庆燃气	600917 CH	1.6	7.06	30.7	30.7	29.4	N/A	-	4.3	2.6	1.4	8.6	8.2	8.0
广汇能源	600256 CH	3.7	3.74	11.5	8.9	7.3	21.6	28.5	21.7	1.5	1.4	12.7	14.2	15.9
长春燃气	600333 CH	0.5	5.34	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
大通燃气	000593 CH	0.3	6.07	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
申能股份	600642 CH	3.8	5.79	11.6	9.7	9.0	26.6	20.0	7.5	0.9	N/A	7.2	7.9	7.9
佛山燃气	002911 CH	1.2	14.94	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
贵州燃气	600903 CH	2.1	17.57	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
皖天然气	603689 CH	0.5	10.92	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
国新能源	600617 CH	0.8	5.10	36.4	24.3	N/A	180.0	50.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
百川能源	600681 CH	1.6	7.68	9.2	7.6	6.9	13.4	21.4	9.7	2.1	7.0	24.1	23.3	22.0
板块平均				19.0	15.7	13.0	43.7	22.1	11.1	1.7	2.9	11.8	12.5	12.6

* 收盘价截至 2019 年 5 月 20 日

** 3 月 31 日财政年度末，调整为自然年

资料来源：公司数据，建银国际证券预测

中国燃气控股 | 384 HK

东北地区市场领导者

- 东北市场的野心: 19%的项目, 拥有该地区最大市场份额
- 俄罗斯管道气供应将推动东北地区项目在 2020 至 2030 年气量 30% 的年均复合增长

更好的风险回报, 俄气的到来为潜在催化剂。我们认为中国燃气对接驳费规管以及工商业需求放缓的风险最少。中国燃气是东北地区天然气供应改善以及成本下降的最佳选择。截至 2019 财政年度上半年, 中国燃气拥有 367 个城市燃气项目, 其中东北地区里占 70 个, 或占项目总数的 19%。来自黑龙江、吉林和辽宁省的销气量为去年约有 15 亿立方米, 据我们估计, 占其总销气量的 10%。就项目数量而言, 公司在黑龙江省的市场份额为 70-80%, 在辽宁省的市场份额为 60-70%, 并持有黑龙江省天然气管道公司 25% 的股权。公司目标在 2020 至 2030 年自然年期间, 其东北项目的销气量将达到 30% 的年均复合增长率, 相较未来十年销气总量 14% 的年均复合增长率要高。我们维持对中国燃气表现优于大市的评级和以贴现现金流为基础的 38.00 港元目标价。

2019 年财政年业绩预测。中国燃气将于 6 月下旬公布 2019 财年业绩。我们认为市场盈利预测相对过于乐观。考虑到我们对销气量和利润率更保守的假设, 我们将 2019 财年的盈利预测下调了 2.6%。目前是市场盈利预测仍比我们的预测高出 3.6%。受益于 25% 的零售销气量增长和 21% 的新增接驳用户数量增长, 我们预期公司将实现 21% 的核心利润增长。考虑到冬季成本上涨和给予工商用户的折扣, 我们预计销气毛差将同比将微幅下降 1 分钱至人民币 0.61/立方米(或环比下降人民币 2 分/立方米)。我们预计附加值业务的收入同比增长 53%, 达到 45 亿港元。

新一批股权激励计划正在形成。公司现有的一批管理层和员工的股票期权已于 2019 年 4 月到期。我们预计公司有可能在未来数个季度内引入新的股票激励计划, 并以利润增长作为股权兑现先决条件。激励机制有望推动公司绩效。

预测与估值

截至 3 月 31 日	2017 财年	2018 财年	2019F 财年	2020F 财年	2021F 财年
收入 (百万港元)	31,993	52,832	68,022	81,547	96,299
同比增长 (%)	8.5	65.1	28.8	19.9	18.1
净利润 (百万港元)	4,148	6,095	7,690	9,283	10,729
同比增长 (%)	82.5	47.0	26.2	20.7	15.6
稀释每股盈利(港元)	0.85	1.20	1.53	1.86	2.16
同比增长 (%)	84.6	42.0	27.8	21.5	15.8
市盈率 (倍)	27.8	19.6	15.3	12.6	10.9
每股股息(港元)	0.25	0.35	0.43	0.53	0.62
股息率 (%)	1.1	1.5	1.8	2.3	2.6
市净率 (倍)	5.6	4.1	3.4	2.9	2.4
股本回报率 (%)	21.6	24.9	24.6	24.9	24.1
净负债率 (%)	76.7	72.8	71.5	65.9	58.3

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

优于大市 (维持)

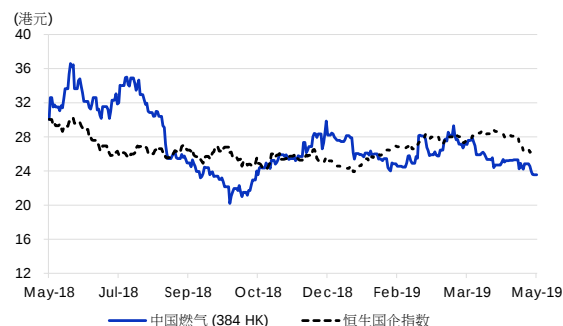
现价: **23.50 港元** (截至 2019 年 5 月 20 日) ► 目标价: **38.00 港元** (维持)

交易数据

52 周股价区间	19.70-36.70 港元
市值(百万)	122,375 港元 / 15,591 美元
已发行股数(百万)	5,219
流通股数比例 (%)	36
3 个月平均日成交量 (百万股)	10
3 个月平均日成交量(百万美元)	34
12 个月预期回报 (%)	62

资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券预测

股价相对恒生国企指数



资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券

股价表现

股价表现	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-5	-17	-22
相对恒生国企指数 (%)	5	-11	-8

资料来源: 彭博通讯社

苏卡

(852) 3911 8242
christso@ccbintl.com

林学海

(852) 3911 8245
felixlam@ccbintl.com

中国燃气 – 2019 财年业绩预览

损益表 (百万港元)	2019 财年 上半年	2019F 财年 下半年	同比增长		2018 财年	2019F 财年	同比增长
			(%) 上半年	(%) 下半年			(%) 2019F 财年
收入	28,877	39,145	38%	22%	52,832	68,022	29%
销售成本	(22,377)	(31,887)	45%	24%	(41,161)	(54,265)	32%
毛利	6,500	7,257	19%	17%	11,671	13,757	18%
毛利率(%)	22.5%	18.5%	-3.7 百分点	-0.9 百分点	22.1%	20.2%	-1.9 百分点
营业利润	5,241	4,960	24%	11%	8,696	10,201	17%
营业利润率(%)	18.1%	12.7%	-2.1 百分点	-1.3 百分点	16.5%	15.0%	-1.5 百分点
归属于股东净利润	4,226	3,464	24%	28%	6,095	7,690	26%
经利润率(%)	14.6%	8.9%	-1.6 百分点	+0.4 百分点	11.5%	11.3%	-0.2 百分点
核心利润	4,028	3,663	22%	20%	6,366	7,690	21%
核心利润率(%)	13.9%	9.4%	-1.9 百分点	-0.2 百分点	12.1%	11.3%	-0.7 百分点
每股盈利基本(港元)	0.84	0.70	24%	29%	1.23	1.55	26%
稀释每股盈利 (港元)	0.82	0.72	21%	36%	1.20	1.53	28%
每股股息 (港元)	0.08	0.35	0%	30%	0.35	0.43	23%

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

中国燃气 – 盈利敏感性测试分析

核心盈利敏感性分析		2021 F 财年	2022 F 财年	2023 F 财年
现有				
核心盈利	百万港元	10,729	11,094	12,013
零售气销售成本	百万港元	(33,374)	(39,207)	(45,371)
零售销气量	百万立方米	21,733	25,436	29,318
零售气销售成本每 1% 变化				
零售气销售成本	百万港元	(33,040)	(38,815)	(44,917)
核心盈利	百万港元	10,959	11,370	12,332
变化	%	2.1	2.5	2.7
零售销气量每 1% 变化				
零售销气量	百万立方米	21,913	25,654	29,573
核心盈利	百万港元	10,752	11,122	12,046
变化	%	0.2	0.2	0.3

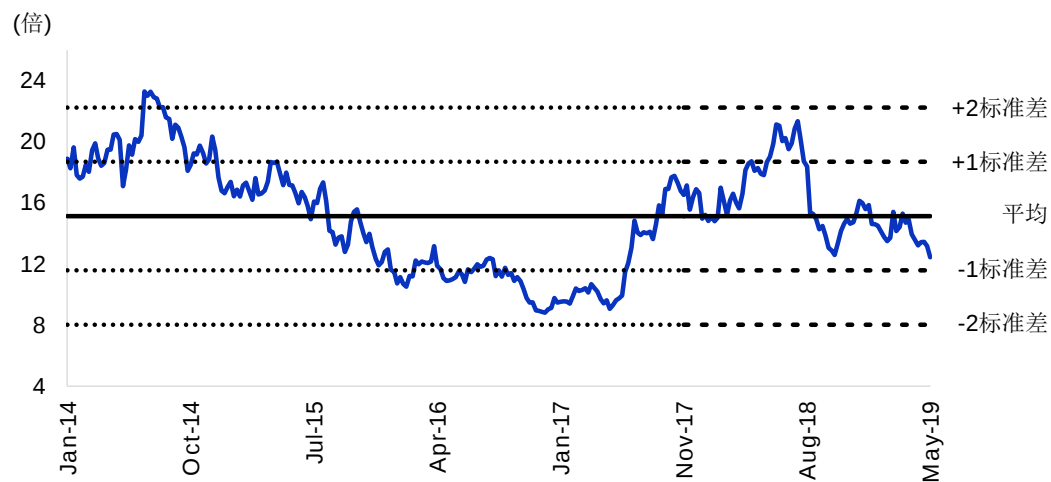
资料来源: 建银国际证券预测

中国燃气 – 关键假设

截至 3 月 31 日	2017 财年	2018 财年	2019F 财年	2020F 财年	2021F 财年
新接驳用户					
新增城市居民用户接驳总量(百万)	2.56	2.78	2.76	2.76	2.76
变化 (%)	22.1	8.3	-0.7	0.2	-0.1
新增农村居民用户接驳总量(百万)	-	1.15	2.00	2.85	3.60
变化 (%)	N/A	N/A	74.0	42.5	26.3
城市居民用户接驳费 (人民币/用户)	2,540	2,523	2,485	2,448	2,411
变化 (%)	0.4	-0.7	-1.5	-1.5	-1.5
农村居民用户接驳费 (人民币/用户)	-	3,089	3,043	2,997	2,952
变化 (%)	N/A	N/A	-1.5	-1.5	-1.5
燃气销售					
总销气量(百万立方米)	12,407	18,869	23,421	27,977	33,088
变化 (%)	23.8	52.1	24.1	19.5	18.3
零售销气量(百万立方米)	8,656	11,996	14,992	18,276	21,996
变化 (%)	16.1	38.6	25.0	21.9	20.4
LPG 销售					
LPG 销量(百万吨)	3.70	4.03	4.31	4.74	5.46
变化 (%)	19.2	9.0	7.0	10.0	15.0
毛利率(%)					
城市居民接驳	73.5	66.1	63.8	62.3	60.8
农村居民接驳	0.0	58.2	53.2	52.7	52.2
燃气销售	18.2	16.8	16.3	15.8	15.3

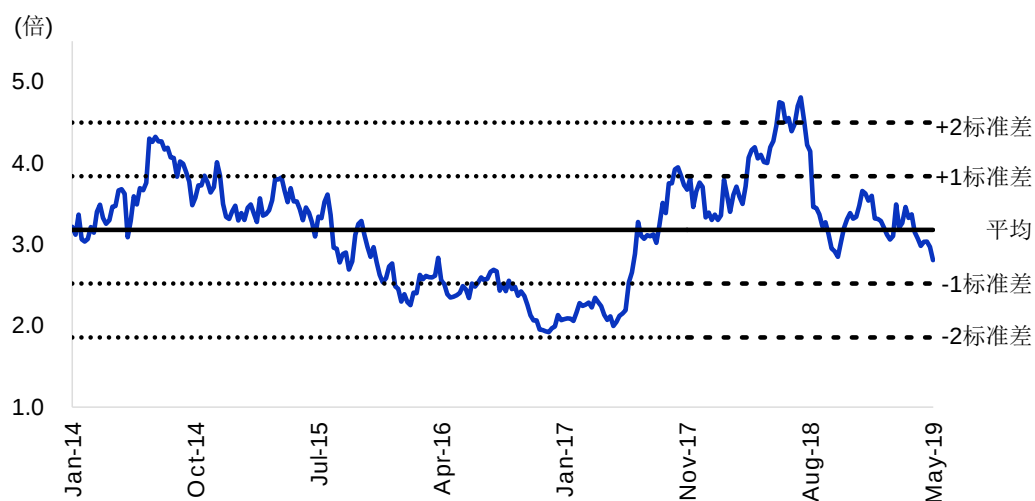
资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

中国燃气 - 12 个月滚动市盈率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测

中国燃气 - 12 个月滚动市净率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测

中国燃气 | 384 HK – 财务概览

损益表

3月31日财年(百万港元)	2017 财年	2018 财年	2019F 财年	2020F 财年	2021F 财年
接驳费	5,748	11,303	14,062	16,908	19,075
天然气销售	13,779	22,613	28,323	34,265	41,042
LPG 销售	11,655	15,970	21,114	23,225	26,709
其他	812	2,947	4,523	7,149	9,474
收入	31,993	52,832	68,022	81,547	96,299
销售成本	(23,616)	(41,161)	(54,265)	(65,134)	(77,312)
毛利	8,377	11,671	13,757	16,414	18,987
其他收入	376	463	581	682	749
营业费用	(3,119)	(3,438)	(4,137)	(4,556)	(5,111)
营业利润	5,634	8,696	10,201	12,540	14,625
利息净收入(支出)	(636)	(707)	(981)	(1,224)	(1,425)
合营及联营企业利润	904	1,255	1,411	1,566	1,723
其他	—	(644)	—	—	—
税前利润	5,902	8,600	10,631	12,882	14,923
所得税费	(1,208)	(1,931)	(2,228)	(2,735)	(3,190)
总利润	4,695	6,669	8,402	10,147	11,733
少数股东损益	(547)	(574)	(712)	(865)	(1,003)
归属股东净利润	4,148	6,095	7,690	9,283	10,729
核心净利润	4,423	6,366	7,690	9,283	10,729
每股盈利(港元)	0.85	1.20	1.53	1.86	2.16
稀释每股盈利(港元)	0.85	1.20	1.53	1.86	2.16
核心每股盈利(港元)	0.90	1.25	1.53	1.86	2.16
股息 (百万港元)	1,237	1,739	2,139	2,628	3,092
每股股息 (港元)	0.25	0.35	0.43	0.53	0.62

现金流

3月31日财年(百万港元)	2017 财年	2018 财年	2019F 财年	2020F 财年	2021F 财年
税前利润	5,902	8,600	10,631	12,882	14,923
折旧和摊销	960	1,174	1,385	1,646	1,872
调整后净利息支出	636	707	981	1,224	1,425
运营资本变动	(1,473)	(1,765)	(2,195)	(3,115)	(3,657)
已付税款	(1,102)	(1,567)	(1,809)	(2,220)	(2,590)
其他	(806)	(703)	(592)	(665)	(732)
经营现金流	4,116	6,446	8,401	9,752	11,241
固定资产处置利得	107	305	183	214	243
资本支出	(2,639)	(6,340)	(9,500)	(8,800)	(8,360)
投资	(927)	(1,166)	—	—	—
已收(已付)净利息	69	100	148	195	238
其他	(722)	(68)	—	—	—
投资现金流	(4,112)	(7,168)	(9,169)	(8,391)	(7,879)
贷款变动	1,430	7,509	7,003	5,603	3,922
股本变动	(539)	—	—	—	—
已付股息	(954)	(1,391)	(1,830)	(2,251)	(2,734)
其他	(458)	(2,210)	(1,465)	(1,842)	(2,159)
融资现金流	(520)	3,908	3,707	1,510	(972)
现金流变动	(516)	3,186	2,939	2,871	2,390
期初现金及现金等价物	5,497	4,725	8,246	11,185	14,057
汇兑变动	(256)	336	—	—	—
期末现金及现金等价物	4,725	8,246	11,185	14,057	16,447
自由现金流	1,477	106	(1,099)	952	2,881

资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

资产负债表

3月31日财年(百万港元)	2017 财年	2018 财年	2019F 财年	2020F 财年	2021F 财年
现金及现金等价物	4,725	8,246	11,185	14,057	16,447
质押存款及受限制现金	518	291	291	291	291
应收账款	6,067	9,019	12,170	15,487	19,371
库存	1,679	3,069	4,318	5,508	6,538
其他流动资产	2,375	4,252	4,568	4,917	5,300
总流动资产	15,363	24,877	32,532	40,259	47,947
固定资产	25,879	34,088	42,316	49,580	56,175
无形资产	6,444	6,983	6,869	6,759	6,652
合营及联营企业投资	9,578	12,348	13,759	15,325	17,048
其他非流动资产	2,958	3,761	3,759	3,781	3,815
总非流动资产	44,859	57,181	66,704	75,446	83,690
总资产	60,222	82,058	99,235	115,705	131,637
短期贷款	10,873	11,079	13,476	15,394	16,736
应付款项	9,650	14,045	18,137	21,535	24,993
其他流动负债	2,056	1,977	1,890	1,840	1,750
总流动负债	22,579	27,102	33,502	38,768	43,479
长期贷款	12,745	21,293	25,900	29,585	32,164
其他非流动负债	951	933	840	840	840
总非流动负债	13,696	22,226	26,739	30,425	33,004
总负债	36,275	49,328	60,242	69,193	76,483
股本	50	50	50	50	50
未分配利润和储备盈余	20,501	28,406	33,957	40,612	48,249
归属股东权益	20,550	28,456	34,007	40,661	48,299
少数股东权益	3,396	4,274	4,986	5,851	6,854
总权益	23,947	32,730	38,994	46,512	55,153
总权益和负债	60,222	82,058	99,235	115,705	131,637

财务比率

3月31日财年	2017 财年	2018 财年	2019F 财年	2020F 财年	2021F 财年
增长 (%)					
营业收入	8.5	65.1	28.8	19.9	18.1
息税折旧及摊销前利润	33.6	49.7	17.4	22.4	16.3
息税前利润	40.0	54.4	17.3	22.9	16.6
净利润	82.5	47.0	26.2	20.7	15.6
核心净利润	19.0	43.9	20.8	20.7	15.6
盈利 (%)					
毛利率	26.2	22.1	20.2	20.1	19.7
息税折旧及摊销前利润率	20.6	18.7	17.0	17.4	17.1
息税前利润率	17.6	16.5	15.0	15.4	15.2
净利润率	13.0	11.5	11.3	11.4	11.1
核心净利率	13.8	12.1	11.3	11.4	11.1
税率	20.5	22.5	21.0	21.2	21.4
周转效率 (天)					
库存周转	22	21	25	28	28
应收账款	64	52	57	62	66
应付款项	141	105	108	111	110
回报及杠杆比率 (%)					
平均资产回报率	7.3	8.6	8.5	8.6	8.7
平均股本回报率	21.6	24.9	24.6	24.9	24.1
净资产负债率	76.7	72.8	71.5	65.9	58.3
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.9	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.6	0.8	0.8	0.9	1.0

港华燃气 | 1083 HK

盈利最直接受益于俄罗斯管道气的首次进口

► 东北燃气项目成新增长点

► 对东北地区天然气供应的改善具最高盈利敏感性

盈利最受益于俄罗斯管道气进口。我们认为港华燃气的盈利对中国东北地区城市燃气销气量和销气利润率的改善最为敏感与直接，我们维持公司表现优于大市的评级。根据我们对 2019F 每股盈利的预测，港华燃气目前的市盈率为 10.9 倍，较其他主要的城市燃气分销商折让 20%，也较过去五年的历史平均水平低约一个标准差。我们维持以贴现现金流为基础的 target 价格 7.40 港元不变，并看到充足的俄罗斯天然气供应对 2020-2025F 年度的盈利预测提供潜在的上升空间。

东北地区燃气项目将成为新的增长驱动力；2018-2022F 年销气量有望达到 24% 的年均复合增长率。截至 2018 年底，港华燃气在黑龙江、吉林及辽宁省拥有 19 个城市燃气项目，占公司总项目数量的 20%。2018 年，来自东北三省的销气量达到 17 亿立方米，占公司总销气量的 17%。随着 2019 年底俄罗斯天然气供应的增加和管道利用率的逐步提高，我们预计该地区的城市燃气销气量和燃气销售利润率将有所提高。港华燃气目标到 2022 年，来自中国东北的销气量将达到 40 亿立方米，年均复合增长率为 24%，显著高于公司的总体销气量 11% 的年均复合增长率。我们估计，到 2022 年，东北地区将占其总销气量的 26%，而目前这一比例为 17%。

更完善的顺价机制有望降低销气毛差风险。今年 3 月，中石油 (857HK，优于大市) 计划在淡季 (4-10 月) 将全国的非居民城市门站价提高 20%。到目前为止只有少部分省份实施了上调(并上调幅度较小)。如果涨价在全国全面展开，我们预计此次顺价将比去年冬天的成本成本传递更为顺利。我们预计，天然气采购成本将在 2019F 年 2 季度同比增加，但环比下降。我们预期港华燃气的销气毛差将维持大致稳定或轻微降低。我们的观点面临的主要风险包括：销气量和/或销气毛差的下降幅度大于预期。

预测与估值

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
收入 (百万港元)	8,760	11,787	13,822	15,535	17,255
同比增长 (%)	22.0	34.6	17.3	12.4	11.1
净利润 (百万港元)	1,365	1,224	1,484	1,651	1,781
同比增长 (%)	40.2	-10.3	21.2	11.3	7.8
稀释每股盈利(港元)	0.50	0.44	0.54	0.60	0.64
同比增长 (%)	37.5	-11.3	21.2	11.3	7.8
市盈率 (倍)	11.7	13.3	10.9	9.8	9.1
每股股息(港元)	0.15	0.15	0.16	0.18	0.20
股息率 (%)	2.6	2.6	2.8	3.1	3.4
市净率 (倍)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.8
股本回报率 (%)	9.3	7.6	8.9	9.3	9.4
净负债率 (%)	41.7	44.4	44.3	41.7	37.9

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

优于大市 (维持)

现价:

5.83 港元

(截至 2019 年 5 月 20 日)

目标价:

► HK\$7.40

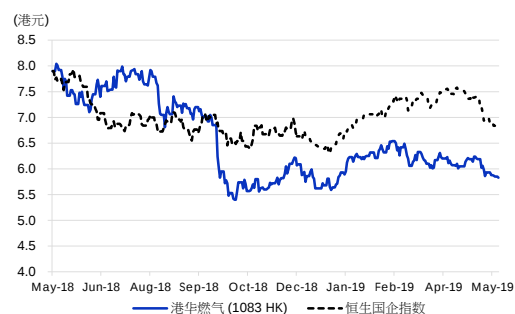
(维持)

交易数据

52 周股价区间	5.25-8.05 港元
市值(百万)	16,382 港元/2,087 美元
已发行股数(百万)	2,810
流通股数比例 (%)	32
3 个月平均日成交量 (百万股)	2
3 个月平均日成交量(百万美元)	1
12 个月预期回报 (%)	27

资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券预测

股价相对恒生国企指数



资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券

股价表现

股价表现	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-4	-11	-26
相对恒生国企指数 (%)	6	-5	-12

资料来源: 彭博通讯社

苏卡

(852) 3911 8242
christso@ccbintl.com

林学海

(852) 3911 8245
felixlam@ccbintl.com

港华燃气 – 盈利敏感性测试分析

核心盈利敏感性分析		2020F 年	2021F 年	2022F 年
现有				
核心盈利	百万港元	1,651	1,781	1,927
零售气销售成本	百万港元	(11,204)	(12,695)	(14,064)
零售销气量	百万立方米	12,752	14,082	15,360
零售气销售成本每 1% 变化				
零售气销售成本	百万港元	(11,092)	(12,569)	(13,923)
核心盈利	百万港元	1,702	1,838	1,991
变化	%	3.1	3.2	3.3
零售销气量每 1% 变化				
零售销气量	百万立方米	12,866	14,210	15,501
核心盈利	百万港元	1,659	1,789	1,937
变化	%	0.5	0.5	0.5

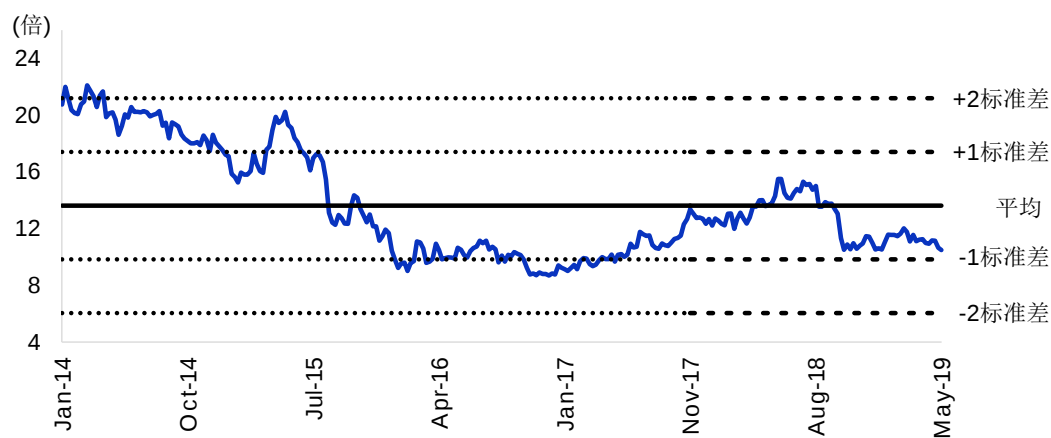
资料来源: 建银国际证券预测

港华燃气 – 关键假设

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
新接驳用户					
新增居民用户接驳量(千)	400	430	437	445	447
变化 (%)	-	7.5	1.7	1.7	0.6
居民用户接驳费(人民币/用户)	3,550	3,663	3,589	3,517	3,447
变化 (%)	2.9	3.2	(2.0)	(2.0)	(2.0)
燃气销售					
总销气量(百万立方米)	8,417	10,004	11,386	12,752	14,082
变化 (%)	18.2	18.9	13.8	12.0	10.4
综合销售均价(人民币/立方米)	3.0	3.2	3.3	3.4	3.4
变化 (%)	1.3	8.3	4.5	0.7	0.7

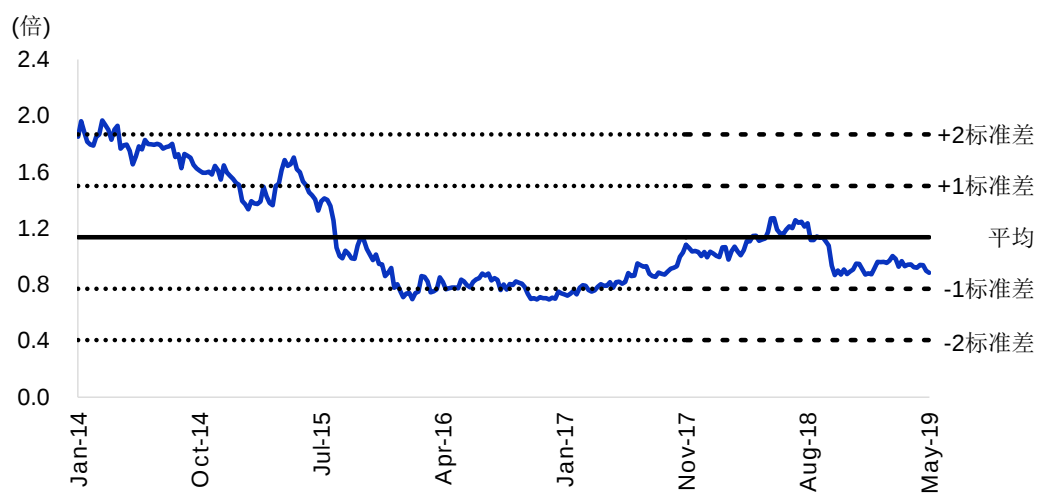
资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

港华燃气 - 12 个月滚动市盈率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券每股核心盈利预测

港华燃气 - 12 个月滚动市净率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测

港华燃气 | 1083 HK – 财务概览

损益表

截至 12 月 31 日 (百万港元)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
接驳费	1,764	2,032	2,026	2,018	1,989
天然气销售及其他	6,996	9,755	11,797	13,517	15,265
收入	8,760	11,787	13,822	15,535	17,255
销售成本	(6,410)	(8,839)	(10,579)	(12,030)	(13,526)
毛利	2,349	2,948	3,244	3,505	3,728
其他收入	233	(78)	104	115	123
营业费用	(1,060)	(1,350)	(1,348)	(1,393)	(1,448)
营业利润	1,523	1,520	2,000	2,227	2,404
利息净收入(支出)	(238)	(297)	(353)	(373)	(407)
合营及联营企业利润	633	670	737	810	875
税前利润	1,918	1,892	2,384	2,664	2,872
所得税费	(405)	(479)	(645)	(726)	(782)
总利润	1,512	1,413	1,738	1,938	2,089
少数股东损益	(147)	(189)	(255)	(286)	(308)
归属股东净利润	1,365	1,224	1,484	1,651	1,781
核心净利润	1,265	1,380	1,484	1,651	1,781
每股盈利(港元)	0.50	0.44	0.54	0.60	0.64
稀释每股盈利(港元)	0.50	0.44	0.54	0.60	0.64
核心每股盈利(港元)	0.46	0.50	0.54	0.60	0.64
股息 (百万港元)	415	422	453	504	544
每股股息 (港元)	0.15	0.15	0.16	0.18	0.20

现金流

截至 12 月 31 日 (百万港元)	2017 年	2018F 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
税前利润	1,918	1,892	2,384	2,664	2,872
折旧和摊销	540	604	644	676	698
调整后净利息支出	233	309	353	373	407
运营资本变动	229	396	290	279	183
已付税款	(319)	(263)	(355)	(400)	(430)
其他	(1,086)	(997)	(1,115)	(1,217)	(1,325)
经营现金流	1,515	1,941	2,200	2,375	2,405
固定资产处置利得	27	23	23	23	23
资本支出	(1,843)	(2,350)	(2,300)	(2,000)	(1,700)
投资	-	-	-	-	-
已收(已付)净利息	24	18	25	34	43
其他	(88)	65	-	-	-
投资现金流	(1,880)	(2,244)	(2,251)	(1,943)	(1,634)
贷款变动	562	725	750	750	500
股本变动	-	-	-	-	-
已付股息	-	-	-	-	-
其他	(325)	(415)	(422)	(453)	(504)
融资现金流	283	-	-	-	-
现金流变动	520	309	328	297	(4)
贷款变动	155	6	277	729	766
期初现金及现金等价物	1,351	1,605	1,611	1,889	2,618
汇兑变动	100	-	-	-	-
期末现金及现金等价物	1,605	1,611	1,889	2,618	3,384
自由现金流	(328)	(409)	(100)	375	705

资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

资产负债表

截至 12 月 31 日 (百万港元)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
现金及现金等价物	1,605	1,611	1,889	2,618	3,384
质押存款及受限制现金	121	56	56	56	56
应收账款	1,393	1,833	1,942	2,199	2,442
库存	637	575	657	747	840
其他流动资产	407	408	260	199	162
总流动资产	4,163	4,485	4,804	5,819	6,884
固定资产	15,060	15,914	18,552	19,920	20,965
无形资产	6,348	6,015	6,301	6,278	6,254
合营及联营企业投资	6,342	6,530	7,407	8,372	9,414
其他非流动资产	863	1,071	1,025	992	967
总非流动资产	28,612	29,530	33,285	35,561	37,600
总资产	32,775	34,015	38,089	41,380	44,484
短期贷款	3,757	2,808	3,028	3,248	3,394
应付款项	5,173	2,080	3,970	5,056	6,159
其他流动负债	992	1,074	1,185	1,309	1,409
总流动负债	9,922	5,962	8,183	9,612	10,962
长期贷款	5,072	6,721	7,251	7,781	8,136
其他非流动负债	583	3,562	3,777	3,869	3,932
总非流动负债	5,655	10,283	11,028	11,650	12,068
总负债	15,577	16,245	19,211	21,263	23,030
股本	277	281	277	277	277
未分配利润和储备盈余	15,568	15,948	16,979	18,126	19,363
归属股东权益	15,845	16,229	17,256	18,403	19,640
少数股东权益	1,353	1,540	1,622	1,715	1,815
总权益	17,198	17,769	18,878	20,118	21,455
总权益和负债	32,775	34,015	38,089	41,380	44,484

财务比率

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
增长 (%)					
营业收入	22.0	34.6	17.3	12.4	11.1
息税前利润及摊销前利润	32.1	2.9	24.5	9.8	6.8
息税前利润	43.3	(0.2)	31.6	11.4	7.9
净利润	40.2	(10.3)	21.2	11.3	7.8
核心净利润	22.3	9.1	7.5	11.3	7.8
盈利 (%)					
毛利率	26.8	25.0	23.5	22.6	21.6
息税折旧摊销前利润率	23.6	18.0	19.1	18.7	18.0
息税前利润率	17.4	12.9	14.5	14.3	13.9
净利润率	15.6	10.4	10.7	10.6	10.3
核心净利率	14.4	11.7	10.7	10.6	10.3
税率	21.1	25.3	27.1	27.3	27.2
周转效率 (天)					
库存周转	32	25	21	21	21
应收账款	54	50	50	49	49
应付款项	271	150	104	137	151
回报及杠杆比率 (%)					
平均资产回报率	4.5	3.7	4.1	4.2	4.1
平均股本回报率	9.3	7.6	8.9	9.3	9.4
净资产负债率	41.7	44.4	44.3	41.7	37.9
派息比率	30.1	34.4	30.5	30.5	30.5
流动性(倍)					
流动比率	0.4	0.8	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.7	0.5	0.5	0.6

华润燃气 | 1193 HK

优质的长线选择

► 市场波动性增加有助股价表现持续优于大市

► 稳健的东北地区扩张战略

充满杂音的市场中，最具防守性的选择。 华润燃气是今年至今唯一表现优于恒生国企指数的燃气公用股。公司拥有在同侪中最出色和稳健的资产负债表和现金流。公司目前的净现金头寸以及在 2018-2020F 年间以 33% 年均复合率增长的自由现金流，有助公司在未来几年内持续并继续增加派息比例。我们维持华润燃气优于大市的评级以及以贴现现金流为基础 44.00 港元的目标价。

稳健的东北地区并购战略。 截止 2018 年，华润燃气在东北地区共有 31 个城市燃气项目，占燃气项目总数的 13%。该地区项目共销售了 5.4 亿立方米天然气，占去年总销气量的 2%。鉴于公司对项目回报相对严格的要求，华润燃气在收购中国东北地区的城市燃气项目时一直持谨慎态度。2018 年 7 月，基于其大连项目缺乏天然气供应、购气成本较高以及下游燃气基础设施发展不完善，华润燃气将其项目的 40% 的股份出售予母公司。公司认为该地区仍有非常高的发展潜力，倘若盈利好转，该公司将重新考虑回购该项目。

公司维持全年销气量目标不变，尽管今年至今增速略低于预期。 华润燃气在 2019 年首 4 月录得 14-15% 的销气量增长，从 1 月到 4 月增速每月呈递减趋势。本年迄今的现行增速略低于公司在 2019F 年目标不低于 20% 的销气量增长目标。迄今为止，华润燃气仍保持其目标不变，但我们预计将在中期业绩后公司有可能降低其销气量增速目标。公司已将 2018 年居民和非居民门站价格的大部分成本上涨成功转嫁出去。我们预计如果淡季门站价格上涨在全国实现，公司相对较容易转嫁此次的成本上升予终端用户。我们在 2019-2021F 的盈利预测模型中已考虑了天然气销售利润率下降的风险。

预测与估值

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
收入 (百万港元)	39,838	51,165	61,506	70,188	79,012
同比增长 (%)	21.0	28.4	20.2	14.1	12.6
净利润 (百万港元)	3,636	4,517	5,176	5,749	6,329
同比增长 (%)	10.5	24.2	14.6	11.1	10.1
稀释每股盈利(港元)	1.67	2.07	2.33	2.58	2.85
同比增长 (%)	10.4	24.2	12.2	11.1	10.1
市盈率 (倍)	21.5	17.6	15.5	13.9	12.7
每股股息(港元)	0.55	0.77	0.99	1.20	1.43
股息率 (%)	1.5	2.1	2.7	3.3	4.0
市净率 (倍)	3.6	3.3	3.0	2.7	2.4
股本回报率 (%)	18.4	19.3	20.2	20.1	20.0
净负债率 (%)	3.5	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

优于大市 (维持)

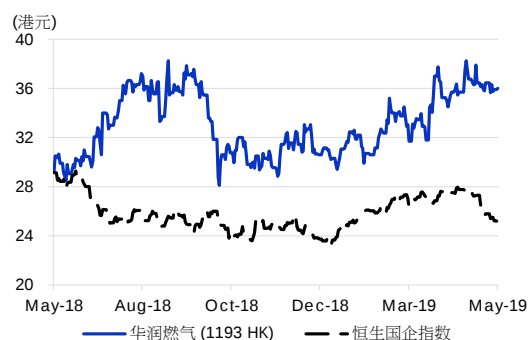
现价: **36.00 港元** 目标价: **44.00 港元**
(截至 2019 年 5 月 20 日) (维持)

交易数据

52 周股价区间	27.40-40.00 港元
市值(百万)	79,620 港元/10,200 美元
已发行股数(百万)	2,224
流通股数比例 (%)	36
3 个月平均日成交量 (百万股)	4
3 个月平均日成交量(百万美元)	17
12 个月预期回报 (%)	22

资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券预测

股价相对恒生国企指数



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券

股价表现

股价表现	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	1	2	24
相对恒生国企指数 (%)	10	8	37

资料来源: 彭博通讯社

苏卡

(852) 3911 8242
christso@ccbintl.com

林学海

(852) 3911 8245
felixlam@ccbintl.com

华润燃气 – 盈利敏感性测试分析

核心盈利敏感性分析		2020F 年	2021F 年	2022F 年
现有				
核心盈利	百万港元	5,749	6,329	6,990
零售气销售成本	百万港元	(45,679)	(52,634)	(59,155)
零售销气量	百万立方米	33,737	38,603	43,386
零售气销售成本每 1% 变化				
零售气销售成本	百万港元	(45,222)	(52,107)	(58,563)
核心盈利	百万港元	5,985	6,601	7,295
变化	%	4.1%	4.3%	4.4%
零售销气量每 1% 变化				
零售销气量	百万立方米	34,033	38,947	43,778
核心盈利	百万港元	5,777	6,361	7,027
变化	%	0.5%	0.5%	0.5%

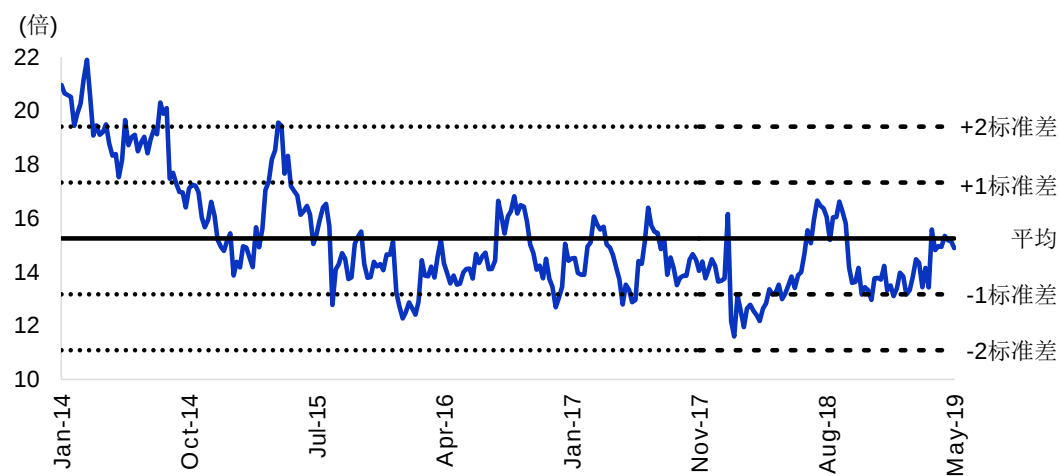
资料来源: 建银国际证券预测

华润燃气 – 关键假设

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
新接驳用户					
新增居民用户接驳量(千)	2.08	2.24	2.32	2.39	2.46
变化 (%)	16.9	7.9	3.2	3.2	3.1
居民用户接驳费(人民币/用户)	2,940	2,892	2,849	2,820	2,792
变化 (%)	-1.0	-1.6	-1.5	-1.0	-1.0
燃气销售					
总销气量(百万立方米)	19,667	24,278	28,991	33,737	38,603
变化 (%)	20.9	23.4	19.4	16.4	14.4
燃气销售毛利率(%)	22.1	22.4	22.0	21.6	21.2
变化 (%)	-5.1ppt	+0.3ppt	-0.4ppt	-0.4ppt	-0.4ppt
综合销售均价(人民币/立方米)					
- 居民	2.28	2.38	2.42	2.47	2.50
变化 (%)	2.0	4.0	2.0	2.0	1.0
- 工商业	2.47	2.60	2.73	2.73	2.73
变化 (%)	-3.0	5.0	5.0	0.0	0.0
- CNG/LNG	2.94	3.08	3.24	3.24	3.24
变化 (%)	-5.0	5.0	5.0	0.0	0.0

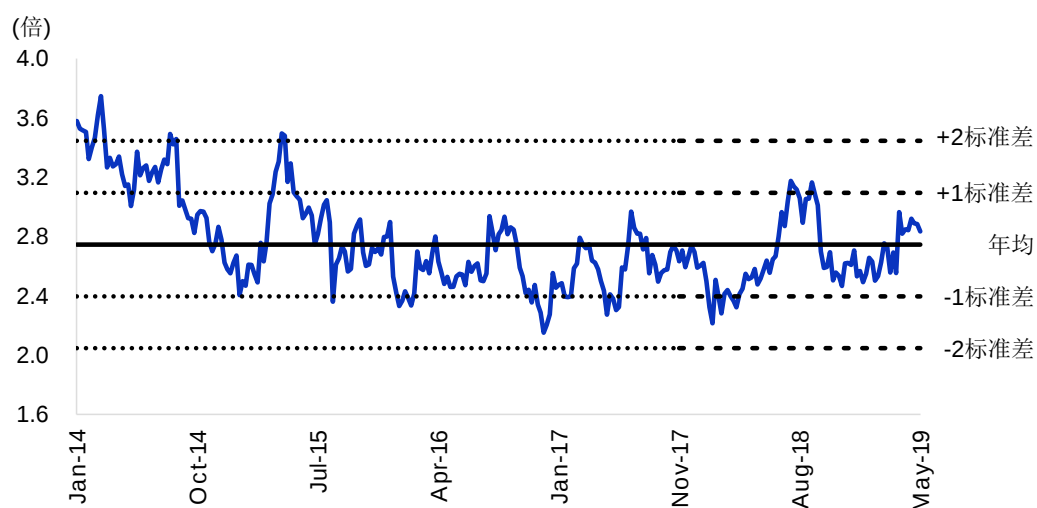
资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

华润燃气 - 12 个月滚动市盈率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券每股核心盈利预测

华润燃气 - 12 个月滚动市净率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测

华润燃气 | 1193 HK – 财务概览

损益表

截至 12 月 31 日 (百万港元)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
接驳费	8,927	9,943	10,524	10,787	11,051
天然气销售	29,082	40,209	49,916	58,286	66,798
其他	1,829	1,014	1,065	1,114	1,163
收入	39,838	51,165	61,506	70,188	79,012
销售成本	(27,922)	(37,544)	(45,694)	(52,674)	(59,875)
毛利	11,916	13,622	15,812	17,513	19,137
其他收入	460	613	670	730	795
营业费用	(6,319)	(6,962)	(8,050)	(8,845)	(9,595)
营业利润	6,056	7,273	8,432	9,399	10,338
利息净收入(支出)	(248)	(135)	(114)	(107)	(59)
合营及联营企业利润	787	807	876	946	1,016
税前利润	6,596	7,944	9,194	10,237	11,295
所得税费	(1,703)	(1,989)	(2,321)	(2,592)	(2,868)
总利润	4,893	5,955	6,873	7,645	8,427
少数股东损益	(1,257)	(1,438)	(1,697)	(1,896)	(2,098)
归属股东净利润	3,636	4,517	5,176	5,749	6,329
核心净利润	3,647	4,508	5,176	5,749	6,329
每股盈利(港元)	1.67	2.07	2.33	2.58	2.85
稀释每股盈利(港元)	1.67	2.07	2.33	2.58	2.85
核心每股盈利(港元)	1.67	2.07	2.33	2.58	2.85
股息 (百万港元)	1,198	1,706	2,191	2,663	3,185
每股股息 (港元)	0.55	0.77	0.99	1.20	1.43

现金流

截至 12 月 31 日 (百万港元)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
税前利润	6,596	7,944	9,194	10,237	11,295
折旧和摊销	1,646	1,867	2,096	2,348	2,589
调整后净利息支出	221	172	114	107	59
非现金项目调整	(28)	-	-	-	-
运营资本变动	1,764	1,245	1,770	2,358	3,493
已付税款	(1,700)	(1,989)	(2,321)	(2,592)	(2,868)
其他	(721)	(807)	(876)	(946)	(1,016)
经营现金流	7,779	8,433	9,977	11,513	13,552
固定资产处置利得	161	398	418	439	461
资本支出	(4,366)	(5,800)	(7,270)	(7,000)	(6,650)
已收(已付)净利息	258	288	274	263	293
其他	3,738	(1,141)	(1,824)	(1,987)	(2,153)
投资现金流	(209)	(6,255)	(8,402)	(8,286)	(8,049)
贷款变动	(862)	(2,657)	(500)	(500)	(500)
股本变动	-	-	-	-	-
已付股息	(980)	(1,198)	(1,712)	(2,191)	(2,663)
其他	(1,315)	1,781	(374)	(356)	(338)
融资现金流	(3,157)	(2,074)	(2,586)	(3,047)	(3,502)
现金流变动	4,413	104	(1,010)	181	2,001
期初现金及现金等价物	5,501	10,356	10,393	9,382	9,563
汇兑变动	425	-	-	-	-
期末现金及现金等价物	10,338	10,460	9,382	9,563	11,564
自由现金流	3,413	2,633	2,707	4,513	6,902

资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

资产负债表

截至 12 月 31 日 (百万港元)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
现金及现金等价物	10,356	10,393	9,382	9,563	11,564
质押存款及受限制现金	12	8	8	8	8
应收账款	9,463	10,965	13,181	15,322	17,249
库存	595	940	974	1,123	1,276
其他流动资产	2,348	2,722	2,801	2,801	2,801
总流动资产	22,773	25,027	26,345	28,816	32,897
固定资产	28,608	30,919	37,852	42,564	46,683
无形资产	1,936	1,903	1,797	1,738	1,682
合营及联营企业投资	13,046	12,949	13,387	13,860	14,367
其他非流动资产	2,400	2,775	2,726	2,713	2,708
总非流动资产	45,991	48,545	55,762	60,875	65,441
总资产	68,764	73,572	82,107	89,691	98,338
短期贷款	5,328	2,635	2,179	1,722	7,089
应付款项	13,242	18,486	22,630	26,022	30,128
其他流动负债	13,442	13,127	13,772	13,975	14,391
总流动负债	32,011	34,247	38,580	41,718	51,608
长期贷款	6,039	6,075	6,031	5,988	121
其他非流动负债	1,544	1,641	1,714	1,790	1,803
总非流动负债	7,584	7,716	7,745	7,778	1,923
总负债	39,594	41,963	46,325	49,496	53,531
股本	222	222	222	222	222
未分配利润和储备盈余	21,770	23,859	26,844	29,929	33,073
归属股东权益	21,993	24,081	27,066	30,152	33,296
少数股东权益	7,177	7,527	8,716	10,043	11,511
总权益	29,169	31,608	35,782	40,195	44,807
总权益和负债	68,764	73,572	82,107	89,691	98,338

财务比率

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
增长 (%)					
营业收入	21.0	28.4	20.2	14.1	12.6
息税折旧及摊销前利润	9.8	18.7	15.2	11.6	10.0
息税前利润	5.7	20.1	15.9	11.5	10.0
净利润	10.5	24.2	14.6	11.1	10.1
核心净利润	9.5	23.6	14.8	11.1	10.1
盈利 (%)					
毛利率	29.9	26.6	25.7	25.0	24.2
息税折旧及摊销前利润率	19.3	17.9	17.1	16.7	16.4
息税前利润率	15.2	14.2	13.7	13.4	13.1
净利润率	9.1	8.8	8.4	8.2	8.0
核心净利率	9.2	8.8	8.4	8.2	8.0
税率	25.8	25.0	25.2	25.3	25.4
周转效率 (天)					
库存周转	7	7	8	7	7
应收账款	80	73	72	74	75
应付款项	109	113	122	127	130
回报及杠杆比率 (%)					
平均资产回报率	5.7	6.3	6.6	6.7	6.7
平均股本回报率	18.4	19.3	20.2	20.1	20.0
净资产负债率	3.5	净现金	净现金	净现金	净现金
派息比率	32.9	37.1	42.3	46.3	50.3
流动性(倍)					
流动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6

天伦燃气 | 1600 HK

多个增长引擎

- ▶ 农村煤改气和强劲的销气量增长是 2019F 的盈利驱动因素；俄气供应为 2020-2025F 的销气量及利润率带来潜在上行空间
- ▶ 强劲的增长，具有吸引力的估值和股息率

农村煤改气仍然是近期的驱动力，俄罗斯天然气供应增加为其东北部项目的销气量和利润率带来潜在的上升空间。我们相信农村煤改气仍将是天伦燃气在 2019F 的主要盈利驱动因素。我们预计公司将在今年完成 6 万户农村家庭的接驳，同比增长 57%。截至 2018 年，天伦燃气在吉林省拥有 10 个燃气项目，占其现有燃气项目总数的 17%。2018 年，来自吉林省的天然气销量占公司总销气量不到 10%。我们相信，中俄天然气管道东线利用率的逐步提高将推动天伦燃气在 2020-2025F 年间东北三省项目的销气量和利润改善。

尽管经济疲软，销气量增长仍在继续加速。天伦 2018 年零售销气量同比增长 24%。尽管今年至今经济有放缓趋势，但在 2019 年首 4 月，公司的销气量同比仍录得不错增长并继续加速至 36%。我们将销气量递增趋势归因于 4 月份天然气价格较 1-3 月下降（冬季高峰期间价格曾上涨 20-40%）。到目前为止，该公司在河南省已收到 6.5% 的淡季管制气门站价格上涨（占总销气量的平均 80-85%），而公司在其他省份目前仍未看到同类价格上调。

估值吸引和不断增加的股息。天伦燃气的估值似乎颇具吸引力，其 2019F 年的市盈率只有 6.8 倍，而股息率接近 4%。我们维持对公司优于大市的评级，并维持我们的以贴现现金流为基础的目标价 13.50 港元不变。对应我们的观点主要下行风险包括农村煤改气的施工速度慢于预期和股权筹资活动。

预测与估值

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
收入 (百万港元)	3,109	5,113	6,661	8,025	9,406
同比增长 (%)	15.4	64.5	30.3	20.5	17.2
净利润 (百万港元)	404	569	914	1,128	1,302
同比增长 (%)	29.0	40.8	60.6	23.4	15.4
稀释每股盈利(港元)	0.47	0.68	1.09	1.34	1.55
同比增长 (%)	29.4	43.3	60.9	23.1	15.7
市盈率 (倍)	15.6	10.9	6.8	5.5	4.8
每股股息(港元)	0.12	0.18	0.29	0.36	0.42
股息率 (%)	1.6	2.5	4.0	4.9	5.6
市净率 (倍)	2.3	1.9	1.5	1.3	1.0
股本回报率 (%)	15.5	18.9	25.2	25.3	24.1
净负债率 (%)	102.3	122.5	104.4	89.9	75.3

资料来源: 公司数据, 建银国际证券预测

优于大市 (维持)

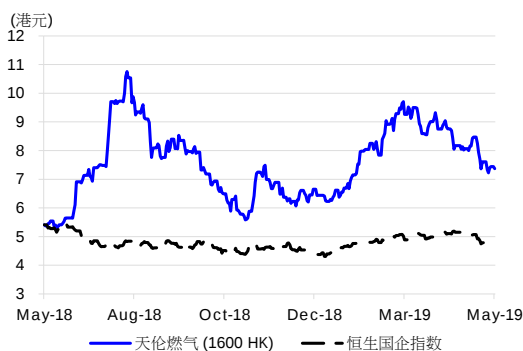
现价: **7.37 港元** 目标价: **13.50 港元**
(截至 2019 年 5 月 20 日) (维持)

交易数据

52 周股价区间	5.29-10.90 港元
市值(百万)	7,293 港元 / 929 美元
已发行股数(百万)	990
流通股数比例 (%)	37
3 个月平均日成交量 (百万股)	2
3 个月平均日成交量(百万美元)	2
12 个月预期回报 (%)	83

资料来源: 彭博通讯, 建银国际证券预测

股价相对恒生国企指数



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券

股价表现

股价表现	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-10	-14	36
相对恒生国企指数 (%)	0	-9	50

资料来源: 彭博通讯社

苏卡

(852) 3911 8242
christso@ccbintl.com

林学海

(852) 3911 8245
felixlam@ccbintl.com

天伦燃气 – 盈利敏感性测试分析

核心盈利敏感性分析		2020F 年	2021F 年	2022F 年
现有				
核心盈利	百万港元	1,128	1,302	1,221
零售气销售成本	百万港元	(2,943)	(3,558)	(4,151)
零售销气量	百万立方米	1,237	1,485	1,741
零售气销售成本每 1% 变化				
零售气销售成本	百万港元	(2,913)	(3,523)	(4,109)
核心盈利	百万港元	1,149	1,327	1,250
变化	%	1.8	1.9	2.4
零售销气量每 1% 变化				
零售销气量	百万立方米	1,248	1,499	1,758
核心盈利	百万港元	1,132	1,307	1,227
变化	%	0.4	0.4	0.4

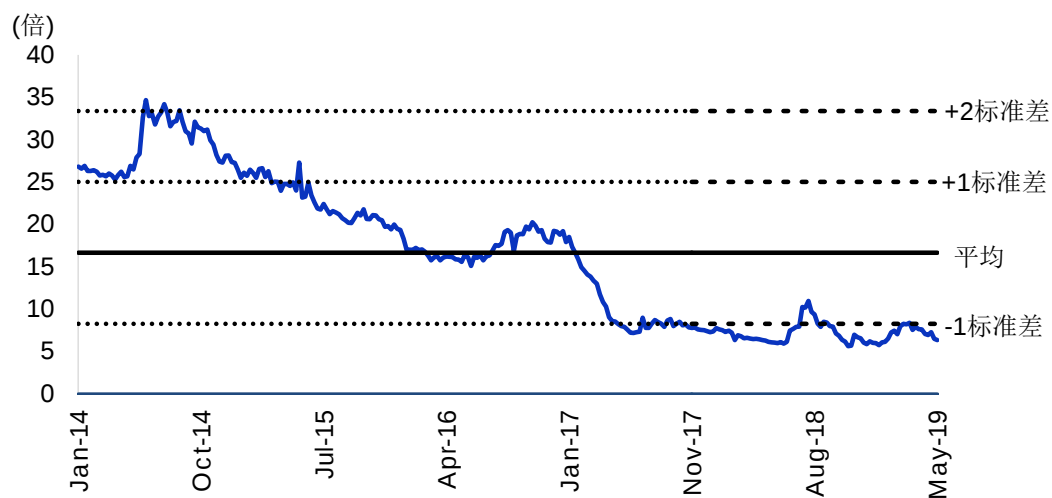
资料来源: 建银国际证券预测

天伦燃气 – 关键假设

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
新接驳用户					
新增城市居民用户接驳量	206,237	235,911	252,420	265,041	272,993
变化 (%)	0.9	14.4	7.0	5.0	3.0
新增农村居民用户接驳量	-	382,591	600,000	787,500	945,000
变化 (%)	0	0	56.8	31.3	20.0
城市居民用户接驳费(人民币/用户)	2,550	2,645	2,645	2,645	2,645
变化 (%)	0.0	3.7	0	0.0	0.0
农村居民用户接驳费(人民币/用户)	-	2,727	2,727	2,727	2,727
变化 (%)	0	0	0	0	0
燃气销售					
总销气量(百万立方米)	1,064	1,292	1,555	1,845	2,175
变化 (%)	15.9	21.5	20.4	18.6	17.9
零售销气量(百万立方米)	650	805	1,010	1,237	1,485
变化 (%)	33.2	23.8	25.5	22.4	20.0
综合销售均价(人民币/立方米)	2.28	2.50	2.62	2.63	2.65
变化 (%)	1.5	9.4	4.8	0.6	0.6

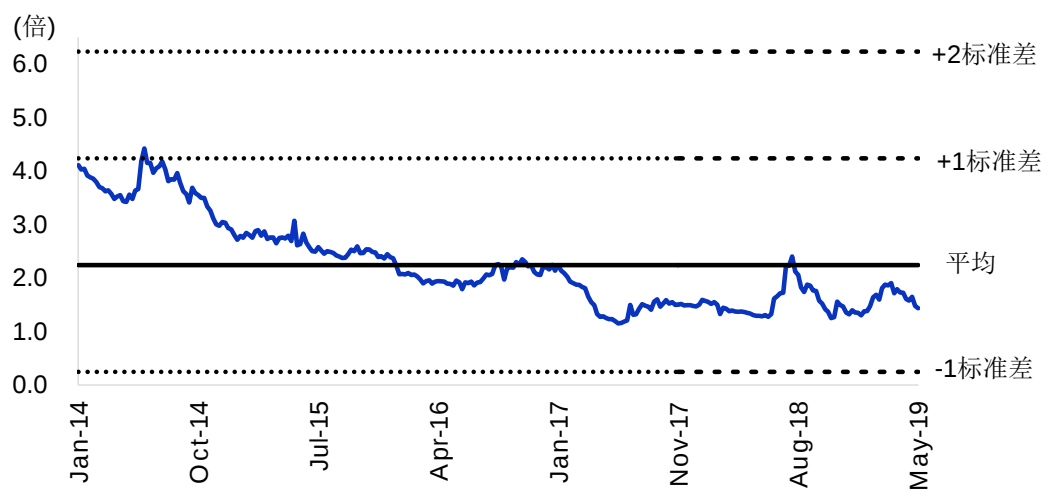
资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

天伦燃气 - 12个月滚动市盈率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券每股核心盈利预测

天伦燃气 - 12个月滚动市净率 通道



资料来源: 彭博通讯社, 建银国际证券预测

天伦燃气 | 1600 HK –财务概览

损益表

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
天然气销售	1,604	2,318	2,854	3,501	4,218
接驳费	620	1,748	2,415	2,956	3,398
长输管线	824	909	1,218	1,357	1,540
其他	61	137	174	212	249
收入	3,109	5,113	6,661	8,025	9,406
销售成本	(2,341)	(3,685)	(4,843)	(5,900)	(7,012)
毛利	768	1,428	1,818	2,126	2,394
其他收入	32.5	13.2	10.4	8.3	6.6
营业费用	(164)	(208)	(240)	(263)	(286)
营业利润	637	1,233	1,588	1,871	2,115
利息净收入(支出)	(84)	(323)	(274)	(288)	(296)
合营及联营企业利润	23	(45)	(13)	20	30
税前利润	576	865	1,300	1,602	1,849
所得税费	(147)	(264)	(339)	(418)	(482)
总利润	429	600	961	1,185	1,367
少数股东损益	(25)	(31)	(47)	(57)	(65)
归属股东净利润	404	569	914	1,128	1,302
核心净利润	320	677	914	1,128	1,302
每股盈利(港元)	0.47	0.68	1.09	1.34	1.55
稀释每股盈利(人民币)	0.41	0.57	0.92	1.13	1.31
股息 (百万人民币)	101	152	244	301	348
每股股息 (港元)	0.12	0.18	0.29	0.36	0.42

现金流

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
税前利润	576	865	1,300	1,602	1,849
折旧和摊销	188	185	202	220	235
调整后净利息支出	84	323	274	288	296
非现金项目调整	(39)	—	—	—	—
运营资本变动	0	(70)	(361)	(585)	(594)
已付税款	(137)	(264)	(339)	(418)	(482)
其他	(231)	(312)	(403)	(451)	(490)
经营现金流	442	727	673	656	814
固定资产处置利得	25	—	—	—	—
资本支出	(885)	(400)	(700)	(630)	(573)
已收(已付)净利息	35.9	61.1	54.8	75.3	93.4
其他	(5)	(1,450)	—	—	—
投资现金流	(828)	(1,789)	(645)	(555)	(480)
贷款变动	279	1,551	775	620	496
股本变动	—	—	—	—	—
已付股息	(78)	(76)	(184)	(264)	(318)
其他	123	(15)	(23)	(28)	(32)
融资现金流	325	1,460	568	329	147
现金流变动	(62)	398	596	430	481
期初现金及现金等价物	755	678	1,076	1,672	2,102
汇兑变动	(15)	—	—	—	—
期末现金及现金等价物	678	1,076	1,672	2,102	2,583
自由现金流	(443)	327	(27)	26	241

资料来源: 公司数据 · 建银国际证券预测

资产负债表

截至 12 月 31 日 (百万人民币)	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
现金及现金等价物	678	1,076	1,672	2,102	2,583
质押存款及受限制现金	23	278	278	278	278
应收账款	667	1,673	2,819	3,510	4,090
库存	47	200	311	497	731
其他流动资产	300	305	305	305	305
总流动资产	1,714	3,532	5,385	6,693	7,988
固定资产	2,354	2,679	3,227	3,712	4,121
无形资产	3,408	3,787	3,261	3,192	3,127
合营及联营企业投资	502	857	843	863	893
其他非流动资产	495	580	594	614	631
总非流动资产	6,758	7,902	7,926	8,382	8,772
总资产	8,472	11,434	13,311	15,075	16,761
短期贷款	969	1,608	1,838	2,023	2,170
应付款项	528	1,245	1,388	1,485	1,580
其他流动负债	402	614	762	871	905
总流动负债	1,898	3,467	3,989	4,379	4,655
长期贷款	2,898	3,810	4,355	4,791	5,140
其他非流动负债	558	613	637	662	688
总非流动负债	3,456	4,423	4,992	5,453	5,829
总负债	5,354	7,890	8,981	9,832	10,484
股本	8	8	8	8	8
未分配利润和储备盈余	2,770	3,242	4,003	4,887	5,888
归属股东权益	2,778	3,250	4,012	4,896	5,896
少数股东权益	339	294	318	347	381
总权益	3,118	3,544	4,330	5,243	6,277
总权益和负债	8,472	11,434	13,311	15,075	16,761

财务比率

截至 12 月 31 日	2017 年	2018 年	2019F 年	2020F 年	2021F 年
增长 (%)					
营业收入	15.4	64.5	30.3	20.5	17.2
息税前利润	5.7	71.8	26.2	16.8	12.4
息税前利润	4.8	93.6	28.8	17.8	13.1
净利润	29.0	40.8	60.6	23.4	15.4
核心净利润	6.1	111.5	35.0	23.4	15.4
盈利 (%)					
毛利率	24.7	27.9	27.3	26.5	25.5
息税前利润	26.5	27.7	26.9	26.0	25.0
息税前利润率	20.5	24.1	23.8	23.3	22.5
净利润率	13.0	11.1	13.7	14.1	13.8
核心净利率	10.3	13.2	13.7	14.1	13.8
税率	25.5	30.6	26.1	26.1	26.1
周转效率 (天)					
库存周转	7	12	19	25	32
应收账款	75	76	110	130	134
应付款项	82	88	99	89	80
回报及杠杆比率 (%)					
平均资产回报率	4.9	5.5	7.3	7.8	8.0
平均股本回报率	15.5	18.9	25.2	25.3	24.1
净资产负债率	102.3	122.5	104.4	89.9	75.3
流动性(倍)					
流动比率	0.9	1.0	1.3	1.5	1.7
速动比率	0.9	1.0	1.3	1.4	1.6

评级定义：

优于大市 — 于未来 12 个月预期回报为高于 10%

中性 — 于未来 12 个月预期回报在 -10% 至 10% 之间

弱于大市 — 于未来 12 个月预期回报低于 -10%

分析师证明：

本文作者谨此声明：(i) 本文发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本文发表的特定建议或观点有关；(iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。本文作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本文发行日期之前的 30 个日历日内曾买卖或交易过本文所提述的股票，或在本文发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的关联人士并非本文提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明：

本文由建银国际证券有限公司编写。建银国际证券有限公司为建银国际（控股）有限公司（「建银国际控股」）和中国建设银行股份有限公司（「建行」）全资附属公司。本文内容之信息相信从可靠之来源所得，但建银国际证券有限公司，其关联公司及 / 或附属公司（统称「建银国际证券」）不对任何人士或任何用途就本文信息的完整性或准确性或适切性作出任何形式担保、陈述及保证（不论明示或默示）。当中的意见及预测为我们于本文日的判断，并可更改，而无需事前通知。建银国际会酌情更新其研究报告，但可能会受到不同监管的阻碍。除个别行业报告为定期出版，大多数报告均根据分析师的判断视情况不定期出版。预测、预期及估值在本质上是推理性的，且可能以一系列偶发事件为基础。读者不应将本文中的任何预测、预期及估值视为建银国际证券或以其名义作出的陈述或担保，或认为该等预测、预期或估值，或基本假设将实现。投资涉及风险，过去的表现并不反映未来业绩。本文的信息并非旨在对任何有意投资者构成或被视为法律、财务、会计、商业、投资、税务或任何专业意见，因此不应因而作为依据。本文仅作参考资讯用途，在任何司法管辖权下的地方均不应被视为购买或销售任何产品、投资、证券、交易策略或任何类别的金融工具的要约或招揽。建银国际不对收件人就本报告中涉及的证券的可用性（或相关投资）做任何陈述。本文中提及的证券并非适合在所有司法管辖权下的地方或对某些类别的投资者进行销售。建银国际证券及其它任何人仕对使用本文或其内容或任何与此相关产生的任何其它情况所引发的任何损害或损失（不论直接的、间接的、偶然的、示范性的、补偿性的、惩罚性的、特殊的或相应发生的）概不负上任何形式的责任。本文所提及的证券、金融工具或策略并不一定适合所有投资者。本文作出的意见及建议并没有考虑有意投资者的财政情况、投资目标或特殊需要，亦非拟向有意投资者作出特定证券、金融工具及策略的建议。本文的收件人应仅将本文作为其做出投资决定时的其中一个考虑因素，并应自行对本文所提及的公司之业务、财务状况及前景作出独立的调查。读者应审慎注意 (i) 本文所提及的证券的价格和价值以及来自该等证券的收益可能有所波动；(ii) 过去表现不反应未来业绩；(iii) 本文中的任何分析、评级及建议为长期性质的（至少 12 个月），且与有关证券或公司可能出现的表现的短期评估无关联。在任何情况下，未来实际业绩可能与本文所作的任何前瞻性声明存在重大分歧；(iv) 未来回报不受保证，且本金可能受到损失；以及 (v) 汇率波动可能对本文提及的证券或相关工具的价值、价格或收益产生不利影响。应注意的是，本文仅覆盖此处特定的证券或公司，且不会延伸至此外的衍生工具，该等衍生工具的价值可能受到诸多因素的影响，且可能与相关证券的价值无关。该等工具的交易存在风险，并不适合所有投资者。尽管建银国际证券已采取合理的谨慎措施确保本文内容提及的事实属正确、而前瞻性声明、意见及预期均基于公正合理的假设上，建银国际证券不能对该等事实及假设作独立的复核，且建银国际证券概不对其准确性、完整性或正确性负责，亦不作任何陈述或保证（不论明示或默示）。除非特别声明，本文提及的证券价格均为当地市场收盘价及仅供参考而已。没有情况表明任何交易可以或可能依照上述价格进行，且任何价格并不须反映建银国际证券的内部账簿及记录或理论性模型基础的估值，且可能基于某些假设。不同假设可能导致显著不同的结果。任何此处归于第三方的声明均代表了建银国际对由该第三方公开或通过认购服务提供的数据、信息以及/或意见的阐释，且此用途及阐释未被第三方审阅或核准。除获得所涉及到的第三方书面同意外，禁止以任何形式复制或分发该等第三方的资料内容。收件人须对本文所载之信息的相关性、准确性及足够性作其各自的判断，并在认为有需要或适当时就作出独立调查。收件人如对本文内容有任何疑问，应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。

使用超链接至本文提及的其它网站或资源（如有）的风险由使用者自负。这些链接仅以方便和提供信息为目的，且该等网站内容或资源不构成本文的一部分。该等网站提供的内容、精确性、意见以及其它链接未经过建银国际证券的调查、核实、监测或核准。建银国际证券明确拒绝为该等网站出现的信息承担任何责任，且不对其完整性、准确性、适当性、可用性、安全性作任何担保、陈述及保证（不论明示或默示）。在进行任何线上或线下访问或与这些第三方进行交易前，使用者须对该等网站全权负责查询、调查和作风险评估。使用者对自身通过或在该等网站上进行的活动自负风险。建银国际证券对使用者可能转发或被要求通过该等网站向第三方提供的任何信息的安全性不做担保。使用者已被认为不可不撤销地放弃就访问或在该等

网站上进行互动所造成的损失向建银国际证券索赔。

与在不同时间或在不同市场环境下覆盖的其它证券相比，建银国际根据要求可能向个别客户提供专注于特定证券前景的专门的研究产品或服务。虽然在此情况下表达的观点可能不总是与分析师出版的研究报告中的长期观点一致，但建银国际证券有防止选择性披露的程序，并在观点改变时向相关读者更新。建银国际证券亦有辨别和管理与研究业务及服务有关联的潜在利益冲突的程序，亦有中国墙的程序确保任何机密及/或价格敏感信息可被恰当处理。建银国际证券将尽力遵守这方面的相关法律和法规。但是，收件者亦应注意中国建设银行、建银国际证券及其附属机构以及/或其高级职员、董事及雇员可能会与本文所提及的证券发行人进行业务往来，包括投行业务或直接投资业务，或不时自行及/或代表其客户持有该等证券（或在任何相关的投资中）的权益（和/或迟后增加或处置）。因此，投资者应注意建银国际证券可能存在影响本文客观性的利益冲突，而建银国际证券将不会因此而负上任何责任。此外，本文所载信息可能与建银国际证券关联人士，或中国建设银行的其它成员，或建银国际控股集团公司发表的意见不同或相反。

本文仅为建银国际证券的机构或专业客户提供信息，且不应分发给零售客户。如任何司法管辖权区的法例或条例禁止或限制建银国际证券向您提供本文，您并非本文的目标发送对象。在阅读本文前，您应确认建银国际证券根据有关法例和条例可向您提供有关投资的研究资料，且您被允许并有资格接收和阅读本文。尤其本文只可分发给依据美国证券法许可建银国际证券分发的指定美国人士，但不能以其它方式直接或间接分发或传送至美国或任何其他美国人士。任何本文接收者中的美国人士（根据美国《交易法》或 1986 年《美国国内税收法（修订）》的定义），如希望根据此处提供的信息进行任何证券买卖或相关金融工具的交易，则此类交易仅限转交与，且仅应通过建银国际海外（美国）公司进行。除非根据适用法律，本文同样不能直接或间接分发或传送至日本和加拿大，及中国境内的公众人士（就本文而言，不包括香港、澳门及台湾）。

严禁以任何方式擅自将本研究报告的全部或任何部分再复制或分发给任何人士，建银国际证券对第三方再分发本研究报告的行为不承担任何责任。

若本文已经通过电子途径，如电子邮件分发，那该途径并非保证安全或无误，因为信息可能被拦截、损坏、丢失、破坏、迟达或不完整，或包含病毒。因此，建银国际证券对电子传送对本文可能产生的任何错误，或内容遗漏不负责任。

本文中所载的披露由建银国际证券编制，应按香港法律管辖及解释。

©建银国际证券有限公司 2019。本文所使用的标志、标识和徽章及公司名称「建银国际证券有限公司」均属于中国建设银行、建银国际控股和/或建银国际证券的注册及非注册商标。版权所有，违者必究。除非另有说明，本文中的所有材料的版权为建银国际证券所有。未经建银国际证券的书面同意，本文或本文中的任何部分不得复制、出售或再次派发。

以上声明以英文版本为准。

建银国际证券有限公司

香港中环干诺道中 3 号中国建设银行大厦 12 楼

电话: (852) 3911 8000 / 传真: (852) 2537 0097