

【广发海外】公用事业 II 行业

销气量持续增长，毛差预计趋稳

核心观点:

● 2019 上半年港股城燃公司销气量快于全国天然气销气增速

港股城燃公司上半年销气量表现良好，华润燃气、新奥能源、天伦燃气及中国燃气城市燃气销量分别同比增长 13.1%/15.1%/23.3%/23.1%，快于全国天然气销气增速。四家公司的工商业用户销气量增速受经济形势的影响较往年同期有所回落，分别同比增长 16.7%/16.4%/16.9%/23.5%。居民用户方面，新奥能源、天伦燃气以及中国燃气的居民用户销气量增速较去年同期放缓，但仍处于较高水平，同比增速分别为 16.9%/24.2%/33.6%；华润燃气居民用户销气量增速相对稳定，同比下降 1.1pp 至 12.7%。

● 毛差预计趋于稳定

2019 年上半年受到上游气源涨价的影响，港股城燃公司毛差均有下调。华润燃气、新奥能源和天伦燃气上半年销气毛差分别为人民币 0.58/0.58/0.54 元/立方米，较去年同期分别下降 0.04/0.04/0.06 元/立方米。考虑到未来气源供应较充足和顺价机制的逐步完善，我们预计未来毛差将趋于稳定。

● 接驳业务稳健发展，煤改气稳步推进

2019 年上半年港股城燃公司接驳业务稳健发展，华润燃气、新奥能源、天伦燃气以及中国燃气新增接驳居民户数分别为同比增长 31.96%/19.4%/191.8%/25.1%。2019 年 6 月接驳费政策落地，主要针对乱收费现象进行整治，要求原则上成本利润率不得超过 10%。今年上半年港股城燃公司的居民用户平均接驳费均有下降，华润燃气、新奥能源和天伦燃气的居民用户平均接驳费分别为 2,510/2,730/2,605 元/户，同比下降 15.5%/7.2%/1.5%。我们认为港股城燃公司接驳费价格水平均在合理范围内，未来预计会温和下调。

● 上半年整体财务状况健康

从盈利方面看，天伦燃气营业利润率最高，达到 23.0%；除去新奥能源和大众公用，其他港股城燃公司归母净利率均在 10% 以上。资产负债率方面，中国燃气、大众公用的资产负债率分别升至 60.3%/62.9%；华润燃气资产负债率维持在 57%；其他港股城燃公司的资产负债率有所下降。总体来说，2019 年上半年港股城燃公司财务状况健康，预计全年港股城燃公司较去年会有更为出色的财务表现。

● 积极拓展增值业务和新兴业务

今年上半年新奥能源、天伦燃气和中国燃气的增值业务收入均有增长。新奥能源增值业务收入增幅高达 125.4%，收入增至人民币 10.4 亿元。营收占比方面四家公司均相对稳定，新奥能源和中国燃气由于业务的较快发展，营收占比分别提升 1.2pp/1.0pp。此外，由于清洁能源的需求不断增长，华润燃气和新奥能源也正在发展新兴业务，预计未来将助力增厚业绩。

● 重点公司推荐

港股城燃公司我们首推中国燃气 (00384.HK) 和天伦燃气 (01600.HK)。中国燃气乡镇气代煤接驳对业绩弹性大，采暖用气强劲带动销气量稳定增长。天伦燃气农村煤改气发展空间大，接驳业增厚的同时用户通气后销气量增速得到保障。

● 风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，项目进度不及预期，销气毛差降幅超过预期，供给能力限制销气量较快增长。

行业评级

买入

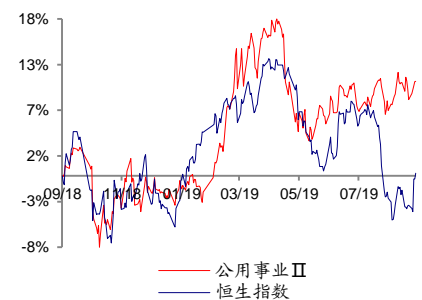
前次评级

买入

报告日期

2019-09-09

相对市场表现



分析师:

韩玲



SAC 执证号: S0260511030002



SFC CE No. ARI073



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究:

【广发海外】公用事业 II 行业 2019-09-08

业:中期业绩符合预期,估值处于历史低位

【广发海外】公用事业 II 行业 2019-07-01

业:补贴缺口仍在,新增装机短期承压

【广发海外】公用事业 2019 2019-06-11

年下半年投资策略:风电平价上网渐行渐近,天然气销量加快

重点公司估值和财务分析表 (根据2019年9月6日收盘价计算)

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
新奥能源	02688.HK	港币	80.00	2019-09-02	买入	91.20	4.10	4.96	17.6	14.6	12.9	11.2	22.7	24.8
中国燃气	00384.HK	港币	30.10	2019-06-24	买入	32.65	1.81	2.24	15.4	12.4	14.3	12.1	24.8	28.1
华润燃气	01193.HK	港币	36.40	2019-08-25	买入	41.59	2.31	2.59	15.8	14.0	7.7	7.2	25.8	26.5
天伦燃气	01600.HK	港币	7.91	2019-08-22	买入	12.60	0.94	1.13	7.6	6.3	8.8	7.7	27.0	30.5

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心, 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 2019E 对应 19/20 财年; 华润燃气、中国燃气 EPS 单位港元, 新奥能源、天伦燃气 EPS 单位人民币元

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

2019 上半年港股城燃公司销气增速快于全国天然气销气增速	6
产量提升助力气源保障，毛差预计趋于稳定.....	9
接驳业务稳健发展，煤改气持续推进	10
积极拓展增值业务和新兴业务	13
上半年整体财务状况健康.....	15
重点公司跟踪.....	16
1. 华润燃气 (01193.HK): 销气量稳健提升，接驳用户数快速增长.....	16
2. 新奥能源 (02688.HK): 天然气销售稳步增长，接驳业务优于预期.....	20
3. 天伦燃气 (01600.HK): 销气量稳健增长，煤改气快速推进.....	26
4. 中国燃气 (00384.HK): 销气量持续增长，煤改气快速推进.....	31
风险提示	37

图表索引

图 1: 14H1-19H1 全国天然气消费量及增速	6
图 2: 18H1 港股燃气公司销气结构	8
图 3: 19H1 港股燃气公司销气结构	8
图 4: 14H1-19H1 天然气产量 (亿立方米) 及增速	9
图 5: 14H1-19H1 天然气进口量 (亿立方米) 及增速	9
图 6: 19H1 港股城燃公司营业利润率及归母净利率	15
图 7: 18H1-19H1 港股城燃公司净资产收益率 (ROE)	15
图 8: 19H1 港股城燃公司资产负债率	16
图 9: 19H1 港股城燃公司已获利息倍数	16
图 10: 2017-2021E 公司营业总收入及其增速 (港币亿元)	16
图 11: 2017-2021E 公司归母净利润及增速 (港币亿元)	16
图 12: 2017-2021E 公司毛利 (港币亿元) 及毛利率	17
图 13: 2018H1-2019H1 年公司收入结构 (港币亿元)	17
图 14: 2017-2021E 公司燃气销售总量 (亿立方米) 及增速	18
图 15: 2017-2021E 公司燃气销售收入 (港币亿元) 及增速	18
图 16: 2018H1-2019H1 年公司燃气销售结构 (亿立方米)	18
图 17: 2017-2021E 公司管道燃气销气毛差 (人民币元/立方米)	18
图 18: 2017-2021E 公司燃气接驳收入及增速 (亿港币)	19
图 19: 2017-2021E 公司新增接驳用户数量 (万户) 及增速	19
图 20: 2017-2021E 公司住宅用户平均燃气接驳费 (人民币元/户, 含税)	19
图 21: 2017-2021E 公司营业收入 (人民币亿元) 及增速	21
图 22: 2017-2021E 公司核心净利润 (人民币亿元) 及增速	21
图 23: 2018H1-2019H1 年公司收入结构 (人民币亿元)	22
图 24: 2017-2021E 公司毛利 (人民币亿元) 及毛利率	22
图 25: 2017-2021E 公司零售天然气销气量 (亿立方米) 及其增速	23
图 26: 2017-2021E 公司燃气批发销气量 (亿立方米) 及其增速	23
图 27: 2017-2021E 公司销气毛差 (人民币元/立方米, 不含税)	23
图 28: 2018H1-2019H1 年公司售气价 (人民币元/立方米, 含税)	23
图 29: 2017-2021E 公司新增接驳住宅用户数量 (万户) 及其增速	24
图 30: 2017-2021E 公司住宅用户平均接驳单价 (人民币元/户) 及其增速	24
图 31: 2017-2021E 公司新增工商业用户日设计供汽量 (百万立方米) 及其增速	25
图 32: 2017-2021E 公司综合能源业务收入 (人民币亿元) 及其增速	25
图 33: 2017-2021E 公司综合能源业务毛利 (人民币百万元) 及其增速	25
图 34: 2017-2021E 公司主营收入及其增速 (人民币百万元)	27
图 35: 2017-2021E 公司归母净利润及其增速 (人民币百万元)	27
图 36: 2018H1-2019H1 年公司收入结构 (人民币百万元)	27
图 37: 2017-2021E 公司毛利结构 (人民币百万元)	27
图 38: 2017-2021E 公司城市燃气业务销售收入 (人民币百万元) 及其增速	28

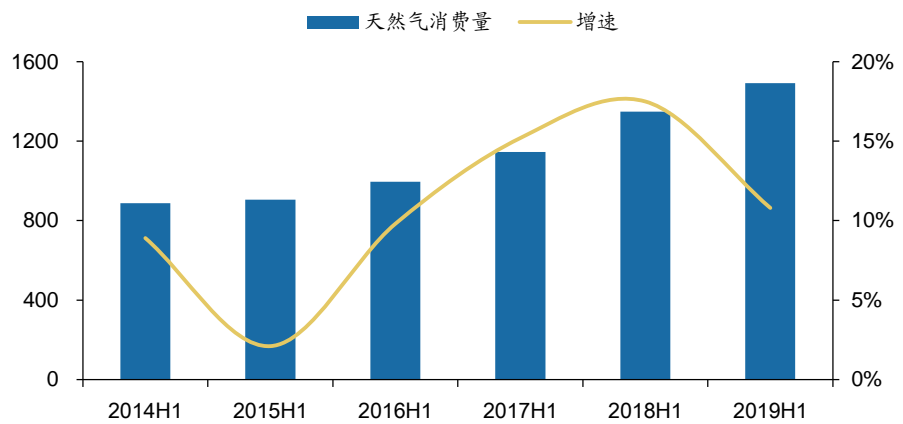
图 39: 2017-2021E 公司城市燃气业务销气量 (百万立方米) 及其增速	28
图 40: 2018H1-2019H1 年公司销气毛差 (人民币元/立方米)	29
图 41: 2018H1-2019H1 年公司销气量结构 (百万立方米)	29
图 42: 2017-2021E 公司新增城市居民用户 (万户) 及新增乡镇煤改气用户数量 (万户)	30
图 43: 2017-2021E 公司燃气管道接驳与工程设计及建设收入 (人民币百万元) 及其增速	30
图 44: 2018-2021E 公司城市住宅用户及乡镇居民用户接驳单价 (元/户)	30
图 45: 公司营业收入及同比增长 (单位: 港币亿元)	32
图 46: 公司各项业务收入 (单位: 港币亿元)	32
图 47: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 港币亿元)	32
图 48: 公司毛利率、息税前利润率、核心净利率	32
图 49: FY2012-2019 城市燃气销售量	33
图 50: FY2012-2019 公司燃气售气量及增速	33
图 51: 公司各类用户气价变化	33
图 52: 公司燃气销售收入上涨	33
图 53: 公司平均一次性接驳费 (单位: 人民币元)	34
图 54: 公司燃气气化率稳步提升	34
图 55: 公司工商业接驳用户接驳平均费用 (人民币元/户)	35
图 56: 公司液化石油气销售量和增速	35
图 57: 公司液化石油气销售收入和增速	35
图 58: 公司增值服务收入和增速	36

表 1: 港股城燃公司城市燃气销量 (亿立方米)	7
表 2: 港股城燃公司工商业用户销量 (亿立方米)	7
表 3: 港股城燃公司居民用户销量 (亿立方米)	8
表 4: 港股城燃公司居民用户销量 (亿立方米)	9
表 5: 港股城燃公司接驳收入 (亿元)	10
表 6: 港股城燃公司新增接驳住宅户数 (万户)	11
表 7: 港股城燃新增城市燃气接驳户数 (万户)	11
表 8: 港股城燃新增乡镇煤改气用户数量 (万户)	12
表 9: 19H1 港股城燃公司新增接驳居民用户构成 (万户)	12
表 10: 港股城燃公司居民用户平均接驳费 (人民币元/户)	13
表 11: 港股城燃公司增值业务收入 (亿元) 及营收占比	14
表 12: 港股城燃增值业务利润占比	14
表 13: 华润燃气盈利预测	20
表 14: 新奥能源盈利预测	26
表 15: 天伦燃气盈利预测	31
表 16: 中国燃气盈利预测	36

2019 上半年港股城燃公司销气增速快于全国天然气销气增速

2019年上半年全国天然气销气量平稳增长，增速稍有回落。根据国家统计局相关数据显示，2019年上半年全国天然气表观消费量为1493亿立方米，同比增长10.8%，增速较去年同期回落6.7pp，主要是受到上半年经济形势和国内工业发展放缓的影响。

图1: 14H1-19H1全国天然气消费量及增速



数据来源：国家发改委网站，广发证券发展研究中心

在全国天然气用气需求增速回落的情况下，港股城燃公司2019年上半年销气量仍表现良好，增速快于全国天然气销气增速。其中华润燃气、新奥能源、天伦燃气以及中国燃气城市燃气销量较去年同期分别增长13.1%/15.1%/18.1%/23.1%，主要受工商业及居民用气增长的驱动。北京控股因暖冬因素影响和往年气荒带来的滞后影响，城市燃气销气量同比下降3.7%。

表 1: 港股城燃公司城市燃气销量 (亿立方米)

城市燃气销气量	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2E
华润燃气	75.56	65.65	82.73	79.99	100.71	95.96	123.75	114.60	139.98	138.31
同比	10.9%	-4.1%	9.5%	21.8%	21.7%	20.0%	22.9%	19.4%	13.1%	16.2%
新奥能源	50.05	50.49	54.58	58.34	69.20	75.55	84.91	88.79	97.69	101.82
同比	8.0%	7.2%	9.0%	15.6%	26.8%	29.5%	22.7%	17.5%	15.1%	14.7%
天伦燃气	2.17	3.07	3.51	3.75	4.30	4.67	5.17	5.36	6.10	6.61
同比	85.6%	117.7%	62.1%	22.2%	22.5%	24.7%	20.1%	14.7%	18.1%	23.2%
中国燃气	39.68	29.88	43.07	33.21	51.52	46.52	71.35	59.59	87.85	-
同比	12.1%	7.3%	8.5%	11.1%	19.6%	40.1%	38.5%	28.1%	23.1%	-
北京控股	60.40	70.20	73.08	70.72	72.22	73.58	88.88	79.42	85.62	-
同比	29.1%	32.9%	21.0%	0.7%	-1.2%	4.0%	23.1%	7.9%	-3.7%	-

注: 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 19H1 对应 2018 年 10 月至 2019 年 3 月, 18H2 对应 2018 年 4 月至 2018 年 9 月; 天伦燃气销气量包括工业用户直供销气量

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

具体来看, 2019 年上半年华润燃气、新奥能源、天伦燃气以及中国燃气工商业用户销气量增速因受经济形势的影响较往年同期有所减小, 增速分别回落至 16.7%/16.4%/16.9%/23.5%。天伦燃气剔除工业用户直供销气量后的工商业销气增速为 25.8%, 回落幅度最小, 主要受益于公司大力发展经营区内的工商业煤改气用户带来的销气量增长。新奥能源因其工商业客户类型多元化, 且采用给用气量庞大稳定和调峰或可中断供气的客户提供价格优惠的方式刺激销气用量, 一定程度上减缓了工业放缓带来的冲击。

表 2: 港股城燃公司工商业用户销量 (亿立方米)

工商业用户销气量	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2E
华润燃气	42.32	43.13	50.56	51.82	65.29	65.63	84.10	84.45	98.20	100.69
同比	0.9%	-1.6%	19.5%	20.1%	29.1%	26.6%	28.8%	28.7%	16.8%	19.2%
新奥能源	34.86	35.15	37.44	42.19	50.38	58.93	62.64	69.61	72.89	80.52
同比	5.1%	4.6%	7.4%	20.0%	34.5%	39.7%	24.3%	18.1%	16.4%	15.7%
天伦燃气	-	-	2.25	2.27	2.63	3.03	3.36	3.19	3.93	3.88
同比	-	-	-	-	16.8%	33.1%	27.8%	5.3%	16.9%	21.8%
中国燃气	25.05	19.13	26.84	21.34	32.06	30.05	44.69	40.49	55.17	-
同比	-	4.1%	7.1%	11.6%	19.5%	40.8%	39.4%	34.7%	23.5%	-

注: 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 19H1 对应 2018 年 10 月至 2019 年 3 月, 18H2 对应 2018 年 4 月至 2018 年 9 月; 天伦燃气工商业用户销气量包括工业用户直供销气量

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

居民用户方面, 新奥能源、天伦燃气以及中国燃气的居民用户销气量增速较去

年同期放缓，但仍处于较高水平，同比增速分别为16.9%/24.2%/33.6%，较去年同期下降18.9pp/24.0pp/23.8pp；华润燃气居民用户销气量增速相对稳定，同比下降1.1pp至12.7%。除中国燃气由于统计时期的不同增速较快外，天伦燃气销气量增速明显优于其他城燃公司，主要是由于基数较小且受益于现有项目住宅用户创新模式开发以及新并购项目住宅用户销气量显著增长。新奥能源住宅用户销气量增长主要由于公司新开发的住宅用户逐步用上天然气和独立采暖户的增加。

表 3: 港股城燃公司居民用户销量 (亿立方米)

工商业用户 销气量	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2E
华润燃气	21.23	17.40	23.86	19.28	26.67	21.00	30.35	24.87	34.20	25.99
同比	11.9%	10.8%	12.4%	10.8%	11.8%	8.9%	13.8%	18.4%	12.7%	4.5%
新奥能源	7.76	7.15	9.54	8.62	11.88	9.60	16.14	12.71	18.87	14.31
同比	19.1%	24.3%	23.0%	20.6%	24.5%	11.3%	35.8%	32.5%	16.9%	12.6%
天伦燃气	-	-	0.69	0.82	0.83	0.98	1.23	1.34	1.52	1.75
同比	-	-	-	-	19.8%	19.6%	48.2%	37.2%	24.2%	30.5%
中国燃气	8.20	5.76	9.69	6.86	12.43	11.32	19.57	13.70	26.15	-
同比	-	10.8%	18.2%	19.1%	28.3%	65.0%	57.4%	21.0%	33.6%	-

注：中国燃气财年截止3月31日，19H1对应2018年10月至2019年3月，18H2对应2018年4月至2018年9月；天伦燃气工商业用户销气量包括工业用户直供销气量

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

2019年上半年港股城燃公司工商业销气量增速略快于居民销气量增速，但差距不大，因此港股城燃公司的销气结构相对稳定。增速差距最大的华润燃气2019年上半年工商业用户销气占比上升了2pp至70%，中国燃气因其居民用户销气量的快速增长占比从去年同期的27%扩大至30%。

图 2: 18H1 港股燃气公司销气结构

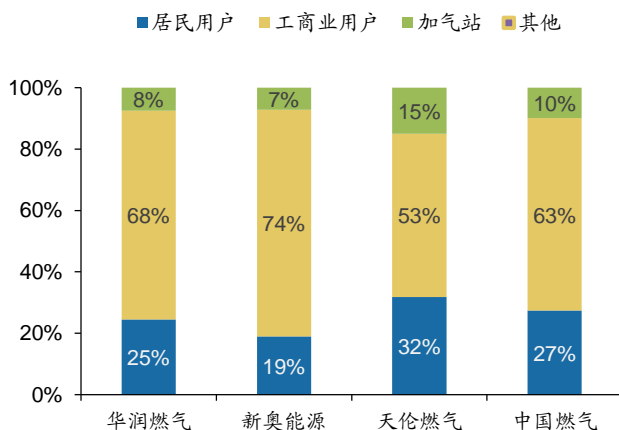
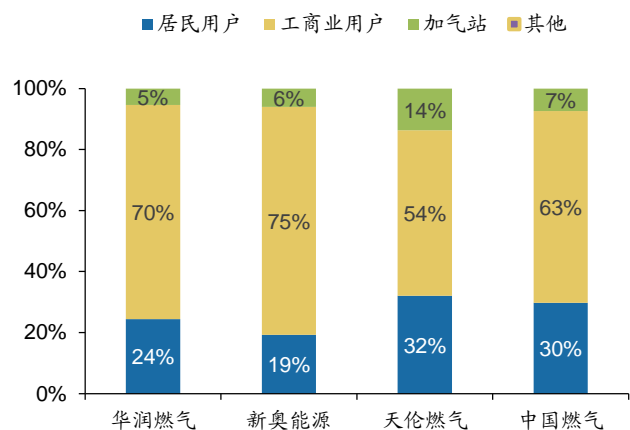


图 3: 19H1 港股燃气公司销气结构



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

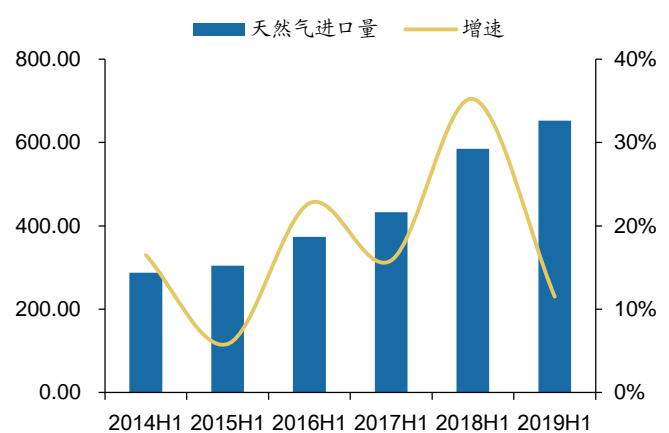
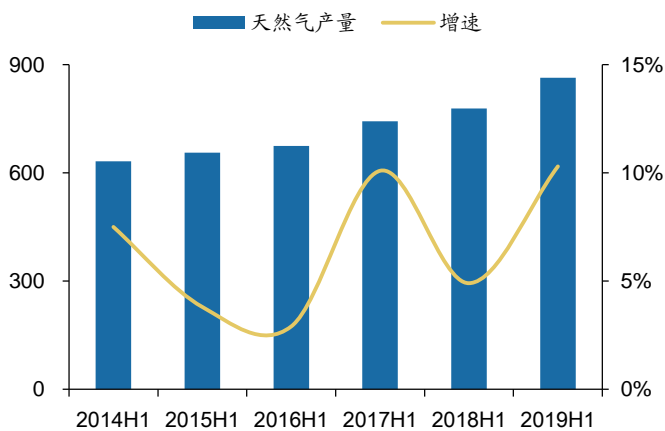
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

产量提升助力气源保障，毛差预计趋于稳定

2019年上半年我国天然气产量有所突破，上半年累计产量864亿立方米，同比增长10.3%，增速较去年同期增长了5.4pp；6月当月产量139亿立方米，同比增速达13.1%，增速较去年同期增长9.7pp。由于国内天然气产量的提升和上半年消费量增速放缓，上半年天然气进口量为652.3亿立方米，同比增长11.5%，增速较去年同期大幅减少23.8pp。基于我国天然气产量显著提升的现状和管网资源整合优化的预期，我们预计未来天然气供需关系将有所缓解，气源保障较为充足。

图 4：14H1-19H1 天然气产量（亿立方米）及增速

图 5：14H1-19H1 天然气进口量（亿立方米）及增速



数据来源：国家发改委网站，广发证券发展研究中心

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

今年上半年由于受到上游气源涨价的影响，港股城燃公司毛差均有下调。其中，华润燃气和新奥能源上半年销气毛差为人民币0.58元/立方米，均较去年同期下降0.04元/立方米；天伦燃气上半年销气毛差为人民币0.54元/立方米，较去年同期下降0.02元/立方米。考虑到未来气源供应较充足和顺价机制的逐步完善，我们预计未来毛差将趋于稳定。

表 4：港股城燃公司居民用户销量（亿立方米）

销气毛差	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1	2019E
华润燃气	0.71	0.64	0.58	0.62	0.60	0.58	0.59
新奥能源	0.73	0.66	0.63	0.62	0.61	0.58	0.61
天伦燃气	0.42	0.60	0.60	0.60	0.56	0.54	-
中国燃气	0.68	0.65	0.62	0.63	0.61	-	-

注：中国燃气财年截止3月31日，2018对应2018/2019财年，18H1对应2018年4月至2019年9月

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

接驳业务稳健发展，煤改气持续推进

2019年上半年港股城燃公司接驳业务稳健发展。 华润燃气、新奥能源及天伦燃气上半年接驳收入分别为港币44.40亿元/人民币36.26亿元/人民币10.99亿元，同比增长32.8%/29.3%/175.9%，增速显著提升；中国燃气2018年10月至2019年3月实现接驳收入港币58.67亿元。上半年港股城燃公司接驳业务收入增速提升主要由于新增接驳用户数的快速增长。

表 5: 港股城燃公司接驳收入 (亿元)

接驳收入	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2E
华润燃气	25.52	43.17	30.67	43.72	31.62	57.65	33.42	66.01	44.40	62.31
同比	15.3%	7.3%	20.2%	1.3%	3.1%	31.9%	5.7%	14.5%	32.8%	-5.6%
新奥能源	25.57	29.51	29.00	27.11	28.97	30.57	28.05	30.77	36.26	32.29
同比	20.5%	29.4%	13.4%	-8.1%	-0.1%	12.8%	-3.2%	0.7%	29.3%	4.9%
天伦燃气	2.72	2.99	2.88	3.00	2.98	3.22	3.98	3.07	10.99	12.99
同比	19.6%	-13.4%	6.0%	0.5%	3.4%	7.1%	33.6%	-4.7%	175.9%	323.9%
中国燃气	20.41	25.18	22.76	26.74	30.75	39.23	73.79	53.13	58.67	-
同比	24.1%	12.1%	11.5%	6.2%	35.1%	46.7%	140.0%	35.4%	-20.5%	-

注：中国燃气财年截止3月31日，19H1对应2018年10月至2019年3月，18H2对应2018年4月至2018年9月，中国燃气18H1收入含其他合约工程收入；华润燃气、中国燃气收入单位为港币亿元，新奥能源、天伦燃气收入货币单位为人民币亿元
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

今年上半年华润燃气、新奥能源、天伦燃气以及中国燃气新增接驳居民户数分别为147.8/128.7/39.1/257.3万户，同比增长32.2%/19.4%/191.3%/44.2%。其中华润燃气主要受益于城市燃气接驳的发展，而乡镇煤改气则为其余三家公司接驳业务的主要驱动，增幅最大的天伦燃气主要受惠于发展迅速的河南省农村煤改气。

表 6: 港股城燃公司新增接驳住宅户数 (万户)

新增接驳住宅户数	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2E
华润燃气	102.00	143.00	119.00	150.00	129.00	166.00	111.79	208.21	147.80	220.70
同比	27.8%	-6.7%	16.7%	4.9%	8.4%	10.7%	-13.3%	25.4%	32.2%	6.0%
新奥能源	79.18	91.52	90.72	91.37	95.12	112.31	107.80	122.36	128.70	124.52
同比	21.7%	36.1%	14.6%	-0.2%	4.9%	22.9%	13.3%	8.9%	19.4%	1.8%
天伦燃气	6.79	13.44	9.37	11.07	9.57	11.05	13.41	48.44	39.06	45.94
同比	-14.6%	14.6%	37.9%	-17.6%	2.2%	-0.2%	40.1%	338.2%	191.3%	-5.2%
中国燃气	96.22	102.59	107.44	113.84	142.65	214.21	178.46	253.47	257.31	-
同比	18.5%	7.0%	11.7%	11.0%	32.8%	88.2%	25.1%	18.3%	44.2%	-

注: 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 19H1 对应 2018 年 10 月至 2019 年 3 月, 18H2 对应 2018 年 4 月至 2018 年 9 月

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

城市燃气接驳方面, 今年上半年华润燃气表现出众。今年上半年, 华润燃气、新奥能源、天伦燃气以及中国燃气的新增城市燃气接驳户数分别同比增长 42.5%/8.9%/4.8%/-2.8%。除华润燃气维持良好的发展态势外, 新奥能源和天伦燃气增速回落至较低水平, 中国燃气在 2018 年 10 月至 2019 年 3 月期间的新增城市燃气接驳户数依旧处于负增长状态。具体来看, 由于华润燃气的燃气项目主要位于经济发达地区以及“2+38”城市, 城市燃气接驳业务受益于大中型城市房地产平稳运行及大规模城镇化进程的推动, 因此华润燃气新增接驳户数的增速显著高于其他港股城燃公司, 其中新房接驳贡献了 137.8 万户, 同比增长 72.3%, 占华润燃气新增接驳居民用户数的 93.2%。

表 7: 港股城燃新增城市燃气接驳户数 (万户)

新增城市燃气接驳户数	15H1	15H2	16H1	16H2	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2E
华润燃气	102.00	143.00	119.00	150.00	129.00	137.00	102.00	188.00	145.40	-
同比	27.8%	-6.7%	16.7%	4.9%	8.4%	-8.7%	-20.9%	37.2%	42.5%	-
新奥能源	79.18	91.52	90.72	91.37	86.56	87.68	95.70	88.66	104.21	-
同比	21.7%	36.1%	14.6%	-0.2%	-4.6%	-4.0%	10.6%	1.1%	8.9%	-
天伦燃气	6.79	13.44	9.37	11.07	9.57	11.05	13.41	10.18	14.06	10.94
同比	-14.6%	14.6%	37.9%	-17.6%	2.2%	-0.2%	40.1%	-7.9%	4.8%	7.5%
中国燃气	96.22	102.59	107.44	113.84	142.65	143.64	134.12	141.22	130.40	-
同比	18.5%	7.0%	11.7%	11.0%	32.8%	26.2%	-6.0%	-1.7%	-2.8%	-

注: 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 19H1 对应 2018 年 10 月至 2019 年 3 月, 18H2 对应 2018 年 4 月至 2018 年 9 月

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

乡镇煤改气快速推进, 成为新奥能源、天伦燃气及中国燃气今年上半年接驳业务的驱动因素。今年上半年, 新奥能源、中国燃气的新增农村煤改气迅速发展, 新增用户数分别同比大幅增长 102.0%/186.2%。中国燃气上半年乡镇煤改气用户大幅扩

增至126.9万户，约占新增接驳居民用户数的一半。天伦燃气自2018年下半年起发展河南省农村煤改气，今年上半年贡献了25.0万接驳用户，使天伦燃气新增接驳户数的增长速度明显高于其他公司，农村煤改气用户占新增接驳居民用户的比例上升至63.9%。

目前，四家公司气化率较成熟市场70%-80%的水平还存在较大的发展空间，我们预计未来3年港股城燃公司新增接驳居民户数仍会稳步提升，乡镇煤改气的快速推进助力接驳业务发展。

表 8：港股城燃新增乡镇煤改气用户数量（万户）

新增乡镇煤改气户数	17H1	17H2	18H1	18H2	19H1	19H2
华润燃气	-	29.00	10.00	20.00	2.40	-
同比	-	-	-	-31.0%	-76.0%	-
新奥能源	8.56	24.62	12.10	33.70	24.44	-
同比	-	-	41.3%	36.9%	102.0%	-
天伦燃气	-	-	-	38.26	25.00	35.00
同比	-	-	-	-	-	-8.5%
中国燃气	-	70.57	44.34	112.25	126.91	-
同比	-	-	-	59.1%	186.2%	-

注：中国燃气财年截止3月31日，19H1对应2018年10月至2019年3月，18H2对应2018年4月至2018年9月

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

表 9：19H1港股城燃公司新增接驳居民用户构成（万户）

	城市燃气项目		乡镇煤改气		气化率
	户数	占比	户数	占比	
华润燃气	145.4	98.4%	2.4	1.6%	51.6%
新奥能源	104.2	81.0%	24.4	19.0%	59.4%
天伦燃气	14.1	36.1%	25.0	63.9%	43.0%
中国燃气	130.4	50.7%	126.9	49.3%	60.7%

注：中国燃气财年截止3月31日，19H1对应2018年10月至2019年3月

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

居民接驳费方面，2019年6月27日国家发改委发布关于规范城镇燃气工程安装收费的指导意见。指导意见主要针对乱收费现象进行整治，指出要合理确定城镇燃气工程安装收费标准，要求当地价格主管部门在定价时对标行业先进成本并兼顾周边地区水平，原则上成本利润率不得超过10%。今年上半年部分地区开始对燃气安装工作进行成本调查和接驳费调整：广西南宁将接驳费从2800元/户下调至2300元/户；山西省发改委要求各级发改部门对当地收费明显偏高（3000元/户以上）的燃气

工程安装企业开展成本调查；云南省发改委要求于6月30日前进行成本调查，降低偏高的燃气工程安装费。

今年上半年港股城燃公司的居民用户平均接驳费均有下降。华润燃气居民用户平均接驳费为人民币2730元/户，同比下降15.5%。新奥能源居民用户平均接驳费下降至人民币2510元/户，同比下降7.2%。天伦燃气城市住宅用户接驳费略微下调1.5%至人民币2605元/户。结合政策方面的要求，我们认为目前港股城燃公司接驳费价格水平均在合理范围内，未来预计会温和下调。

表 10: 港股城燃公司居民用户平均接驳费 (人民币/户)

销气量	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1
华润燃气	2,580.0	2,990.0	2,910.0	2,970.0	2,853.0	2,940.0	3,230.0	2,892.0	2,730.0
同比		-5.4%	12.8%	-0.7%	-2.0%	-1.0%	13.2%	-1.6%	-15.5%
新奥能源	2,698.0	2,762.0	2,718.0	2,876.0	2,709.0	2,775.0	2,706.0	2,522.0	2,510.0
同比		-3.2%	0.7%	4.1%	-0.3%	-3.5%	-0.1%	-9.1%	-7.2%
天伦燃气		2,546.0	2,801.0	2,551.0	2,631.0	2,550.0	2,645.0	2,645.0	2,605.0
同比			0.2%	-6.1%	0.0%	0.5%	3.7%	-1.5%	
中国燃气	2,544.0	2,908.0	2,529.0	2,880.0	2,496.0	2,523.0	2,549.0	2,508.0	-
同比		-1.5%	-0.6%	-1.0%	-1.3%	-12.4%	2.1%	-0.6%	-

注：中国燃气财年截止3月31日，2018对应2018/2019财年，18H1对应2018年4月至2018年9月

数据来源：公司业绩公告、广发证券发展研究中心

积极拓展增值业务和新兴业务

今年上半年港股城燃公司积极推进增值业务，挖掘潜在商机。增值业务方面，除华润燃气外，新奥能源、天伦燃气和中国燃气的增值业务收入均有增长。新奥能源上半年增值业务收入增幅最大，高达125.4%，收入增至人民币10.4亿元。华润燃气上半年增值业务收入同比下降12.7%至6.58亿港元，但其中的保险业务发展势态较快，同比增长98.2%至1.45亿港元。营收占比方面四家公司均相对稳定，新奥能源和中国燃气由于业务的较快发展，营收占比分别提升1.2pp/1.0pp，利润占比增长显著，分别增加7.0pp/1.5pp。

表 11: 港股城燃公司增值业务收入 (亿元) 及营收占比

销气量	15H1	2015	16H1	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1
华润燃气	-	-	-	-	4.5	11.5	7.5	15.5	6.6
增速	-	-	-	-	-	-	68.7%	34.8%	-12.7%
占比	-	-	-	-	2.5%	2.9%	3.2%	3.0%	2.3%
新奥能源	1.6	4.3	2.4	11.2	9.8	30.9	4.6	14.3	10.4
增速	-14.8%	8.5%	52.6%	158.6%	310.5%	176.9%	-52.9%	-53.7%	125.4%
占比	1.0%	1.3%	1.5%	3.3%	4.6%	6.4%	1.7%	2.4%	2.9%
天伦燃气	0.12	0.30	0.16	0.41	0.29	0.61	0.48	1.37	0.61
增速	-5.1%	29.2%	30.8%	37.6%	87.7%	47.0%	63.2%	125.0%	27.0%
占比	1.2%	1.3%	1.2%	1.5%	2.0%	2.0%	2.5%	2.7%	1.9%
中国燃气	-	3.6	-	8.1	7.0	29.5	10.1	39.0	-
增速	-	-	-	126.5%	-	263.0%	45.0%	32.5%	-
占比	-	1.2%	-	2.5%	3.3%	5.6%	3.5%	6.6%	-

注: 新奥能源增值业务包括燃气器具销售及材料销售; 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 2018 对应 2018/2019 财年, 18H1 对应 2018 年 4 月至 2018 年 9 月; 华润燃气、中国燃气收入单位为港币亿元, 新奥能源、天伦燃气收入货币单位为人民币亿元

数据来源: 公司业绩公告、广发证券发展研究中心

表 12: 港股城燃增值业务利润占比

增值业务 利润占比	2016	17H1	2017	18H1	2018	19H1
新奥能源	1.7%	1.5%	1.9%	4.8%	5.8%	11.8%
天伦燃气	2.5%	4.4%	3.5%	6.2%	5.3%	4.7%
中国燃气	3.5%	5.3%	6.6%	5.3%	8.1%	

注: 新奥能源增值业务包括燃气器具销售及材料销售; 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 中国燃气财年截止 3 月 31 日, 2018 对应 2018/2019 财年, 18H1 对应 2018 年 4 月至 2018 年 9 月

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

此外, 由于清洁能源的需求不断增长, 华润燃气和新奥能源也正在积极发展新业务, 预计未来将助力增厚业绩。新奥能源 2019 年上半年综合能源项目实现业务收入 10.19 亿元, 同比大增 176.2%, 截至 6 月 30 日累计签约的项目规模达到 630 亿千瓦时, 已投运项目年能源需求量为 78.97 亿千瓦时, 装机容量 1561 MW。华润燃气上半年在分布式能源领域累计签约项目数达 25 个, 装机容量 289 MW; 充电站实现营业额 0.6 亿港元。

上半年整体财务状况健康

从盈利方面看，天伦燃气营业利润率最高，达到23.0%。归母净利率方面，除去新奥能源和大众公用，其他港股城燃公司归母净利率均在10%以上。净资产收益率（ROE）方面港股城燃公司均都不同幅度的增长，其中中国燃气净资产收益率最高，达到25.8%，新奥能源从去年同期10.2%增至15.0%，增长幅度最大。

图 6：19H1 港股城燃公司营业利润率及归母净利率

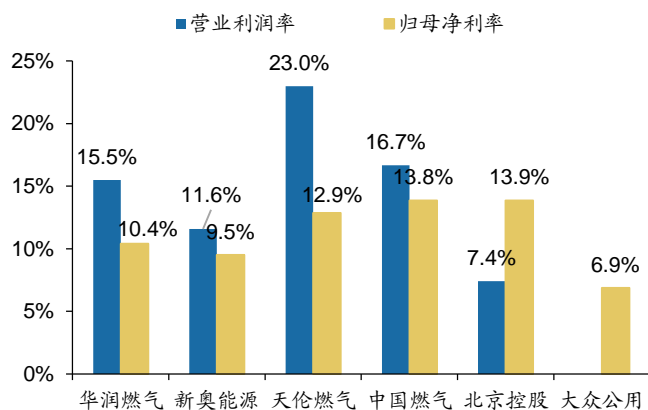
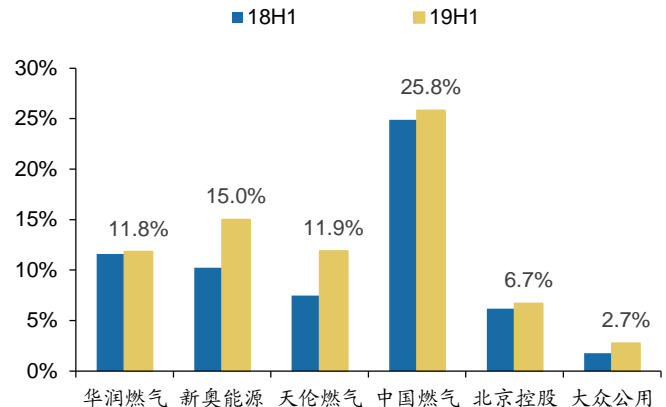


图 7：18H1-19H1 港股城燃公司净资产收益率（ROE）



数据来源：Wind，公司业绩公告，广发证券发展研究中心

注：中国燃气 19H1 对应 18/19 财年

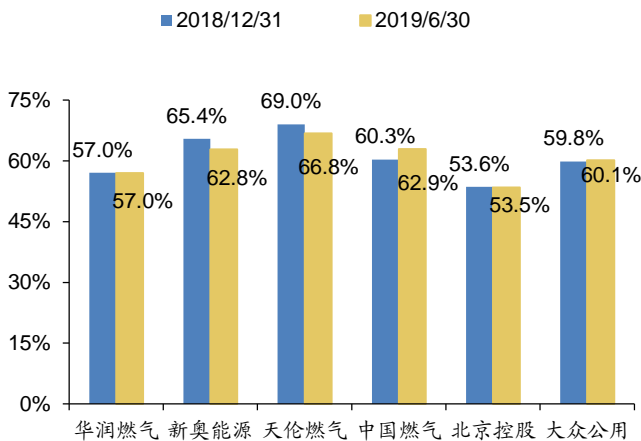
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：中国燃气 19H1 对应 18/19 财年

资产负债率方面，中国燃气资产负债率从2018年年底的60.3%上升至62.9%，大众公用资产负债率从59.8%升至60.1%；华润燃气资产负债率维持在57%；其他港股城燃公司的资产负债率有所下降。其中北京控股资产负债率最低，为53.5%；天伦燃气资产负债率最高，为66.8%。财务费用方面，华润燃气与新奥能源财务费用率较为稳定，分别为0.84%和1.06%；天伦燃气财务费用率同比下降1.3pp至4.42%。在偿债能力方面，华润燃气和北京控股的已获利息倍数较去年同期有轻微下降，分别为21.1X和6.5X；新奥能源、天伦燃气和中国燃气的已获利息倍数均有上涨，分别升至14.3X/5.2X/9.7%。今年上半年新奥能源受益于业绩稳步提升和运营资金的优化管理，现金流表现出色，实现经营现金流人民币42.94亿元，同比增长124.9%，标准普尔信用评级维持BBB+。

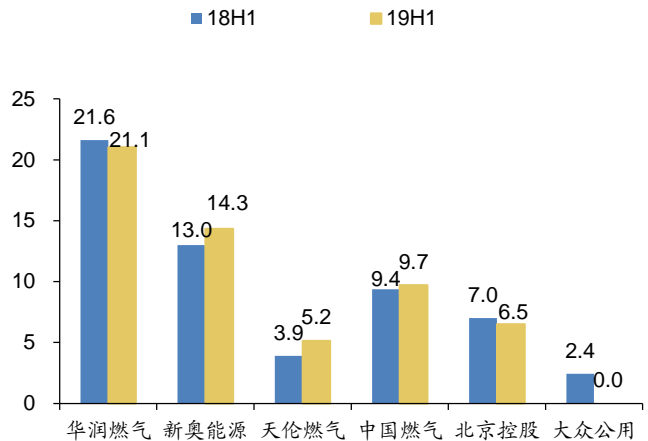
总体来说，2019年上半年港股城燃公司财务状况健康，预计全年港股城燃公司较去年会有更为出色的财务表现。

图 8: 19H1 港股城燃公司资产负债率



数据来源: Wind, 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 9: 19H1 港股城燃公司已获利息倍数



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

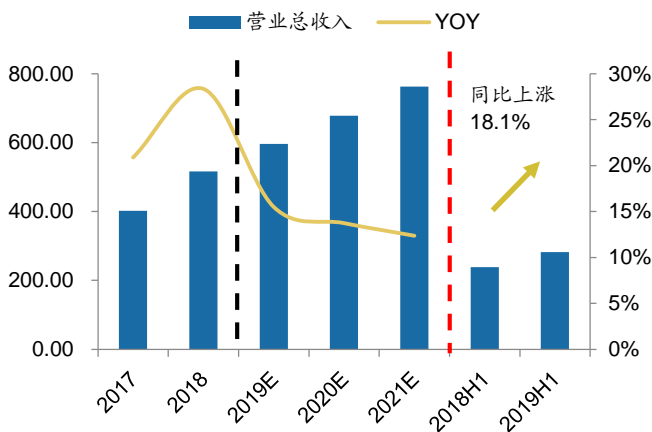
重点公司跟踪

1. 华润燃气 (01193.HK): 销气量稳健提升, 接驳用户数快速增长

1.1 2019年上半年业绩略高于预期

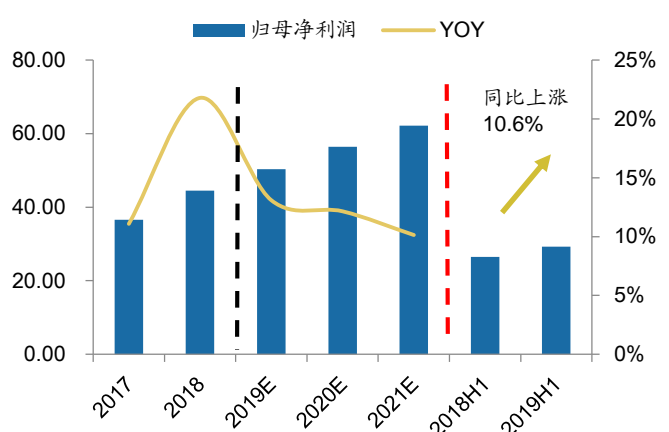
公司披露2019年上半年业绩, 2019年上半年公司实现营业收入281.73亿港元, 同比增长18.1%; 实现毛利70.30亿港元, 同比增长4.3%; 实现归母净利润29.28亿港元, 同比增长10.6%, 剔除汇率影响后的归母净利润的实际增速为17.6%, 略高于我们的预期; 毛利率为25.0%, 同比下降3.3pp, 主要由于天然气平均采购价格上涨。公司拟派截至2019年6月30日止的中期股息每股15港仙。

图 10: 2017-2021E 公司营业总收入及其增速 (港币亿元)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

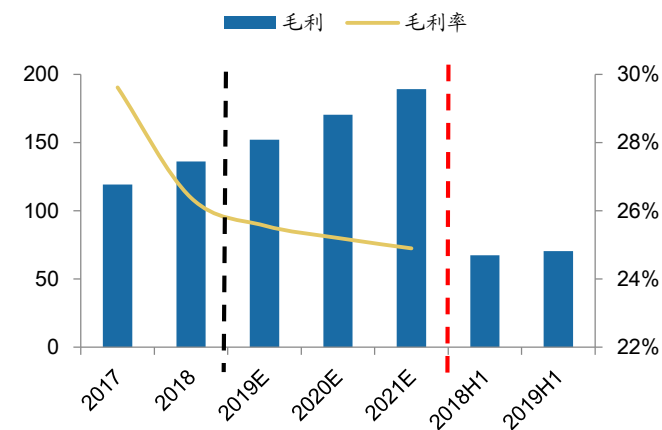
图 11: 2017-2021E 公司归母净利润及增速 (港币亿元)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

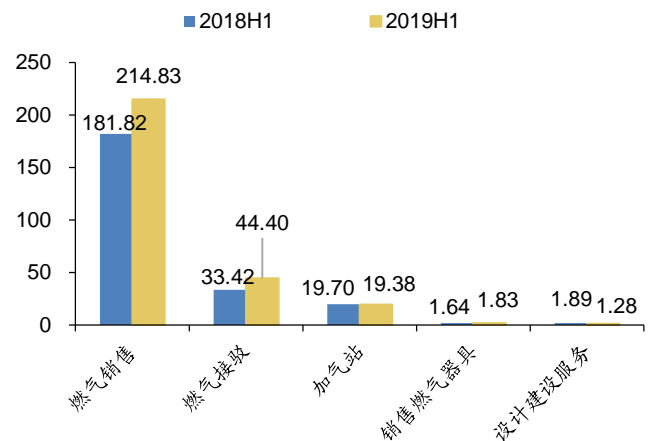
从收入结构来看，公司依旧聚焦主业，2019年上半年燃气销售及分销业务占主营业务收入的76.3%，与去年同期持平，业务实现收入214.83亿港元，同比上升18.2%。燃气接驳业务实现收入44.40亿港元，同比上升32.9%，占主营业务收入的15.8%。相较去年同期增长1.7pp。加气站业务实现收入19.38亿港元，同比减少1.6%。占主营业务收入的6.9%，相较去年同期下降1.4pp。燃气器具销售业务实现收入1.83亿港元，同比增长12.1%；设计及建设服务板块实现收入1.28亿港元，同比下降32.3%。

图 12: 2017-2021E 公司毛利 (港币亿元) 及毛利率



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

图 13: 2018H1-2019H1 年公司收入结构 (港币亿元)



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

1.2 销气量稳健提升，毛差维持稳定

2019年上半年，公司燃气销售总量达140.0亿立方米，同比增长13.1%，主要由于工业用户销气量的快速增长。2019年上半年工业用户销气量为62.8亿立方米，同比增长22.6%。占总销气量的44.8%。商业用户销气量35.4亿立方米，同比增长7.5%。占总销气量的25.3%；住宅用户销气量为34.2亿立方米，同比增长12.8%，占总销气量的24.5%。受益于销气量和销气价增长的双重影响，2019年上半年公司销气收入达到234.2亿港元，同比增长16.2%。

我们预计公司未来三年销气量将稳健提升，分别为278.29/315.12/354.47亿立方米，同比增长14.63%/13.23%/12.49%；销气收入分别为473.74/542.57/612.60亿港元，同比增长17.8%/14.5%/12.9%。

图 14: 2017-2021E 公司燃气销售总量 (亿立方米) 及增速

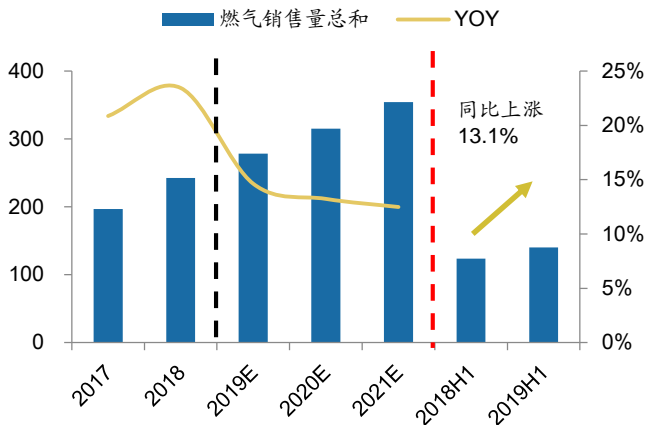
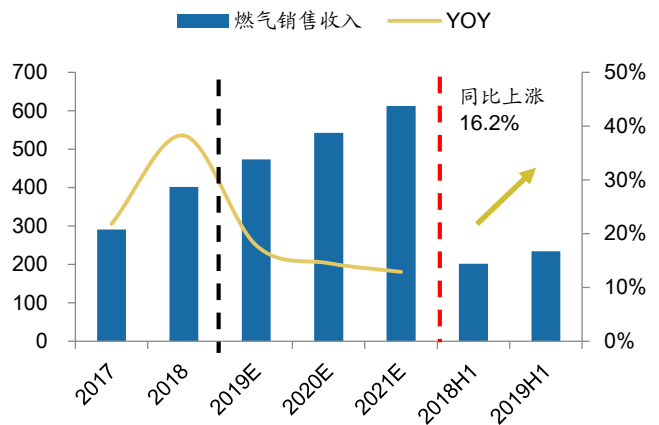


图 15: 2017-2021E 公司燃气销售收入 (港币亿元) 及增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2019年上半年公司管道燃气销售业务毛差为人民币0.58元/立方米, 较2018年同期的0.62元/立方米下降了0.04元/立方米, 主要受到上半年上游气源涨价的影响。2019年上半年平均销气价为人民币2.78元/立方米, 同比增长0.04元/立方米; 平均销气成本为人民币2.20元/立方米, 同比增长0.08元/立方米。基于未来气源供应较充足和顺价机制的逐步完善, 我们预计2019-2021年公司毛差分别为人民币0.59/0.59/0.59元/立方米。

图 16: 2018H1-2019H1 年公司燃气销售结构 (亿立方米)

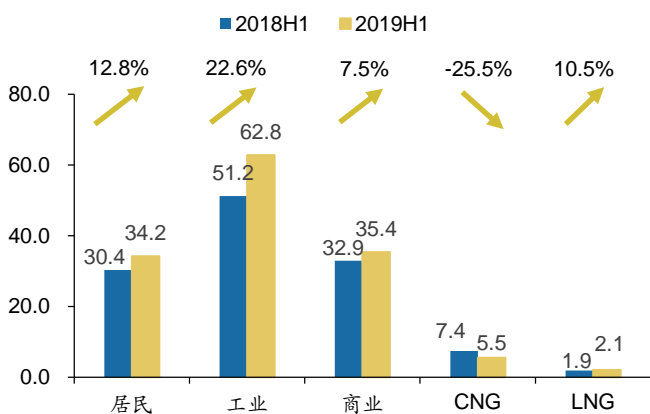
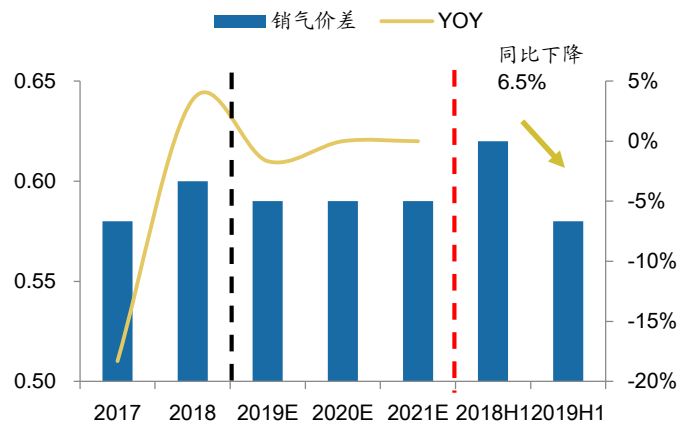


图 17: 2017-2021E 公司管道燃气销气毛差 (人民币元/立方米)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

1.3 增接驳用户快速增长, 接驳费温和下调

2019年上半年公司实现燃气接驳收入44.40亿港元, 同比增长32.9%, 优于我们的预期。2019年上半年, 公司新增接驳居民数147.8万户, 同比增长32.2%, 其中新房接驳137.8万户, 旧房改造7.6万户。公司目前主要布局在中国经济发达地区, 随着

城镇化进程不断向前推进，可接驳用户数也在不断变大。截至2019年上半年公司经营区域内居民燃气渗透率上升3.0pp至51.6%，仍有较大发展空间。我们预计2019-2021年公司新增居民接驳户数仍能持续增长，分别为368.50/412.71/453.99万户，同比增长14.28%/12.00%/10.00%。

图 18: 2017-2021E 公司燃气接驳收入及增速 (亿港元)

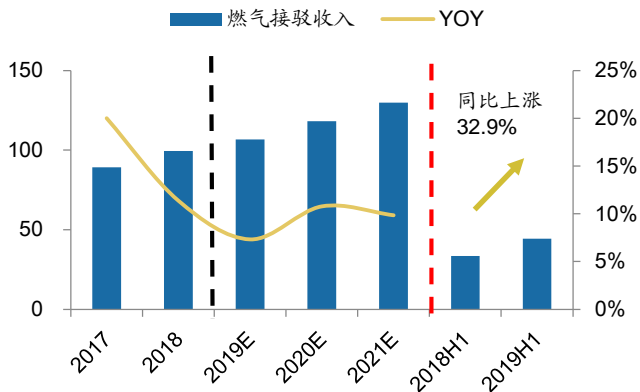
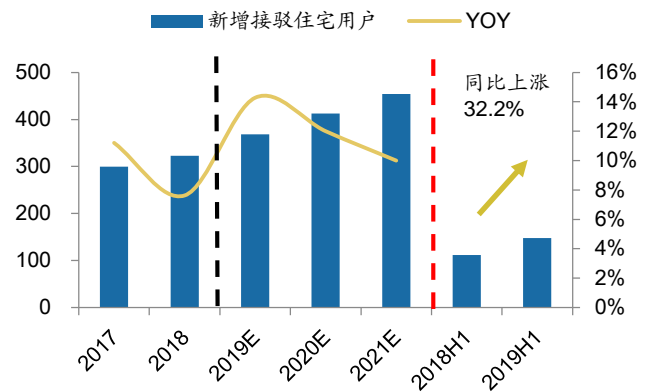


图 19: 2017-2021E 公司新增接驳用户数量 (万户) 及增速

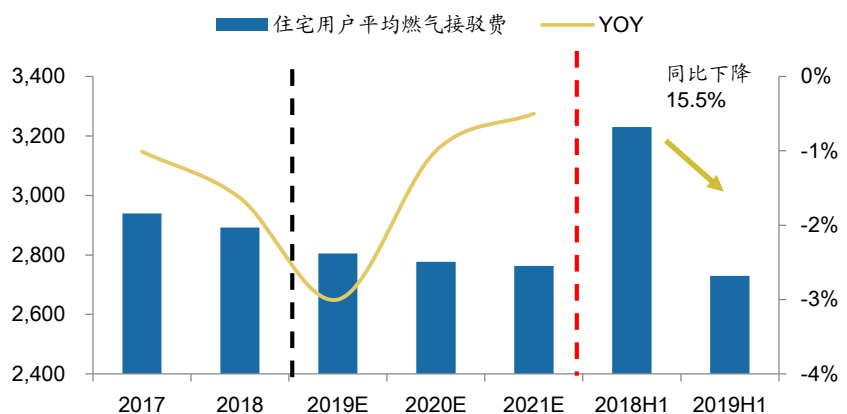


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2019年上半年, 公司住宅用户平均燃气接驳费为人民币2730元, 同比下降15.5%。基于公司现有的接驳费水平, 我们认为公司未来接驳费将温和下调, 预计2019-2021年住宅用户平均接驳费为人民币2805/2777/2763元/户。

图 20: 2017-2021E 公司住宅用户平均燃气接驳费 (人民币元/户, 含税)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

1.4 新业务与增值业务的发展成为业绩增长点

公司积极开拓新兴业务与增值业务市场, 已取得较大进展。2019年上半年公司

增值业务收入6.58亿港元，其中保险业务收入为1.45亿港元，同比大增98.2%。系能源汽车市场方面，截至2019年上半年，公司在南京、杭州、镇江投产的充电站业务已投产运营，并已进入江阴充电站市场，现已累计投运充电站64座，售电量5,411万度，实现经营营业额0.6亿港元，经营利润0.19亿港元。此外公司在无锡、潍坊开始试点开展汽车加氢业务。公司分布式能源项目进展顺利，2019年上半年公司新签约两个分布式能源项目，预计总投资额约为7,832港元，现公司累计项目达25个，装机容量达289MW，上半年投运项目共两个，其中无锡华瑞制药项目已实现发电并网试运行。我们认为公司积极探索业绩新增长点，其新兴业务与增值业务发展潜力较大，未来随着项目投运可带来可观收益。

1.5 盈利预测与投资评级

2019年9月6日，华润燃气(01193.HK)收盘价为36.40港元。我们预测公司2019-2021年主营业收入分别为591.20/672.33/754.96亿港元，同比增长15.5%/13.7%/12.3%；归母净利为港币50.33/56.44/62.16亿元，同比增长13.1%/12.1%/10.1%；EPS分别为港币2.31/2.59/2.85元，按最新收盘价计算对应市盈率分别为17.2X/15.3X/13.9X。我们认为公司销气量在未来三年将稳健增长，毛差相对稳定，接驳业务增长可持续，我们基于2019年18倍PE，给予公司合理价值为41.59元/股，维持“买入”评级。

表 13: 华润燃气盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万港元)	39,838	51,165	59,120	67,233	75,496
增长率(%)	21.0	28.4	15.5	13.7	12.3
归母净利润(百万港元)	3,654	4,450	5,033	5,644	6,216
增长率(%)	11.1	21.8	13.1	12.1	10.1
EPS (港元/股)	1.68	2.04	2.31	2.59	2.85
市盈率 (P/E)	16.9	15.2	15.8	14.0	12.8

数据来源：公司财务报告，广发证券发展研究中心

注：计算每股收益所用股本为 2,178,215,487 股；汇率为港币/人民币= 0.900

1.6 风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，销气毛差降幅超过预期，供给能力限制销气量较快增长，人民币兑港币汇率贬值超预期。

2. 新奥能源 (02688.HK): 天然气销售稳步增长，接驳业务优于预期

2.1 2019年上半年核心净利润基本符合预期

公司披露2019年上半年业绩公告，2019年上半年公司实现营业收入人民币353.44亿元，同比增长33.2%，主要受益于天然气销售业务的稳健增长和综合能源业

务及新收购项目的业绩贡献；毛利率为15.8%，同比下降1.8pp，主要由天然气平均采购成本上升及收入结构变化导致；实现归母净利润人民币33.62亿元，同比大增88.7%，高于我们的预期，除了核心业务增长的影响外归母净利润大幅上升还受益于对冲LNG长约价格的衍生合同所产生的公允价值变动；经调整后核心净利润为人民币27.34亿元，同比增长14.4%，基本符合我们的预期。

由于公司业绩的稳步提升和对运营资金的优化管理，2019年上半年总现金流入达46.16亿元，同比增长86.8%。其中经营现金流入42.94亿元，同比大幅增长124.9%。良好的现金流表现有助于支撑公司业务拓展并保障未来的派息能力。

图 21: 2017-2021E 公司营业收入 (人民币亿元) 及增速

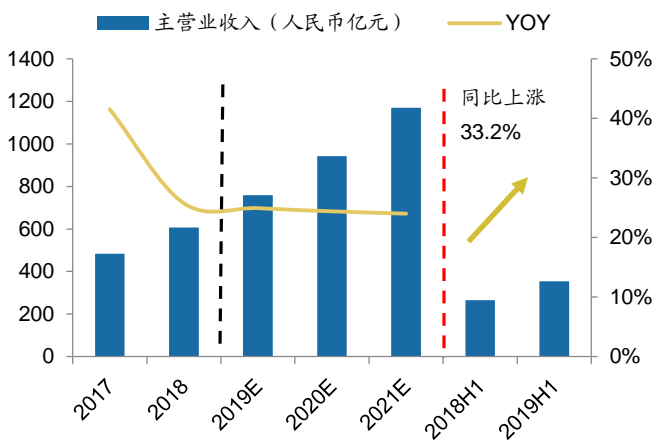
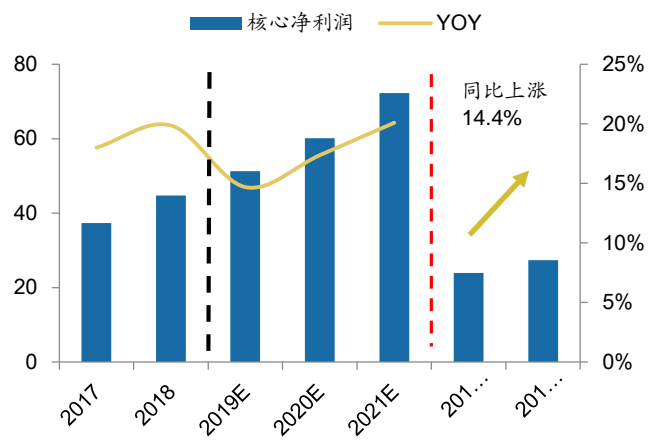


图 22: 2017-2021E 公司核心净利润 (人民币亿元) 及增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

从收入结构看，2019年上半年公司天然气零售业务在总收入中占比最大，为57.5%，同比下降3.9pp，实现收入人民币203.32亿元，同比稳步增长24.7%，该板块业务毛利率为13.64%，同比下降1.44pp。工程安装（燃气接驳）业务实现收入人民币36.26亿元，同比增长29.3%，占主营业务比例为10.3%；毛利率为52.98%，同比下降9.8pp。综合能源销售业务实现收入人民币10.19亿元，同比大增176.2%，占主营业务比例为2.9%；毛利率20.22%，同比大幅增加12.63pp。燃气批发业务实现收入人民币93.30亿元，同比增长41.5%，占主营业务比例为26.4%；毛利率为0.41%，同比下降2.5pp。增值服务及产品销售业务实现收入人民币10.37亿元，同比大增125.4%，占主营业务比例为2.9%；毛利率为63.55%，同比增长15.1pp。

图 23: 2018H1-2019H1 公司收入结构 (人民币亿元)

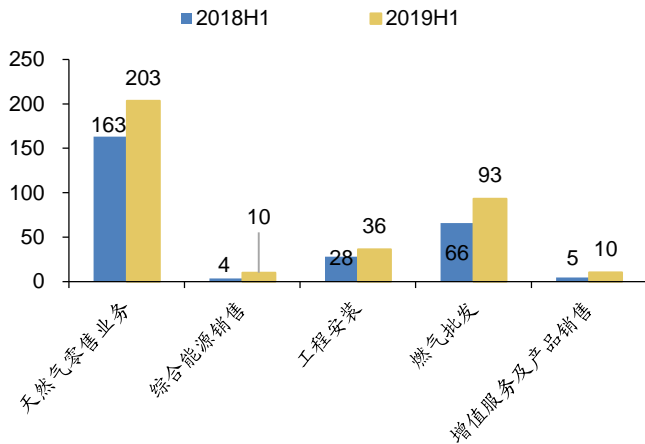
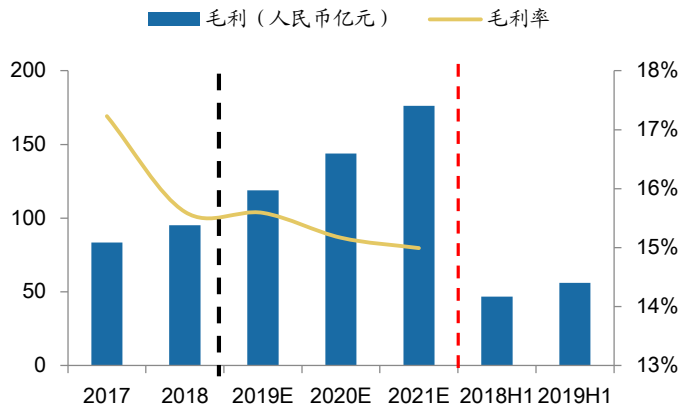


图 24: 2017-2021E 公司毛利 (人民币亿元) 及毛利率



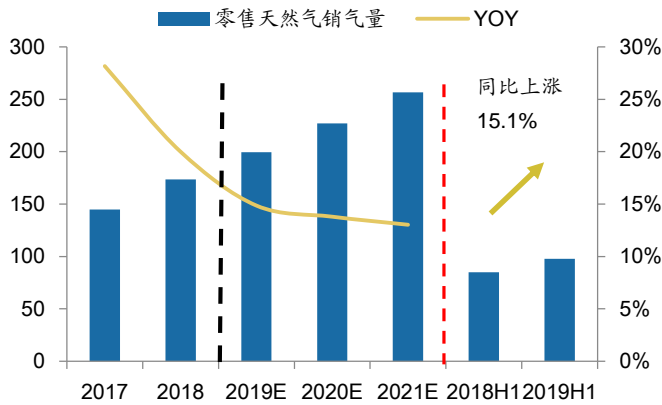
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.2 销气量稳步增长, 毛差略有降低

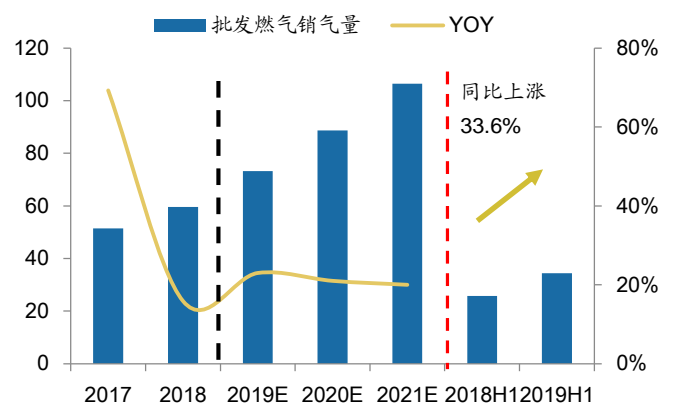
2019年上半年, 公司天然气销售量达到132.04亿立方米, 同比增长19.4%。撇除燃气批发, 公司零售天然气销售量为97.69亿立方米, 同比增长15.1%, 取得收入203.32亿元。同比增长24.7%; 其中, 住宅用户销气量为18.87亿立方米, 同比增长16.9%, 占零售天然气销售量的19.3%; 工商业用户销气量为72.89亿立方米, 同比增长16.4%, 占零售天然气销售量的74.6%; 汽车加气站销气量为5.93亿立方米, 同比下降3.3%, 占零售天然气销售量的6.1%。此外, 公司燃气批发销气量达到34.35亿立方米, 同比增长33.6%, 取得收入人民币93.30亿元, 同比大增41.5%。我们预计2019-2021年公司天然气销气量仍可稳步增长, 零售天然气销气量分别为199.51/227.04/256.62亿立方米, 同比增长14.9%/13.8%/13.0%, 燃气批发销气量分别为73.28/88.67/106.41亿立方米, 同比增长23.0%/21.0%/20.0%。

图 25: 2017-2021E 公司零售天然气销气量 (亿立方米) 及其增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 26: 2017-2021E 公司燃气批发销气量 (亿立方米) 及其增速

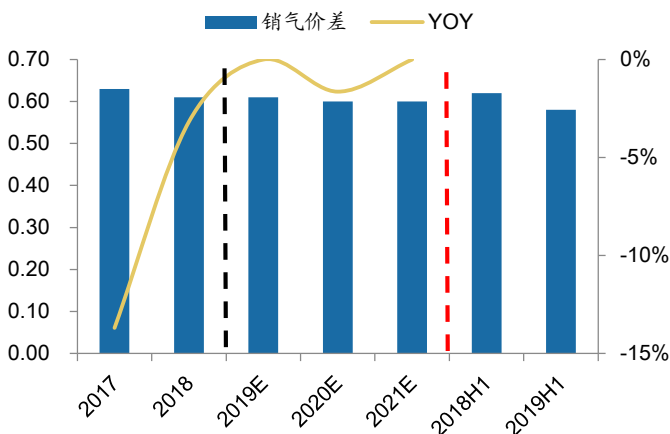


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2019年上半年公司平均售气价为人民币3.24元/立方米(含税) 同比上升6.2%

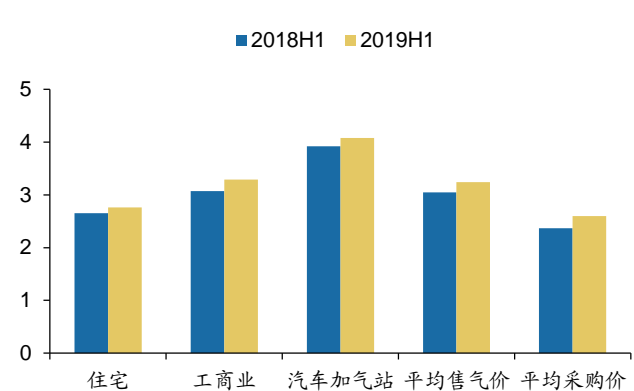
其中, 住宅用户平均售气价为人民币2.76元/立方米, 工商业用户平均售气价为人民币3.29元/立方米, 汽车加气站平均售气价为人民币4.08元/立方米。2019年上半年天然气整体销气毛差小幅下降至人民币0.58元/立方米, 同比下降0.04元/立方米, 下降原因主要为1) 部分农村用户燃气费补贴未到位; 2) 毛差较高的汽车天然气销售和商业用户天然气销售量占比下降; 3) 公司给燃气消耗量大的工业用户提供折扣。基于上游气源较充足的预期和各地顺价调整机制的完善, 我们预计未来销气毛差会维持稳定。

图 27: 2017-2021E 公司销气毛差 (人民币元/立方米, 不含税)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 28: 2018H1-2019H1 年公司售气价 (人民币元/立方米, 含税)



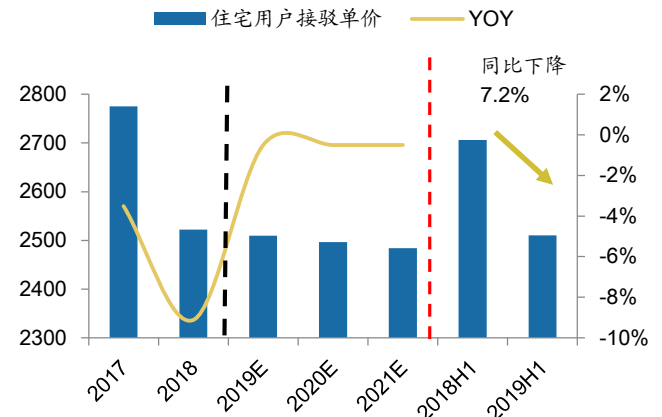
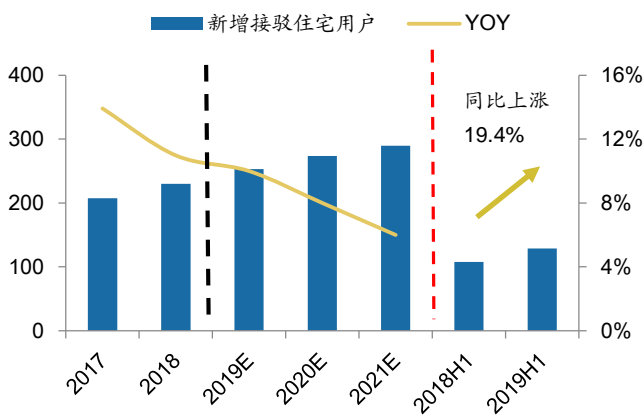
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.3 接驳业务优于预期，住宅接驳费略有下降

2019年上半年公司实现工程安装（燃气接驳）收入人民币36.26亿元，同比增加29.3%，接驳业务毛利率为52.98%，同比下降9.80pp。2019年上半年，公司共新增住宅用户128.7万户，同比增长19.4%，高于我们的预期，其中新房、老房及农村“煤改气”用户分别占新增住宅用户的66%、15%、19%，并累计开发独立采暖用户147万户。截至2019年6月30日，公司累计已开发管道燃气住宅用户数为1978.7万户，管道燃气气化率从2018年底的58.8%增至59.4%，还有较大的发展空间。我们预测公司2019-2021年新增住宅用户为253.2/273.5/289.9万户，同比增长10%/8%/6%。公司2019年上半年用户接驳单价为人民币2510元，同比下降7.2%，我们预计未来三年公司住宅用户接驳单价将温和下调，分别为人民币2509/2497/2484元/户。

图 29: 2017-2021E 公司新增接驳住宅用户数量（万户）及其增速

图 30: 2017-2021E 公司住宅用户平均接驳单价（人民币元/户）及其增速

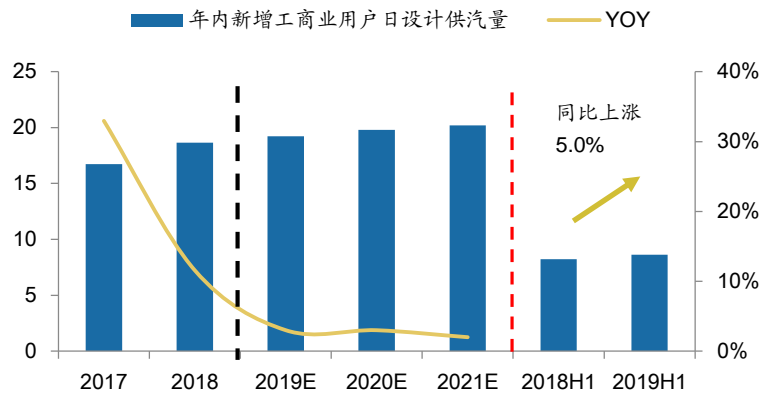


数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

2019年上半年，公司新增工商业用户达到12110个，同比增长1346个，累计工商业用户为133209个；已装置日设计供气量863.8万立方米，同比增长5.0%，累计用户已装置日设计供气量1517.8万立方米，同比增长19.8%。2019年上半年，来自“煤改气”的新用户开口气量约288万立方米/日，占新开发工商业用户的33.3%。

图31: 2017-2021E公司新增工商业用户日设计供汽量(百万立方米)及其增速



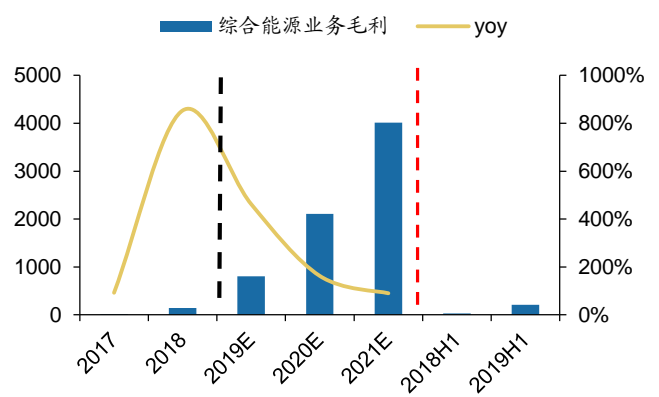
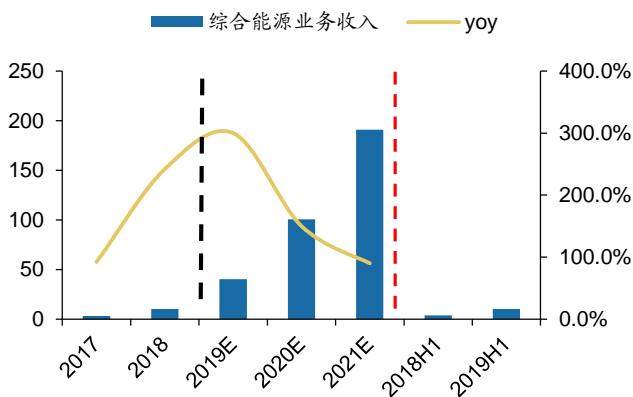
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.4 综合能源业务收入快速增长

2019年上半年, 公司综合能源销售与服务业务实现收入人民币10.19亿元, 同比大增176.2%; 实现毛利人民币2.06亿元, 同比大幅增加635.7%, 综合能源销售量达19.52亿千瓦时, 同比大幅增长92.1%。项目拓展方面, 2019年上半年公司新签约106个综合能源项目, 签约规模达到630亿千瓦时; 新投运综合能源项目20个, 新增年能源需求量33.64亿千瓦时。截至2019年6月30日, 公司累计已投运的综合能源项目达82个, 年需求量达78.97亿千瓦时。我们认为公司综合能源业务具有较大的潜在销售规模, 随着项目的陆续投运将给公司创造可观的收入增长。我们预计2019-2021年公司综合能源业务将会快速发展, 业务收入分别为人民币40.2/100.5/190.95亿元, 增速可达300%/150%/90%; 未来三年的毛利率分别为20%/21%/21%, 逐步趋向成熟水平。

图32: 2017-2021E公司综合能源业务收入(人民币亿元)及其增速

图33: 2017-2021E公司综合能源业务毛利(人民币百万元)及其增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2.5 盈利预测与投资评级

2019年9月6日,新奥能源(02688.HK)收盘价为80.00港元,我们预测公司2019-2021年核心EPS分别为人民币4.56/5.35/6.43元。我们认为,公司为港股燃气龙头企业,上游气源具有优势,下游城燃销气量有望保持增长,综合能源业务预计为未来业绩增长点,由于公司业绩增长点较多,以及稳定增长的运营现金流较为亮眼,我们基于2019年18倍PE,给予合理价值为91.20港元/股,维持“买入”评级。

表 14: 新奥能源盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万CNY)	48,269	60,698	75,827	94,324	116,960
增长率(%)	41.5	25.7	24.9	24.4	24.0
归母净利(百万CNY)	2,802	2,818	4,607	5,578	6,837
增长率(%)	30.3	0.6	63.5	21.1	22.6
核心净利(百万CNY)	3,730	4,471	5,128	6,018	7,227
增长率(%)	18.0	19.9	14.7	17.4	20.1
EPS (CNY元/股)	2.59	2.56	4.10	4.96	6.08
核心EPS (CNY元/股)	3.44	4.06	4.56	5.35	6.43
市盈率 (P/E)	19.5	24.6	17.6	14.6	11.9

数据来源: 公司财务报告, 广发证券发展研究中心

注: 核心净利润扣除一次性项目影响; 汇率为港币/人民币=0.900; 计算每股收益所用股本为 1,123,949.15 千股

2.6 风险提示

“煤改气”政策实施不及预期,销气毛差降幅超过预期,综合能源项目不及预期,人民币兑港币汇率贬值超预期。

3.天伦燃气(01600.HK): 销气量稳健增长,煤改气快速推进

3.1 利润增长基本符合预期

公司披露2019年上半年业绩公告,2019年上半年公司实现营业收入人民币31.5亿元,同比增长65.9%;实现毛利人民币8.29亿元,同比增长66.6%,毛利率为26.3%,同比上升0.1pp;实现归母净利润人民币4.05亿元,同比增长88.1%;核心归母净利润(扣除处置子公司所产生的损益及汇兑损失)人民币4.43亿元,同比增长67.8%,基本符合预期。公司派发中期股息人民币0.11元/股,派息率为28%,同比增长3pp。

图 34: 2017-2021E 公司主营收入及其增速 (人民币百万元)

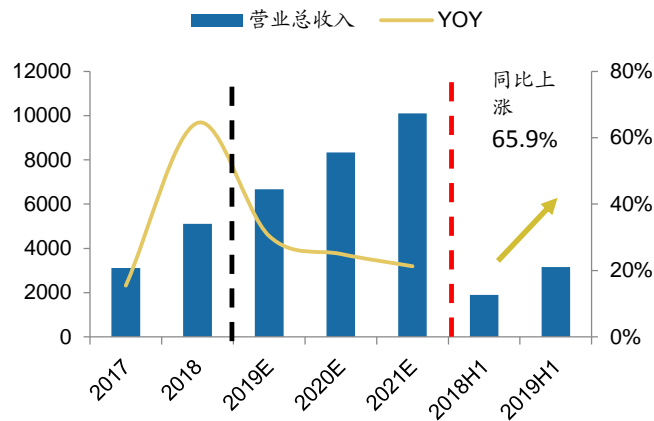
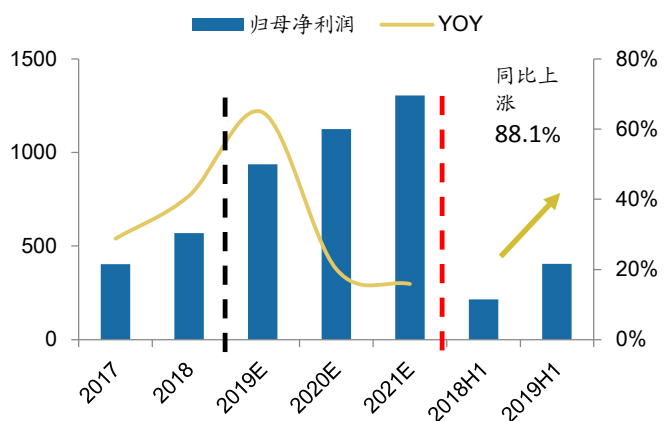


图 35: 2017-2021E 公司归母净利润及其增速 (人民币百万元)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

从收入结构看, 2019年上半年公司城市燃气销售业务实现收入人民币13.9亿元, 同比增长36.1%, 占主营业务收入比例为44.3%; 实现毛利人民币20.0亿元, 同比增长24.2%, 毛利占比为24.2%。燃气接驳业务实现收入人民币4.11亿元, 同比增长3.2%, 占主营业务收入比例为13.1%; 实现毛利人民币2.78亿元, 同比增长6.5%, 毛利占比为33.5%。工程设计及建设业务实现收入人民币6.88亿元, 占主营业务比例为21.8%; 实现毛利人民币2.63亿元, 毛利占比为31.7%。长输管线业务实现收入人民币5.96亿元, 同比增长39%, 收入占比为18.9%; 实现毛利人民币0.50亿元, 同比增长10.3%, 毛利占比为6.0%。

图 36: 2018H1-2019H1 公司收入结构 (人民币百万元)

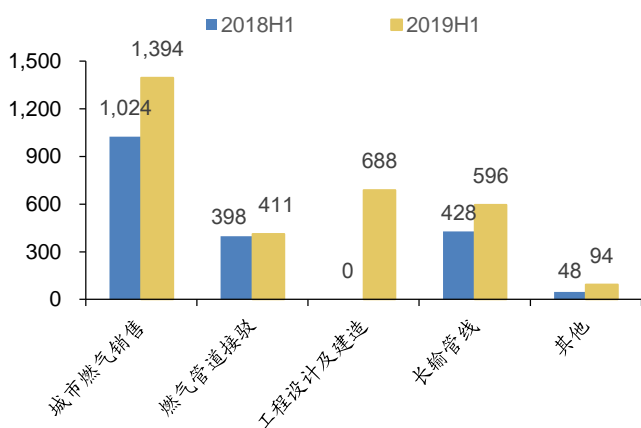
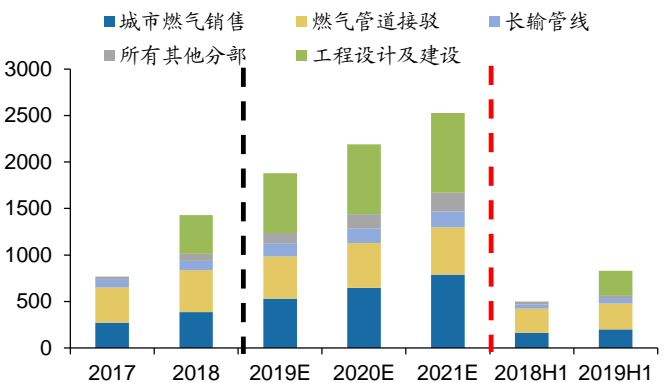


图 37: 2017-2021E 公司毛利结构 (人民币百万元)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

注: “工程设计和建设”业务主要为乡镇煤改气接驳

注: “工程设计和建设”业务主要为乡镇煤改气接驳

3.2 城市燃气业务销气量稳健增长，毛差略微下降

2019年上半年，公司城市燃气销气总量达到4.75亿立方米，同比增长23.3%，低于预期，其中工商业用户销气量达到2.58亿立方米，同比增长25.8%，主要受益于公司大力发展工商业煤改气用户的战略；住宅用户销气量为1.52亿立方米，同比增长24.2%，主要由于现有项目的住宅用户创新模式开发和新并购项目住宅用户的销气量增长；交通用户销气量达到0.65亿立方米，同比增长12.8%。未来随着公司煤改气持续推进，我们预计城市燃气销气量在2019-2021年仍将稳健增长，分别为9.98/12.1/14.6亿立方米，同比增长24.0%/21.6%/20.3%。

图 38: 2017-2021E 公司城市燃气业务销售收入 (人民币百万 元) 及其增速

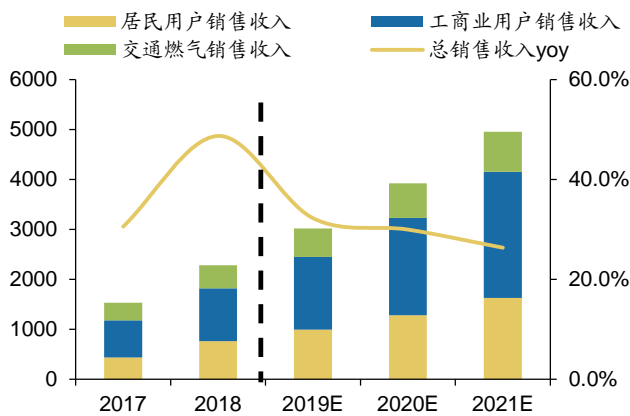
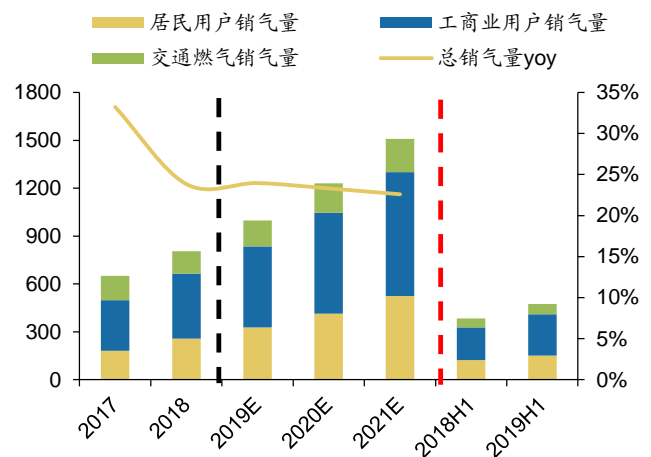


图 39: 2017-2021E 公司城市燃气业务销气量 (百万立方米) 及其增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

2019年上半年公司城市燃气整体毛差为0.54人民币元/立方米，相对同期下降了0.02人民币元/立方米。其中，居民用户平均毛差为0.43人民币元/立方米，与去年同期平均毛差持平；工商业用户毛差为0.64人民币元/立方米，同比下降0.03人民币元/立方米；交通燃气用户平均毛差为0.50人民币元/立方米，同比上升0.04人民币元/立方米。

除城市燃气板块外，2019年上半年公司工业用户直供销气量为1.35亿立方米，同比增长3.0%；城市燃气用户直销供气量为0.95亿立方米，同比增长6.9%；气源贸易业务销气量为0.36亿立方米。公司2019年上半年天然气销售量累计7.41亿立方米，同比增长22.5%。

图 40: 2018H1-2019H1 年公司销气毛差 (人民币元/立方米)

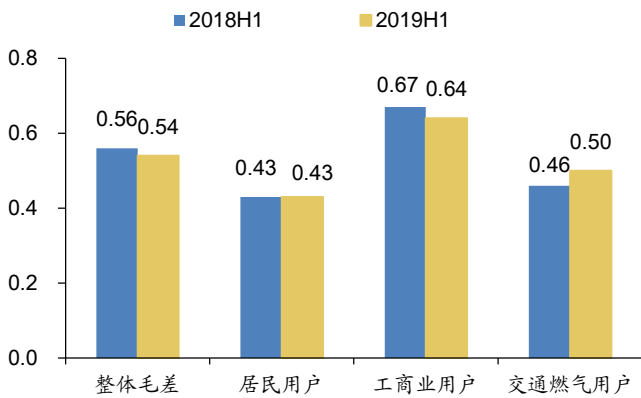
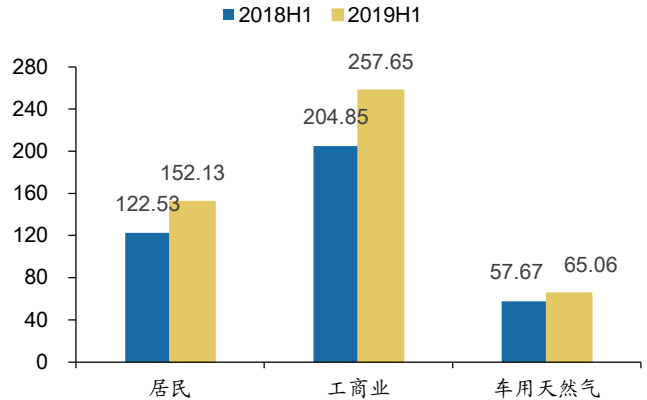


图 41: 2018H1-2019H1 公司销气量结构 (百万立方米)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

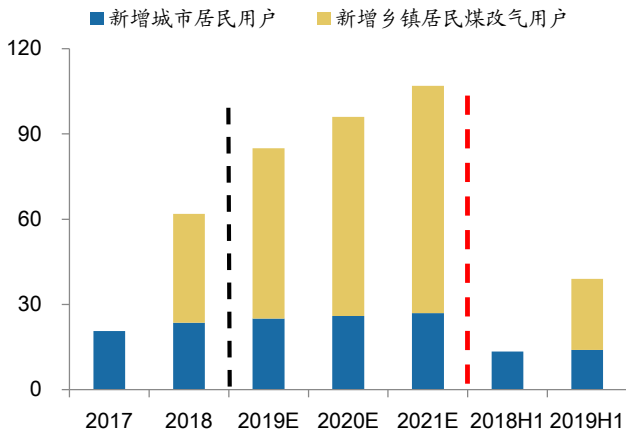
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

3.3 乡镇煤改气接驳高速发展, 城市燃气管道接驳符合预期

2019年上半年工程设计及建设(乡镇煤改气)业务收入为6.88亿元, 业务毛利率为38.2%, 公司新增乡镇煤改气用户为25.0万户。截至2019年上半年, 公司城市燃气项目总体渗透率为43%, 区域内煤改气用户仍有巨大潜力。受益于政府煤改气政策的推进, 我们预计2019年公司乡镇煤改气用户数量的高增速仍可持续, 我们预计2019-2021年公司乡镇煤改气新增接驳数约为60/70/80万户, 同比增长56.8%/16.7%/14.3%。2019年上半年, 公司的乡镇居民用户接驳单价略微上调, 从2018年同期的2727元/户上涨至2752元/户, 同比增长0.92%, 主要是受到增值税变化的影响, 我们预计未来三年乡镇居民用户接驳单价保持平稳。

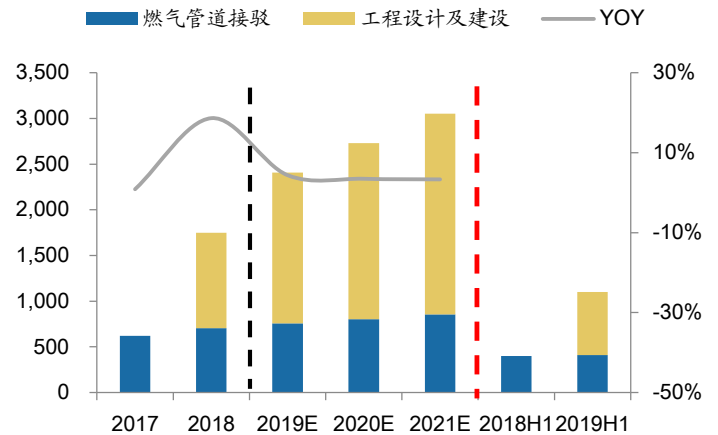
2019年上半年, 公司实现城市燃气管道接驳业务收入人民币4.11亿元, 同比增长3.2%, 毛利率为67.5%, 同比上涨2.1pp; 新增城市住宅用户为14.1万户, 同比增长4.8%; 新增接驳工商业用户为1152户, 同比增长8.6%。我们预计2019-2021年公司新增城市住宅用户接驳数量仍会维持增长, 约为25/26/27万户, 同比增长6.0%/4.0%/3.8%。2019年上半年公司城市住宅接驳单价为2605元/户, 相比同期的2645元/户下降了1.51%, 符合我们预期。我们预计未来公司城市住宅用户接驳单价会温和下调, 2019-2021年公司城市住宅用户接驳单价为2605/2592/2579元/户, 同比下降1.5%/0.5%/0.5%

图 42: 2017-2021E 公司新增城市居民用户 (万户) 及新增乡镇煤改气用户数量 (万户)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

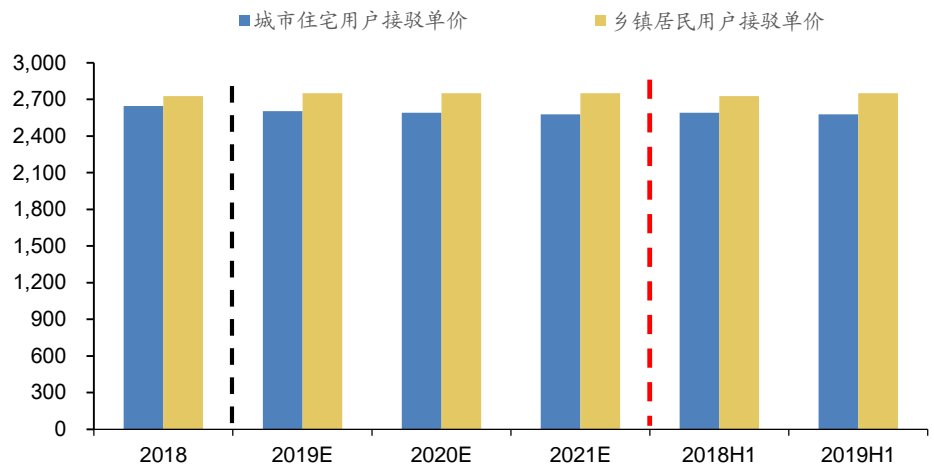
图 43: 2017-2021E 公司燃气管道接驳与工程设计及建设收入 (人民币百万元) 及其增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

注: “工程设计和建设”业务主要为乡镇煤改气接驳

图 44: 2018-2021E 公司城市住宅用户及乡镇居民用户接驳单价 (元/户)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

3.4 事业版图不断拓展, 持续推进项目并购

截至2019年6月30日, 公司累计拥有62个城市燃气项目, 其中今年上半年新增两项城市燃气项目; 公司截至目前共计拥有6条长输管线, 已运营管线共3条, 有2条在建长输管线预计于2019年第四季度通气, 有助于保障公司的气源供应。此外公司也在持续推进项目并购, 2019年公司对外并购项目金额预计为10亿元, 坚持优质城燃项目的并购策略, 并不断加大河南终端市场的并购力度, 积极扩大用户规模。截至2019年6月30日, 公司已完成河南省驻马店市西平城市燃气项目收购, 项目已开始为公司业绩作出贡献。乡镇煤改气业务拓展方面, 公司未来计划通过复制煤改气基金合作模式积极寻求省外乡镇煤改气合作机会, 预计未来乡镇煤改气业务的拓展会给公司注入新的业绩活力。

3.5 盈利预测与投资评级

2019年9月6日，天伦燃气（01600.HK）收盘价为港币7.91元。我们预测公司2019-2021年EPS分别为人民币0.94/1.13/1.31元。受益于河南省气化持续推进，未来公司乡镇煤改气接驳数量逐步增加，我们认为公司未来在煤改气上具有较大发展空间，同时城镇燃气销售量增长可以保证。由于公司市值较小，且接驳利润占比较高，我们用2019年低于行业平均的12倍PE给予公司合理价值港币12.60元/股，维持“买入”评级。

表 15: 天伦燃气盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(RMB百万元)	3,109	5,113	6,664	8,088	9,653
增长率(%)	15.4	64.5	30.3	21.4	19.4
归母净利润(RMB百万元)	404	569	938	1,126	1,306
增长率(%)	29.0	40.8	64.8	20.1	16.0
EPS (RMB元/股)	0.41	0.58	0.94	1.13	1.31
市盈率 (P/E)	13.61	10.12	7.58	6.31	5.44

数据来源：公司财务报告，广发证券发展研究中心

注：汇率为港币/人民币=0.899

3.6 风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，煤改气项目进度不及预期，供给不足限制销气量较快增长等风险。

4. 中国燃气（00384.HK）：销气量持续增长，煤改气快速推进

4.1 FY2019收入增长符合预期，净利率小幅上升

公司公布了2018/19财年的业绩，公司实现营业收入 593.9亿港元，同比增长12%，归母净利润为 82.2亿港元，同比增长34.9%，超出预期。去除一次性损益后，核心净利润同比增长28%至81.5亿港元。业绩增长超预期主要是管道天然气销量大幅增长和农村煤改气接驳数量超预期。

收入分拆后，管道天然气销售收入271.05亿港元，同比增长19.87%，燃气接驳收入110.79亿港元，同比增长25.3%。液化石油气销售收入159.17亿港元，同比减少0.33%，增值服务业务收入39.03亿港元，同比增长32.45%。

图 45: 公司营业收入及同比增长 (单位: 港币亿元)

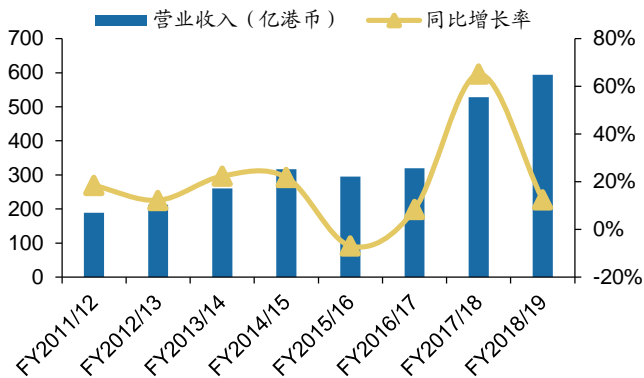
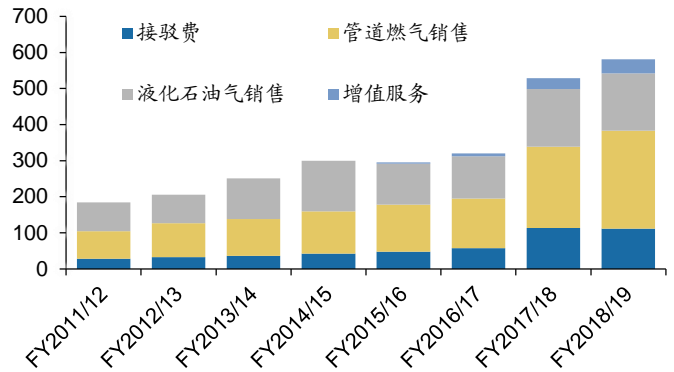


图 46: 公司各项业务收入 (单位: 港币亿元)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

本财年公司归母净利润为82.24亿港元, 同比增长24.7%, 净利润增速大于收入增速主要原因为经营利润率较高的接驳板块利润和工程施工和设计板块业绩增长较快, 并且增值业务经营利润率从去年的26.3%上升到29.3%。2018/19财年公司经营利润率为23.3%, 同比提高1.3个百分点。

图 47: 公司归母净利润及同比增速 (单位: 港币亿元)

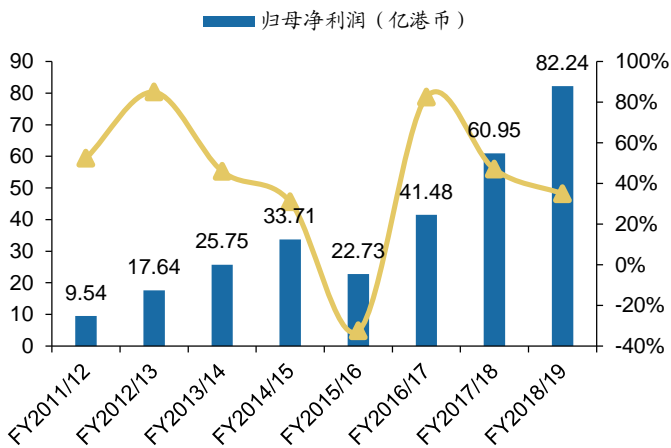
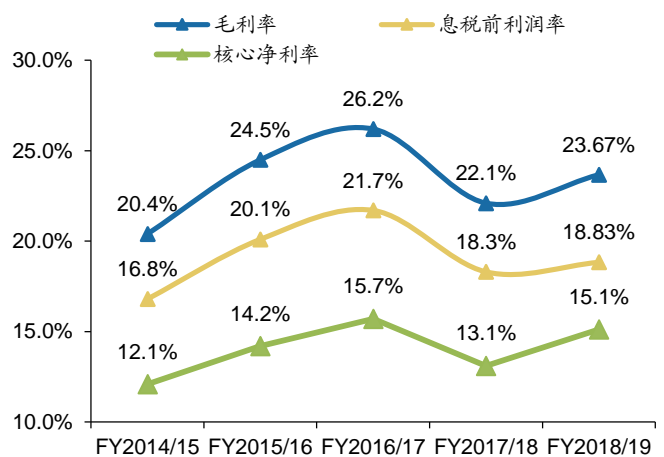


图 48: 公司毛利率、息税前利润率、核心净利率



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

4.2 燃气销售: 天然气销量保持快速增长, 毛差展望趋稳

燃气售气量: 得益于中国政府打赢“蓝天保卫战”计划的强力推进, 大气污染治理力度的加大以及北方“煤改气”的加速推进, 2018年中国天然气表观消费量达到2787亿立方米, 同比增长17.4%, 大幅超过2017年的增速。受益于天然气行业的发展, 本财年公司通过城市燃气项目销售天然气147.4亿立方米, 同比增长25.1%。住宅用户天然气销售量增长较快, 为49.84亿立方米, 同比增加29%; 工业用户售气量70.50亿立方米, 同比增长30.1%; 商业用户售气量25.16亿立方米, 同比增长22.5%。

CNG / LNG加气站售气量11.93亿立方米，同比降低2.5%；通过管道贸易销售的天然气天然气批发99.12亿立方米，同比大幅上升44.2%。

新增居民、工业、商业用户将持续带动公司销气量稳步提升，我们预计未来两个财年的燃气销量分别同比增长25%左右。

图 49: FY2012-2019 城市燃气销售量

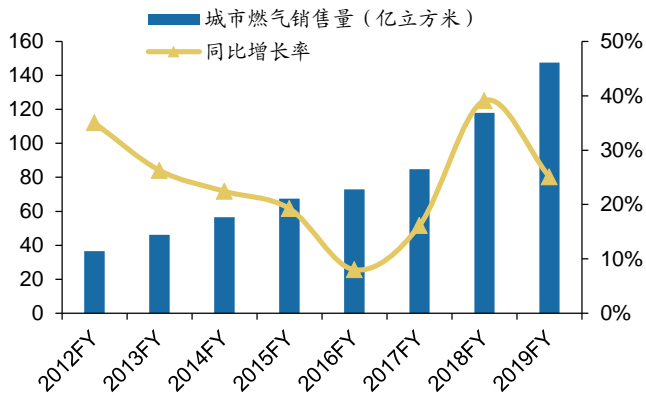
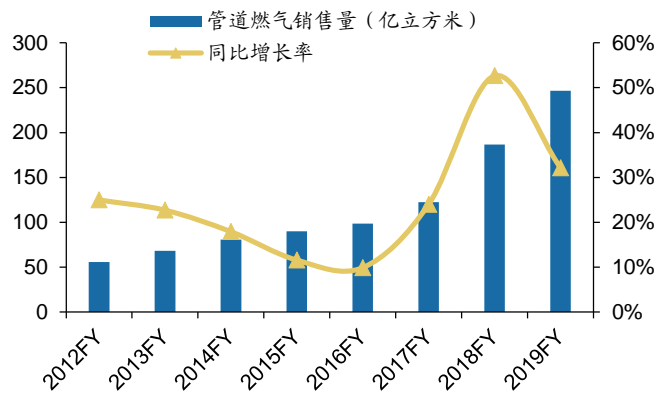


图 50: FY2012-2019 公司燃气售气量及增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

售气价格：本财年居民用户气价上升至2.52元/立方米；工业、商业分别上升下降至2.65、2.79元/立方米；CNG/LNG售价上升2.93元/立方米。从气价的角度来看，除LNG、CNG售价有大幅度上升，居民、非居民工商业气价均较上一年度有小幅度上升。

图 51: 公司各类用户气价变化

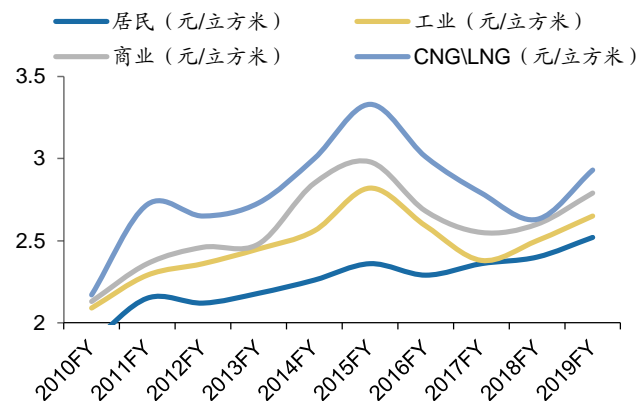
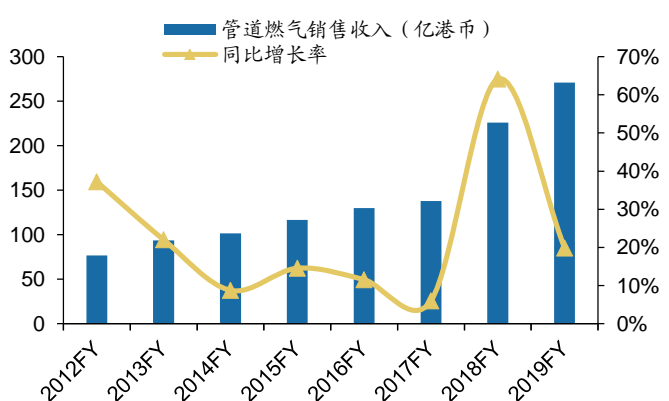


图 52: 公司燃气销售收入上涨



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

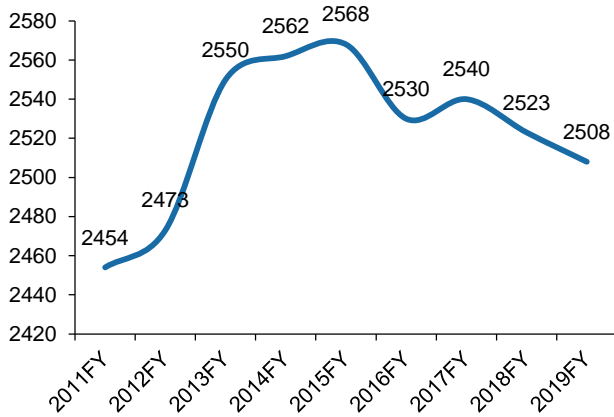
数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

4.3 燃气接驳保持稳定，乡镇气代煤贡献主要增量

本财年公司新接驳510.7万民用户，较上一年大幅增长30.1%。其中，有271.6万户为城市用户，239.2万户为乡镇燃气用户。城市居民用户的平均接驳费为2508元，较为稳定；乡镇气代煤用户接驳费为3010元。目前公司的气化率为60.7%，较上一年的57.2%稳步增长，较成熟市场的70%-80%还有较大空间。

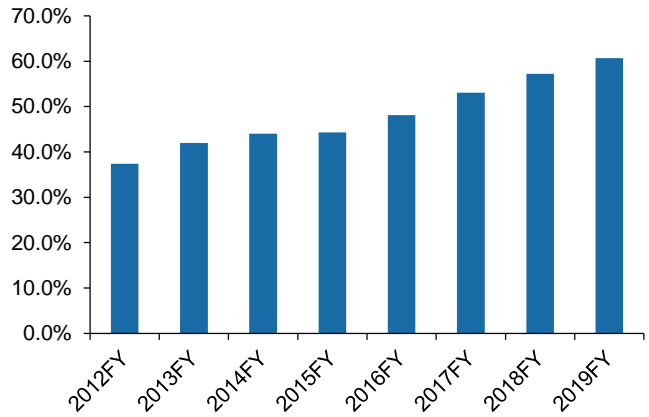
未来乡镇气代煤用户将为接驳业务贡献增量。中央政府打赢“蓝天保卫战”决心坚定，地方各级政府都在竭力推进乡镇“煤改气”工程。我们预计2020和2021年将保持550万户/630万户的用户接驳数，其中城市燃气维持270万户水平，剩余的来自乡镇气代煤用户分别为280万户/360万户，呈稳步增长趋势。预计2022年，接驳量增速会放缓，维持2021年的630万接驳户数的预测。

图 53: 公司平均一次性接驳费 (单位: 人民币元)



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

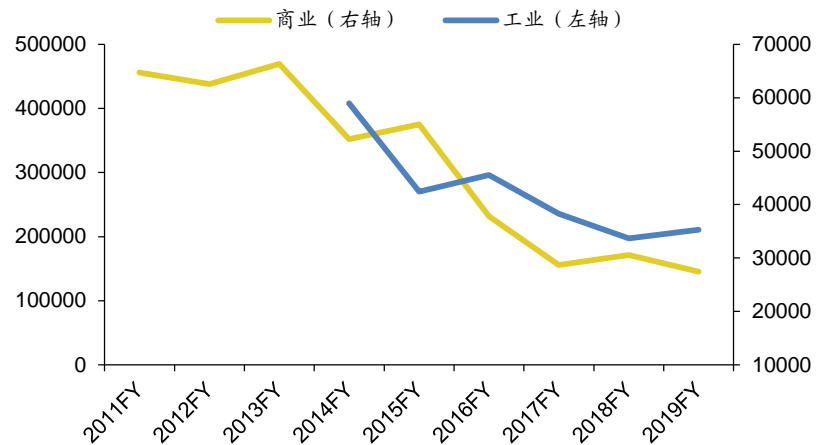
图 54: 公司燃气气化率稳步提升



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

公司新接驳12407户 (+27.6% YoY) 工业用户以及 199637户 (18.2% YoY) 商业用户。其中, 得益于国家推进工商业煤改气的工程建设, 煤改气工商业用户对天然气需求持续向好, 工业用户以及商业用户的平均接驳费分别为每户港币210978元以及人民币27452元。

图55: 公司工商业接驳用户接驳平均费用 (人民币元/户)



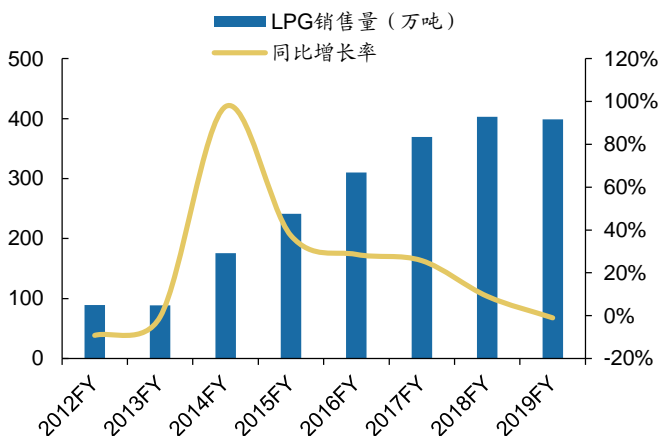
数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

4.4 液化石油气: 销量略微下降, 销气价格轻微上升

公司在液化石油气板块实现收入港币159.17亿元, 轻微下降0.3%; 实现销售量399.34万吨, 比上个财年略微减少0.9%, 其中主要销售量增长来自批发业务。批发业务销售量为278.54万吨, 同比减少5.4%; 终端零售业务销量为120.80万吨, 同比增长11.3%。销气价格从上一财年的平均3962元/吨提升/降低到3986元/吨, 平均涨幅约为0.59%。

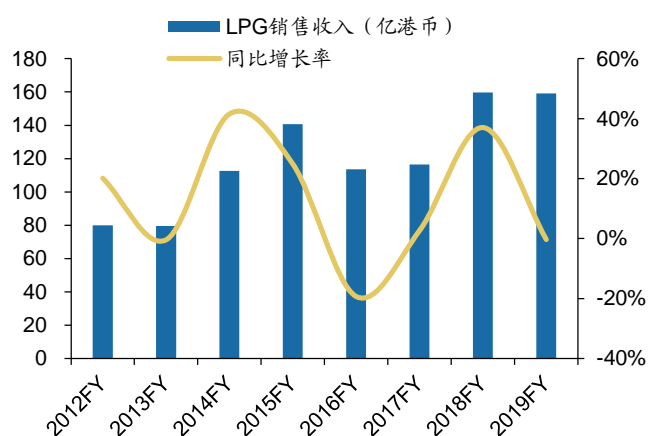
从批发业务的需求来看, 液化石油气可作为化工原料在石油化学合成与加工领域, 近几年取得稳步提升; 从终端零售需求角度, 公司积极推广液化石油气在城乡结合部居民用户市场的应用, 近几年保持稳定趋势。

图 56: 公司液化石油气销售量和增速



数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

图 57: 公司液化石油气销售收入和增速

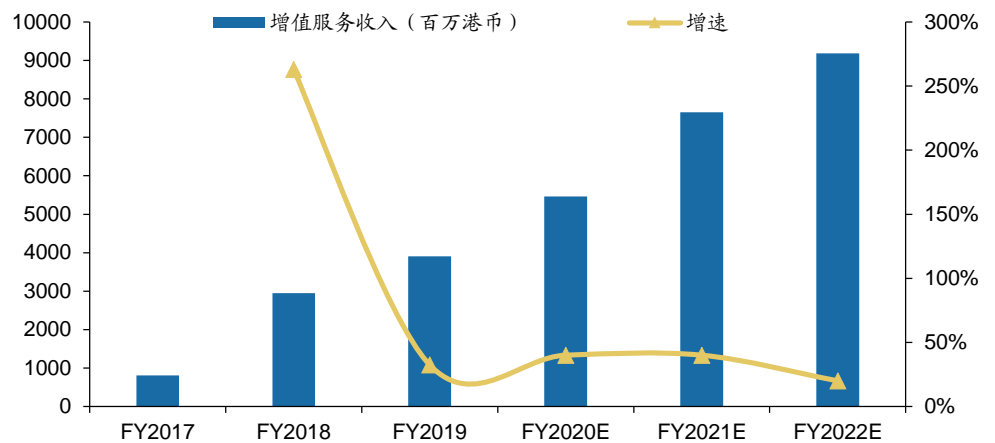


数据来源: 公司业绩公告, 广发证券发展研究中心

4.5 增值业务：业务较快增长，未来前景良好

公司在增值业务板块实现收入39.03亿港元，同比增长32%，符合预期。我们认为公司将继续保持此业务的高速增长。公司服务的用户群随着接驳率的不断提升而迅速扩大，公司有着3500万的家庭用户和工商业用户，可以借助庞大的客户网络丰富增值服务的内容，我们认为未来三个财年公司的增值业务收入将保持每年40%的增长。

图58：公司增值服务收入和增速



数据来源：公司业绩公告，广发证券发展研究中心

4.6 盈利预测与投资评级

2019年9月6日中国燃气（00384.hk）收盘价为30.10港元。我们预计公司FY20/FY21/FY22新接驳居民用户550万户/630万户/630万户，其中乡镇气代煤用户分别为280万户/360万户/360万户。FY20/FY21/FY22城市燃气销气量维持约25%的增长。

我们认为公司将持续受益于销气量的增长，尤其会大幅受益于中俄管线，以及乡镇气代煤的推动，我们预测FY2020-2022 公司EPS为1.814/2.244/2.662港元。由于公司业务规模市值较大，且未来业绩增长预期较高，我们基于2019/20财年（FY2020）18倍市盈率，给予合理价值32.65港元/每股。维持“买入”评级。

表 16：中国燃气盈利预测

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万HKD)	52,832	59,386	74,447	89,410	108,345
增长率(%)	65.1	12.4	25.4	20.1	21.2
归母净利润(百万HKD)	6,095	8,224	9,162	11,336	13,444
增长率(%)	47.0	34.9	11.4	23.7	18.6
EPS (港元/股)	1.227	1.628	1.814	2.244	2.662
市盈率 (P/E)	22.70	17.11	15.35	12.41	10.46

数据来源：公司财务报告，广发证券发展研究中心

注：公司财年截止至3月31日；对应港币兑人民币汇率为0.847

4.7 风险提示

城镇气代煤工程进度不及预期，工商业煤改气进度慢于预期，新接驳数量不及预期，油价下跌。

风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，项目进度不及预期，销气毛差降幅超过预期，供给能力限制销气量较快增长。

广发海外研究小组简介

- 欧亚菲：海外研究主管，消费品首席分析师，2011-2014年新财富批发零售行业第三名、第二名、第二名和第三名，2015年新财富最佳海外研究（团队）第六名，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名。
- 廖凌：海外策略首席分析师，2016年新财富策略研究领域第4名，2017年新财富策略研究领域入围。6年策略及中小市值研究经验。
- 张静静：海外宏观首席分析师，南开大学理学硕士。曾任南华期货宏观策略研究副总监、天风证券固定收益部资深分析师。
- 蒲得宇：海外电子行业首席分析师，2015-2017年Asiamoney最佳台湾硬件分析师，CFA。
- 胡翔宇：海外博彩旅游行业首席分析师，2014及2015年机构投资者全亚洲博彩与旅游行业最佳研究团队第二、第四名。2018年机构投资者·财新大中华最佳分析师评选博彩、住宿与休闲业内地榜单第一名。
- 韩玲：海外公用事业和新能源行业首席分析师，获2010-2014年新财富电力设备新能源行业第五、第五、第二、第六名。获2015-2017年新财富海外研究团队第六名、第八、第五名。
- 杨琳琳：海外互联网行业首席分析师，2012-2014年获得新财富传播与文化行业最佳分析师第3名（团队）、第4名（团队）、第2名（团队）。
- 刘芷君：海外机械行业资深分析师，七年机械行业研究经验，2013年加入广发证券发展研究中心。2017年新财富最佳机械分析团队第三名、2016年新财富机械分析团队第二名。
- 邓崇静：海外汽车行业高级分析师，2017年《亚洲货币》(Asiamoney)香港（地区）汽车行业最佳分析师第四名，2016年《亚洲货币》(Asiamoney)中国（港股）可选消费行业最佳研究团队前十名，从事港股汽车、汽车零部件及汽车经销商相关行业研究。
- 刘 娇：海外消费品高级分析师，中央财经大学经济学硕士，厦门大学理学学士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 蒋 辉：海外宏观经济分析师，浙江大学经济学学士，香港中文大学经济学博士，2017年加入广发证券。
- 周 绮 恩：海外电子行业分析师，美国凯斯西储大学金融学学士，4年台湾TMT行业研究及投资银行经验，2018年加入广发证券。
- 张 晓 飞：海外电子行业分析师，统计学硕士，2017年新财富最佳海外研究（团队）第五名，2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 佳 妮：海外博彩休闲行业研究助理，上海财经大学国际商务硕士，中央财经大学会计学学士、法学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 罗 捷：海外必须消费品研究助理，约克大学经济学硕士，金融与商业经济学士，2018年加入广发证券发展研究中心。
- 朱 国 源：海外策略研究助理，罗切斯特大学金融学硕士，外交学院经济学学士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 马 步 云：海外医药行业研究助理，清华大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。
- 蔡 俊 韬：海外宏观分析研究助理，新加坡国立大学硕士，2019年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

广州市

深圳市

北京市

上海市

香港

地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中111 号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。