

增持

李玉麒 CFA
電話: 852 2826 0006
yukkei.lee@cpy.com.hk

中國燃氣公用事業

十二五規劃下快速增長的行業

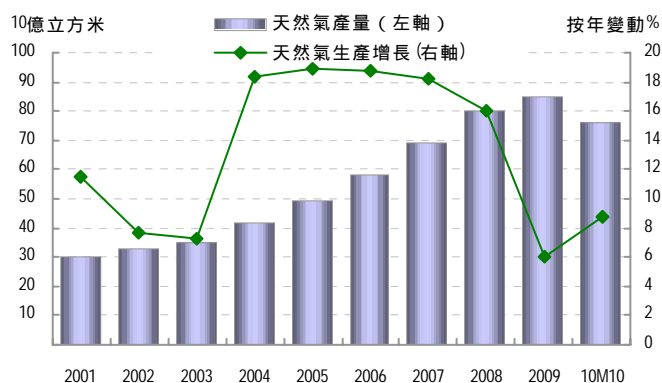
中國政府將在十二五規劃下繼續在全國推廣天然氣應用，以大幅削減二氧化碳排放量及減輕對煤炭/石油等主要能源的依賴。在天然氣行業價值鏈中，下游天然氣分銷公司可從下游天然氣氣源增多及其帶來的銷量增長中受惠。同時，由於井口天然氣成本上漲可在很大程度上轉嫁於下游用戶，我們預期這些公司明年的利潤率可基本保持穩定或略有下挫。我們維持對中國天然氣分銷業的**增持**評級，並以**新奧能源(2688 HK)**為首選。

- ◆ **十二五規劃下，中國天然氣需求料迎來長期增長。**為在2020年前實現二氧化碳排放量較2005年削減40-45%的目標，中國當局計劃將天然氣佔能源消耗總量的比重從2005年的僅2.8%及目前的3.9%，大幅提高到2015年的8.3%。許多大型國家級及跨國天然氣管道項目按計劃將在今後五年陸續完成，而下游管道天然氣分銷商可望獲得充足的天然氣供應並分銷往最終用戶。因此，天然氣公用事業今後幾年將迎來快速量增階段。
- ◆ **井口天然氣價格上調，加快上游天然氣生產及傳輸步伐。**國家發改委從2010年6月1日起將陸上井口天然氣價格上調每立方米0.23元人民幣，以促使人為拉低的國內天然氣價格恢復理性及鼓勵上游燃氣生產商擴大產量。因此，上游燃氣生產商或將加快天然氣生產，並對下游城市燃氣運營商構成利好。
- ◆ **下游城市燃氣運營商的利潤率只會出現輕微下挫。**由於中央鼓勵外資進入城市管道燃氣基建領域，我們預期上游天然氣成本上漲中的大部份將轉嫁予最終客戶。大多數工商用戶需全部承擔最近一次漲價，而住宅用戶需承擔部份。
- ◆ **新奧能源是我們的首選，因其業務內生增長強勁且估值吸引。**我們預期新奧2010至12年盈利將每年複合增長16.5%，主要受到天然氣銷售強勁自然增長的支撐。同時，該股估值亦較吸引，11年度股本回報率為同業中第二高，但市賬率卻低於**華潤燃氣(1193 HK)**。我們維持對新奧的買入評級，12個月目標價為30.3港元。同時，我們維持對**中國燃氣(384 HK)**的中立評級，因其液化石油氣（LPG）分銷業務仍是整體盈利能力的一大包袱。
- ◆ **天然氣公用事業行業的主要向上／向下風險。**短期向上催化劑在於十二五規劃對該行業的具體鼓勵政策。主要向下風險包括上游成本上漲中較預期更少的部份得到轉嫁、天然氣銷量增長較預期緩慢（在一定程度上是由於天然氣氣源短缺），及樓市大跌致使接駁費增長放緩。

十二五規劃下天然氣使用量擴大

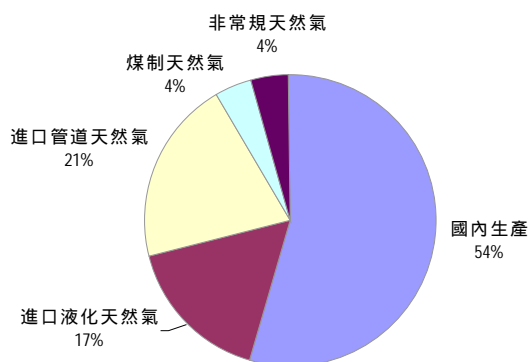
加大天然氣消耗的比重—長期戰略規劃。在十二五規劃期間，非化石能源的消耗量預計將在2015年前達到中國能源消耗總量的11%以上。在這其中，天然氣佔能源消耗總量的比重預計將從2005年的僅2.8%及目前的3.9%，擴大到2015年的8.3%，增幅高達4.4個百分點。這即意味著政府必須擴大國內天然氣產量並大量進口，以緩解目前的天然氣供應短缺問題。從下游城市燃氣運營商的角度來看，阻礙他們擴張的主要障礙在於上游燃氣氣源不足，而中央政府的強力支持應在未來逐步掃清這一障礙。

圖1：中國天然氣產量增長快速



資料來源：震旦經濟

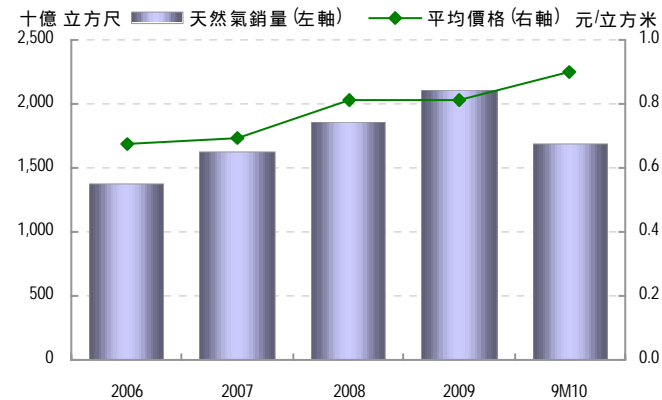
圖2：中國天然氣資源類型



資料來源：石油規劃總院

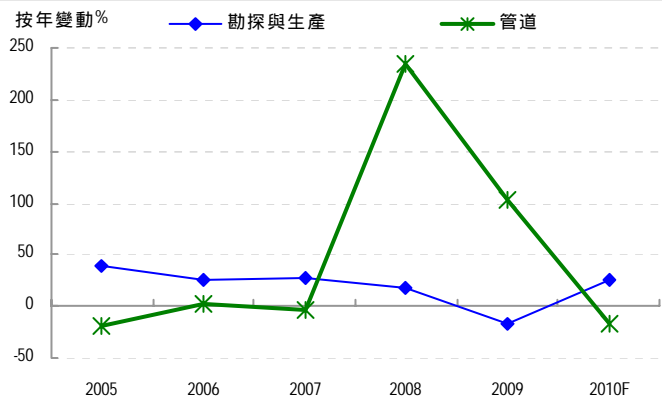
井口天然氣漲價，加快下游天然氣生產及傳輸步伐。國家發改委從2010年6月1日起將陸上井口天然氣價格上調每立方米0.23元人民幣，以促使人為拉低的國內天然氣價格恢復理性及鼓勵中石油（857 HK）為主的上游燃氣生產商擴大產量。因此，中石油今年首九個月的平均實現天然氣價格按年上漲10%至每千立方英尺3.74美元（或每立方米0.9元人民幣），天然氣可銷售產量按年擴大10.5%至1.684萬億立方呎。中石油稱公司將把握天然氣漲價機遇加快生產天然氣，並將天然氣作為公司未來關鍵增長動力。公司計劃將天然氣年產量從2009年的750億立方米擴大到2015年的1,200億立方米。不過，鑑於通脹形勢嚴峻，我們預期上游天然氣價格將在明年保持平穩。

圖3：中石油的天然氣銷售和平均價格



資料來源：公司數據

圖4：中石油的勘探及開採和管道建設資本支出的歷年變化



資料來源：公司數據

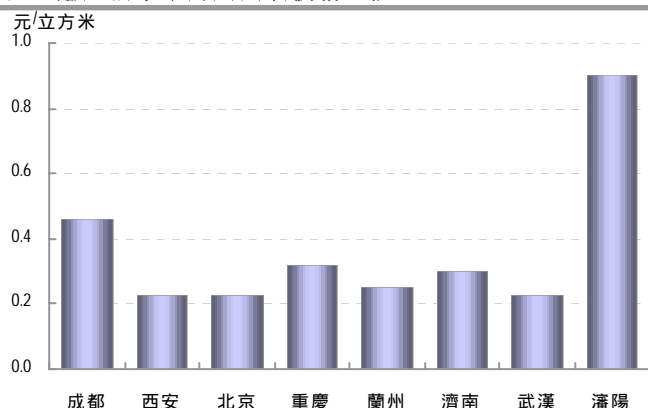
利潤率及接駁費保持強勁

下游城市燃氣運營商的利潤率料僅出現小幅下挫。我們相信上漲的井口燃氣成本將轉嫁於最終客戶，特別是工商用戶。根據新奧燃氣的管理層，公司幾乎所有的工商用戶均接受了天然氣漲價，而下游漲價幅度甚至較每立方米0.23元人民幣的上游成本上漲幅度更大。此外，部份地區的燃氣傳輸成本上漲每立方米0.08元人民幣。

至於家庭客戶，我們預期上漲的下游天然氣成本將逐步得到轉嫁，但由於家庭天然氣上漲需經過聽證會程式，故提價過程或耗費一定時日。家庭天然氣零售價上調進度目前看來還算令人滿意。除了瀋陽的極端個例之外，平均上調幅度為每立方米0.29元人民幣。在國內家庭天然氣普及率最高的北京調價後，我們相信其他城市亦會跟進。

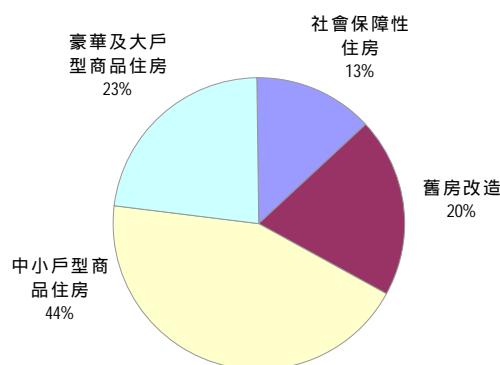
概之，我們預期天然氣上游成本上漲的大部份將轉嫁到最終用戶。儘管如此，我們預計管道天然氣分銷商明年的毛利率將較今年溫和萎縮，而他們以美元計算的利潤率卻可望略微擴闊，這是因為以美元計價的零售天然氣價格升幅更大（亦即大於每立方米0.23元人民幣）。因此，由於新奧及中國燃氣等香港上市城市燃氣運營商的住宅用戶燃氣銷售比重較低（新奧1H10：17.6%；中國燃氣10年度：14.6%），故整體影響應較有限。

圖5：選定城市家用天然氣價格上漲



資料來源：京華山一

圖6：10年不同用途土地供應計劃



資料來源：寶亞經濟

政策性住房市場迎來建設熱潮，接駁費收入增長獲支撐。在國內住宅市場增長放緩的同時，中國當局將加大低收入群體經濟適用房的投資。因此，城市燃氣運營商明年的接駁費料將保持雙位數增長，而且接駁費的利潤率較管道燃氣銷售更豐厚。國土資源部要求今年約33%的土地供應用於興建保障性住房。中國當局決定明年投入超過13,000億人民幣興建1,000萬套經濟適用房，數量上較今年的580萬套高出一倍多。因此，為保障低收入家庭在樓價高漲環境中的住房需求，政府將在明年興建更多保障性住房，而家庭用戶的天然氣接駁費亦將保持強勁。

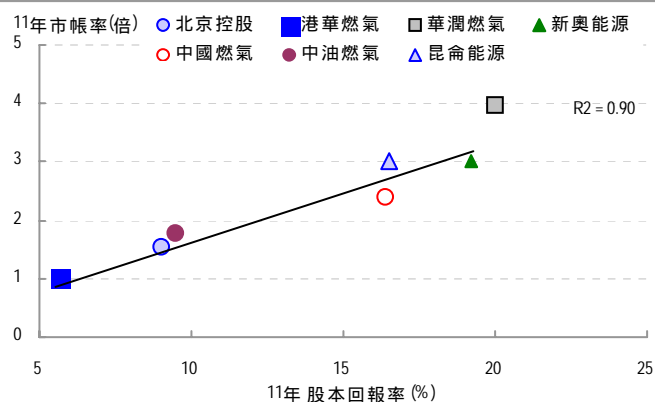
東南沿海地區超過全國平均增幅。按地區劃分，我們預計東南沿海的管道天然氣銷售增長將超過全國平均水平。西氣東輸二線東段在今後兩年分期落成後，這些地區將獲得新的天然氣供應氣源。與同業相比，新奧在這些地區的版圖最為廣闊，總計覆蓋14個城市燃氣項目及1,220萬可接駁用戶（佔公司總覆蓋人口27%）。截止到去年底，新奧在廣東省的滲透率極低，僅7.6%。因此，在上游天然氣管道基建完成後，新奧在廣東省的城市燃氣項目或將在今後幾年享受到優於行業平均水平的增長空間。一直以來，廣東省的燃氣供應極度依賴從深圳液化天然氣接收站進口。

看好天然氣公用事業股，並以新奧為首選

對天然氣分銷行業的明年及長期前景保持樂觀。我們對中國天然氣公用事業行業保持樂觀，因天然氣銷量強勁增長及接駁費收入穩步增長的同時，毛利率卻預計僅會出現輕微萎縮。短期向上催化劑在於十二五規劃對該行業的具體鼓勵政策。主要向下風險包括上游成本上漲中較預期更少的部份得到轉嫁、天然氣銷量增長較預期緩慢（在一定程度上是由於天然氣氣源短缺），及樓市大跌致使接駁費增長放緩。

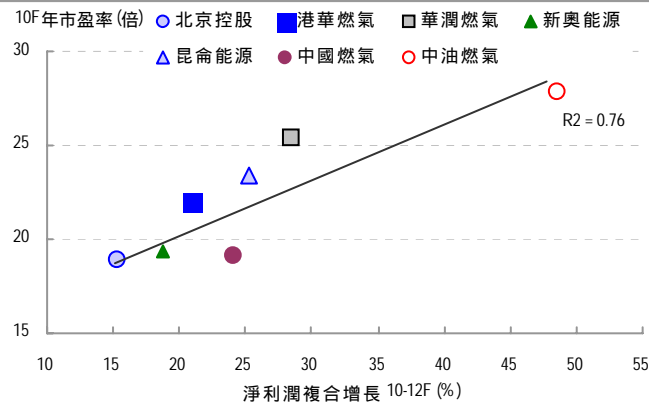
新奧能源是我們的首選，因其業務內生增長強勁且估值吸引。鑒於天然氣銷售自生增長強勁、廣東新項目的增長潛力廣闊及利潤率穩定，我們預期新奧2010至12年盈利將每年複合增長16.5%。同時，該股估值亦較吸引，11年度股本回報率為同業中第二高，但市帳率卻低於華潤燃氣，後者即將獲得母公司注資的預期已基本在股價中反映。我們維持對新奧的買入評級，12個月目標價為30.3港元。同時，我們維持對中國燃氣的中立評級，因其液化石油氣分銷業務仍是整體盈利能力的一大包袱。

圖7：11年市帳率與11年股本回報率



資料來源：彭博及京華山一（中國燃氣及新奧能源）

圖8：11年市盈率與10-12年每股盈利複合增長率



資料來源：彭博及京華山一（中國燃氣及新奧能源）

表1：同業估值比較(截止2010年11月30日)

公司名稱	彭博編號	收市價(港元)	市值(百萬港元)	市盈率(倍)			市盈增長率	市帳率(倍)			息率(%)	
				09	10E	11E		09	10E	11E	10E	11E
中國燃氣*	384 HK	3.97	17,307	25.6	18.5	14.7	0.8	3.2	2.8	2.4	0.8	1.1
北京控股	392 HK	48.95	55,674	21.9	19.3	16.4	1.3	1.7	1.6	1.5	1.6	1.8
港華燃氣	1083 HK	3.79	9,281	24.0	22.2	18.2	1.0	1.1	1.0	1.0	0.6	0.9
華潤燃氣	1193 HK	11.06	20,252	25.1	25.5	20.2	0.9	11.7	4.8	4.0	0.8	1.0
新奧能源	2688 HK	22.35	23,471	25.4	18.6	15.4	1.1	4.0	3.5	3.0	1.3	1.6
昆侖能源	135 HK	11.30	55,980	25.2	22.6	18.1	0.8	3.7	3.4	3.0	1.1	1.4
中油燃氣	603 HK	0.98	4,852	33.0	28.8	18.8	0.6	2.1	2.0	1.8	0.0	0.1
平均				25.8	22.2	17.4	0.9	3.9	2.7	2.4	0.9	1.1

* 年結31/03

資料來源：彭博及京華山一（中國燃氣及新奧能源）