

25/10/2023

國內燃氣行業研究報告

燃氣行業的吸引之處

天然氣屬於清潔能源，在「雙碳」政策的推動下，國內正把能源使用的重心逐步由高碳排放的煤炭及石油等燃料，過渡至清潔能源。根據《中國天然氣發展報告(2023)》，在 2022 年，天然氣在國內能源消費總量中的佔比約 8.4%，對比全球能源消費佔比約 23.5%為低，預期未來天然氣需求仍然有很大的增長空間。

根據國家能源局的預測，2023 年全國天然氣消費量預計為 3850 至 3900 億立方米，按年增長 5.5%至 7%。從天然氣消費結構來看，去年工業用途的佔比最大，達到 42%。其次是城市燃氣，約佔 33%，發電的佔比約為 17%，化工行業佔比約為 8%。在天然氣價格高企的情況下，去年工業、發電及化工行業的佔比都錄得下降，而城市燃氣的佔比則有所上升。

在香港上市的內地燃氣公司，大多以城市燃氣為主要業務，城市燃氣業務有天然壟斷性，營運商一旦取得項目經營權，在經營期間內通常不會有新的競爭者，然而，政府會在價格、項目回報率上限及監管方面對營運商有嚴格要求。一般來說，城市燃氣項目回報率(ROA)上限約在 7%左右，在燃氣銷售以外，營運商往往能透過接駁收入、工程及其它增值服務來提高回報率。

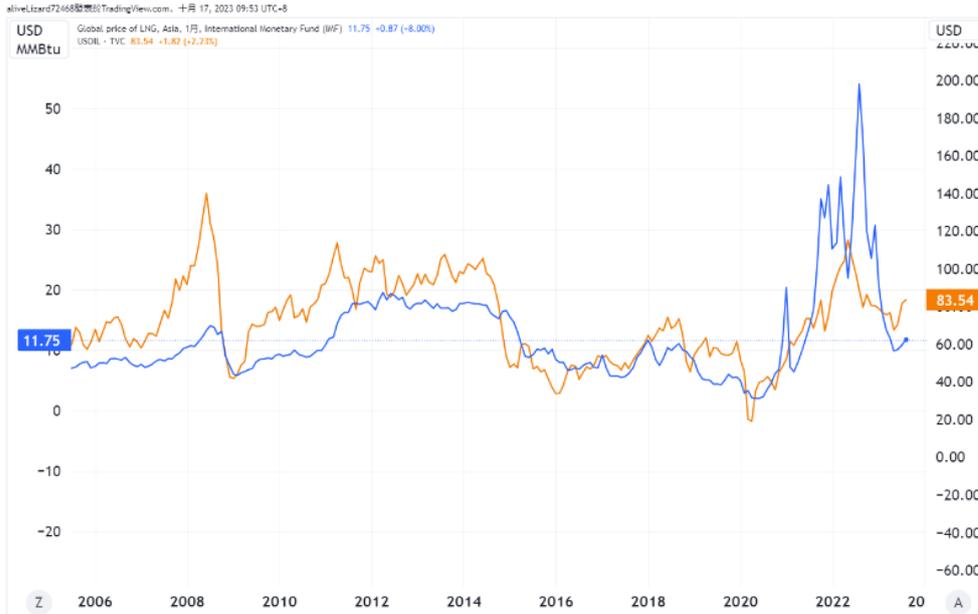
在供應面，三大石油公司在勘探和增產方面都積極投放資源，並且持續開拓入口氣源。於本年 6 月，中石油與卡塔爾能源公司簽署北方氣田合作文件，卡塔爾能源公司將在未來 27 年內持續向中石油供應 400 萬噸/年的 LNG 資源。此外，俄羅斯對中國的天然氣供應也持續增加，預計未來天然氣的供應將穩步增長，為燃氣行業的發展奠定了穩固的基礎。

整體而言，燃氣行業屬公用事業，其增長穩定，現金流充裕，該行業的主要風險來自於天然氣成本價波動。

天然氣價格趨勢

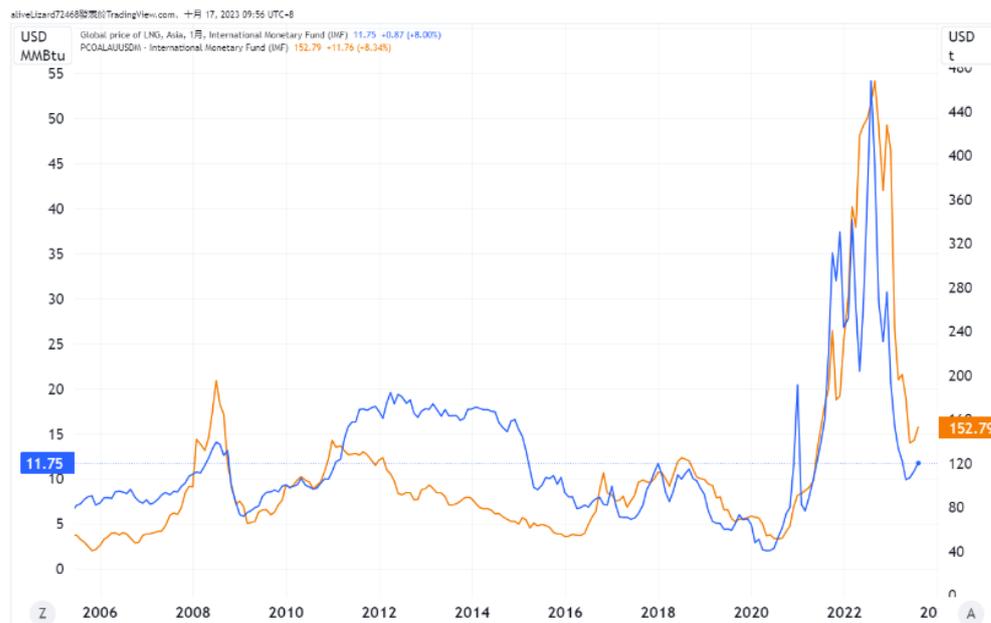
過往天然氣價格走勢與煤價及油價有頗高的相關性。主要原因是天然氣跟煤和石油在多個領域都有一定的互相替代性，當天然氣價格上升時，部分工業用戶或發電廠便會使用更多煤作為燃料。

天然氣價與油價的關係



來源: Tradingview

天然氣價與煤價的關係



來源: Tradingview

回顧 2023 年的上半年，由於冬季並未出現特別冷的天氣，加上儲氣庫存量高，以及全球經濟放緩，國際天然氣價格已經恢復至俄烏衝突前的水平。然而，受到 OPEC 和俄羅斯減產的影響，以及以色列和巴勒斯坦的衝突，油價近期開始回升。根據美國能源資訊局(EIA)在今年 10 月份的預測，布蘭特原油價格有機會在 2024 年底達到每桶 95 美元的水平。考慮到天然氣價格與石油價格在過去的相關性，預計天然氣價格在短期內仍將面臨上升壓力，這趨勢將對燃氣公司產生負面影響。

國內主要燃氣公司的估值

在香港上市的國內燃氣公司有十多間，市值 10 億港元以上以及較有代表性的公司如下：

股票編號	公司名稱	市值 (億港元)	10月20日 收市價	未來1年 預期PE*	息率	FY22 ROA	淨負債 比率#	PB 市帳率
1 2688	新奧能源	656	57.95	8.1	5.0%	5.8%	24%	1.5
2 135	昆侖能源	573	6.62	8.3	4.1%	3.9%	淨現金	0.88
3 1193	華潤燃氣	514	22.20	8.9	4.7%	4.3%	29%	1.29
4 384	中國燃氣	382	7.02	6.9	7.8%	2.7%	76%	0.66
5 3633	中裕能源	152	5.39	NA	0.6%	0.7%	117%	1.91
6 1083	港華智慧	115	3.44	7.8	4.4%	1.8%	72%	0.52
7 1600	天倫燃氣	38	3.82	5.8	5.2%	2.9%	100%	0.62
8 2886	濱海投資	22	1.63	7.4	6.1%	3.9%	144%	1.14
9 6828	北京燃氣藍天	15	0.068	11.3	0.0%	0.4%	124%	1.20
10 603	中油燃氣	14	0.255	NA	0.0%	4.0%	77%	0.28
* 彭博綜合預測 20 Oct 2023			平均	8.1			#淨負債/總權益	

根據彭博綜合預測，以上燃氣公司未來 12 個月市盈率平均約在 8 倍左右，估值非常便宜，市值較大的幾家龍頭公司財政狀非常穩健，息率亦吸引。

投資策略

隨著長期合約的天然氣價格逐步下降，以及各省市依據順價機制逐步調升氣價，燃氣公司的盈利能力正在逐步恢復。在過去兩年來，大多數燃氣公司的股價都經歷了大幅度的調整，在大市喘定後，燃氣板塊有機會有較大的反彈空間。選股方面，我們喜歡大型燃氣公司，因它們在拓展新項目，併購及經營成本上具有明顯的競爭優勢。至於市值較小的燃氣公司，雖然當中不乏優質的企業，但基於股票成交量不高，過往一直被市場忽略。若板塊重獲資金追捧，相信個別小型燃氣公司的股價反彈潛力將更大。

個別燃氣公司簡介

新奧能源

新奧能源(2688)是目前市值最大的內地燃氣公司，亦屬於恒生指數成份股之一。集團母公司新奧集團旗下有三家 A 股上市公司，分別為新奧生態(600803)、新智認知數字科技(603869)及西藏旅遊(600749)。截至 2023 年 6 月底，集團在中國擁有 254 個城市燃氣項目，分佈於 17 個省市及自治區。天然氣零售業務佔集團盈利約 41%，工程安裝佔約 21%，智家業務佔約 16%，綜合能源業務佔約 13%，燃氣批發佔約 9%。

在 2023 年上半年，集團營業額為 541 億元人民幣，按年跌 7.2%。純利 33.3 億元人民幣，按年上升 7.3%。分部業績方面，天然氣零售業務收入為 292 億元人民幣，按年下降 3.6%，主要受工業客戶氣量需求下降影響。燃氣批發業務收入為 133.5 億元人民幣，按年下跌 28.6%。綜合能源業務收入為 69.9 億元人民幣，按年上升 30.3%。工程安裝業務收入為 28.6 億元人民幣，按年上升 2.6%。智家業務收入為 17.0 億元人民幣，按年上升 45.8%。

綜合能源業務的發展是集團亮點之一，於上半年，集團共有 42 個泛能項目完成建設並投入營運，集團亦新簽約 21 個低碳園區、956 個低碳工廠，以及 73 個低碳建築項目，預期這些項目將繼續帶動集團綜合能源業務有理想的增長。

根據彭博綜合預測，集團於 2023 年及 2024 年的純利增長分別為 32%及 9%。

昆侖能源

昆侖能源(135)是中石油(857)旗下的綜合能源公司，中石油持有公司 57.6% 股權。集團主要從事天然氣零售、液化天然氣(LNG)加工與儲運、液化石油氣(LPG)銷售、並石油勘探與生產等業務。集團在中國擁有 272 個城市燃氣項目。

於 2023 年上半年，集團收入按年增長 3.8% 至 870.7 億元人民幣，淨利潤按年增長 4.6% 至 32.2 億元人民幣。分部業績方面，天然氣銷售收入為 689.0 億元人民幣，按年增長 8.5%，分部的稅前利潤按年增長約 26.1%，利潤貢獻佔比接近四分之三。其它業務方面，液化天然氣加工與儲運收入為 37.6 億元人民幣，按年減少 9.3%。液化石油氣銷售收入為 138.0 億元人民幣，按年減少 8.0%。勘探與生產業務收入為 6.1 億元人民幣，按年下跌 48.6%。

根據彭博綜合預測，集團於 2023 年及 2024 年的純利增長分別為 24% 及 10%。

北京燃氣藍天

北京燃氣藍天(6828)主要業務包括經營城市燃氣項目、直供液化天然氣予工業用戶，液化天然氣及壓縮天然氣貿易及配送、經營車用 CNG 及 LNG 加氣站等。集團擁有 6 個城市燃氣項目。北京控股(392)旗下的北京燃氣是公司大股東，持有集團約 66.4% 股權。

集團持有 29.0% 的中石油京唐是公司最大的資產及盈利來源之一，此聯營公司業務包括提供碼頭設施、液化天然氣的接收、儲存及重新氣化業務，其曹妃甸 LNG 接收站是華北地區最重要的天然氣物流樞紐設施之一，於 2023 年上半年，中石油京唐為集團貢獻 1.35 億港元聯營公司溢利，按年微跌 1.1%，中石油京唐在集團的賬面值約 19 億港元。

於 2023 年上半年，集團收入為 11.9 億港元，按年增加 29.6%。股東應佔溢利為 3227 萬港元，按年增長 61.6%。其中，城市燃氣業務銷售收入錄得 5.2 億港元，按年增長 55.8%。天然氣貿易及配送收入達 6.3 億港元，按年增長 15.5%。

集團於 2022 年年底完成收購母公司的廣西自治區藤縣城燃項目。該項目正處於高速增長期，藤縣是國內新興陶瓷生產基地，當地政府於 2021 年實施新指引，要求當地的陶瓷生產企業於 2025 年底前，完成把生產能源由煤炭能源轉換至天然氣，預計此項目將為集團帶來可觀的銷售增長。

中油燃氣

中油燃氣(603)的業務包括 1) 城市燃氣營運，2) 壓縮天然氣(CNG)及液化天然氣(LNG)之運輸及銷售、3) 石油、天然氣及其他上游產品的生產及銷售，4) 煤基清潔能源及其他相關產品的銷售，以及 5) 綜合能源及客戶增值服務。集團於中國 13 個省、直轄市及自治區成立了天然氣項目公司共 126 家，並擁有 71 項特許經營權。集團主要盈利來源是從持股 51% 的中油中泰而來，於 2023 年上半年，公司擁有人應佔溢利只佔公司總溢利的 52%。而中油中泰另外 49% 股權則由昆侖能源(135)所持有。

於 2023 年上半年，集團總營業額為 92.5 億港元，按年上漲 13%。主要由於集團新增了煤基清潔能源相關業務，此業務為集團帶來 13.2 億港元的收入。期內，集團錄得公司擁有人應佔溢利 4.0 億港元，按年減少 27.2%。撇除一次性項目後，公司擁有人應佔溢利減少 17%。

集團在加拿大進行輕質原油和天然氣的開採及生產業務。於上半年，產量為 5357 桶油當量/天，按年減少約 4%。期內，集團加拿大公司的產區附近遭遇山火，接著是洪水來襲，導致公司的油氣井需要暫時關閉，影響第二季度產量減少約 1000 桶油當量/天。於上半年，集團實現原油價格每桶 94.17 加元，按年下降 25%。

集團於 2022 年歸屬股東淨利潤為 9.19 億港元，而截止 2023 年 6 月底，擁有人應佔權益為 51.8 億港元。以股價 0.255 元計算，集團 2022 年 PE 僅為 1.5 倍，市帳率(PB)約 0.3 倍。

免責聲明

本報告由致富集團(“致富”)之附屬公司致富證券有限公司及致富期貨商品有限公司聯合提供，所載之內容或意見乃根據本公司認為可靠之資料來源來編製，惟本公司并不就此等內容之準確性、完整性及正確性作出明示或默示之保證。本報告內之所有意見均可在不作另行通知之下作出更改。本報告的作用純粹為提供資訊，並不應視為對本報告內提及的任何產品買賣或交易之專業推介、建議、邀請或要約。致富及其附屬公司、雇員及其家屬及有關人士可于任何時間持有、買賣或以市場認可之方式，包括以代理人或當事人對本報告內提及的任何產品進行投資或買賣。投資附帶風險，投資者需注意投資項目之價值可升亦可跌，而過往之表現亦不一定反映未來之表現。投資者進行投資前請尋求獨立之投資意見。致富在法律上均不負責任何人因使用本報告內資料而蒙受的任何直接或間接損失。致富擁有此報告內容之版權，在未獲致富許可前，不得翻印、分發或發行本報告以作任何用途。撰寫研究報告內的分析員(“此等人士”)均為根據證券及期貨條例註冊的持牌人士，此等人士保證，文中觀點均為其對有關報告提及的證券及發行者的真正看法。截至本報告發表當日，此等人士均未于本報告中所推介的股份存有權益。



www.chiefgroup.com.hk