

中国燃气行业

潜在接驳费政策监管影响有限



❖ **摘要：**重庆市人大取消燃气初装费以及市场传言国家发改委意图对居民用户接驳费征收设置回报上限引起了市场对于城市燃气分销商盈利受损的担忧，导致股价暴跌。我们认为市场对潜在接驳费监管影响过度恐慌，基于我们预期 1) 监管目标并非旨在削减城市燃气分销商的盈利能力，而是为了规范燃气接驳行为，并且取缔违法违规的费用收取；2) 全国范围内取消广义接驳费的可能性并不大；3) 设置燃气接驳回报率上限措施将需要通过广泛的行业及公众讨论，费率的明确尚需要时间；4) 对于居民用户的燃气分销并非暴利业务，若要大幅削减接驳费，则需要有新的收费措施来补偿城市行业分销商以使它们获得合理的经营回报。综上，我们预计部分取消接驳费以及潜在回报率上限将对城市燃气行业的影响有限，并且在商业模式上将不会出现重大变化。

❖ **核心政策监管目标是规范燃气接驳行为并取消违规收费。**历史上看，接驳费是旨在补偿城市燃气早期开发阶段固定资产投资所设计的一项行政性费用。随着燃气供应从政府公众服务逐渐转向企业化运营，这项费用逐渐受到公众质疑。质疑焦点主要集中在部分地区的违规收费行为，主要包括双重收费和设置不必要的中间环节，尤其是在一些相对欠发达地区。我们相信发改委的政策目标核心在于规范化居民燃气接驳行为，取缔各种违规乱收费，并对合理费用的确定和收费标准制定具体细则。

❖ **需要明确接驳费定义。**参考各地关于接驳费的历史规定，我们认为广义的接驳费包含三个部分：1) 初装费，涵盖城市主干管道和主要的供气设施；2) 庭院管道建设费，涵盖住宅建筑红线内庭院管道及设备；以及 3) 燃气表具安装费，涵盖燃气表具和室内管道安装。我们认为市场对于接驳费的讨论比较模糊，具体而言是将广义接驳费和城市燃气实际收取的红线内费用（即上文中后两者）混用。我们认为国家发改委和重庆人大所监管取消的目标为初装费（即上文中第一部分），而住宅建设红线内的接驳费将获得明确监管支持并维持合理费率水平。根据我们与主要燃气企业的沟通，目前主要上市企业的接驳收入均符合地方规定，并且收费范围在建筑红线内。基于上述理解，我们认为在全国范围内取消城市燃气接驳费的可能性不大。

❖ **现阶段讨论接驳费上限影响可能为时尚早。**除对于接驳定义较为模糊以外，我们认为市场讨论对于接驳费高达约 60% 的毛利水平存在误解。根据我们理解，燃气接驳费包含三部分内容，分别为 1) 材料建造和安装费用，2) 合理的工程回报，以及 3) 涵盖红线内资产生命周期的安全及维护成本。根据现行毛利计算，接驳成本仅涵盖前两者，而忽略了后者，这使得目前所得到的接驳毛利率较更为合理反应完全成本的真实毛利率显得过高。

此外，根据我们对于政府制定价格行为规则的理解，我们预计监管机构和物价局在制定燃气接驳收益上限之前需要进行广泛的公开讨论。一个近期的例子是天然气配送费设置 7% 的资产回报率上限，该政策对目前城市燃气企业影响为中性，但经过一年多讨论仍未正式落地实施。

估值表

港股代号	公司名称	市值	股价	每股盈利			每股盈利复合增长率	市盈率			市净率				
				17	18E	19E		17-19E	17	18E	19E	17	18E	19E	
(百万港元)															
384 HK	中国燃气	102,643	20.2	1.23	1.58	1.85	22.5%	16.5	16.4	12.8	4.7	4.0	2.9		
135 HK	昆仑能源	71,279	8.8	0.59	0.69	0.78	15.2%	11.5	11.2	9.9	1.6	1.4	1.3		
2688 HK	新奥能源	65,552	58.3	2.59	3.87	4.52	32.1%	18.9	13.2	11.3	3.2	2.8	2.3		
1193 HK	华润燃气	64,052	28.8	1.68	2.04	2.29	16.6%	14.9	14.1	12.6	3.1	2.5	2.2		
392 HK	北京控股	53,322	42.3	5.45	5.91	6.55	9.6%	7.2	7.1	6.5	0.9	0.7	0.7		
1083 HK	港华燃气	17,535	6.2	0.50	0.52	0.58	7.7%	12.1	12.0	10.8	1.2	1.0	1.0		
1600 HK	天伦燃气	6,749	6.8	0.41	0.65	0.98	54.7%	13.6	9.3	6.1	2.0	1.8	1.4		
行业平均							22.6%	13.5	11.9	10.0	2.4	2.0	1.7		

资料来源：彭博，招银国际证券

萧小川

电话：(852) 3900 0849

邮件：robinxiao@cmbi.com.hk

中国燃气行业

我们认为城市燃气分销并非暴利行业，主要上市燃气企业的净利润率为 3.3% 至 15.6%（基于 2017 年财务数据），并且这些企业将面临长期燃气销售价格下调的影响。我们认为中国政府仍然需要依赖燃气企业来实现其颇具雄心的燃气消费增长目标，到 2020/2030 年，天然气占一次性能源消费比重将达到 10%/15%。此外，目前日益趋紧的能源安全形势也促使政府需要通过燃气企业加大对于储气设施的资本开支。

基于上述原因，我们认为国家发改委需要较长的时间来制定城市居民用户燃气接驳收益上限，而目前讨论潜在上限对于燃气行业的影响为时尚早。在目前的燃气销售机制下，所最终若设置了接驳收入回报上限，并对行业盈利产生明显影响，我们认为将会产生新的补偿机制使燃气分销商获得合理的经营回报。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45及46楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。