

光銀國際研究
中國燃氣行業

行业报告 — 中国燃气行业

陈惠杰
高级分析师

Dominic.chan@cebi.com.hk

(852) 2916-9631

2022年4月26日

板块主要数据

2022E 平均市盈率 (x)	6.7
2023E 平均市盈率 (x)	6.0
2022E 平均市帐率 (x)	0.9

资料来源：彭博、光银国际

板块表现 (%)

1个月	-6.8
3个月	-19.5
今年以来	-22.1

资料来源：彭博

天然气消费量近年来明显增长。中国天然气消费需求随经济发展快速增长，由2010年的990亿立方米增长到2020年的3262亿立方米。未来随着天然气产量增加，管道基础设施完善，煤改气工程推进；有望进一步提升在中国能源消费结构中的比重。

国内天然气生产与国外进口量双双提升。国内天然气产量增长连续四年超百亿立方米，已探明天然气储量再创新高。中国天然气进口规模不断提升，于2018年成为世界第一大天然气进口国。

天然气是国家政策大力支持的清洁能源。天然气在燃烧效率和环保方面优势明显，可更加有效燃烧产生热量及电能，产生废弃物少。是符合国家环保政策和改革趋势的清洁化能源，有助于实现碳中和及促进空气质量改善的目标。预计“十四五规划”期间，中国天然气消费量年均增长率仍将保持在5%以上。

城市燃气分销商发展前景广阔。天然气供应的产业链主要包括上游的资源开采（进口），中游的管道运输和下游的分销。处于产业链下游的城市燃气分销商是终端用户和天然气供应商之间的桥梁纽带。由于燃气供应行业是民生相关的生活保障支持，也是工商业、化工业和发电使用的重要能源；因此常年发展稳定。同时具备较强的垄断性和行业壁垒。

燃气分销行业未来有望向高质量发展。城市燃气分销企业在发展初期，主要依靠城市供气基础设施建设和国家对清洁能源的扶持政策来开拓市场。未来靠传统项目扩张发展空间有限，横向并购与多元化综合能源解决方案有助于推动城市燃气分销商长远发展。

新奥能源（2688.HK）全国最大的城市燃气供货商。截止2021年，公司在全国22个省市拥有252个城市燃气项目，2021年天然气销量为33亿立方米，已接验家庭用户2583万户，累计工商用户供气量1.63亿立方米。集团2021年营业额931.1亿元人民币，同比增长30%，盈利77.55亿元，同比增长24.6%。

华润燃气（1193.HK）公司是华润集团控股的城市燃气供应商。截止2021年，公司在全国22个省市拥有266个城市燃气项目，坐拥优质城市资源，省会及沿海优质项目占比较高。受益于华润集团支持及其不断增加的城市燃气项目和燃气消费量；有望进一步巩固行业龙头地位，市场份额稳步提升。

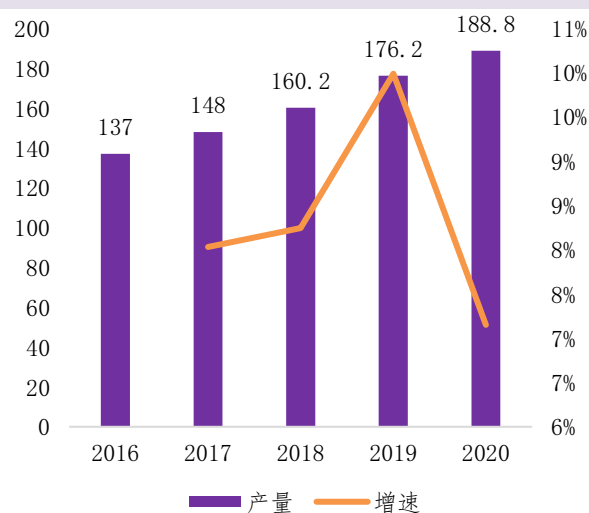
中国燃气（384.HK）是中国最大的全国性燃气分销商。在全国26个省市地区拥有642个城市燃气项目。目前，农村地区“煤改气”业务是中国燃气业务增长的核心增长引擎。有助于扩大公司在广大农村地区的用户基础。



一) 天然气消费量近年来明显增长

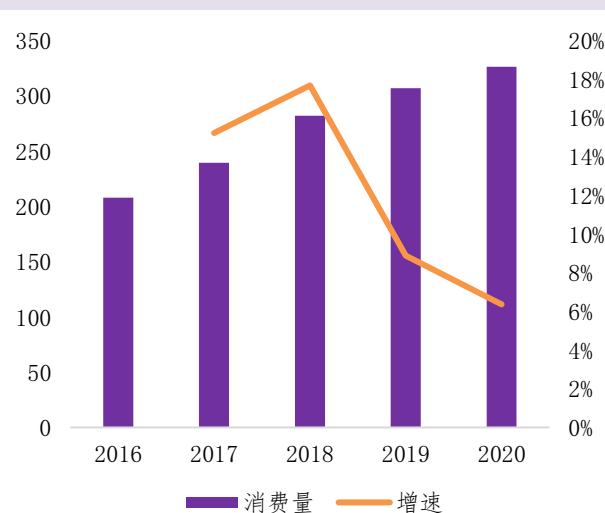
中国天然气消费需求快速增长，中国天然气消费量由 2010 年的 990 亿立方米增长到 2020 年的 3262 亿立方米；天然气产量自 2016 年以来快速增长，由 2010 年的 910 亿立方米增长到 2020 年的 1888 亿立方米。根据《2021 年能源工作指导意见》，天然气产量将于 2021 年达至 2,025 亿立方米。由于天然气勘探投资增加，预计 2025 年天然气的产量将达到约 2,711 亿立方米，自 2021 年起的复合年增长率约为 7.6%。预计 2025 年天然气的消费量 将达到 4,950 亿立方米，自 2021 年起的复合年增长率约为 8.7%。

图表 1: 中国天然气产量 (十亿立方米) 及增速 (%)



资料来源: 国家统计局

图表 2: 中国天然气消费量 (十亿立方米) 及增速 (%)



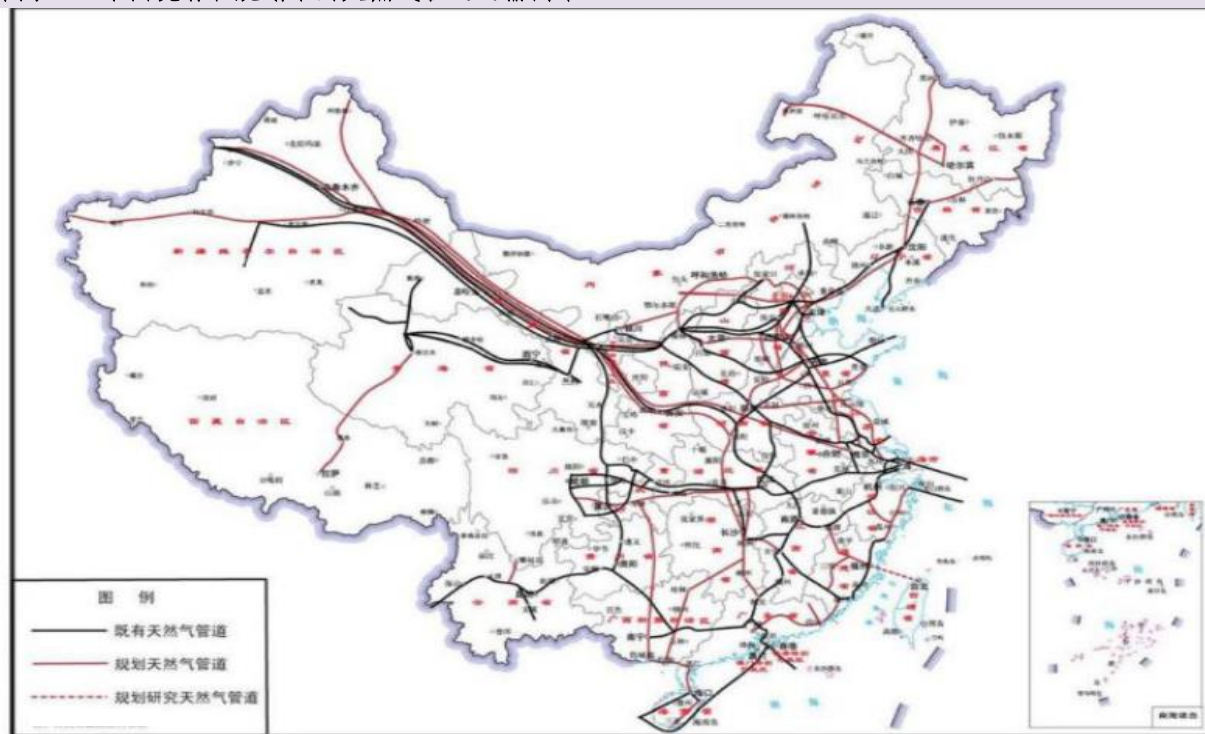
资料来源: 国家统计局

随着中国城镇化建设的推进，城镇地区的能源清洁化和天然气使用量渗透稳步推进。而农村地区目前使用天然气的比例较低，随着煤改气工程的稳步推进；未来农村地区人口使用天然气的比重还有很大的提升空间。

中国目前现有的天然气管道运输网络主要集中在环渤海、西南、长三角及东南沿海等人口较为密集的地区。目前缺少天然气管道运输网络的部分偏远省市已在未来的天然气管道网络规划中得到覆盖。随着管网的铺设的推进和国家管网公司的成立对天然气输送系统集中管理的促进作用，未来天然气消费将逐步向全国范围扩展。



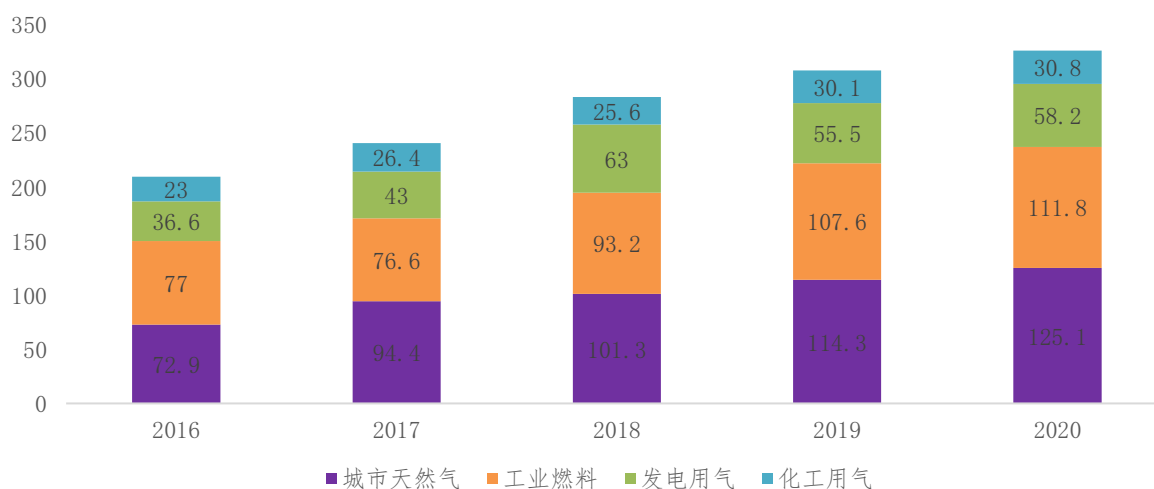
图表 3：中国现有和规划中的天然气管道运输网络



资料来源：国家能源局

中国天然气的消费结构可以分为城市燃气供应，工业用气，发电用气，和化工用气。城市燃气和工业用气占据稳定的天然气消费主导地位，发电用气在近年来占比呈上升趋势，主要受国家提升清洁能源发电比重的影响。近年来，城市燃气增量主要来自居民采暖，工业燃气增量主要来自陶瓷、玻璃等行业，发电用气增量主要来自新投产装机和气电利用小时数增长。

图表 4：中国天然气消费结构（十亿立方米）



资料来源：国家能源局，国家统计局

二) 国内天然气勘探生产和国外进口双重保障 燃气稳定供应

国内天然气生产方面，产量增长连续四年超百亿立方米。

“增储上产七年行动计划”持续推进，全国天然气产量快速增长。2020年，全国天然气产量1925亿立方米，同比增长9.8%。其中，煤层气产67亿立方米，页岩气产量超200亿立方米，煤制天然气产量47亿立方米。天然气产量增速连续两年快于消费增速，供应安全保障能力持续提升。与此同时，新增探明地质储量也创新高；页岩油气勘探实现多点开花，四川盆地深层页岩气勘探开发取得新突破，进一步夯实页岩气增储上产的资源基础。

近年来，中国天然气进口总量迅速增加，对外依存度不断上升，从2016年的753亿立方米增加至2020年的1,324亿立方米，于2018年超过日本，成为世界第一大天然气资源进口国。中国已与西北（中亚燃气管道）、西南（中缅油气管道）及东北（中俄天然气管道）的国家建立了天然气合作关系。近年来，天然气进口通道的德奥进一步完善，互联互通重大基础设施快速推进，中俄东线中段、青宁管道等一批重点工程相继建成投产。进口不仅可以弥补国内天然气的供应不足，还可以透过与上游供货商的直接交易来减少交易的中间环节，从而降低价格。

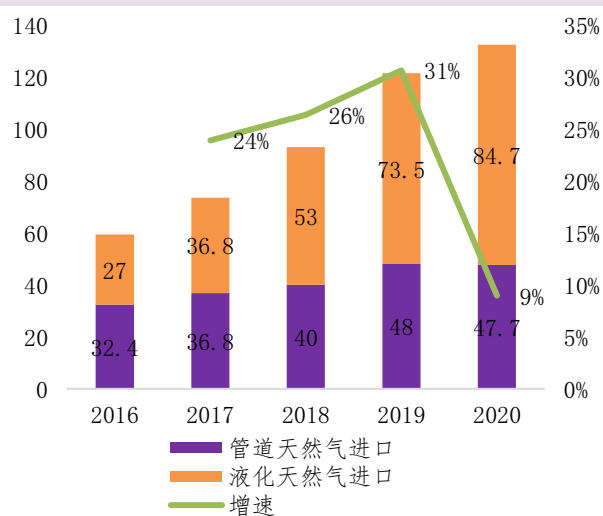
受国产气快速增长，新冠疫情抑制需求，国际油价大跌导致全球天然气贸易额下降等因素影响，中国天然气进口增速有所回落。2020年，天然气进口量1324亿立方米，增速较往年大幅下滑。其中，全年LNG（液化天然气）进口量6713万吨；管道气进口量477亿立方米。

图表 5: 全球天然价格 (美元 / 立方米)



资料来源: Bloomberg

图表 6: 中国天然气进口量 (十亿立方米) 及增速 (%)



资料来源: BP 能源

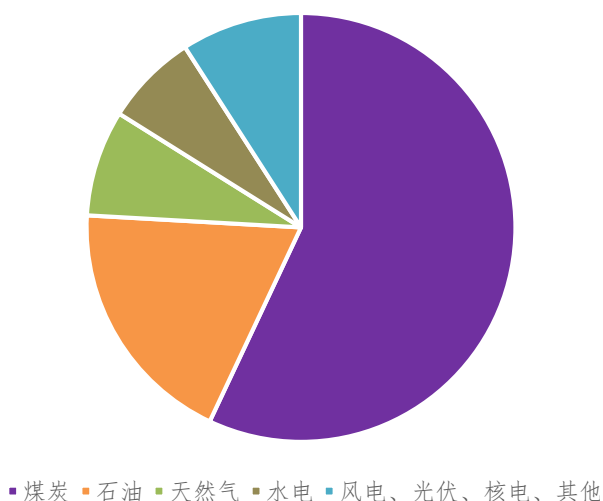
主要供气企业优化淡旺季天然气资源配置，与国家管网公司协同配合，加强联保联供联运，增加资源串换互保互供，不断提升了燃气供应的稳定。

三) 天然气市场在国家政策支持下发展潜力巨大

天然气资源相比其他化石能源，在燃烧效率和环保方面优势明显，可更加有效燃烧产生热量及电能，使用时产生的废弃物及有毒物质较少。是符合国家环保政策和改革趋势的清洁化能源，有助于实现碳中和及促进城市空气质量改善目标。中央政府和地方政府都计划把天然气发展成为中国现代清洁能源体系的主要能源类型之一。在《国务院关于印发「十四五」节能减排综合工作方案的通知》中，已进一步给予关于将能源由煤炭转化为天然气及减少燃煤的指引。另外，国家环保政策的压力也促进了工业企业用户使用天然气的需求量的上升。

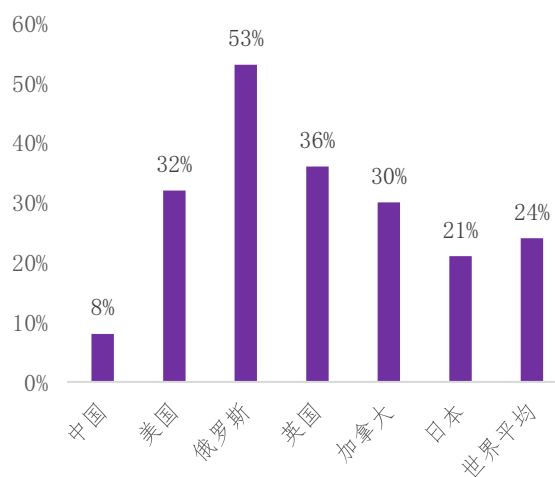
目前，煤炭和石油是中国消费最大的能源，天然气位居第三位。未来有望在国家政策指引下，通过“煤改气”工程的深入推进，逐步提升天然气在中国能源消费结构中的比重，作为煤炭能源的替代品。2020年天然气在中国一次能源消费中的比重为8%，仍显著低于世界平均水平24%，更低于美国、俄罗斯等天然气消费国。

图表 7：2020 年中国能源消费结构 (%)



资料来源：国家统计局

图表 8：主要国家 2020 年天然气在一次能源消费中的比重 (%)



资料来源：BP 能源

近年来天然气消费量增速显著高于 GDP 增速和电力消费量增速，可预见天然气在能源消费中占比将持续提高。根据《天然气发展十三五规划》及《加快推进天然气利用的意

见》的要求，到 2030 年，天然气占一次能源消费占比力争提高到约 15%。

2019 年 12 月，国家管网公司成立，使上游天然气开采与中游管道运输分离，打破一体化垄断，保障公平接入。气源的选择将会由过往的石化企业垄断的格局变为价格竞争下的市场化模式，有效推动国内油气行业市场化改革，促进气源多元化，用气价格合理化。国家管网公司成立后，将天然气的管道运输系统集中统一管理，下游的燃气分销商将有更多的上游天然气供应商可选择，燃气供应的议价能力增强。未来，中国管道运输体系建设的完善将有助于促进天然气消费量的新一轮增长。

展望“十四五规划”期间，分区域来看，江苏省、四川省、广东省、北京市和山东省天然气消费总量最大，环渤海、长三角及珠三角继续引领中国天然气高端市场。江苏和广东都拥有众多的工业园区，在玻璃、陶瓷、电子等行业中已形成较大规模用气量。同时，这 2 省还有中国最大规模的天然气发电量，天然气消费遥遥领先。四川省和山东省都是人口大省，经济发展也较为强劲，并且 2 省都有较多的自产或者外供天然气资源。四川省的天然气消费主要依赖较高的城镇气化率和人口基数，山东省则偏重于工业领域的“煤改气”。天然气消费总量较少的是西藏、云南、广西、贵州和宁夏等省份。西藏尚未连通天然气干线，云南、广西、贵州和宁夏等省份工业发展不足，对天然气价格的承受力低，同时天然气资源自产和引进能力有限。

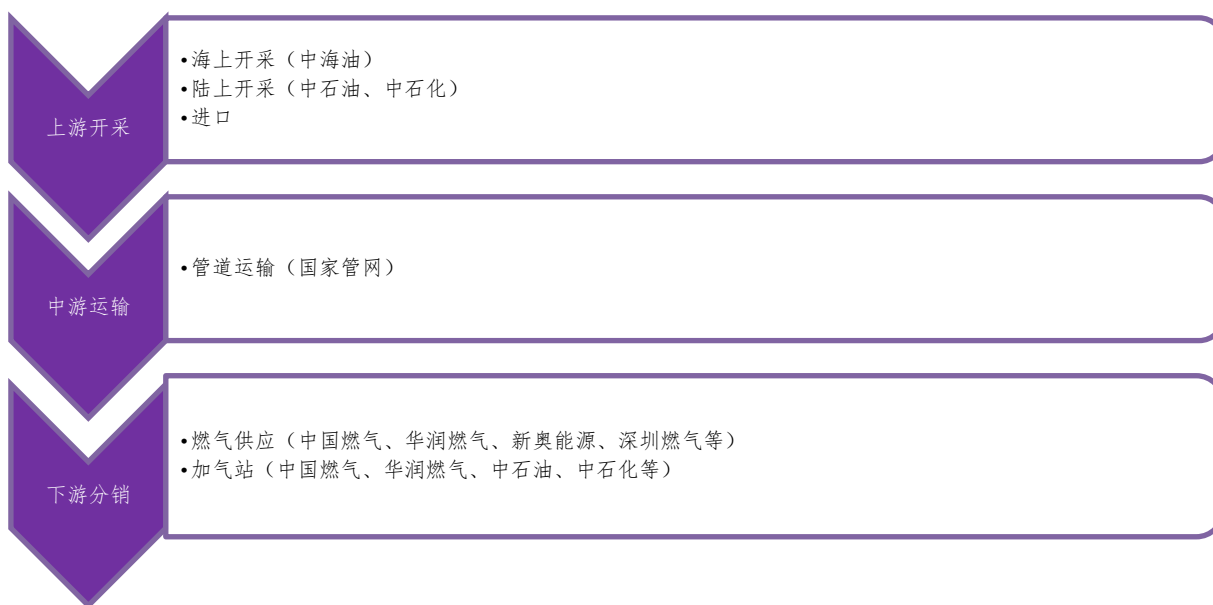
从消费结构来看，城镇燃气中的居民消费还有较大空间，尤其是南方居民采暖增长较快，“煤改气”仍然是工业燃料用能转换的方向，气价因素和装备成本下降利好天然气发电。天然气在“碳达峰、碳中和”的目标下将持续承担能源转型的桥梁作用。

发展举措来看，“十四五期间”将持续推进工业燃料和城镇燃气领域的“煤改气”，在东北、西南以及珠三角地区划定更多的禁煤区，引导南方区天然气采暖。推动天然气发电，凸显清洁、灵活、高效的优势，继续缩小与其他各类电源之间的成本差异。同时，加强储气能力建设，以应对季节性调峰压力的快速增长。整体来看，预计“十四五规划”期间中国天然气消费量年均增长率仍将在 5% 以上。在此期间，中国持续供给侧改革，要求进一步加强天然气勘探开发力度，国内相对低成本的天然气供应将获得持续增长。而外国天然气供应充足，中国天然气进口价格预计不会大幅上涨。

四) 城市燃气分销商发展前景广阔

天然气供应的产业链主要包括上游的资源开采（进口），中游的管道运输和下游的分销。处于产业链下游的城市燃气分销商通过管道运输获得燃气，再通过自己的配气管道供应给城市居民和企业用户；是终端用户和天然气供应商之间的桥梁纽带。

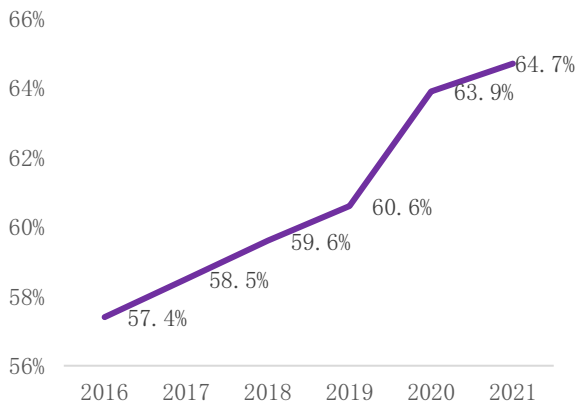
图表 9：天然气行业产业链



资料来源：光银国际

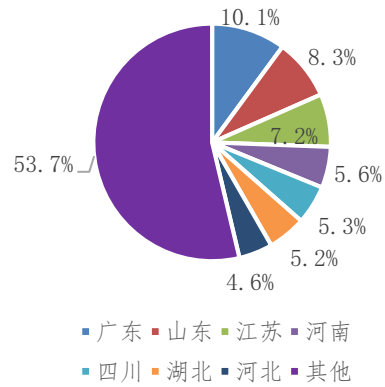
燃气分销是民生息息相关的生活必需品供应，在新冠疫情爆发和经济增长放缓的背景下；表现出了较强的抗风险能力和发展韧性。同时，燃气供应行业具有显著的规模效应和行业垄断性。根据住房和城乡建设部颁布的《市政公用事业特许经营管理办法》，在城市供气、供热领域实行特许经营权；促进了基础设施建设和居民服务的提升。同时，特许经营权模式为城市燃气分销企业提供了行业壁垒，竞争对手受资本实力有限、上游气源获取能力、经营权获取等因素限制，进入供气分销的市场的可能性较小。城市燃气分销商经营稳定性强，同时国家为保障城市燃气供应，规定了城市燃气分销企业的配气管道建设投资收益和不低于 30 年的经营期限，城市燃气分销商与城市建设深度绑定，城市燃气供应业务可为分销商带来长达 30 年的稳定现金流。另一方面，中国城市化建设进程的加快和城镇居民数量的增加也扩大了城市燃气分销商的用户数量。中国城镇人口已由 2000 年的 4.58 亿人增长至 2020 年的 9.02 亿人，城市化率达到 64.7%。目前，广东、山东、江苏、河南、四川五省城市人口最多，占据中国城市人口 36%。

图表 10：中国城市化率趋势 (%)



资料来源：国家统计局

图表 11：中国城市人口分布比例 (%)



资料来源：国家统计局

除了居民与工业燃气供应，加气站业务也是燃气分销商企业发展的重要推动力。天然气可用作汽车燃料，是燃油的理想替代能源来源。其具备成本低、效率高、低污染、安全、使用便捷等特点，日益显示出强大的市场发展潜力。

与此同时，基础设施和政策支持的完善也为燃气分销商创造了有利的发展环境。中国的天然气管道网络长度于 2019 年达到约 76.8 万公里。管道网络扩张可以纾解供应瓶颈，为燃气供应市场的发展提供持续的动力。

在政策环境方面，国家发改委的天然气的定价政策指导趋于市场化，给予地方政府一定的定价自主权。天然气定价的合理化和市场化亦有利于燃气供应行业在保障居民和工业用气稳定的前提下，提升自身盈利能力。

图表 12：国家发改委天然气定价政策时间线

时间	名称	主要内容
2013 年 6 月	《关于调整天然气价格的通知》	天然气定价以门站价为准管理，将门站价格作为最高指导价。即上游供应商向下游买方转让天然气所有权时使用的价格。
2014 年 3 月	《关于建立健全居民生活用气阶梯价格制度的指导意见》	根据燃气用量，将居民用气收费分为 3 个级别。一级定价原则为燃气供应成本的补偿，二级定价原则为燃气供应商收取合理利润的补偿（较一级高 120%），三级定价原则为控制燃气过度使用（较一级高 150%）。
2015 年 11 月	《关于降低非居民用天然气门站价格并进一步推动价格市场化改革的通知》	非居民用天然气价格应以基本门站价格管理，供应商及买方可协商使用基准门站价格及高于基准门站价格 20% 以内的具体价格。
2017 年 8 月	《关于降低非居民用天然气基准门站价格的通知》	非居民用天然气的基准门站价格下调至人民币 100 元/1000 立方米。
2018 年 5 月	《国家发改委关于理顺居民用气门站价格的通知》	居民用天然气价格以基准门站价，而非最高门站价管理。供应商及买方可协商使用基准门站价格及高于基准门站价格 20% 以内的具体价格。
2018 年 12 月	《政府制定价格听证办法》	公用事业等关乎人民切身利益事项的政府指导价或政府定价需进行定价听证。
2020 年 5 月	《中央定价目录》	直接供应予用户的燃气、就储气设施购买及出售的燃气、于公开交易平台买卖的燃气、透过于 2015 年后投产的设施进口的管道天然气，以及具竞争条件的省份的天然气的制定的基准门站价格应由市场形成。

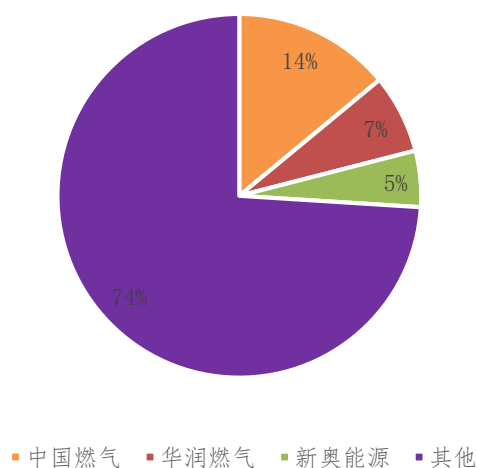
资料来源：国家发改委，光银国际

五) 燃气分销行业未来有望向高质量发展

按销售价值计算，中国城市天然气供应行业的市场规模于 2020 年达到人民币 11,281 亿元，过去 5 年期间复合年增长率为 9.7%，主要受以天然气为燃料的发电站数量增加影响，亦因于家庭供暖系统扩张及政府推广及实施煤改气工程所带动。预计 2025 年中国城市天然气供应行业的销售价值将达人民币 16,217 亿元，5 年的复合年增长率为 7.5%。受管道天然气消耗量增加及管网扩张带动，天然气接驳安装服务市场规模于 2020 年达到人民币 1,974 亿元，5 年复合年增长率 8.0%。预期燃气供应与燃气工程接驳服务市场规模未来将继续增长。

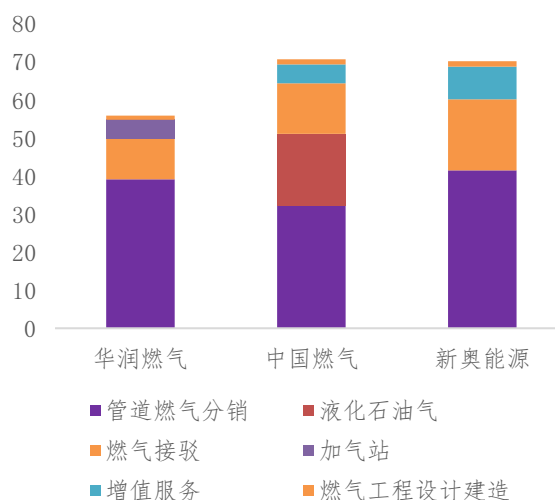
目前，中国燃气，华润燃气，新奥能源占据中国燃气分销市场主要的市场份额，占比接近全国市场的 1/4。其他较大的燃气分销企业还包括深圳燃气，港华能源，香港中华煤气，昆仑能源等。三家主要燃气分销公司在业务结构上具有较大的相似性，均以管道天然气分销和燃气接驳为主要业务，华润燃气还有部分收入来自加气站业务，中国燃气还涉及液化石油气业务。

图表 13: 主要燃气供应商市场份额占比 (%)



资料来源: 国家发改委

图表 14: 主要燃气供应商 2020 年收入结构 (十亿港元)



资料来源: 公司公告

在燃气供应网络分布方面，三家主要燃气供应商的网络主要分布在东部和华北地区。中国燃气的分销网络覆盖省市最广，而华润燃气在东部沿海和省会城市等发达地区分布网络最多。

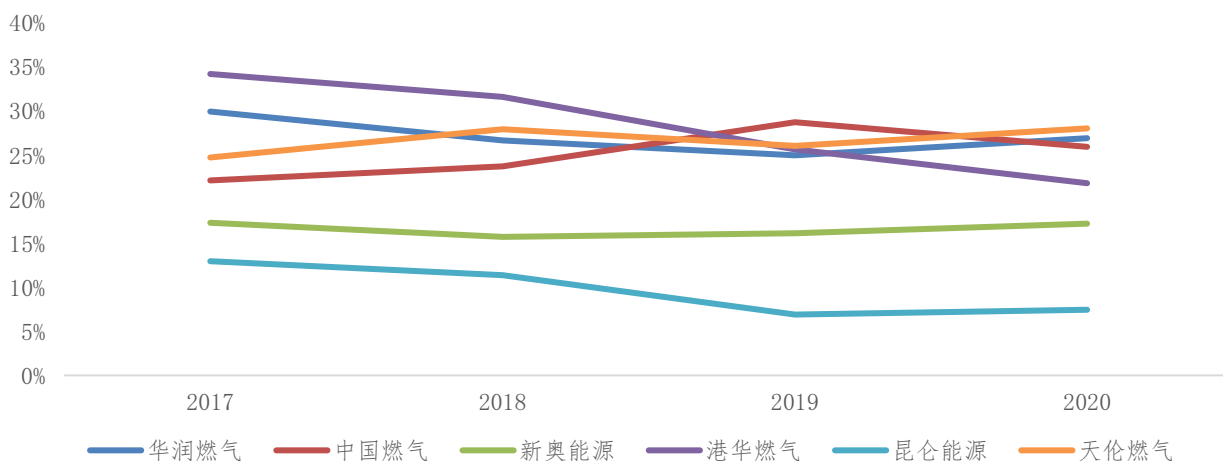
图表 15：主要燃气供应商管道分销网络



资料来源：公司公告

在毛利率方面，除昆仑能源与新奥能源涉及较多燃气供应以外的业务，整体毛利率较低外，其他四家主要燃气供应商毛利率均保持在 20%-30%左右之间。当中，拥有较多优质城市燃气供应项目的供应商由于在大城市燃气售价较高，推升了毛利率。

图表 16：主要燃气供应商毛利率



资料来源：公司公告

城市燃气分销企业在发展初期，主要依靠城市供气基础设施建设和国家对清洁能源的扶持政策来开拓市场。未来，随着管道铺设的完善和“煤改气”工程的推进，尚未覆盖天然气管道运输网络的偏远地区和农村地区数量逐步减少，燃气分销行业靠传统的燃气供应项目扩张的潜力有限。因此主要燃气供应商都在推进通过横向并购的模式，实现燃气供应覆盖面更广，规模效益提升。如华润燃气于 2019 年 12 月收购宁

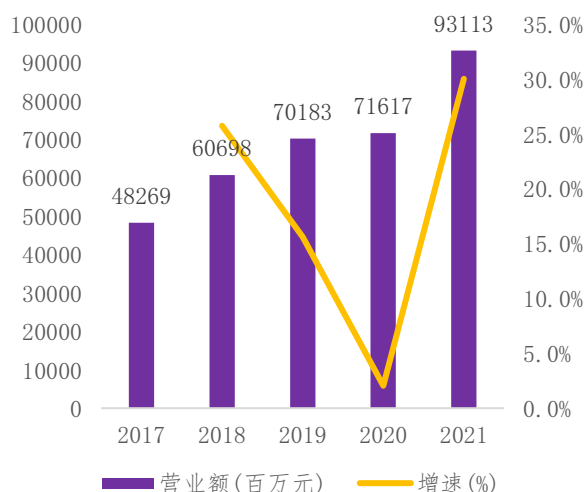
波兴光燃气，预计可以带来气量 8.9 亿立方米，营收 22.5 亿元；2020 年 10 月，港华燃气宣布投资 47 亿元参股上海燃气。与此同时，燃气分销企业近年来纷纷开拓了多元化的业务，并开始运行了一批优质的燃气以外的清洁能源项目，并为推进企业向由燃气供应向综合清洁能源转型升级奠定基础。如新奥能源积极利用包括生物质、光伏和地热在内的低碳能源，在采暖区域发展分布式清洁供暖业务，截止 2020 年累计已投运综合能源项目达 119 个，其中有 30% 的项目使用生物质、光伏、地热等可再生能源。

六) 公司资料

新奥能源 (2688.HK)

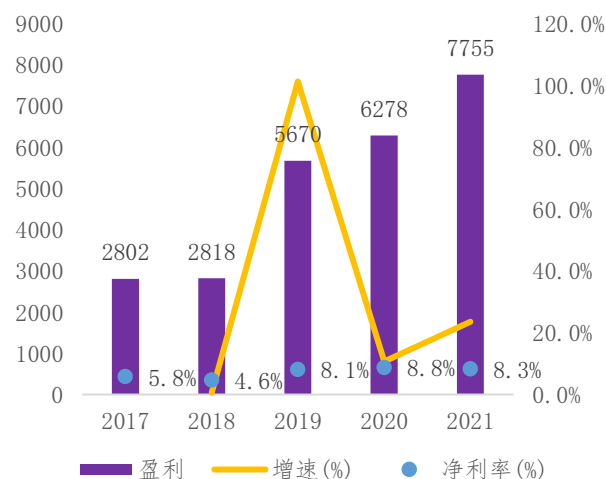
新奥能源 (2688.HK) 全国最大的城市燃气供货商。截止 2021 年，公司在全国 22 个省市拥有 252 个城市燃气项目，2021 年天然气销量为 33 亿立方米，已接验家庭用户 2583 万户，累计工商用户供供气量 1.63 亿立方米。集团 2021 年营业额 931.1 亿元人民币，同比增长 30%，盈利 77.55 亿元，同比增长 24.6%。

图表 17: 新奥能源总收入 (百萬元) 及增速 (%)



资料来源: Wind、光银国际

图表 18: 新奥能源净利润 (百萬元)、增速 (%) 及净利率 (%)



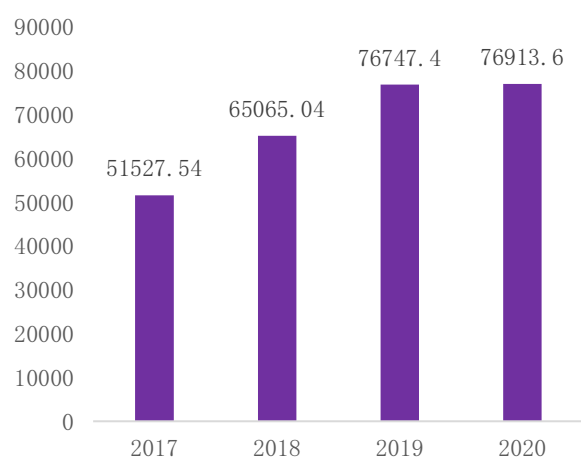
资料来源: Wind、光银国际



华润燃气 (1193.HK)

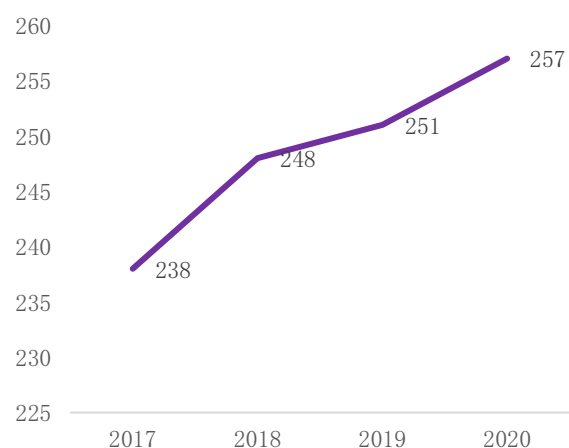
公司是华润集团控股的城市燃气供应行业龙头，业务涉及燃气分销，燃气接驳，汽车加气站，燃气器具销售、燃气项目设计及建设。截止 2021 年，公司在全国 22 个省市拥有 266 个城市燃气项目，坐拥优质城市资源，省会及沿海优质项目占比较高；覆盖 3 个直辖市，14 个省会城市。经济发达的优质城市不仅燃气消费量较高，也在不断吸引更多人口迁入；为公司城市燃气供应业务持续发展提供了坚实保障。2021 年，年燃气总销售量达约 341 亿立方米及 4587 万户客户，工业用户、商业用户、居民用户用气量均稳步增长。

图表 19: 华润燃气公司天然气销售价值 (百万人民币)



资料来源: 公司公告

图表 20: 华润燃气公司天然气供应项目 (个)

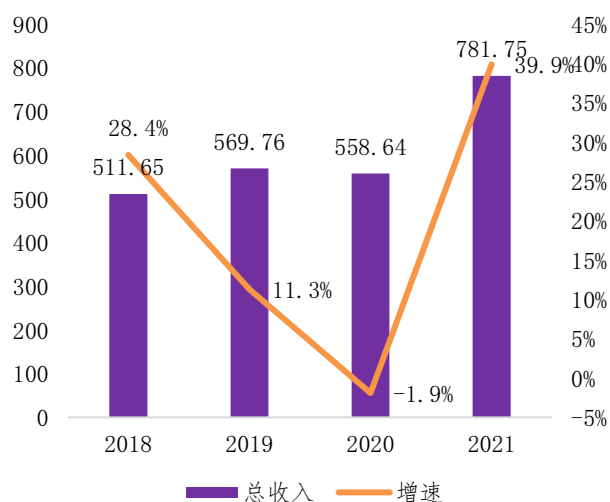


资料来源: 公司公告

作为华润集团的子公司，华润燃气可借助集团与地方政府的合作来获取新的城市燃气项目，未来有望承接更多目前尚未覆盖的省份的城市燃气项目。除了在新开展燃气管道铺设的城市获得新项目资源，华润燃气也通过并购其他城市燃气公司获得项目。公司盈利稳定，现金流充裕；具备并购式发展的资本基础。如 2019 年 2 月，在华润集团的支持下，华润燃气收购宁波城投控股的宁波兴光集团燃气项目；是宁波市最大的燃气公司。宁波是东部沿海发达城市，人口多，燃气消费量大。成功并购宁波最大的燃气项目，展现了华润燃气通过并购来推动外延式发展的强大能力。未来，受益于有利的政策环境及其不断增加的城市燃气项目和燃气消费量；公司有望进一步巩固行业龙头地位，燃气供应市场份额稳步提升。

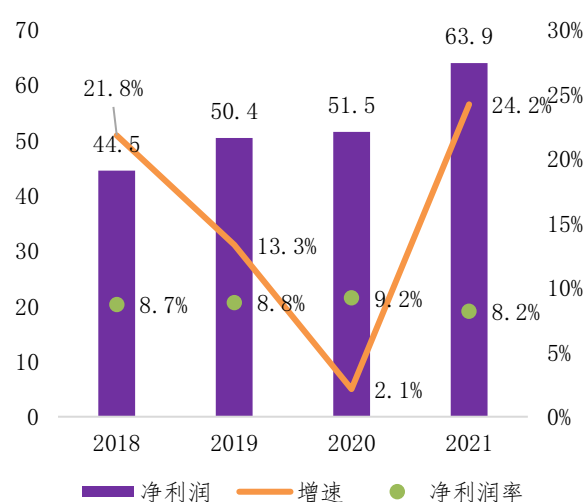


图表 21: 华润燃气公司总收入 (亿元) 及增速 (%)



资料来源: Wind、光银国际

图表 22: 华润燃气公司净利润 (亿元)、增速 (%) 及净利润率 (%)

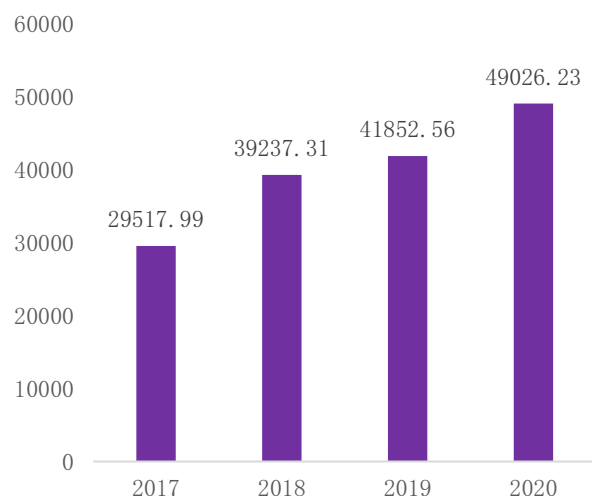


资料来源: Wind、光银国际

中国燃气 (384.HK)

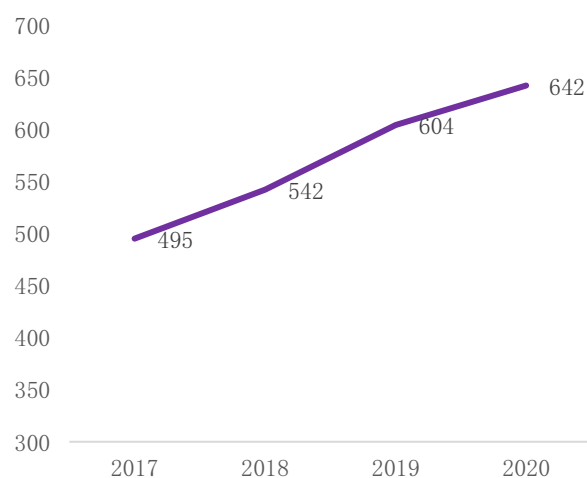
公司以管道天然气供应业务为主导, 并提供城市燃气、乡镇燃气、车船燃气、燃气技术相关的增值服务、液化石油气分销, 以及其它能源项目管理。天然气销售价值保持稳定增长。截止 2020 年, 中国燃气在全国 26 省市级地区拥有 642 个城市燃气项目。是中国最大的全国性燃气分销商。

图表 23: 中国燃气公司天然气销售价值 (百万人民币)



资料来源: 公司公告

图表 24: 中国燃气公司天然气供应项目 (个)

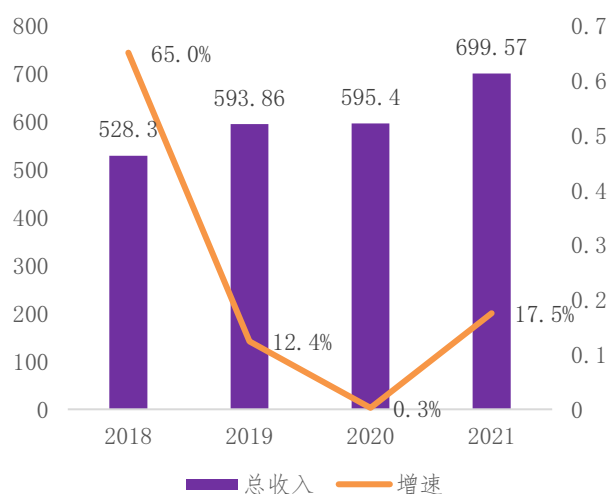


资料来源: 公司公告



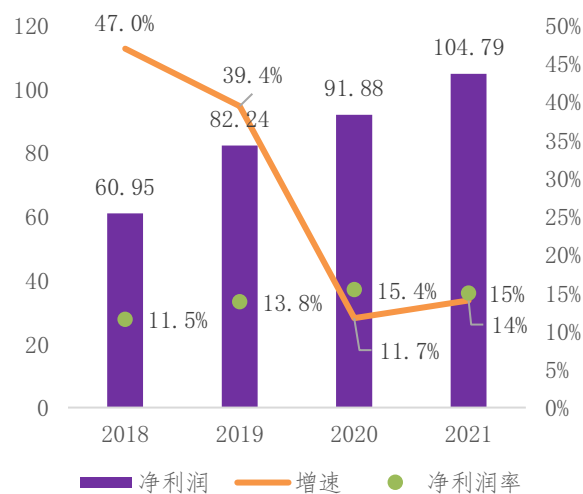
目前，农村地区“煤改气”业务是中国燃气业务增长的核心增长引擎。随着中国政府对恢复蓝天的环境政策指引，以及对于华北地区清洁供暖的规划要求，公司于 2017 年启动推行煤改气业务，是目前燃气市场上煤改气业务最活跃的参与者。农村地区“煤改气”业务虽然在初期收入局限在燃气工程、居民用户接驳、燃气器具销售等费用；但长远来看，农村地区居民用户燃气用气量大于城市居民用户，推动“煤改气”业务有助于扩大公司在广大农村地区的用户基础，未来有望在农村地区商业与居民用户燃气消费量提升的推动下，成为公司燃气供应业务的重要组成部分。公司近两年来股价走弱，与市场对在煤改气业务方面的快速扩张的顾虑有关。煤改气工程接驳收入主要来自政府补贴，受补贴延迟发放影响，公司现金流受到拖累。相信未来在煤改气补贴逐步到位的支持下，公司受益于用户数提升的长期发展潜力将逐步释放。

图表 25：中国燃气公司总收入（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind、光银国际

图表 26：中国燃气公司净利润（亿元）、增速（%）及净利润率（%）

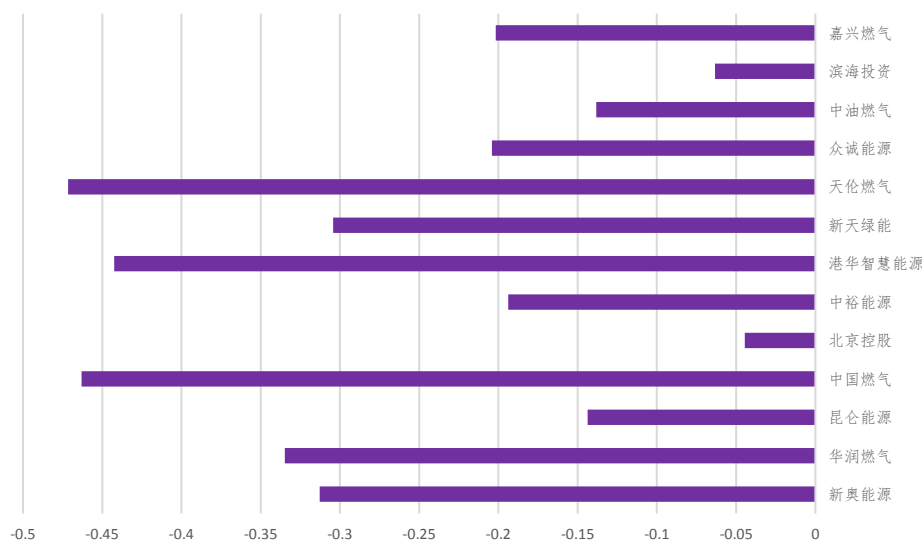


资料来源：Wind、光银国际

八) 同业比较表

燃气板块今年跟随大市回落，板块全年下跌 22.2%，略逊恒指表现。

图表 27：重点燃气企业表现(截至 2021 年 4 月 25 日)



资料来源：彭博、光银国际

图表 28：重点燃气企业估值表 (截至 2021 年 4 月 25 日)

代码	名称	股价 (当地货币)	市盈率			市帐率			股息率	市值 (百万港元)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E		
香港上市同业										
燃气										
2688 hk equity	新奥能源	100.90	12.42	12.28	10.90	2.70	2.33	2.04	2.99	115727.37
1193 hk equity	华润燃气	29.30	10.51	9.89	9.35	1.66	1.47	1.34	4.57	68494.78
135 hk equity	昆仑能源	6.26	9.87	7.81	7.47	0.80	0.73	0.69	4.66	53857.75
384 hk equity	中国燃气	8.70	4.97	5.79	4.78	0.77	0.74	0.67	5.28	48936.42
392 hk equity	北京控股	25.70	3.22	3.65	3.20	0.33	0.31	0.29	5.60	31929.95
3633 hk equity	中裕能源	6.70	15.18	-	-	2.20	-	-	-	19043.35
1083 hk equity	港华智慧能源	3.78	8.80	7.02	6.26	0.51	0.49	0.48	4.47	11596.82
956 hk equity	新天绿能	4.23	6.22	6.25	5.35	0.81	0.67	0.61	5.40	37003.02
1600 hk equity	天伦燃气	4.45	3.82	3.66	3.19	0.73	0.60	0.53	8.19	4605.72
2337 hk equity	众诚能源	11.38	20.94	-	-	8.61	-	-	-	4246.85
603 hk equity	中油燃气	0.41	2.18	-	-	0.48	-	-	-	2277.98
2886 hk equity	滨海投资	1.48	4.91	4.14	3.63	1.01	0.74	0.64	6.90	1960.44
9908 hk equity	嘉兴燃气	9.58	9.12	-	-	1.34	-	-	-	1284.71
平均数			8.63	6.72	6.01	1.69	0.90	0.81	5.34	30843.47

资料来源：彭博、光银国际

九) 风险因素

- 1) 天然气产业国家扶持政策变动风险
- 2) 上游天然气供应价格波动风险
- 3) 终端用户数量增长未达预期风险
- 4) 国际政治局势影响天然气进口来源稳定性风险



重要披露及免责声明

本报告由光银国际资本有限公司(“光银国际资本”)撰写生产和分发,并由香港证监会监管。本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息,光银国际资本及其附属公司(统称为“光银国际”)力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。

本报告没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要,并不构成个人投资建议,客户据此投资,责任自负。客户在阅读本研究报告时应考虑报告中的任何意见或建议是否符合其个人特定状况。光银国际及其各自的公司董事、员工及代理,都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。

本报告的内容不代表光银国际的建议,也不构成与上述有关证券的任何买卖/交易协议。本报告不拟作为买入或卖出要约,也不打算招揽购买或出售上述证券。证券价格可能上下波动。可能变得毫无价值。购买和出售证券可能会产生损失,而不是利润。

研究报告所载的资料及意见,如有任何更改,本司将不作另行通知。此外,光银国际的销售人员,交易员或其他持牌人员可能提供口头或书面市场评论或交易想法,这些意见可能与本报告中提出的建议和意见不一致,并得出不同的结论。光银国际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。

本报告仅向特定客户传送,未经光银国际书面授权许可,任何人不得引用、转载以及向第三方传播,否则可能将承担法律责任。在一些司法管辖区内,针对或意图向该等区域内的市民、居民、个人或实体发布、公布、供其使用或提供获取管道的行为会违反该区域内所适用的法律或规例或令光银国际受制于任何注册或领牌规定,则本研究报告不适用于该等司法管辖区内的市民、居民或身处该范围内的任何人或实体。

本报告仅提供给香港客户,不会提供给美国客户。编制本报告的分析师未在美国注册或获得美国金融业监管局的分析师资格。



特殊披露

分析师，陈惠杰(香港证监会中央编号:APP609)作为香港证监会持牌人及本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析师之个人意见。分析师亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析师并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析师及分析师之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

评级定义

买入	未来十二个月预期回报高于 10%
持有	未来十二个月预期回报在-10%和 10%之间
卖出	未来十二个月预期回报低于-10%

股票评级的解释：(i) 买入：股票投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 持有：股票投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间及(iii) 卖出：股票投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%

行业评级的解释 (i) 超配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在涨幅超过 10%；(ii) 中性：行业投资回报在未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+10%之间；(iii) 低配：行业投资回报在未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%及(iv) 未评级：光银国际并未给予行业投资评级

光银国际可能在过去 12 个月内与报告中公司有投资银行业务或其他业务关系（如配售代理、牵头经办人、保荐人、包销商或自营买卖证券），同时亦有可能持有财务权益及/或证券/或衍生工具。投资者务请注意光银国际或会存在利益冲突，可能影响本报告的客观性。

版权所有光银国际。未经光银国际书面许可，禁止任何形式的发布，转载，发行，引用。

