

公司报告

招商证券(香港)有限公司
证券研究部

新奥能源 (2688 HK)

供给是金钥匙

- 17年7-11月天然气销售增长保持强劲(同比+30%)
- 2018年下半年起新奥能源可在冬季接入较便宜的现货液化天然气源
- 重申买入评级, 目标价66.0港元

17年7-11月天然气销售快速增长

继17年上半年天然气销售量同比增长42%后, 17年7-11月增长势头保持强劲; 城市天然气销售量同比增长超过25%(工商业用户: 同比增长>30%, 居民用户: 同比增长>25%), 天然气批发销量也猛增, 同比增长超过50%, 主要受到煤改气的强劲需求以及工业活动持续复苏推动。我们认为管理层的2017年天然气销量增长指引同比增长>30%(包括批发天然气)是能够实现的。在2018年全国天然气销售需求同比增长15%的预期下, 我们预计新奥能源的天然气销售增长将为同比20%左右。

18年下半年液化天然气的供应有助于减轻下个冬季的利润率压力

今个冬季期间, 上游供应商将非居民用气城市门站价格平均上调了15%左右。目前为止, 新奥能源已将其70%的受影响项目的成本转嫁。因此, 管理层预计天然气销售的每单位毛利润将从17年上半年的0.66元人民币/立方米下降至17年下半年的0.60元人民币/立方米, 之后将保持一个稳定的单位毛利润在0.63元人民币/立方米, 得益于公司即将在18年下半年开始液化天然气进口长期合同(每年140万吨)。合同液化天然气价格比浙江省城市门站价格约低8%。与此同时, 由于仍有50%的闲置容量, 公司可在冬季用气高峰期接入更多现货液化天然气气源, 而根据今年冬季国际和国内的液化天然气价格(17年11月-18年1月日本液化天然气平均进口价格: US\$8.0/mmbtu, 国内液化天然气价格: RMB6,778/ton)其气源成本可比国内的液化天然气价格低64%。成本优势有助新奥能源维持其单位毛利润及市场份额。

重申买入评级, 目标价为66.0港元

该股票当前估值为12.5倍2018年预测市盈率, 根据18.9%的17-19年预测每股盈利复合年增长率, 为同业中最便宜。我们重申买入评级, 目标价为66.0港元。

盈利预测及估值

12月31日(百万元人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业额	32,063	34,121	44,336	54,475	64,207
毛利	6,866	7,350	8,057	9,212	10,282
报告净利润	2,036	2,151	3,061	4,278	4,897
经常性净利润	2,736	3,212	3,719	4,278	4,897
经常性每股收益(港元)	2.53	2.76	3.20	3.95	4.52
核心市盈率(x)	19.5	17.9	15.4	12.5	10.9
市净率(x)	4.0	3.6	3.1	2.6	2.3
股息率(%)	1.4	1.6	1.9	2.3	2.7
ROE (%)	15.9	15.1	19.1	23.0	22.3
净负债率(%)	51.1	52.0	43.3	31.8	21.4

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

蔡雯 萧俊榮
+852 3189 6268 +852 3189 6395
scullytsoi@cmschina.com.hk ericsiu@cmschina.com.hk

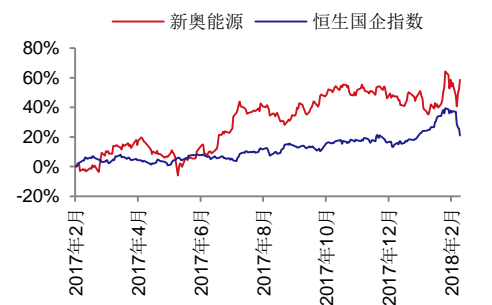
最新变动

n.a.

买入

前次评级	买入
股价	HK\$60.40
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$66.00 (9%)
前次目标价	HK\$66.00

股价表现



资料来源: 彭博

	1m	6m	12m
2688 HK	17.1	12.9	55.3
恒生国企指数	(2.9)	8.6	18.1

行业: 石油石化

恒生指数	29,507
恒生国企指数	11,902

重要数据

52周股价区间(港元)	35.5-64.5
港股市值(百万港元)	65,404
日均成交量(百万股)	3.52
每股净资产(人民币)(2017预测)	15.75

主要股东

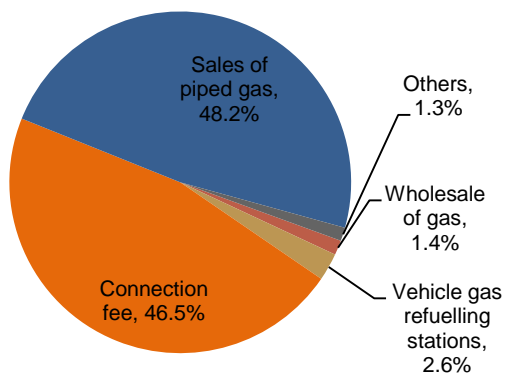
ENN Group Intl Investment	30.41%
Capital Group Companies Inc	11.99%
Commonwealth Bank of Australia	6.98%
JPMorgan Chase & Co	5.89%
已发行股数(百万股)	1,083
自由流通量(百万股)	753

相关报告

1. 天然气 - 气化中国, 推荐买入 - 27/11/2017

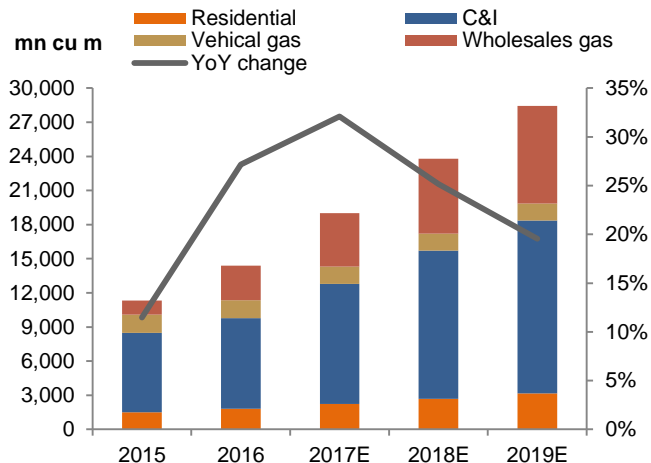
重点图表

图1: 新奥能源-17年上半年毛利润结构



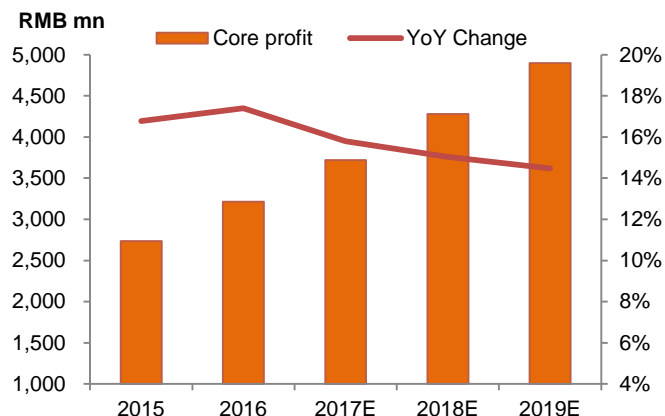
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)

图2: 新奥能源-天然气销售量



资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图3: 新奥能源-核心利润预测



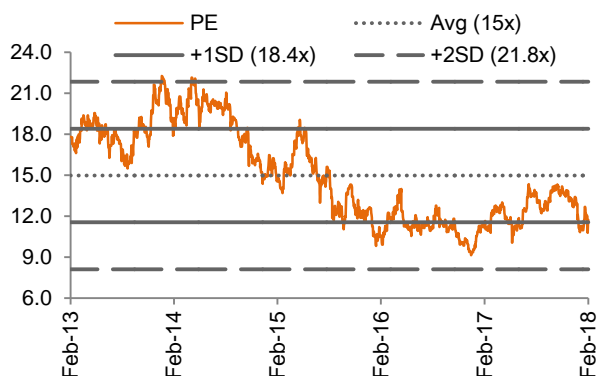
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

图4: 新奥能源-盈利敏感度分析

2018E earnings impact	
Pipeline construction	
+/-5% change in no. of new connection	+/-2.2%
+/-5% change in the connection fee	+/-3.6%
Piped gas retails	
+/-5% change in the gas sales volume	+/-4.1%
+/-5% change in the price	+/-19.0%
+/-100bp change in interest rate	+/-0.5%

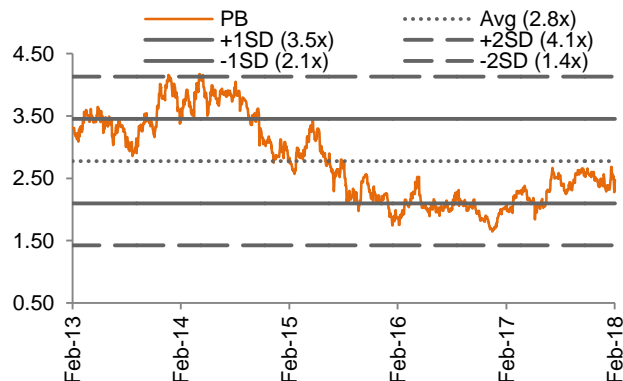
资料来源: 招商证券(香港)预测

图5: 新奥能源-12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图6: 新奥能源-12个月综合远期市净率



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

财务预测表

资产负债表

12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
固定资产	21,121	22,297	24,808	27,287	29,682
附属公司、合资公司及联营公司	4,834	5,054	5,493	6,001	6,590
商標及其他无形资产	2,206	1,675	1,578	1,480	1,383
递延税项资产	582	745	745	745	745
其他	6,419	7,770	7,227	7,146	7,103
非流动资产总额	35,162	37,541	39,851	42,659	45,502
库存	404	515	698	871	1,037
应收贸易及票据账款	1,096	1,510	2,039	2,560	3,082
预付、按金款项及其他	1,982	2,945	3,990	4,957	5,907
现金	7,454	7,515	12,000	9,209	10,362
其他	921	1,355	1,362	1,367	1,374
流动资产总额	11,857	13,840	20,089	18,964	21,762
资产总额	47,019	51,381	59,940	61,624	67,264
应付贸易及票据账	1,651	2,237	2,902	3,576	4,206
应计费用和其他应付账	5,482	6,086	7,405	8,967	10,441
银行贷款	2,600	3,944	3,944	3,944	3,944
债券、认股证及债权证	4,054	700	3,515	2,500	0
其他	5,621	5,374	5,373	5,105	4,902
流动负债总额	19,408	18,341	23,139	24,092	23,493
应付税款	706	732	732	732	732
银行贷款	836	197	197	197	197
债券、认股证及债权证	8,190	11,950	13,115	10,117	12,171
其他	2,490	3,039	3,246	3,450	3,650
非流动负债总额	11,516	15,186	16,558	13,764	16,018
负债总额	30,924	33,527	39,697	37,856	39,511
总净资产总额	16,095	17,854	20,243	23,768	27,753
股本	113	112	112	112	112
储备	13,355	14,854	16,948	20,071	23,597
股东权益总额	13,468	14,966	17,060	20,183	23,709
少数股东权益	2,627	2,888	3,183	3,585	4,043
总权益	16,095	17,854	20,243	23,768	27,753
净现金/(付债)	(8,226)	(9,276)	(8,771)	(7,549)	(5,950)
每股净资产(人民币)	12.44	13.83	15.75	18.63	21.88

现金流量表

12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营运利润	4,183	4,644	5,377	6,384	7,304
折旧和摊销	956	969	1,089	1,222	1,323
营运资金变化	481	751	(595)	(732)	(862)
其他	303	454	519	932	924
已付税款	(1,207)	(1,452)	(1,548)	(1,770)	(2,020)
经营活动所得现金	4,716	5,366	4,841	6,036	6,669
资本开支	(2,514)	(3,049)	(3,600)	(3,700)	(3,719)
其他	(4,249)	(439)	1,738	1,823	1,891
投资活动所得现金	(6,763)	(3,488)	(1,862)	(1,877)	(1,827)
发行/回购股份	(16)	(29)	0	0	0
股息支付	(709)	(705)	(802)	(967)	(1,155)
净债务变化	597	452	3,980	(4,013)	(446)
其他	(890)	(1,454)	(1,320)	(1,618)	(1,736)
融资活动所得现金	(1,018)	(1,736)	1,858	(6,598)	(3,337)
现金变更净值	(3,065)	142	4,837	(2,439)	1,505
调整	16	18	0	0	0
期初余额	10,503	7,355	7,163	11,648	8,857
期末余额	7,454	7,515	12,000	9,209	10,362
自由现金流	2,202	2,317	1,241	2,336	2,950

损益表

12月31日(百万人民币)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	32,063	34,121	44,336	54,475	64,207
销售成本	(25,197)	(26,771)	(36,279)	(45,263)	(53,925)
毛利	6,866	7,350	8,057	9,212	10,282
销货和分销成本	(500)	(534)	(630)	(702)	(765)
行政费用	(2,183)	(2,172)	(2,050)	(2,126)	(2,213)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(2,683)	(2,706)	(2,680)	(2,827)	(2,978)
营运利润	4,183	4,644	5,377	6,384	7,304
其他收入及(支出)	(446)	(536)	(52)	659	663
财务费用	(405)	(484)	(453)	(487)	(486)
附属公司、合资公司及联营公司收入	695	571	720	832	965
税前利润	4,027	4,195	5,592	7,389	8,446
所得税	(1,306)	(1,307)	(1,548)	(1,770)	(2,020)
税后利润	2,721	2,888	4,044	5,618	6,426
少数股东权益	(685)	(737)	(982)	(1,340)	(1,529)
净利润	2,036	2,151	3,061	4,278	4,897
非核心项目调整	700	1,061	658	0	0
核心净利润	2,736	3,212	3,719	4,278	4,897
税息折旧及摊销前利润	5,139	5,613	6,466	7,606	8,627
基本每股收益(人民币)	1.88	1.99	2.83	3.95	4.52
摊薄每股核心收益(人民币)	2.53	2.76	3.20	3.95	4.52
每股股利(人民币)	0.64	0.74	0.89	1.07	1.27

财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
同比增长率(%)					
收入	10.2	6.4	29.9	22.9	17.9
税息折旧及摊销前利润	17.1	9.2	15.2	17.6	13.4
营运利润	14.5	11.0	15.8	18.7	14.4
核心净利润	16.8	17.4	15.8	15.0	14.5
摊薄每股核心收益	25.4	9.4	15.7	23.5	14.5
每股股利	(3.0)	15.6	20.6	19.5	18.7
利润率(%)					
毛利率	21.4	21.5	18.2	16.9	16.0
税息折旧及摊销前利率	16.0	16.5	14.6	14.0	13.4
息税前利率	13.0	13.6	12.1	11.7	11.4
净利率(核心净利润)	8.5	9.4	8.4	7.9	7.6
实际税率(%)	39.2	36.1	31.8	27.0	27.0
营运费用占收入比率(%)	8.4	7.9	6.0	5.2	4.6
利息覆盖率(x)	10.3	9.6	11.9	13.1	15.0
股息支付率(%)	25.2	25.0	26.0	27.0	28.0
资本净负债比率(%)	51.1	52.0	43.3	31.8	21.4
总资本净负债比率(%)	33.8	34.2	30.2	24.1	17.7
流动比率(x)	0.6	0.8	0.9	0.8	0.9
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
财务杠杆比率(x)	3.5	3.5	3.5	3.3	2.9
息税前利率(%)	13.0	13.6	12.1	11.7	11.4
利息负担(x)	1.0	0.9	1.0	1.2	1.2
税率负担(x)	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
股本收益率(%)	15.9	15.1	19.1	23.0	22.3
资本回报率(%)	13.9	12.4	15.5	19.8	20.9

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港)预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页 <http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html>或 <http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
 香港中环交易广场一期 48 楼
 电话: +852 3189 6888
 传真: +852 3101 0828