

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)

2017年核心盈利符合预期

- 17年经常性利润为37亿元人民币, 与我们和市场预期大致相符。公司拟派发末期股息每股0.9元人民币
- 管理层指引2018年公司管道天然气销售量同比增长超20%, 经常性利润同比增长15%
- 维持买入评级, 由于人民币升值上调目标价至71.6港元

天然气销售强劲超过了单位利润的收缩

剔除强劲增长的批发天然气后(录得69%的同比增幅), 管道天然气销售量同比增长28%(管理层指引为同比增长超25%)至145亿立方米, 主要受到煤改气的强劲需求刺激。强劲的天然气销售超过了天然气单位利润每立方米下跌0.1元人民币的影响, 下降原因主要由客户构成变化和冬季气荒引发。天然气销售的毛利润猛增25%至40亿元人民币。2017年天然气接驳业务保持稳定。新接驳居民用户和工商业用户数量分别同比增长14%/33%, 大大抵消了居民和工商业客户接驳费方面4%/17%的同比跌幅。由于接驳利润率收缩1.3个百分点, 天然气接驳业务毛利润同比增长4%至37亿元人民币。

综合能源业务驱动长期增长

截至2017年, 新奥能源的运营和在建综合能源项目分别为31个和30个。新增的19个项目由于利用率低, 依然处于亏损状态。通常一个项目需要花2-3年来提升规模。凭借超过625个业务机会的覆盖, 管理层指引公司综合能源项目的电力销售将从2018年预计的60亿千瓦时翻5倍至2020年达300亿千瓦时。届时, 这些综合能源项目将有20亿立方米的天然气需求。管理层还预计一旦这些项目达到规模效益, 毛利率将逐渐提升至10%。

维持买入评级, 上调现金流贴现法的目标价至71.6港元

我们基本上维持我们的预测不变, 只是由于公司公布业绩而做了细微调整。考虑到人民币升值因素, 我们将现金流贴现法的目标价上调8%, 从66.0港元上调至71.6港元。股票当前估值为13.2倍2018年预测市盈率, 较公司5年历史平均的14.2倍市盈率折让7%。我们维持买入评级。

盈利预测及估值

12月31日(百万元人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业额	34,103	48,269	60,749	73,593	87,059
毛利	7,350	8,339	9,813	11,100	12,497
报告净利润	2,151	2,802	4,266	4,908	5,551
经常性净利润	3,212	3,697	4,266	4,908	5,551
经常性每股收益(港元)	2.76	3.41	3.94	4.53	5.12
核心市盈率(x)	18.8	15.2	13.2	11.5	10.1
市净率(x)	3.8	3.3	2.8	2.4	2.1
股息率(%)	1.4	1.7	2.1	2.6	3.1
ROE (%)	15.1	17.6	23.1	22.6	21.9
净负债率(%)	52.0	48.7	36.2	25.6	15.7

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

此为2018年3月23日“ENN ENERGY (2688 HK) - In line 2017 core profits”的中文摘要

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

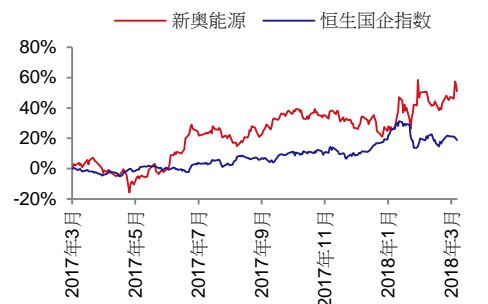
最新变动

目标价和盈利调整

买入

前次评级	买入
股价(2018年3月22日)	HK\$64.15
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$71.60 (+12%)
前次目标价	HK\$66.00

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
2688 HK	2.1	17.0	51.0
恒生国企指数	(0.8)	11.9	18.8

行业: 石油石化

恒生指数	31,071
恒生国企指数	12,428

重要数据

52周股价区间(港元)	35.5-69.0
港股市值(百万港元)	69,569
日均成交量(百万股)	3.62
每股净资产(人民币)(2018预测)	18.48

主要股东

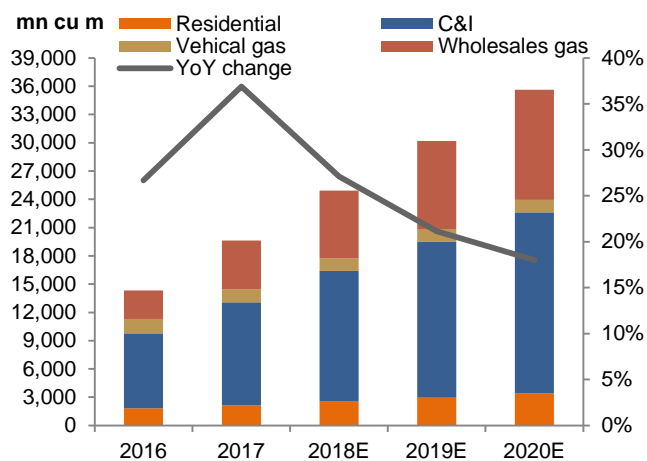
ENN Group Intl Investment	30.36%
Capital Group Companies Inc	11.97%
Commonwealth Bank of Australia	6.97%
JPMorgan Chase & Co	5.07%
已发行股数(百万股)	1,085
自由流通量(百万股)	755

相关报告

1. 天然气 - 2017年业绩预览: 预计盈利增长稳健, 2018/03/08
2. 新奥能源 (2688 HK) - 供给是金钥匙(买入), 2018/02/09
3. 天然气 - 气化中国, 推荐买入, 2017/11/27

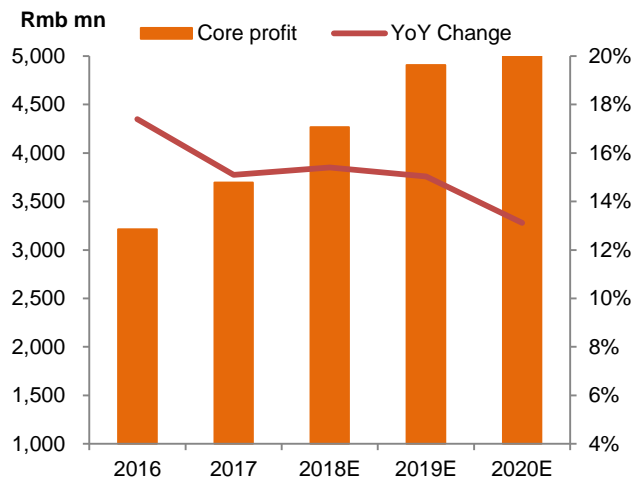
重点图表

图1: 新奥能源-天然气销售量



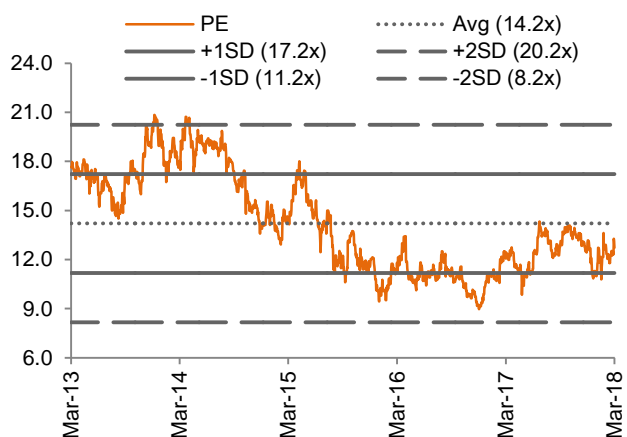
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图2: 新奥能源-核心利润预测



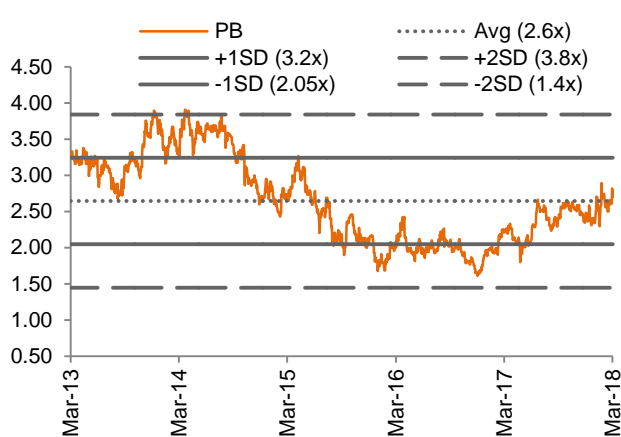
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图3: 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4: 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)

图5: 新奥能源-主要假设

Key assumptions	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Pipeline construction					
New connection for residential households (mn)	1.82	2.07	2.30	2.45	2.59
% change	6.7%	13.9%	11.1%	6.6%	5.5%
Connection fee (RMB/household)	2,876	2,775	2,720	2,706	2,692
% change	4.1%	-3.5%	-2.0%	-0.5%	-0.5%
Piped gas sales					
Gas sales volume (mn cu m)					
- Piped gas sold to residential households	1,816	2,148	2,527	2,947	3,411
% change	21.7%	18.3%	17.6%	16.6%	15.7%
- Piped gas sold to C&I customers	7,963	10,931	13,880	16,571	19,192
% change	13.7%	37.3%	27.0%	19.4%	15.8%
- Piped gas sold to CNG/LNG	1,514	1,396	1,326	1,326	1,339
% change	-4.7%	-7.8%	-5.0%	0.0%	1.0%
Piped gas price (RMB/ cu m)					
- Piped gas sold to residential households	2.64	2.64	2.64	2.64	2.64
% change	-0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
- Piped gas sold to C&I customers	2.99	2.90	2.87	2.84	2.81
% change	-18.1%	-3.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%
- Piped gas sold to CNG/LNG	3.52	3.48	3.45	3.42	3.38
% change	-17.4%	-1.0%	-1.0%	-1.0%	-1.0%

资料来源: 招商证券(香港)预测

财务预测表

资产负债表

12月31日(百万人民币)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
固定资产	22,297	25,490	28,430	31,267	34,011
附属公司、合资公司及联营公司	5,054	5,434	5,879	6,396	6,965
商誉及其他无形资产	1,675	1,873	1,761	1,649	1,537
递延税项资产	745	941	941	941	941
其他	7,770	7,851	7,672	7,659	7,669
非流动资产总额	37,541	41,589	44,683	47,911	51,122
库存	515	744	949	1,164	1,389
应收贸易及票据账款	1,510	2,450	3,144	3,883	4,680
预付、按金款项及其他	2,945	3,801	4,844	5,942	7,117
现金	7,515	8,213	5,377	6,877	8,929
其他	1,355	2,418	2,379	2,370	2,346
流动资产总额	13,840	17,626	16,693	20,236	24,460
资产总额	51,381	59,215	61,376	68,147	75,582
应付贸易及票据账	2,237	3,182	4,008	4,855	5,718
应计费用和其他应付账	6,086	8,035	9,967	11,927	14,074
银行贷款	3,944	1,737	1,737	1,737	1,737
债券、认股证及债权证	700	6,631	2,500	0	0
其他	5,374	6,020	5,958	5,820	5,688
流动负债总额	18,341	25,605	24,170	24,339	27,217
应付税款	732	982	982	982	982
银行贷款	197	523	523	523	523
债券、认股证及债权证	11,950	9,176	9,174	11,674	11,674
其他	3,039	3,694	3,839	4,067	4,295
非流动负债总额	15,186	13,393	13,536	16,264	16,492
负债总额	33,527	38,998	37,705	40,603	43,709
总净资产总额	17,854	20,217	23,671	27,544	31,873
股本	112	112	112	112	112
储备	14,854	16,840	19,912	23,347	27,178
股东权益总额	14,966	16,952	20,024	23,459	27,290
少数股东权益	2,888	3,265	3,647	4,085	4,584
总权益	17,854	20,217	23,671	27,544	31,873
总负债	16,791	18,067	13,934	13,934	13,934
净现金/(付债)	(9,276)	(9,854)	(8,557)	(7,057)	(5,005)
每股净资产(人民币)	13.83	15.67	18.48	21.65	25.19

现金流量表

12月31日(百万人民币)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营运利润	4,644	5,327	6,411	7,398	8,403
折旧和摊销	969	1,102	1,260	1,384	1,498
营运资金变化	751	1,005	(796)	(964)	(1,140)
其他	454	(915)	1,509	1,345	1,579
已付税款	(1,452)	(1,517)	(1,852)	(2,127)	(2,420)
经营活动所得净现金	5,366	5,002	6,533	7,037	7,920
资本开支	(3,049)	(4,295)	(4,200)	(4,221)	(4,242)
其他	(439)	1,871	1,619	1,684	1,775
投资活动所得现金	(3,488)	(2,425)	(2,581)	(2,537)	(2,467)
发行/回购股份	(29)	0	0	0	0
股息支付	(705)	(775)	(975)	(1,195)	(1,472)
净债务变化	452	1,276	(4,133)	0	0
其他	(1,454)	(2,028)	(1,440)	(1,564)	(1,688)
融资活动所得现金	(1,736)	(1,527)	(6,548)	(2,758)	(3,160)
现金变更净值	142	1,050	(2,595)	1,741	2,293
调整	18	0	0	0	0
期初余额	7,355	7,163	7,972	5,136	6,636
期末余额	7,515	8,213	5,377	6,877	8,929

损益表

12月31日(百万人民币)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	34,103	48,269	60,749	73,593	87,059
销售成本	(26,753)	(39,930)	(50,936)	(62,494)	(74,562)
毛利	7,350	8,339	9,813	11,100	12,497
销售和分销成本	(534)	(635)	(717)	(793)	(887)
行政费用	(2,172)	(2,377)	(2,684)	(2,909)	(3,207)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(2,706)	(3,012)	(3,401)	(3,702)	(4,094)
营运利润	4,644	5,327	6,411	7,398	8,403
其他收入及(支出)	(536)	(349)	659	663	666
财务费用	(484)	(422)	(415)	(418)	(374)
附属公司、合资公司及联营公司收入	571	634	735	853	938
税前利润	4,195	5,190	7,391	8,495	9,634
所得税	(1,307)	(1,517)	(1,852)	(2,127)	(2,420)
税后利润	2,888	3,673	5,539	6,369	7,214
少数股东权益	(737)	(871)	(1,272)	(1,461)	(1,662)
净利润	2,151	2,802	4,266	4,908	5,551
非核心项目调整	1,061	895	0	0	0
核心净利润	3,212	3,697	4,266	4,908	5,551
利息折旧及摊销前利润	5,613	6,429	7,672	8,782	9,901
基本每股收益(人民币)	1.99	2.59	3.94	4.53	5.12
摊薄每股收益(人民币)	2.76	3.41	3.94	4.53	5.12
每股股利(人民币)	0.74	0.90	1.10	1.36	1.59

财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
同比增长率(%)					
收入	6.4	41.5	25.9	21.1	18.3
利息折旧及摊销前利润	9.2	14.5	19.3	14.5	12.7
营运利润	11.0	14.7	20.4	15.4	13.6
核心净利润	17.4	15.1	15.4	15.0	13.1
摊薄每股核心收益	9.4	23.6	15.3	15.0	13.1
每股股利	15.6	21.6	22.5	23.2	16.9
利润率(%)					
毛利率	21.6	17.3	16.2	15.1	14.4
利息折旧及摊销前利率	16.5	13.3	12.6	11.9	11.4
息税前利率	13.6	11.0	10.6	10.1	9.7
净利率(核心净利润)	9.4	7.7	7.0	6.7	6.4
实际税率(%)	36.1	33.3	27.8	27.8	27.8
营运费用占收入比率(%)	7.9	6.2	5.6	5.0	4.7
利息覆盖率(x)	9.6	12.6	15.4	17.7	22.5
股息支付率(%)	24.1	26.4	28.0	30.0	31.0
资本净负债比率(%)	52.0	48.7	36.2	25.6	15.7
总资本净负债比率(%)	34.2	32.8	26.6	20.4	13.6
流动比率(x)	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
财务杠杆比率(x)	3.5	3.5	3.3	3.0	2.8
息税前利率(%)	13.6	11.0	10.6	10.1	9.7
利息负担(x)	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
税率负担(x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
股本收益率(%)	15.1	17.6	23.1	22.6	21.9
资本回报率(%)	12.4	13.8	18.7	20.0	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/cms/hk/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