

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)

18年一季度经营保持正轨

- 18年一季度城市燃气销量同比上升超20%，售气的每单位毛利回升至每立方米0.62元人民币
- 公司计划2018年新增60个综合能源项目并会贡献20亿元人民币收入
- 维持买入评级，上调现金流贴现法的目标价至88.0港元

18年一季度经营表现稳固

新奥能源18年一季度城市燃气销量同比上升超20%，与管理层的全年售气量增长指引一致。售气的每单位毛利从17年下半年的每立方米0.6元人民币回升至每立方米0.62元人民币，这是由于冬季天然气成本上涨的转嫁率从2017年底的50%上升至18年一季度的70-80%。管理层重申2018年售气的每单位毛利稳定为每立方米0.63元人民币，得益于：1) 按每桶65-70美元的油价计算，每立方米进口的LNG可节约成本0.1-0.29元人民币(参考浙江省城市门站天然气价格为每立方米2.19元人民币)，而公司2018和2019年的LNG进口量目标分别为7亿立方米和15亿立方米；2) 2017-18年5个新LNG接收站产能上升，来自中亚的天然气供应恢复及加快建设储气设施减轻了冬季天然气供应紧张的问题。

综合能源业务扩张并保持正轨

管理层目标2018年新增60个综合能源项目，资本开支为12亿元人民币。加上现有的31个项目，管理层指引为2018年公司的能源销售(包括电力、蒸汽和热水)将达60亿千瓦时，假设每千瓦时平均售价为0.4元人民币，这将贡献20亿元人民币收入(2017年为2.94亿元人民币)。凭借公司超过90,000个工商业用户的基础，管理层预计公司能源销售量和收入到2020年将增加5倍，分别达300亿千瓦时和100亿元人民币。一旦项目在2-3年内成熟，毛利率预计将提升至10-15%。

维持买入评级，上调现金流贴现法的目标价至88.0港元

尽管我们对综合能源项目使用了更高的收入假设，考虑到其初期开发阶段的利润率较低，我们仅将2018-20年盈利预测小幅上调0.7-2.1%。加上由于综合能源项目中长期及永久增长率更多的正面假设，我们上调现金流贴现法的目标价至88.0港元。股票当前估值为2019年预测市盈率14.0倍，接近其5年历史平均市盈率13.9倍，在正面的前景支撑下估值合理。我们重申买入评级。

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	61,307	75,887	91,063
毛利	7,350	8,339	9,844	11,249	12,851
报告净利润	2,151	2,802	4,296	4,936	5,666
经常性净利润	3,212	3,697	4,296	4,936	5,666
经常性每股收益(港元)	2.76	3.41	3.96	4.56	5.23
核心市盈率(x)	23.1	18.7	16.1	14.0	12.2
市净率(x)	4.6	4.1	3.5	3.0	2.6
股息率(%)	1.2	1.4	1.8	2.3	2.9
ROE (%)	15.1	17.6	23.3	22.8	22.5
净负债率(%)	52.0	48.7	45.5	40.8	35.4

资料来源：公司资料、招商证券(香港)预测

此为2018年5月23日“ENN ENERGY (2688 HK) - 1Q18 operation on track”的中文摘要

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

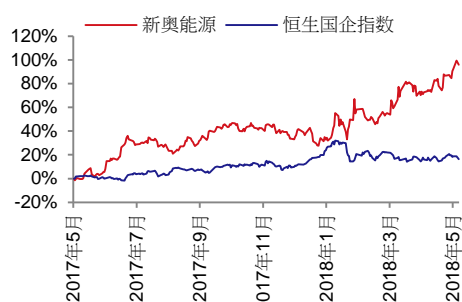
最新变动

目标价和预测调整

买入

前次评级	买入
股价 (2018/05/23)	HK\$78.9
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HK\$88.0 (+11.5%)
前次目标价	HK\$71.6

股价表现



行业：石油石化

恒生指数	30,666
恒生国企指数	12,091

重要数据

52周股价区间(港元)	39.9-81.5
港股市值(百万港元)	86,775
日均成交量(百万股)	3.26
每股净资产(人民币) (2018E)	18.45

主要股东

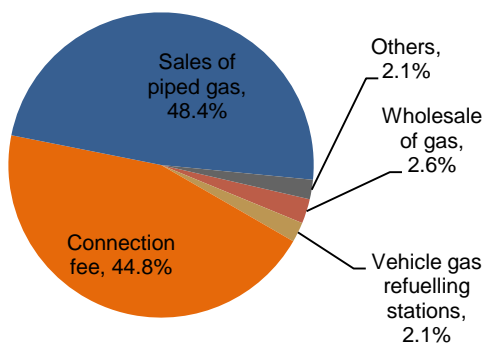
ENN Group Intl Investment	30.35%
Capital Group Companies Inc	11.97%
Commonwealth Bank of Australia	6.68%
Wellington Management Group	5.03%
已发行股数(百万股)	1,085
自由流通量(百万股)	755

相关报告

1. 新奥能源 (2688 HK) - 2017年核心盈利符合预期，2018/03/23
2. 天然气 - 2017年业绩预览：预计盈利增长稳健，2018/03/08
3. 新奥能源 (2688 HK) - 供给是金钥匙，2018/02/09
4. 天然气 - 气化中国，推荐买入，2017/11/27

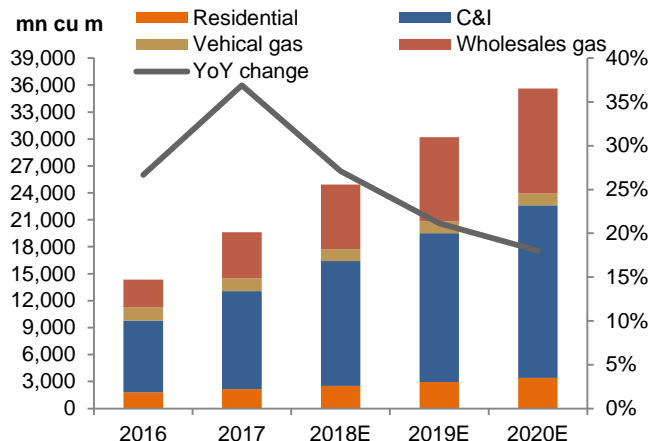
重点图表

图1: 新奥能源 - 2017毛利构成



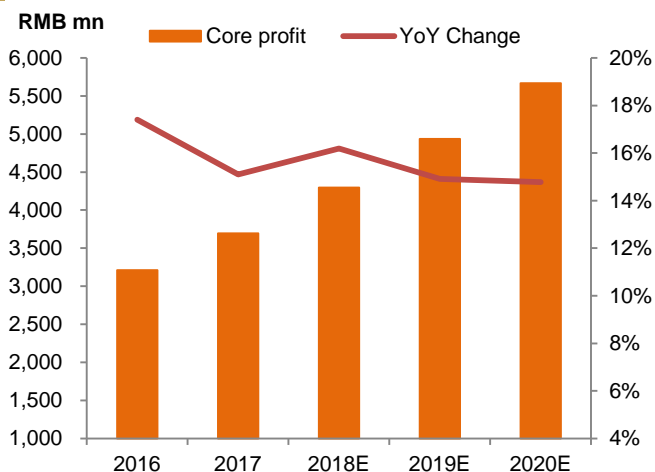
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港)

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



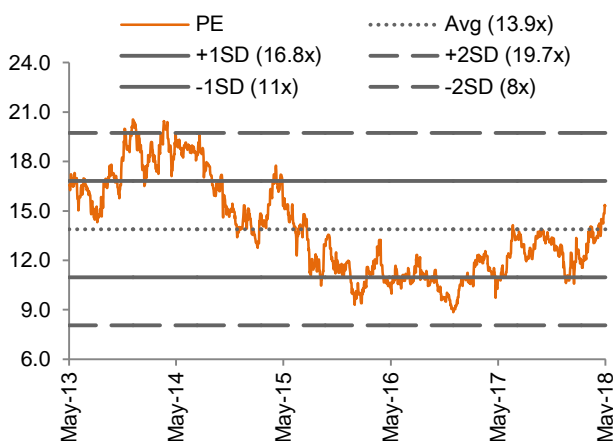
资料来源: 公司资料, 招商证券 (香港) 预测

图4: 招商证券与市场共识预测对比

	2018E	2019E	2020E	BUY	NEUTRAL	SELL
Dilutive core EPS (RMB)						
CMS	3.96	4.56	5.23	x		
% change	16.1%	14.9%	14.8%			
% difference to consensus	6.1%	4.3%	2.6%			
Consensus	3.74	4.37	5.10	22	2	2
% change	9.4%	16.9%	16.6%			

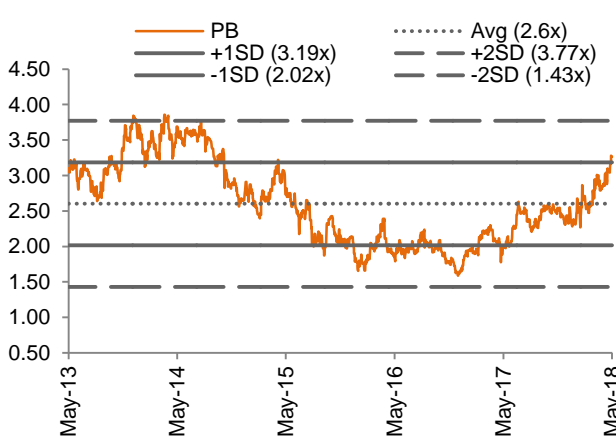
资料来源: 彭博, 招商证券 (香港) 预测

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日年结(百万人民币)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
固定资产	22,297	25,490	30,277	34,946	39,542
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	1,770	1,667	1,564
递延税项资产	745	941	941	941	941
其他	7,770	7,851	7,796	7,790	7,806
非流动资产总额	37,541	41,589	46,663	51,740	56,819
库存	515	744	959	1,204	1,457
应收贸易及票据账款	1,510	2,450	3,173	4,004	4,895
预付、按金款项及其他	2,945	3,801	4,889	6,128	7,444
现金	7,515	8,213	5,218	4,820	4,859
其他	1,355	2,418	2,377	2,361	2,330
流动资产总额	13,840	17,626	16,615	18,516	20,986
资产总额	51,381	59,215	63,279	70,256	77,804
应付贸易及票据账款	2,237	3,182	4,050	5,022	5,998
应计费用和其他应付账款	6,086	8,035	10,058	12,298	14,722
银行贷款	3,944	1,737	3,274	3,274	3,274
债券、认股证及债权证	700	6,631	2,500	0	0
其他	5,374	6,020	5,848	5,704	5,567
流动负债总额	18,341	25,605	25,730	26,298	29,560
应付税款	732	982	982	982	982
银行贷款	197	523	986	986	986
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	13,999	16,727	16,955
负债总额	33,527	38,998	39,729	43,025	46,515
总净资产总额	17,854	20,217	23,550	27,231	31,290
股本	112	112	112	112	112
储备	14,854	16,840	19,874	23,212	26,874
股东权益总额	14,966	16,952	19,986	23,324	26,986
少数股东权益	2,888	3,265	3,564	3,907	4,304
总权益	17,854	20,217	23,550	27,231	31,290
总负债	16,791	18,067	15,934	15,934	15,934
净现金(付债)	(9,276)	(9,854)	(10,716)	(11,114)	(11,075)
每股净资产(人民币)	13.83	15.67	18.45	21.53	24.91

现金流量表

12月31日年结(百万人民币)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
营运利润	4,644	5,327	6,425	7,484	8,653
折旧和摊销	969	1,016	1,213	1,451	1,646
营运资金变化	751	767	737	769	832
其他	454	454	556	543	449
已付税款	(1,452)	(1,471)	(1,868)	(2,142)	(2,480)
经营活动所得净现金	5,366	6,093	7,064	8,106	9,100
资本开支	(3,049)	(4,527)	(6,000)	(6,120)	(6,242)
其他	(439)	236	858	863	897
投资活动所得现金	(3,488)	(4,291)	(5,142)	(5,257)	(5,345)
发行/回购股份	(29)	0	0	0	0
股息支付	(705)	(775)	(975)	(1,262)	(1,598)
净债务变化	452	1,567	(2,133)	0	0
其他	(1,454)	(1,500)	(1,568)	(1,745)	(1,876)
融资活动所得现金	(1,736)	(708)	(4,676)	(3,006)	(3,475)
现金变更净值	142	1,094	(2,754)	(157)	281
调整	18	(44)	0	0	0
期初余额	7,355	7,163	7,972	4,977	4,579
期末余额	7,515	8,213	5,218	4,820	4,859

损益表

12月31日年结(百万人民币)	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
收入	34,103	48,269	61,307	75,887	91,063
销售成本	(26,753)	(39,930)	(51,463)	(64,637)	(78,212)
毛利	7,350	8,339	9,844	11,249	12,851
销售和分销成本	(534)	(635)	(721)	(806)	(911)
行政费用	(2,172)	(2,377)	(2,698)	(2,958)	(3,287)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(2,706)	(3,012)	(3,419)	(3,765)	(4,198)
营运利润	4,644	5,327	6,425	7,484	8,653
其他收入及(支出)	(564)	(441)	659	663	666
财务费用	(456)	(330)	(374)	(450)	(408)
附属、合资及联营公司收入	571	634	735	853	938
税前利润	4,195	5,190	7,446	8,550	9,849
所得税	(1,307)	(1,517)	(1,868)	(2,142)	(2,480)
税后利润	2,888	3,673	5,579	6,408	7,369
少数股东权益	(737)	(871)	(1,283)	(1,471)	(1,704)
净利润	2,151	2,802	4,296	4,936	5,666
非核心项目调整	1,061	895	0	0	0
核心净利润	3,212	3,697	4,296	4,936	5,666
息折旧及摊销前利润	5,613	6,343	7,638	8,935	10,299
基本每股收益(人民币)	1.99	2.59	3.96	4.56	5.23
摊薄每股核心收益(人民币)	2.76	3.41	3.96	4.56	5.23
每股股利(人民币)	0.74	0.90	1.16	1.48	1.85

财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
同比增长率 (%)					
收入	6.4	41.5	27.0	23.8	20.0
息折旧及摊销前利润	9.2	13.0	20.4	17.0	15.3
营运利润	11.0	14.7	20.6	16.5	15.6
核心净利润	17.4	15.1	16.2	14.9	14.8
摊薄每股核心收益	9.4	23.6	16.1	14.9	14.8
每股股利	15.6	21.6	29.4	26.6	25.4
利润率(%)					
毛利率	21.6	17.3	16.1	14.8	14.1
息折旧及摊销前利率	16.5	13.1	12.5	11.8	11.3
息税前利率	13.6	11.0	10.5	9.9	9.5
净利率(核心净利润)	9.4	7.7	7.0	6.5	6.2
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	4.6
利息覆盖率(x)	10.2	16.1	17.2	16.6	21.2
股息支付率 (%)	24.1	26.4	29.4	32.4	35.4
资本净负债比率 (%)	52.0	48.7	45.5	40.8	35.4
总资本净负债比率 (%)	34.2	32.8	31.3	29.0	26.1
流动比率(x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
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	3.1	2.9
息税前利率 (%)	13.6	11.0	10.5	9.9	9.5
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	23.3	22.8	22.5
资本回报率 (%)	12.4	13.6	18.2	18.5	19.0

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系。

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