

公司报告

招商證券(香港)有限公司
證券研究部

新奥能源 (2688 HK)

肇庆调研展现综合能源广阔前景

- 肇庆新工业园调研强调了新工业园区综合能源利用的投资机会
- 综合能源解决方案可节省能源和空间, 受到了政府的大力支持
- 新奥的综合能源业务在同业中处于领先地位, 维持买入评级和111.0港元目标价不变

肇庆新区开发加快, 带动燃气和综合能源发展

新奥管理层组织了为期两天的肇庆实地调研活动, 展示了肇庆新区、综合能源项目和工业客户的增长前景。新区占地500平方千米, 核心区面积115平方千米, 其中与新奥签约综合能源解决方案的面积达65平方千米。目前计划设立15个综合能源站点, 其中3个已处运营状态, 另有3个在建。目前为止, 每个站点的实际投资约为3.0亿元人民币或约5,000万美元。其余9个待建站点将随更多公司进驻新区相继建设。我们参观的综合能源站点主要是在每年3-12月为当地周边的空调设施提供制冷服务。

同地方政府合作平衡了风险回报

该项目70%归新奥所有, 另外的30%由政府所持有。新奥在这一大型项目的竞争中脱颖而出得益于其良好的声誉, 以及同地方政府多年的合作经验。肇庆新区于2012年启动开发, 并正在加速扩张, 市政府将在未来1-2年内搬迁至该新区。管理层强调公司发展的重点是提供能源解决方案, 而不仅仅是传统燃气销售。

重申买入评级, 新奥的综合能源业务在同业中处于领先地位

此次展示的新区大型项目是新奥截至19年上半年82个在手项目之一。根据估算, 综合能源系统至多能实现25%的节能, 目前受到政府鼓励, 目标是一半的新工业园区应配备综合能源项目。我们预计新奥的综合能源业务将实现强劲增长, 或占到19财年毛利润的6%, 且这一占比到2021财年预计将上升至13% (相比之下中国燃气和华润燃气19财年的这一占比均小于1%)。重申买入评级, 维持盈利预测及111.0港元目标价不变。

盈利预测及估值

12月31日年结 (百万港元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业额	48,269	60,698	75,589	93,666	113,232
毛利	8,339	9,510	11,263	13,584	16,575
报告净利润	2,802	2,818	5,146	6,046	7,314
经常性净利润	3,697	4,452	5,146	6,046	7,314
经常性每股收益(人民币)	3.41	4.05	4.57	5.37	6.50
核心市盈率(x)	25.3	21.3	18.9	16.1	13.3
市净率(x)	5.5	4.4	3.9	3.3	2.8
股息率(%)	1.0	1.2	1.4	1.6	2.0
ROE (%)	17.6	14.7	22.1	22.0	22.6
净负债率(%)	49.9	48.2	40.1	32.5	22.9

资料来源: 公司资料, 招商證券(香港)预测

王腾杰 萧俊榮
+852 3189 6634 +852 3189 6395
tommywong@cmschina.com.hk ericsiu@cmschina.com.hk

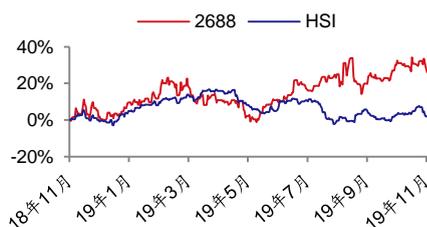
最新变动

调研纪要

买入

前次评级	买入
股价	HKD85.9
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	HKD111.0 (+29.2%)
前次目标价	HKD111.0

股价表现



资料来源: 彭博

%	1m	6m	12m
2688 HK	(2.1)	25.0	28.4
恒生指数	0.6	(3.2)	4.1

行业: 天然气

恒生指数	26,890
国企指数	10,620

重要数据

52周股价区间(港元)	65.85-91.0
市值(百万港元)	96,673
日均成交量(百万港元)	185.0
每股净资产(人民币)(2018)	19.45

主要股东

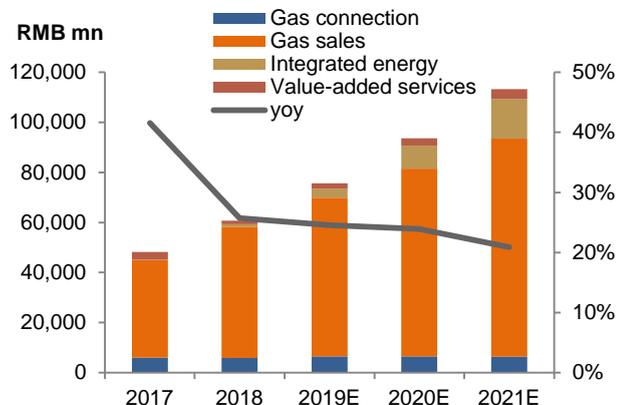
ENN Group Intl Investment	32.8%
Capital Group Companies Inc.	15.8%
Mitsubishi UFJ Financial Group	6.0%
总股数(百万股)	1,125
自由流通量	45.4%

相关报告

1. 新奥能源 (2688 HK) - 不仅仅是燃气运营商(2019/11/14)
2. ENN ENERGY (2688 HK) - Diversified growth taking hold (August 23, 2019)
3. 新奥能源 (2688 HK) - 踩紧油门, 加速向前(2019/05/30)
4. ENN ENERGY (2688 HK) - Key takeaways from Shanghai NDR (April 25, 2019)
5. 天然气行业 - 2018年业绩回顾(推荐) (2019/04/09)

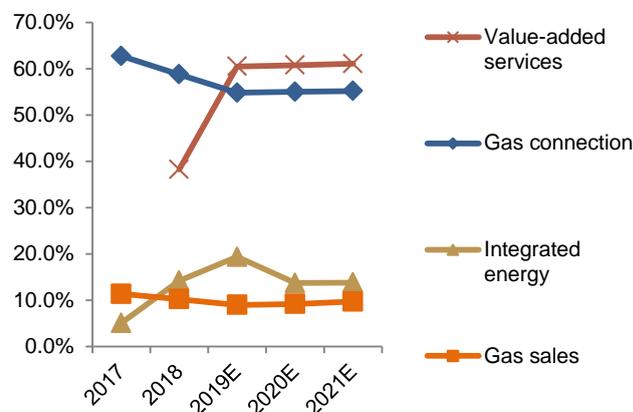
重点图表- 新奥能源

图1: 收入趋势



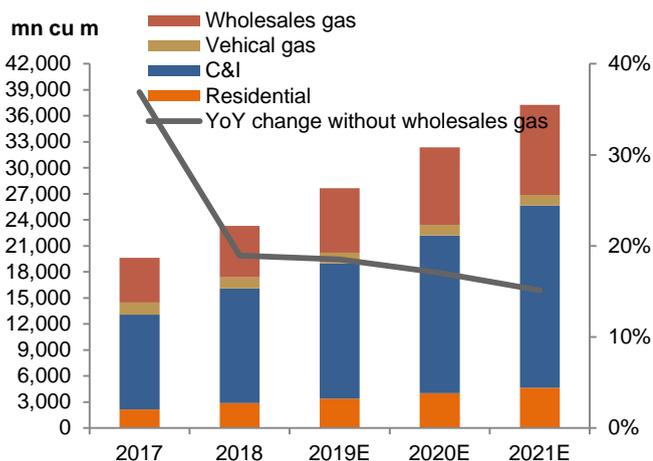
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图2: 毛利率趋势



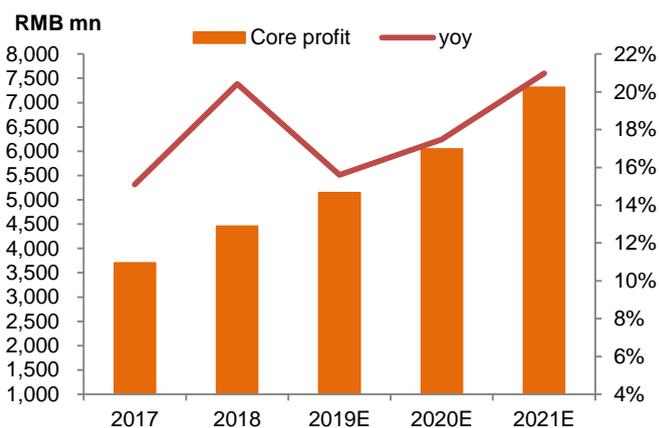
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图3: 天然气销量



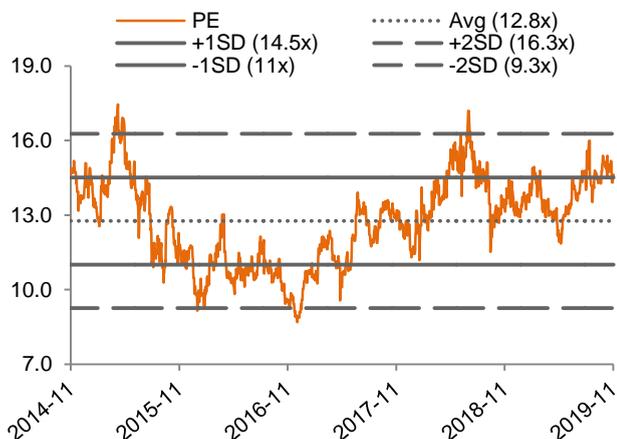
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图4: 核心利润预测



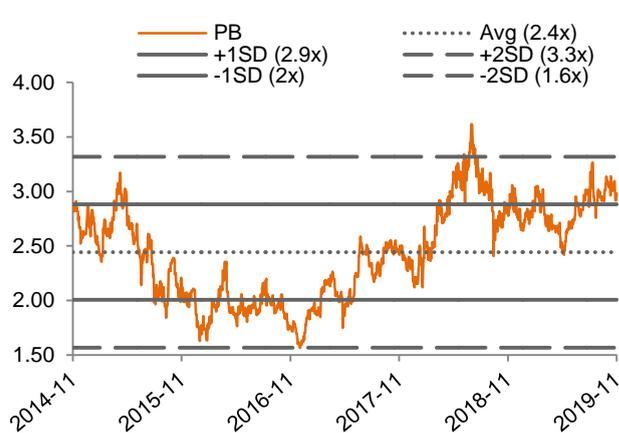
资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

图5: 12个月综合远期市盈率



资料来源: 彭博, 招商证券(香港)

图6: 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)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
固定资产	25,490	31,073	37,619	44,240	50,673
合营公司及联营公司	5,434	6,669	7,032	7,439	7,882
商誉及其他无形资产	1,873	5,285	5,101	4,917	4,733
递延税项资产	941	1,159	1,159	1,159	1,159
其他	7,851	8,189	8,042	7,996	8,002
非流动资产总额	41,589	52,375	58,953	65,751	72,449
库存	744	1,331	1,608	2,002	2,416
应收贸易及票据账款	2,450	2,686	3,326	4,215	5,209
预付及其他	3,801	6,019	7,571	9,569	11,795
已抵押银行存款	241	62	62	62	62
现金	7,972	7,923	8,271	8,882	10,830
其他	2,418	3,518	3,402	3,223	3,040
流动资产总额	17,626	21,539	24,240	27,954	33,352
资产总额	59,215	73,914	83,193	93,705	105,801
应付贸易及票据账	3,182	5,095	7,076	8,729	10,439
应付费用和其他应付账	8,035	2,008	2,646	3,241	3,918
银行贷款	1,737	8,621	8,621	8,621	8,621
债券、认股证及债权证	6,631	2,940	2,940	2,940	2,940
其他	6,020	14,353	16,532	19,301	22,351
流动负债总额	25,605	33,017	37,814	42,832	48,269
应付税款	982	782	782	782	782
银行贷款	523	2,101	2,101	2,101	2,101
债券、认股证及债权证	9,176	6,587	6,587	6,587	6,587
其他	3,694	6,655	6,793	7,178	7,639
非流动负债总额	13,393	15,343	15,481	15,866	16,327
负债总额	38,998	48,360	53,296	58,698	64,596
净资产总额	20,217	25,554	29,897	35,007	41,205
股本	112	116	116	116	116
储备	16,840	21,269	25,077	29,551	34,963
股东权益总额	16,952	21,385	25,193	29,667	35,079
少数股东权益	3,265	4,169	4,704	5,339	6,126
总权益	20,217	25,554	29,897	35,007	41,205
总负债	8,067	20,249	20,249	20,249	20,249
净现金/(负债)	(10,095)	(12,326)	(11,978)	(11,367)	(9,419)
每股净资产(人民币)	15.67	19.45	22.39	26.36	31.17

现金流量表

12月31日年结(百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营运利润	5,327	6,047	7,091	8,394	10,400
折旧和摊销	1,016	1,144	1,454	1,780	2,051
营运资金变化	767	2,518	2,444	1,915	1,987
其他	114	(49)	458	645	694
已付税款	(1,471)	(1,952)	(2,255)	(2,679)	(3,317)
经营活动所得净现金	5,753	7,708	9,192	10,055	11,814
资本开支	(4,527)	(5,918)	(8,000)	(8,400)	(8,484)
其他	(227)	(846)	945	1,032	1,102
投资活动所得现金	(4,754)	(6,764)	(7,055)	(7,368)	(7,382)
发行/回购股份	0	(78)	0	0	0
股息支付	(775)	(952)	(1,169)	(1,338)	(1,572)
净债务变化	1,567	1,081	0	0	0
其他	(938)	(1,077)	(620)	(737)	(913)
融资活动所得现金	(146)	(1,026)	(1,789)	(2,075)	(2,485)
现金变更净值	853	(82)	348	612	1,948
调整	(44)	33	0	0	0
期初余额	7,163	7,972	7,923	8,271	8,882
期末余额	7,972	7,923	8,271	8,882	10,830

损益表

12月31日年结(百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	48,269	60,698	75,589	93,666	113,232
销售成本	(39,930)	(51,188)	(64,326)	(80,082)	(96,657)
毛利	8,339	9,510	11,263	13,584	16,575
销售和分销成本	(635)	(790)	(964)	(1,172)	(1,392)
行政费用	(2,377)	(2,673)	(3,208)	(4,017)	(4,782)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(3,012)	(3,463)	(4,172)	(5,189)	(6,175)
营运利润	5,327	6,047	7,091	8,394	10,400
其他收入及(支出)	(441)	(915)	755	793	832
财务费用	(330)	(407)	(502)	(460)	(426)
合营及联营公司收入	634	876	1,016	1,138	1,236
税前利润	5,190	5,601	8,361	9,865	12,043
所得税	(1,517)	(1,783)	(2,059)	(2,447)	(3,030)
税后利润	3,673	3,818	6,301	7,418	9,013
少数股东权益	(871)	(1,000)	(1,155)	(1,372)	(1,699)
净利润	2,802	2,818	5,146	6,046	7,314
非核心项目调整	895	1,634	0	0	0
核心净利润	3,697	4,452	5,146	6,046	7,314
税后折旧及摊销前利润	6,343	7,191	8,545	10,174	12,451
基本每股收益(人民币)	2.59	2.56	4.57	5.37	6.50
摊薄每股核心收益(人民币)	3.41	4.05	4.57	5.37	6.50
每股股利(人民币)	0.90	1.04	1.19	1.40	1.69

财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
同比增长率(%)					
收入	41.5	25.7	24.5	23.9	20.9
税后折旧及摊销前利润	13.0	13.4	18.8	19.1	22.4
营运利润	14.7	13.5	17.3	18.4	23.9
核心净利润	15.1	20.4	15.6	17.5	21.0
摊薄每股核心收益	23.6	18.6	13.0	17.5	21.0
每股股利	21.6	15.6	14.3	17.5	21.0
利润率(%)					
毛利率	17.3	15.7	14.9	14.5	14.6
税后折旧及摊销前利率	13.1	11.8	11.3	10.9	11.0
息税前利率	11.0	10.0	9.4	9.0	9.2
净利率(核心净利润)	7.7	7.3	6.8	6.5	6.5
实际税率(%)	33.3	37.7	28.0	28.0	28.0
营运费用占收入比率(%)	6.2	5.7	5.5	5.5	5.5
利息覆盖率(x)	16.1	14.9	14.1	18.3	24.4
股息支付率(%)	25.8	26.3	26.0	26.0	26.0
资本净负债比率(%)	49.9	48.2	40.1	32.5	22.9
总资本净负债比率(%)	33.3	32.5	28.6	24.5	18.6
流动比率(x)	0.7	0.7	0.6	0.7	0.7
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.9	0.9	1.0	1.1	1.1
财务杠杆比率(x)	3.5	3.5	3.4	3.2	3.1
息税前利率(%)	11.0	10.0	9.4	9.0	9.2
利息负担(x)	1.0	0.9	1.2	1.2	1.2
税率负担(x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
股本收益率(%)	17.6	14.7	22.1	22.0	22.6
资本回报率(%)	16.6	16.7	16.7	17.6	19.5

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