公司报告

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

王腾杰 +852 3189 6634 tommywong@cmschina.com.hk

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

新奥能源 (2688 HK)

不仅仅是燃气运营商

- **19年首9个月燃气销量：同比增长15% （工商+住宅用户同比均增长15%以上）**
- **综合能源和增值服务增长强劲（19-21财年预测复合年增长率45%），高于传统燃气销售业务**
- **重申买入评级，提高现金流量贴现法目标价至111港元**

燃气销量增长势头维持至明年

公司指出，2019年首9个月的燃气销量同比增长15%，其中住宅和工商用户均增长约15%以上。展望未来，我们预计20财年城市燃气销量增速将同比增长16%以上，受惠于以下原因的拉动：(1)并购项目（目前已收购20个项目，其中60%为城市燃气项目，其余为新建工业园区），(2) 2019年预计新增工商业用户已装置日设计供气量为1,800万立方米（19年上半年：860万立方米）及(3) 230万居民用户（19年上半年：120万）。

中国石油天然气集团冬季加价幅度介乎20-45%

新奥能源已获得农村居民用户用气方面的政府补贴，预计这将为其售气毛差贡献0.01元人民币/立方米。在冬季加价方面，新奥能源与中国石油天然气集团签订合同，将制定三级定价方案，存量提价20%，增量提价45%，其余的需求量使用市场定价。我们认为新奥能源可通过进口LNG来减轻对售气毛差的影响，因为该公司在19年上半年尚未利用其3份LNG进口合同（144万吨）。

综合能源和增值服务业务增长强劲

综合能源方面，新奥能源有望在今年获得30-40个新项目。中国有6,500个大型工业园区，潜在市场规模为4万亿元人民币。增值服务方面，通过利用其庞大的客户群，新奥能源可以交叉销售各种产品/服务，提升客户体验。我们预计综合能源和增值服务的毛利润在19-22财年期间将分别实现66/30%的复合年增长率，而这两个业务合共将占22财年预测毛利润近30%，高于18/19财年预测的7/18%。

重申买入评级，提高现金流量贴现法目标价至111港元

我们提高19/20/21财年预测核心利润2%/6%/14%。我们对综合能源和增值服务的前景持乐观态度，并相信这两个业务长远将成为新奥能源重要的增长引擎，而其传统天然气业务则将有低两位数的增长。因此，我们将基于贴现现金流的目标价上调至111港元，对应预测19/20/21财年分别为24倍/21倍/17倍市盈率。新奥能源将在肇庆举办投资者实地考察,参观公司在当地的工业客户和综合能源项目，我们认为这可能是近期的催化剂。

盈利预测及估值

12月31日 (百万元人民币)	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)	23.1	19.5	17.3	14.7	12.2
市净率(x)	5.0	4.1	3.5	3.0	2.5
股息率(%)	1.1	1.3	1.5	1.8	2.1
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、招商证券（香港）预测

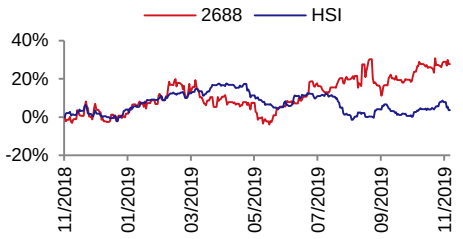
最新变动

预测及目标价变动

买入

前次评级	买入
股价 (2019/11/13)	87.7港元
12个月目标价 (上涨/下跌空间)	111.0港元 (+25.4%)
前次目标价	HKD95.0港元

股价表现



资料来源：彭博

%	1m	6m	12m
2688 HK	3.2	18.9	28.4
恒生指数	1.0	(6.9)	3.0

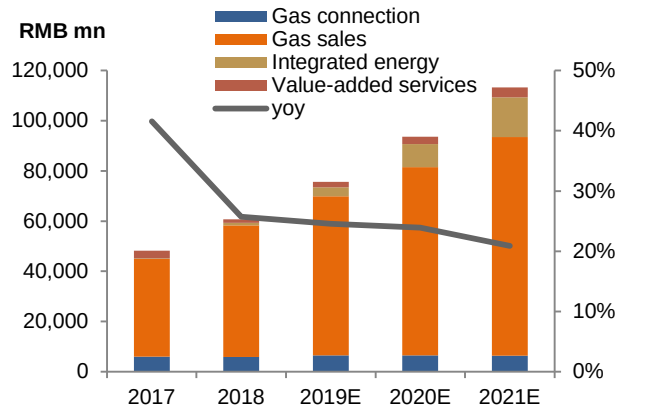
行业：石油石化	
恒生指数 (2019/11/13)	26,571
国企指数 (2019/11/13)	10,519
重要数据	
52周股价区间(港元)	65.85-91.0
港股市值(百万港元)	98,698
日均成交量(百万港元)	175.2
每股净资产(人民币) (2018)	19.45
主要股东	
ENN Group Intl Investment	32.8%
Capital Group Companies Inc.	15.8%
Mitsubishi UFJ Financial Group	6.0%
已发行股数(百万股)	1,125
自由流通量 (百万股)	45.4%

相关报告

1. 新奥能源 (2688 HK) – 踩紧油门，加速向前2019/05/30
2. ENN ENERGY (2688 HK) – Key takeaways from Shanghai NDR 2019/04/25
3. 天然气行业 - 2018年业绩回顾 2019/04/09
4. Gas sector - Gas sector is weakening on margin squeeze concern (OVERWEIGHT) 2019/04/04
5. ENN ENERGY (2688 HK) – Mixed 2018 results 2019/03/22
6. 天然气行业 - 2018年业绩前瞻：储量充沛之冬 2019/02/27
7. Gas sector - Hunan's connection fee policy sends a positive signal (OVERWEIGHT) 2019/02/20
8. 天然气行业 - 气化中国 （推荐）2018/12/20
9. 新奥能源(2688 HK) - 2018年7月至10月燃气销售维持稳健增长 2018/11/23

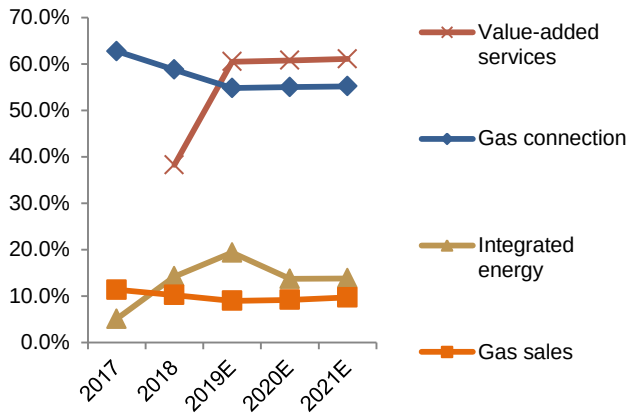
重点图表-新奥能源

图1：收入趋势



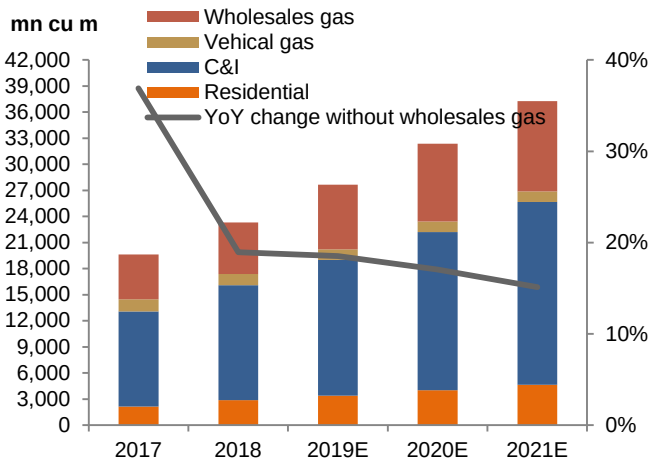
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图2：毛利率趋势



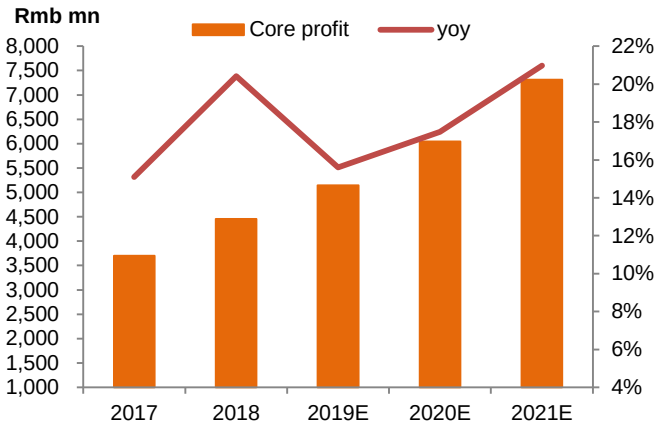
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图3：天然气销量



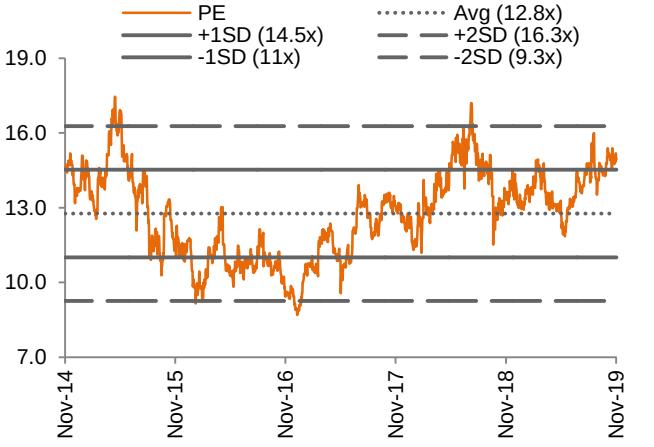
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

图4：核心利润预测



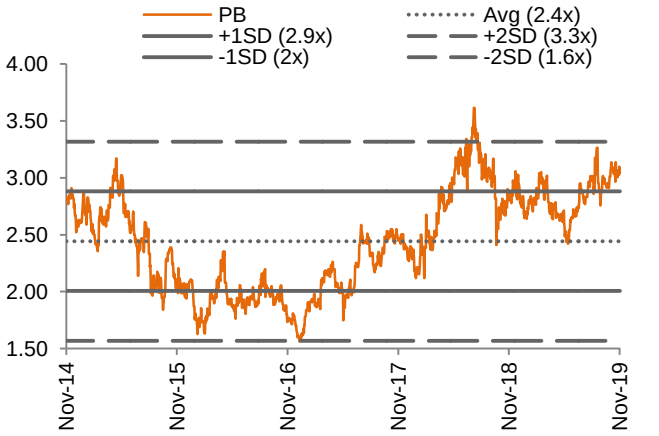
资料来源：公司资料、招商证券（香港）预测

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 日年結(百万人民币)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
固定资产	25,490	31,073	37,619	44,240	50,673
合资公司及联营公司	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
应计费用和其他应付账	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 日年結(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 日年結(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**
销货和分销成本	(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)
合资及联营公司收入	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**
税息折旧及摊销前利润	**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
税息折旧及摊销前利润	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
税息折旧及摊销前利率	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

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。

免责条款

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