

【广发海外】新奥能源 (2688.HK)

城市燃气稳健增长，积极布局分布式业务

核心观点:

- 预计全年价差趋于稳定，未来 2-3 年降幅收窄

我们预计公司全年销气价差 0.65-0.66 元/方，一是上半年价差下降多为结构性因素，二是非居民门站价下降后给予煤改气用户折扣压力减小；预计 2018/19 年销气价差降幅收窄，分别为 0.63/0.61 元/方。

- 销气量较快增长可持续，煤改气贡献主要增量

目前天然气价格已具备一定成本竞争优势，我们预计城市燃气行业未来 3-5 年保持 15% 增速，2017-2019 年公司撤除能源贸易销气增速分别为 26%、22% 和 19%，煤改气对销气量增量的贡献分别为 40%、32% 和 24%。

- 居民接驳较为平稳，接驳业务总体小幅增长

我们预计 2017-19 年，公司新增居民用户接驳数量小幅增长，平均接驳费较为稳定，居民、工商户接驳业务收入总额增速分别为 3%、5% 和 5%。

- 居民接驳较为平稳，接驳业务总体小幅增长

2017H1，公司销售、管理费用率为 5.8%，同比下降 2.4 个百分点。公司管理团队不断转型，发展一人多能，费用管控能力优秀。我们预计 2017-19 年，公司的销售、管理费用率分别为 6.5%、5.7% 和 5.1%，带动利润增速快于收入增速。

- 盈利预测与投资评级

2017 年 11 月 2 日，新奥能源 (1193.HK) 收盘价为 57.35 港元，我们预测公司 2017-2019 年 EPS 分别为人民币 3.104 元、3.838 元和 4.692 元，按最新收盘价计算对应市盈率分别为 15.7X、12.7X、10.4X。公司销气量有望保持较快增长，在煤改气有多个项目，维持“买入”评级。

- 风险提示：“煤改气”政策实施不及预期，毛差进一步下降。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万CNY)	32,063	34,103	43,481	53,848	64,237
增长率(%)	10.2	6.4	27.5	23.8	19.3
归母净利润(百万CNY)	2,036	2,151	3,360	4,155	5,079
增长率(%)	-31.4%	5.6%	56.2%	23.6%	22.3%
核心净利润(百万CNY)	2,736	3,212	3,628	4,471	5,420
增长率(%)	16.8%	17.4%	13.0%	23.2%	21.2%
EPS (CNY元/股)	1.880	1.987	3.104	3.838	4.692
市盈率 (P/E)	25.9	24.5	15.7	12.7	10.4
股息率 (%)	1.32	1.52	2.07	2.55	3.09

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级

买入

当前价格

57.35 港元

前次评级

买入

报告日期

2017-11-03

基本数据

总股本/流通股本 (百万 CNY)	1,082/1,082
流通港股市值 (百万 CNY)	61,918
每股净资产 (元)	13.83
资产负债率 (%)	65.25

相对市场表现



分析师: 韩玲, S0260511030002



021-60750603



hanling@gf.com.cn

相关研究:

联系人: 陈佳妮 021-60750604-0604

chenjian@gf.com.cn

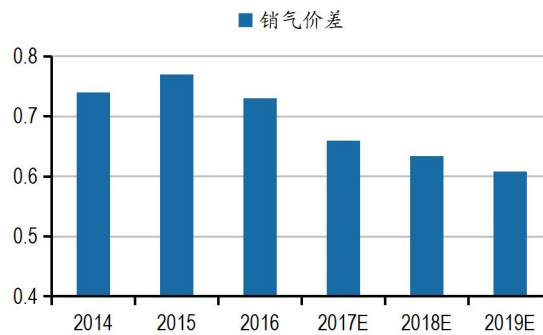
请务必阅读末页的免责声明

城市燃气稳健增长，积极布局分布式业务

预计全年价差趋于稳定，未来 2-3 年降幅收窄

2017H1，公司销气价差0.66元/方，同比下降0.08元/方。我们预计公司全年的销气价差为**0.65-0.66元/方**。其一，上半年由于销气结构调整导致价差下降0.05元/方，预计对未来价差影响不大。其二，上半年由于给予煤改气用户折扣对价差的影响为0.03元/方，8月29日发改委决定降低非居民用天然气基准门站价格0.1元/立方米，顺价后公司的折扣压力减小。由于2017H1价差下降多为一次性因素造成的，我们预计公司销气价差降幅收窄，**2018/19年价差分别为0.63/0.61元/方**。

图1：新奥能源2014-2019年销气价差（元/立方米）

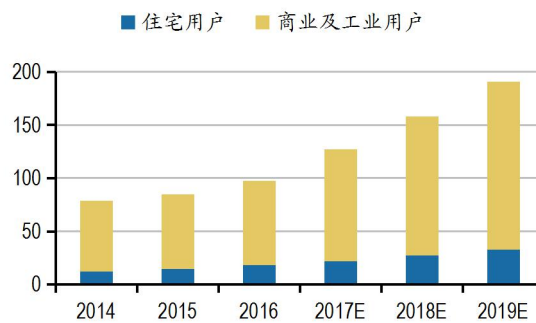


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

销气量较快增长可持续，工商业煤改气贡献主要增量

目前，天然气价格相较于LPG、重油等其他替代能源已经具备一定的成本竞争优势，我们预计未来3-5年城市燃气行业有望保持15%的增速，高于天然气行业整体11-12%的增速。公司层面，我们预计**2017-2019年，撇除能源贸易销气增速分别为26%、22%和19%，煤改气对销气量增量的贡献分别为40%、32%和24%**。一是有有机增长，公司每年新增接驳用户用气量存在1-3年爬坡期。二是，煤改气的贡献。工商户方面，在公司的经营区内，10蒸吨以下燃煤锅炉尚有8000蒸吨，煤改气后的用气量约为20亿方，环保政策趋严后20蒸吨以下的燃煤锅炉也存在被改造可能，我们预计对未来3年对销气量增量的贡献分别为10、8、6亿方。民用户方面，2017H1公司独立采暖炉用户累计57万户，我们预计今年新增20万户，可额外带来2亿方额外居民用气。三是公司会继续收购优质的城市燃气项目，我们预计每年在5-10个。

图2：新奥能源2014-2019年管道燃气销气量（亿立方米）

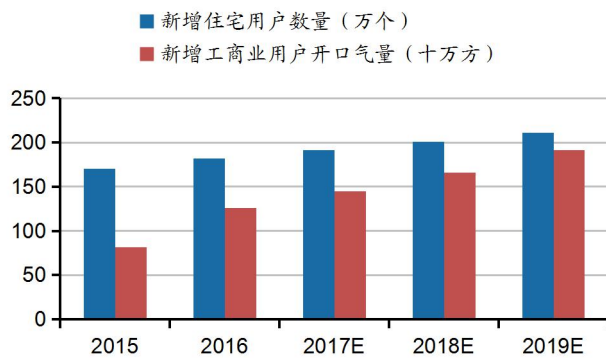


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

居民接驳较为平稳，接驳业务总体小幅增长

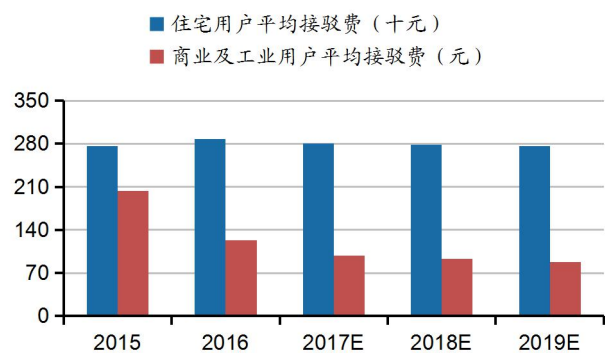
居民接驳方面，我们预计2017-19年公司新增居民用户接驳数量小幅增长，平均接驳费较为稳定。工商业接驳方面，受到煤改气的影响，我们预计新增工商业开口气量稳定增长，平均接驳费给予较大折扣。总体而言，公司的接驳收入小幅增长，我们预计2017-19年，公司接驳收入增速分别为3%、5%和5%。

图3：新奥能源2014-2019年接驳量



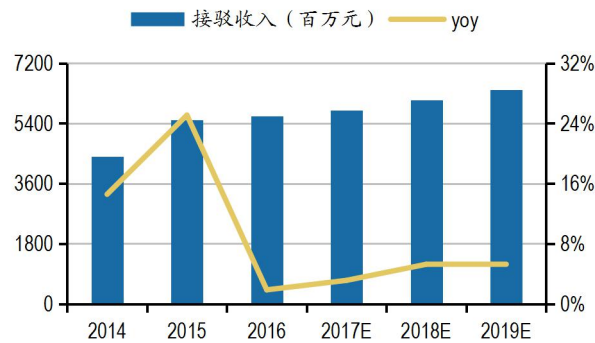
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图4：新奥能源2014-2019年平均接驳费



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：新奥能源2014-2019年接驳收入

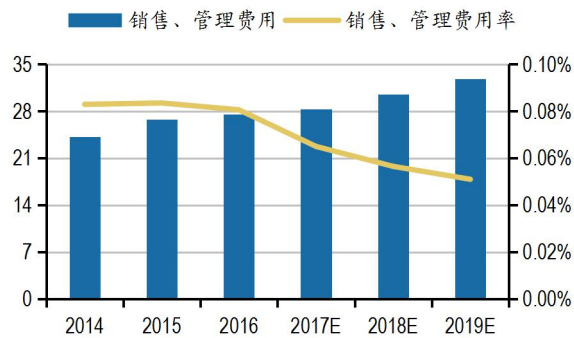


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

费用控制能力优秀，销售、管理费用率下降明显

2017H1，公司发生销售、管理费用人民币12.46亿元，同比下降3.5%，销售管理费用率为5.8%，同比下降2.4个百分点。公司管理团队不断转型，更多人前往一线，并发展一人多能，在业务实现较快增长的同时，进行有效的费用管控。我们预计2017-19年，公司的销售、管理费用率分别为6.5%、5.7%和5.1%。

图6：新奥能源2014-2019年销售、管理费用（人民币亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

新兴分布式寻机会，未来业绩增长新动能

分布式能源项目是公司未来发展新动能。截至2016年，公司已投运分布式能源项目12个，2017H1公司新投产10个项目，其中并网发电的项目10个。2017H2，公司预计新增10个新项目，其中5个投运，5个在建。公司的分布式能源项目股本回报率在12%以上，盈利能力相对于城市燃气项目更高。此外，分布式能源项目向用户提供冷、热、电、蒸汽，不受配气环节7%的投资回报率限制。在深挖现有客户用能需求的同时，由于分布式能源能给用户提供综合的能源解决方案、降低用户的用能

成本，还有助于公司开拓新的用户。目前，公司小型分布式能源项目居多，单个投资规模在0.5-1亿，未来公司会大力发展大型项目。我们预计，公司全年分布式能源资本开支在6-7亿元（2017H1为2.7亿元），未来公司会进一步加大相关业务投资力度。

盈利预测与投资评级

2017年11月2日，新奥能源（1193.HK）收盘价为57.35港元，我们预测公司2017-2019年EPS分别为人民币3.104元、3.838元和4.692元，按最新收盘价计算对应市盈率分别为15.7X、12.7X、10.4X。公司销气量有望保持较快增长，在煤改气有多个项目，维持“买入”评级。

风险提示

“煤改气”政策实施不及预期，毛差进一步下降。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元人民币						单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	11,857	13,840	19,010	23,751	28,380	经营活动现金流	4,022	5,366	6,642	7,335	8,149
货币资金	7,355	7,163	10,759	13,632	16,619	税前利润	4,027	4,195	5,986	7,181	8,535
应收及预付账款	3,933	5,214	6,630	8,212	9,798	折旧与摊销	1,043	880	1,030	1,089	1,156
存货	404	515	654	810	967	净利息费用	405	456	464	482	505
其他流动资产	165	948	966	1,096	996	运营资本变动	(89)	751	751	771	771
非流动资产	35,162	37,541	39,215	41,456	43,629	税金	(1,306)	(1,307)	(1,856)	(2,226)	(2,646)
固定资产	21,121	22,297	23,497	24,897	26,497	其他经营现金流	(58)	391	266	38	(173)
无形资产	2,206	1,675	1,800	2,000	2,000	投资活动现金流	(6,168)	(3,840)	(3,217)	(4,899)	(5,941)
其他长期资产	11,835	13,569	13,918	14,559	15,132	资本支出	(2,588)	(2,562)	(2,514)	(2,725)	(2,736)
资产总计	47,019	51,381	58,225	65,206	72,010	投资变动	(2,359)	(1,461)	(1,361)	(1,841)	(2,141)
流动负债	19,408	18,341	19,621	21,002	22,356	其他	(1,221)	183	658	(333)	(1,064)
短期借款	3,098	4,644	4,923	5,287	5,457	筹资活动现金流	(1,018)	(1,736)	154	423	769
应付及预收	5,913	2,237	2,666	3,097	3,717	净增权益	1,554	1,759	2,774	1,567	1,814
其他流动负债	10,397	10,728	11,070	11,422	11,786	净增债务	2,430	2,603	4,070	5,415	4,989
非流动负债	11,516	15,186	17,975	22,009	25,645	支付股息	(709)	(705)	(1,088)	(1,341)	(1,626)
长期借款	9,026	8,632	9,832	11,232	12,832	其他	(4,293)	(5,393)	(5,602)	(5,218)	(4,408)
其他非流动负债	2,490	6,554	8,143	10,777	12,813	现金净增加额	(3,164)	(210)	3,578	2,858	2,977
负债合计	30,924	33,527	37,597	43,011	48,001						
股本	113	112	112	112	112						
储备	13,355	14,854	17,516	18,983	20,797						
母公司股东权益	13,468	14,966	17,628	19,095	20,909						
少数股东权益	2,627	2,888	3,000	3,100	3,100						
负债和股东权益	47,019	51,381	58,225	65,206	72,010						

利润表					
单位: 百万元人民币					
至 12 月 31 日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
销售收入	32,063	34,103	43,481	53,848	64,237
销售成本	(25,19)	(26,75)	(35,21)	(44,24)	(53,09)
经营费用	(2,708)	(2,792)	(2,835)	(3,053)	(3,288)
息税折旧前利润	5,262	5,537	6,601	7,821	9,236
折旧及摊销	(1,043)	(880)	(1,030)	(1,089)	(1,156)
经营利润	4,219	4,657	5,571	6,733	8,080
净利息收入	(405)	(456)	(464)	(482)	(505)
其他收益	213	(6)	879	930	960
税前利润	4,027	4,195	5,986	7,181	8,535
所得税	(1,306)	(1,307)	(1,856)	(2,226)	(2,646)
净利润	2,721	2,888	4,130	4,955	5,889
少数股东损益	(685)	(737)	(770)	(800)	(810)
归属母公司净利润	2,036	2,151	3,360	4,155	5,079
EBITDA	4,219	4,657	5,571	6,733	8,080
EPS (RMB 元)	1.880	1.987	3.104	3.838	4.692
DPS (RMB 元)	0.64	0.74	1.01	1.24	1.50
收入增长(%)	10	6	27	24	19

广发海外研究小组

- 政亚菲: 首席分析师, 2011-2014年新财富批发零售行业第三名,第二名,第二名和第三名, 2015年新财富海外研究(团队)第六名。
- 韩玲: 首席分析师, 工商管理硕士, 电力系统自动化学士, 12年证券从业经验, 6年电力行业从业经验, 获2010年及2011年新财富最佳分析师第五名, 2012年新财富电力设备和新能源行业最佳分析师第二名, 2015年新财富海外研究团队入围, 2011年进入广发证券发展研究中心。
- 惠毓伦: 首席分析师, 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 32年计算机、光电、集成电路工作和研究经历, 13年证券研究所从业经历。
- 刘娇: 研究助理, 中央财经大学经济学硕士, 厦门大学理学学士, 2016年进入广发证券发展研究中心。
- 张晓飞: 研究助理, 统计学硕士, 2016年进入广发证券发展研究中心。
- 陈佳妮: 联系人, 上海财经大学国际商务硕士, 中央财经大学会计学学士、法学学士, 2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘10%以上。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来12个月内, 股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有: 预期未来12个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来12个月内, 股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海浦东新区世纪大道8号国金中心一期16层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司(以下简称“广发证券”)具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户,不对外公开发布,只有接收客户才可以使用,且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠,但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考,报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任,除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法,并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断,可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可,任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用,否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。