

新奥能源

LNG 码头和气源长约或将显现优势

业绩回顾

扣非净利润符合预期

新奥能源控股公布 2017 年业绩：扣非净利润同比增长 15%至 37 亿元人民币，或 3.42 元/股，符合我们预期。公司宣布每股派息 1.08 港元，基于经常性每股盈利计算派息比率为 27%，同比上涨 2 个百分点。2017 年毛利率同比下降 4.3 个百分点至 17%，主要由于接驳和管道燃气销售利润率下降。我们估计公司 2017 年售气毛差可能从 2016 年的 0.73 元/立方米和 2017 年上半年的 0.66 元/立方米降至约 0.63 元/立方米，这意味着下半年毛差约为 0.60 元/立方米。2017 年管道天然气销售量（不包括批发）同比增长 28%，新增接驳增长 14%至 210 万户。

发展趋势

LNG 码头预计今年下半年投产。 预计新奥 300 万吨/年 LNG 码头将于今年下半年投产。在 2019 年完成海底管道铺设之前，公司可能会选择利用其 LNG 车队将舟山 LNG 运输到目标市场。我们预计 LNG 码头投产可能有助于新奥平滑旺季需求，同时对冲冬季门站价格上涨的风险。

出售北美加气站业务。 考虑到北美公司汽车加气业务可能难以在短期内实现盈亏平衡，新奥已于今年初处置长期处于亏损的北美子公司。我们预计公司车用气业务的利润率可能因此得到改善。

销量增长放缓和进一步毛差压缩。 我们预计今年中国的天然气消费量在高基数效应下可能难以避免放缓。同时我们也认为，新奥可能难以复制去年 25%以上的售气量增长。我们现在假设 2018 年和 2019 年新奥的天然气销售量（批发除外）同比增速均为 15%，而售气毛差每年将减少 0.02 元/立方米。

盈利预测

维持 2018 年每股盈利预测 3.94 元，引入 2019 年预测 4.38 元。

估值与建议

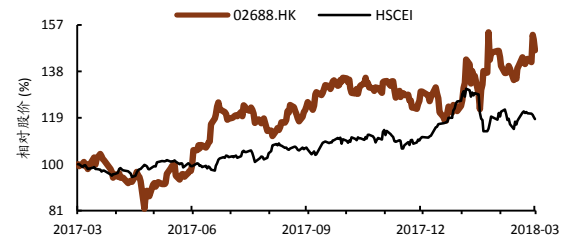
我们预计新奥独特的竞争优势有利于对冲该行业的下行风险，这有助于支撑其估值达到 16 倍和 14 倍 2018 年和 2019 年市盈率的水平。我们相应上调目标价 18%至 78 港元。维持推荐。

风险

需求低于预期，毛差进一步下滑，新的公用事业强制政策，汇兑风险等。

维持推荐

股票代码	02688.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 64.15
目标价	港币 78.00
52 周最高价/最低价	港币 69.00~34.78
总市值(亿)	港币 700
30 日日均成交额(百万)	港币 205.67
发行股数(百万)	1,084
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	3.34
主营行业	石油天然气



(人民币 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E
营业收入	34,103	48,269	53,937	64,399
增速	6.4%	41.5%	11.7%	19.4%
归属母公司净利润	2,151	2,802	4,269	4,751
增速	5.6%	30.3%	52.3%	11.3%
每股净利润	1.99	2.59	3.94	4.38
每股净资产	13.84	15.67	18.63	21.63
每股股利	0.74	0.94	1.38	1.53
每股经营现金流	4.96	5.42	6.42	7.72
市盈率	28.9	20.6	12.9	11.6
市净率	4.2	3.4	2.7	2.3
EV/EBITDA	11.2	10.0	8.4	7.7
股息收益率	1.3%	1.8%	2.7%	3.0%
平均总资产收益率	4.4%	5.1%	7.1%	7.2%
平均净资产收益率	15.1%	17.6%	23.0%	21.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

关联

分析师

bin.guan@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080511080005

SFC CE Ref: AGL097

王苗子

联系人

vivian.wang@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080118030009

SFC CE Ref: BfJ414

陆辰

联系人

chen.lu@cicc.com.cn

SAC 执证编号: S0080116120030



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E
利润表					成长能力				
营业收入	34,103	48,269	53,937	64,399	营业收入	6.4%	41.5%	11.7%	19.4%
营业成本	-26,753	-39,930	-44,418	-54,056	营业利润	18.2%	14.5%	11.8%	6.4%
营业费用	-534	-635	-652	-739	EBITDA	14.3%	12.0%	14.3%	7.3%
管理费用	-2,223	-2,377	-2,508	-2,769	净利润	5.6%	30.3%	52.3%	11.3%
其他	0	0	0	0	盈利能力				
营业利润	5,243	6,003	6,709	7,135	毛利率	21.6%	17.3%	17.6%	16.1%
财务费用	-609	-552	-658	-423	营业利润率	15.4%	12.4%	12.4%	11.1%
其他利润	-1,010	-895	0	0	EBITDA 利润率	18.5%	14.7%	15.0%	13.5%
利润总额	4,195	5,190	6,775	7,542	净利润率	6.3%	5.8%	7.9%	7.4%
所得税	-1,307	-1,517	-1,694	-1,885	偿债能力				
少数股东损益	-737	-871	-813	-905	流动比率	0.75	0.69	0.69	0.80
归属母公司净利润	2,151	2,802	4,269	4,751	速动比率	0.73	0.66	0.66	0.77
EBITDA	6,326	7,086	8,101	8,694	现金比率	0.39	0.31	0.22	0.33
扣非后净利润	3,212	3,697	4,269	4,751	资产负债率	65.3%	65.9%	60.3%	59.7%
资产负债表					净债务资本比率	34.2%	49.9%	36.8%	24.9%
货币资金	7,163	7,972	5,080	8,992	回报率分析				
应收账款及票据	4,726	6,621	7,971	9,448	总资产收益率	4.4%	5.1%	7.1%	7.2%
存货	515	744	828	1,007	净资产收益率	15.1%	17.6%	23.0%	21.8%
其他流动资产	1,436	2,289	2,288	2,286	每股指标				
流动资产合计	13,840	17,626	16,167	21,733	每股净利润 (元)	1.99	2.59	3.94	4.38
固定资产及在建工程	22,297	25,490	28,580	32,003	每股净资产 (元)	13.84	15.67	18.63	21.63
无形资产及其他长期资产	15,244	16,099	16,467	16,911	每股股利 (元)	0.74	0.94	1.38	1.53
非流动资产合计	37,541	41,589	45,047	48,913	每股经营现金流 (元)	4.96	5.42	6.42	7.72
资产合计	51,381	59,215	61,214	70,647	估值分析				
短期借款	4,644	8,368	4,315	5,152	市盈率	28.9	20.6	12.9	11.6
应付账款	8,323	11,217	12,778	15,550	市净率	4.2	3.4	2.7	2.3
其他流动负债	5,374	6,020	6,195	6,373	EV/EBITDA	11.2	10.0	8.4	7.7
流动负债合计	18,341	25,605	23,288	27,076	股息收益率	1.3%	1.8%	2.7%	3.0%
长期借款	8,632	9,699	9,699	10,913					
非流动负债合计	15,186	13,393	13,643	15,126					
负债合计	33,527	38,998	36,931	42,202					
股本	112	112	112	112					
未分配利润	14,854	16,840	20,093	23,350					
股东权益合计	14,966	16,952	20,205	23,462					
负债及股东权益合计	51,381	59,215	61,214	70,647					
现金流量表									
税前利润	4,195	5,190	6,775	7,542					
折旧和摊销	1,035	1,035	1,345	1,512					
营运资本变动	-498	755	302	1,295					
其他	634	-1,113	-1,463	-1,977					
经营活动现金流	5,366	5,867	6,959	8,372					
资本开支	-3,049	-4,125	-4,325	-4,825					
其他	-791	-744	201	230					
投资活动现金流	-3,840	-4,869	-4,124	-4,595					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	301	381	-4,053	2,051					
其他	-2,037	-2,352	-1,674	-1,917					
筹资活动现金流	-1,736	-1,971	-5,727	134					
汇率变动对现金的影响	18	1,782	0	0					
现金净增加额	-210	-973	-2,891	3,912					

资料来源：公司公告，中金公司研究部

公司简介

新奥能源是中国最大的城市燃气分销商之一，主要从事投资、建设、经营城市燃气管道基础设施，向居民、商业、公建和工业用户输送各种燃气，建设及经营车船燃气加气站等。公司目前在中国 17 个省、市运营 160 个城市燃气项目，并在 20 多个大中城市规划和实施清洁能源整体解决方案，2016 年天然气销售量 143 亿立方米。



新奥能源控股公布 2017 年业绩：收入为人民币 483 亿元，同比增长 42%；扣非净利润同比增长 15% 至人民币 37 亿元，或 3.42 元/股，符合我们预期。公司宣布每股派息 1.08 港元，基于经常性每股盈利计算派息比率为 27%，同比上涨 2 个百分点。2017 年毛利率同比下降 4.3 个百分点至 17%，主要由于接驳和管道燃气销售利润率下降。我们估计公司 2017 年售气毛差可能从 2016 年的 0.73 元/立方米和 2017 年上半年的 0.66 元/立方米降至约 0.63 元/立方米，这意味着下半年毛差约为 0.60 元/立方米。2017 年管道天然气销售量（不包括批发）同比增长 28%，下半年销售量同比增长 29%。2017 年居民和工商业用户售气量分别同比增长 18% 和 27%，新增接驳同比增长 14% 至 210 万户（下半年接驳提速，新增接驳同比增长 23%）。2017 年接驳费同比下降 4% 至 2,775 元/户。

LNG 码头预计今年下半年投产。预计新奥位于舟山的 300 万吨/年 LNG 码头将于今年下半年投产。在 2019 年完成海底管道铺设之前，公司可能会选择利用其批发业务的 LNG 车队将舟山 LNG 运输到目标市场。新奥目前已与雪佛龙和道达尔分别签署了两份 LNG 长期合同，共计签订合约量约 115 万吨/年（或 16 亿立方米/年），预计自今年年底开始交付。我们预计 LNG 码头投产可能有助于新奥平滑旺季需求，同时对冲冬季门站价格上涨的风险。

出售北美加气站业务。考虑到北美公司汽车加气业务可能难以在短期内实现盈亏平衡，新奥已于今年初处置长期处于亏损的北美子公司。我们预计公司车用气业务的利润率可能因此得到改善。

销量增长放缓和进一步毛差压缩。我们预计今年中国的天然气消费量在高基数效应下可能难以避免放缓。同时我们也认为，新奥可能难以复制去年 25% 以上的售气量增长。我们现在假设 2018 年和 2019 年新奥的天然气销售量（批发除外）同比增速均为 15%，而售气毛差每年将减少 0.02 元/立方米。



图表 1: 业绩回顾

利润表 (人民币, 百万元)	2016	2017	YoY	1H16	2H16	1H17	2H17	YoY	HoH
营业额	34,103	48,269	42%	15,639	18,464	21,424	26,845	45%	25%
销售成本	-26,753	-39,930	49%	-11,907	-14,846	-17,551	-22,379	51%	28%
毛利	7,350	8,339	13%	3,732	3,618	3,873	4,466	23%	15%
分销及销售费用	-534	-635	19%	-252	-282	-294	-341	21%	16%
行政费用	-2,223	-2,377	7%	-1,040	-1,183	-952	-1,425	20%	50%
息税前利润	4,593	5,327	16%	2,440	2,153	2,627	2,700	25%	3%
其他收入	650	676	4%	349	301	350	326	8%	-7%
其他损益	-1,010	-895	-11%	-37	-973	-241	-654	-33%	171%
联营公司利润及投资收益	73	129	77%	40	33	66	63	91%	-5%
合资企业利润及投资收益	498	505	1%	262	236	270	235	0%	-13%
财务成本	-609	-552	-9%	-303	-306	-262	-290	-5%	11%
税前利润	4,195	5,190	24%	2,751	1,444	2,810	2,380	65%	-15%
归母扣非税前利润	5,205	6,085	17%	2,788	2,417	3,051	3,034	26%	-1%
所得税	-1,307	-1,517	16%	-714	-593	-735	-782	32%	6%
少数股东权益	-737	-871	18%	-450	-287	-426	-445	55%	4%
归属于控股股东的净利润	2,151	2,802	30%	1,587	564	1,649	1,153	104%	-30%
归母扣非净利润	3,212	3,697	15%	1,652	1,560	1,907	1,790	15%	-6%
*不包括非经常性项目									
资产负债表									
总资产	51,381	59,215	15%	46,195	51,381	53,831	59,215	15%	10%
股东权益	14,966	16,952	13%	14,356	14,966	15,850	16,952	13%	7%
总权益	17,854	20,217	13%	17,068	17,854	18,752	20,217	13%	8%
净负债(不包括零息可转换债券)	5,761	6,219	8%	4,732	5,761	6,356	6,219	8%	-2%
净负债(包括零息可转换债券)	9,276	9,854	6%	8,209	9,276	10,011	9,854	6%	-2%
每股信息									
基本每股收益(元)	1.99	2.59	30%	1.47	0.52	1.52	1.07	106%	-30%
摊薄每股收益(元)	1.82	2.59	42%	1.30	0.52	1.52	1.07	106%	-30%
归母扣非每股收益(元)	2.97	3.42	15%	1.53	1.44	1.76	1.65	15%	-6%
每股股息(港币)	0.83	1.08	30%	-	0.83	-	1.08	30%	n.m
利润率及回报率分析									
毛利率	22%	17%	-4.3ppt	24%	20%	18%	17%	-3.0ppt	-1.4ppt
净利率	9%	8%	-1.8ppt	11%	8%	9%	7%	-1.8ppt	-2.2ppt
销售费用/营业额	2%	1%	-0.3ppt	2%	2%	1%	1%	-0.3ppt	-0.1ppt
行政费用/营业额	7%	5%	-1.6ppt	7%	6%	4%	5%	-1.1ppt	0.9ppt
有效税率	31%	29%	-1.9ppt	26%	41%	26%	33%	-8.2ppt	6.7ppt
扣非有效税率	25%	25%	-0.2ppt	26%	25%	24%	26%	1.2ppt	1.7ppt
净权益负债比(不包括零息可转换债券)	32%	31%	-1.5ppt	28%	32%	34%	31%	-1.5ppt	-3.1ppt
净权益负债比(包括零息可转换债券)	52%	49%	-3.2ppt	48%	52%	53%	49%	-3.2ppt	-4.6ppt
总资产收益率	6%	6%	0.0ppt	4%	3%	4%	3%	0.0ppt	-0.5ppt
净资产收益率	21%	22%	0.3ppt	12%	10%	12%	11%	0.1ppt	-1.5ppt
*不包括零息可转换债券									

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部



图表2：分部业绩回顾

(人民币, 百万元)	2016	2017	YoY	1H16	2H16	1H17	2H17	YoY	HoH
利润率及回报率分析									
营业额	34,103	48,269	42%	15,639	18,464	21,424	26,845	45%	25%
燃气接驳	5,611	5,954	6%	2,900	2,711	2,897	3,057	13%	6%
管道燃气销售	17,900	23,948	34%	8,672	9,228	11,300	12,648	37%	12%
加气站	3,169	3,102	-2%	1,621	1,548	1,521	1,581	2%	4%
燃气批发	6,153	11,878	93%	2,138	4,015	4,631	7,247	80%	56%
其他能源销售	153	294	92%	70	83	98	196	136%	100%
燃气器具销售	238	320	34%	74	164	89	231	41%	160%
材料销售	879	2,773	215%	164	715	888	1,885	164%	112%
分部毛利	7,350	8,339	13%	3,732	3,618	3,873	4,466	23%	15%
燃气接驳	3,593	3,735	4%	1,850	1,743	1,802	1,933	11%	7%
管道燃气销售	3,243	4,038	25%	1,632	1,611	1,867	2,171	35%	16%
加气站	274	177	-35%	160	114	101	76	-33%	-25%
燃气批发	97	217	124%	42	55	54	163	196%	202%
其他能源销售	17	15	-12%	13	4	-11	26	n.m	n.m
燃气器具销售	100	122	22%	26	74	33	89	20%	170%
材料销售	26	35	35%	9	17	27	8	-53%	-70%
分部毛利率	22%	17%	-4.3ppt	24%	20%	18%	17%	-3.0ppt	-1.4ppt
燃气接驳	64%	63%	-1.3ppt	63.8%	64.3%	62.2%	63.2%	-1.1ppt	1.0ppt
管道燃气销售	18.1%	16.9%	-1.3ppt	18.8%	17.5%	16.5%	17.2%	-0.3ppt	0.6ppt
加气站	9%	6%	-2.9ppt	9.9%	7.4%	6.6%	4.8%	-2.6ppt	-1.8ppt
燃气批发	2%	2%	0.3ppt	2.0%	1.4%	1.2%	2.2%	0.9ppt	1.1ppt
其他能源销售	11%	5%	-6.0ppt	18.6%	4.8%	-11.2%	13.3%	8.4ppt	24.5ppt
燃气器具销售	42%	38%	-3.9ppt	35.1%	45.1%	37.1%	38.5%	-6.6ppt	1.4ppt
材料销售	3%	1%	-1.7ppt	5.5%	2.4%	3.0%	0.4%	-2.0ppt	-2.6ppt
分部价格									
接驳费-居民用户(人民币/立方米)	2,876	2,775	-4%	2,718	3,031	2,709	2,831	-7%	4%
接驳费-工商业用户(人民币/立方米)	123	102	-17%	126	122	93	108	-11%	17%

资料来源：公司年报，中金公司研究部

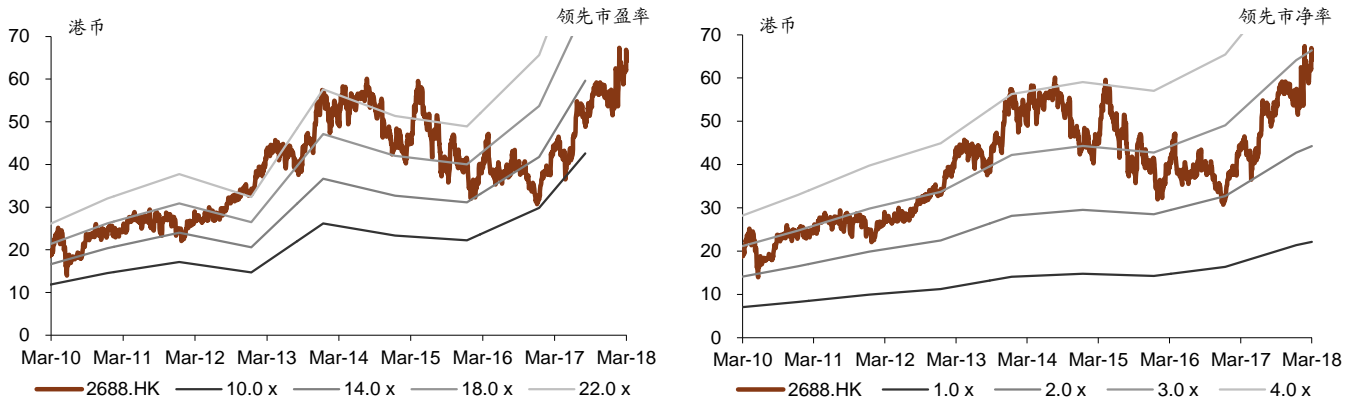


图表3: 运营数据回顾

	2016	2017	YoY	1H16	2H16	1H17	2H17	YoY	HoH
燃气接驳									
可供接驳城市人口(千)	77,420	84,693	9%	72,136	77,420	78,090	84,693	9%	8%
可供接驳住宅用户(千)	25,807	28,231	9%	24,045	25,807	26,030	28,231	9%	8%
新增接驳天然气用户									
- 居民用户(千)	1,821	2,074	14%	907	914	951	1,123	23%	18%
- 工商业用户	11,821	23,200	96%	4,830	6,991	9,650	13,550	94%	40%
- 工商业用户已装置日设计供气量(千立 ³)	12,574	16,718	33%	6,059	6,515	6,958	9,761	50%	40%
累计已接驳管道燃气用户									
- 居民用户(千)	14,147	16,221	15%	13,233	14,147	15,098	16,221	15%	7%
- 工商业用户(地点)	68,679	91,897	34%	61,688	68,679	78,329	91,897	34%	17%
- 工商业用户已装置日设计供气量(千立 ³)	71,182	87,901	23%	64,667	71,182	78,138	87,901	23%	12%
管道燃气渗透率	55%	58%	2.7ppt	55%	55%	58%	58%	2.7ppt	-0.5ppt
燃气销售									
总燃气销售量(百万, 立方米)	14,329	19,616	37%	6,479	7,850	9,187	10,429	33%	14%
总燃气销售量(百万立方米, 不含批发)	11,292	14,475	28%	5,458	5,835	6,920	7,555	29%	9%
- 居民用户	1,816	2,148	18%	954	861	1,188	960	11%	-19%
- 工商业用户	7,963	10,931	37%	3,744	4,219	5,038	5,893	40%	17%
- 加气站	1,514	1,396	-8%	759	755	693	703	-7%	1%
- 燃气批发	3,037	5,141	69%	1,022	2,015	2,267	2,874	43%	27%
加气站	590	606	3%	587	590	606	606	3%	0%
天然气储配站	166	173	4%	161	166	170	173	4%	2%
现有管道长度(公里)	32,921	39,146	19%	31,204	32,921	35,036	39,146	19%	12%

资料来源: 公司年报, 中金公司研究部

图表4: 动态市盈率和市净率区间



资料来源: 公司年报, 彭博资讯, 中金公司研究部



图表5：可比公司估值

H股公司	彭博代码	货币	股价 23/3/2018	市值 (US\$bn)	市盈率(倍)			市净率(倍)			EV/EBITDA (X)			股息收益率			股权收益率		
					16A	17E	18E	16A	17E	18E	16A	17E	18E	16A	17E	18E	16A	17E	18E
北京控股(*)	0392 HK	港币	41.9	6.7	8.6	8.1	7.3	0.9	0.8	0.7	15.8	17.8	16.8	2.3%	2.1%	2.4%	-94.5%	10.8%	10.4%
华润燃气(*)	1193 HK	港币	27.0	7.7	17.9	14.5	12.5	3.0	2.8	2.4	10.3	8.4	7.4	1.4%	1.7%	2.0%	19.7%	21.3%	20.9%
昆仑能源(*)	0135 HK	港币	6.9	7.1	84.0	8.6	7.7	1.4	1.2	1.1	6.7	4.1	3.9	1.1%	3.5%	5.2%	1.3%	14.6%	14.6%
新奥能源(*)	2688 HK	港币	64.2	8.9	28.9	20.6	12.9	1.2	3.4	2.7	11.2	8.5	7.9	1.3%	1.8%	2.7%	15.1%	17.6%	23.0%
港华燃气(*)	1083 HK	港币	7.0	2.5	19.6	14.3	13.4	1.4	1.2	1.2	13.1	11.3	10.0	1.7%	2.1%	2.5%	7.2%	9.3%	8.9%
中国燃气(*)	0384 HK	港币	27.9	17.6	33.4	22.9	19.7	6.7	5.5	4.5	32.6	18.3	18.1	0.9%	1.3%	1.5%	12.7%	29.4%	23.8%
京能清洁能源(*)	0579 HK	港币	2.0	1.7	5.5	4.9	4.7	0.7	0.6	0.6	5.9	5.2	4.9	4.2%	4.4%	5.2%	11.2%	10.6%	9.8%
中油燃气	0603 HK	港币	0.7	0.5	10.3	13.0	10.8	1.3	n.m	n.m	6.3	n.m	n.m	0.7%	0.7%	0.7%	12.8%	n.m.	n.m.
香港中华煤气	0003 HK	港币	16.4	29.2	30.1	29.2	28.3	4.0	3.8	3.6	27.7	25.8	24.0	2.0%	2.1%	2.3%	13.3%	13.6%	13.4%
新天绿色能源(*)	0956 HK	港币	2.2	1.0	16.7	8.9	7.7	0.8	0.7	0.7	12.5	10.0	8.0	2.2%	5.0%	6.1%	6.0%	10.0%	11.3%
中裕燃气	3633 HK	港币	5.6	0.7	16.1	14.6	11.6	1.5	1.6	1.4	9.5	7.7	6.0	n.m.	2.3%	2.9%	17.2%	15.0%	17.3%
平均值					24.6	18.1	14.3	2.0	1.9	1.7	12.9	11.0	10.0	2%	2%	3%	3%	13%	14%
A股公司																			
深圳燃气(*)	601139 CH	人民币	7.4	2.6	21.2	20.8	19.1	2.0	1.9	1.8	12.3	11.4	10.8	1.4%	2.2%	2.4%	11.7%	10.3%	11.2%
重庆燃气	600917 CH	人民币	8.1	1.6	31.2	33.8	32.5	2.8	n.m	n.m	18.2	n.m	n.m	2.0%	n.m.	n.m.	9.4%	10.0%	9.9%
长春燃气	600917 CH	人民币	5.8	0.5	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
申能股份	600917 CH	人民币	5.8	3.4	14.5	13.3	10.8	n.m	0.8	0.8	n.m	n.m	n.m	n.m.	5.6%	6.8%	7.7%	7.6%	8.8%
新天然气	600917 CH	人民币	32.4	0.7	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.	n.m.
平均值					20.3	75.2	17.5	3.4	1.8	1.6	118.1	10.8	10.0	2%	4%	5%	13%	11%	12%
北美公司																			
ONEOK	OKE US	美元	57.8	23.7	34.1	32.8	22.6	279.0	3.3	3.6	17.6	16.7	14.5	4.3%	4.9%	5.5%	118.2%	20.3%	17.1%
Atmos Energy	ATO US	美元	82.3	9.1	24.8	22.8	20.8	2.4	2.2	1.9	13.0	12.0	11.7	2.0%	2.2%	2.4%	10.3%	10.4%	10.1%
WGL Holdings	WGL US	美元	83.6	4.3	26.4	26.4	20.9	3.2	3.8	1.7	15.2	13.8	12.1	2.3%	2.4%	2.5%	12.0%	11.5%	11.6%
NiSource, Inc.	NI US	美元	23.7	8.0	21.9	19.8	18.4	1.9	1.8	1.7	11.7	11.1	10.8	2.7%	3.0%	3.2%	8.9%	9.3%	9.6%
TransCanada	TRP CT	加元	53.2	36.2	19.4	17.7	16.3	2.0	2.0	1.8	14.6	13.0	12.0	4.2%	4.7%	5.2%	11.8%	14.3%	14.6%
Enbridge	ENB CT	加元	39.4	51.7	17.1	20.8	16.8	1.5	1.1	1.2	21.7	14.5	12.1	5.4%	6.1%	6.8%	9.8%	8.6%	8.1%
平均值					24.0	23.4	19.3	48.3	2.4	2.0	15.6	13.5	12.2	3.5%	3.9%	4.3%	28.5%	12.4%	11.8%

注：标*的公司使用中金公司盈利预测，其他公司使用市场一致预期。资料来源：公司年报，彭博资讯，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
翻译：黄金城
编辑：樊荣



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

