

买入

销气量指引下调不影响长期投资逻辑

新奥能源 (2688.HK)

2020-09-08 星期二

投资要点

目标价: **108 港元**
 现价: 87.4 港元
 预计升幅: 24%

重要数据

日期	2020-09-07
收盘价 (港元)	87.4
总股本 (百万股)	1,126
总市值 (百万港元)	98,431
净资产 (百万元)	26,703
总资产 (百万元)	85,583
52 周高低 (港元)	98.75/59.33
每股净资产 (元)	23.72

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

新奥生态控股股份有限公司(32.8%)
 Capital Research and Management
 Company(13.7%)

相关报告

更新报告-20200317
 深度报告-20190617

研究部

姓名: 杨义琮
 SFC: AXU943
 电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ **2020 年上半年核心利润 31.12 亿港元, 同比增长 13.8%:**

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月, 公司实现营业收入 315.43 亿元人民币(单位下同), 同比下降 10.8%; 股东应占利润 26.93 亿元, 同比下降 19.9%; 基本每股收益 2.4 元。若撇除其他收益及亏损及购股权摊销的影响, 公司核心利润 31.12 亿元, 同比增长 13.8%。考虑上半年疫情对 CNG 气量影响较大, 公司将 2020 年全年销气量指引由年初的 12-15% 调整为 10%。

➤ **气源优势支撑销气毛差, 预期 2020 年全年销气毛差提升 2 分钱:**

公司进口 LNG 带来成本节约, 上半年公司天然气零售毛利同比增长 9.4%。期内天然气零售业务及燃气批发的毛利率分别上升 3.1 个百分点至 16.7% 及 1.3 个百分点至 1.7%, 带来上半年的毛利率同比上升 2.0 个百分点至 17.8%。期内公司销气毛差 0.61 元/立方米, 同比增加 3 分钱, 预期全年销气毛差 0.60 元/立方米, 同比增加 2 分钱。

➤ **疫情影响公司接驳业务及现金流, 预期下半年将改善:**

上半年公司新增居民接驳 102.5 万户, 预计全年开发居民户不低于 230 万户。上半年疫情影响公司接驳工程进度, 预收和应付款, 并带来上半年经营现金流同比减少 10.81 亿元人民币。目前公司工程进度及款项已恢复正常, 2020 年全年资本开支不超过 80 亿元人民币, 预期全年自由现金流不低于去年。

➤ **维持买入评级, 目标价 108 港元:**

公司维持全年核心利润增长 15% 不变, 我们认为上半年疫情对接驳业务及现金流的短期影响不改公司核心 LNG 气源竞争优势和长期投资逻辑。我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况, 给予公司目标价 108 港元, 相当于 2020 年和 2021 年 18 倍和 15 倍 PE, 目标价较现价有 24% 上升空间, 维持买入评级。

百万港元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业额	60,698	70,183	79,494	98,479	113,651
同比增长(%)	26%	16%	13%	24%	15%
净利润	2,818	5,670	5,961	7,143	8,301
同比增长(%)	1%	101%	5%	20%	16%
每股盈利 (港元)	2.56	5.05	5.30	6.35	7.38
PE@87.4HKD	30.12	15.27	14.55	12.15	10.45
每股股息 (港元)	1.19	1.67	1.80	2.16	2.51
股息率	1%	2%	2%	2%	3%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2020 年上半年核心利润 31.12 亿港元，同比增长 13.8%：

截至 2020 年 6 月 30 日止六个月，公司实现营业收入 315.43 亿元人民币(单位下同)，同比下降 10.8%；股东应占利润 26.93 亿元，同比下降 19.9%；基本每股收益 2.4 元。若撇除其他收益及亏损及购股权摊销的影响，公司核心利润 31.12 亿元，同比增长 13.8%。

期内公司天然气零售销售量同比增长 4.0% 至 101.63 亿立方米，但受上游天然气价格下降传导，造成收入下降。考虑上半年疫情对 CNG 气量影响较大，公司将 2020 年全年销气量指引由年初的 12-15% 调整为 10%。

图1：公司天然气销售总量(百万立方米)

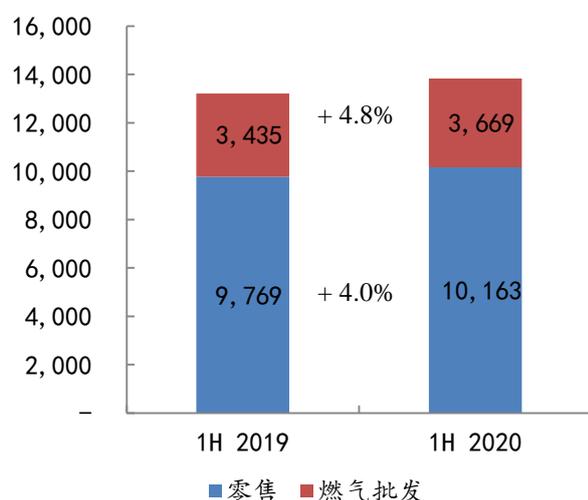
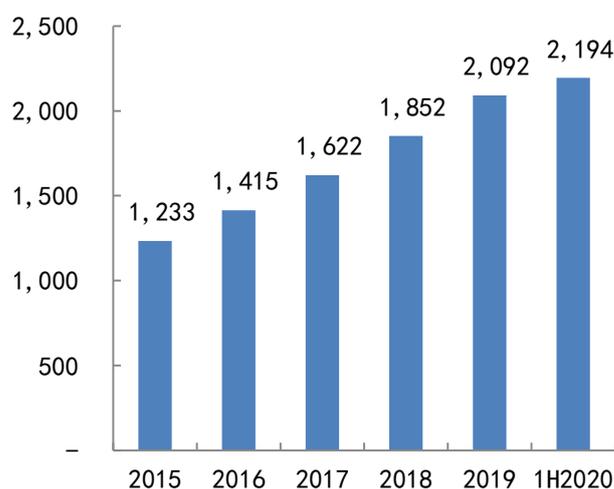


图2：公司累计居民用户(万户)



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

疫情影响公司接驳业务及现金流，预期下半年将改善：

上半年公司新增居民接驳 102.5 万户，预计全年开发居民户不低于 230 万户。上半年疫情影响公司接驳工程进度，预收和应付款，并带来上半年经营现金流同比减少 10.81 亿元人民币。目前公司工程进度及款项已恢复正常，2020 年全年资本开支不超过 80 亿元人民币，预期全年自由现金流不低于去年。

气源优势支撑销气毛差，预期 2020 年全年销气毛差提升 2 分钱：

公司进口 LNG 带来成本节约，上半年公司天然气零售毛利同比增长 9.4%。期内天然气零售业务及燃气批发的毛利率分别上升 3.1 个百分点至 16.7% 及 1.3 个百分点至 1.7%，带来上半年的毛利率同比上升 2.0 个百分点至 17.8%。期内公司销气毛差 0.61 元/立方米，同比增加 3 分钱，预期全年销气毛差 0.60 元/立方米，同比增加 2 分钱。

表 1: 公司城燃项目销气毛差 (元/立方米)

平均售价及购气成本 (人民币/方)	1H 2020	1H 2019	2019 年
民生	2.83	2.76	2.83
工商业用户	2.77	3.29	3.14
汽车加气站	3.51	4.08	3.93
平均售价	2.81	3.24	3.14
平均采购价	2.14	2.60	2.50
价差 (不含税)	0.61	0.58	0.59

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

维持买入评级, 目标价 108 港元:

公司维持全年核心利润增长 15% 不变, 我们认为上半年疫情对接驳业务及现金流的短期影响不改公司核心 LNG 气源竞争优势和长期投资逻辑。我们更新公司盈利预测并结合行业内可比公司估值情况, 给予公司目标价 108 港元, 相当于 2020 年和 2021 年 18 倍和 15 倍 PE, 目标价较现价有 24% 上升空间, 维持买入评级。

风险提示:

天然气需求增长不及预期, 销气毛差下降。

表 2: 行业估值

代码	简称	货币	股价	市值 (亿港元)	营业收入 (亿港元)			净利润 (亿港元)			PE		PB		
					2018	2019	2019 增速	2018	2019	2019 增速	2019	2020E	2021E	MRQ	
城市燃气															
0003.HK	香港中华煤气	HKD	11.06	1,966	390.7	406.3	4.0%	93.1	69.7	-25.2%	28.2	24.3	22.7	3.2	
1083.HK	港华燃气	HKD	3.40	101	117.9	129.2	9.6%	12.2	13.1	6.9%	7.7	7.2	6.6	0.6	
0384.HK	中国燃气	HKD	22.40	1,169	595.4	596.7	0.2%	82.2	91.9	11.7%	12.7	10.7	9.2	3.0	
1193.HK	华润燃气	HKD	36.05	834	516.4	568.9	10.2%	44.5	50.4	13.3%	16.5	15.8	14.1	2.7	
0135.HK	昆仑能源	HKD	5.28	457	1,208.9	1,268.3	4.9%	52.9	62.0	17.2%	7.4	6.9	6.1	0.8	
0392.HK	北京控股	HKD	24.45	309	683.3	684.1	0.1%	75.8	80.5	6.3%	3.8	3.7	3.5	0.4	
1600.HK	天伦燃气	HKD	5.59	56	58.4	73.1	25.3%	6.5	8.8	35.6%	6.4	5.4	4.6	1.2	
0956.HK	新天绿色能源	HKD	1.92	240	114.3	133.9	17.2%	14.5	15.8	9.1%	4.7	4.3	4.0	0.5	
行业平均											10.9	9.8	8.8	1.6	
2688.HK	新奥能源	HKD	87.40	984	695.5	786.8	13.1%	32.2	63.3	96.8%	15.6	14.7	12.5	3.4	

资料来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

财务报表摘要

损益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	60,698	70,183	79,494	98,479	113,651
经营成本	(51,188)	(58,918)	(66,378)	(82,722)	(95,466)
其他收入	949	861	800	600	(200)
行政费用	(2,673)	(3,099)	(3,130)	(3,286)	(2,958)
财务开支	(637)	(727)	(742)	(779)	(818)
应占联营公司利润	275	326	333	339	346
其他开支	(1,634)	644	350	400	600
税前盈利	5,601	8,841	10,261	12,473	14,495
所得税	(1,783)	(1,980)	(3,078)	(3,866)	(4,493)
少数股东应占利润	1,000	1,191	1,221	1,463	1,700
归属股东净利润	2,818	5,670	5,961	7,143	8,301
折旧及摊销	1,144	1,377	1,405	1,433	1,461
EBITDA	3,870	7,004	8,465	10,879	13,705
增长					
总收入 (%)	26%	16%	13%	24%	15%
EBITDA (%)	-1%	81%	21%	29%	26%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	7,923	7,373	5,399	5,106	5,729
应收账款	8,560	7,492	8,193	10,150	11,714
存货	1331	1169	1111	1055	1002
其他流动资产	3,725	3,481	3,927	4,100	4,293
流动资产	21,539	19,515	18,630	20,412	22,738
固定资产	31,073	37,955	44,028	50,632	58,733
其他固定资产	21,302	23,775	23,724	23,513	23,327
非流动资产	52,375	61,730	67,752	74,145	82,060
总资产	73,914	81,245	86,382	94,557	104,798
流动负债	33,017	31,288	29,056	32,204	34,953
应付帐款	7,103	7,635	9,093	11,332	13,078
短期银行贷款	8,621	7,495	3,000	3,000	3,001
其他短期负债	17293	16158	16964	17872	18874
非流动负债	15,343	18,937	19,733	16,886	15,227
长期银行贷款	2,101	2,848	5,848	6,348	6,849
其他负债	13,242	16,089	13,885	10,538	8,378
总负债	48,360	50,225	48,790	49,090	50,180
少数股东权益	4,169	5,152	5,763	6,494	7,344
股东权益	21,385	25,868	31,829	38,972	47,274
每股账面值(人民币元)	19.77	23.06	28.29	34.64	42.02
营运资金	(11,478)	(11,773)	(10,427)	(11,792)	(12,215)

财务分析

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	6%	10%	11%	11%	12%
净利率 (%)	5%	8%	7%	7%	7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	4%	3%	3%
实际税率 (%)	32%	22%	30%	31%	31%
股息支付率 (%)	41%	34%	34%	34%	34%
库存周转	7	8	6	5	4
应付账款天数	38	38	38	38	38
应收账款天数	100	100	100	100	100
ROE (%)	13%	22%	19%	18%	18%
ROA (%)	4%	7%	7%	8%	8%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
收入/总资产	0.82	0.86	0.92	1.04	1.08
总资产/股本	3.46	3.14	2.71	2.43	2.22
收入对利息倍数	95.3	96.5	107.2	126.5	139.0

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EBITDA	3,870	7,004	8,465	10,879	13,705
融资成本	9,875	6,436	(603)	540	(992)
营运资金变化	(3,499)	(295)	1,346	(1,366)	(423)
所得税	(1,952)	(1,455)	(1,980)	(3,078)	(3,866)
营运现金流	8,294	11,690	7,228	6,976	8,424
资本开支	(5,918)	(7,146)	(4,000)	(3,800)	(3,999)
其他投资活动	(684)	350	(946)	(968)	(989)
投资活动现金流	(6,602)	(6,796)	(4,946)	(4,768)	(4,988)
负债变化	7,852	(661)	(1,495)	500	502
股本变化	4	0	0	0	0
股息	(1,489)	(1,735)	(1,878)	(1,986)	(2,269)
其他融资活动	(8,141)	(3,051)	(905)	(1,038)	(1,071)
融资活动现金流	(1,774)	(5,447)	(4,278)	(2,524)	(2,837)
现金变化	(82)	(553)	(1,996)	(316)	598
期初持有现金	7,975	7,923	7,373	5,399	5,106
汇率变动	30	3	22	23	24
期末持有现金	7,923	7,373	5,399	5,106	5,729

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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，国元证券经纪（香港）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国元证券经纪（香港）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或其他金融工具的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。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，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或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）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，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）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。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>