

买入

销气毛差下降风险释放，长期投资价值显现

新奥能源 (2688.HK)

2021-09-28 星期二

投资要点

目标价: **150 港元**
 现价: 121.3 港元
 预计升幅: 24%

➤ 公司 2021 年销气量增长目标调高至 20%:

2021 年上半年，公司核心利润为 36.85 亿元，同比增长 18.4%；2021 年上半年，公司新开发工商用户日开口气量为 10,201 千方/日，同比大幅提升 55.5%。基于今年天然气需求快速增长，公司将 2021 年全年天然气销气量增长指引由年初的 15% 调整为 20%。

重要数据

日期	2021-09-27
收盘价 (港元)	121.30
总股本 (百万股)	1,130
总市值 (亿港元)	1,371
净资产 (百万元)	38,155
总资产 (百万元)	92,010
52 周高低 (港元)	178.80 / 78.24
每股净资产 (元)	28.5

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

➤ 多元化气源带动毛利增长，预期 2021 年全年销气毛差 0.56 元/方:

2021 年以来，LNG 现货价格大幅上涨，公司通过多元化的 LNG 资源进行批发销售，上半年公司天然气零售毛利同比增长 11%。2021H1，由于公司调整客户结构，大客户气量占比提升至 18%；LNG 价格上涨幅度较大，公司综合价销气毛差为 0.56 元/方，同比下降 0.05 元/方。下半年，公司大客户占比趋于稳定，公司有信心将销气毛差维持在 0.56 元/方。

➤ 泛能业务持续高增长:

2021 年上半年综合能源销售量为 80.5 亿千瓦时，同比增长 67.5%，带动泛能业务收入同比增长 74.3% 至 26.6 亿元。目前公司累计投运项目 135 个，在建项目 40 个；在建项目达产后，预计综合能源销售量有望超过 340 亿千瓦时，带动泛能业务的持续高增长。预期综合能源和增值业务的快速增长，可以抵消销气毛差下降影响，进而带来业绩稳定增长。

主要股东

新奥生态控股股份有限公司(32.8%)
 Capital Research and Management
 Company(14.0%)

➤ 维持买入评级，目标价 150 港元:

受 LNG 价格上升带来天然气购气成本上涨，近期燃气板块出现较大幅度的下跌。我们认为毛差下降风险已得到一定程度释放，受益天然气需求持续增长，板块长期投资价值显现。我们给予公司目标价 150 港元，相当于 2020 年和 2021 年 19 倍和 17.5 倍 PE，目标价较现价有 24% 上升空间，维持买入评级。

相关报告

更新报告-20210908
 更新报告-20200317
 深度报告-20190617

研究部

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

Email: yangyq@gyzq.com.hk

百万元人民币	2019A	2020A	2021E	2021E	2022E
营业额	70,183	71,617	88,882	99,914	112,085
同比增长(%)	16%	2%	24%	12%	12%
归属股东净利润	5,670	6,278	7,362	8,013	8,891
同比增长(%)	101%	11%	17%	9%	11%
每股盈利 (元)	5.05	5.58	6.54	7.12	7.90
PE@121.3HKD	19.95	18.05	15.39	14.14	12.75
每股股息 (港元)	1.67	1.90	2.22	2.42	2.69
股息率	1%	2%	2%	2%	2%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2021 年上半年盈利 37.65 亿元人民币，同比增长 39.81%：

2021 年上半年，公司实现营业收入 412.32 亿元人民币(单位下同)，同比增长 30.72%；公司拥有人应占溢利 37.65 亿元，同比增长 39.81%；核心利润为 36.85 亿元，同比增长 18.4%；基本每股盈利 3.34 元，首次派发中期股息 0.59 港元/股。

报告期间，公司天然气零售业务为 231.28 亿元，同比增长 27.2%，主要是公司天然气零售量价齐升所致。2021 年上半年，得益国内疫情防控成效显著，经济稳固复苏以及低碳发展政策下，天然气消费保持快速增长，公司天然气零售量同比增长 22.3% 至 124.3 亿立方米，其中工商业气量为 96.26 亿立方米，同比上升 26.3%，民生气量为 24.55 亿立方米，同比上升 14.8%；基于市场行情，公司将 2021 年全年销气量增长指引由年初的 15% 调整为 20%。

图 1：公司天然气销售总量(百万立方米)

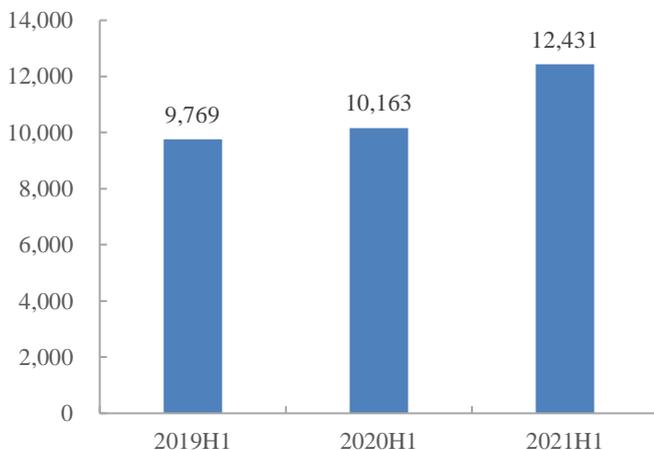
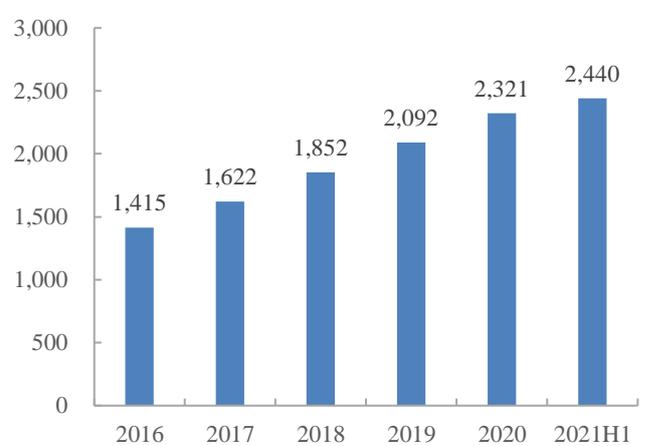


图 2：公司累计居民用户(万户)



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

新增接驳持续增长，泛能业务持续发力：

2021 年上半年，公司新增居民接驳 118.2 万户，同比增加 15.3%，累计开发 2,439.5 万个家庭用户，每户平均工程安装费为人民币 2,519 元。新开发工商用户日开口气量为 10,201 千方/日，较去年同期大幅提升 55.5%，进一步保障公司气量销售增长。

随着综合能源在运项目负荷率持续提升，公司能源销售量实现大幅增长。上半年综合能源销售量为 80.5 亿千瓦时，同比增长 67.5%，带动泛能业务收入同比增长 74.3% 至 26.6 亿元。目前公司累计投运项目 135 个，在建项目 40 个，当中包括 13 个合共装机容量为 40MW 的分布式光伏项目，在建项目达产后，预计综合能源销售量有望超过 340 亿千瓦时，带动泛能业务的持续增长。

多元化气源带动毛利增长，预期 2021 年全年销气毛差 0.56 元/方：

2021 年以来，LNG 需求大增导致现货价格大幅上涨，公司通过多元化的 LNG 资源进行批发销售，上半年公司天然气零售毛利同比增长 11%。期内燃气批发的毛利率上升 1.93pct 至 3.65%，上半年的毛利率为 17.08%。上半年，由于公司调整客户结构，享有优惠的大客户气量占比提升至 18% 以及 LNG 价格受市场供需影响，价格同比上涨幅度较大，上游调价，下游居民传导时间滞后，公司综合价销气毛差为 0.56 元/立方米，同比下降 0.05 元/立方米。下半年，公司大客户占比趋于稳定，价格高企情况持续性较低，公司有信心将销气毛差维持在 0.56 元/立方米。

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	2021H1	2020H1	2019H1
民生	2.93	2.83	2.76
工商业用户	2.93	2.77	3.29
汽车加气站	3.78	3.51	4.08
平均售价	2.95	2.81	3.24
平均采购价	2.34	2.14	2.6
价差（不含税）	0.56	0.61	0.58

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 150 港元：

作为城市燃气民营龙头企业，公司通过自身气源竞争优势，保证天然气业务稳定性同时，规范发展泛能业务，多措并举快速做大增值服务业务，提高公司业绩成长性。

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 150 港元，相当于 2020 年和 2021 年 19 倍和 17.5 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	公司名称	股价	市值(亿港币)	PE				PB			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
0003.HK	香港中华煤气	11.84	2,209	36.8	27.7	25.7	23.5	3.3	3.2	3.1	2.9
1193.HK	华润燃气	40.90	946	18.4	15.1	13.6	12.2	2.6	2.2	2.0	1.8
0384.HK	中国燃气	21.15	1,179	11.3	9.6	8.2	7.3	2.3	1.7	1.5	1.2
0392.HK	北京控股	29.30	370	7.0	4.3	4.0	3.8	0.4	0.4	0.4	0.3
1083.HK	港华燃气	4.62	141	9.7	8.3	7.4	6.5	0.7	0.6	0.6	0.6
0135.HK	昆仑能源	7.83	678	9.4	5.4	9.6	8.4	1.1	1.3	1.2	1.1
0956.HK	新天绿色能源	7.25	279	15.6	11.5	10.2	8.8	1.8	1.6	1.4	1.3
1600.HK	天伦燃气	6.91	69	5.6	5.5	4.8	4.4	1.2	1.0	0.9	0.8
行业平均				14.2	10.9	10.4	9.4	1.7	1.5	1.4	1.3
2688.HK	新奥能源	121.30	1,371	18.1	15.4	14.1	12.7	3.8	3.7	3.1	2.6

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

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
收入	70,183	71,617	88,882	99,914	112,085
经营成本	(58,918)	(59,285)	(73,577)	(82,709)	(92,785)
其他收入	861	952	500	600	606
行政费用	(3,099)	(3,230)	(3,553)	(3,908)	(4,299)
财务开支	(727)	(609)	(639)	(671)	(705)
应占联营公司利润	326	306	312	318	325
其他开支	644	282	200	(300)	(500)
税前盈利	8,841	9,558	11,564	12,588	13,966
所得税	(1,980)	(2,227)	(2,694)	(2,933)	(3,254)
少数股东应占利润	1,191	1,053	1,508	1,641	1,821
归属股东净利润	5,670	6,278	7,362	8,013	8,891
折旧及摊销	1,377	1,603	1,635	1,668	1,701
EBITDA	7,004	7,306	9,756	10,673	12,040
增长					
总收入 (%)	16%	2%	24%	12%	12%
EBITDA (%)	81%	4%	34%	9%	13%

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
现金	7,373	8,630	9,830	10,542	11,901
应收账款	7,492	9,053	9,161	10,298	11,552
存货	1169	1285	1221	1160	1102
其他流动资产	3,481	4,600	4,917	5,173	5,446
流动资产	19,515	23,568	25,128	27,172	30,000
固定资产	37,955	41,861	48,140	55,843	64,777
其他固定资产	23,775	24,614	23,981	23,751	23,912
非流动资产	61,730	66,475	72,121	79,593	88,690
总资产	81,245	90,043	97,249	106,765	118,690
流动负债	31,288	33,233	33,422	36,416	39,710
应付账款	7,635	8,302	10,079	11,330	12,710
短期银行贷款	7,495	4,590	4,820	5,060	5,313
其他短期负债	16158	20341	18523	20026	21686
非流动负债	18,937	20,638	19,732	17,624	16,685
长期银行贷款	2,848	3,212	3,712	4,213	4,715
其他负债	16,089	17,426	16,020	13,411	11,970
总负债	50,225	53,871	53,154	54,040	56,394
少数股东权益	5,152	5,611	6,172	6,789	7,468
股东权益	25,868	30,561	37,923	45,936	54,827
每股账面价值(人民币元)	23.06	27.17	33.71	40.83	48.74
营运资金	(11,773)	(9,665)	(8,294)	(9,244)	(9,710)

财务分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	10%	10%	11%	11%	11%
净利率 (%)	8%	9%	8%	8%	8%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	5%	4%	4%	4%
实际税率 (%)	22%	23%	23%	23%	23%
股息支付率 (%)	34%	34%	34%	34%	34%
库存周转	8	7	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 (%)	22%	21%	19%	17%	16%
ROA (%)	7%	7%	8%	8%	8%
财务状况					
净负债/股本	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
收入/总资产	0.86	0.80	0.91	0.94	0.94
总资产/股本	3.14	2.95	2.56	2.32	2.16
收入对利息倍数	96.5	117.6	139.0	148.8	159.0

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	2019	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	7,004	7,306	9,756	10,673	12,040
融资成本	6,436	1,991	605	2,388	1,724
营运资金变化	(295)	2,108	1,371	(950)	(466)
所得税	(1,455)	(1,709)	(2,227)	(2,694)	(2,933)
营运现金流	11,690	9,696	9,506	9,417	10,365
资本开支	(7,146)	(5,515)	(3,800)	(3,799)	(3,798)
其他投资活动	350	(976)	(2,834)	(2,959)	(3,090)
投资活动现金流	(6,796)	(6,491)	(6,634)	(6,758)	(6,888)
负债变化	(661)	(3,645)	730	742	755
股本变化	0	1	0	0	0
股息	(1,735)	(2,308)	(2,092)	(2,351)	(2,507)
其他融资活动	(3,051)	4,051	(333)	(361)	(391)
融资活动现金流	(5,447)	(1,901)	(1,695)	(1,971)	(2,144)
现金变化	(553)	1,304	1,177	688	1,334
期初持有现金	7,923	7,373	8,630	9,830	10,542
汇率变动	3	(47)	23	24	25
期末持有现金	7,373	8,630	9,830	10,542	11,901

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。本报告清晰准确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。