

2688.HK 新奥能源

未评级

业绩稳健，积极布局 LNG 和售电业务

2016年7月29日

市场数据

报告日期	2016.7.29
收盘价(港元)	37.2
总股本(亿股)	10.8
总市值(亿港元)	408
净资产(亿元)	161
总资产(亿元)	470
每股净资产(元)	14.88

数据来源: Wind

主要财务指标

会计年度	2012A	2013A	2014A	2015A
营业收入(百万元)	18,027	22,966	29,087	32,063
同比增长(%)	19.6	27.4	26.7	10.2
净利润(百万元)	1,482	1,252	2,968	2,036
同比增长(%)	18.3	-15.5	137.1	-31.4
毛利率(%)	26.9	23.8	20.9	21.4
净利润率(%)	11.0	7.8	12.4	8.5
净资产收益率(%)	18.9	13.8	27.4	15.9
每股收益(元)	1.39	1.16	2.74	1.88

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

相关报告

海外燃气研究

分析师: 刘小明

liuxiaoming@xyzq.com.cn

SFC: AYM804

SAC: S0190516020001

投资要点

- **新奥能源是国内最大的城市燃气分销商之一。**公司是国内最大的城市燃气分销商之一。公司主要业务为管道燃气销售、燃气接驳和汽车燃气加气站的建设和运营。公司 2015 年营业收入为 320.63 亿元，同比增长 10.2%；归属于股东的净利润为 20.36 亿元，同比减少 31.4%；EPS 为 1.88 元，同比减少 31.4%。归属于股东的净利润和 EPS 下降的主要原因是受可转债公允价值变动 2 亿元亏损和汇率变动带来的 4.65 亿元亏损影响。
- **公司天然气销售稳健增长，全年目标 10% 增长。**公司 2015 年天然气销售达 112.86 亿立方米，同比增长 11.5%。天然气销售增长的主要原因一方面是国家加快天然气价格市场化改革，加强了天然气与汽油、柴油、LPG 等替代能源比较的价格优势，降低了公司的购气成本；另一方面，公司通过设立居民阶梯气价机制将下降的天然气成本传导给用户，公司目前已有 68 个燃气项目设立了阶梯气价机制。未来公司将在更多的燃气项目中实施阶梯气价机制，这有助于维持公司售气量增长。
- **接驳业务快速发展。**公司 2015 年接驳费收入为 55.08 亿元，同比增长 25.1%。公司 2015 年获得了 10 个城市燃气项目以及位于现有项目周边的 19 个经营区域，目前在中国 17 个省市运营 152 个城市燃气项目，覆盖可接驳人口超过 7,154 万人；以及拥有越南胡志明市、河内及岘港的国际燃气项目，覆盖可接驳人口超过 900 万人。受益于未来几年城镇化进程的推进和公司获得项目的增加，公司接驳业务未来或能维持稳定。
- **布局售电业务，打造整合能源供应商。**公司借助电改政策支持和电力市场开放的机遇，于 2016 年 1 月 8 日将云南昆明高新区和广东肇庆新区作为试点项目，探索和开展售电业务。同时公司将借助已有的分布式能源业务，快速布局售电业务。预计 2016 年全国售电将实现 2.3 万亿收入，公司售电业务有望于 2016 年贡献收益。
- **我们的观点：**新奥能源是国内最大的城市燃气分销商之一，公司主要业务为管道燃气销售、燃气接驳和汽车燃气加气站的建设和运营，公司目前在中国 17 个省市运营 152 个城市燃气项目。随着国家加快天然气价格市场化改革，天然气价格下调将有助于提高天然气销量。同时，城镇化进程和煤改气工程的推进有助于公司开发新用户。公司通过签订长期 LNG 供应合同降低 LNG 成本，积极推广 LNG 加气站业务，并借助电改政策探索售电业务。根据 Wind 一致预期，公司 2016、2017 年预测 EPS 为 2.66、2.97 元，对应目前股价 37.7 港元 P/E 为 12、10.74 倍。我们认为公司 2016 年燃气业务仍将稳健增长，LNG 业务和售电收入会贡献业绩增量，我们建议投资者密切关注。
- **风险提示：**售气量下降风险，用户流失风险，接驳业务下降。

报告正文

调研内容

- **新奥能源是国内最大的城市燃气分销商之一。**公司 1992 年开始从事城市管道燃气业务，是国内最大的城市燃气分销商之一。公司主要业务为管道燃气销售、燃气接驳和汽车燃气加气站的建设和运营。公司 2015 年营业收入为 320.63 亿元，同比增长 10.2%；归属于股东的净利润为 20.36 亿元，同比减少 31.4%；每股基本盈利为 1.88 元，同比减少 31.4%。归属于股东的净利润和每股基本盈利下降的主要原因是受可转债的公允价值变动带来的 2 亿元亏损和汇率变动带来的 4.65 亿元亏损影响。

图 1：公司营业收入增长情况

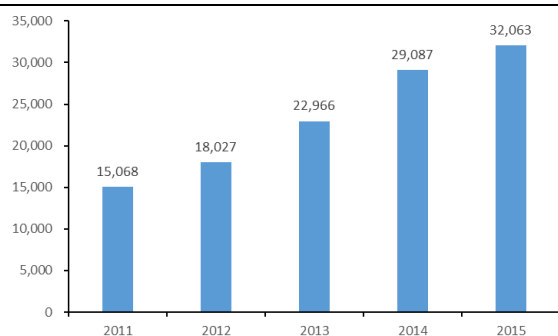
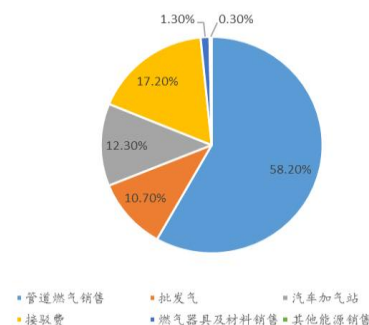


图 2：公司 2015 年营业收入结构情况

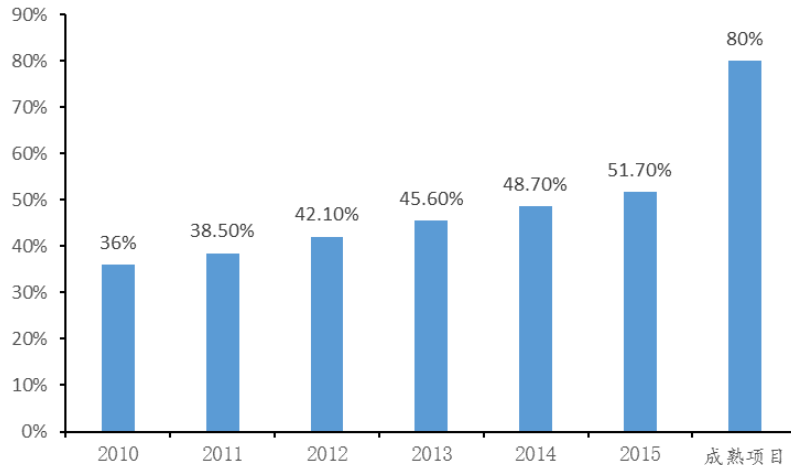


资料来源：公司资料，兴业证券研究所

- **公司天然气销售稳健增长，全年目标 10% 增长。**根据发改委的公开数据显示，2015 年天然气表观消费量为 1,930 亿立方米，同比仅增长 5.7%，天然气消费量增速放缓的主要原因是宏观经济疲软以及国际油价下跌导致可替代能源价格持续走低。在这一背景下，公司 2015 年天然气销售仍保持了良好的增长。公司 2015 年天然气销售达 112.86 亿立方米，同比增长 11.5%。公司销售给住宅用户的天然气为 14.87 亿立方米，同比增长 21.8%；销售给工商业客户的天然气为 70.01 亿立方米，同比增长 4.9%。天然气销售增长的主要原因一方面是国家加快天然气价格市场化改革，加强了天然气与汽油、柴油、LPG 等替代能源比较的价格优势，降低了公司的购气成本；另一方面，公司通过设立居民阶梯气价机制将下降的天然气成本传导给用户，公司目前已有 68 个燃气项目设立了阶梯气价机制。未来公司将在更多的燃气项目中实施阶梯气价机制，这有助于维持公司售气量增长。
- **接驳业务快速发展。**公司 2015 年接驳费收入为 55.08 亿元，同比增长 25.1%。2015 年为约 170 百万住宅用户接驳管道天然气，累计为约 1,233 百万住宅接驳管道天然气。公司 2015 年获得了 10 个城市燃气项目以及位于现有项目周边的 19 个经营区域，目前在中国 17 个省市运营 152 个城市燃气项目，覆盖可接驳人口超过 7,154 万人；以及拥有越南胡志明市、河内及岘港的国际燃气项目，覆盖可接驳人口超过 900 万人。公司国内外燃气项目总覆盖城区人口合共超过 8,054 万人。公司的平均气化率也从 2014 年的 48.7% 上升至 51.7%，成熟项目气化率甚至高达 80%。从行业来看，中国目前的常住人口

城镇化率已经达到了 55%，新型城镇化规划提出到 2020 年常住人口城镇化率达到 60%，这意味着未来五年平均每年城镇化率将提高一个多百分点，即 1000 多万人口。受益于未来几年城镇化进程的推进和公司获得项目的增加，公司接驳业务未来或能维持稳定增长。

图 3：公司项目气化率增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 1：公司 2015 年获得的 10 个城市燃气项目

项目	集团持有股权	经营区域主要产业
宁德市	100%	电机电器、食品、电力、船舶修造、建材、生物医药
汝州市	74%	煤化工、新材料、食品、装备制造、生态旅游
东莞东坑镇	80%	电子、五金、服装、玩具
鹿泉宜安镇	56%	水泥、建材、交通物流
上饶经济开发区	90%	有色金属、汽车制造、光伏、制药
宿州经济开发区	49%	生物医药、新材料、装备制造、食品
梧州进口再生能源加工园区	49%	有色金属、再生资源加工
清苑县西部工业区B区	49%	汽车零部件生产、合金新材料、食品、啤酒
新安万山湖工业园区	56%	陶粒砂、耐火材料
北海市铁山港工业园	50%	石油、化工、金属材料、不锈钢、特种玻璃

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

表 2：公司 2015 年获得的位于现有项目周边的 19 个经营区域

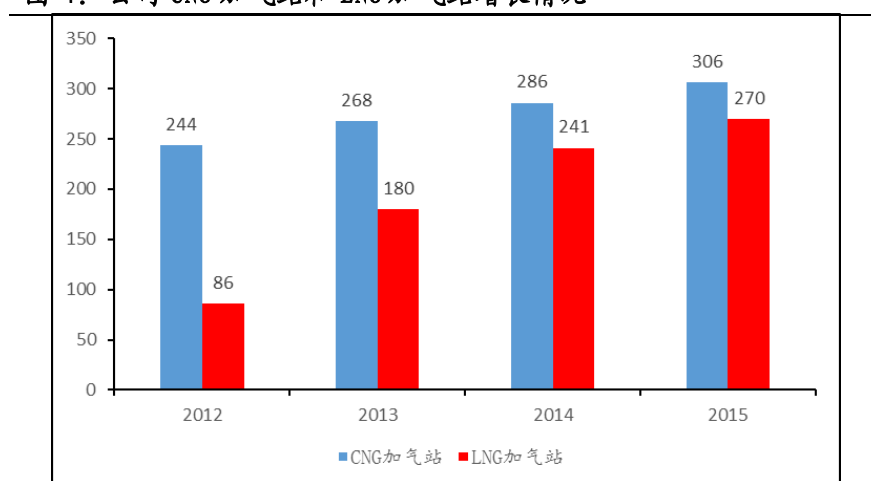
省份	经营区域
安徽	巢湖庙岗乡、巢湖栏杆集镇、巢湖苏湾镇、巢湖柘皋镇工业集中区、六安市施桥镇青龙嘴工业园区、六安市双河工业园区、六安市孙岗工业园区、全椒乡镇
江苏	建湖县九龙口镇、建湖县盐河镇、淮安青浦区和平镇、淮安青浦区武墩镇
河北	行唐新城、定州市庞村产业聚集区、保龙仓国际农产品物流园
河南	朱仙镇国家文化生态旅游示范园区
浙江	龙游石佛乡工业园区、建德市大同工业园
湖南	靖州工业集中区

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司 2015 年共开发 9,054 个工商业用户接驳管道天然气，平均接驳费用为 203 元/立方米，截至 2015 年底公司累计接驳 56,858 个工商业用户。公司紧抓煤改气契机，大力推进工业燃煤锅炉的煤改气，2015 年开发的煤改气用户占新开发的工商业用户总数的 39%。发改委提出到 2020 年满足煤改气工程用天然气需求将达到 1,120 亿立方米，公司未来有望收获开发更多煤改气用户。

- **积极推广 LNG 加气站业务，可能成为公司盈利增长点。**公司汽车加气站业务 2015 年营收为 39.31 亿元，同比增长 2.1%。公司在中国的汽车加气站天然气售气量为 15.66 亿立方米，同比增长 10.4%。其中 CNG 加气站的售气量为 9.84 亿立方米，同比减少 10.4%，LNG 加气站的售气量为 5.83 亿立方米，同比增加 49.2%。公司 2015 年共建成 20 座 CNG 加气站和 29 座 LNG 加气站，累计运营 306 座 CNG 加气站和 270 座 LNG 加气站。受国际油价下跌影响，公司国内加气站业务短期内仍面临挑战。公司已和 Chevron、Total、Origin 签订了 10 年的 LNG 供应合同，通过长期合约来降低公司获得 LNG 的成本，预计 2016 年公司 LNG 加气站业务将贡献更多盈利，此项业务未来或成为公司盈利的主要增量贡献之一，值得密切关注。

图 4：公司 CNG 加气站和 LNG 加气站增长情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司在北美的天然气加气站销售量达到 482 万柴油同等加仑，收入为 2,165 美元。虽然 LNG 加气站在北美的推广受到国际油价下跌影响，但美国国会已经通过 2015 年至 2016 年销售 LNG 给予 85 美仙/DGE 的返税，同时 LNG 的消费税已于 2016 年 1 月 1 日起与柴油的消费税相同，即下调了 17 美仙/DGE，公司未来将根据客户的承受能力将部分返税与客户分享，增强客户改用 LNG 作为汽车燃料的积极性。

- **布局售电业务，打造整合能源供应商。**发改委和能源局于 2015 年 11 月公布《关于推进输配电价改革的实施意见》在内的中国六大电力体制改革配套文件，进一步推进售电市场的开放，鼓励供水、供气、供热等公共事业和节能服务公司从事售电业务，并于 2015 年底分别批准云南和广东作为电力市场改革试点。公司借助相关政策支持和电力市场开放的机遇，于 2016 年 1 月 8 日将云南昆明高新区和广东肇庆新区作为试点项目，探索和开展售电业务。同时公司将借助已有的分布式能源业务，快速布局售电业务，项目目标 IRR10%。预计 2016 年全国售电将实现 2.3 万亿收入，公司售电业务有望于 2016 年贡献收益。
- **持续回购美元债减少汇兑损。**为了应对人民币贬值的影响，公司于 2015 年 10 月回购了 2019 年到期的 4 亿美元 3.25% 债券中的 3.35 亿美元，及 2021 年到期 7.5 亿美元 6% 债券中的 3,500 万美元，并发行了 25 亿不超过五年期的

3.68%定息人民币债券予以代替。截至 2015 年 12 月 31 日，公司的借贷总额为 156.8 亿元，其中包括 7.15 亿美元和 6,480 万美元的定息债券、5 亿美元的零息可转换债券，以及 25 亿人民币的定息债券，预计公司 2016 年汇兑损失较 2015 年将大幅减少。

- **我们的观点：**新奥能源是国内最大的城市燃气分销商之一，公司主要业务为管道燃气销售、燃气接驳和汽车燃气加气站的建设和运营，公司目前在中国 17 个省市运营 152 个城市燃气项目。随着国家加快天然气价格市场化改革，天然气价格下调将有助于提高天然气销量。同时，城镇化进程和煤改气工程的推进有助于公司开发新用户。公司通过签订长期 LNG 供应合同降低 LNG 成本，积极推广 LNG 加气站业务，并借助电改政策探索售电业务。根据 Wind 一致预期，公司 2016、2017 年预测 EPS 为 2.66、2.97 元，对应目前股价 37.2 港元 P/E 为 11.8、10.6 倍。我们认为公司 2016 年燃气业务仍将稳健增长，LNG 业务和售电收入会贡献业绩增量，我们建议投资者密切关注。
- **风险提示：**售气量下降风险，用户流失风险，接驳业务下降。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			

地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 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。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

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。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本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。

本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。