

證券業務部每周證券評論

新奧能源控股有限公司 (股份代號: 02688)

ENN Energy Holdings Limited

24 JUL 2017

目標價 \$57.20

公司簡介

重點財務數據 (截至31/12/2016止)

每股基本盈利	人民幣1.99元
全年每股股息	人民幣0.74元
市盈率 (x)	14.35
市帳率 (x)	2.06
派息比率	37.186%

資料來源:
彭博、新奧能源控股有限公司

Kathy Wong(證券業務部分析員)
kathy.wong@icbcasia.com

新奧能源控股有限公司(簡稱“新奧能源”或“集團”),於1992年開始從事城市管道燃氣業務,集團更於2001年5月10日於香港聯交所創業板上市,而在2006年6月3日轉主板。是國內規模最大的清潔能源分銷商之一。集團的業務主要分為燃氣接駁、管道燃氣銷售、汽車燃氣加氣站建設與運營、瓶裝液化石油氣分銷以及燃氣器具銷售。並擁有國家商務部批准的天然氣、LPG、甲醇、二甲醚和多種重要能源的進出口權以及多個國內運輸行業國家資質。

截至2016年12月31日,集團在中國擁有160個城市燃氣項目,包括安徽、北京、福建、廣東、廣西、海南、河北、河南、湖南、內蒙古、江蘇、江西、遼寧、四川、山東、雲南及浙江合共17個省市及自治區,覆蓋可接駁人口超過7,742萬。以及擁有在越南胡志明市、河內及岷港的國際燃氣項目,覆蓋可接駁人口超過892萬人。集團國內及海外燃氣項目總覆蓋城區人口合共超過8,634萬人。

業績回顧 (截至31/12/2016止)

截至2016年12月31日止的12個月,集團的營業額同比增長6.4%至341.03億元(人民幣,下同);整體毛利同比增長7.0%至73.5億元;毛利率較去年同期的21.41%提升了0.14個百分點至21.55%;股東應佔溢利同比增長5.6%至21.51億元。每股基本盈利同比增長5.9%至1.99元。

財務方面,截止2016年12月31日止,集團持有的現金及現金等價物為71.63億元,較2015年底的73.55億元減少2.6%;資產總值為513.81億元,較2015年年底的469.53億元,增長9.4%;負債總額為335.27億元,較2015年年底的308.9億元,增長8.5%;集團的流動比率為0.75x,較2015年底的0.61x提升了0.15x;集團淨負債比率(即淨負債與總權益(包括非控股權益)比率)為53.9%,較2015年底的51.7%提升了2.2個百分點。

圖表一

業績	截至12月31日止12個月		
	2016	2015	變動%
人民幣百萬元			
營業額	34,103	32,063	6.4%
毛利	7,350	6,866	7.0%
毛利率	21.55%	21.41%	0.14%
股東應佔利潤	2,233	2,094	6.6%
人民幣百萬元	2016年12月31日	2015年12月31日	變動%
總資產	51,381	46,953	9.4%
總負債	33,527	30,890	8.5%
流動比率(x)	0.75	0.61	0.15
現金及現金等價物	7,163	7,355	-2.6%
淨負債比率(%)	53.9%	51.7%	2.2%

資料來源: 新奧能源控股有限公司

圖表二

投資要點及利好因素

分部收入及業績	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
	佔比%	金額	佔比%	金額	
分部收入(人民幣百萬元)					
燃氣接駁	16.5%	5,611	17.2%	5,508	1.9%
管道燃氣銷售	52.5%	17,900	58.3%	18,680	-4.2%
汽車燃氣加氣站	9.3%	3,169	12.3%	3,931	-19.4%
燃氣批發	18.0%	6,153	10.7%	3,429	79.4%
其他能源銷售	0.4%	153	0.3%	83	84.3%
燃氣器具銷售	0.7%	238	0.4%	138	72.5%
材料銷售	2.6%	879	0.9%	294	199.0%
總計	100.0%	34,103	100.0%	32,063	6.4%
	截至12月31日止12個月				
	2016		2015		變動%
分部溢利(人民幣百萬元)	佔比%	金額	佔比%	金額	
燃氣接駁	48.9%	3,593	50.4%	3,462	3.8%
管道燃氣銷售	44.1%	3,243	41.7%	2,863	13.3%
汽車燃氣加氣站	3.7%	274	5.8%	400	-31.5%
燃氣批發	1.3%	97	0.5%	36	169.4%
其他能源銷售	0.2%	17	0.2%	16	6.3%
燃氣器具銷售	1.4%	100	0.8%	55	81.8%
材料銷售	0.4%	26	0.5%	34	-23.5%
總計	100.0%	7,350	100.0%	6,866	7.0%

資料來源: 新奧能源控股有限公司

1. **分部表現及營運數據。** 去年集團的營業額同比增長 6.4%至 341.03 億元；整體毛利率及純利率分局為 21.6%及 8.5% 與去年比較分別上升 0.2 個百分點及持平 毛利率上升主要由於天然氣價格下調後銷售價格基數變小導致管道氣銷售毛利率上升；股東應佔溢利同比增長 5.6%至 21.51 億元 集團去年旗下七大主要業務的表現如下：

燃氣接駁： 佔集團整體營業額 16.5%的燃氣接駁分部 其去年的營業額同比增長 1.9%至 56.11 億元。分部溢利同比增長 3.8%至 35.93%。去年，集團新增住宅用戶 182.08 萬個，增長 6.7%；新增工商業用戶 11821 個，增長 30.6%。而新增工商業用戶已裝置日設計供氣量 1257.4 萬立方米，增長 54.1%。截至 2016 年 12 月 31 日止，集團累計已接駁天然氣住宅用戶增長 14.8%至 1414.69 萬戶，而累計工商用戶上升 21.5%至 7118.22 萬立方米；

燃氣管道銷售： 佔集團整體營業額 52.5%的管道燃氣銷售分部，其去年的營業額同比下跌 4.2%至 179 億元。分部溢利按年增長 13.3%至 32.43 億元。去年集團的總燃氣銷售量同比增長 27.2%至 143.86 億立方米，其中，總天然氣銷售量同比增長 27.0%至 143.29 億立方米；而集團銷售予住宅用戶的天然氣氣量同比增長 22.1%至 18.16 億立方米，銷售予工商業用戶的天然氣氣量同比增長 13.7%至 79.63 億立方米；

汽車燃氣加氣站： 佔集團整體營業額 9.3%的汽車燃氣加氣站分部，其去年的營業額同比下跌 19.4%至 31.69 億元。分部溢利同比下跌 31.5%至 2.74 億元。集團的汽車加氣站天然氣售氣量同比下跌 3.4%至 15.14 億立方米，其中，CNG 加氣站的售氣量減少 12.3%至 8.63 億立方米，LNG 加氣站的售氣量增長 11.7%至 6.51 億立方米；

燃氣批發： 佔集團整體營業額 18.0%的燃氣批發分部，其去年的營業額同比增長 79.4%至 61.53 億元。分部溢利同比增長 1.69 倍至 9700 萬元；

其他能源銷售： 佔集團整體營業額 0.4%的其他能源銷售分部 其去年的營業額同比增長 84.3%至 1.53 億元。分部溢利同比增長 6.3%至 1700 萬元；

燃氣器具銷售： 佔集團整體營業額 0.7%的燃氣器具銷售分部 其去年的營業額同比增長 72.5%至 2.38 億元。分部溢利同比增長 81.8%至 1 億元；

材料銷售： 佔集團整體營業額 2.6%的材料銷售分部，其去年的營業額同比增長 1.99 倍至 8.79 億元。分部溢利同比下跌 23.5%至 2600 萬元。

集團去年燃氣接駁有穩定的表現，而管道燃氣銷售方面則量跌價升。另外，燃氣批發亦有突破性的增長。現時中國的天然氣消費量佔一次能源消費量的比重仍很低，增長空間大，在“十三五”天然氣規劃下，未來國內天然氣用量增長會持續擴大，利用率增加，預計新奧能源未來的業績會持續增長。

2. **國策促改革、提需求。** 去年至今中央不斷推出政策及規劃，提升國內天然氣的使用率，而有利天然氣行業發展的相關政策包括：

日期	政策/規模/措施	內容
2016年8月31日	《關於加強地方天然氣輸配價格監管降低企業用氣成本的通知》	加強天然氣輸配價格監管，降低下游企業用氣成本，促進天然氣行業持續健康發展，將全面梳理天然氣各環節價格，降低過高的省內管道運輸價格和配氣價格，減少供氣中間環節，整頓規範收費行為。

投資要點及利好因素

日期	政策/規模/措施	內容
2016年9月7日	《關於做好油氣管網設施開放相關資訊公開工作的通知》	要求油氣企業公開油氣管網和接收站資訊，為加速第三方使用中游設施提供了進一步政策支援。
2016年10月9日	《天然氣管道運輸價格管理辦法（試行）》和《天然氣管道運輸定價成本監審辦法（試行）》	提出管道運輸實行政府定價，採用價格上限定價法，根據管道輸氣服務的定價成本加上以8%准許回報率計算的准許收益以及稅費，以三年為監管週期對管輸費收入設定上限。
2016年10月15日	《關於明確儲氣設施相關價格政策的通知》	《通知》明確，儲氣設施天然氣購銷價格由市場競爭形成，儲氣設施經營企業可統籌考慮天然氣購進成本和儲氣服務成本，根據市場供求情況自主確定對外銷售價格。
2016年11月7日	《電力發展“十三五”規劃(2016-2020)》	按照非化石能源消費比重達到15%的要求，到2020年，非化石能源發電裝機達到7.7億千瓦左右，比2015年增加2.5億千瓦左右，占比約39%，提高4個百分點，發電量占比提高到31%
2016年11月10日	《關於推進化肥用氣價格市場化改革的通知》	決定自2016年11月10日起，全面放開化肥用天然氣價格。至此，由市場主導價格的氣量已占到我國天然氣消費總量的80%以上。
2016年11月15日	《關於福建省天然氣門站價格政策有關事項的通知》	提出在福建省開展天然氣門站價格市場化改革試點，西氣東輸福建省門站價將由供需雙方協商確定。
2017年1月19日	《天然氣發展“十三五”規劃》	到2020年，天然氣在中國一次能源消費結構中的佔比將達到8%至10%。到2030年，力爭將天然氣在一次能源消費中的佔比提高到15%左右。
2017年6月20日	《關於加強配氣價格監管的指導意見》	根據《指導意見》，城鎮燃氣配氣價格按照“准許成本加合理收益”的原則制定，其中准許成本核定原則上根據政府制定價格成本監審辦法等有關規定執行；准許收益按有效資產乘以准許收益率計算確定，准許收益率原則上不超過7%。
2017年7月4日	《加快推進天然氣利用的意見》	意見提出，深化天然氣價格改革2020年天然氣在一次能源消費結構占比10%左右。《意見》明確了四大任務，即實施城鎮燃氣工程、實施天然氣發電工程、實施工業燃料升級工程、實施交通燃料升級工程。

近年國內的工業過度發展令其污染的問題日趨嚴重，燃煤、汽車所排出的廢氣導致大氣中的顆粒物濃度超標，並成為霧霾產生的重要因素。環保、道路節能減排及可持續發展已成為中央政府要急切處理的問題。而天然氣作為更環保及更高效能的替代能源，相信可協助改善環境污染的問題，現時及國內天然氣利用水平仍大幅低於世界水平，新型城鎮化對高效清潔天然氣的需求將不斷增長，加快推進新型城鎮化建設將積極促進天然氣利用，這正好有助加速提升國內天然氣佔一次性能源比重的需求。現時中央已努力加快油氣體制改革步伐，以打破天然氣行業上中下游存在已久樽頸位置。

在天然氣利用上，《能源“十三五”規劃》、《關於加快推進天然氣利用的意見》及《天然氣發展“十三五”規劃》同時提到，到2020年，天然氣在中國一次能源消費結構中的佔比將達到8%至10%。在《天然氣發展“十三五”規劃》提出，“十三五”期間，要加大天然氣利用、推動天然氣消費工程對產業健康發展具有重要作用，“十三五”要抓好大氣污染治理重點地區等氣化工程、天然氣發電及分散式能源工程、交通領域氣化工程、節約替代工程等四大利用工程，天然氣佔一次能源消費比重力爭提高到10%左右。而新建天然氣主幹及配套管道4萬公里，2020年總里程達到10.4萬公里，幹線輸氣能力超過4000億立方米/年；地下儲氣庫累計形成工作氣量148億立方米。並要加快推動天然氣市場化改革，健全天然氣產業法律法規體系，完善產業政策體系，建立覆蓋全行業的天然氣監管體制。在全面深化油氣體制改革上，要推動天然氣管網運輸和銷售分離，大力推進天然氣基礎設施向協力廠商市場主體開放。放開非居民用氣價格，進一步完善居

投資要點及利好因素

民用氣定價機制，加強天然氣管輸價格和成本監審，有效降低輸配氣成本，擴大天然氣利用規模。建立完善上中下游天然氣價格聯動機制，加大天然氣下游市場的開發培育力度，供氣企業合理承擔普遍服務義務，形成終端市場的競爭環境。規劃還強調，要培育天然氣市場和促進高效利用。加大天然氣利用、推動天然氣消費工程對產業健康發展具有重要作用。

上月發改委印發了《關於加強配氣價格監管的指導意見》，意見指出，核定獨立的配氣價格，配氣價格是指城鎮燃氣管網配送環節的價格，應由政府嚴格監管。地方價格主管部門要釐清供氣環節，核定獨立的配氣價格，並可在合理分攤成本的基礎上，制定區分用戶類別的配氣價格。配氣價格按照“准許成本加合理收益”的原則制定，即通過核定城鎮燃氣企業的准許成本，監管准許收益，考慮稅收等因素確定年度准許總收入，制定配氣價格。根據《指導意見》，城鎮燃氣配氣價格按照“准許成本加合理收益”的原則制定，其中准許成本核定原則上根據政府制定價格成本監審辦法等有關規定執行；准許收益按有效資產乘以准許收益率計算確定，准許收益率原則上不超過7%。有市場人士認為，准許收益率原則上不超過7%，較預期的6%為好，亦同時為市場掃除准許收益的不明朗因素，而《指導意見》打破其自然壟斷屬性，對第三方開放，從而實現下游大型用戶對天然氣的直接採購，由管道運營商配送，減少中間環節，推進能源價格市場化。加上《指導意見》中提出的不超過7%准許收益率，是不包括接駁費及售氣，若7%的配氣業務回報率，再加上6-7%售氣及接駁費業務回報，天然氣產業鏈各環節收益更趨合理，將有效促進天然氣行業持續健康有序發展，而集團作為城市燃氣行業龍頭當然有助提升收入。

股價走勢

集團於7月21日的收市價為\$51.85，股價按年升29.63%。6月時在發改委印發的《關於加強配氣價格監管的指導意見》政策出臺扶持下，集團的股價由50元以下的位於升至7月13日升至52周56.0元新高，現時股價已由高位回落至上周五收市51.85元的位置。14天相對強弱指數已由高位回落至64.3926的水平，股價於10、20天及50天的移動平均線以上，而MACD線及訊號線於利好的區間之內，但相信短期集團的股價仍有回吐的壓力。隨著中國城鎮化加快發展，城鎮人口規模不斷擴大，加上工商業的增速已由14、15年的低位水平回升並有加快的跡象，相信有助增加集團接駁費、售氣及燃氣批發的收入。投資者可考慮於50元以下位置吸納或增持，以憧憬集團未來收入增速穩定增長。 資料來源: 彭博

估值預測

估值預測

以7月21日的收市價\$計51.85算，其市盈率及市帳率分別為22.58及3.25倍的位置，集團的市盈率及市帳率維持在同行及行業偏高的水平。國內的空氣污染問題嚴重，霧霾圍城，政府已加快出臺多個政策去治理，從去年及今年中央密集出臺相關天然氣的意見及規劃可見，現時油氣體制改革步伐已在加快當中，而上月出臺的《關於加強配氣價格監管的指導意見》更是天然氣價格監管中的最後一塊拼圖，利順了整個天然氣產業鏈全環節的價格監管體系，有利集團提升收入及市佔率。而《天然氣發展“十三五”規劃》提出將以京津冀、長三角、珠三角、東北地區為重點，推進重點城市“煤改氣”工程，未來在以氣代油、煤改氣的大趨勢下，集團緊抓「煤改氣」契機，積極開發商業用戶，在配合地方政府加大力度落實煤改氣政策下，通過為客戶提供節能改造方案，幫助客戶降低整體用能成本，從而吸引客戶用氣，擴大用氣規模。去年，集團的新增煤改氣用戶日開口氣量為503萬方/日，佔新接駁工商業用戶比例為40%。去年集團已獲取8個新項目，分別位於河北定州市、山東昌樂縣、山東日照海右經濟開發區、河南鞏義市民營科技創業園、廣東深圳寶安(龍川)產業轉移工業園、遼寧營口工業園區、廣東吳川市和湖南炎陵縣，新增可接駁人口98萬。另外，集團亦獲取了12個位於現有項目周邊的新經營區域，進一步擴大了經營範圍，亦為集團未來售氣量增長奠定良好基礎。集團正積極轉型，拓展多能源互補專案，將天然氣進行了二次加工，將天然氣由產品轉化為原料，提供氣、熱、冷、電四種能源，成為綜合能源供應商，將進一步提高運營效率，目前已有12個專案投運，還有10個項目在建當中。而集團2017年目標天然氣氣量銷售增長20%以上，若撇除能源貿易業務銷量，目標增幅15%以上，計畫今年新增住宅用戶180萬戶以上，與去年一致，工商業用戶每日用氣量達1200萬立方米，集團核心利潤增長15%以上。今年首五月零售天然氣銷售增長接近20%，已超過了集團訂下的目標增長，相信集團今年要達標絕對沒有難度。在國家政策及業務發展轉型的多個因素下，集團今年的收入及盈利將會穩定地增長，所以會將新奧能源的目標價定在\$57.20即相當於15.806市盈率的位置，目標價與現價相比預計會有10.32%的潛在升幅。 資料來源: 彭博

風險因素

- 天然氣管道基礎建設的興建，限制了可供氣及可接駁的地區數量，這減慢及限制集團可發展的版圖
- 國內及全國經濟增長均會影響工商業用戶對燃料的需要，影響集團的收入

利益披露及免責聲明

利益披露：

本文的作者為香港證監會持牌人，分析員本人或其聯繫人並未涉及任何與該報告中所評論的上市公司的金錢利益或擔任該上市公司的任何職務，而在編製的過程中分析員會根據預先訂立的程序及政策，去避免因研究工作可能會引起利益衝突情況。

免責聲明：

本文的預測及意見只作為一般的市場或個別股份的評論，僅供參考之用，在未經中國工商銀行(亞洲)有限公司(“本行”)同意前，不得以任何形式複製、分發或本文的全部或部分的內容，本行不會對利用本文內的資料而構成直接或間接的任何損失負責。

文中所刊載的資料是根據本行認為可靠的資料來源編製而成，惟該等資料的來源未有經獨立核證，本行並無就文中所載的任何資料、預測及/或意見的公平性、準確性、完整性、時限性或正確性，以及文中該等預測及/或意見所採用的基準作出任何明文或暗示的的保證、陳述、擔保或承諾，本行亦不會就使用及/或依賴文中所載任何該等資料、預測及/或意見所引致之損失負上或承擔任何責任。而文中的預測及意見乃本行分析員於本文刊發時的意見，可作修改而毋須另行通知。若派發或使用本文所刊載的資料違反任何司法管轄區或國家的法律或規例，則本文所刊載的資料不得為任何人或實體在該司法管轄區或國家派發或使用。

本文不構成任何要約，招攬或邀請購買，出售或持有任何證券。在本文所載資料沒有考慮到任何人的投資目標，財務狀況和風險偏好及投資者的任何個人資料，因此不應依賴作出任何投資決定。訂立任何投資交易前，你應該參照自己的財務狀況及投資目標考慮這種買賣是否適合你，並尋求諮詢意見的獨立法律、財務、稅務或其他專業顧問”。

客戶如不想接收服務號推送信息，可自行取消關注服務號或關閉接收消息功能。