

行业报告

招商證券(香港)有限公司
証券研究部

天然气行业

2018年业绩前瞻: 储量充沛之冬

■ 新奥能源 (2688 HK) 和华润燃气 (1193 HK) 分别计划于2019年3月21日和3月22日公布各自的2018年业绩

■ 2018年全国天然气消费同比增长18.1%。在强劲需求的推动下, 我们预计天然气运营商2018年的天然气销量将同比增长23%。我们还注意到18年下半年的单位售气毛利稳定, 相比17年下半年单位售气毛利受到了挤压, 这得益于良好的准备工作。整体上, 我们预计新奥能源和华润燃气的核心利润将分别同比增长16%和24%

■ 主要催化剂包括: 1) 管理层对天然气销售目标和毛利率展望的指引; 2) 他们对新业务开发情况的更新; 3) 中央政府出台接驳费政策

新奥能源 (2688 HK, 买入, 目标价: 88.4港元): 盈利将符合预期, 更多业务多元化的更新

新奥能源计划于3月21日公布其2018年业绩。我们预计公司核心利润将同比增长16%至43亿元人民币, 主要受强劲的城市燃气销售(同比增长23%)和稳定的单位售气毛利(0.63元人民币/立方米)推动, 这得益于18年冬季天然气供应的增加和从18年10月开始直接进口天然气带来的成本优势。与此同时, 公司的综合能源业务正在加快步伐; 2018年所签的合同能源销售达1,000亿千瓦时。我们预计管理层将提供更多有关公司综合能源解决方案项目开发进度的更新情况。此外, 管理层对其液化天然气进口战略的评论(例如通过签订石油衍生品合约来对冲其进口液化天然气成本)将引起关注。公司2018-20年的预测经常性每股盈利复合年增长率达15%, 股票当前估值为15.8倍2019年预测市盈率, 较其5年历史平均的13.6倍溢价16%。维持买入评级, 目标价重审中。

华润燃气 (1193 HK, 买入, 目标价: 35.9港元): 稳扎稳打的2018年, 下一步会怎样?

华润燃气将于3月22日公布其2018年业绩。我们预计公司核心利润增长将从2017年的11%大幅回升至2018年的同比24%, 鉴于: 1) 2017年的低基数; 2) 强劲的燃气销售(同比增长>20%, 符合管理层指引); 3) 单位售气毛利稳定(约0.6元人民币/立方米)。管理层对2019年天然气销量和单位售气毛利前景的指引应该是重点。另一方面, 我们预计公司将在2018年转变为净现金状态。凭借其充裕的现金, 公司有意关注并购和中游基础设施投资机会, 并提高其派息率。股票当前估值为14.6倍2019年市盈率(相比之下公司5年历史平均为14.5倍), 2018-20年预测经常性每股盈利复合年增长率为13%。评级和目标价目前正在重审中。

重点公司主要财务指标

公司	代码	评级	现价 (港元)	目标价 (港元)	上涨 空间 (%)	每股盈利(港币)		P/E (x)		P/B (x)		ROE (%)	
						FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E	FY18E	FY19E
中国燃气*	384 HK	买入	26.40	37.10	40.5	1.45	1.75	18.2	15.1	4.6	3.7	23.9	22.8
新奥能源	2688 HK	买入	83.75	88.40	5.6	3.96	4.56	18.2	15.8	3.9	3.4	23.3	22.8
华润燃气	1193 HK	买入	34.00	35.90	5.6	2.03	2.32	16.7	14.6	3.0	2.7	19.3	19.4

股价截至2019年2月27日; 资料来源: 彭博、招商證券(香港)

*注: 中国燃气的2018-19E是指其3月31日年结的2019-20E财年

蔡雯, CFA

+852 3189 6268

scullytsoi@cmschina.com.hk

萧俊豪

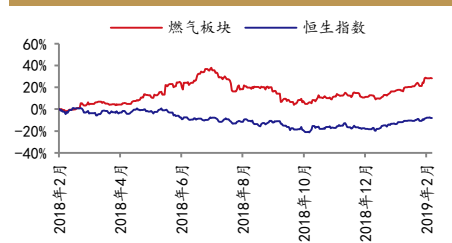
+852 3189 6395

ericciu@cmschina.com.hk

推荐

恒生指数	28,757
国企指数	11,457

行业表现



资料来源: 彭博

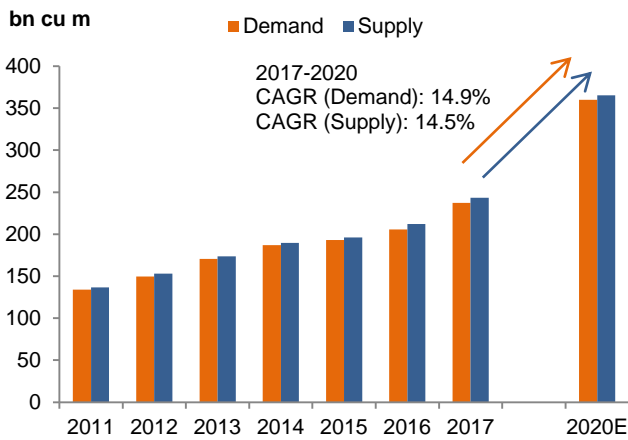
%	1m	6m	12m
绝对回报	8.5	6.3	28.3
相对回报	4.2	4.6	36.3

相关报告

1. Gas sector - Hunan's connection fee policy sends a positive signal (OVERWEIGHT) 2019/02/20
2. 天然气行业 - 气化中国(推荐)2018/12/20
3. Gas sector - Investors' concern (OVERWEIGHT) 2018/09/28
4. Gas sector - 1H18 results overview (OVERWEIGHT) 2018/09/05
5. 天然气行业 - 向市场化更进一步(推荐)2018/05/28
6. 天然气行业 - 前景向好(推荐)2018/05/25
7. 天然气 - 2017年业绩预览: 预计盈利增长稳健(推荐)2018/03/08
8. Gas sector - Further fight for blue sky in Northern China (OVERWEIGHT) 2017/12/29

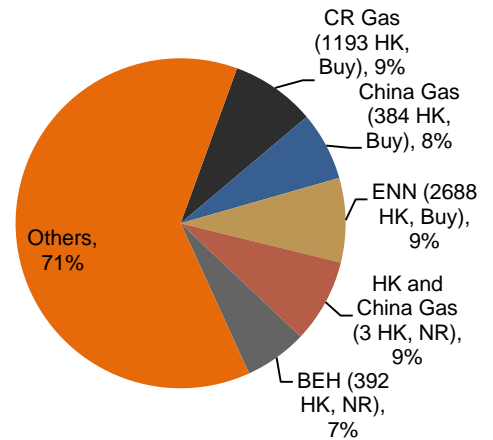
重点图表

图1: 天然气供需



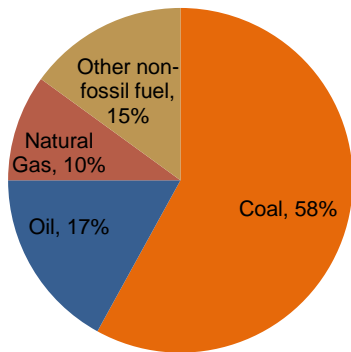
资料来源: 彭博、CEIC、招商证券(香港)预测

图2: 2017年天然气公司的市场份额



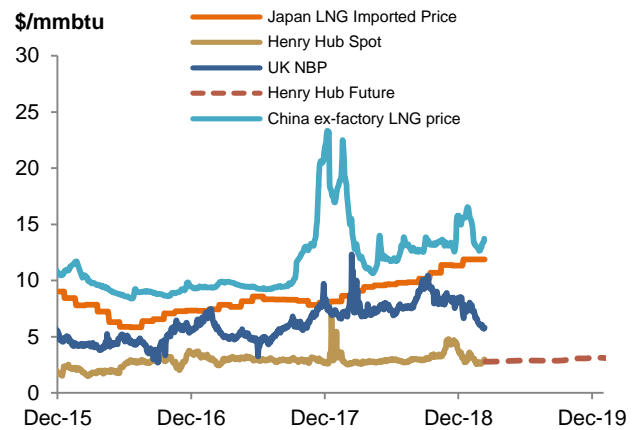
资料来源: 公司资料、招商证券(香港)

图3: 按燃料计 2020年预测能源消耗构成



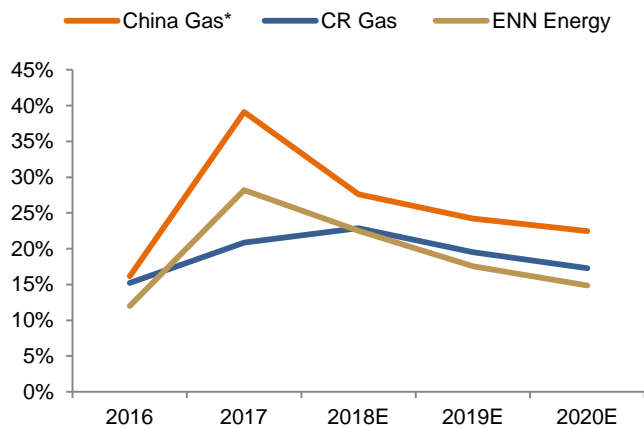
资料来源: 国家发改委、招商证券(香港)

图4: LNG现货价格吸引



资料来源: 彭博、招商证券(香港)

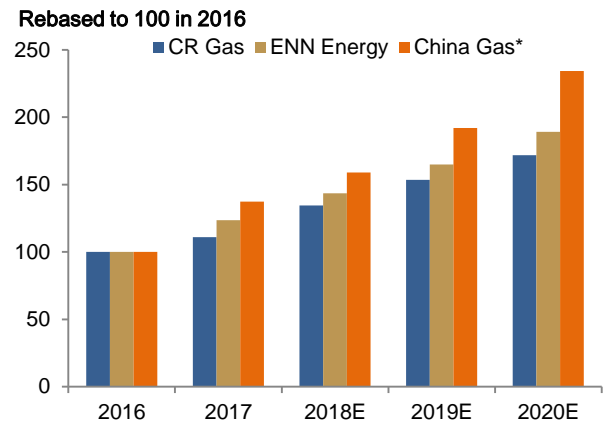
图5: 燃气公司的天然气销量增长比较



注: 2016-20E是指中国燃气3月31日年结的2017-21E财年

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

图6: 燃气公司的经常性每股盈利比较



注: 2016-20E是指中国燃气3月31日年结的2017-21E财年

资料来源: 公司资料、招商证券(香港)预测

财务预测表 - 新奥能源

资产负债表

12月31日年结(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
固定资产	22,297	25,490	30,277	34,946	39,542
附属公司、合资公司及联营公司	5,054	5,434	5,879	6,396	6,965
商誉及其他无形资产	1,675	1,873	1,770	1,667	1,564
递延税项资产	745	941	941	941	941
其他	7,770	7,851	7,796	7,790	7,806
非流动资产总额	37,541	41,589	46,663	51,740	56,819
库存	515	744	959	1,204	1,457
应收贸易及票据账款	1,510	2,450	3,173	4,004	4,895
预付、按金款项及其他	2,945	3,801	4,889	6,128	7,444
现金	7,515	8,213	5,218	4,820	4,859
其他	1,355	2,418	2,377	2,361	2,330
流动资产总额	13,840	17,626	16,615	18,516	20,986
资产总额	51,381	59,215	63,279	70,256	77,804
应付贸易及票据账	2,237	3,182	4,050	5,022	5,998
应计费用和其他应付账	6,086	8,035	10,058	12,298	14,722
银行贷款	3,944	1,737	3,274	3,274	3,274
债券、认股证及债权证	700	6,631	2,500	0	0
其他	5,374	6,020	5,848	5,704	5,567
流动负债总额	18,341	25,605	25,730	26,298	29,560
应付税款	732	982	982	982	982
银行贷款	197	523	986	986	986
债券、认股证及债权证	11,950	9,176	9,174	11,674	11,674
其他	3,039	3,694	3,839	4,067	4,295
非流动负债总额	15,186	13,393	13,999	16,727	16,955
负债总额	33,527	38,998	39,729	43,025	46,515
总净资产总额	17,854	20,217	23,550	27,231	31,290
股本	112	112	112	112	112
储备	14,854	16,840	19,874	23,212	26,874
股东权益总额	14,966	16,952	19,986	23,324	26,986
少数股东权益	2,888	3,265	3,564	3,907	4,304
总权益	17,854	20,217	23,550	27,231	31,290
总负债	16,791	18,067	15,934	15,934	15,934
净现金(付债)	(9,276)	(9,854)	(10,716)	(11,114)	(11,075)
每股净资产(人民币)	13.83	15.67	18.45	21.53	24.91

现金流量表

12月31日年结(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营运利润	4,644	5,327	6,425	7,484	8,653
折旧和摊销	969	1,016	1,213	1,451	1,646
营运资金变化	751	767	737	769	832
其他	454	454	556	543	449
已付税款	(1,452)	(1,471)	(1,868)	(2,142)	(2,480)
经营活动所得净现金	5,366	6,093	7,064	8,106	9,100
资本开支	(3,049)	(4,527)	(6,000)	(6,120)	(6,242)
其他	(439)	236	858	863	897
投资活动所得净现金	(3,488)	(4,291)	(5,142)	(5,257)	(5,345)
发行/回购股份	(29)	0	0	0	0
股息支付	(705)	(775)	(975)	(1,262)	(1,598)
净债务变化	452	1,567	(2,133)	0	0
其他	(1,454)	(1,500)	(1,568)	(1,745)	(1,876)
融资活动所得净现金	(1,736)	(708)	(4,676)	(3,006)	(3,475)
现金变更净值	142	1,094	(2,754)	(157)	281
调整	18	(44)	0	0	0
期初余额	7,355	7,163	7,972	4,977	4,579
期末余额	7,515	8,213	5,218	4,820	4,859

损益表

12月31日年结(百万人民币)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	34,103	48,269	61,307	75,887	91,063
销售成本	(26,753)	(39,930)	(51,463)	(64,637)	(78,212)
毛利	7,350	8,339	9,844	11,249	12,851
销货和分销成本	(534)	(635)	(721)	(806)	(911)
行政费用	(2,172)	(2,377)	(2,698)	(2,958)	(3,287)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(2,706)	(3,012)	(3,419)	(3,765)	(4,198)
营运利润	4,644	5,327	6,425	7,484	8,653
其他收入及(支出)	(564)	(441)	659	663	666
财务费用	(456)	(330)	(374)	(450)	(408)
附属、合资及联营公司收入	571	634	735	853	938
税前利润	4,195	5,190	7,446	8,550	9,849
所得税	(1,307)	(1,517)	(1,868)	(2,142)	(2,480)
税后利润	2,888	3,673	5,579	6,408	7,369
少数股东权益	(737)	(871)	(1,283)	(1,471)	(1,704)
净利润	2,151	2,802	4,296	4,936	5,666
非核心项目调整	1,061	895	0	0	0
核心净利润	3,212	3,697	4,296	4,936	5,666
税后折旧及摊销前利润	5,613	6,343	7,638	8,935	10,299
基本每股收益(人民币)	1.99	2.59	3.96	4.56	5.23
摊薄每股核心收益(人民币)	2.76	3.41	3.96	4.56	5.23
每股股利(人民币)	0.74	0.90	1.16	1.48	1.85

财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
同比增长率(%)					
收入	6.4	41.5	27.0	23.8	20.0
税后折旧及摊销前利润	9.2	13.0	20.4	17.0	15.3
营运利润	11.0	14.7	20.6	16.5	15.6
核心净利润	17.4	15.1	16.2	14.9	14.8
摊薄每股核心收益	9.4	23.6	16.1	14.9	14.8
每股股利	15.6	21.6	29.4	26.6	25.4
利润率(%)					
毛利率	21.6	17.3	16.1	14.8	14.1
税后折旧及摊销前利率	16.5	13.1	12.5	11.8	11.3
息税前利率	13.6	11.0	10.5	9.9	9.5
净利率(核心净利润)	9.4	7.7	7.0	6.5	6.2
实际税率(%)	36.1	33.3	27.8	27.8	27.8
营运费用占收入比率(%)	7.9	6.2	5.6	5.0	4.6
利息覆盖率(x)	10.2	16.1	17.2	16.6	21.2
股息支付率(%)	24.1	26.4	29.4	32.4	35.4
资本净负债比率(%)	52.0	48.7	45.5	40.8	35.4
总资本净负债比率(%)	34.2	32.8	31.3	29.0	26.1
流动比率(x)	0.8	0.7	0.6	0.7	0.7
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.7	0.9	1.0	1.1	1.2
财务杠杆比率(x)	3.5	3.5	3.3	3.1	2.9
息税前利率(%)	13.6	11.0	10.5	9.9	9.5
利息负担(x)	0.9	1.0	1.2	1.1	1.1
税率负担(x)	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
股本收益率(%)	15.1	17.6	23.3	22.8	22.5
资本回报率(%)	12.4	13.6	18.2	18.5	19.0

资料来源: 公司资料、招商证券(香港) 预测

财务预测表 - 华润燃气

资产负债表

12月31日年结(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
固定资产	24,059	28,608	32,550	35,690	38,798
附属公司、合资公司及联营公司	10,892	13,046	13,163	13,298	13,447
商誉及其他无形资产	2,156	2,392	2,392	2,392	2,392
递延税项资产	210	240	240	240	240
其他	2,388	1,705	1,544	1,456	1,373
非流动资产总额	39,704	45,991	49,889	53,076	56,251
库存	413	595	966	1,189	1,438
应收贸易及票据账款	4,454	4,334	5,232	5,975	6,956
预付、按金款项及其他	3,566	5,128	6,487	7,499	8,840
现金	9,572	10,368	13,707	15,992	19,366
其他	1,965	2,348	2,648	2,815	2,999
流动资产总额	19,971	22,773	29,040	33,472	39,599
资产总额	59,675	68,764	78,929	86,548	95,850
应付贸易及票据账	4,969	6,619	9,276	10,888	13,051
应计费用和其他应付账	5,605	6,623	9,276	10,888	13,051
客户欠款	11,163	12,808	13,170	13,373	13,763
银行贷款	3,139	5,328	5,996	5,996	5,996
其他	540	634	630	626	623
流动负债总额	25,416	32,011	38,348	41,770	46,483
银行贷款	3,302	252	283	283	283
债券、认股证及债权证	5,726	5,788	5,788	5,788	5,788
其他	1,526	1,544	1,520	1,460	1,403
非流动负债总额	10,554	7,584	7,591	7,531	7,474
负债总额	35,970	39,594	45,938	49,301	53,957
总净资产总额	23,705	29,169	32,990	37,247	41,894
股本	222	222	222	222	222
储备	17,546	21,770	24,755	28,058	31,639
股东权益总额	17,768	21,993	24,977	28,281	31,861
少数股东权益	5,937	7,177	8,013	8,966	10,032
总权益	23,705	29,169	32,990	37,247	41,894
总负责	12,168	11,367	12,067	12,067	12,067
净现金(付债)	(2,596)	(999)	1,640	3,926	7,300
每股净资产(港元)	7.99	9.89	11.23	12.72	14.33

现金流量表

12月31日年结(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营运利润	5,307	5,614	6,654	7,597	8,471
折旧和摊销	1,288	1,646	1,872	2,074	2,258
营运资金变化	1,941	1,764	2,746	1,279	1,964
其他	483	472	(317)	418	205
已付税款	(1,654)	(1,700)	(1,951)	(2,223)	(2,488)
经营活动所得现金	7,365	7,796	9,003	9,146	10,410
资本开支	(3,263)	(4,366)	(5,000)	(5,150)	(5,305)
其他	386	4,169	1,013	1,124	1,227
投资活动所得现金	(2,877)	(197)	(3,987)	(4,026)	(4,078)
发行/回购股份	0	0	0	0	0
股息支付	(827)	(980)	(1,303)	(1,624)	(1,949)
净债务变动	(2,671)	(923)	709	0	0
其他	(1,733)	(1,254)	(1,072)	(1,198)	(998)
融资活动所得现金	(5,232)	(3,157)	(1,665)	(2,822)	(2,947)
现金变更净值	(744)	4,442	3,351	2,298	3,386
调整	(435)	425	0	0	0
期初余额	10,751	5,501	10,356	13,695	15,981
期末余额	9,572	10,368	13,707	15,992	19,366

损益表

12月31日年结(百万港元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	32,916	39,838	52,316	60,971	72,458
销售成本	(21,732)	(27,922)	(38,651)	(45,747)	(55,299)
毛利	11,184	11,916	13,665	15,225	17,159
销售和分销成本	(3,413)	(3,734)	(4,416)	(4,836)	(5,479)
行政费用	(2,464)	(2,567)	(2,595)	(2,791)	(3,209)
其他营运费用	0	0	0	0	0
营运费用总额	(5,877)	(6,301)	(7,011)	(7,627)	(8,688)
营运利润	5,307	5,614	6,654	7,597	8,471
其他收入及(支出)	416	434	501	483	484
财务费用	(306)	(223)	(178)	(132)	(58)
附属公司、合资公司及联营公司收入	772	787	906	1,041	1,163
税前利润	6,189	6,613	7,882	8,990	10,059
所得税	(1,751)	(1,703)	(1,953)	(2,226)	(2,491)
税后利润	4,438	4,911	5,929	6,764	7,568
少数股东权益	(1,148)	(1,257)	(1,406)	(1,602)	(1,794)
净利润	3,289	3,654	4,522	5,162	5,775
非核心项目调整	0	0	0	0	0
核心利润	3,289	3,654	4,522	5,162	5,775
税息折旧及摊销前利润	6,595	7,260	8,525	9,672	10,728
基本每股收益(港元)	1.51	1.68	2.03	2.32	2.60
摊薄每股核心收益(港元)	1.51	1.68	2.03	2.32	2.60
每股股息(港元)	0.44	0.55	0.69	0.84	0.99

财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率(%)					
收入	0.3	21.0	31.3	16.5	18.8
税息折旧及摊销前利润	25.5	10.1	17.4	13.4	10.9
营运利润	26.1	5.8	18.5	14.2	11.5
核心净利润	15.9	11.1	23.8	14.1	11.9
摊薄每股核心收益	15.9	11.0	21.2	14.1	11.9
每股股利	33.5	24.1	26.4	20.9	18.1
利润率(%)					
毛利率	34.0	29.9	26.1	25.0	23.7
税息折旧及摊销前利率	20.0	18.2	16.3	15.9	14.8
息税前利率	16.1	14.1	12.7	12.5	11.7
净利率(核心净利润)	10.0	9.2	8.6	8.5	8.0
实际税率(%)	32.3	29.2	28.0	28.0	28.0
营运费用占收入比率(%)	17.9	15.8	13.4	12.5	12.0
利息覆盖率(x)	17.4	25.2	37.5	57.5	145.4
股息支付率(%)	29.8	33.3	34.0	36.0	38.0
资本净负债比率(%)	11.0	3.4	净现金	净现金	净现金
总资本净负债比率(%)	9.9	3.3	净现金	净现金	净现金
流动比率(x)	0.8	0.7	0.8	0.8	0.9
回报率(%)					
资产周转率(x)	0.6	0.6	0.7	0.7	0.8
财务杠杆比率(x)	3.4	3.2	3.1	3.1	3.0
息税前利率(%)	19.7	17.2	15.4	15.0	14.0
利息负担(x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
税率负担(x)	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
股本收益率(%)	18.9	18.4	19.3	19.4	19.2
资本回报率(%)	17.6	18.0	19.7	21.2	22.4

资料来源: 公司资料, 招商证券(香港) 预测

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法;(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关。

监管披露

有关重要披露事项,请参阅本公司网站之「披露」网页<http://www.newone.com.hk/cms/hk/gb/disclosure.html>或<http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure>。

免责声明

本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告由招商证券(香港)有限公司提供。招商证券(香港)现持有香港证券及期货事务监察委员会(SFC)所发的营业牌照,并由SFC按照《证券及期货条例》进行监管。招商证券(香港)目前的经营范围包括第1类(证券交易)、第2类(期货合约交易)、第4类(就证券提供意见)、第6类(就机构融资提供意见)和第9类(提供资产管理)。本报告中的内容和意见仅供参考,其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。招商证券(香港)并非于美国登记的经纪自营商,除美国证券交易委员会的规则第15(a)-6条款所容许外,招商证券(香港)的产品及服务并不向美国人提供。

本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。本报告的信息来源于招商证券(香港)认为可靠的公开资料,但我公司对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何保证。招商证券(香港)可随时更改报告中的内容、意见和估计等,且并不承诺提供任何有关变更的通知。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者须按照自己的判断决定是否使用本报告所载的内容和信息并自行承担相关的风险,且投资者应按其本身的投资目标及财务状况而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。招商证券(香港)或关联机构可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券(香港)所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。

香港

招商证券(香港)有限公司
香港中环交易广场一期48楼
电话: +852 3189 6888
传真: +852 3101 0828