新奧燃氣（2688）

買入

2008 年 07 月 25 日

收入結構日趨合理，業績增長穩定

燃氣銷售收入占比提高，收入結構趨向合理:預計 2010 年公司管道燃氣銷售收入在整體收入中的比例達到 62.3%，而一次性接駁費收入占總體收入的比例下降至 23.4%。公司收入結構更趨合理，預計 2007-2010 年公司收入和淨利潤的複合平均增長率分別爲 28.8%和 21.4%。

旺盛的需求繼續推動燃氣銷量快速增長：07 年公司管道燃氣銷量比 06 年增加 70.6%至 21.4 億立方米。08 年天然氣銷售目標爲 22 億立方米，2007 年實際銷售 17.6 億立方米。根據國家對清潔能源開發利用的戰略目標和公司目前較低的氣化率，預計未來三年公司燃氣銷量可保持年均 25%以上的增長率。

新獲城市燃氣項目對接駁費和燃氣銷售增長形成支撐:公司 07 年獲得 5 個新項目，2008 年已獲得廣東肇慶項目，公司城市燃氣項目達到 70 個，覆蓋總城區可接駁人口數 4095 萬人。公司目前有 8 個項目處於跟蹤談判中，潛在的重要專案包括南寧和福州，保守預計未來每年再增加一個城市項目，新項目的獲得降爲公司接駁費和燃氣銷售增長提供有力支撐。

LPG 分銷加快周轉率以提高毛利率:公司 08 年 LPG 分銷業務將以加快周轉率來提高毛利率，我們預計 LPG 分銷業務 2008-2010 年的毛利率分別爲 3%、5%和 7.5%。

二甲醚項目預計 2009 年投產:公司投資 15%股權的二甲醚項目 09 年計畫投產，產能爲 40 萬噸/年二甲醚，達產後預計每年可爲公司帶來約 3000 萬元人民幣的利潤。

調整目標價至 15.28 港元，買入評級:基於新的資訊，調整公司盈利預測，結合 P/E Band 分析,按同類公司 2008 年動態平均市盈率 21.3 倍測算，調降公司 12 個月目標價至 15.28 港元，維持買入評級。

第一上海研究部
0755-33367018

主要資料

行業	公用事業
股價	13.22 港元
目標價	15.28 港元 (15.58%)
股票代碼	2688
已發行股本	10.10 億股
市值	133.5 億港元
52 周高/低	16.52/8.78 港元
每股淨現值	4.43 港元
主要股東	王玉鎖及趙寶菊 (37.52%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2006历史	2007历史	2008预测	2009预测	2010预测
收入（百万人民币）	3,397	5,757	7,887	9,832	12,300
变动（%）	65.13%	69.48%	37.02%	24.65%	25.10%
净利润（百万人民币）	380	508	633	785	911
每股摊薄收益（人民元）	0.41	0.51	0.64	0.79	0.92
变动（%）	33.88%	26.4%	24.6%	23.9%	16.1%
市盈率（倍，@13.20港元）	27.64	21.86	17.54	14.16	12.19
每股派息（港元）	0.08	0.13	0.18	0.24	0.28
息率（%）	0.60%	0.95%	1.30%	1.76%	2.04%

來源：公司資料，第一上海

股價表現

來源：彭博

業務及增長動力分析

平均銷售氣價上升帶動業績增長

公司能完全轉移上游天然氣價格的上漲

公司目前的天然氣平均銷售氣價格：民用氣爲人民幣2.2元/立方米、工商業用氣爲2.58元/立方米、汽車用氣爲2.48元/立方米。煤氣的平均售價約爲人民幣1.00元/立方米。2007年天然氣上游漲價後，公司順利將成本轉移至下游。2008年由於國家對通脹的調控需求，天然氣的上游價格沒有漲，公司下游宜未漲，但根據國家發改委的政策，天然氣價格未來有望每年保持10%的增長。鑒於燃氣公司歷史上都很好的將成本轉移到下游，而國家對燃氣公司經營差率的控制短期較難實施，相信平均銷售氣價的上升仍將利好公司的業績表現。

圖表 1：公司 2007 年主要營運資料

	2006年	2007年	变动
可供接驳城区人口	39073000	40294000	3.1%
可供接驳住宅用户	13024000	13431000	3.1%
期内新增接驳天然气用户			
住宅用户	451072	580876	28.8%
工商业用户	1493	2115	41.7%
工商业用户已装置日设计供气量（m^3）	1481611	2212639	49.3%
累计已接驳天然气用户			
住宅用户	2069783	2749352	32.8%
工商业用户	5778	8206	42.0%
工商业用户已装置日设计供气量（m^3）	4372540	6930934	58.5%
累计已接驳管道燃气（含天然气）用户			
住宅用户	2458735	3167800	28.8%
工商业用户	6290	8869	41.0%
工商业用户已装置日设计供气量（m^3）	5023652	7594338	51.2%
天然气气化率	15.90%	20.50%	
管道燃气气化率	18.90%	23.60%	

資料來源：公司資料，第一上海

旺盛的用氣需求拉動燃氣銷量快速增長

07 年管道燃氣銷售量比 06 增長 70.6%至 21.4 億立方米

2007年底公司管道燃氣銷售收入在整體收入中的比例達到45.9%，再加上瓶裝液化氣銷售，總體燃氣銷售占總收入達到64.9%。2007年管道燃氣銷售量比2006年大幅增加70.6%至21.4億立方米。其中2007年天然氣銷售量達到17.58億立方米，同比增長78.4%。公司工商業戶管道燃氣銷售量同比增長87.3%；公司在2007年共設立32座汽車加氣站，汽車燃氣銷售量達1.8億立方米，同比增長79.7%。

圖表 2：公司燃氣銷量

	2006年	2007年	变动
住宅用户管道燃气销售量（m3）	299806000	359991000	20.1%
工商业用户管道燃气销售量（m3）	852513000	1596608000	87.3%
汽车燃气销售量（m3）	100684000	180889000	79.7%

資料來源：公司資料

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

住宅用戶管道燃氣銷量隨氣化率提高而增長

2007 年公司住宅用戶管道燃氣銷售量較 2006 年增長 20.1%，達 3.6 億立方米，2007 年底公司管道燃氣用戶累計有 316.78 萬個住宅用戶，保守估計未來三年公司每年增加一個城市項目，並且公司氣化率穩步提高到 40%，則住宅用戶管道燃氣銷售量仍可保持年均 20%的增速。

未來三年預計工商用戶管道燃氣銷量複合平均增長率不低於 30%

2007 年底公司累計工商業用戶 8869 個。2007 年底公司管道燃氣工商用戶已裝置日設計供氣量爲 760 萬立方米，按 300 工作日算，2008 年工商用戶管道燃氣銷量預計在 22 億立方米左右，由於國家對環保的要求，加之天然氣的經濟性，預計未來三年工商用戶燃氣銷售量年均增速不至低於 30%。

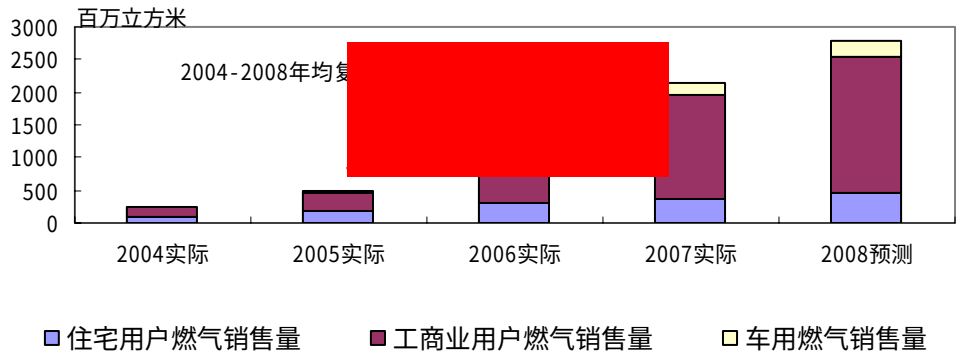
2008 年新建 50-60 個汽車加氣站

2007 年公司運營分佈於 27 個城市的 89 個的汽車加氣站，2008 年公司計畫新建汽車加氣站 50～60 個，公司目前已獲加氣站的批文爲 260 個，未來三年預計每年仍可保持該新建速度，預計汽車燃氣銷量渴望保持 30%以上的複合平均增長率。

2008 年天然氣銷售目標 22 億立方米

公司管理層表示 2008 年天然氣銷售目標預計爲 22 億立方米，其中五成以上的需求已經簽約，2007 年實際銷售天然氣 17.6 億立方米。根據國家對清潔能源開發利用的戰略目標和公司居前較低的氣化率，我們相信未來三年公司燃氣銷量保持 25%的複合年均增長率是可實現的。我們認爲燃氣行業是最爲穩定的中國人口紅利受益者，一方面居民收入的提高刺激對清潔能源的需求，另一方面中國人口紅利釋放與中國城鎮化水準提高同步前進，城鎮化水準的提高意味著增加更多的具備經濟效益的燃氣城市項目和更多的可接駁人口數。

圖表 3：公司燃氣銷量圖



資料來源：公司資料，第一上海

住宅用戶和工商業用戶的新增接駁量仍有很大發展空間

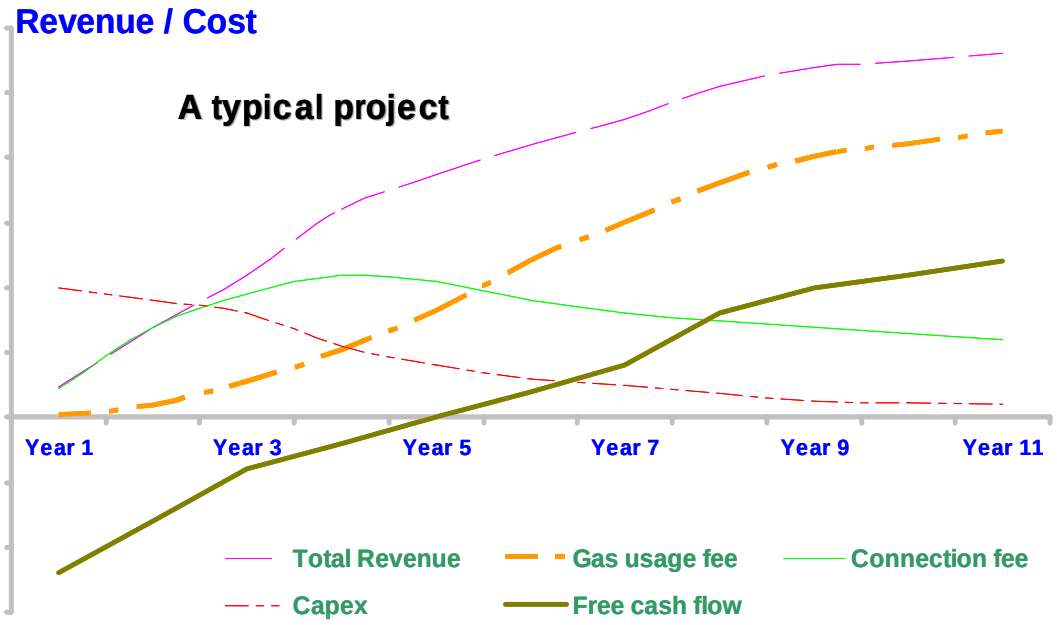
公司目前有 8 個城市項目處於跟蹤談判中

新增城市項目和低氣化率爲公司接駁費收入提供保障。2007年公司共獲取了包括浙江省寧波市鄞州區、安徽省全椒和固鎮、河南省新安以及福建省德化五個項目，使個公司的燃氣項目城市由2006年的64個增加至69個。2008年公司又獲得廣東肇慶項目，公司燃氣覆蓋城區項目達70個。可供接駁人口增加至40,954,000人（約13,651,333戶）。肇慶市目前城市燃氣氣源主要是瓶裝液化石油氣和管道液化氣，其中以瓶裝液化石油氣爲主，現有的接駁率只爲3.7%。預計肇慶項目2015年天然氣銷量可達1.5億立方米。公司目前有8個城市項目處在跟蹤談判階段，重要的潛在城

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

市項目包括福州市和南寧市。根據公司的經驗，一個城市項目的接駁費收入一般到第4年方達到最高值，公司過去兩年新增10個城市項目，預計未來三年每年保守應有一個新增城市項目，這將保障公司未來三年接駁費收入仍將處於增長期。

圖表 4：一個典型專案的投資回報情況

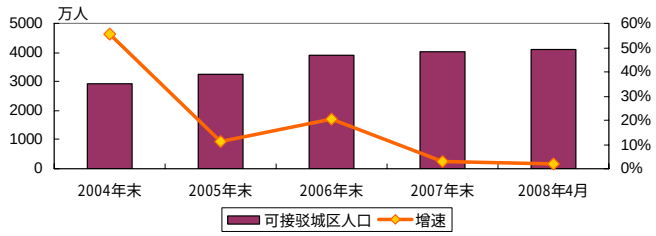


資料來源：公司資料

行業經驗表明氣化率達50～60%後接駁費方開始逐步下降

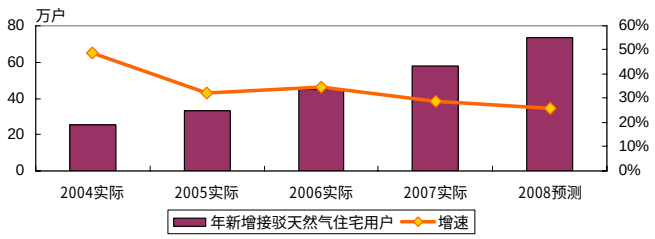
公司2007年天然氣氣化率爲20.5%，管道燃氣氣化率爲23.6%，較高峰的80%還有很大的空間。行業經驗表明氣化率達50～60%後接駁費方開始逐步下降。預計未來三年公司氣化率可提高到40%左右，年新增接駁燃氣住宅用戶的數量將保持約20%的增長。工商用戶接駁數量仍有巨大的市場空間，公司從2006年起聯合世界銀行下屬的國際金融公司(IFC)、中國興業銀行開展了“中國公用事業能源效率融資項目”，2007年底集團共有34家工商業用戶得到IFC的資金和技術支援，對清潔能源的扶持政策預計會推動更多的工商企業採用燃氣能源。同時新項目的獲得也將爲公司業績增長產生實際支撐作用。

圖表 5：公司可接駁城區人口數量



資料來源：公司資料，第一上海

圖表 6：公司年新增天然氣接駁住宅戶數量



資料來源：公司資料，第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

液化石油氣加快經營周轉率以獲取更高的毛利潤

加快液化石油氣的周轉率以提升毛利率

公司旗下的新奧能源貿易有限公司2007年取得天然氣、液化石油氣和多種燃氣物資進出口權，於2007年6月份從國外成功進口第一船10,000噸液化石油氣。公司在2007年共售出225,156噸液化石油氣，2006年爲58,136噸，同比增加2.9倍。公司2007年液化石油氣分銷業務的毛利率大幅下降至0.7%，主要是因爲大部分LPG的貿易只是通過買賣合同賺取微薄的差價，公司2007年並未實質性大量運營LPG的分銷業務，未來LPG業務主要集中在廣東、安徽、江蘇和山東地區。公司將通過加快周轉率來提升該業務的毛利率，儘管LPG行業目前競爭激烈，且價格波動較大，但考慮到公司網路優勢，我們預計2008年公司LPG分銷業務毛利率可回升至3%，2009和2010年預計爲5%和7.5%。

二甲醚項目將在 2009 年投產

二甲醚項目投產每年帶來約 3000 萬的利潤

公司參股 15%的二甲醚項目進展順利，按計劃 2009 年生產 40 萬噸二甲醚，我們對該專案產能釋放進度做了保守估計，預計 2009 年產能利用率爲 60%，即生產 24 萬噸二甲醚，2010 年達產。二甲醚作爲清潔能源有較廣闊的市場前景，可與 LPG 混合後進行銷售，目前二甲醚的市場價格基本在 4000-5000 元/噸，目前市場投入運營的企業毛利基本在 20%－50%之間，我們的預測取了保守數值 20%。預計該項目的投產將爲公司每年帶來約 3 千萬的利潤。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

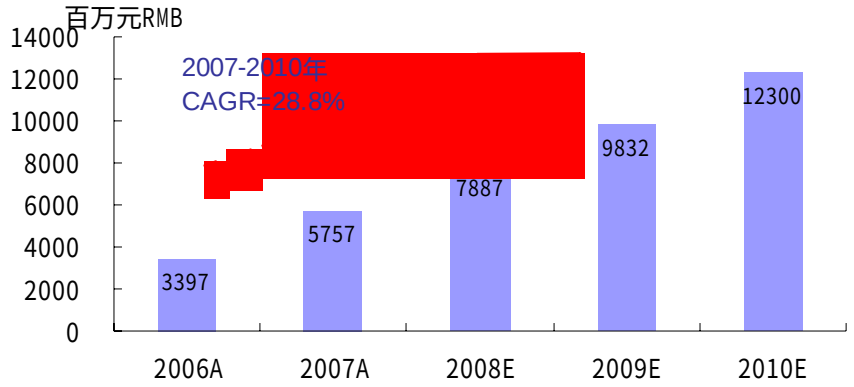
財務分析

營業收入：2007－2010 年複合平均增長率爲 28.8%

2007-2010 年收入複合年均增長率 28.8%

預測公司 2008－2010 年的收入分別爲人民幣 78.87 億元、98.32 億元和 123.00 億元。2007－2010 年營業收入複合平均增長率爲 28.8%。

圖表 7：公司營業收入



資料來源： 第一上海

公司收入結構趨合理，毛利率穩步回落

2008 年－2010 年整體毛利率逐步回落至 25.6%

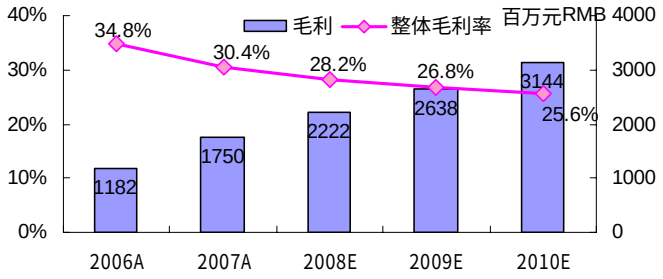
預計公司整體毛利因收入結構調整而穩中回落。預測 2008～2010 年公司整體毛利率爲 28.2%、26.8%和 25.6%，同期管道燃氣銷售收入占總收入的比重分別爲 55.3%、58.6%和 62.6%，經常性的燃氣銷售收入占比提高更有利於公司業務長期穩定發展；同期一次性收入的燃氣接駁費業務占總收入比例分別爲 27.7%、25.9%和 23.4%，接駁費占收入比重的下降，降低了個未來公司收入受接駁費政策調整的波動；LPG 分銷業務預計增速不大，預計 2008～2010 年其占總收入的比例將從 15.8%下降到 13.3%。公司燃氣器具銷售總體保持平穩，占收入比重也逐步下降。儘管公司總體毛利率逐步回落，但我們認爲這種回落是公司收入結構優化的必然結果，同時是公司燃氣項目逐步成熟的表現。

圖表 8：公司營業收入結構

收入分类	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
管道燃气销售	47.8%	45.9%	55.3%	58.6%	62.6%
LPG分销	8.3%	19.0%	15.8%	14.5%	13.3%
燃气接驳费	39.9%	33.4%	27.7%	25.9%	23.4%
燃气器具销售	4.0%	1.7%	1.1%	0.9%	0.7%

資料來源：公司資料，第一上海

圖表 9：公司毛利和毛利率



資料來源：公司資料，第一上海

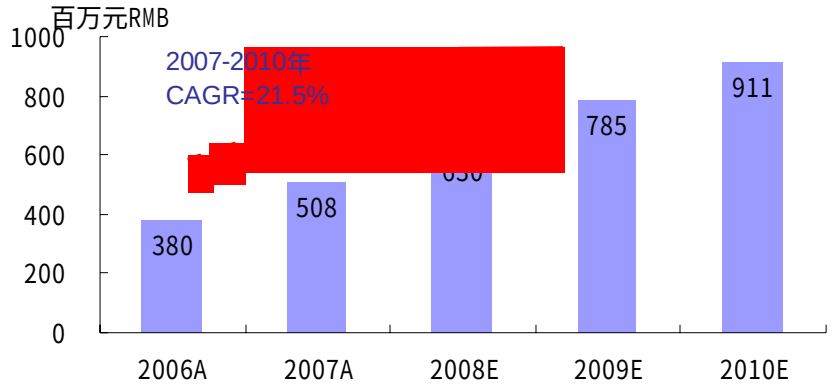
本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

淨利潤：2007－2010 年複合平均增長率爲 21.5%

2007-2010 年淨利潤複合年均增長率 21.5%

預測公司 2008－2010 年的淨利潤分別爲人民幣 6.30 億元、7.85 億元和 9.11 億元。2007－2010 年淨利潤複合平均增長率爲 21.5%。

圖表 10：公司淨利潤



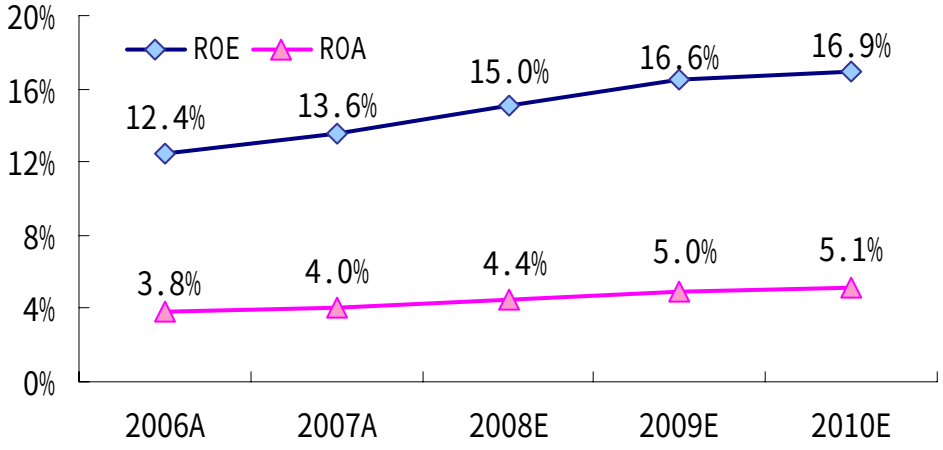
資料來源：第一上海

ROE 和 ROA

盈利能力繼續提升

預測公司 2008－2010 年的 ROE 將由 2007 年的 13.6%提高到 15.0%、16.6%和 16.9%，對應的 ROA 由 2007 年的 4.0%提高到 4.4%、5.0%和 5.1%。盈利能力繼續提升。

圖表 11：ROE 和 ROA



資料來源：第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

估值

同行業比較

估值水準低於行業平均

我們將公司與在港上市同類燃氣公司的估值水準進行比較，公司目前股價對應的 P/E 低於同類公司的平均水準。同類公司 2008 年和 2009 年的平均市盈率爲 21.3 倍和 17.0 倍，而公司對應市盈率分別爲 18.4 倍和 14.9 倍。

圖表 12：同類公司估值情況

公司	代码	股价	EPS			市盈率		
		2008-7-25	2007年实际	2008年预测	2009年预测	2007年	2008年	2009年
中国燃气	0384	1.80	0.04	0.09	0.11	48.4	20.0	16.4
中华煤气	0003	17.92	1.39	0.64	0.70	12.9	28.0	25.6
港华燃气	1083	3.28	0.08	0.17	0.21	41.0	19.3	15.6
中裕燃气	8070	0.69	-0.01	0.03	0.05	不适用	20.7	12.4
新奥燃气	2688	13.22	0.51	0.64	0.79	22.9	18.4	14.9
平均						31.3	21.3	17.0

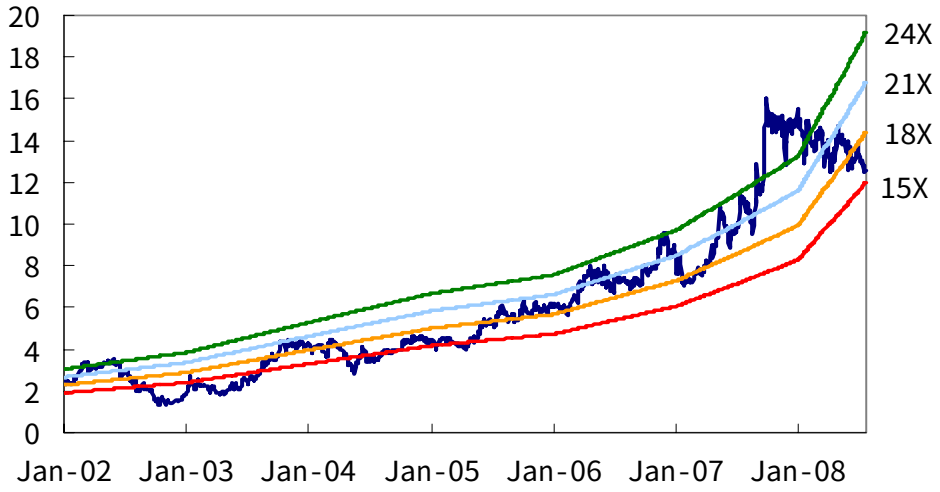
資料來源：Thomson ONE, 第一上海

P/E BAND 分析

給予平均 21.3 倍市盈率估值水準是可接受的

我們分析公司自 2002 年以來的 P/E BAND 圖，2002-2005 年公司的估值水準波動較大，最高至 24 倍，最低至 10 倍左右。2006 年後公司股價對應的估值水準保持在 15 倍以上，最高超過 24 倍估值水準。從 2006 年後公司的估值中樞基本爲 21 倍，我們認爲當前的公司規模和盈利增長穩定性與 2002－2005 年時的公司規模有了巨大差別，所以我們認爲選取 2006 年後公司估值水準有更多的借鑒意義，因此我們認爲按同類公司平均水準給予公司 2008 年 21.3 倍市盈率估值水準是可接受的。

圖表 13：同類公司估值情況



資料來源：公司資料, 第一上海

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

微調目標價至 15.28 港元，買入評級

目標價 15.28 港元

基於新的資訊，主要是接駁費價格和毛利率較 2007 年同期有輕微下降，我們調降公司盈利預測，公司 2008 年、2009 年和 2010 年的 EPS 分別爲人民幣 0.64 元、0.79 元和 0.92 元，根據新奧在行業中的地位和 P/E BAND 分析結果，我們認爲公司可享受行業平均的估值水準，據此測算微降公司 12 個月目標價至 15.28 港元，對應公司 2008 年和 2009 年每股收益的市盈率爲 21.3 倍和 17.2 倍。目標價較現價 13.22 港元有 15.58%的上升空間，維持買入投資評級。

圖表 14：財務預測變更表

百万人民币	2008年		2009年		2010年	
	之前预测	目前预测	之前预测	目前预测	之前预测	目前预测
收入	7424	7887	10415	9832	13434	12300
经营收入	1208	1230	1520	1480	1764	1728
净利润	662	633	846	785	921	911

資料來源：第一上海

投資風險

- 國家對燃氣公司進行經營差率限制或天然氣銷售限價的干預，造成公司毛利大幅下降的風險；
- 國家對接駁費的收取政策進行調整，造成公司接駁費收入大幅下降的風險；
- 公司氣源中斷影響公司銷售氣量的風險；
- 災害事件導致公司無法正常運營的風險。

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

附錄 1：主要財務報表

損益表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
收入	3,397	5,757	7,887	9,832	12,300
毛利	1,182	1,750	2,222	2,638	3,144
其他业务收入	185	231	252	272	281
销售及管理费用	(687)	(939)	(1,167)	(1,337)	(1,599)
其他收入	(14)	(53)	(77)	(92)	(98)
营运收入	667	989	1,230	1,480	1,728
财务开支	(203)	(281)	(282)	(272)	(242)
联营公司	71	107	112	136	156
税前盈利	534	814	1,060	1,344	1,642
所得税	(50)	(108)	(180)	(269)	(410)
少数股东应占利润	(104)	(198)	(246)	(290)	(320)
净利润	380	508	633	785	911
折旧及摊销	193	222	280	333	389
EBITDA	727	1,036	1,340	1,676	2,031
增长					
总收入（%）	65.1%	69.5%	37.0%	24.7%	25.1%
EBITDA（%）	76.0%	42.5%	29.2%	25.1%	21.1%
每股收益（%）	33.0%	26.4%	24.6%	23.9%	16.1%

财务分析

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	34.8%	30.4%	28.2%	26.8%	25.6%
EBITDA 利率 (%)	21.4%	18.0%	17.0%	17.1%	16.5%
净利率(%)	11.2%	8.8%	8.0%	8.0%	7.4%
营运表现					
SG&A/收入(%)	20.2%	16.3%	14.8%	13.6%	13.0%
实际税率（%）	9.3%	13.3%	17.0%	20.0%	25.0%
股息支付率（%）	20.0%	25.0%	27.5%	30.0%	30.0%
库存周转	16.8	18.5	18.0	18.0	18.0
应付账款天数	268	201	201	201	201
应收账款天数	74.0	59.2	55.0	55.0	55.0
财务状况					
净负债/股本	2.0	2.1	2.1	2.0	2.0
收入/总资产	0.34	0.46	0.55	0.62	0.69
总资产/股本	3.28	3.36	3.39	3.34	3.33
盈利对利息倍数	3.3	3.5	4.4	5.4	7.1

资产负债表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
现金	1,568	1,693	1,663	1,611	1,601
应收账款	798	1,070	1,307	1,656	2,051
存货	171	235	324	386	517
其他流动资产	533	506	506	506	506
总流动资产	3,070	3,504	3,800	4,159	4,675
固定资产	5,192	6,761	8,081	9,249	10,660
长期投资	636	870	982	1,118	1,274
其他固定资产	1,137	1,415	1,368	1,326	1,288
总资产	10,035	12,550	14,232	15,851	17,897
短期负债					
应付帐款	1,626	2,205	3,113	3,953	5,031
短期银行贷款	619	835	842	824	817
其他短期负债	454	918	946	986	1,036
总短期负债	2,699	3,958	4,901	5,763	6,883
长期银行贷款	3,404	3,821	3,854	3,772	3,739
其他负债	63	111	111	111	111
总负债	6,167	7,890	8,865	9,646	10,733
少数股东权益	812	926	1,172	1,462	1,782
股东权益	3,057	3,735	4,194	4,743	5,381
每股账面值(元)	3.44	3.99	4.23	4.79	5.43
营运资金	371	(454)	(1,101)	(1,604)	(2,208)

现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	06年 实际	07年 实际	08年 预测	09年 预测	10年 预测
EBITDA	727	1,036	1,340	1,676	2,031
融资成本	203	281	282	272	242
化	120	346	216	61	204
所得税	(50)	(108)	(180)	(269)	(410)
营运现金流	1,001	1,555	1,657	1,741	2,066
资本开支	(1,850)	(1,791)	(1,600)	(1,500)	(1,800)
动	210	(143)	47	43	38
投资活动现金流	(1,640)	(1,934)	(1,553)	(1,457)	(1,762)
负债变化	(61)	506	40	(100)	(40)
股本变化	429	128	0	0	0
股息	(76)	(127)	(174)	(235)	(273)
动	294	0	0	0	0
融资活动现金流	586	506	(134)	(335)	(313)
现金变化	(53)	127	(30)	(52)	(10)
期初持有现金	1,621	1,568	1,693	1,663	1,611
期末持有现金	1,568	1,693	1,663	1,611	1,601

資料來源：公司資料、第一上海預測

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司
香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制並只作私人傳閱。未經批准，不得以任何方式使用或轉載本報告之任何內容。此報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作查照之用，並非作爲或被視爲出售或購買或認購證券或其他金融票據的邀請或向人做出邀請或構成對任何人的投資建議。此報告的內容並未有考慮到個別的投資者的投資取向，財務情況或任何特別需要。此報告所載資料在刊出時皆被第一上海認爲可靠，但第一上海不能擔保其準確性或完整性，而第一上海不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會因應不同的假設或因素發出其他與本報告所載資料不一致及有不同結論的報告。第一上海或其雇員將不會對因使用此報告的材料而引致的損失而負上任何責任。第一上海或其關連人仕可能會持有此報告內所提及到的證券或投資項目。

©2008 第一上海證券有限公司 版權所有。保留一切權利。