

燃气	收盘价 港元 67.50	目标价 港元 66.30	潜在涨幅 -1.8%	2024年4月30日
----	-----------------	-----------------	---------------	------------

## 新奥能源 (2688 HK)

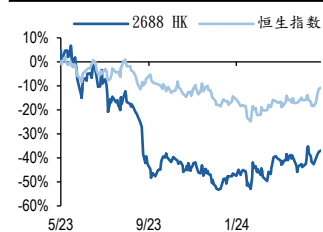
### 经营回稳的利好已在股价反映，维持中性评级

- 1 季度经营情况呈现持续回稳趋势。公司公布 2024 年 1 季度运营数据，整体呈现继续回稳的趋势，零售气量同比温和增长 2.7%，当中工商业/民用气期内同比增长 2.9%/2.5%。泛能销售量保持 29% 的高速增长，期内增加 15 个项目投产。另外，新增居民接驳下跌 18% 至 34.3 万户，下降幅度略快于我们估算的全年下跌 14%。
- 零售气 2024 年增长目标的确定性开始增强。管理层补充 2023 年 1 季度的零售气量是公司的高基数，因为当时还包括电厂售气量，所以目前 2024 年 1 季度零售气量仍略低于全国气量增长 (~12%)。管理层目前判断 4 月的零售气量增长较有机会达到 6%，2 季度的气量增长有望在高个数的水平，我们认为这将支持公司达到全年约 5%。管理层表示顺价比例达到 54%，加上预计采购成本下降，预计在今年能提升售气毛差大约每方气 3 分。目前公司目标是 2024 年零售气分部毛利增长 10%，我们认为目前的增长趋势下达标的难度不大。
- LNG 贸易对公司盈利构成的影响应在今年下半年开始减少。管理层预期 2024 年上半年 LNG 贸易利润约为 2 亿元（人民币，下同），全年大约是 3 亿元，仍在我们预期的范围之内，约占我们 2024 年燃气批发分部约 6 亿元毛利的一半。相比 2023 年 LNG 贸易利润 1 至 4 季度分别为 10/0.9/2/2 亿元，估计 LNG 贸易的减少对公司盈利构成的影响将在 2024 年下半年开始下降。至于 1 季度新增接驳量偏弱的情况，我们认为 1 季度的为季节性低点，仍需要观察 2 季度的情况去判断是否需要调整全年预测。
- 市场已提早反映公司盈利见底的预期，维持中性评级。我们维持公司盈利预测及目标价不变。我们重申因为 LNG 贸易及接驳工程的毛利同比下降，估计公司 2024 年整体核心利润仍同比下跌 9%。年初至今公司股价表现 +17%，优于恒生指数 4% 的回报。我们认为市场已提早反映公司盈利见底的预期。我们仍认为就公司目前基本面的情况，需要有零售气较预期更好的表现去支撑估值提升。维持中性评级。

### 个股评级

中性

### 1 年股价表现



资料来源: FactSet

### 股份资料

52周高位 (港元)	114.10
52周低位 (港元)	49.70
市值 (百万港元)	75,903.08
日均成交量 (百万)	2.73
年初至今变化 (%)	17.39
200天平均价 (港元)	59.20

资料来源: FactSet

### 郑民康

wallace.cheng@bocomgroup.com  
(852) 3766 1810

### 文昊, CPA

bob.wen@bocomgroup.com  
(86) 21 6065 3667

### 财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	110,051	113,858	119,411	129,571	139,605
同比增长 (%)	18.2	3.5	4.9	8.5	7.7
净利润 (百万人民币)	5,865	6,816	6,882	7,668	8,502
每股盈利 (人民币)	7.04	6.71	6.08	6.78	7.52
同比增长 (%)		-4.8	-9.3	11.4	10.9
市盈率 (倍)	8.9	9.3	10.3	9.2	8.3
每股账面净值 (人民币)	34.52	37.71	41.14	45.10	49.49
市账率 (倍)	1.81	1.66	1.52	1.39	1.26
股息率 (%)	3.8	4.2	4.4	4.9	5.4

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 1 季度营运数据比较

12 月年结	1Q23	1Q24	同比(%)
天然气零售 (百万立方米)			
-居民	1,899	1,947	2.5
-工商业 (含电厂气量)	5,076	5,224	2.9
-加气站	75	66	-12.0
<b>总计</b>	<b>7,050</b>	<b>7,237</b>	<b>2.7</b>
新增居民接驳 (十万户)	4.19	3.43	-18.1
<b>综合能源销售 (百万千瓦时)</b>	<b>7,062</b>	<b>9,136</b>	<b>29.4</b>
占比 (%)			
-蒸气	49	45	
-冷/热	43	47	
-电	8	8	

资料来源：公司资料，交银国际

图表 2: 公司 2024 年经营指引

项目	年度目标
泛能业务用能规模	增长 20%-30%
智家业务毛利	增长 20%-30%
天然气零售气量	增长超过 5%
天然气零售业务毛利	增长超过 10%
年度新开工商业用户	1,200-1,400 万方/日
年度新开发居民用户	140-160 万户
年度资本性支出	80 亿元左右
年度核心利润	内地基础业务增长超过 10%

资料来源：公司资料

图表 3: 核心经营数据预测

12 月年结	2022	2023	2024E	2025E	2025E
居民售气量 (百万立方米)	5,151	5,348	5,562	5,784	6,016
工商售气量 (百万立方米)	20,375	19,486	20,499	21,504	22,536
加气站销量 (百万立方米)	415	311	295	281	267
<b>零售天然气销量 (百万立方米)</b>	<b>25,941</b>	<b>25,145</b>	<b>26,357</b>	<b>27,569</b>	<b>28,818</b>
增长 (%)	2.66	(3.07)	4.82	4.60	4.53
泛能销售 (十亿千瓦时)	22.2	34.7	43.4	54.2	65.1
<b>售气毛差 (元/立方米)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.50</b>	<b>0.51</b>	<b>0.52</b>	<b>0.52</b>
<b>新增居民接驳 (百万户)</b>	<b>2.09</b>	<b>1.85</b>	<b>1.59</b>	<b>1.56</b>	<b>1.53</b>

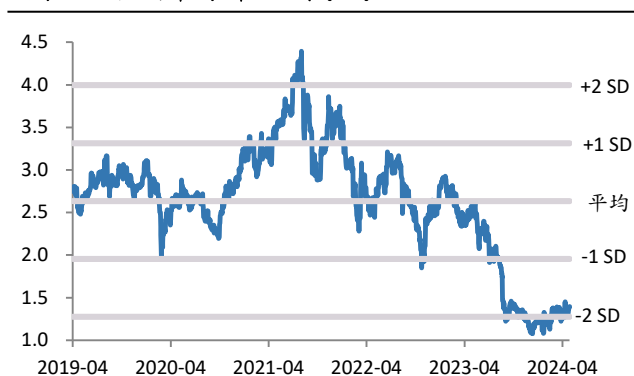
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 分部业绩预测

12 月年结 (百万元人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>					
天然气接驳	5,950	5,337	4,480	4,790	4,707
天然气零售	60,082	60,611	62,975	65,932	68,905
燃气批发	29,954	29,695	29,373	30,841	32,384
泛能业务	10,951	14,513	18,141	22,677	27,212
智家业务	3,114	3,702	4,442	5,331	6,397
<b>总收入</b>	<b>110,051</b>	<b>227,716</b>	<b>119,411</b>	<b>129,571</b>	<b>139,605</b>
<b>毛利</b>					
天然气接驳	2,941	2,770	2,200	2,334	2,236
天然气零售	6,445	6,049	6,604	7,066	7,287
燃气批发	2,736	1,095	619	463	486
泛能业务	1,556	1,907	2,373	3,014	3,656
智家业务	2,078	2,517	2,974	3,463	4,156
<b>总毛利</b>	<b>15,756</b>	<b>14,338</b>	<b>14,770</b>	<b>16,340</b>	<b>17,821</b>
<b>毛利增长 (%)</b>					
天然气接驳	(33.9)	(5.8)	(20.6)	6.1	(4.2)
天然气零售	4.6	(6.1)	9.2	7.0	3.1
燃气批发	664.2	(60.0)	(43.5)	(25.2)	5.0
泛能业务	14.0	22.6	24.4	27.0	21.3
智家业务	20.6	21.1	18.2	16.4	20.0
<b>总毛利</b>	<b>12.1</b>	<b>(9.0)</b>	<b>3.0</b>	<b>10.6</b>	<b>9.1</b>
<b>毛利占比 (%)</b>					
天然气零售+燃气批发	58.3	49.8	48.9	46.1	43.6
天然气接驳	18.7	19.3	14.9	14.3	12.5
泛能业务	9.9	13.3	16.1	18.4	20.5
智家业务	13.2	17.6	20.1	21.2	23.3

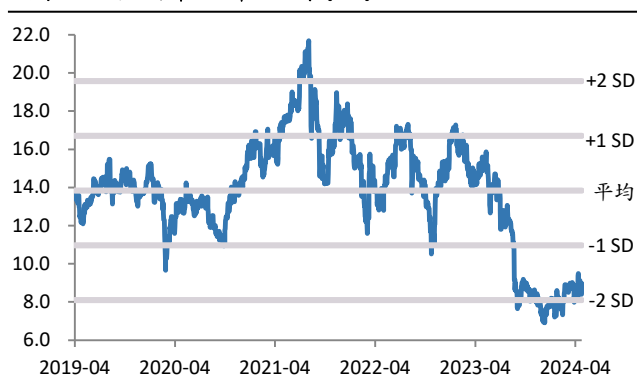
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 预测市净率区间 (倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 6: 预测市盈率区间 (倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 7: 新奥能源 (2688 HK) 目标价及评级



资料来源: 交银国际预测

图表 8: 交银国际燃气行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	现价较目标价 上升空间	最新目标价/评级 发表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	7.68	8.52	10.9%	2024 年 03 月 26 日	买入
1193 HK	华润燃气	中性	24.50	22.90	-6.5%	2024 年 04 月 01 日	中性
2688 HK	新奥能源	中性	67.50	66.30	-1.8%	2024 年 03 月 25 日	中性
384 HK	中国燃气	中性	7.34	6.92	-5.7%	2023 年 11 月 28 日	中性
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.65	9.04	18.2%	2024 年 03 月 27 日	买入

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 4 月 29 日

## 财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	110,051	113,858	119,411	129,571	139,605
主营业务成本	(94,295)	(99,520)	(104,641)	(113,232)	(121,784)
<b>毛利</b>	<b>15,756</b>	<b>14,338</b>	<b>14,770</b>	<b>16,340</b>	<b>17,821</b>
销售及管理费用	(5,441)	(5,315)	(5,574)	(6,049)	(6,517)
其他经营净收入/费用	(616)	1,290	1,048	1,076	1,106
<b>经营利润</b>	<b>9,699</b>	<b>10,313</b>	<b>10,244</b>	<b>11,367</b>	<b>12,410</b>
财务成本净额	(672)	(786)	(821)	(861)	(757)
应占联营公司利润及亏损	25	478	550	605	667
<b>税前利润</b>	<b>9,052</b>	<b>10,005</b>	<b>9,972</b>	<b>11,111</b>	<b>12,320</b>
税费	(2,388)	(2,273)	(2,214)	(2,467)	(2,735)
非控股权益	(799)	(916)	(877)	(977)	(1,083)
<b>净利润</b>	<b>5,865</b>	<b>6,816</b>	<b>6,882</b>	<b>7,668</b>	<b>8,502</b>
作每股收益计算的净利润	7,964	7,586	6,882	7,668	8,502

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8,056	9,689	10,761	12,128	14,749
应收账款及票据	10,675	11,091	11,583	12,568	13,542
存货	1,708	1,682	1,720	1,861	2,002
其他流动资产	6,694	3,913	4,148	4,383	4,618
<b>总流动资产</b>	<b>27,133</b>	<b>26,375</b>	<b>28,212</b>	<b>30,941</b>	<b>34,911</b>
物业、厂房及设备	50,380	50,330	55,940	61,460	66,817
无形资产	4,549	4,341	3,984	3,655	3,354
合资企业/联营公司投资	8,477	9,825	10,375	10,980	11,647
其他长期资产	11,819	12,260	12,305	12,350	12,395
<b>总长期资产</b>	<b>75,225</b>	<b>76,756</b>	<b>82,604</b>	<b>88,446</b>	<b>94,214</b>
<b>总资产</b>	<b>102,358</b>	<b>103,131</b>	<b>110,815</b>	<b>119,387</b>	<b>129,124</b>
短期贷款	6,341	8,767	8,942	9,121	9,304
应付账款	8,066	8,171	9,174	9,927	10,677
其他短期负债	21,675	17,985	18,923	20,165	21,850
<b>总流动负债</b>	<b>36,082</b>	<b>34,923</b>	<b>37,040</b>	<b>39,213</b>	<b>41,830</b>
长期贷款	13,451	13,156	13,970	14,907	15,983
其他长期负债	7,263	6,790	6,790	6,790	6,790
<b>总长期负债</b>	<b>20,714</b>	<b>19,946</b>	<b>20,760</b>	<b>21,697</b>	<b>22,773</b>
<b>总负债</b>	<b>56,796</b>	<b>54,869</b>	<b>57,800</b>	<b>60,910</b>	<b>64,604</b>
股本	117	117	117	117	117
储备及其他资本项目	38,923	42,543	46,420	50,905	55,865
<b>股东权益</b>	<b>39,040</b>	<b>42,660</b>	<b>46,537</b>	<b>51,022</b>	<b>55,982</b>
非控股权益	6,522	5,602	6,479	7,456	8,539
<b>总权益</b>	<b>45,562</b>	<b>48,262</b>	<b>53,015</b>	<b>58,477</b>	<b>64,521</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	9,052	10,005	9,972	11,111	12,320
合资企业/联营公司收入调整	(25)	(478)	(550)	(605)	(667)
折旧及摊销	2,603	2,846	2,927	3,144	3,360
营运资本变动	(1,485)	(1,440)	1,501	836	840
税费	(1,951)	(2,487)	(2,539)	(2,670)	(2,489)
其他经营活动现金流	1,908	1,167	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,102</b>	<b>9,612</b>	<b>11,312</b>	<b>11,816</b>	<b>13,365</b>
资本开支	(6,241)	(7,439)	(7,825)	(7,981)	(8,061)
其他投资活动现金流	515	556	(400)	(400)	(400)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,726)</b>	<b>(6,883)</b>	<b>(8,225)</b>	<b>(8,381)</b>	<b>(8,461)</b>
负债净变动	(1,354)	2,131	990	1,115	1,259
股息	(2,657)	(2,704)	(3,005)	(3,183)	(3,542)
其他融资活动现金流	(1,010)	(523)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(5,021)</b>	<b>(1,096)</b>	<b>(2,016)</b>	<b>(2,067)</b>	<b>(2,283)</b>
汇率收益/损失	17	0	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>8,684</b>	<b>8,056</b>	<b>9,689</b>	<b>10,761</b>	<b>12,128</b>
<b>年末现金</b>	<b>8,056</b>	<b>9,689</b>	<b>10,761</b>	<b>12,128</b>	<b>14,749</b>

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>每股指标 (人民币)</b>					
核心每股收益	7.042	6.706	6.084	6.778	7.516
全面摊薄每股收益	7.042	6.706	6.084	6.778	7.516
每股股息	2.349	2.632	2.743	3.057	3.389
每股账面值	34.521	37.712	41.138	45.103	49.488
<b>利润率分析 (%)</b>					
毛利率	14.3	12.6	12.4	12.6	12.8
净利率	5.3	6.0	5.8	5.9	6.1
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	7.8	7.4	6.2	6.4	6.6
ROE	20.4	17.8	14.8	15.0	15.2
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	25.8	25.3	22.9	20.3	16.3
流动比率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

## 交銀國際

香港中环德辅道中 68 号万宜大厦 10 楼  
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

### 评级定义

#### 分析员个股评级定义：

**买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。

**中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。

**沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业

**无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

#### 分析员行业评级定义：

**领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。

**同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。

**落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。

香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI 中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

## 分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行者之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

## 有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极觅速递环球有限公司、山西省安装集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、長久股份有限公司、乐思集团有限公司及出门问问有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

## 免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。