

燃气	收盘价 港元 55.05	目标价 港元 64.10↓	潜在涨幅 +16.4%
----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月15日

## 新奥能源 (2688 HK)

### 预期上半年盈利仍受 LNG 贸易及新增驳接拖累

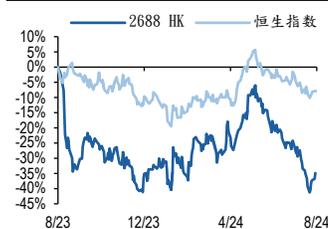
我们调整了新奥能源 (2688 HK) 的盈利预测及估值。我们认为公司上半年盈利仍同比下跌约 16%，考虑到新增接驳业务仍有待明确的见底讯号，以及零售气增量的稳定，我们维持中性评级，下调目标价至 64.1 港元。

- 预期上半年核心盈利同比下跌约 16%。我们估计新奥 2024 年上半年核心盈利同比下跌 15.6% 至 33 亿元 (人民币, 下同)，拖累盈利的主要原因是：1) 接驳工程毛利同比下跌 29%，主因是居民接驳量预期同比下跌约 10% 至 83 万户；2) 燃气批发因 LNG 贸易利润进一步减少，分部毛利同比下跌 59% 至 2.7 亿元。期内，我们预期零售气量同比上升约 5%，售气毛差从去年同期每方气 0.46 元改善至 0.49 元，带动零售气分部毛利同比上升 20%。因此，公司上半年整体毛利仍有约 2% 的同比增长。
- 观察中期业绩能否带动估值修复。基于我们对下半年新增接驳量及智家业务更保守的预期，我们轻微下调公司 2024/25 年核心盈利预期~1%/~3%。同时我们将估值倍数从 10 倍预测市盈率下调至 9 倍，基准年移至 2025 年，重设目标价至 64.1 港元 (前值为 66.3 港元)。维持中性评级。我们认为新奥 2024 年中期业绩将对公司估值修复以及我们是否上调评级有关键启示，有待进一步观察。

### 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)	84.15
52周低位 (港元)	49.60
市值 (百万港元)	61,903.17
日均成交量 (百万)	1.99
年初至今变化 (%)	(4.26)
200天平均价 (港元)	63.95

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

### 盈利预测变动

人民币百万	2024E			2025E			2026E		
	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动	新预测	前预测	变动
营业收入	119,826	119,411	0.3%	129,522	129,571	0.0%	139,114	139,605	-0.4%
毛利润	14,717	14,770	-0.4%	16,060	16,340	-1.7%	17,326	17,821	-2.8%
毛利率	12.3	12.4	-0.1ppts	12.4	12.6	-0.2ppts	12.5	12.8	-0.3ppts
净利润	6,831	6,882	-0.7%	7,458	7,668	-2.7%	8,137	8,502	-4.3%
归母净利率	5.7	5.8	-0.1ppts	5.8	5.9	-0.2ppts	5.8	6.1	-0.2ppts

资料来源: 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。

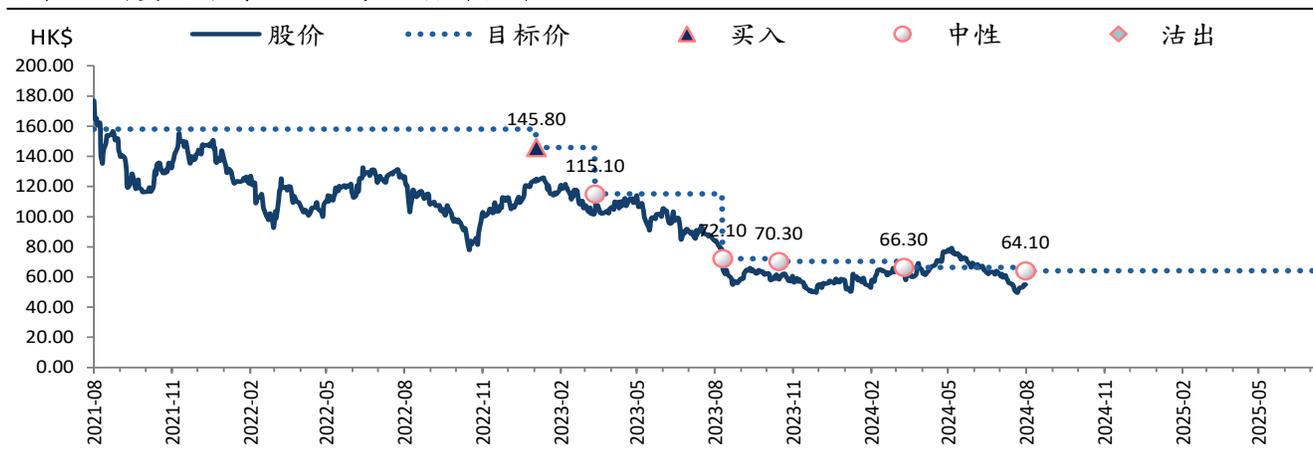
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

图表 1: 1H24 业绩预览

12 月年结/百万人民币	1H23	2H23	1H24E	同比 (%)
营业额	54,111	59,747	55,581	2.7
销售成本	(46,954)	(52,566)	(48,299)	2.9
<b>毛利</b>	<b>7,157</b>	<b>7,181</b>	<b>7,282</b>	<b>1.7</b>
其他收入	537	486	537	0.0
其他收益及亏损	98	169	0	(100.0)
分销及销售开支	(598)	(573)	(614)	2.7
行政开支	(2,010)	(2,134)	(2,065)	2.7
<b>经营利润</b>	<b>5,184</b>	<b>5,129</b>	<b>5,140</b>	<b>(0.8)</b>
应占联营公司业绩	50	(36)	53	5.0
应占合营企业业绩	161	303	185	15.0
融资成本	(340)	(446)	(370)	8.7
<b>除税前溢利</b>	<b>5,055</b>	<b>4,950</b>	<b>5,008</b>	<b>(0.9)</b>
所得税开支	(1,271)	(1,002)	(1,259)	(0.9)
<b>年度溢利</b>	<b>3,784</b>	<b>3,948</b>	<b>3,749</b>	<b>(0.9)</b>
非控股权益	(451)	(465)	(447)	(0.9)
<b>年度纯利</b>	<b>3,333</b>	<b>3,483</b>	<b>3,302</b>	<b>(0.9)</b>
<b>核心盈利</b>	<b>3,914</b>	<b>3,672</b>	<b>3,302</b>	<b>(15.6)</b>

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 新奥能源 (2688 HK) 目标价和评级



资料来源：FactSet，交银国际

图表 3: 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)	潜在涨幅	最新目标价/评级发 表日期	子行业
135 HK	昆仑能源	买入	7.72	8.52	10.4%	2024年03月26日	分销商
2688 HK	新奥能源	中性	55.05	64.10	16.4%	2024年08月15日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.16	6.82	-4.7%	2024年06月25日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	28.40	22.90	-19.4%	2024年04月01日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.70	9.04	34.9%	2024年03月27日	能源设备

资料来源: FactSet，交银国际预测，截至 2024 年 8 月 15 日

## 财务数据

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	110,051	113,858	119,826	129,522	139,114
主营业务成本	(94,295)	(99,520)	(105,109)	(113,462)	(121,788)
<b>毛利</b>	<b>15,756</b>	<b>14,338</b>	<b>14,717</b>	<b>16,060</b>	<b>17,326</b>
销售及管理费用	(5,441)	(5,315)	(5,594)	(6,046)	(6,494)
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>10,171</b>	<b>11,089</b>	<b>11,939</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	579	610
<b>税前利润</b>	<b>9,052</b>	<b>10,005</b>	<b>9,899</b>	<b>10,807</b>	<b>11,791</b>
税费	(2,388)	(2,273)	(2,198)	(2,399)	(2,618)
非控股权益	(799)	(916)	(870)	(950)	(1,037)
<b>净利润</b>	<b>5,865</b>	<b>6,816</b>	<b>6,831</b>	<b>7,458</b>	<b>8,137</b>
作每股收益计算的净利润	7,964	7,586	6,831	7,458	8,137

截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	8,056	9,689	10,792	11,955	14,356
应收账款及票据	10,675	11,091	11,623	12,564	13,494
存货	1,708	1,682	1,728	1,865	2,002
其他流动资产	6,694	3,913	4,161	4,390	4,618
<b>总流动资产</b>	<b>27,133</b>	<b>26,375</b>	<b>28,303</b>	<b>30,773</b>	<b>34,470</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	10,953	11,563
其他长期资产	11,819	12,260	12,265	12,270	12,275
<b>总长期资产</b>	<b>75,225</b>	<b>76,756</b>	<b>82,564</b>	<b>88,339</b>	<b>94,010</b>
<b>总资产</b>	<b>102,358</b>	<b>103,131</b>	<b>110,867</b>	<b>119,112</b>	<b>128,480</b>
短期贷款	6,341	8,767	8,942	9,121	9,304
应付账款	8,066	8,171	9,215	9,947	10,677
其他短期负债	21,675	17,985	18,986	20,120	21,756
<b>总流动负债</b>	<b>36,082</b>	<b>34,923</b>	<b>37,143</b>	<b>39,188</b>	<b>41,737</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>57,903</b>	<b>60,885</b>	<b>64,510</b>
股本	117	117	117	117	117
储备及其他资本项目	38,923	42,543	46,374	50,688	55,394
<b>股东权益</b>	<b>39,040</b>	<b>42,660</b>	<b>46,491</b>	<b>50,805</b>	<b>55,511</b>
非控股权益	6,522	5,602	6,472	7,422	8,459
<b>总权益</b>	<b>45,562</b>	<b>48,262</b>	<b>52,964</b>	<b>58,227</b>	<b>63,970</b>

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	9,052	10,005	9,899	10,807	11,791
合资企业/联营公司收入调整	(25)	(478)	(550)	(579)	(610)
折旧及摊销	2,603	2,840	2,967	3,184	3,400
营运资本变动	(1,485)	(403)	1,560	831	835
税费	(1,951)	(2,516)	(2,539)	(2,670)	(2,382)
其他经营活动现金流	1,908	164	0	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,102</b>	<b>9,612</b>	<b>11,338</b>	<b>11,573</b>	<b>13,035</b>
资本开支	(6,241)	(6,495)	(7,825)	(7,981)	(8,061)
其他投资活动现金流	515	1,646	(400)	(400)	(400)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(5,726)</b>	<b>(4,849)</b>	<b>(8,225)</b>	<b>(8,381)</b>	<b>(8,461)</b>
负债净变动	(1,354)	2,212	990	1,115	1,259
股息	(2,657)	(2,977)	(3,000)	(3,144)	(3,432)
其他融资活动现金流	(1,010)	(2,378)	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>(5,021)</b>	<b>(3,143)</b>	<b>(2,011)</b>	<b>(2,029)</b>	<b>(2,172)</b>
汇率收益/损失	17	13	0	0	0
<b>年初现金</b>	<b>8,684</b>	<b>8,056</b>	<b>9,689</b>	<b>10,792</b>	<b>11,955</b>
<b>年末现金</b>	<b>8,056</b>	<b>9,689</b>	<b>10,792</b>	<b>11,955</b>	<b>14,356</b>

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	6.039	6.593	7.193
全面摊薄每股收益	7.042	6.706	6.039	6.593	7.193
每股股息	2.349	2.632	2.723	2.973	3.244
每股账面值	34.521	37.712	41.098	44.912	49.071
<b>利润率分析(%)</b>					
毛利率	14.3	12.6	12.3	12.4	12.5
净利率	5.3	6.0	5.7	5.8	5.8
<b>盈利能力(%)</b>					
ROA	7.8	7.4	6.2	6.3	6.3
ROE	20.4	17.8	14.7	14.7	14.7
<b>其他</b>					
净负债权益比(%)	25.8	25.3	22.9	20.7	17.1
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**

2024年8月15日

## 新奧能源 (2688 HK)

### 分析員披露

本報告之作者，茲作以下聲明：i)發表於本報告之觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券或其發行者之觀點；及ii)他們之薪酬與發表於報告上之建議/觀點並無直接或間接關係；iii)對於提及的證券或其發行者，他們並無接收到可影響他們的建議的內幕消息/非公開股價敏感消息。

本報告之作者進一步確認：i)他們及他們之相關有聯繫者【按香港證券及期貨監察委員會之操守準則之相關定義】並沒有於發表研究報告之30個日曆日前處置/買賣該等證券；ii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有於任何上述研究報告覆蓋之香港上市公司任職高級職員；iii)他們及他們之相關有聯繫者並沒有持有有關於上述研究報告覆蓋之證券之任何財務利益，除了一位覆蓋分析師持有世茂房地產控股有限公司之股份，一位分析師持有英偉達之股份。

### 有關商務關係及財務權益之披露

交銀國際證券有限公司及/或其有關聯公司在過去十二個月內與交通銀行股份有限公司、國聯證券股份有限公司、交銀國際控股有限公司、四川能投發展股份有限公司、光年控股有限公司、七牛智能科技有限公司、致富金融集團有限公司、湖州燃氣股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、佳捷康創新集團有限公司、武漢有機控股有限公司、巨星傳奇集團有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、宏信建設發展有限公司、上海小南國控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科倫博泰生物醫藥股份有限公司、新傳企劃有限公司、樂輪物流股份有限公司、途虎養車股份有限公司、北京第四範式智慧技術股份有限公司、深圳市天圖投資管理股份有限公司、邁越科技股份有限公司、極兔遞送環球有限公司、山西省安裝集團股份有限公司、富景中國控股有限公司、中軍集團股份有限公司、佳民集團有限公司、集海資源集團有限公司、君聖泰醫藥、天津建設發展集團股份有限公司、長久股份有限公司、樂思集團有限公司、出門問問有限公司、趣致集團、宜搜科技控股有限公司、老鋪黃金股份有限公司及中贛通信(集團)控股有限公司有投資銀行業務關係。

交銀國際證券有限公司及/或其集團公司現持有東方證券股份有限公司、光大證券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已發行股本逾1%。

### 免責聲明

本報告之收取者透過接受本報告(包括任何有關的附件)，表示並保證其根據下述的條件下有权獲得本報告，並且同意受此中包含的限制條件所約束。任何沒有遵循這些限制的情況可能構成法律之違反。

本報告為高度機密，並且只以非公開形式供交銀國際證券的客戶閱覽。本報告只在基於能被保密的情況下提供給閣下。未經交銀國際證券事先以書面同意，本報告及其中所載的資料不得以任何形式(i)复制、复印或儲存，或者(ii)直接或者間接分发或者轉交予任何其他人作任何用途。

交銀國際證券、其聯屬公司、關聯公司、董事、關聯方及/或僱員，可能持有在本報告內所述或有關公司之證券、並可能不時進行買賣、或對其有興趣。此外，交銀國際證券、其聯屬公司及關聯公司可能與本報告內所述或有關的公司不時進行業務往來，或為其擔任市場莊家，或被委任替其證券進行承銷，或可能以委託人身份替客戶買入或沽售其證券，或可能為其擔當或爭取擔當並提供投資銀行、顧問、包銷、融資或其它服務，或替其從其它實體尋求同類型之服務。投資者在閱讀本報告時，應該留意任何或所有上述的情況，均可能導致真正或潛在的利益衝突。

本報告內的資料來自交銀國際證券在報告發行時相信為正確及可靠的來源，惟本報告並非旨在包含投資者所需要的所有信息，並可能受送遞延誤、阻礙或攔截等因子所影響。交銀國際證券不明示或暗示地保證或表示任何該等數據或意見的足夠性、準確性、完整性、可靠性或公平性。因此，交銀國際證券及其集團或有關的成員均不會就由於任何第三方在依賴本報告的內容時所作的行為而導致的任何類型的損失(包括但不限於任何直接的、間接的、隨之而發生的損失)而負上任何責任。

本報告只為一般性提供數據之性質，旨在供交銀國際證券之客戶作一般閱覽之用，而非非考慮任何某特定收取者的特定投資目標、財務狀況或任何特別需要。本報告內的任何資料或意見均不構成或視為集團的任何成員作出提議、建議或征求購入或出售任何證券、有關投資或其它金融證券。

本報告之觀點、推薦、建議和意見均不一定反映交銀國際證券或其集團的立場，亦可在沒有提供通知的情況下隨時更改，交銀國際證券亦無責任提供任何有關資料或意見之更新。

交銀國際證券建議投資者應獨立地評估本報告內的資料，考慮其本身的特定投資目標、財務狀況及需要，在參與有關報告中所述公司之證券的交易前，委任其認為必須的法律、商業、財務、稅務或其它方面的專業顧問。惟報告內所述的公司之證券未必能在所有司法管轄區或國家或供所有類別的投資者買賣。

對部分的司法管轄區或國家而言，分发、發行或使用本報告會抵觸當地法律、法則、規定、或其它註冊或發牌的規例。本報告不是旨在向該等司法管轄區或國家的任何人或實體分发或由其使用。本報告的發送對象不包括身處中國內地的投資人。如知悉收取或發送本報告有可能構成當地法律、法則或其他規定之違反，本報告的收取者承諾儘快通知交銀國際證券。

本免責聲明以中英文書寫，兩種文本具同等效力。若兩種文本有矛盾之處，則應以英文版本為準。

**交銀國際證券有限公司是交通銀行股份有限公司的附屬公司。**