

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

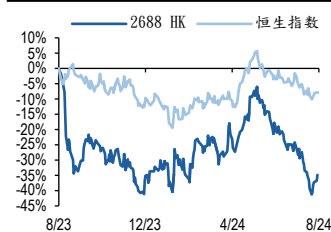
我们调整了新奥能源 (2688 HK) 的盈利预测及估值。我们认为公司上半年盈利仍同比下跌约 16%，考虑到新增接驳业务仍有待明确的见底讯号，以及零售气增量的稳定，我们维持中性评级，下调目标价至 64.1 港元。

- 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。

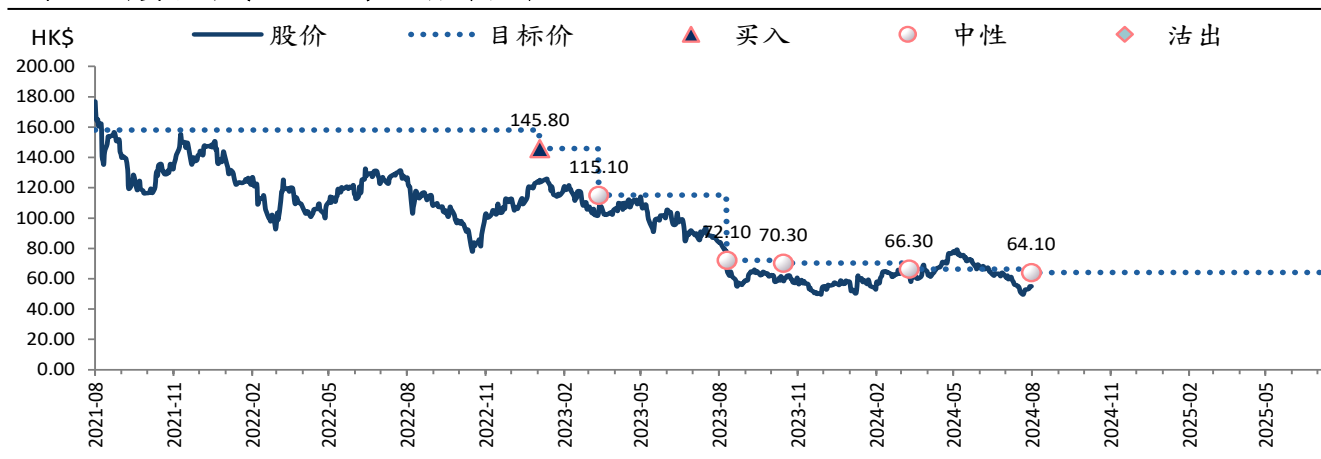
下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

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
毛利	7,157	7,181	7,282	1.7
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
经营利润	5,184	5,129	5,140	(0.8)
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
除税前溢利	5,055	4,950	5,008	(0.9)
所得税开支	(1,271)	(1,002)	(1,259)	(0.9)
年度溢利	3,784	3,948	3,749	(0.9)
非控股权益	(451)	(465)	(447)	(0.9)
年度纯利	3,333	3,483	3,302	(0.9)
核心盈利	3,914	3,672	3,302	(15.6)

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)
毛利	15,756	14,338	14,717	16,060	17,326
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
经营利润	9,699	10,313	10,171	11,089	11,939
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
税前利润	9,052	10,005	9,899	10,807	11,791
税费	(2,388)	(2,273)	(2,198)	(2,399)	(2,618)
非控股权益	(799)	(916)	(870)	(950)	(1,037)
净利润	5,865	6,816	6,831	7,458	8,137
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
总流动资产	27,133	26,375	28,303	30,773	34,470
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
总长期资产	75,225	76,756	82,564	88,339	94,010
总资产	102,358	103,131	110,867	119,112	128,480
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
总流动负债	36,082	34,923	37,143	39,188	41,737
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
总长期负债	20,714	19,946	20,760	21,697	22,773
总负债	56,796	54,869	57,903	60,885	64,510
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
股东权益	39,040	42,660	46,491	50,805	55,511
非控股权益	6,522	5,602	6,472	7,422	8,459
总权益	45,562	48,262	52,964	58,227	63,970

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
经营活动现金流	10,102	9,612	11,338	11,573	13,035
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)
投资活动现金流	(5,726)	(4,849)	(8,225)	(8,381)	(8,461)
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
融资活动现金流	(5,021)	(3,143)	(2,011)	(2,029)	(2,172)
汇率收益/损失	17	13	0	0	0
年初现金	8,684	8,056	9,689	10,792	11,955
年末现金	8,056	9,689	10,792	11,955	14,356

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(人民币)					
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
利润率分析(%)					
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
盈利能力(%)					
ROA	7.8	7.4	6.2	6.3	6.3
ROE	20.4	17.8	14.7	14.7	14.7
其他					
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、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、巨星传奇集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、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、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、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公司、长久股份有限公司、乐思集团有限公司、出门问问有限公司、趣致集团、宜搜科技控股有限公司、老铺黄金股份有限公司及中赣通信(集团)控股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，并可能受递送延误、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。