

燃气	收盘价 港元 53.50	目标价 港元 65.10个	潜在涨幅 +21.7%
----	-----------------	------------------	----------------

2024年8月26日

新奥能源 (2688 HK)

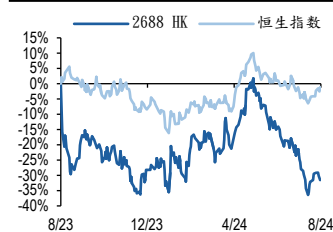
盈利结构转稳并将重回增长轨道，上调至买入

- ⊕ **上半年核心盈利符合预期，泛能及智家分部增长突出。**新奥2024年上半年核心盈利同比下降16.6%至32.6亿元（人民币，下同），符合我们预期。撇除LNG贸易盈利1.8亿元（2023年上半年为11亿元），国内核心盈利同比上升9.5%至30.8亿元。值得注意的是，公司长沙项目在期内已不再合并报表，略为降低了上半年的零售气量及接驳工程的收入/毛利。期内，公司零售气量同比上升4.5%，售气毛差改善至每方0.54元（去年同期为0.52元）。上半年公司泛能及智家业务的分部毛利分别同比增长17%/23%至10.7亿/14.0亿元，超越接驳工程期内分部毛利8.2亿元。
- ⊕ **泛能及智家分部占比提升，优化公司盈利构成的稳定度。**在2024年，我们预期公司零售气销售同比上升5%，全年售气毛差在顺价同比增加下在每方0.54元，分部毛利同比上升11%。泛能业务方面，我们理解管理层年内20-30%的售能同比增长目标应计及联营及合营公司，在去年下半年已达较高基数的情况下，我们预期公司泛能今年下半年售能同比增长为15%。至于智家业务，管理层估计公司仍在C端客户数量及单价上持续增长，厨房基础场景、燃气安全及美装业务在下半年应保持高增长，我们估计公司智家分部毛利在2024/25年同比增长将达到21%/19%。我们预期公司毛利构成中，接驳工程的占比在2024/25年降至14%/13%，而泛能及智家分部的占比将合共升至37%/40%，提升公司盈利构成的稳定度。
- ⊕ **明年盈利回复增长轨道，估值提升有支持，上调至买入。**我们上调公司2024/25/26年盈利预测0.2%/1.5%/2.3%，以反映公司优于预期的售气毛利及智家分部的毛利增长，预期公司2024年整体核心盈利仍因去年LNG贸易的原因同比下跌9.8%，但2025/26年将恢复至10.6%/10.0%的同比增长。我们仍以2025年9倍预测市盈率为估值标准，目标价上调至65.1港元（前值为64.1港元）。由于公司目前盈利结构已转稳定，同时明年盈利增长已有更好的可见度，我们认为是次中报能支持公司的估值提升，上调评级至**买入**。

个股评级

买入↑

1年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	79.30
52周低位 (港元)	49.60
市值 (百万港元)	60,316.97
日均成交量 (百万)	2.58
年初至今变化 (%)	(6.96)
200天平均价 (港元)	63.76

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	117,505	125,983	134,944
同比增长 (%)	18.2	3.5	3.2	7.2	7.1
净利润 (百万人民币)	5,865	6,816	6,846	7,571	8,328
每股盈利 (人民币)	7.04	6.71	6.05	6.69	7.36
同比增长 (%)		-4.8	-9.8	10.6	10.0
前EPS预测值 (人民币)			6.04	6.59	7.19
调整幅度 (%)			0.2	1.5	2.3
市盈率 (倍)	7.0	7.3	8.1	7.3	6.7
每股账面净值 (人民币)	34.52	37.71	41.11	44.98	49.23
市账率 (倍)	1.42	1.30	1.19	1.09	0.99
股息率 (%)	4.8	5.4	5.6	6.2	6.8

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: 2023 业绩概要

12 月年结/百万人民币	1H23	2H23	1H24	1H24E	同比 (%)	差异 (%)
营业额	54,111	59,747	54,587	55,581	0.9	(1.8)
销售成本	(46,954)	(52,566)	(48,122)	(48,299)	2.5	(0.4)
毛利	7,157	7,181	6,465	7,282	(9.7)	(11.2)
其他收入	537	486	543	537	1.1	1.1
其他收益及亏损	98	169	(481)	0	(590.8)	NM
分销及销售开支	(598)	(573)	(619)	(614)	3.5	0.8
行政开支	(2,010)	(2,134)	(1,961)	(2,065)	(2.4)	(5.0)
经营利润	5,184	5,129	3,947	5,140	(23.9)	(23.2)
应占联营公司业绩	50	(36)	175	53	250.0	233.3
应占合营企业业绩	161	303	248	185	54.0	33.9
融资成本	(340)	(446)	(390)	(370)	14.7	5.5
除税前溢利	5,055	4,950	3,980	5,008	(21.3)	(20.5)
所得税开支	(1,271)	(1,002)	(978)	(1,259)	(23.1)	(22.3)
年度溢利	3,784	3,948	3,002	3,749	(20.7)	(19.9)
非控股权益	(451)	(465)	(429)	(447)	(4.9)	(4.0)
年度纯利	3,333	3,483	2,573	3,302	(22.8)	(22.1)
核心盈利	3,914	3,672	3,263	3,302	(16.6)	(1.2)

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	国内基础业务增长超过 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	5,511	5,679	5,852
工商售气量 (百万立方米)	20,375	19,486	20,696	21,710	22,752
加气站销量 (百万立方米)	415	311	276	262	249
零售天然气销量 (百万立方米)	25,941	25,145	26,483	27,652	28,854
增长 (%)	2.7	(3.1)	5.3	4.4	4.3
泛能销售 (十亿千瓦时)	22.2	34.7	41.6	49.1	58.0
售气毛差 (元/立方米)	0.48	0.50	0.54	0.55	0.55
新增居民接驳 (百万户)	2.09	1.85	1.59	1.56	1.53

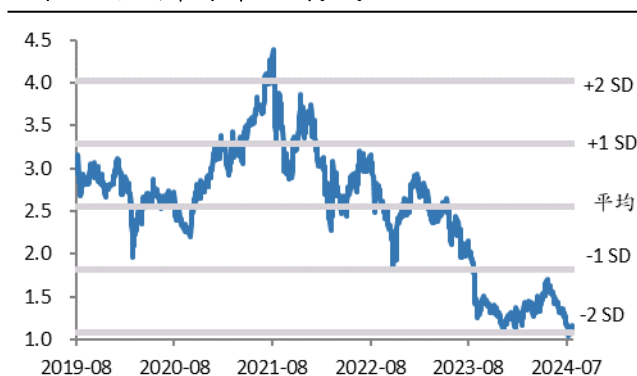
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4: 分部业绩预测

12月年结(百万元人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入					
天然气接驳	5,950	5,337	4,301	4,355	4,279
天然气零售	60,082	60,611	62,717	65,665	68,516
燃气批发	29,954	29,695	28,483	29,907	31,402
泛能业务	10,951	14,513	17,489	20,637	24,351
智家业务	3,114	3,702	4,516	5,420	6,395
总收入	110,051	227,716	117,505	125,983	134,944
毛利					
天然气接驳	2,941	2,770	2,030	2,009	1,915
天然气零售	6,445	6,049	6,720	7,100	7,317
燃气批发	2,736	1,095	263	276	289
泛能业务	1,556	1,907	2,301	2,733	3,254
智家业务	2,078	2,517	3,043	3,629	4,283
总毛利	15,756	14,338	14,356	15,747	17,058
毛利增长(%)					
天然气接驳	(33.9)	(5.8)	(26.7)	(1.0)	(4.7)
天然气零售	4.6	(6.1)	11.1	5.7	3.1
燃气批发	664.2	(60.0)	(76.0)	4.9	4.9
泛能业务	14.0	22.6	20.7	18.8	19.1
智家业务	20.6	21.1	20.9	19.3	18.0
总毛利	12.1	(9.0)	0.1	9.7	8.3
毛利占比(%)					
天然气零售+燃气批发	58.3	49.8	48.6	46.8	44.6
天然气接驳	18.7	19.3	14.1	12.8	11.2
泛能业务	9.9	13.3	16.0	17.4	19.1
智家业务	13.2	17.6	21.2	23.0	25.1

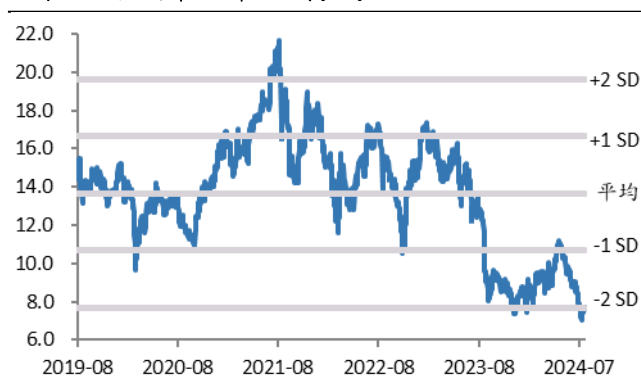
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 预测市净率区间(倍)



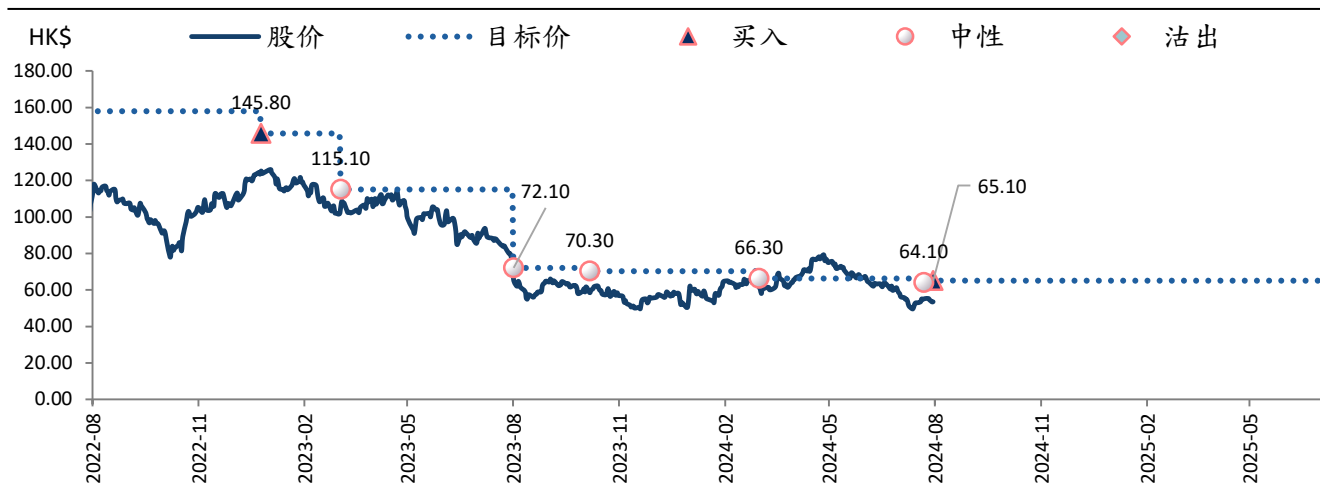
资料来源：FactSet，交银国际预测

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
2688 HK	新奥能源	买入	53.50	65.10	21.7%	2024年08月26日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.26	8.52	17.4%	2024年03月26日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.61	6.82	3.2%	2024年06月25日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	27.30	22.90	-16.1%	2024年04月01日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.41	8.45	31.8%	2024年08月26日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至2024年8月23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	117,505	125,983	134,944
主营业务成本	(94,295)	(99,520)	(103,150)	(110,235)	(117,886)
毛利	15,756	14,338	14,356	15,747	17,058
销售及管理费用	(5,441)	(5,315)	(5,485)	(5,881)	(6,299)
其他经营净收入/费用	(616)	1,290	1,060	1,088	1,119
经营利润	9,699	10,313	9,931	10,954	11,878
财务成本净额	(672)	(786)	(784)	(823)	(723)
应占联营公司利润及亏损	25	478	957	1,041	1,136
税前利润	9,052	10,005	10,104	11,173	12,290
税费	(2,388)	(2,273)	(2,324)	(2,570)	(2,827)
非控股权益	(799)	(916)	(934)	(1,032)	(1,136)
净利润	5,865	6,816	6,846	7,571	8,328
作每股收益计算的净利润	7,964	7,586	6,846	7,571	8,328

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	9,390	10,296	12,347
应收账款及票据	10,675	11,091	11,398	12,220	13,090
存货	1,708	1,682	1,696	1,812	1,938
其他流动资产	6,694	3,913	4,107	4,301	4,511
总流动资产	27,133	26,375	26,591	28,630	31,886
物业、厂房及设备	50,380	50,330	55,890	61,356	66,656
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	10,782	11,823	12,959
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	82,920	89,105	95,245
总资产	102,358	103,131	109,511	117,735	127,130
短期贷款	6,341	8,767	7,890	8,048	8,209
应付账款	8,066	8,171	9,043	9,664	10,335
其他短期负债	21,675	17,985	18,782	19,874	21,415
总流动负债	36,082	34,923	35,716	37,586	39,959
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	56,476	59,283	62,733
股本	117	117	117	117	117
储备及其他资本项目	38,923	42,543	46,382	50,767	55,577
股东权益	39,040	42,660	46,499	50,884	55,694
非控股权益	6,522	5,602	6,536	7,568	8,704
总权益	45,562	48,262	53,035	58,452	64,398

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	10,104	11,173	12,290
合资企业/联营公司收入调整	(25)	(478)	(957)	(1,041)	(1,136)
折旧及摊销	2,603	2,840	3,017	3,238	3,457
营运资本变动	(1,485)	(403)	1,370	680	753
税费	(1,951)	(2,516)	(2,539)	(2,670)	(2,572)
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	10,995	11,379	12,793
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	(63)	1,094	1,238
股息	(2,657)	(2,977)	(3,007)	(3,185)	(3,518)
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)	(3,070)	(2,091)	(2,280)
汇率收益/损失	17	13	0	0	0
年初现金	8,684	8,056	9,689	9,390	10,296
年末现金	8,056	9,689	9,390	10,296	12,347

财务比率					
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	6.052	6.692	7.362
全面摊薄每股收益	7.042	6.706	6.052	6.692	7.362
每股股息	2.349	2.632	2.751	3.042	3.346
每股账面值	34.521	37.712	41.105	44.982	49.234
利润率分析 (%)					
毛利率	14.3	12.6	12.2	12.5	12.6
净利率	5.3	6.0	5.8	6.0	6.2
盈利能力 (%)					
ROA	7.8	7.4	6.3	6.4	6.6
ROE	20.4	17.8	14.7	14.9	15.0
其他					
净负债权益比 (%)	25.8	25.3	23.5	21.7	18.4
流动比率	0.8	0.8	0.7	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26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。