

燃气	收盘价 港元 53.00	目标价 港元 65.10	潜在涨幅 +22.8%
----	-----------------	-----------------	----------------

2024年9月25日

## 新奥能源 (2688 HK)

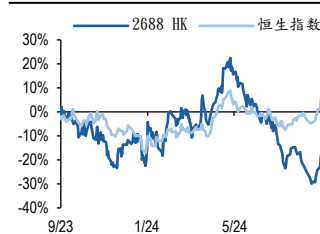
### 回购计划应有助增加投资者信心，回调后股息率吸引

- 中报后股价下跌，应是市场对公司派息政策过度担忧。公司股价表现在业绩后表现偏弱，我们认为是有部分投资者因为新奥的中期派息相对同业稍欠惊喜，因此减持新奥所致。我们认为这是过度担忧，事实上，新奥上半年在核心盈利同比下降17%的情况下，仍同比提高中期股息1.6%，上半年派息比率同比提高3.5个百分点至20.6%。同时，新奥已订出全年约44%的派息比率指引，及在未来3-4年逐步提升派息比率至50%的中期目标，这应是对股东回报明确的目标。
- 开启新一期的回购计划。9月23日，公司宣布了3亿港元的回购及另外3亿港元为员工股份奖励计划购买股票（共6亿港元），公司在去年同期以1亿美元上限为购买股票股份奖励计划。我们认为在目前估值偏低的情况推出回购计划应对股价的支持有较好助力。
- 7-8月售气量增长仍保持上半年的趋势。我们最近与公司作了一次更新，我们估计公司零售气量在今年7-8月仍保持约5%的同比增长，工商业用气在期内保持5%以上的增长。至于售气毛差，我们仍预期在顺价同比增加下在每方0.54元人民币，分部毛利同比上升11%。相比售气毛差，公司目前较着重零售气板块的毛利率改善，目前我们预期公司2024-26年零售气板块的毛利率保持在约11%的水平。
- 盈利拐点已至，股息率目前为行业最高。我们重申对新奥看好的主要原因是公司目前盈利结构已转稳定，预期公司的毛利构成中，接驳工程占比在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%，提升公司盈利的稳定度。按LNG贸易是核心盈利的口径，2024年将是盈利低点，2025/26年将恢复至10.6%/10.0%的同比增长。同时，目前预期2024/25年股息率为6%/7%亦是我们覆盖的燃气公司中最高，我们认为中期业绩后的股价下跌造就了良好的买入机会，维持目标价65.1港元及买入评级。

#### 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)	45.25
市值 (百万港元)	59,597.97
日均成交量 (百万)	17.57
年初至今变化 (%)	(7.83)
200天平均价 (港元)	62.08

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
市盈率 (倍)	6.8	7.1	7.9	7.2	6.5
每股账面净值 (人民币)	34.52	37.71	41.04	44.60	48.35
市账率 (倍)	1.39	1.27	1.17	1.07	0.99
股息率 (%)	4.9	5.5	6.3	7.3	8.4

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: 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 亿元人民币左右
年度核心利润	内地基础业务增长超过 10%

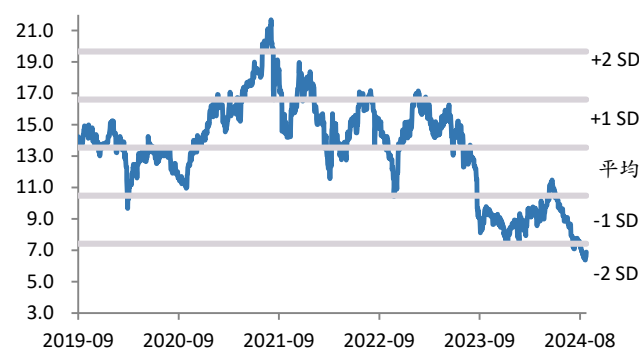
资料来源：公司资料

图表 2: 核心经营数据预测

年结 12 月 31 日	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 (人民币元/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 3: 预测市盈率区间(倍)



资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 4: 预测市净率区间(倍)



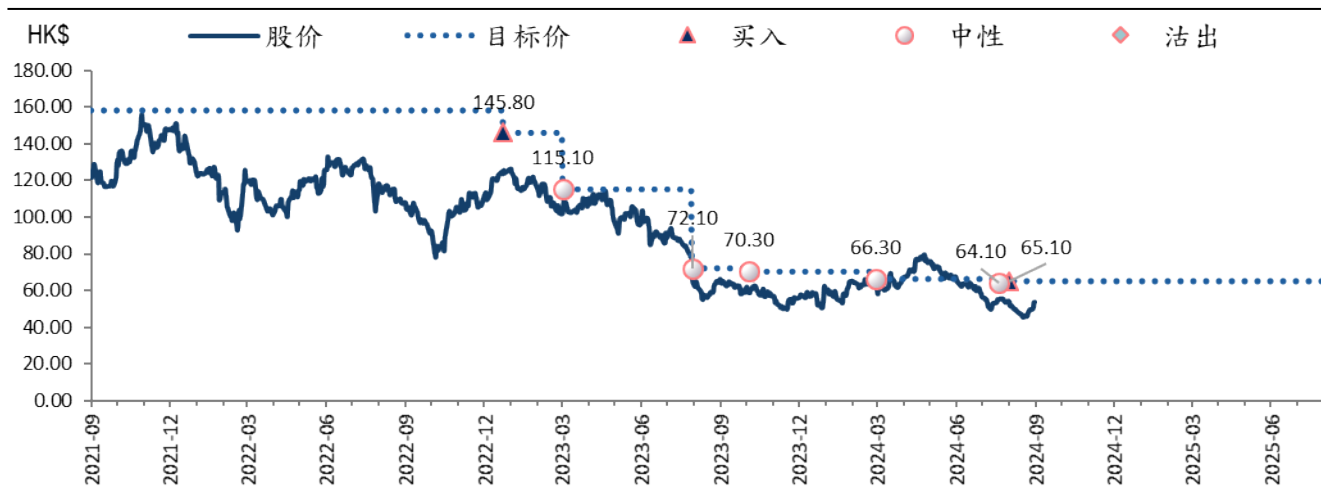
资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5: 分部业绩预测

年结 12 月 31 日(百万人民币)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>收入</b>					
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
<b>总收入</b>	<b>110,051</b>	<b>227,716</b>	<b>117,505</b>	<b>125,983</b>	<b>134,944</b>
<b>毛利</b>					
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
<b>总毛利</b>	<b>15,756</b>	<b>14,338</b>	<b>14,356</b>	<b>15,747</b>	<b>17,058</b>
<b>毛利增长 (%)</b>					
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
<b>总毛利</b>	<b>12.1</b>	<b>(9.0)</b>	<b>0.1</b>	<b>9.7</b>	<b>8.3</b>
<b>毛利占比 (%)</b>					
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 6: 新奥能源 (2688 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 7: 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	7.94	9.35	17.8%	2024 年 08 月 27 日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	53.55	65.10	21.6%	2024 年 08 月 26 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	30.60	28.90	-5.6%	2024 年 09 月 02 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.47	6.82	5.4%	2024 年 06 月 25 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.09	8.45	38.8%	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 9 月 25 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)
<b>毛利</b>	<b>15,756</b>	<b>14,338</b>	<b>14,356</b>	<b>15,747</b>	<b>17,058</b>
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
<b>经营利润</b>	<b>9,699</b>	<b>10,313</b>	<b>9,931</b>	<b>10,954</b>	<b>11,878</b>
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
<b>税前利润</b>	<b>9,052</b>	<b>10,005</b>	<b>10,104</b>	<b>11,173</b>	<b>12,290</b>
税费	(2,388)	(2,273)	(2,324)	(2,570)	(2,827)
非控股权益	(799)	(916)	(934)	(1,032)	(1,136)
<b>净利润</b>	<b>5,865</b>	<b>6,816</b>	<b>6,846</b>	<b>7,571</b>	<b>8,328</b>
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	9,320	9,870	11,351
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
<b>总流动资产</b>	<b>27,133</b>	<b>26,375</b>	<b>26,521</b>	<b>28,204</b>	<b>30,889</b>
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
<b>总长期资产</b>	<b>75,225</b>	<b>76,756</b>	<b>82,920</b>	<b>89,105</b>	<b>95,245</b>
<b>总资产</b>	<b>102,358</b>	<b>103,131</b>	<b>109,441</b>	<b>117,308</b>	<b>126,134</b>
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
<b>总流动负债</b>	<b>36,082</b>	<b>34,923</b>	<b>35,716</b>	<b>37,586</b>	<b>39,959</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>56,476</b>	<b>59,283</b>	<b>62,733</b>
股本	117	117	117	117	117
储备及其他资本项目	38,923	42,543	46,313	50,341	54,581
<b>股东权益</b>	<b>39,040</b>	<b>42,660</b>	<b>46,430</b>	<b>50,458</b>	<b>54,698</b>
非控股权益	6,522	5,602	6,536	7,568	8,704
<b>总权益</b>	<b>45,562</b>	<b>48,262</b>	<b>52,965</b>	<b>58,026</b>	<b>63,401</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	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
<b>经营活动现金流</b>	<b>10,102</b>	<b>9,612</b>	<b>10,995</b>	<b>11,379</b>	<b>12,793</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	(63)	1,094	1,238
股息	(2,657)	(2,977)	(3,077)	(3,542)	(4,088)
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>(3,139)</b>	<b>(2,448)</b>	<b>(2,850)</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>9,320</b>	<b>9,870</b>
<b>年末现金</b>	<b>8,056</b>	<b>9,689</b>	<b>9,320</b>	<b>9,870</b>	<b>11,351</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	6.052	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	3.026	3.498	4.016
每股账面值	34.521	37.712	41.044	44.605	48.353
<b>利润率分析 (%)</b>					
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
<b>盈利能力 (%)</b>					
ROA	7.8	7.4	6.3	6.5	6.6
ROE	20.4	17.8	14.7	15.0	15.2
<b>其他</b>					
净负债权益比 (%)	25.8	25.3	23.7	22.5	20.3
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**

## 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、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、武汉有机控股有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、乐能物流股份有限公司、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、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北京第四范式智能技术股份有限公司的已发行股本逾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。