

燃气

2024 年 10 月 28 日

新奥能源 (2688 HK)

3 季度营运数据大致符合预期

- ⊕ **3 季度零售气销售量及毛差均符合预期。**公司公布 3 季度营运数据，期内零售气量同比上升 5.5%，其中居民及工商业售气同比增长 4.6%/6.2%，值得注意的是工商业售气 3 季度的增长略低于 2 季度的原因，是去年公司 2 季度为低基数，3 季度同比则是同一口径的统计。3 季度售气毛差为每立方 0.54 元（人民币，下同），与全年指引一致。目前公司维持 2024 年全年零售气销售量增长 5% 及板块毛利增长 10% 的指引。
- ⊕ **泛能板块 4 季度仍有可见度较高的增量，支撑全年增长达标。**泛能板块方面，3 季度/前九个月销售量同比增长 13%/21%，管理层表示 3 季度受季节性因素影响售能增速减慢，但预计 4 季度售热量理论上有较大环比增长，加上在建项目转运营及新增的托管运营业务也会带来新的收入贡献，管理层预期全年售能仍能基本达到同比增长 20% 的年度指引。
- ⊕ **资本开支可能低于预算，将优先考虑偿还银行贷款。**LNG 贸易方面，管理层表示前三季的税前盈利为 2.8 亿元，仍在上半年的指引 2-3 亿元之内，管理层预期 4 季度的 LNG 贸易利润相对较少。另外，公司前三季的资本开支在 46 亿元，相对全年指引的 80 亿元仍有较大差距。管理层表示全年实际资本开支较大可能低于指引。至于如何运用余下的资金，管理层表示会优先减少银行贷款，再考虑是否增加回购或分红。我们认为这是合理的决定。
- ⊕ 我们维持盈利预测及 65.10 港元的目标价不变，维持**买入**评级。

郑民康

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

文昊, CPA

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

图表 1: 季度营运数据比较

12 月年结	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24
天然气零售 (百万立方米)					
-居民	714	1,723	1,947	1,054	747
-工商业 (含电厂气量)	4,973	5,438	5,224	4,337	5,282
-加气站	106	29	66	82	80
总计	5,793	7,190	7,237	5,473	6,109
同比变化 (%)					
-居民	3.3	1.9	2.5	4.2	4.6
-工商业 (含电厂气量)	1.3	0.8	2.9	8.5	6.2
-加气站	-37.3	16.0	-12.0	-18.8	-24.5
总计	0.4	1.1	2.7	7.1	5.5
新增居民接驳 (十万户)	365	491	343	432	327
同比变化 (%)	-33.3	-12.3	-18.1	-13.1	-13.1
综合能源销售 (百万千瓦时)	8,766	10,270	9,136	10,604	9,928
同比变化 (%)	18.3	154.8	29.4	23.3	13.3

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	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

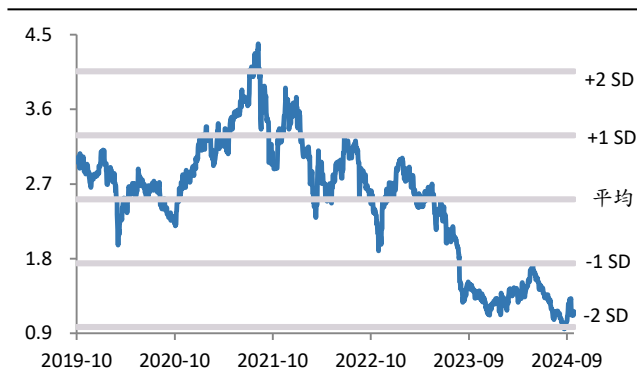
资料来源：公司资料，交银国际预测

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

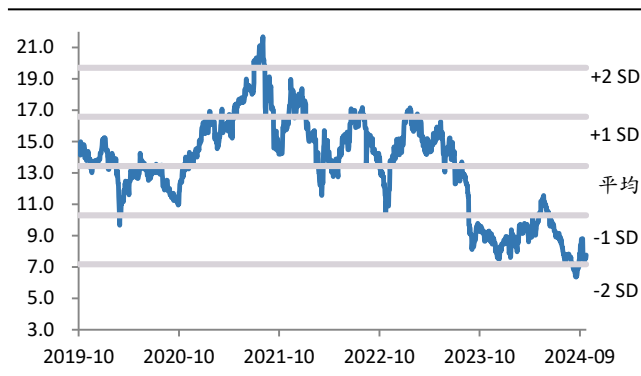
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 5: 预测市净率区间(倍)



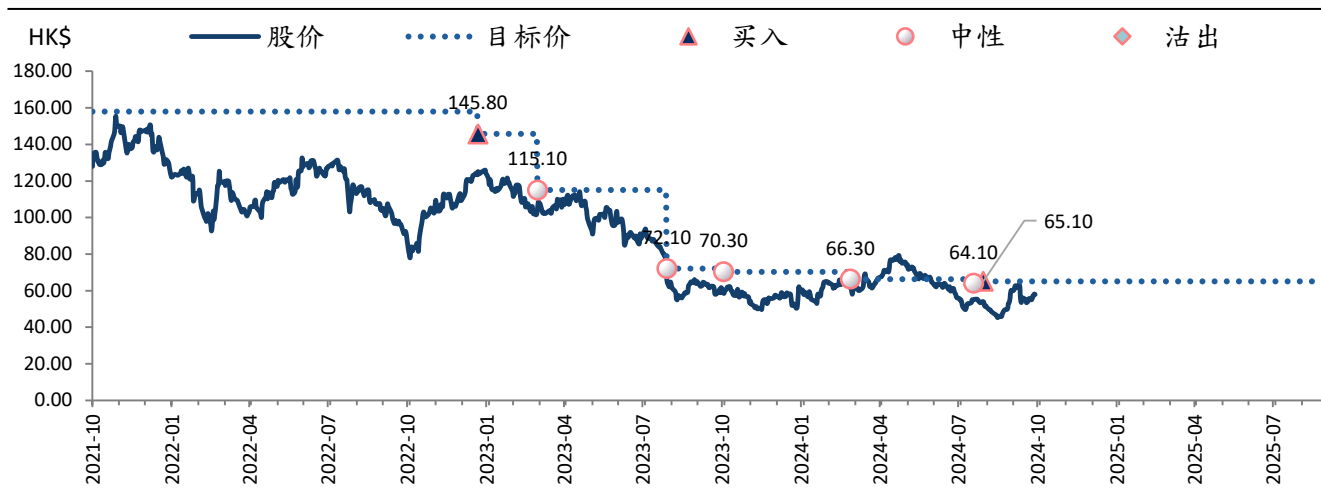
资料来源：FactSet，交银国际预测

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
135 HK	昆仑能源	买入	7.87	9.35	18.8%	2024 年 08 月 27 日	分销商
2688 HK	新奥能源	买入	57.90	65.10	12.4%	2024 年 08 月 26 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	31.85	28.90	-9.3%	2024 年 09 月 02 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.85	6.82	-0.4%	2024 年 06 月 25 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.81	8.45	24.1%	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 10 月 25 日

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】并没有于发表本报告之30个日历日前交易或买卖本报告内涉及其所评论的任何公司的证券；ii) 他们及他们之相关有联系者并没有担任本报告内涉及其评论的任何公司的高级人员（包括就房地产基金而言，担任该房地产基金的管理公司的高级人员；及就任何其他实体而言，在该实体中担任负责管理该等公司的高级人员或其同级人员）；iii) 他们及他们之相关有联系者并没拥有于本报告内涉及其评论的任何公司的证券之任何财务利益。根据证监会持牌人或注册人操守准则第16.2段，“有联系者”指：i) 分析员的配偶、亲生或领养的未成年子女，或未成年继子女；ii) 某信托的受托人，而分析员、其配偶、其亲生或领养的未成年子女或其未成年继子女是该信托的受益人或酌情对象；或iii) 惯于或有义务按照分析员的指示或指令行事的另一人。

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、潮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、中邮通信(集团)控股有限公司及地平线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七牛智能科技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，或可能以受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。