

燃气	收盘价 港元 61.45	目标价 港元 74.60↓	潜在涨幅 +21.4%
----	-----------------	------------------	----------------

2025 年 4 月 29 日

新奥能源 (2688 HK)

1 季度受暖冬影响售气量，私有化方案稳步推进

- 1 季度受暖冬影响售气量持平。2025 年 1 季度，公司零售气量同比增长 0.3%，仍优于内地 1 季度天然气表观消费量的同比下降 2.2%。其中，工商业客户受暖冬天气影响，存量用户售气量略有下降，但通过新客户开发和工业客户需求修复，整体持平。居民客户售气量同比增长 1.1%，管理层表示暖冬对售气量的影响大约为 2-3 个百分点。毛差方面则环比有所改善，我们估计相较于去年 1 季度每方人民币 0.48 元的水平应有较大增长。
- 其它业务表现仍合乎预期。新增接驳方面，居民接驳同比下跌 16% 至 28.7 万户，仍在预期之内，当中新房:老房的占比为 3:1。泛能业务方面，1 季度销售量同比增长 9.9% 至 100 亿千瓦时，我们认为暖冬对泛能销售量仍有一定影响。期间有 14 个新项目投入运营，在建项目 73 个，包括约 1 吉瓦分布式光伏及 200 兆瓦储能。智家业务方面，目前存量客户的渗透率是 3.7%，新增客户的渗透率是 49.8%，存量交易客户单价为人民币 338 元/户，同比提升约 13%。
- 私有化方案预期在今年 4 季度寻求港股股东通过。对于公司私有化进展，目前已完成市监总局及反垄断局的咨询，下一个关键节点是母公司新奥股份 (600803 CH；未评级) 于 5 月 28 日的股东大会。重组方案需要新奥股份独立股东以至少三分之二的投票权投赞成票通过，及后仍需港交所审批新奥股份 H 股的介绍上市方案，以及其它内地监管审批。我们预期公司应在今年 4 季度推行股东大会寻求私有化方案的通过。
- 未来 3 年维持温和盈利增长。考虑零售气量及泛能业务受暖冬影响，我们预期公司 2025 年零售气量/泛能销售量同比增长 2.2%/12%，下调公司 2025/26 年盈利 4%/6%，2024-27 年盈利年复合增长率约为 5%。基于 11 倍 2025 年市盈率，调整目标价至 74.60 港元，维持买入评级。

财务数据一览

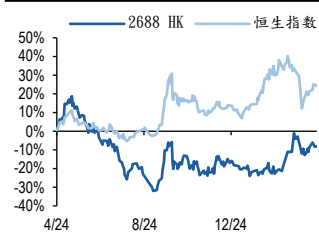
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入(百万人民币)	113,858	109,853	116,552	122,701	129,239
同比增长 (%)	3.5	-3.5	6.1	5.3	5.3
净利润(百万人民币)	6,816	5,987	7,174	7,782	8,098
每股盈利(人民币)	6.71	6.14	6.34	6.88	7.16
同比增长 (%)	-4.8	-8.4	3.2	8.5	4.1
前EPS预测值(人民币)			6.61	7.32	7.69
调整幅度 (%)			-4.1	-6.0	-6.9
市盈率(倍)	8.6	9.4	9.1	8.4	8.1
每股账面净值(人民币)	37.71	39.87	43.39	46.86	50.20
市账率(倍)	1.53	1.45	1.33	1.23	1.15
股息率 (%)	4.6	4.6	5.7	6.5	7.0

资料来源：公司资料，交银国际预测

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)	68,286.31
日均成交量(百万)	3.89
年初至今变化 (%)	10.03
200天平均价(港元)	55.47

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

图表 1: 核心经营数据预测

年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
居民售气量 (百万立方米)	5,348	5,470	5,552	5,635	5,720
工商售气量 (百万立方米)	19,486	20,480	20,992	21,727	22,487
加气站销量 (百万立方米)	311	250	238	226	214
零售天然气销量 (百万立方米)	25,145	26,200	26,782	27,588	28,421
增长 (%)	(3.1)	4.2	2.2	3.0	3.0
泛能销售 (十亿千瓦时)	34.7	41.6	46.6	52.1	58.4
售气毛差 (元/立方米)	0.50	0.54	0.55	0.55	0.55
新增居民接驳 (百万户)	1.85	1.62	1.55	1.49	1.43

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2: 分部业绩预测

百万人民币 年结 12 月 31 日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入					
天然气接驳	5,337	4,095	4,050	3,866	3,756
天然气零售	60,611	60,749	63,485	65,397	67,377
燃气批发	29,695	25,143	26,400	27,720	29,106
泛能业务	14,513	15,273	17,106	19,158	21,457
智家业务	3,702	4,593	5,512	6,559	7,543
总收入	113,858	109,853	116,552	122,701	129,239
毛利					
天然气接驳	2,770	1,895	1,866	1,726	1,628
天然气零售	6,049	6,225	6,627	6,740	6,864
燃气批发	1,095	94	99	104	109
泛能业务	1,907	2,220	2,502	2,815	3,171
智家业务	2,517	2,971	3,581	4,261	4,901
总毛利	14,338	13,405	14,674	15,646	16,673
毛利增长 (%)					
天然气接驳	(5.8)	(31.6)	(1.5)	(7.5)	(5.7)
天然气零售	(6.1)	2.9	6.5	1.7	1.8
燃气批发	(60.0)	(91.4)	5.1	4.9	4.9
泛能业务	22.6	16.4	12.7	12.5	12.6
智家业务	21.1	18.0	20.5	19.0	15.0
总毛利增长	(9.0)	(6.5)	9.5	6.6	6.6

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3: 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 4: 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	61.45	74.60	21.4%	2025 年 04 月 28 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.40	9.02	21.9%	2025 年 03 月 27 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	21.95	20.80	-5.2%	2025 年 03 月 31 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	6.99	5.92	-15.3%	2024 年 12 月 02 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	6.07	8.12	33.8%	2025 年 03 月 27 日	能源设备

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 收盘价截至 2025 年 4 月 28 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	113,858	109,853	116,552	122,701	129,239
主营业务成本	(99,520)	(96,448)	(101,878)	(107,055)	(112,566)
毛利	14,338	13,405	14,674	15,646	16,673
销售及管理费用	(5,315)	(5,191)	(5,513)	(5,804)	(6,113)
其他经营净收入/费用	1,290	404	1,088	1,119	1,152
经营利润	10,313	8,618	10,249	10,961	11,712
财务成本净额	(786)	(733)	(770)	(646)	(581)
应占联营公司利润及亏损	478	912	951	999	1,058
税前利润	10,005	8,797	10,430	11,314	12,189
税费	(2,273)	(1,921)	(2,278)	(2,471)	(2,662)
非控股权益	(916)	(889)	(978)	(1,061)	(1,429)
净利润	6,816	5,987	7,174	7,782	8,098
作每股收益计算的净利润	7,586	6,950	7,174	7,782	8,098

资产负债表简表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9,689	7,693	9,016	11,084	13,557
应收账款及票据	11,091	9,828	10,427	10,977	11,562
存货	1,682	1,513	1,598	1,679	1,766
其他流动资产	3,913	3,150	3,259	3,362	3,473
总流动资产	26,375	22,184	24,300	27,103	30,358
物业、厂房及设备	50,330	53,151	57,759	62,300	66,779
无形资产	4,341	4,420	4,056	3,722	3,416
合资企业/联营公司投资	9,825	10,376	11,327	12,325	13,384
其他长期资产	12,260	13,089	12,697	12,305	11,913
总长期资产	76,756	81,036	85,839	90,653	95,492
总资产	103,131	103,220	110,139	117,756	125,850
短期贷款	8,767	6,464	6,593	6,725	6,860
应付账款	8,171	8,203	8,665	9,105	9,574
其他短期负债	17,985	17,835	18,350	19,438	20,599
总流动负债	34,923	32,502	33,608	35,268	37,033
长期贷款	13,156	13,068	13,915	14,889	16,010
其他长期负债	6,790	6,574	6,574	6,574	6,574
总长期负债	19,946	19,642	20,489	21,463	22,584
总负债	54,869	52,144	54,097	56,732	59,617
股本	117	117	117	117	117
储备及其他资本项目	42,543	44,984	48,971	52,892	56,673
股东权益	42,660	45,101	49,088	53,009	56,790
非控股权益	5,602	5,975	6,953	8,014	9,444
总权益	48,262	51,076	56,041	61,024	66,233

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	10,005	8,797	10,430	11,314	12,189
合资企业/联营公司收入调整	(478)	(912)	(951)	(999)	(1,058)
折旧及摊销	2,840	3,106	3,148	3,325	3,502
营运资本变动	(403)	665	576	571	608
税费	(2,516)	(2,353)	(2,670)	(2,248)	(2,422)
其他经营活动现金流	164	991	0	0	0
经营活动现金流	9,612	10,294	10,533	11,963	12,819
资本开支	(6,495)	(6,177)	(7,000)	(7,140)	(7,283)
其他投资活动现金流	1,646	1,739	0	0	0
投资活动现金流	(4,849)	(4,438)	(7,000)	(7,140)	(7,283)
负债净变动	2,212	(2,642)	976	1,106	1,255
股息	(2,977)	(3,015)	(3,187)	(3,861)	(4,318)
其他融资活动现金流	(2,378)	(2,201)	0	0	0
融资活动现金流	(3,143)	(7,858)	(2,211)	(2,755)	(3,063)
汇率收益/损失	13	6	0	0	0
年初现金	8,056	9,689	7,693	9,016	11,084
年末现金	9,689	7,693	9,016	11,084	13,557

财务比率					
年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(人民币)					
核心每股收益	6.706	6.144	6.342	6.879	7.159
全面摊薄每股收益	6.706	6.144	6.342	6.879	7.159
每股股息	2.632	2.674	3.315	3.752	4.043
每股账面值	37.712	39.869	43.394	46.860	50.202
利润率分析(%)					
毛利率	12.6	12.2	12.6	12.8	12.9
净利率	6.0	5.5	6.2	6.3	6.3
盈利能力(%)					
ROA	7.4	6.7	6.5	6.6	6.4
ROE	17.8	15.4	14.6	14.7	14.3
其他					
净负债权益比(%)	25.3	23.2	20.5	17.3	14.1
流动比率	0.8	0.7	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、湖州燃气股份有限公司、汉有机控股有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、富景中国控股有限公司、天津建设发展集团股份有限公司、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、中赣通信(集团)控股有限公司、地平线、多点数智有限公司、草姬集团控股有限公司、安徽海螺材料科技股份有限公司、北京赛目科技股份有限公司及滴普科技股份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，而并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。