

燃气	收盘价 港元 62.95	目标价 港元 73.66↓	潜在涨幅 +17.0%
----	-----------------	------------------	----------------

2025年8月28日

新奥能源 (2688 HK)

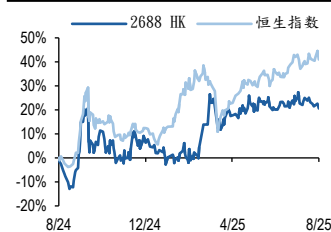
上半年经营偏弱，目前私有化进展顺利

- ⊕ **上半年核心盈利轻微下降，泛能销售增速回落。**新奥上半年核心盈利同比微降1%至32亿元（人民币，下同），合乎市场预期。期内零售气同比增1.9%，当中工商户/居民售气同比增2.4%/1.3%，零售气毛利率大致持平在10.2%。泛能业务方面，总装机/在运装机达15GW/13.9GW，同比增9.2%/8.5%，但2季度售能同比下跌9%（上半年整体持平），公司认为主因为：1）期内供暖安装工程业务之房地产及工业客户需求偏软；2）在反内卷推动下，部分客户用能随出货量下降，但公司通过系统性提效，分部毛利率提升近3个百分点至15.8%。另外新增居民接驳同比降10.7%，仍在预期之内。公司宣布中期分红0.65港元，与去年持平。
- ⊕ **私有化进度更新：仍预期年内举行股东大会寻求通过方案。**目前公司私有化进展顺利，目前已完成市监总局及反垄断局的咨询，母公司新奥股份的股东大会通会，以及在发改委的备案。后续仍需在中国内地商务部及证监会备案，以及港交所审批新奥股份H股的介绍上市方案。我们仍预期公司在今年4季度举行股东大会寻求私有化方案的通过。
- ⊕ **预期2025下半年经营表现随供暖需求小幅回升。**目前我们预期4季度冬天温度回归正常，供暖需求有望回升。预测公司2025全年零售气量同比上升2.2%（下半年同比+2.5%），零售气分部毛利率在10%。新增居民接驳量同比降8%至149万户，下跌势头进一步放缓。泛能业务方面，我们预期在4季度售能随供暖需求正常化小幅回升，全年售能同比增4%。
- ⊕ **2025-27年盈利维持温和增长。**考虑零售气量及泛能业务需求减弱，我们下调公司2025/26年盈利0.1%/1.8%，2024-27年盈利年复合增长率约为4%。因营运表现偏弱，我们下调估值至10倍预测市盈率（前为11倍），基准年移至2026年，调整目标价至73.66港元（前为74.60港元），维持买入评级。

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)	66.45
52周低位 (港元)	45.25
市值 (百万港元)	69,954.45
日均成交量 (百万)	3.93
年初至今变化 (%)	12.71
200天平均价 (港元)	61.29

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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入 (百万人民币)	113,858	109,853	112,647	117,572	122,689
同比增长 (%)	3.5	-3.5	2.5	4.4	4.4
净利润 (百万人民币)	6,816	5,987	7,169	7,644	7,860
每股盈利 (人民币)	6.71	6.14	6.34	6.76	6.95
同比增长 (%)	-4.8	-8.4	3.2	6.6	2.8
前EPS预测值 (人民币)			6.34	6.88	7.16
调整幅度 (%)			-0.1	-1.8	-2.9
市盈率 (倍)	8.6	9.4	9.1	8.6	8.3
每股账面净值 (人民币)	37.71	39.87	43.39	46.75	49.96
市账率 (倍)	1.53	1.45	1.33	1.24	1.16
股息率 (%)	4.5	4.6	5.7	6.4	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 1：2025 上半年业绩概要

百万人民币 年结 12 月 31 日	1H24	2H24	1H25	同比 (%)
营业额	54,587	55,266	55,673	2.0
销售成本	(48,122)	(48,326)	(49,216)	2.3
毛利	6,465	6,940	6,457	(0.1)
其他收入	543	503	343	(36.8)
其他收益及亏损	(481)	(161)	(577)	20.0
分销及销售开支	(619)	(657)	(683)	10.3
行政开支	(1,961)	(1,954)	(1,938)	(1.2)
经营利润	3,947	4,671	3,602	(8.7)
应占联营公司业绩	175	164	210	20.0
应占合管企业业绩	248	325	260	4.8
融资成本	(390)	(343)	(287)	(26.4)
除税前溢利	3,980	4,817	3,785	(4.9)
所得税开支	(978)	(943)	(893)	(8.7)
年度溢利	3,002	3,874	2,892	(3.7)
非控股权益	(429)	(460)	(463)	7.9
年度纯利	2,573	3,414	2,429	(5.6)
核心盈利	3,263	3,687	3,223	(1.2)

资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 2：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	43.2	45.8	48.6
增长 (%)	56.0	19.8	4.0	6.0	6.0
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	1.49	1.43	1.37

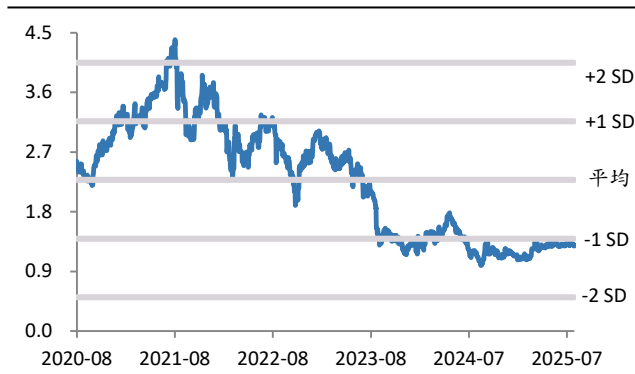
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 3：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	3,929	3,752	3,647
天然气零售	60,611	60,749	63,485	65,397	67,377
燃气批发	29,695	25,143	24,159	25,367	26,635
泛能业务	14,513	15,273	15,563	16,497	17,487
智家业务	3,702	4,593	5,512	6,559	7,543
总收入	113,858	109,853	112,647	117,572	122,689
毛利					
天然气接驳	2,770	1,895	1,936	1,793	1,694
天然气零售	6,049	6,225	6,627	6,740	6,864
燃气批发	1,095	94	44	46	48
泛能业务	1,907	2,220	2,240	2,363	2,496
智家业务	2,517	2,971	3,636	4,261	4,901
总毛利	14,338	13,405	14,482	15,203	16,004
毛利增长 (%)					
天然气接驳	(5.8)	(31.6)	2.2	(7.4)	(5.5)
天然气零售	(6.1)	2.9	6.5	1.7	1.8
燃气批发	(60.0)	(91.4)	(53.3)	4.7	4.8
泛能业务	22.6	16.4	0.9	5.5	5.6
智家业务	21.1	18.0	22.4	17.2	15.0
总毛利增长	(9.0)	(6.5)	8.0	5.0	5.3

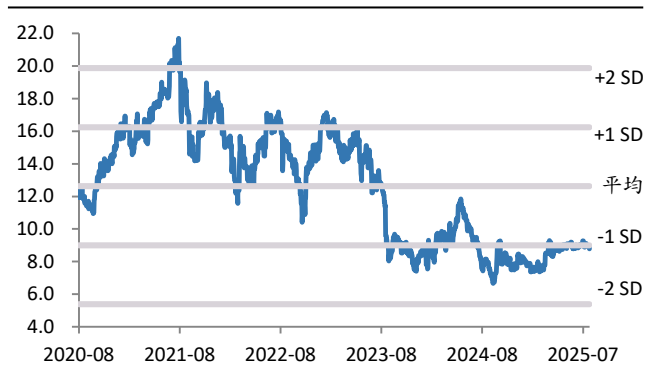
资料来源：公司资料，交银国际预测

图表 4：预测市净率区间(倍)



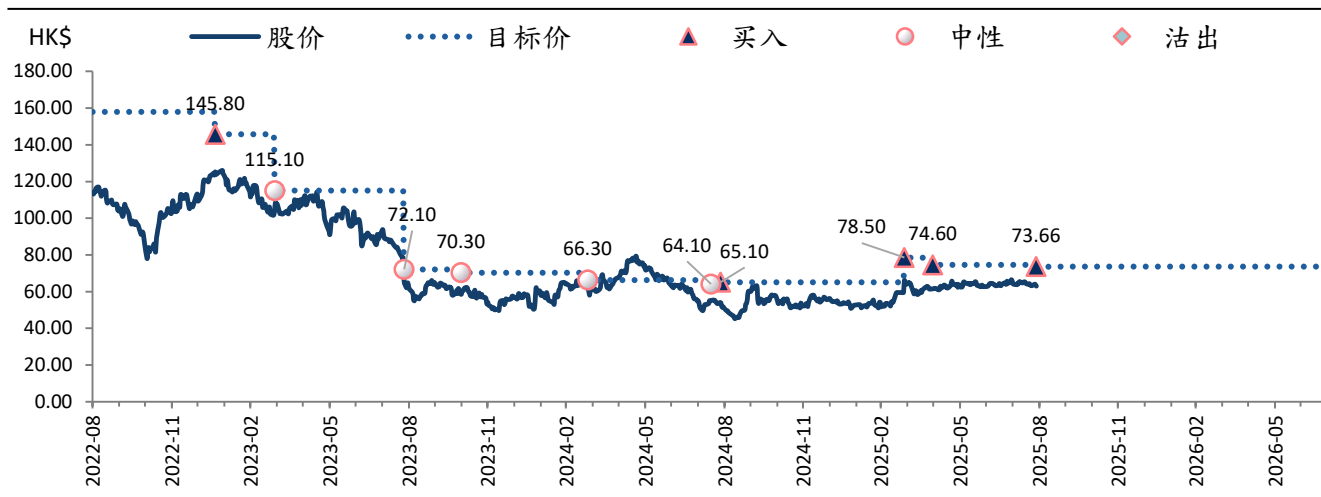
资料来源：FactSet，交银国际预测

图表 5：预测市盈率区间(倍)



资料来源：FactSet，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)	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	62.95	73.66	17.0%	2025 年 08 月 28 日	分销商
135 HK	昆仑能源	买入	7.23	8.85	22.4%	2025 年 08 月 20 日	分销商
384 HK	中国燃气	中性	7.78	6.80	-12.6%	2025 年 06 月 30 日	分销商
1193 HK	华润燃气	中性	19.40	20.80	7.2%	2025 年 03 月 31 日	分销商
3899 HK	中集安瑞科	买入	7.11	8.40	18.1%	2025 年 08 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 8 月 27 日

财务数据

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
收入	113,858	109,853	112,647	117,572	122,689
主营业务成本	(99,520)	(96,448)	(98,166)	(102,369)	(106,685)
毛利	14,338	13,405	14,482	15,203	16,004
销售及管理费用	(5,315)	(5,191)	(5,328)	(5,561)	(5,803)
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	10,242	10,761	11,353
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	10,423	11,114	11,830
税费	(2,273)	(1,921)	(2,276)	(2,427)	(2,583)
非控股权益	(916)	(889)	(978)	(1,042)	(1,387)
净利润	6,816	5,987	7,169	7,644	7,860
作每股收益计算的净利润	7,586	6,950	7,169	7,644	7,860

截至12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9,689	7,693	8,554	10,379	12,521
应收账款及票据	11,091	9,828	10,078	10,519	10,976
存货	1,682	1,513	1,540	1,606	1,674
其他流动资产	3,913	3,150	3,184	3,269	3,355
总流动资产	26,375	22,184	23,356	25,773	28,526
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	109,195	116,425	124,018
短期贷款	8,767	6,464	6,593	6,725	6,860
应付账款	8,171	8,203	8,349	8,707	9,074
其他短期负债	17,985	17,835	17,728	18,649	19,603
总流动负债	34,923	32,502	32,670	34,081	35,536
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	53,159	55,544	58,120
股本	117	117	117	117	117
储备及其他资本项目	42,543	44,984	48,966	52,769	56,399
股东权益	42,660	45,101	49,083	52,886	56,516
非控股权益	5,602	5,975	6,953	7,995	9,382
总权益	48,262	51,076	56,036	60,881	65,898

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

年结12月31日	2023	2024	2025E	2026E	2027E
税前利润	10,005	8,797	10,423	11,114	11,830
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	122	470	477
税费	(2,516)	(2,353)	(2,670)	(2,208)	(2,351)
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	10,071	11,701	12,400
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)	(3,842)	(4,230)
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)	(2,210)	(2,736)	(2,975)
汇率收益/损失	13	6	0	0	0
年初现金	8,056	9,689	7,693	8,554	10,379
年末现金	9,689	7,693	8,554	10,379	12,521

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	6.337	6.758	6.948
全面摊薄每股收益	6.706	6.144	6.337	6.758	6.948
每股股息	2.632	2.674	3.313	3.686	3.924
每股账面值	37.712	39.869	43.390	46.751	49.960
利润率分析(%)					
毛利率	12.6	12.2	12.9	12.9	13.0
净利率	6.0	5.5	6.4	6.5	6.4
盈利能力(%)					
ROA	7.4	6.7	6.6	6.6	6.3
ROE	17.8	15.4	14.6	14.5	13.9
其他					
净负债权益比(%)	25.3	23.2	21.3	18.5	15.7
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 9 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、武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、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、滴普科技股份有限公司、Mirxes Holding Company Limited、山东快驴科技发展股份有限公司、佛山市海天调味食品股份有限公司、药捷安康（南京）科技股份有限公司、周六福珠宝股份有限公司、拨康视云制药有限公司、富卫集团有限公司、宜搜科技控股有限公司及广州银诺医药集团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。