

2025 年 11 月 30 日

## 新奥能源 (02688. HK)

投资评级：买入（首次）

——民营全国性城燃龙头 私有化推进产业链整合

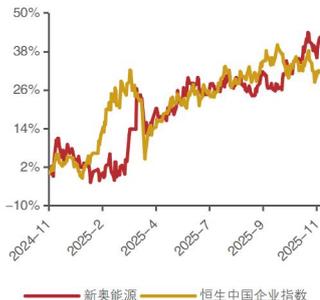
## 证券分析师

查浩  
SAC: S1350524060004  
zhahao@huayuanstock.com  
刘晓宁  
SAC: S1350523120003  
liuxiaoning@huayuanstock.com  
邹佩轩  
SAC: S1350524070004  
zoupeixuan01@huayuanstock.com

## 联系人

秦雨茁  
qinyuzhuo@huayuanstock.com

## 市场表现：



## 基本数据 2025 年 11 月 28 日

收盘价 (港元) 70.95  
一年内最高/最低 (港元) 71.85/49.80  
总市值 (百万港元) 80,284.35  
流通市值 (百万港元) 80,284.35  
资产负债率 (%) 50.52

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **民营全国性城燃公司，私有化促进优势协同。**公司成立于 1993 年，为新奥集团下属全国性城燃公司，控股股东新能（香港）为新奥股份的全资子公司。2025 年 3 月 26 日，新奥股份（A）、新奥能源（H）发布重组方案公告，新奥股份当前持有新奥能源 34.28% 股权，拟对新奥能源进行私有化，并在港股上市；交易完成后新奥能源将退市并成为新奥股份的全资子公司，相关程序持续推进。根据重组方案，新奥能源计划股东每股股份可获得 2.9427 股新奥股份发行的 H 股股份（估价 18.86 港元/股）及 24.50 港元现金付款，对应总价值 80 港元，较 11 月 28 日收盘价存在 12.8% 空间。若 2025 年并购完成，可获取新奥股份 0.96 元/股的分红，对应股息率 6.7%。
- **天然气零售气量稳健，降本顺价盈利改善。**截至 2025H1，公司在全国运营 263 个城市燃项目，截至 2024 年底项目数量前五省份分别为河北、广东、安徽、江苏、山东。2024 年零售气量 262.0 亿立方米，同比增长 4.2%；2025Q1-3 实现零售气量 191.9 亿立方米，同比增长 2.0%，高于全国天然气表观消费量同比增速。居民顺价持续推进，助力毛差修复，2024 年公司毛差 0.54 元/立方米，同比提升 0.04 元/立方米。成本端受益于国际气价下行，有望持续改善，在手长协挂钩日本 JCC 原油价格指数，下行趋势亦带来成本改善空间。
- **燃气接驳利润占比持续下降，影响减弱期待企稳。**受房地产行业调整影响，公司新增居民接驳户数从 2021 年的 262.2 万户下滑至 2024 年的 161.7 万户，燃气接驳业务营收及利润占比持续下降，2024 年公司燃气接驳业务利润占比 14.14%，2025H1 进一步下降至 12.70%，影响持续减弱，较同业面临的接驳下滑风险更为可控。
- **泛能及智家业务较快增长，有望持续贡献增量业绩空间。**公司深入挖掘客户需求，泛能业务规模持续扩张，截至 2025 年 9 月底，公司累计投运装机 6.9GW，在建装机 1.6GW。公司智家业务较快发展，渗透率存在提升空间，2020-2024 年智家业务毛利 CAGR 为 22.7%，有望持续增厚业绩。
- **盈利预测与评级：**预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 62.48、67.05、72.96 亿元，同比增速分别为 4.4%、7.3%、8.8%，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍。选取华润燃气、中国燃气为可比公司，公司天然气业务稳健，泛能及智家业务具备成长空间，私有化流程推进促进产业链一体化整合。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：气量增长不及预期，上游气价波动风险，泛能与智家业务增长低于预期，接驳户数超预期下滑，私有化进展不及预期**

## 盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	113,858	109,853	112,714	117,386	122,705
同比增长率 (%)	3.5%	-3.5%	2.6%	4.1%	4.5%
归母净利润 (百万元)	6,816	5,987	6,248	6,705	7,296
同比增长率 (%)	16.2%	-12.2%	4.4%	7.3%	8.8%
每股收益 (元/股)	6.03	5.29	5.52	5.93	6.45
ROE (%)	16.0%	13.3%	13.0%	13.1%	13.3%
市盈率 (P/E)	8.78	9.71	11.82	11.01	10.12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 62.48、67.05、72.96 亿元，同比增速分别为 4.4%、7.3%、8.8%，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍。

从可比公司估值来看，我们选取同业城燃公司华润燃气、中国燃气作为可比公司，可比公司 2025–2027 年平均 PE 分别为 13、12、11 倍。公司天然气业务稳健，泛能及智家业务具备成长空间，私有化流程持续推进促进产业链一体化整合。首次覆盖，给予“买入”评级。

### 关键假设

假设公司 2025–2027 年零售气量分别为 268.73、276.43、286.67 亿立方米，新增居民接驳户数分别为 145.5、138.3、136.9 万户。

### 投资逻辑要点

公司为民营全国性城燃公司，控股股东新奥股份拟对公司进行私有化，促进产业链一体化整合形成协同优势。天然气零售业务表现稳健，有望受益于油气价格下行，成本端持续改善；燃气接驳业务收入及利润占比持续下降，低于同业城燃公司，下滑风险可控；泛能及智家业务快速成长，有望进一步支撑业绩增长。假设分红率维持 2024 年水平，2025 年 11 月 28 日收盘价对应 2025 年股息率 4.4%；若 2025 年并购完成，公司可获取新奥股份 0.96 元/股的分红，对应股息率 6.7%。

### 核心风险提示

气量增长不及预期，上游气价波动风险，泛能与智家业务增长低于预期，接驳户数超预期下滑，私有化进展不及预期。

## 内容目录

1. 民营全国性城燃公司 私有化进程持续推进 .....	7
1.1. 民营全国性城燃公司 背靠新奥集团 .....	7
1.2. 业务结构持续改善 分红稳步提升 .....	7
1.3. 私有化流程持续推进 一体化优势有望凸显 .....	11
2. 天然气业务：顺价降本盈利改善 接驳影响消退 .....	13
2.1. 燃气销售：气量稳增顺价推进 成本端持续优化 .....	13
2.2. 燃气接驳：收入及利润结构优化 影响持续减弱 .....	19
3. 泛能业务&智家业务：挖掘客户需求 协同优势显著 .....	20
3.1. 泛能业务：挖掘工业用户需求 业务规模持续扩张 .....	20
3.2. 智家业务：渗透率持续提升 具备增长潜力 .....	22
4. 新奥股份：天然气产业链一体化布局 协同优势显著 .....	24
5. 盈利预测与评级 .....	27
6. 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	7
图表 2: 公司股权结构 (截至 2025 年 6 月底) .....	7
图表 3: 公司 2020-2025H1 营业收入及增速 (亿元) .....	8
图表 4: 公司 2020-2025H1 归母净利润及增速 (亿元) .....	8
图表 5: 公司 2020-2025H1 核心利润及增速 (亿元) .....	8
图表 6: 公司 2015-2025H1 各分部营业收入 (亿元) .....	9
图表 7: 公司 2015-2025H1 各分部毛利 (亿元) .....	9
图表 8: 公司 2015-2025H1 分部营收占比.....	9
图表 9: 公司 2015-2025H1 分部毛利占比.....	9
图表 10: 公司 2015-2025H1 分业务毛利率.....	10
图表 11: 公司 2020-2025H1 毛利率、净利率.....	10
图表 12: 各城燃公司资产负债率对比.....	10
图表 13: 公司 2018-2025H1 资本开支结构 (亿元) .....	11
图表 14: 公司 2020-2025H1 现金流情况 (亿元) .....	11
图表 15: 公司 2019 年以来分红总额及股利支付率 (亿元) .....	11
图表 16: 城燃公司 2019-2024 年分红比例对比.....	11
图表 17: 交易前后股权结构对比 (截至 2025 年 3 月 26 日) .....	12
图表 18: 交易关键节点及审批程序.....	12
图表 19: 公司私有化方案定价要点.....	13
图表 20: 公司分省城燃项目分布数量 (个) (截至 2024 年底) .....	13
图表 21: 新奥能源项目布局 (截至 2025 年 6 月 30 日) .....	14
图表 22: 公司 2020-2025Q1-3 零售气量及增速 (亿立方米) .....	15
图表 23: 公司 2020-2025Q1-3 零售气销气结构.....	15
图表 24: 2021-2025M1-9 我国天然气表观消费量累计同比增速.....	15
图表 25: 国家层面天然气上下游价格联动政策.....	15
图表 26: 全球市场 LNG 价格.....	16
图表 27: 各城燃公司毛差对比 (元/立方米) .....	16
图表 28: 公司海外长协合同.....	17
图表 29: 布伦特原油期货结算价 (美元/桶) .....	17

图表 30: 日本 JCC 原油价格 (美元/桶) .....	17
图表 31: 全球天然气分地区需求 (单位: 十亿立方米) .....	18
图表 32: 全球 LNG 产能增长情况 (单位: MTPA) .....	18
图表 33: 公司 2020-2025H1 燃气批发营收及增速 (亿元) .....	18
图表 34: 公司 2020-2025H1 燃气批发毛利及增速 (亿元) .....	18
图表 35: 公司 2016-2025H1 批发气量及增速 (亿立方米) .....	19
图表 36: 2021-2025M1-9 我国房屋新开工面积累计同比 .....	19
图表 37: 2021-2025M1-9 我国房屋竣工面积累计同比 .....	19
图表 38: 公司 2020-2025H1 新开发家庭用户数 (万户) .....	20
图表 39: 公司 2020-2025H1 新开发工商业用户数 (户) .....	20
图表 40: 各城燃公司接驳收入占比 .....	20
图表 41: 各城燃公司接驳利润占比 .....	20
图表 42: 公司泛能业务模式 .....	21
图表 43: 泛能业务累计投运/在建项目数量 (个) .....	21
图表 44: 2020-2025Q1-3 泛能销售量 (亿千瓦时) .....	21
图表 45: 公司 2020-2025H1 泛能业务收入及增速 (亿元) .....	22
图表 46: 公司 2020-2025H1 泛能业务毛利及增速 (亿元) .....	22
图表 47: 公司智家业务模式 .....	22
图表 48: 公司 2019-2025Q1-3 智家业务渗透率 .....	23
图表 49: 公司 2023-2024 智家业务客单价 (元/户) .....	23
图表 50: 智家业务 2020-2025H1 营业收入及增速 (亿元) .....	23
图表 51: 智家业务 2020-2025H1 毛利及增速 (亿元) .....	23
图表 52: 新奥股份各业务及运营主体 .....	24
图表 53: 新奥股份 2020-2025H1 各分部营业收入 (亿元) .....	25
图表 54: 新奥股份 2020-2025H1 各分部毛利 (亿元) .....	25
图表 55: 新奥股份 2020-2025H1 分部营收占比 .....	25
图表 56: 新奥股份 2020-2025H1 分部毛利占比 .....	25
图表 57: 新奥股份平台交易气规模 (亿方) .....	26
图表 58: 新奥股份 2020-2025H1 平台交易气营收及增速 (亿元) .....	26
图表 59: 新奥股份 2020-2025H1 平台交易气毛利及增速 (亿元) .....	26
图表 60: 新奥股份舟山接收站位置 .....	27
图表 61: 新奥股份 LNG 长协合同明细 .....	27

---

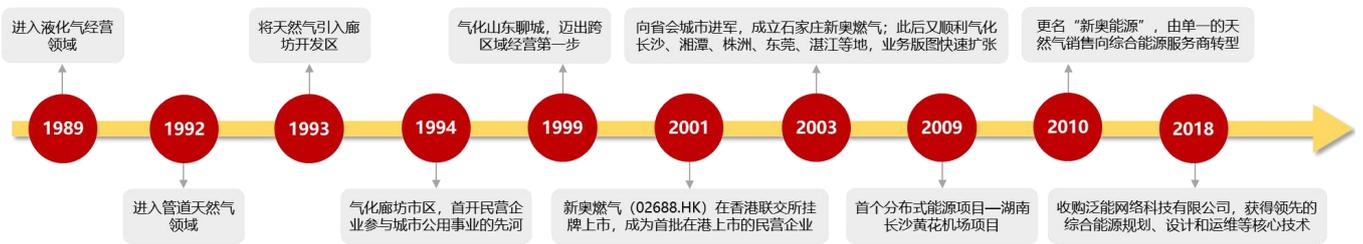
图表 62: 可比公司估值表 ..... 28

# 1. 民营全国性城燃公司 私有化进程持续推进

## 1.1. 民营全国性城燃公司 背靠新奥集团

民营全国性城燃公司，城燃主业稳健，积极布局泛能、智家业务。新奥能源成立于 1993 年，为我国领先的民营清洁能源分销商之一，主要业务为在中国投资、建设、经营及管理燃气管道基础设施，销售与分销管道燃气、液化天然气及其他多品类清洁能源产品，提供低碳整体解决方案相关的数智服务并围绕客户需求开发多元化智家业务。公司于 2001 年在香港联交所创业板上市，2002 年转为主板上市。截至 2025 年 6 月底，公司运营 263 个城市燃气项目，覆盖全国 22 个省、直辖市及自治区，2024 年公司实现零售气量 262 亿立方米。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究所

背靠新奥集团，实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇。公司为新奥集团旗下天然气下游销售板块，为整合上下游一体化产业链，2020 年新奥股份收购公司，成为公司控股股东，截至 2025 年 6 月底，新奥股份通过新能（香港）能源投资有限公司持有公司 34.28% 的股份，公司实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇。

图表 2：公司股权结构（截至 2025 年 6 月底）

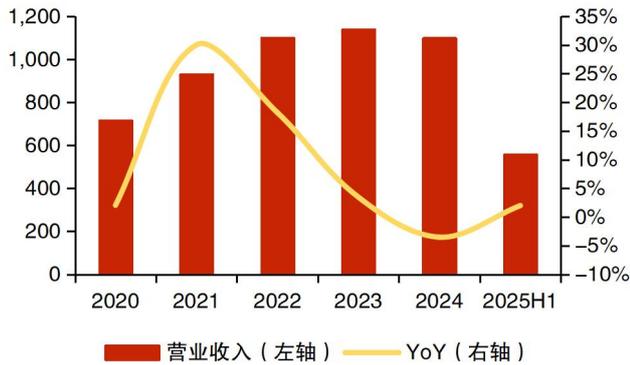


资料来源：ifind，华源证券研究所

## 1.2. 业务结构持续改善 分红稳步提升

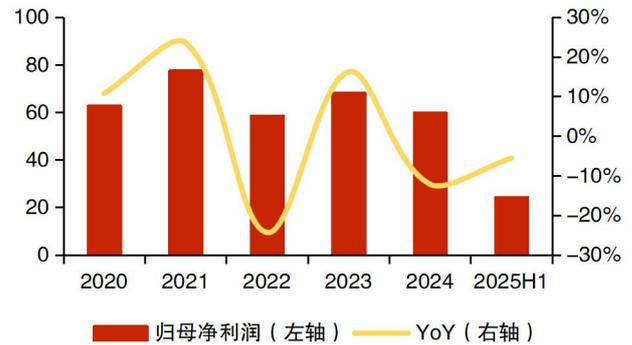
**核心利润表现稳健，2024 年国内基础业务核心利润同比增长 10.2%。**公司 2020–2023 年营业收入稳定增长，2024 年实现营业收入 1098.53 亿元，同比下降 3.52%，主要受到燃气批发业务及工程安装（燃气接驳）业务营收下滑影响。2020 年以来公司归母净利润存在波动，剔除其他收益及亏损等非经常性因素后核心利润表现稳健，2024 年实现核心利润 69.5 亿元，同比下降 8.4%，其中燃气批发（海外销售）核心利润 2.4 亿元，同比下滑 83.9%，拉低了整体业绩增速；国内基础业务核心利润 67.1 亿元，同比增长 10.2%，核心主业经营稳中向好。

图表 3：公司 2020–2025H1 营业收入及增速（亿元）



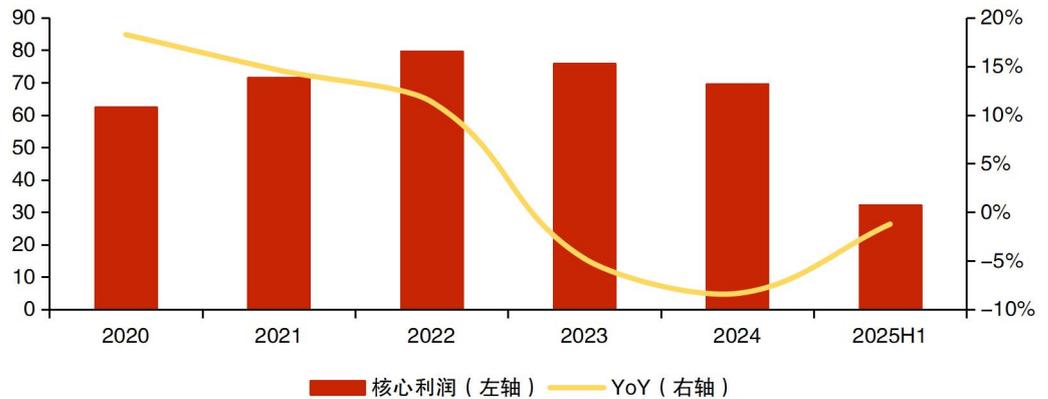
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 4：公司 2020–2025H1 归母净利润及增速（亿元）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 5：公司 2020–2025H1 核心利润及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所。备注：核心利润为剔除其他收益及亏损（不包括商品衍生金融工具已实现的结算净额、补偿收入净额及回购优先票据之收益）、商品衍生金融工具未实现净（亏损）收益之相关递延税项及以股份为基础付款开支后之本公司拥有人应占溢利

**燃气接驳和燃气批发业务为公司业绩波动的主要扰动因素，营收及利润占比持续下降。**分部来看，公司燃气接驳业务营收及利润占比持续下降，影响进一步减弱；2022 年受益于国际市场机会，公司燃气批发业务毛利同比大幅增加 23.78 亿元至 27.36 亿元，2023 年以来燃气批发业务毛利持续下滑，2024 年燃气批发业务毛利下降至 0.94 亿元，对整体业绩造成了干扰。2024 年公司天然气零售、泛能业务、燃气批发、工程安装（燃气接驳）、智家业务营

收占比分别为 55.30%、13.90%、22.89%、3.73%、4.18%，毛利占比分别为 46.44%、16.56%、0.70%、14.14%、22.16%。

图表 6：公司 2015-2025H1 各分部营业收入（亿元）



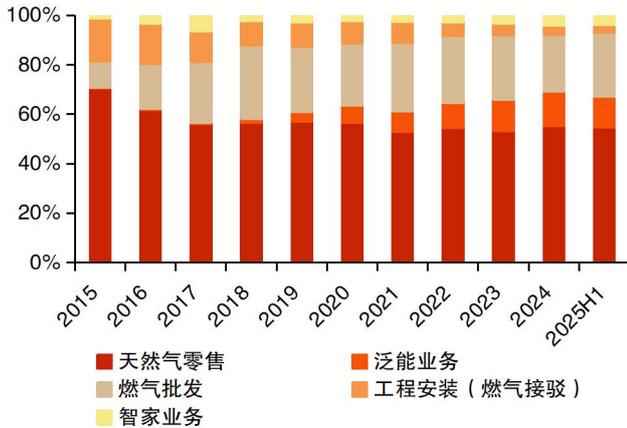
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 7：公司 2015-2025H1 各分部毛利（亿元）



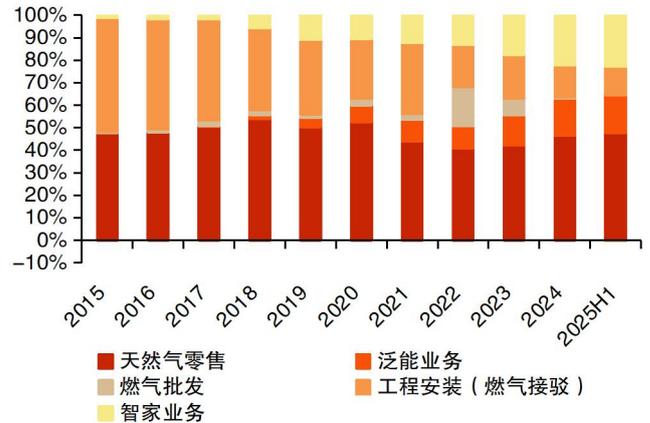
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：公司 2015-2025H1 分部营收占比



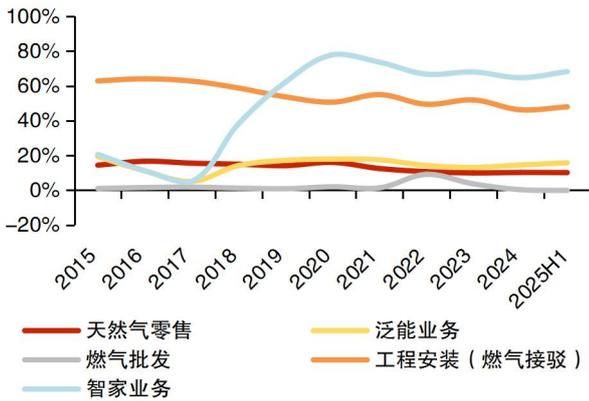
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：公司 2015-2025H1 分部毛利占比

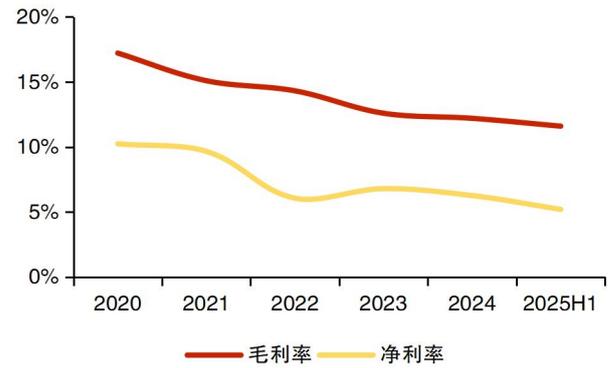


资料来源：公司公告，华源证券研究所

高毛利率的燃气接驳业务占比下降，2020 年以来公司毛利率及净利率水平有所下降。2024 年公司天然气零售、泛能业务、燃气批发、工程安装（燃气接驳）、智家业务毛利率分别为 10.25%、14.54%、0.37%、46.28%、64.69%，由于高毛利率的燃气接驳业务占比下降，2020 年以来公司毛利率、净利率均有所下滑，2024 年公司毛利率、净利率分别为 12.20%、6.26%，同时高毛利率的智家业务占比提升有望为公司毛利率、净利率起到一定支撑作用。

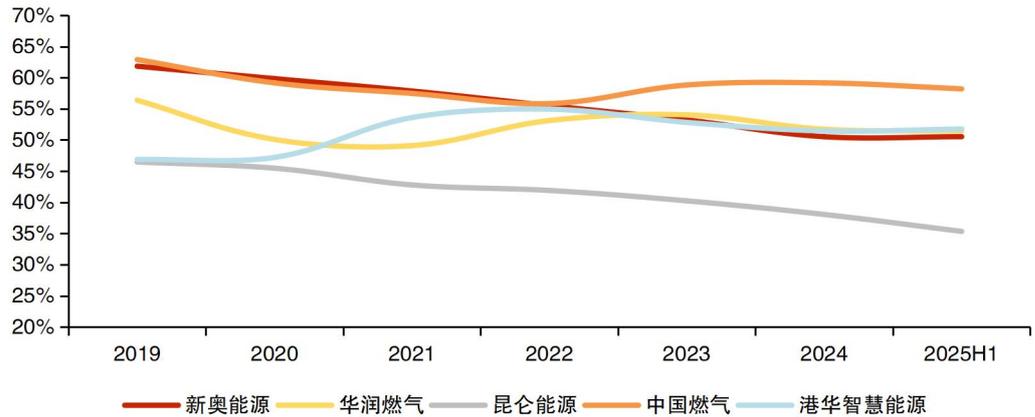
**图表 10：公司 2015-2025H1 分业务毛利率**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 11：公司 2020-2025H1 毛利率、净利率**


资料来源：Wind, 华源证券研究所

公司资产负债率持续下降，从 2019 年的 61.82% 下降至 2025H1 的 50.52%，处于城燃公司中等水平，资产结构持续改善。

**图表 12：各城燃公司资产负债率对比**


资料来源：Wind，华源证券研究所

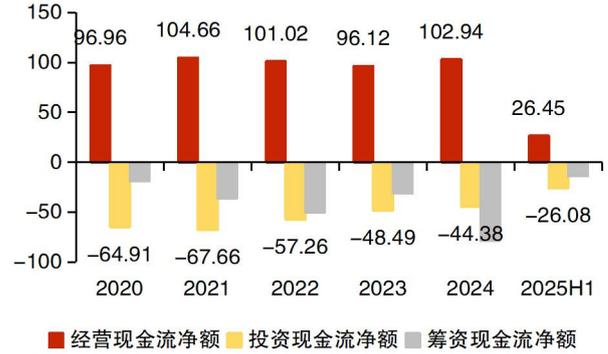
**用于新项目收购资本开支收缩，现金流充裕。**2021 年以来公司资本开支持续下降，其中用于新项目收购的资本开支由 2018 年的 18.4 亿元下降至 2024 年的 1.6 亿元，2025H1 公司资本开支同比增加 7.3 亿元，主要是由于泛能业务资本开支同比增加 7 亿元。公司现金流充裕，以覆盖资本开支，2024 年公司实现经营性现金流 102.94 亿元，2025H1 公司经营性现金流 26.45 亿元，为加快业务拓展，公司通过收取银行承兑汇票给予客户信用期，2025H1 公司自由现金流-7.1 亿元，还原同比增加的下半年到期银承 12.9 亿元后为 5.8 亿元，待票据到期承兑实现资金回笼。

图表 13: 公司 2018-2025H1 资本开支结构 (亿元)



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

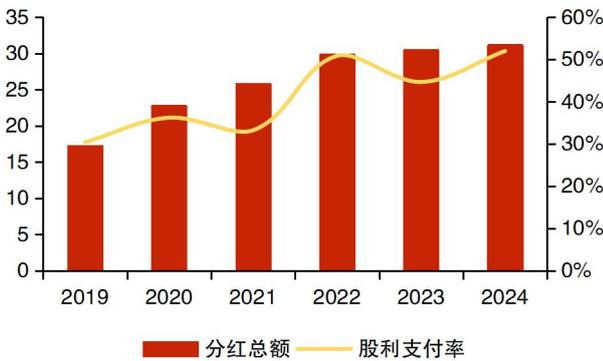
图表 14: 公司 2020-2025H1 现金流情况 (亿元)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

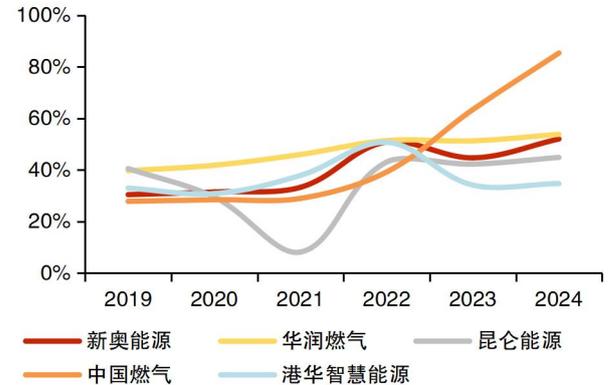
**分红总额稳步提升, 当前股价对应股息率 4.4%。**2019 年以来公司分红总额稳步提升, 2024 年公司每股派息 3 港元, 对应核心利润派息率 45%, 分红比例在港股城燃公司中处于中等水平。假设公司 2025 年分红比例维持 2024 年水平, 2025 年 11 月 28 日收盘价对应股息率 4.4%。

图表 15: 公司 2019 年以来分红总额及股利支付率(亿元)



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 16: 城燃公司 2019-2024 年分红比例对比

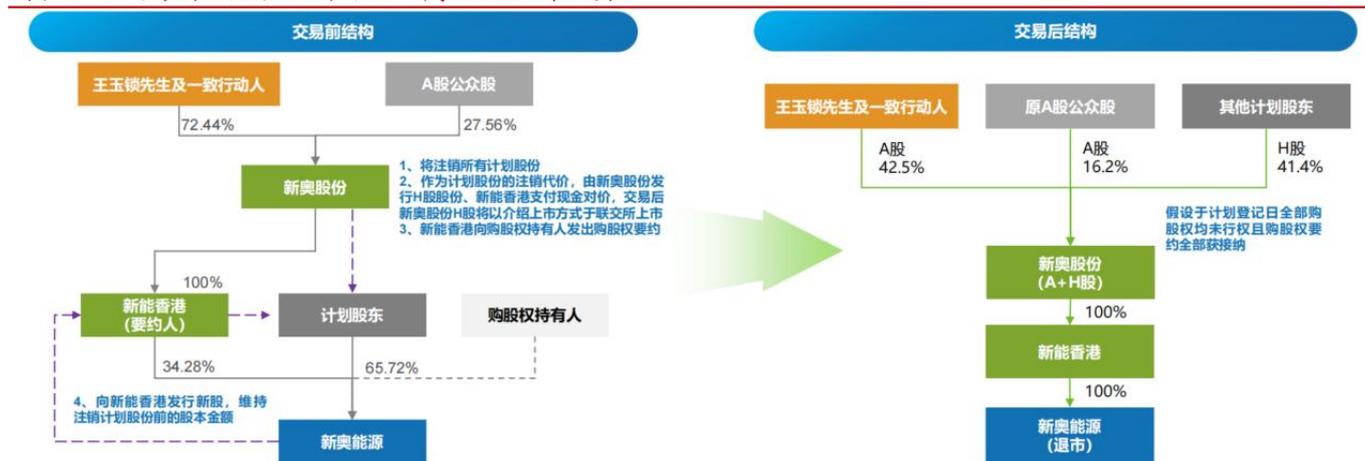


资料来源: Wind, 华源证券研究所。备注: 分红比例剔除特别分红

### 1.3. 私有化流程持续推进 一体化优势有望凸显

**拟进行私有化, 相关程序持续推进。**2025 年 3 月 26 日, 新奥股份 (A)、新奥能源 (H) 发布重组方案公告。新奥股份当前持有新奥能源 34.28% 股权, 拟对新奥能源进行私有化, 并在港股上市; 交易完成后新奥能源将退市并成为新奥股份的全资子公司。2025 年 5 月 28 日, 私有化议案获新奥股份股东大会投票通过。2025 年 8 月 22 日, 新奥股份重大资产重组获国家发改委备案, 正在持续推进后续相关审批、备案程序。

图表 17: 交易前后股权结构对比 (截至 2025 年 3 月 26 日)



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

图表 18: 交易关键节点及审批程序



资料来源: 公司官网, 华源证券研究所

根据重组方案, 本次交易对价 599.24 亿港元, 其中股份支付 415.72 亿港元, 现金支付 183.52 亿港元; 新奥能源计划股东每股股份可获得 2.9427 股新奥股份发行的 H 股股份 (估价 18.86 港元/股) 及 24.50 港元现金付款, 对应总价值 80 港元, 较 11 月 28 日收盘价存在 12.8% 空间。根据新奥股份分红回报规划, 预计 2025 年度现金分红不低于 0.96 元/股 (含税), 若 2025 年并购完成, 公司可获取新奥股份 0.96 元/股的分红, 2025 年 11 月 28 日收盘价对应股息率 6.7%。

**图表 19：公司私有化方案定价要点**

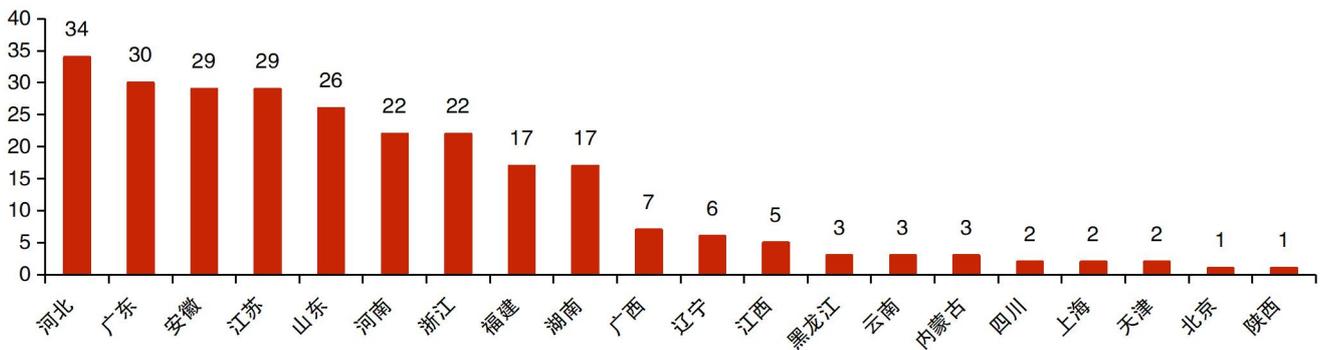
<b>支付方式</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>协议安排生效后，计划股东可就其持有的每 1 股计划股份取得如下注销代价：                     <ol style="list-style-type: none"> <li>1) 新奥股份 (600803.SH) 新发行的 H 股股份，每 1 股计划股份可以取得 2.9427 股新奥股份新发行的 H 股股份；</li> <li>2) 新能香港向计划股东支付的一笔现金付款，金额为每 1 股计划股份 24.50 港元，现金代价部分将由新能香港通过银行提供的外部私有化贷款及内部资源拨付；</li> <li>3) 购股权要约：要约人将向购股权持有人按照穿透价支付现金对价</li> </ol> </li> </ul>
<b>分红回报规划</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>本次交易注销代价中的现金部分 (24.50 港元/股)，超过新奥能源最近 10 年的分红之和</li> <li>根据新奥股份 2023-2025 年分红回报规划，预计 2025 年每股分红 0.96 元人民币；根据新奥股份同步披露的以本次交易实施为前提的分红回报规划中，2026-2028 年计划分红比率股东分红回报规划不低于核心利润的 50%，延续稳健的分红回报</li> <li>本次交易的注销代价不会因为新奥能源已宣派的 2024 年末期股息及协议安排生效前可能宣派的其他股息而减少</li> </ul>
<b>交易对价</b>	每计划股份隐含的整体价格 (80.00 港元/股) = 2.9427 换股比例 × 每 1 股新奥股份 H 股价值估值区间的中值 18.86 港元/股 + 每 1 股新奥能源计划股份将获得的现金付款 24.50 港元/股

资料来源：公司官网，华源证券研究所

## 2. 天然气业务：顺价降本盈利改善 接驳影响消退

### 2.1. 燃气销售：气量稳增顺价推进 成本端持续优化

城燃项目分布于东部沿海省份，项目数量前五省份分别为河北、广东、安徽、江苏、山东。截至 2025 年 6 月底，公司在全国运营 263 个城市燃气项目，截至 2024 年底在河北、广东、安徽、江苏、山东省分别拥有 34、30、29、29、26 个城燃项目，主要分布于东部沿海省份。

**图表 20：公司分省城燃项目分布数量 (个) (截至 2024 年底)**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

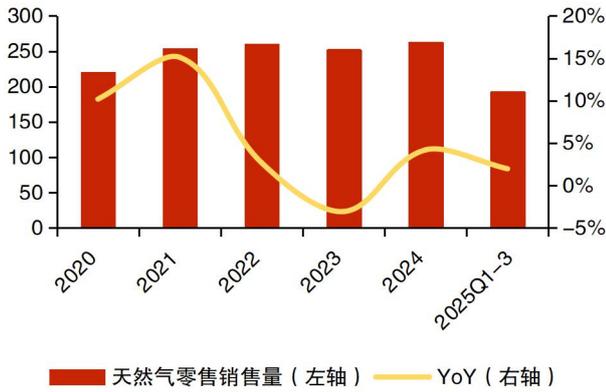
图表 21：新奥能源项目布局（截至 2025 年 6 月 30 日）



资料来源：公司官网，华源证券研究所。备注：本图仅为示意简图，不代表完整的中国地图

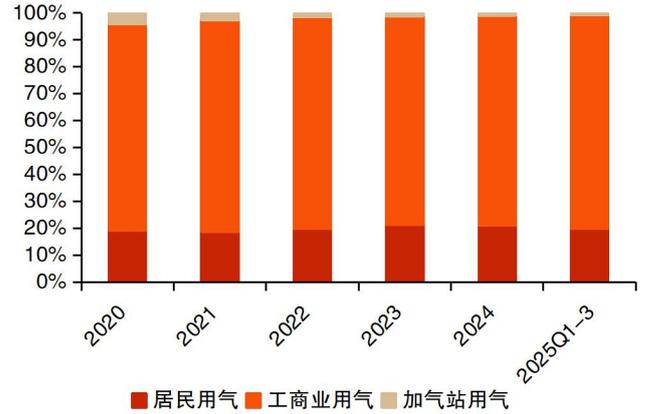
**零售气量稳定，2025 年前三季度增速高于全国，销气结构持续改善。**公司 2020 年以来零售气量规模整体稳定，2024 年公司零售气量 262.00 亿立方米，同比增长 4.20%；2025Q1-3 实现零售气量 191.90 亿立方米，同比增长 2.0%，高于全国天然气表观消费量同比增速-0.2%。从销气结构来看，2024 年居民、工商业、加气站用气占比分别为 20.90%、78.14%、0.97%，2025Q1-3 居民、工商业、加气站用气占比分别为 19.80%、79.26%、0.94%，工商业用气占比近八成。2020 年以来高毛差的工商业用气占比提升，销气结构持续改善。

图表 22：公司 2020-2025Q1-3 零售气量及增速（亿立方米）



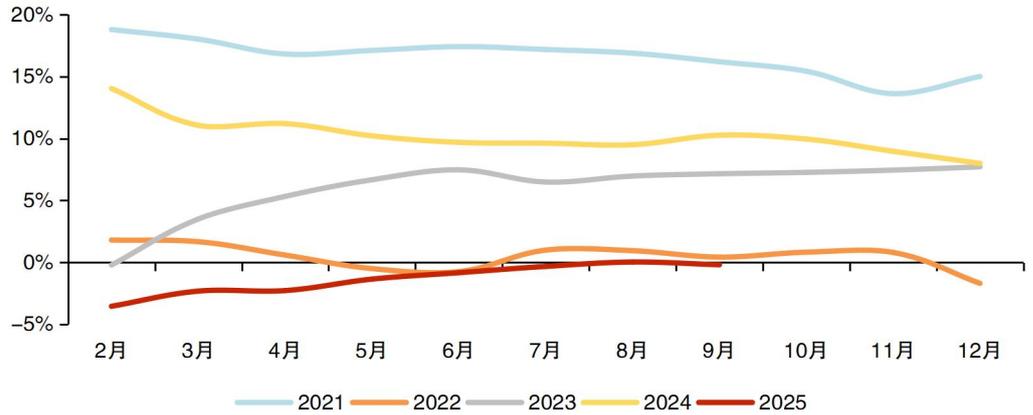
资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

图表 23：公司 2020-2025Q1-3 零售气销气结构



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

图表 24：2021-2025M1-9 我国天然气表观消费量累计同比增速



资料来源：ifind，华源证券研究所

为解决价格传导受阻问题，政策推动天然气价格机制理顺。价格改革为天然气市场化改革核心，十四五期间国家发改委、能源局多次出台政策推动建立天然气上下游价格联动机制。2023年6月国家发改委发布《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》，就联动机制主要内容、信息公开制度和激励约束机制提出要求，指导各地加快建立上下游价格联动机制。建立完善天然气价格联动机制，能够促使天然气价格更加及时准确地反映市场供需关系，当上游气源价格发生变化时，下游的零售价格能够及时调整，从而减少市场因价格变动产生的不确定性，降低因价格波动带来的风险和成本。

图表 25：国家层面天然气上下游价格联动政策

时间	发文机关	政策名称	主要内容
2021年5月	国家发改委	《关于“十四五”时期深化价格机制改革行动方案的通知》	稳步推进石油天然气价格改革，按照“管住中间、放开两头”的改革方向，完善终端销售价格与采购成本联动机制，探索推进终端用户销售价格市

		场化。
2023年6月	国家发改委	就联动机制主要内容、信息公开制度和激励约束 《关于建立健全天然气上下游价格机制提出要求，指导各地加快建立上下游价格联 联动机制的指导意见》 动机制。进一步完善天然气价格形成机制，促使 终端价格及时反映市场与成本变化。
2023年9月	国家能源局	完善价格机制，落实好天然气上下游价格联动机 《天然气利用政策（征求意见稿）》制，指导各地建立健全能涨能降、灵活反映供需 变化的终端销售价格形成机制。
2023年12月	国务院	减少城镇燃气输配气层级，合理制定并严格监管 《空气质量持续改善行动计划》输配气价格，建立健全终端销售价格与采购价格 联动机制，落实好清洁取暖气价政策。

资料来源：国家发改委，国家能源局，国务院，华源证券研究所

**各地积极响应，居民端顺价持续推进。**国家层面政策发布后多地积极响应，自2023年6月起各地加速顺价工作，南京、西安等多个省会和经济发达城市上调居民管道天然气销售价格，在省会城市带动作用，江苏、河北等多个省份已基本完成全域调价，各城燃公司毛差及盈利水平均有所修复，风险抵御能力得到进一步增强。

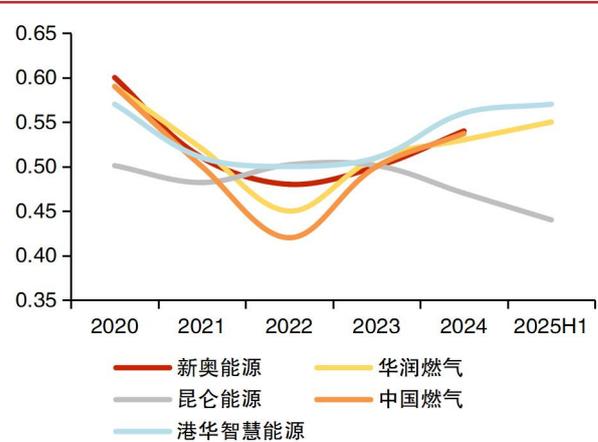
**居民端顺价及气源成本回落影响下，2023年以来公司毛差显著修复。**2021-2022年受俄乌地缘政治冲突影响，俄对欧管道气供给断崖式下跌，供需缺口导致欧洲天然气价格快速攀升，并带动国际气价整体上涨，同时居民端价格传导受阻，导致2021-2022年各城燃公司毛差普遍承压。2023年以来伴随全球气价回落，叠加居民端顺价落地，公司毛差显著修复，2024年公司毛差0.54元/立方米，同比提升0.04元/立方米。截至2024年底，公司已有101个项目完成居民调价，累计调价比例达到63%，居民顺价仍有望为公司毛差贡献进一步提升空间。

图表 26：全球市场 LNG 价格



资料来源：investing，华源证券研究所

图表 27：各城燃公司毛差对比（元/立方米）



资料来源：各公司官网，华源证券研究所

**持续丰富资源池，多气源助力成本优化。**公司稳步提升三大油基础量，积极获取三大油合同量，确保长期稳定的资源供应，稳定获取中石油长协资源，有效降低采购成本；打造富有弹性的资源池，拥有海外长协合同 116 万吨/年，持续降低转供资源占比，加强与地方省燃、昆仑系公司合作获取储库容量、管网通容量、中石化“储气无忧”产品等，保障极端天气资源供应；通过套期保值平抑价格波动，锁定客户中长期需求，严格落实实纸结合，提高资源价格的稳定性，满足客户长期价格稳定的需求，多策略实现采购成本优化。

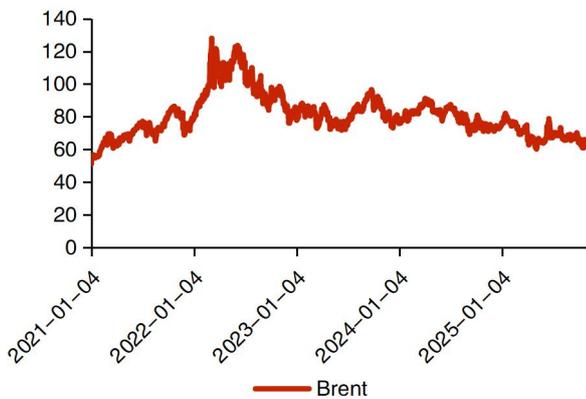
**海外长协主要挂钩 JCC 指数，价格下行带来成本优化空间。**公司在手 4 个海外长协，目前拥有长协合同量 116 万吨/年，长协挂钩指数主要为日本 JCC 原油价格指数，2024 年以来日本 JCC 原油价格指数持续下行，为公司带来一定的成本优化空间。

图表 28：公司海外长协合同

供应商	签约时间	合同年限	合同量 (万吨/年)	交付方式	气源	预计供应时间	挂钩指数
Chevron	2016.08	10 年	66	DES	全球资源	2018	JCC
Total	2016.07	10 年	50	DES	全球资源	2018	JCC/HH
Chevron	2025.01	10 年	60	DES	全球资源	2028	Brent
Energy Transfer	2022.03	20 年	90	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2029	HH

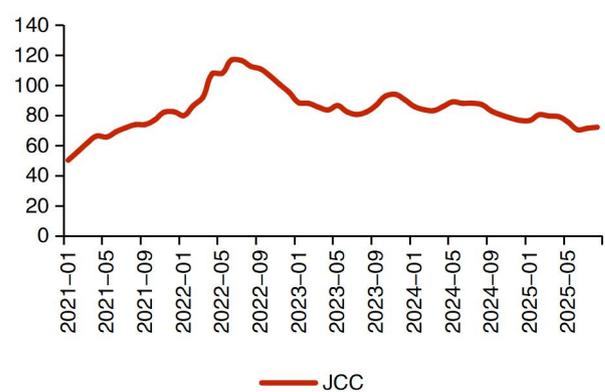
资料来源：新奥股份官网，华源证券研究所

图表 29：布伦特原油期货结算价（美元/桶）



资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 30：日本 JCC 原油价格（美元/桶）

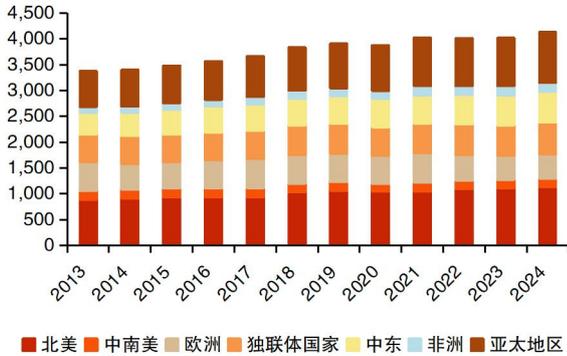


资料来源：Wind，华源证券研究所

**基于长期供需宽松格局，全球天然气价格有望走低，成本端有望持续优化。**从需求端来看，俄乌战争影响下欧洲加速摆脱对天然气的依赖，2022 年起欧洲天然气消费削减计划持续进行，欧洲天然气消费量大幅压减，2023 年欧洲天然气消费量较 2021 年下降 19.1%，同时发电转向可再生能源，全球天然气需求增速大幅放缓，亚太地区贡献气量增量。从供给端来看，2022 年初俄乌冲突后全球天然气供给格局加速演变，俄管道气供给断崖下滑而全球对 LNG 需求激增，LNG 出口终端建设周期较长且疫情期间各出口国对 LNG 终端投资较少，导致全球天然气出口终端产能释放高峰期集中于 2025 年后，根据在建项目建设节奏，

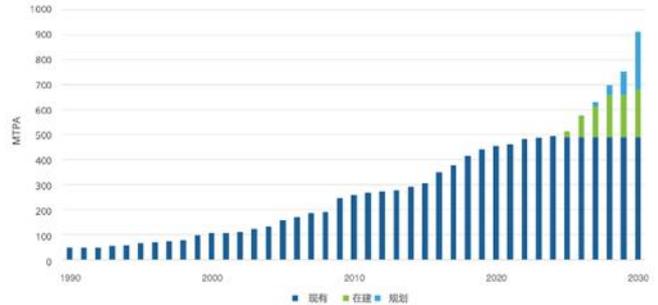
2026-2030 年天然气供给或将进入快速增长期。在供需持续宽松的背景下，国际气价中长期或呈现下行趋势，城燃公司成本端有望持续改善。

图表 31：全球天然气分地区需求（单位：十亿立方米）



资料来源：Energy Institute，华源证券研究所

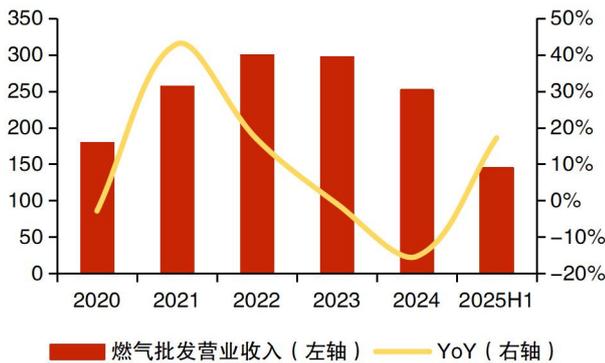
图表 32：全球 LNG 产能增长情况（单位：MTPA）



资料来源：IGU，华源证券研究所

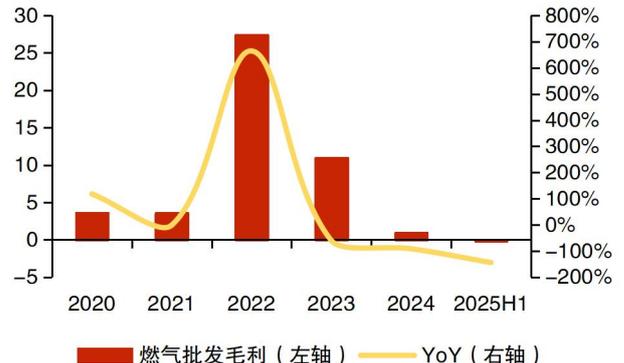
**燃气批发毛利占比下降，不确定性减少，对业绩干扰作用进一步减弱。**公司燃气批发业务为向批发客户供应 LNG，受外部环境影响收益波动较大，2022、2023 年在全球高气价环境下公司燃气批发业务分别实现毛利 27.36、10.95 亿元，2024 年伴随气价回落，燃气批发业务毛利下降至 0.94 亿元，2025H1 进一步下降至 -0.15 亿元，毛利占比下降使得公司业绩不确定性减小，在一定程度上减弱了对业绩的扰动影响。

图表 33：公司 2020-2025H1 燃气批发营收及增速（亿元）



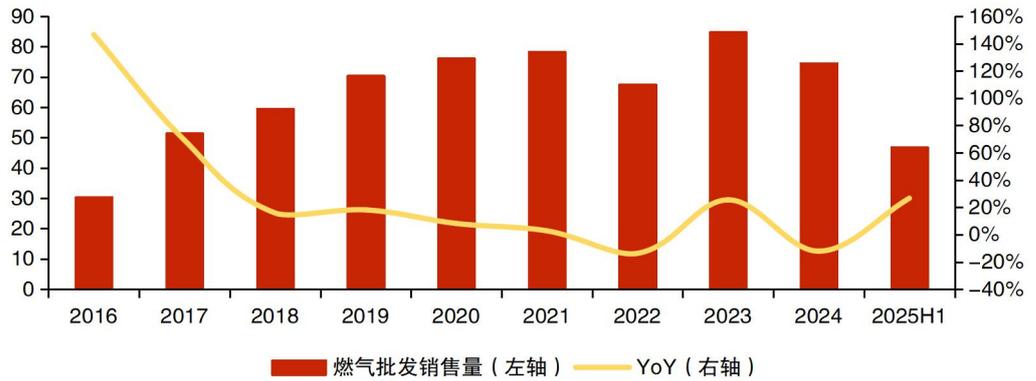
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 34：公司 2020-2025H1 燃气批发毛利及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 35：公司 2016-2025H1 批发气量及增速（亿立方米）

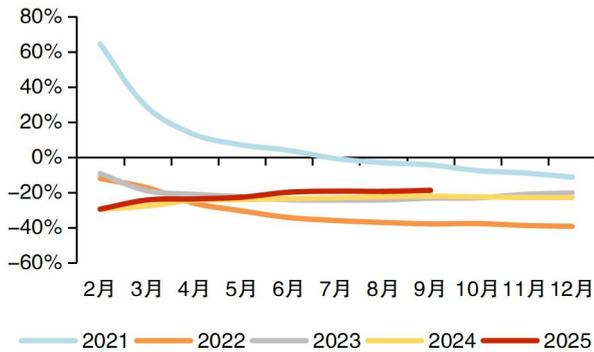


资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 2.2. 燃气接驳：收入及利润结构优化 影响持续减弱

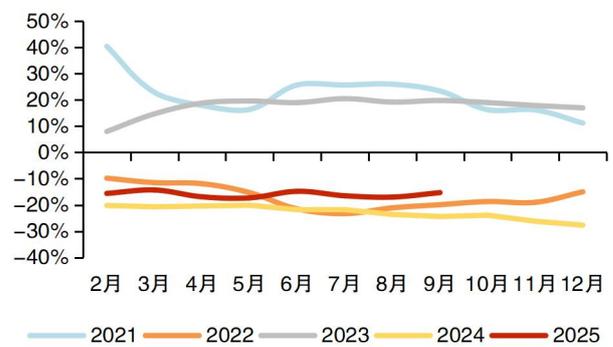
房地产行业持续调整，2024 年以来我国房屋新开工面积、竣工面积持续下滑。燃气接驳业务与房地产市场息息相关，“十四五”以来我国房地产市场持续调整，房屋新开工、竣工面积持续下滑，2024 年我国房屋新开工、竣工面积分别同比下滑 23.0%、27.7%，2025 年 1-9 月我国房屋新开工、竣工面积分别累计同比下滑 18.9%、15.3%，各城燃公司燃气接驳业务普遍承压。

图表 36：2021-2025M1-9 我国房屋新开工面积累计同比



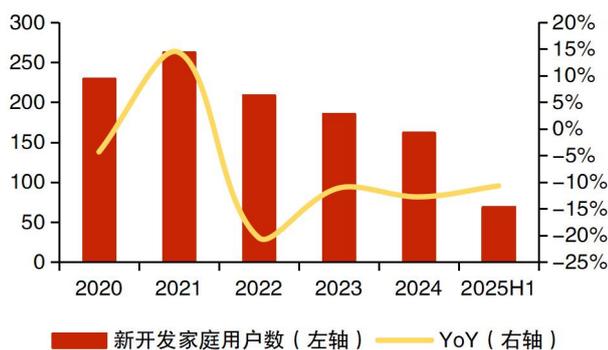
资料来源：Wind，华源证券研究所

图表 37：2021-2025M1-9 我国房屋竣工面积累计同比

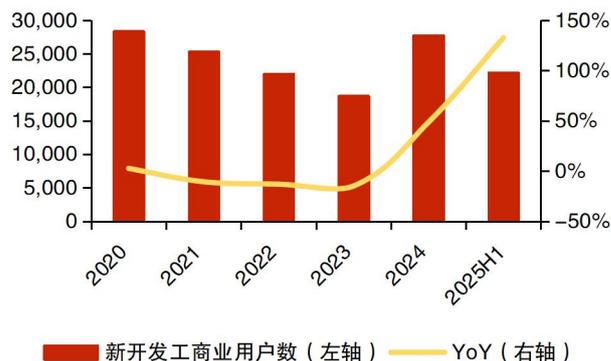


资料来源：Wind，华源证券研究所

新增居民接驳户数持续下滑，新开发工商业用户数较快增长。受房地产行业深度调整影响，公司新增居民接驳户数从 2021 年的 262.2 万户下滑至 2024 年的 161.7 万户，2025H1 公司新开发家庭用户数 69.2 万户，同比减少 10.71%。2023 年以来公司新开发工商业用户数较快增长，2024 年新开发工商业用户 27775 户，同比增加 48.48%；2025H1 新开发工商业用户 22198 户，同比增加 132.59%，同时为公司工商业用气增长提供支撑。

**图表 38：公司 2020-2025H1 新开发家庭用户数（万户）**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**图表 39：公司 2020-2025H1 新开发工商业用户数（户）**


资料来源：公司公告，华源证券研究所

**燃气接驳业务营收及利润占比较小，接驳下滑风险较同业更为可控。**对比同业来看，2024 年公司接驳业务收入占比仅为 3.7%，2025H1 进一步下降至 3.1%，较同业占比更小。2024 年公司燃气接驳业务利润占比仅为 14.14%，2025H1 进一步下降至 12.70%，与同业华润燃气、港华智慧能源等相比面临的接驳下滑风险更为可控。

**图表 40：各城燃公司接驳收入占比**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
华润燃气	20.9%	22.6%	22.4%	19.4%	18.7%	17.8%	15.0%	12.9%	10.8%	9.0%	5.6%
新奥能源	17.2%	16.5%	12.3%	9.7%	9.9%	9.0%	8.7%	5.4%	4.7%	3.7%	3.1%
中国燃气	16.3%	18.0%	16.9%	18.8%	20.7%	17.8%	8.2%	6.2%	4.9%	4.6%	
港华智慧能源	22.1%	23.2%	20.1%	17.2%	16.2%	17.2%	14.2%	12.0%	9.4%	8.8%	6.0%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

**图表 41：各城燃公司接驳利润占比**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025H1
华润燃气	48.51%	49.63%	50.69%	43.37%	44.49%	40.23%	39.32%	37.66%	30.90%	23.19%	15.18%
新奥能源	50.42%	48.88%	44.79%	36.34%	33.01%	26.47%	31.63%	18.67%	19.32%	14.14%	12.70%
中国燃气	48.84%	52.34%	35.55%	34.23%	22.03%	21.52%	12.60%	14.14%	10.15%	7.61%	
港华智慧能源	61.12%	61.57%	56.05%	50.32%	46.37%	46.06%	48.75%	53.44%	39.80%	35.21%	19.86%

资料来源：各公司公告，华源证券研究所

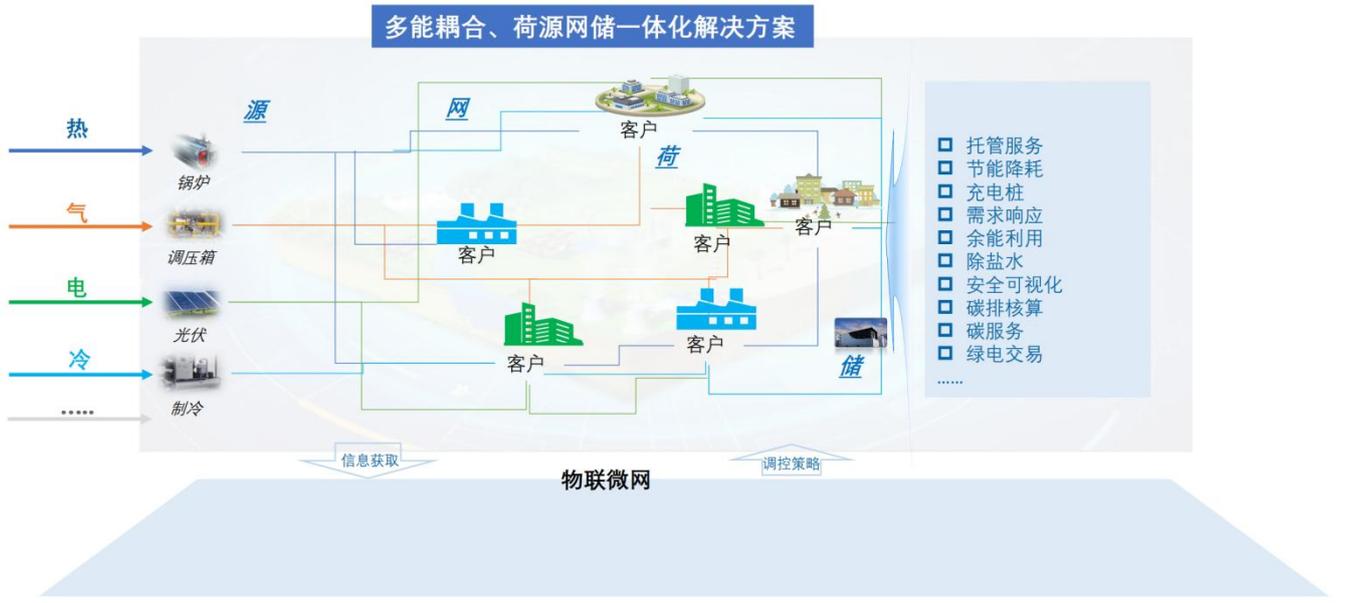
### 3. 泛能业务&智家业务：挖掘客户需求 协同优势显著

#### 3.1. 泛能业务：挖掘工业用户需求 业务规模持续扩张

**积极布局泛能业务，提供综合能源解决方案。**泛能业务需求主导，多能融合，多品类输出，为客户量身定制综合能源解决方案。通过域内客户挖潜、域外集团化合作，规模化拓展工厂、建筑类客户；随着新能源市场化、绿电直连等电改政策推进，以及终端电气化比例提

升，市场空间广阔；升级泛能微网模式，提升电力业务能力，持续获量；依托智能聚合资源，升级虚拟电厂平台业务，扩张电力业务规模。

图表 42：公司泛能业务模式



资料来源：公司官网，华源证券研究所

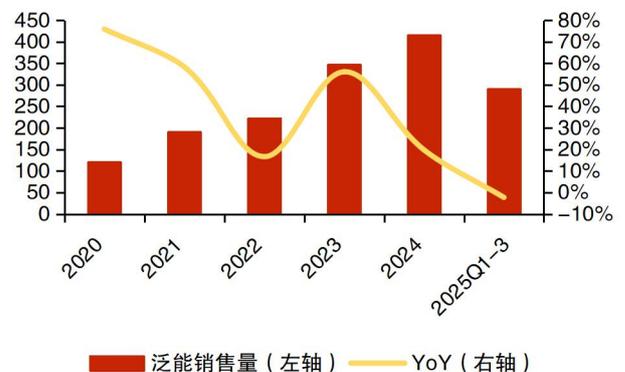
**泛能业务规模持续扩张，成长空间广阔。**泛能业务项目数量及装机规模持续扩张，截至2025年9月底，公司泛能业务投运规模项目378个，在建规模项目66个；累计投运装机6.9GW（不含托管7.3GW），在建装机1.6GW；光伏累计并网+在建装机1460MW，储能累计并网+在建装机228.4MWh。2024年公司实现泛能销售量415.69亿千瓦时，同比增长19.80%；2025Q1-3实现泛能销售量289.90亿千瓦时，同比减少2.29%，其中冷、热/汽/电占比分别为50.6%/45.1%/4.3%。

图表 43：泛能业务累计投运/在建项目数量（个）



资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

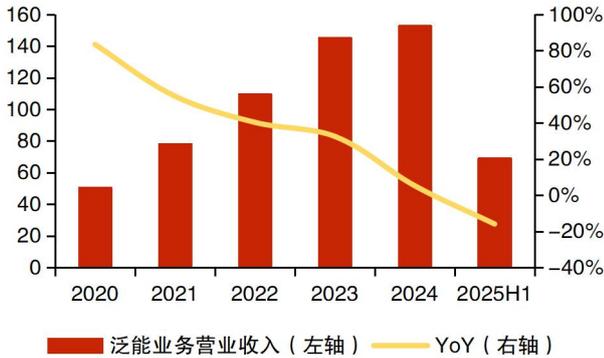
图表 44：2020-2025Q1-3 泛能销售量（亿千瓦时）



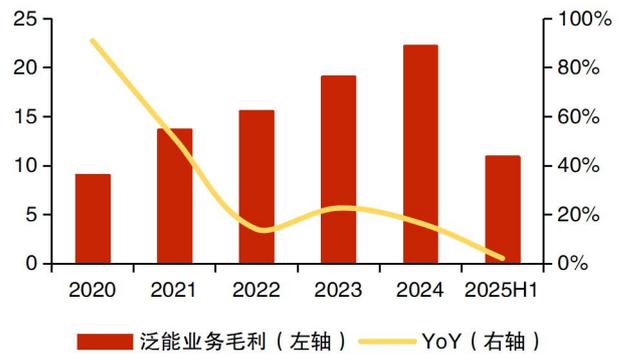
资料来源：公司公告，公司官网，华源证券研究所

泛能业务收入及毛利较快增长，2023 年以来毛利率提升。2020-2024 年泛能业务营收稳定增长，2024 年泛能业务实现营收 152.73 亿元，同比增长 5.24%；实现毛利 22.20 亿元，同比增长 16.41%。2025H1 泛能业务营收 69.08 亿元，同比下降 15.95%，但 2025H1 泛能业务毛利率同比提升 2.78pct，带动泛能业务毛利同比微增 2.06%至 10.90 亿元。

图表 45：公司 2020-2025H1 泛能业务收入及增速（亿元）



图表 46：公司 2020-2025H1 泛能业务毛利及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

资料来源：公司公告，华源证券研究所

### 3.2. 智家业务：渗透率持续提升 具备增长潜力

充分挖掘客户需求，构建产品生态体系。智家业务包括智能厨房产品、供暖产品及安防产品，以及节能技术、工艺改造、设备检修保养等服务。公司依托沉淀的客户服务能力和安全运营能力，迭代产品和服务，实现智家业务向增量市场拓展，通过加快自营品牌销售、拓展存量家庭客户、做优新增房产客户、突破经营权销售等运营方案，打造家庭品质生活智能服务运营商，并大力推广创新产品模式。

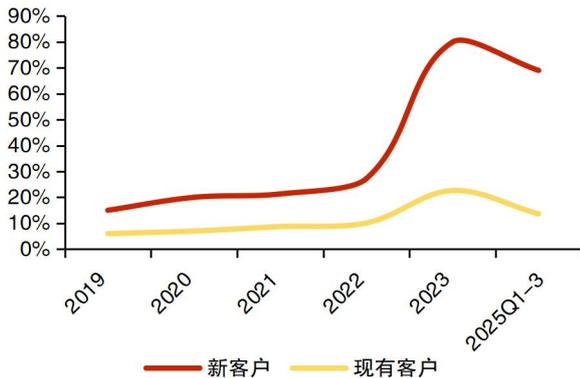
图表 47：公司智家业务模式



资料来源：公司官网，华源证券研究所

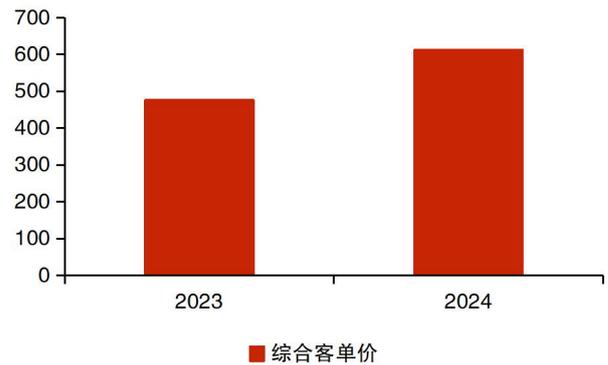
智家业务渗透率存在提升空间，2024 年以来综合客单价有所提升。2019 年以来公司智家业务渗透率持续提升，2024 年渗透率 23.9%，仍存在较大提升空间。2024 年以来公司智家业务综合客单价持续提升，2024 年公司智家业务综合客单价 612 元/户，同比提升 136 元/户；2025Q1-3 存量交易客户客单价 349.7 元/户，同比提升 25 元/户。

图表 48：公司 2019-2025Q1-3 智家业务渗透率



资料来源：公司官网，华源证券研究所。备注：2024 年末披露新客户和现有客户各自的渗透率数据

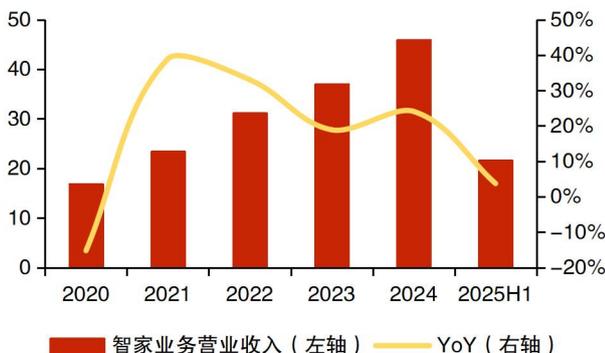
图表 49：公司 2023-2024 智家业务客单价（元/户）



资料来源：公司官网，华源证券研究所

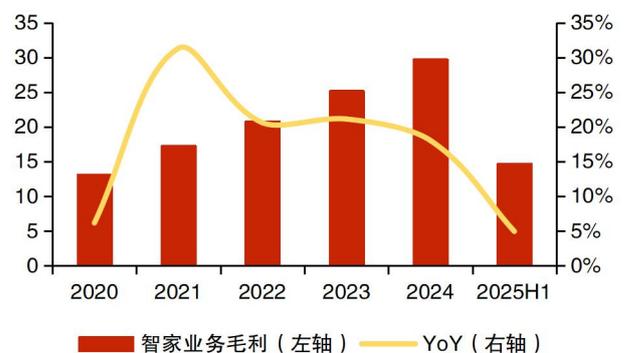
智家业务营收及毛利较快增长，有望持续贡献业绩增量。2020 年以来智家业务营业收入较快增长，2020-2024 年营收 CAGR 为 28.5%，2024 年智家业务实现营收 45.93 亿元，同比增长 24.07%；2020-2024 年毛利 CAGR 为 22.7%，2024 年智家业务实现毛利 29.71 亿元，同比增长 18.04%。2025H1 智家业务实现营业收入 21.56 亿元，同比增长 3.70%；实现毛利 14.70 亿元，同比增长 4.93%，未来有望持续对业绩产生增厚作用。

图表 50：智家业务 2020-2025H1 营业收入及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 51：智家业务 2020-2025H1 毛利及增速（亿元）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

## 4. 新奥股份：天然气产业链一体化布局 协同优势显著

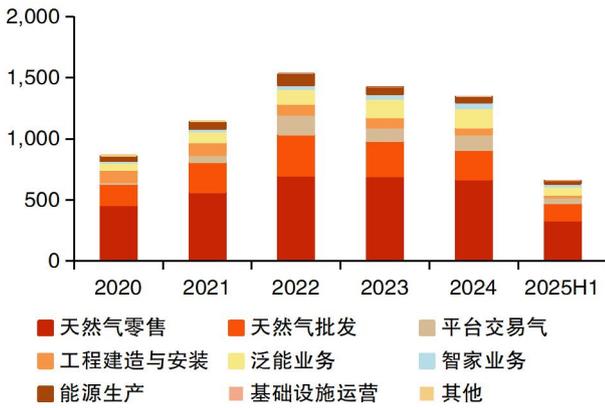
**新奥股份：布局天然气全产业链，具备业务协同优势。**新奥股份于1994年上市，布局天然气全产业链。主要业务包括平台交易气、天然气分销、基础设施运营、泛能及智家、工程建造及安装业务，其中天然气分销、泛能及智家、工程安装业务由新奥能源经营；平台交易气、基础设施运营、工程建造业务由新奥股份经营。除新奥能源相关业务之外，新奥股份另外经营的主要为平台交易气及基础设施运营业务。

图表 52：新奥股份各业务及运营主体

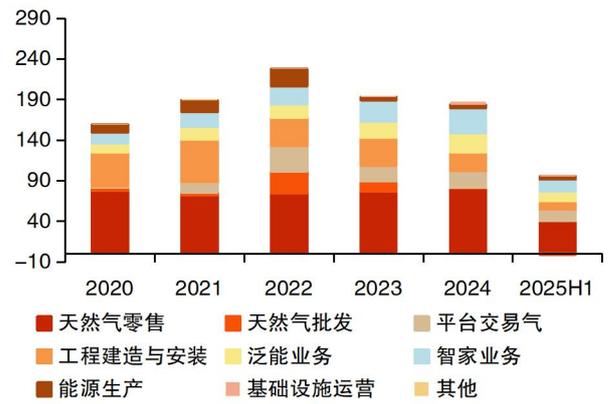
平台交易气	天然气分销	泛能及智家	基础设施运营	工程建造及安装
 <ul style="list-style-type: none"> <li>以采购国际天然气资源为主，配合国内自有和托管LNG液厂等资源，向城燃、能源集团及大工业、分销商和国际油气公司、公用事业公司、能源贸易商等客户销售天然气。</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>零售气：主要从三大油购买天然气，依托特许经营权在指定区域内建设管网，并将天然气加工、输送给工商业、居民、交通运输等终端用户。</li> <li>批发气：作为零售气的气源调峰方式之一，从国内上游天然气供应商采购气源后，通过自有及第三方气源运输网络，批量向自有经营区内管网未覆盖的客户或贸易商等进行天然气销售。</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>从客户需求出发，以能碳全价值链开发为核心，依托能碳产业智能生态平台，智能匹配满足客户需求的产品和服务，提供因地制宜、清洁能源优先、多能互补、用供一体的能碳一体化整体解决方案。</li> <li>智家：以燃气为基础，围绕家庭客户需求，延伸场景，提升智能，拓展产品和服务。</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>舟山接收站、气态及液态输配管线、储气库等基础设施运营，向使用者提供天然气接卸、运输、储存等服务。</li> </ul>	 <ul style="list-style-type: none"> <li>工程建造：为天然气基础设施、市政工程、新能源及数字化等提供技术、咨询、规划设计、装备制造与系统集成、项目建造与数字化交付在内的项目全生命周期整体解决方案。</li> <li>工程安装：为住宅和工商用户提供庭院管网敷设及设备安装、室内管道及设施安装、售后维保等服务。</li> </ul>
600803.SH	2688.HK	2688.HK	600803.SH	工程建造：600803.SH 工程安装：2688.HK

资料来源：新奥股份官网，华源证券研究所

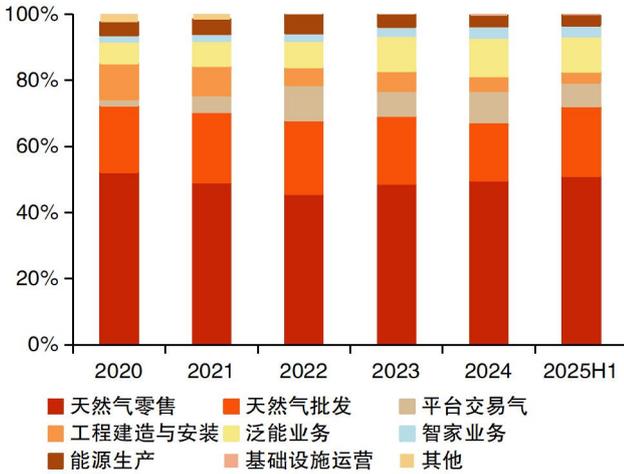
分部来看，2024年新奥股份天然气零售、天然气批发、平台交易气、工程建造与安装、泛能业务、智家业务、能源生产、基础设施运营业务分别实现营业收入672.42、236.49、128.84、59.36、155.64、47.78、43.29、5.63亿元，占营收总额的比重分别为49.83%、17.52%、9.55%、4.40%、11.53%、3.54%、3.21%、0.42%；2024年新奥股份天然气零售、天然气批发、平台交易气、工程建造与安装、泛能业务、智家业务、能源生产、基础设施运营业务分别实现毛利80.51、0.87、20.92、23.08、23.54、30.84、3.68、4.14亿元，占毛利总额的比重分别为42.92%、0.46%、11.15%、12.30%、12.55%、16.44%、1.96%、2.21%。

**图表 53：新奥股份 2020-2025H1 各分部营业收入（亿元）**


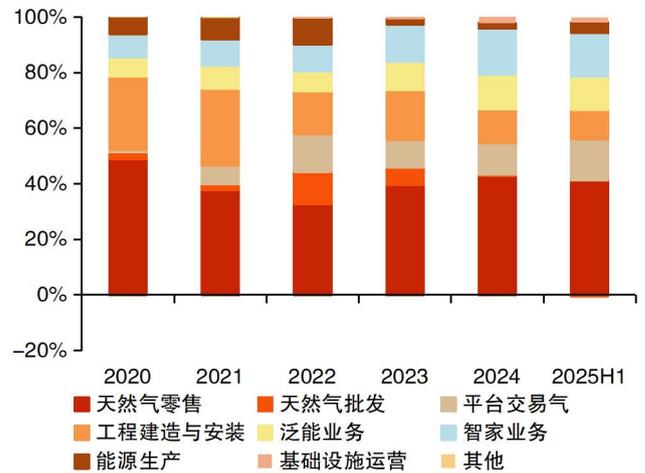
资料来源：新奥股份公司公告，华源证券研究所

**图表 54：新奥股份 2020-2025H1 各分部毛利（亿元）**


资料来源：新奥股份公司公告，华源证券研究所

**图表 55：新奥股份 2020-2025H1 分部营收占比**


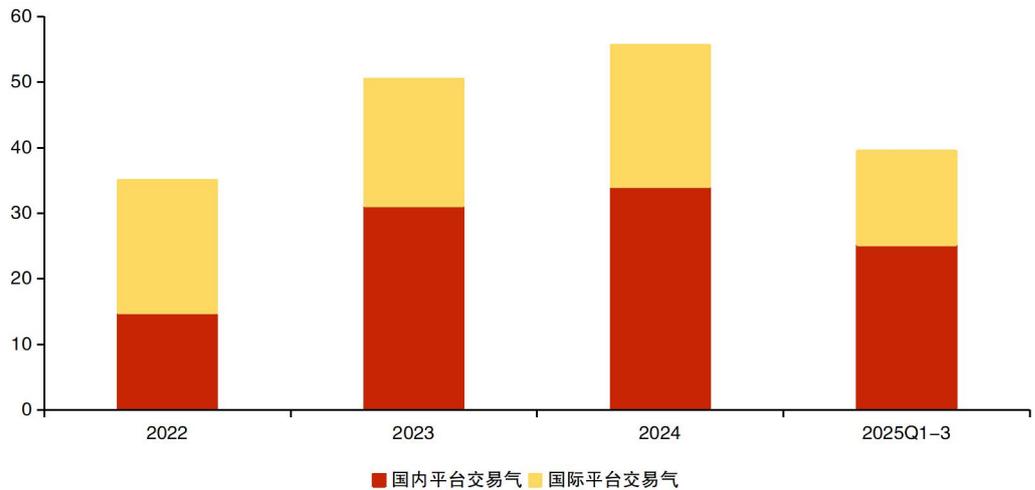
资料来源：新奥股份公司公告，华源证券研究所

**图表 56：新奥股份 2020-2025H1 分部毛利占比**


资料来源：新奥股份公司公告，华源证券研究所

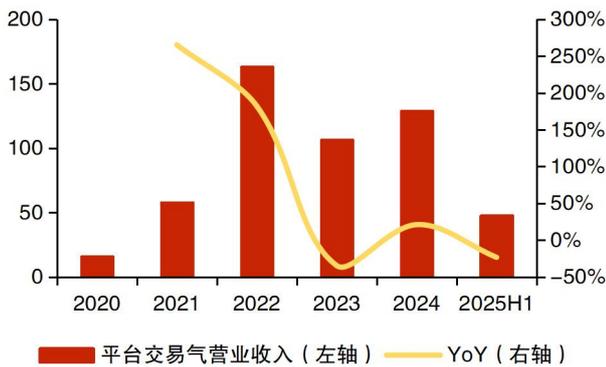
**平台交易气近年来规模扩张，盈利存在波动。**新奥股份向城市燃气运营商、能源集团与大工业、分销商、能源运营商、国际油气公司和公用事业公司等客户销售天然气。平台交易气业务的天然气供应以采购国际天然气资源为主，配合国内自有和托管 LNG 液厂等资源。在国际采购方面，公司通过长期购销协议及现货采购的方式，向国际天然气生产商或贸易商采购天然气。在国内资源方面，公司通过权益投资、代加工等方式获取煤制气、煤层气、页岩气、散井气、LNG 液厂资源。平台交易气销售定价较为灵活且市场化，根据客户的类型和需求不同，采用浮动价格或固定价格。2024 年新奥股份平台交易气规模 55.68 亿方，同比增长 10.3%；2025Q1-3 平台交易气规模 39.5 亿方，同比减少 2.95%。公司平台交易气营收及毛利存在一定波动，在全球高气价环境的 2022 年实现毛利 31.07 亿元，2024 年平台交易气毛利 20.92 亿元。

图表 57：新奥股份平台交易气规模（亿方）



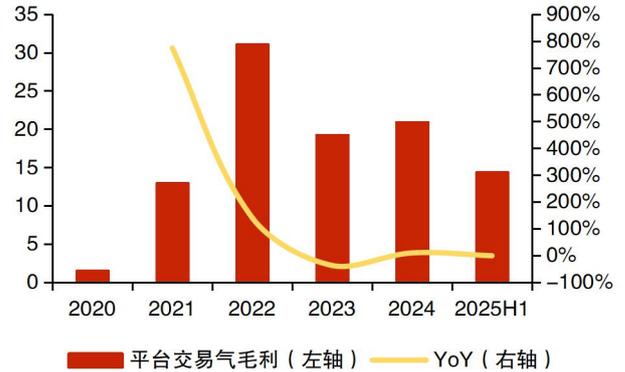
资料来源：新奥股份官网，华源证券研究所

图表 58：新奥股份 2020-2025H1 平台交易气营收及增速（亿元）



资料来源：新奥股份公司公告，华源证券研究所

图表 59：新奥股份 2020-2025H1 平台交易气毛利及增速（亿元）



资料来源：新奥股份公司公告，华源证券研究所

**自有舟山 LNG 接收站，与下游形成良好协同。**公司自有舟山 LNG 接收站是国家能源局核准的首个由民营企业投资的大型 LNG 接收站项目。LNG 接收站的主要功能是将 LNG 以液态或气态的方式，通过槽车、管道或小船分拨输送至下游用户，通过向使用者提供天然气接卸、运输、储存等服务收取费用。公司舟山接收站功能进一步提升，拓展保税转运、小船分拨、船舶加注、数智化等多元产品及服务满足生态客户多样化需求，发挥接收站战略支点+业务枢纽+资源通道的作用，链接江苏江阴、江苏国信、烟台西港、浙江杭嘉鑫、温州华港等接收站客户。舟山 LNG 接收站三期项目于 2023 年 3 月开工建设，2025 年 8 月 6 日，三期新增 4 座储罐及配套设正式建成并投运，投用后实际处理能力累计超过 1000 万吨/年，配套海底管道输配能力达 80 亿方/年。

图表 60：新奥股份舟山接收站位置



资料来源：新奥股份官网，华源证券研究所

私有化整合可促进业务协同互补，产业链一体化优势有望凸显。新奥股份优势在于上游天然气资源池及 LNG 接收站，新奥能源的优势在于下游客户资源基础，整合后新奥股份和新奥能源可实现客户互补；新奥股份所持有的天然气长协资源则可作为新奥能源天然气业务的压舱石，保障气源稳定，增强业务稳定性；发挥舟山 LNG 接收站的支点作用，灵活联动国际与国内资源市场；可利用国内国际市场，基于进一步增强的套期保值能力以及风控体系对冲风险，保持整体业务平衡稳健。

图表 61：新奥股份 LNG 长协合同明细

签约主体	供应商	签约时间	合同年限	合同量 (万吨/年)	交付方式	气源	预计供应时间	挂钩指数
新奥能源	Chevron	2016.08	10 年	66	DES	全球资源	2018	JCC
新奥能源	Total	2016.07	10 年	50	DES	全球资源	2018	JCC/HH
新奥新加坡	Cheniere	2021.11	13 年	90	FOB	美国 Corpus Christi 液化厂 Sabine Pass 液化厂	2022	HH
新奥新加坡	Novatek	2022.01	11 年	60	DES	全球资源	2025	Brent
新奥新加坡	Cheniere	2023.06	20 年	180	FOB	美国 Sabine Pass 液化厂	2026	HH
新奥新加坡	NextDecade	2022.12	20 年	200	FOB	美国 Rio Grande LNG 项目	2027	HH
新奥能源	Chevron	2025.01	10 年	60	DES	全球资源	2028	Brent
新奥新加坡	ADNOC	2025.04	15 年	100	DAP	阿联酋 Ruwais LNG 项目	2028	Brent
新奥能源	EnergyTransfer	2022.03	20 年	90	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2029	HH
新奥新加坡	EnergyTransfer	2022.03	20 年	180	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2029	HH

资料来源：新奥股份官网，华源证券研究所

## 5. 盈利预测与评级

假设公司 2025–2027 年零售气量分别为 268.73、276.43、286.67 亿立方米，新增居民接驳户数分别为 145.5、138.3、136.9 万户。

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别为 62.48、67.05、72.96 亿元，同比增速分别为 4.4%、7.3%、8.8%，当前股价对应 PE 分别为 12/11/10 倍。

从可比公司估值来看，我们选取同业城燃公司华润燃气、中国燃气作为可比公司，可比公司 2025–2027 年平均 PE 分别为 13、12、11 倍。公司天然气业务稳健，泛能及智家业务具备成长空间，私有化流程持续推进促进产业链一体化整合。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 62：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价			EPS			PE			PB
		2025/11/28	25E	26E	27E	25E	26E	27E			
1193.HK	华润燃气	22.82	1.71	1.87	2.04	13.3	12.2	11.2	1.2		
0384.HK	中国燃气	8.60	0.64	0.68	0.74	13.4	12.6	11.6	0.9		
	均值					13.4	12.4	11.4	1.0		
2688.HK	新奥能源	70.95	6.00	6.44	7.01	11.8	11.0	10.1	1.6		

资料来源：Wind，华源证券研究所。注：收盘价为港元，EPS 单位为港元/股，汇率取 1HKD=0.92CNY，新奥能源盈利预测来自华源证券研究所，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期

## 6. 风险提示

- 1) 气量增长不及预期：**公司天然气售气量与宏观经济及下游相关行业景气度等因素密切相关，若宏观经济增速或下游相关需求不及预期，可能对公司业绩造成不利影响；
- 2) 上游气价波动风险：**公司天然气零售业务盈利能力受国际天然气价格影响，若地缘政治冲突或极端天气导致上游气源价格大幅上涨，将对公司天然气零售业务利润造成影响；
- 3) 泛能与智家业务增长低于预期：**公司泛能业务及智家业务仍处于成长阶段，若泛能业务项目开拓不力或智家业务渗透率提升不及预期，公司业绩增长将有可能低于预期；
- 4) 接驳户数超预期下滑：**公司燃气接驳业务受房地产市场影响，若受房地产市场影响新增居民接驳户数超预期下滑，将对公司整体业绩造成不利影响；
- 5) 私有化进展不及预期：**若公司私有化进展不及预期，将对公司业绩预期造成影响。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。