

买入

预期下半年零售气量边际改善，关注私有化新进展

新奥能源 (2688.HK)

2025-10-9 星期四

### 【投资要点】

目标价: **78.00 港元**

现价: **63.45 港元**

预计升幅: **23%**

#### 重要数据

日期	2025-10-8
收盘价(港元)	63.45
总股本(亿股)	11.31
总市值(亿港元)	718
净资产(亿元)	510
总资产(亿元)	1,031
52周高低(港元)	67.19/47.97
每股净资产(元)	39.76

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

#### 主要股东

新奥股份 (34.28%)

贝莱德 (5.12%)

#### 相关报告

更新报告-20241231

更新报告-20210928

更新报告-20200908

更新报告-20200318

更新报告-20160712

➤ 上半年核心盈利同比下降 1.2%，销气毛差稳定在 0.54 元/方

2025 年上半年公司实现收入 556.7 亿元，同比增长 2.0%，股东应占溢利 24.3 亿元，同比下降 5.6%；核心利润 32.2 亿元，同比下降 1.2%，海外 LNG 贸易销售利润为 1.2 亿元，同比下降 34%，拖累公司业绩下滑。公司中期每股派息 0.65 港元，对应核心利润派息比例为 21%，均同比持平。期内实现零售气量增长 1.9%，零售气毛利同比增长 3%；销气毛差稳定在 0.54 元/方。

➤ 上半年泛能销售量和毛利增长放缓，毛利率提升 2.8 个百分点

截至 2025 年 6 月底，公司泛能总装机 15G 瓦，同比增长 9.2%；在运泛能装机 13.9G 瓦，同比增长 8.5%。上半年供暖安装工程类业务因房地产及客户用能需求减弱，公司泛能销售量 197.6 亿千瓦时，同比仅微增长 0.1%，泛能业务收入 69.1 亿元，同比下降 16%；毛利 10.9 亿元，同比增长 2.1%，公司通过智能化降本增效，带来毛利率同比提升 2.8 个百分点至 15.8%。

➤ 私有化方案定价合理，期待四季度获得新进展

根据私有化方案，母公司新奥股份收购的理论总价值为每股 80 港元，较现价仍溢价约 26%。而 80 港元股价由现金和换股两部分构成，现金支付为每股 24.5 港元，换股支付为每股 2.94 股新奥股份 H 股。根据方案，新奥股份 H 股上市后股价中间值为 18.86 港元，对应 2025 年动态 PE 约 10 倍，基于公司业绩和分红的稳定增长，未来 H 股估值仍存在一定潜在上升空间。总体来看，公司私有化方案定价合理，充分考虑了现有股东和长期股东的利益。从公司公告的进展来看，目前仍需等待中国内地相关政府部门的登记备案，中国证监会批准/备案和香港联交所上市批准以及独立股东至少 2/3 投票通过这三项先决条件达成，期待四季度获得新进展。

➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 78 港元/股

预期采暖季气温回归正常，下半年公司零售气量有望继续呈现边际改善态势。我们提高公司目标价至 78 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 11.3 倍和 10.9 倍 PE，目标价较现价有 23% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2023	FY2024	2025E	2026E	2027E
收入	113,858	109,853	112,599	115,414	118,300
变动(%)	3.5%	-3.5%	2.5%	2.5%	2.5%
归属股东净利润	6,816	5,987	7,049	7,331	7,594
变动(%)	16.2%	-12.2%	17.7%	4.0%	3.6%
基本每股盈利(元)	6.05	5.35	6.30	6.55	6.79
市盈率@63.45 港元(倍)	9.6	10.8	9.2	8.9	8.5
每股股息(港元)	2.95	3.00	3.42	3.56	3.69
股息现价比率(%)	4.6%	4.7%	5.4%	5.6%	5.8%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

#### 研究部

姓名: 杨义琮

SFC: AXU943

电话: 0755-21516065

Email: yangyq@gyzq.com.hk

## 【报告正文】

### ➤ 上半年核心盈利同比下降 1.2%，销气毛差稳定在 0.54 元/方

2025 年上半年公司实现收入 556.7 亿元，同比增长 2.0%，股东应占溢利 24.3 亿元，同比下降 5.6%；核心利润 32.2 亿元，同比下降 1.2%，海外 LNG 贸易销售利润为 1.2 亿元，同比下降 34%，拖累公司业绩下滑。公司中期每股派息 0.65 港元，对应核心利润派息比例为 21%，均同比持平。

期内实现零售气量增长 1.9%，零售气毛利同比增长 3%；销气毛差稳定在 0.54 元/方。

### ➤ 上半年泛能销售量和毛利增长放缓，毛利率提升 2.8 个百分点

截至 2025 年 6 月底，公司泛能总装机 15G 瓦，同比增长 9.2%；在运泛能装机 13.9G 瓦，同比增长 8.5%。上半年供暖安装工程类业务因房地产及客户用能需求减弱，公司泛能销售量 197.6 亿千瓦时，同比仅微增长 0.1%，泛能业务收入 69.1 亿元，同比下降 16%；毛利 10.9 亿元，同比增长 2.1%，公司通过智能化降本增效，带来毛利率同比提升 2.8 个百分点至 15.8%。

### ➤ 私有化方案定价合理，期待四季度获得新进展

根据私有化方案，母公司新奥股份收购的理论总价值为每股 80 港元，较现价仍溢价约 26%。而 80 港元股价由现金和换股两部分构成，现金支付为每股 24.5 港元，换股支付为每股 2.94 股新奥股份 H 股。

根据方案，新奥股份 H 股上市后股价中间值为 18.86 港元，对应 2025 年动态 PE 约 10 倍，基于公司业绩和分红的稳定增长，未来 H 股估值仍存在一定潜在上升空间。

总体来看，公司私有化方案定价合理，充分考虑了现有股东和长期股东的利益。从公司公告的进展来看，目前仍需等待中国内地相关政府部门的登记备案，中国证监会批准/备案和香港联交所上市批准以及独立股东至少 2/3 投票通过这三项先决条件达成，期待四季度获得新进展。

### ➤ 给予“买入”评级，提高目标价至 78 港元/股

预期采暖季气温回归正常，下半年公司零售气量有望继续呈现边际改善态势。我们提高公司目标价至 78 港元/股，分别对应 2025 年和 2026 年 11.3 倍和 10.9 倍 PE，目标价较现价有 23% 的涨幅空间，给予“买入”评级。

**表 1：行业估值比较（20251008）**

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.78	1,265	22.2	21.0	19.8	18.7	2.2	2.2	2.3	2.2
0956.HK	新天绿色能源	HKD	4.19	277	9.8	7.1	6.0	5.4	0.7	0.7	0.7	0.6
0384.HK	中国燃气	HKD	7.60	414	13.0	12.8	11.5	10.7	0.8	0.8	0.8	0.7
0392.HK	北京控股	HKD	32.06	403	7.3	6.8	6.6	6.2	0.4	0.4	0.4	0.4
1083.HK	港华智慧能源	HKD	3.67	133	8.3	7.9	7.7	7.5	0.6	0.5	0.5	0.5
1193.HK	华润燃气	HKD	19.30	447	10.9	11.2	10.2	9.3	1.0	1.0	1.0	1.0
0135.HK	昆仑能源	HKD	6.86	594	9.2	8.7	8.2	7.8	0.8	0.7	0.7	0.7
1600.HK	天伦燃气	HKD	3.42	34	10.3	9.7	8.3	7.3	0.5	0.5	0.5	0.5
<b>平均</b>					<b>11.4</b>	<b>10.7</b>	<b>9.8</b>	<b>9.1</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>	<b>0.8</b>
2688.HK	新奥能源	HKD	63.45	718	10.8	9.2	8.9	8.5	1.5	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

### 【风险提示】

1. 天然气消费需求增长不及预期；
2. 居民顺价机制推进不及预期；
3. 天然气采购成本大幅上涨；
4. 泛能业务增长不及预期
5. 天然气安全经营风险。

## 【财务报表摘要】

### 损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>收入</b>	113,858	109,853	112,599	115,414	118,300
经营成本	(99,520)	(96,448)	(97,961)	(100,410)	(102,921)
销售费用	(1,171)	(1,276)	(1,277)	(1,279)	(1,280)
行政费用	(4,144)	(3,915)	(3,876)	(3,880)	(3,884)
财务开支	(786)	(733)	(800)	(800)	(800)
应占合营公司溢利	464	573	500	500	500
应占联营公司溢利	14	339	200	200	200
<b>税前盈利</b>	10,005	8,797	10,652	10,934	11,327
所得税	(2,273)	(1,921)	(2,556)	(2,515)	(2,605)
少数股东应占利润	916	889	1,047	1,089	1,128
<b>归属股东净利润</b>	6,816	5,987	7,049	7,331	7,594
折旧及摊销	2,840	3,106	3,261	3,424	3,596
<b>EBITDA</b>	8,658	7,127	8,968	9,088	9,311
<b>增长</b>					
总收入 (%)	3%	-4%	2%	2%	3%
EBITDA (%)	4%	-18%	26%	1%	2%

### 资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金	9,689	7,693	6,837	7,063	8,366
应收账款	11,091	9,828	10,319	10,835	11,377
存货	1682	1513	1589	1668	1751
其他流动资产	3,913	3,150	3,308	3,473	3,647
<b>流动资产</b>	26,375	22,184	22,052	23,040	25,141
固定资产	50,330	53,151	53,683	54,219	54,762
其他固定资产	26,426	27,885	31,400	32,314	34,738
<b>非流动资产</b>	76,756	81,036	85,083	86,533	89,500
<b>总资产</b>	103,131	103,220	107,135	109,573	114,641
<b>流动负债</b>	34,923	32,502	33,158	31,904	30,879
应付帐款	8,171	8,203	8,613	9,044	9,496
短期银行贷款	8,767	6,464	5,818	5,236	4,712
其他短期负债	17,985	17,835	18,727	17,625	16,671
<b>非流动负债</b>	19,946	19,642	18,854	18,336	20,067
长期银行贷款	5,428	5,648	5,366	5,473	5,582
其他负债	14,518	13,994	13,488	12,863	14,485
<b>总负债</b>	54,869	52,144	52,011	50,240	50,947
少数股东权益	5,602	5,975	6,498	7,043	7,606
<b>股东权益</b>	42,660	45,101	48,625	52,291	56,089
每股账面值(元)	36.46	38.55	41.56	44.69	47.53
营运资金	(8,548)	(10,318)	(11,105)	(8,864)	(5,738)

### 财务分析

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	8%	6%	8%	8%	8%
净利率 (%)	6%	5%	6%	6%	6%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	23%	22%	24%	23%	23%
股息支付率 (%)	45%	52%	50%	50%	50%
库存周转	6	6	6	6	6
应付账款天数	30	31	32	33	34
应收账款天数	10	11	11	11	10
ROE (%)	16%	13%	14%	14%	14%
ROA (%)	7%	6%	7%	7%	7%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0
收入/总资产	1.10	1.06	1.05	1.05	1.03
总资产/股本	2.42	2.29	2.20	2.10	2.04
收入对利息倍数	(144.9)	(149.9)	(140.7)	(144.3)	(147.9)

### 现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>EBITDA</b>	8,658	7,127	8,968	9,088	9,311
融资成本	786	733	770	808	849
营运资金变化	401	(1,770)	(787)	2,241	3,127
所得税	(2,516)	(2,353)	(2,556)	(2,515)	(2,605)
<b>营运现金流</b>	9,612	10,294	10,539	9,197	9,896
资本开支	(6,495)	(6,177)	(6,301)	(6,427)	(6,555)
其他投资活动	1,646	1,739	1,780	1,815	1,852
<b>投资活动现金流</b>	(4,849)	(4,438)	(4,521)	(4,611)	(4,703)
负债变化	1,042	3,554	(2,083)	(825)	1,993
股本变化	0	0	0	0	1
股息	(2,977)	(3,015)	(3,166)	(3,324)	(3,490)
其他融资活动	(1,208)	(8,397)	(1,640)	(224)	(2,410)
<b>融资活动现金流</b>	(3,143)	(7,858)	(6,889)	(4,374)	(3,906)
<b>现金变化</b>	9,689	7,693	6,837	7,063	8,366
期初持有现金	8,056	9,689	7,693	6,837	7,063
汇率变动	13	6	15	15	16
期末持有现金	9,689	7,693	6,837	7,063	8,366

# 投资评级定义及免责条款

## 投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所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地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 3769 6888  
传真：(852) 3769 6999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>