

买入

核心业务稳增长，回购分红提升市场信心

新奥能源 (2688.HK)

2024-12-31 星期二

投资要点

目标价: **71.5 港元**
现价: 56.25 港元
预计升幅: 27%

重要数据

日期	2024-12-30
收盘价 (港元)	56.25
总股本 (亿股)	11.31
总市值 (亿港元)	636
净资产 (百万元)	48,294
总资产 (百万元)	100,509
52 周高低 (港元)	76.12/44.27
每股净资产 (港元)	40.63

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

主要股东

新奥天然气股份有限公司 (34.00%)
贝莱德 (6.27%)

相关报告

研究部

姓名: 杨义琼
SFC: AXU943
电话: 0755-21516065
Email: yangyq@gyzq.com.hk

➤ 2024 全年气量增长指引 5%，泛能销售量增长 20-30%:

公司前三季度零售气量增长 4.8% 达到 188.19 亿方，全年气量增长维持增长 5% 指引。截至 2024 年 9 月 30 日，公司累计已投运规模泛能项目达 347 个，泛能业务销售量同比增加 21.4% 至 296.68 亿千瓦时，在建装机的规模超过 830MW，四季度陆续进入运营状态，新投产项目也将带来增量贡献。另外，托管项目创造的工程量在四季度会有增量，Q4 销售量将环比上升，预计公司全年泛能业务销售量和毛利增长区间 20-30%。

➤ 2024 全年销气毛差指引 0.54 元，年底居民顺价达到 80% 比例:

公司 Q3 采购成本同比下降 0.1 元/方，前三季度毛差 0.54 元/方，全年指引 0.54 元/方，零售气毛利维持全年 10% 增长。虽然 Q4 进入供暖季，但公司根据海外天然气定价公式，对风险波动锁定了一部分，而且国内一些省份冬季有额外补贴政策，Q4 加上特殊调价，预计毛差可以达到 0.54 元。Q3 居民顺价达到 59% 比例，年底有望完成核心城市全年 80% 顺价。

➤ 股份回购提升 EPS，资本开支减少支撑派息率稳步提升:

公司宣布将动用不超过 3 亿港元指示受托人继续于公开市场购买股份，目前用于股权激励的股票池已经足够，后续股份回购将注销，有利直接提升公司每股收益；2024 年资本开支 45-46 亿元水平，较年初计划全年 80 亿元明显下降，主要基于公司采取相对谨慎的投资策略。预期 2024 年底在手现金将明显提升，除了优先用于还债外，也有望增加回购和分红，整体判断公司未来派息率将稳定提升，2024 年股息率约 5.6% 具吸引。

➤ 更新公司目标价至 71.5 港元，给予买入评级:

我们更新公司目标价 71.5 港元，相当于 2024 年和 2025 年 11 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 27% 上升空间，给予买入评级。

人民币百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业额	110,051	113,858	114,997	119,021	123,782
同比增长 (%)	18.2%	3.5%	1.0%	3.5%	4.0%
净利润	5,865	6,816	6,753	7,492	8,373
同比增长 (%)	-24.4%	16.2%	-0.9%	10.9%	11.8%
每股盈利 (RMB 元)	5.20	6.05	5.97	6.62	7.40
PE@56.25HKD	10.0	8.6	8.7	7.9	7.0
每股股息 (RMB 元)	2.91	2.95	2.92	3.46	4.02
股息率	5.6%	5.7%	5.6%	6.6%	7.7%

数据来源: Wind、国元证券经纪 (香港) 整理

报告正文

2024 全年气量增长指引 5%，泛能销售量增长 20-30%：

公司前三季度零售气量增长 4.8% 达到 188.19 亿方，全年气量增长维持增长 5% 指引。截至 2024 年 9 月 30 日，公司累计已投运规模泛能项目达 347 个，泛能业务销售量同比增加 21.4% 至 296.68 亿千瓦时，在建装机的规模超过 830MW，四季度陆续进入运营状态，新投产项目也将带来增量贡献。另外，托管项目创造的工程量在四季度会有增量，Q4 销售量将环比上升，预计公司全年泛能业务销售量和毛利增长区间 20-30%。

2024 全年销气毛差指引 0.54 元，年底居民顺价达到 80% 比例：

公司 Q3 采购成本同比下降 0.1 元/方，前三季度毛差 0.54 元/方，全年指引 0.54 元/方，零售气毛利维持全年 10% 增长。虽然 Q4 进入供暖季，但公司根据海外天然气定价公式，对风险波动锁定了一部分，而且国内一些省份冬季有额外补贴政策，Q4 加上特殊调价，预计毛差可以达到 0.54 元。Q3 居民顺价达到 59% 比例，年底有望完成核心城市全年 80% 顺价。

股份回购提升 EPS，资本开支减少支撑派息率稳步提升：

公司宣布将动用不超过 3 亿港元指示受托人继续于公开市场购买股份，目前用于股权激励的股票池已经足够，后续股份回购将注销，有利直接提升公司每股收益；2024 年资本开支 45-46 亿元水平，较年初计划全年 80 亿元明显下降，主要基于公司采取相对谨慎的投资策略。预期 2024 年底在手现金将明显提升，除了优先用于还债外，也有望增加回购和分红，整体判断公司未来派息率将稳定提升，2024 年股息率约 5.6% 具吸引力。

更新公司目标价至 71.5 港元，给予买入评级：

我们更新公司目标价 71.5 港元，相当于 2024 年和 2025 年 11 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 27% 上升空间，给予买入评级。

风险提示：

天然气消费需求增长不及预期；

居民顺价机制推进不及预期；

天然气采购成本大幅上涨；

天然气安全经营风险。

表 1：行业估值

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.19	1,155	19.0	18.6	17.4	16.3	2.0	1.9	1.9	1.9
0956.HK	新天绿色能源	HKD	3.63	260	6.3	5.9	4.6	4.1	0.6	0.6	0.6	0.6
0384.HK	中国燃气	HKD	6.79	369	8.6	0.0	9.3	8.3	0.6	0.6	0.6	0.6
0392.HK	北京控股	HKD	26.45	333	5.5	5.2	4.7	4.0	0.4	0.4	0.3	0.3
1083.HK	港华智慧能源	HKD	3.16	110	7.0	7.1	6.6	6.2	0.5	0.5	0.4	0.4
1193.HK	华润燃气	HKD	30.25	700	13.4	12.3	11.2	10.2	1.7	1.5	1.4	1.3
0135.HK	昆仑能源	HKD	8.32	720	11.5	10.5	9.7	8.9	1.0	0.9	0.9	0.8
1600.HK	天伦燃气	HKD	3.63	36	6.7	-	-	-	0.6	0.6	0.6	0.6
平均					9.7	8.5	9.1	8.3	0.9	0.9	0.9	0.8
2688.HK	新奥能源	HKD	56.25	636	8.6	8.7	7.9	7.0	1.4	1.3	1.3	1.3

资料来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

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

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	110,051	113,858	114,997	119,021	123,782
经营成本	(94,295)	(99,520)	(100,047)	(103,549)	(107,072)
销售费用	(1,180)	(1,171)	(1,265)	(1,266)	(1,267)
行政费用	(4,261)	(4,144)	(4,185)	(4,144)	(4,148)
财务开支	(672)	(786)	(850)	(800)	(800)
应占合营公司溢利	(43)	464	500	500	500
应占联营公司溢利	68	14	200	200	200
税前盈利	9,052	10,005	9,949	11,183	12,336
所得税	(2,386)	(2,273)	(2,288)	(2,684)	(2,837)
少数股东应占利润	799	916	908	1,007	1,125
归属股东净利润	5,865	6,816	6,753	7,492	8,373
折旧及摊销	2,603	2,840	2,982	3,131	3,288
EBITDA	8,344	8,658	8,582	9,618	10,616
增长					
总收入 (%)	-	3%	1%	3%	4%
EBITDA (%)	-	4%	-1%	12%	10%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金	8,056	9,689	11,930	11,951	10,364
应收账款	10,675	11,091	11,646	12,228	12,839
存货	1,708	1,682	1,766	1,854	1,947
其他流动资产	6,694	3,913	4,109	4,314	4,530
流动资产	27,133	26,375	29,451	30,347	29,680
固定资产	50,380	50,330	50,833	51,342	51,855
其他固定资产	24,845	26,426	28,672	31,109	33,754
非流动资产	75,225	76,756	79,506	82,451	85,609
总资产	102,358	103,131	108,956	112,798	115,288
流动负债	36,082	34,923	36,669	37,122	35,467
应付帐款	8,066	8,171	8,580	9,009	9,459
短期银行贷款	6,341	8,767	9,205	8,285	7,456
其他短期负债	21,675	17,985	18,884	19,828	18,552
非流动负债	20,714	19,946	20,194	19,334	18,730
长期银行贷款	4,486	5,428	5,537	5,260	5,365
其他负债	16,228	14,518	14,658	14,074	13,365
总负债	56,796	54,869	56,864	56,456	54,197
少数股东权益	6,522	5,602	6,056	6,559	7,122
股东权益	39,040	42,660	46,037	49,783	53,970
每股账面值(元)	33.37	36.46	39.35	42.55	46.13
营运资金	(8,949)	(8,548)	(7,219)	(6,775)	(5,788)

财务分析

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	8%	8%	7%	8%	9%
净利率 (%)	5%	6%	6%	6%	7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	4%	3%	3%
实际税率 (%)	26%	23%	23%	24%	23%
股息支付率 (%)	46%	46%	46%	46%	46%
库存周转	7	6	6	7	7
应付账款天数	31	30	31	32	32
应收账款天数	10	10	10	10	10
ROE (%)	15%	16%	15%	15%	16%
ROA (%)	-	7%	6%	7%	7%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
收入/总资产	1.08	1.10	1.06	1.06	1.07
总资产/股本	2.62	2.42	2.37	2.27	2.14
收入对利息倍数	(163.8)	(144.9)	(135.3)	(148.8)	(154.7)

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
EBITDA	8,344	8,658	8,582	9,618	10,616
融资成本	672	786	825	867	910
营运资金变化	-	401	1,329	444	987
所得税	(1,951)	(2,516)	(2,288)	(2,684)	(2,837)
营运现金流	10,102	9,612	10,472	10,715	8,964
资本开支	(6,241)	(6,495)	(6,625)	(6,757)	(6,893)
其他投资活动	515	1,646	1,679	1,712	1,747
投资活动现金流	(5,726)	(4,849)	(4,946)	(5,045)	(5,146)
负债变化	-	1,042	3,554	3,732	1,719
股本变化	-	0	0	0	0
股息	(2,657)	(2,977)	(3,126)	(3,282)	(3,446)
其他融资活动	-	(1,208)	(3,728)	(6,114)	(3,693)
融资活动现金流	(5,021)	(3,143)	(3,300)	(5,664)	(5,420)
现金变化	(1,637)	(2,417)	(858)	213	531
期初持有现金	8,684	8,056	9,689	11,930	11,951
汇率变动	17	13	15	15	15
期末持有现金	8,056	9,689	11,930	11,951	10,364

投资评级定义和免责条款

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。