

**【投资要点】**

目标价: **66.00 港元**  
 现价: **45.66 港元**  
 预计升幅: **45%**

**重要数据**

日期	2026-6-15
收盘价(港元)	45.66
总股本(亿股)	11.32
总市值(亿港元)	517
净资产(亿元)	541
总资产(亿元)	1,060
52周高低(港元)	73.8/44.62
每股净资产(元)	42.25

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

**主要股东**

新奥股份 (34.26%)  
 贝莱德 (7.67%)

**相关报告**

更新报告-20251009  
 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

**研究部**

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

**私有化终止，公司回归独立运营**

公司公告，因截至2026年6月12日，涉及香港联交所上市委员会原则上批准上市，以及就上市而言所需的中国证监会及其他有关机构的批准或备案两项先决条件尚未达成，母公司新奥股份公告终止对新奥能源的私有化及H股介绍上市交易。鉴于继续推进对新奥股份营运和管理安排造成限制，且时间表不可控，新奥股份决定不再延期。交易终止后，新奥能源的上市地位不会撤销，新奥股份仍维持约34.26%的新奥能源持股比例，同时宣布计划通过全资子公司新能香港增持新奥能源股份。我们认为私有化终止对新奥能源基本面无实质影响：1) 公司经营独立性不受改变，管理层激励和业务执行连续性完整；2) 终止后公司不再受停牌/重组期间经营管理的限制性约束，可更灵活推进经营业务拓展。

**母公司增持传递坚定信心，当前估值具备安全边际**

私有化终止后，此前基于重组协同释放的估值溢价回吐，股价短期承压。但我们认为当前估值已充分反映悲观预期，回归基本面后公司具备明确的价值重估空间：1) 股息率具吸引：当前股价对应2026年股息率约6.4%，在城燃板块中具备领先水平，对追求稳定收益的长期资金有较强吸引力；2) 新奥股份计划增持新奥能源股份，为股价提供底部支撑，传递对公司长期价值的坚定信心；3) 回归正常业务运营与拓展：终止私有化后，管理层可重新聚焦业务发展，不再受重组期间的管理限制，泛能及智家等高毛利转型业务有望持续推进。

**给予“买入”评级，更新目标价至66.00港元/股**

私有化终止消除短期不确定性，后续估值将围绕基本面重新定价；考虑2026年城燃行业整体零售气量增速偏弱，预期短期正面催化不足。但基于具吸引的股息率及大股东增持计划，公司当前估值具备充足安全边际。我们更新公司盈利预测并结合行业估值水平，给予公司目标价66.00港元/股，分别对应2026年和2027年10.6倍和10倍PE，目标价较现价有45%的涨幅空间，给予“买入”评级。

人民币百万元	FY2024	FY2025	2026E	2027E	2028E
收入	109,853	111,905	113,612	115,474	117,371
变动(%)	-3.5%	1.9%	1.5%	1.6%	1.6%
归属股东净利润	5,987	5,904	6,123	6,589	6,832
变动(%)	-12.2%	-1.4%	3.7%	7.6%	3.7%
基本每股盈利(元)	5.35	5.31	5.41	5.82	6.04
市盈率@45.66港元(倍)	7.4	7.5	7.3	6.8	6.6
每股股息(港元)	3.00	2.89	2.94	3.16	3.28
股息现价比率(%)	6.6%	6.3%	6.4%	6.9%	7.2%

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

## 【报告正文】

### ➤ 私有化终止，公司回归独立运营

公司公告，因截至 2026 年 6 月 12 日，涉及香港联交所上市委员会原则上批准上市，以及就上市而言所需的中国证监会及其他有关机构的批准或备案两项先决条件尚未达成，母公司新奥股份公告终止对新奥能源的私有化及 H 股介绍上市交易。鉴于继续推进对新奥股份营运和管理安排造成限制，且时间表不可控，新奥股份决定不再延期。交易终止后，新奥能源的上市地位不会撤销，新奥股份仍维持约 34.26% 的新奥能源持股比例，同时宣布计划通过全资子公司新能香港增持新奥能源股份。

我们认为私有化终止对新奥能源基本面无实质影响：1) 公司经营独立性不受改变，管理层激励和业务执行连续性完整；2) 终止后公司不再受停牌/重组期间经营管理的限制性约束，可更灵活推进经营业务拓展。

### ➤ 母公司增持传递坚定信心，当前估值具备安全边际

私有化终止后，此前基于重组协同释放的估值溢价回吐，股价短期承压。但我们认为当前估值已充分反映悲观预期，回归基本面后公司具备明确的价值重估空间：

- 1) 股息率具吸引：当前股价对应 2026 年股息率约 6.4%，在城燃板块中具备领先水平，对追求稳定收益的长期资金有较强吸引力；
- 2) 新奥股份计划增持新奥能源股份，为股价提供底部支撑，传递对公司长期价值的坚定信心；
- 3) 回归正常业务运营与拓展：终止私有化后，管理层可重新聚焦业务发展，不再受重组期间的管理限制，泛能及智家等高毛利转型业务有望持续推进。

### ➤ 给予"买入"评级，更新目标价至 66.00 港元/股

私有化终止消除短期不确定性，后续估值将围绕基本面重新定价；考虑 2026 年城燃行业整体零售气量增速偏弱，预期短期正面催化不足。但基于具吸引的股息率及大股东增持计划，公司当前估值具备充足安全边际。

我们更新公司盈利预测并结合行业估值水平，给予公司目标价 66.00 港元/股，分别对应 2026 年和 2027 年 10.6 倍和 10 倍 PE，目标价较现价有 45% 的涨幅空间，给予"买入"评级。

**表 1：行业估值比较 (20260615)**

代码	城市燃气行业	货币	股价	市值 (亿港元)	PE				PB			
					2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
0003.HK	香港中华煤气	HKD	6.71	1,252	22.0	20.5	19.4	18.6	2.1	2.2	2.2	2.1
0384.HK	中国燃气	HKD	6.90	376	11.6	11.3	10.9	10.5	0.7	0.7	0.7	0.7
0392.HK	北京控股	HKD	29.46	371	6.6	6.1	6.0	5.9	0.4	0.3	0.3	0.3
1083.HK	港华智慧能源	HKD	3.19	117	7.4	7.2	6.8	6.5	0.5	0.4	0.4	0.4
1193.HK	华润燃气	HKD	16.90	391	11.0	10.8	10.3	9.5	0.9	0.9	0.8	0.8
0135.HK	昆仑能源	HKD	6.86	594	10.0	9.0	8.6	8.2	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>平均</b>					<b>11.4</b>	<b>10.8</b>	<b>10.3</b>	<b>9.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>	<b>0.8</b>
2688.HK	新奥能源	HKD	45.66	517	7.4	7.5	7.3	6.8	1.0	0.0	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】

### 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

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>收入</b>	109,853	111,905	113,612	115,474	117,371
经营成本	(96,448)	(98,613)	(99,979)	(101,155)	(102,700)
销售费用	(1,276)	(1,386)	(1,387)	(1,389)	(1,390)
行政费用	(3,915)	(3,792)	(3,796)	(3,800)	(3,803)
财务开支	(733)	(593)	(800)	(800)	(800)
应占合营公司溢利	573	539	500	500	500
应占联营公司溢利	339	428	200	200	200
<b>税前盈利</b>	8,797	8,614	9,133	9,827	10,190
所得税	(1,921)	(1,791)	(2,101)	(2,260)	(2,344)
少数股东应占利润	889	919	909	978	1,014
<b>归属股东净利润</b>	5,987	5,904	6,123	6,589	6,832
折旧及摊销	3,106	3,486	3,660	3,843	4,035
<b>EBITDA</b>	7,127	6,568	7,160	7,673	7,845
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-4%	2%	2%	2%	2%
EBITDA (%)	-18%	-8%	9%	7%	2%

#### 资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
现金	7,693	8,064	8,473	9,158	9,605
应收账款	9,828	9,040	9,492	9,967	10,465
存货	1,513	1,590	1,670	1,753	1,841
其他流动资产	3,150	3,939	4,073	4,277	4,490
<b>流动资产</b>	22,184	22,633	23,707	25,154	26,401
固定资产	53,151	55,722	56,279	56,842	57,410
其他固定资产	27,885	27,663	26,828	26,462	26,922
<b>非流动资产</b>	81,036	83,385	83,107	83,304	84,333
<b>总资产</b>	103,220	106,018	106,814	108,458	110,733
<b>流动负债</b>	32,502	35,572	34,129	32,935	31,972
应付帐款	8,203	8,576	9,005	9,455	9,928
短期银行贷款	6,464	8,785	7,907	7,116	6,404
其他短期负债	17,835	18,211	17,217	16,364	15,640
<b>非流动负债</b>	19,642	16,371	15,095	14,147	13,462
长期银行贷款	5,648	3,089	3,151	3,214	3,278
其他负债	13,994	13,282	11,944	10,933	10,184
<b>总负债</b>	52,144	51,943	49,223	47,082	45,434
少数股东权益	5,975	6,250	6,705	7,194	7,701
<b>股东权益</b>	45,101	47,825	50,886	54,182	57,599
每股账面值(元)	38.55	40.88	43.49	45.92	48.40
营运资金	(10,318)	(12,939)	(10,421)	(7,781)	(5,571)

#### 财务分析

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>盈利能力</b>					
EBITDA 利率 (%)	6%	6%	6%	7%	7%
净利率 (%)	5%	5%	5%	6%	6%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	4%	3%	3%	3%	3%
实际税率 (%)	22%	21%	23%	23%	23%
股息支付率 (%)	52%	50%	50%	50%	50%
库存周转	6	6	6	6	7
应付账款天数	31	32	33	34	35
应收账款天数	11	12	12	12	11
ROE (%)	13%	12%	12%	12%	12%
ROA (%)	6%	6%	6%	6%	6%
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0
收入/总资产	1.06	1.06	1.06	1.06	1.06
总资产/股本	2.29	2.22	2.10	2.00	1.92
收入对利息倍数	(149.9)	(188.7)	(142.0)	(144.3)	(146.7)

#### 现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>EBITDA</b>	7,127	6,568	7,160	7,673	7,845
融资成本	733	593	623	654	686
营运资金变化	(1,770)	(2,621)	2,518	2,640	2,209
所得税	(2,353)	(2,136)	(2,101)	(2,260)	(2,344)
<b>营运现金流</b>	10,294	10,433	9,153	9,746	10,435
资本开支	(6,177)	(6,718)	(6,852)	(6,989)	(7,129)
其他投资活动	1,739	975	791	808	825
<b>投资活动现金流</b>	(4,438)	(5,743)	(6,061)	(6,181)	(6,304)
负债变化	3,554	(2,083)	(238)	1,567	1,583
股本变化	0	0	0	1	2
股息	(3,015)	(3,059)	(3,212)	(3,373)	(3,541)
其他融资活动	(8,397)	842	752	(1,091)	(1,745)
<b>融资活动现金流</b>	(7,858)	(4,300)	(2,698)	(2,896)	(3,701)
<b>现金变化</b>	7,693	8,064	8,473	9,158	9,605
期初持有现金	9,689	7,693	8,064	8,473	9,158
汇率变动	6	(19)	15	16	17
期末持有现金	7,693	8,064	8,473	9,158	9,605

# 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>