



內地許多企業去年面臨增收不增利的難題，燃氣股亦未能幸免。燃氣股去年在氣量銷售錄得單位數升幅下，拉動收入有17%至24%增幅，可惜經營利潤不似預期，其中，港華能源(01083)、華潤燃氣(01193)盈利倒退多於20%。事實上，燃氣行業通過售氣，收取接駁費，輕鬆賺錢的年代已經不再，在擴大增值版圖、發展綜合能源業務之餘，更加需要向天然氣上中游布局，才能夠在行業獲得一席位。

大公報記者 劉鑄豪



▲展望今年售量情況，昆侖能源預期零售銷氣量增長10%。

全球能源價格2022年高漲，帶挈石油能源公司業績刷新歷史新高。另邊廂，多國居民備受高昂電費、煤氣費所煎熬。除消費者景況苦不堪言，內地城市燃氣公司的經營環境也處於捱打狀態，皆因天然氣銷售增加了，收入也增多了，可是「旺丁不旺財」，僅有少數公司去年能夠錄得盈利增長。在眾多燃氣股中，下文將詳析四大燃氣股2022年度經營表現。

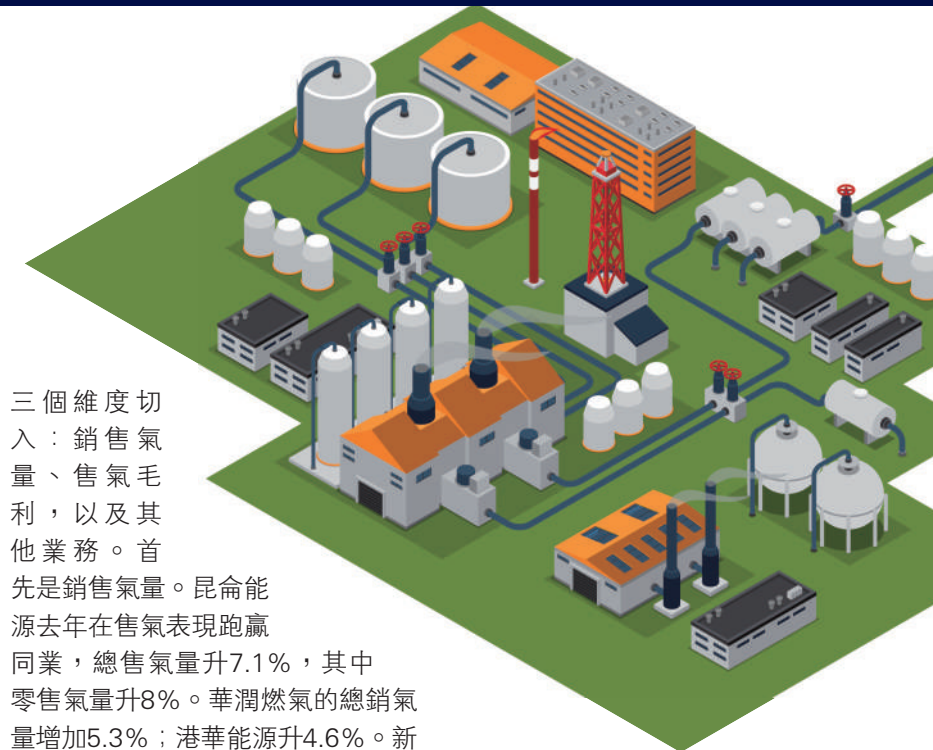
### 收入增長24%最勁

在四大燃氣股中，昆侖能源的收入增幅最大，達到24%；其次是華潤燃氣，收入增幅18.4%；新奧能源(02688)緊隨其後，收入增加18.2%；港華能源敬陪末席，收入增幅17.2%。雖然四家燃氣公司收入都有雙位數增幅，唯獨昆侖能源的股東應佔溢利上升，微升1.7%，其餘都錄得超過20%盈利跌幅。華潤燃氣盈利跌25.9%；新奧能源跌24.4%；港華能源跌23%。值得注意的是，昆侖能源與新奧能源同時列出核心溢利。昆侖能源去年核心溢利大增25%，新奧能源核心溢利不跌反增11.3%。小結，從業績表現看，昆侖能源小勝。

剖析燃氣股業績，證券界會從



▲中金預估，港華能源今年售氣毛利回升。



三個維度切入：銷售氣量、售氣毛利，以及其他業務。首先是銷售氣量。昆侖能源去年在售氣表現跑贏同業，總售氣量升7.1%，其中零售氣量升8%。華潤燃氣的總銷氣量增加5.3%；港華能源升4.6%。新奧能源批發量大跌13.7%，零售量升2.7%。投資看前，展望今年售量情況，昆侖能源預期零售銷氣量增長10%。滙豐引述港華能源預期燃氣銷售量增速將加快至12%。摩通預期，華潤燃氣售氣量有15%升幅。小結，從售氣量看，昆侖能源勝出。

### 行業經營環境料改善

其次是每立方米售氣毛利，昆侖能源是唯一毛利增加的燃氣公司，進銷價差0.502元（人民幣，下同），升4.1%。參考建銀國際的研究報告，港華燃氣的售氣毛利跌0.01元至0.5元。新奧能源的毛利下跌0.03元至0.48元。華潤燃氣則下跌0.07元至0.45元。

證券界普遍共識是，燃氣行業今年經營環境會有改善，除售氣量加速，售氣毛利也會有改善。中金指出，港華能源預期今年售氣毛利回升

至0.52元。建銀國際引述新奧能源預期售氣毛利回升至0.5元。交銀國際估計，華潤燃氣售氣毛利回升至0.48元水平。小結，從售氣毛利看，昆侖能源勝出。

「燃氣接駁」業務是燃氣公司重要盈利支柱，惟近年持續下跌。由於燃氣接駁屬一次性收入，所以證券界樂見燃氣公司減少依賴這類業務。港華能源去年燃氣接駁分部業績9.79億港元，減少12.4%，可惜佔分部業績比重由48%提升至53%。華潤燃氣去年燃氣接駁分部業績42.84億港元，減少15.6%，佔比由39%降至37%。

新奧能源沒有「燃氣接駁」項目，但有「工程安裝」，去年分類溢利跌33%至29.41億元人民幣，佔比由31%降至18%。昆侖能源並未列出相關業務情況。

# 燃氣股大比拼 昆侖能源值博

## 溢利飆25%稱冠 銷量毛利勝同業



▲新奧能源積極發展綜合能源及增值業務等新業務。

## 市場關注新業務 新奧表現最突出

### 着眼未來

市場評價燃氣公司的估值，更多着眼於綜合能源業務、增值業務。美銀證券指出，燃氣分銷商將轉向綜合能源業務、增值業務等新業務形態，不再過分倚賴售氣毛利、接駁業務利潤。以下介紹四大燃氣股在這兩項業務的概況。

新奧能源2022年綜合能源業務收入上升40%至109.51億元（人民幣，下同），佔總收入比重9.8%；毛利增加14%至15.56億元，佔整體毛利9.8%。去年底已投運泛能項目210個，帶來冷、熱、電、蒸氣等總共222.39億千瓦時的綜合能源銷售量，增加16%。在建泛能項目54個。至於增值業務方面，新奧能源易名為智家業務，去年收入為31.14億元，升33%；毛利20.78億元，升20%。

### 增值業務收入升33%

華潤燃氣把銷售燃氣器具、燃氣保險業務、安居業務等納入「綜合服務」，去年分部業績11.53億元（港元，下同），增加60%，佔整體分部業績比重10.1%。至於綜合能源業務，華潤燃氣去年新簽約58個項目，預期投資額4.4億元，累計項目數量202個。2022年相關服務收入1.22億元，增加7%，但未列出毛利狀況。

港華智慧能源把銷售燃氣爐具與相關產品及其他相關增值服務納入「延伸業務」去年收入9.97億元，增加33%。可再生能源業務去年取得111個新項目，累計增至超過500個，落實發展80個零碳智慧園區，業務涵蓋多能（冷、熱、電）聯供、光伏、儲能、充換電站、工商客戶綜合能源服務等多個領域。港華智慧能源無獨立列出這項業務的收入及盈利情況。

昆侖能源在綜合能源業務、增值業務的着墨不算多，也沒有列出獨立列入收入或毛利。在新能源業務發展方面，昆侖能源擁有11個分布式能源項目，總裝機容量達23萬千瓦。另外，積極推動30個新項目，打造10個「零碳示範場站」。增值業務方面，營業收入按年增長10%以上。

小結，新奧能源在綜合能源業務、增值業務發展最突出，所以得到投資者的肯定。其他燃氣公司在這兩項業務仍處成長階段，未來發展潛力值得拭目以待。不過，美銀證券關注，隨著更多競爭者加入綜合能源行業，項目利潤率、投資資本回報率將會下降。

## 主要燃氣股2022年度業績摘要

（單位：億元）

項目	昆侖能源(00135)		港華能源(01083)		華潤燃氣(01193)		新奧能源(02688)	
	金額	變幅	金額	變幅	金額	變幅	金額	變幅
收入	1719.44	+24.1%	+200.73	+17.2%	943.38	+18.4%	1100.51	+18.2%
股東應佔溢利	52.28	+1.7%	9.65	-23.0%	47.33	-25.9%	58.65	-24.4%
核心溢利	62.81	+25.2%	-	-	-	-	79.64	+11.3%
每股盈利(元)	0.6038	+1.7%	0.3017	-27.4%	2.09	-25.8%	5.20	-24.4%
每股核心盈利(元)	0.7254	+25.2%	-	-	-	-	-	-
每股股息(元)	0.2539	+22.2%	0.15	不變	0.90	-19.6%	2.27	+7.5%

註：昆侖能源、新奧能源以人民幣為貨幣單位；港華能源、華潤燃氣則以港幣為貨幣單位

### 攻守策略

## 昆侖能源：估值折讓超30%

上市公司的股息派發，直接影響投資者對公司估值的看法。昆侖能源(00135)宣布計劃派發末期息0.2539元（人民幣，下同），按年增加22%。雖然股息增加超過20%，但大和認為昆侖能源股息派發未如預期，是投資市場對該公司觀感轉差的其中一個原因。大和引述昆侖能源指出，未來數年是重要發展機遇期，資源將會優先用於資本開支，而非增加股息派發。公布業績翌日（3月29日）股價繼續走軟，本周四收報6.07元，跌0.06元。

相比其他收息股，昆侖能源股息率不足5厘，可能稍遜一籌，只是以

估值而言，瑞信認為昆侖能源頗為吸引。瑞信稱，昆侖能源今年預測市盈率約7倍，行業平均則達11倍，估值相較同業折讓超過30%。

昆侖能源股價自去年11月呈現一浪高於一浪的升勢，可惜未能突破去年8月下旬即市高位7.1元，及後股價掉頭回落。就後市買賣策略，獨立股評人沈慶洪稱，今年市場炒內地復甦概念，在燃氣需求回升下，昆侖能源股價出現深度調整的機會不大，只是欠缺催化劑推動股價顯著上升。他預期，昆侖能源股價料在5.9元至6.5元區間上落，暫時不會出現突破走勢，除非增派中期股，並且提高股息率。

### 昆侖能源最新目標價

券商	評級	目標價(元)
瑞信	跑贏大市	9.70
中金	跑贏大市	8.50
交銀國際	買入	8.48
大摩	持平	7.00
大和	跑贏大市	7.00

### 新奧能源最新目標價

券商	評級	目標價(元)
摩通	增持	132.5
中銀國際	買入	130.0
中金	跑贏大市	130.0
花旗	買入	120.0
交銀國際	中性	115.1

## 龍頭企業一體化布局 提升競爭優勢

### 保障盈利

為降低天然氣價格波動影響，燃氣公司近年向產業鏈上游、中游伸延。中金認為，燃氣公司的一體化布局既可應對氣價波動，也能提升競爭優勢。相反，面對天然氣市場波動、內地的天然氣市場化改革，若果燃氣公司沒有進行一體化布局，或難以保障天然氣銷售業務維持穩定的盈利。此外，如果沒有自持且廉價的上游天然氣資源，燃氣公司較難在後端增量較大的工業、電

力直供客戶領域佔有較高市場份額。

中金補充稱，未來大部分工業、電力需求或將由直供氣的方式解決。直供氣將繞過城市燃氣特許經營權壁壘，所以燃氣公司沒有穩定的上游天然氣資源供應，或難以在直供氣市場取得較大的市場份額。目前大部分龍頭燃氣公司已逐步開始布局上游資源、中游接收站資產，其中新奧能源(02688)、昆侖能源(00135)進度較快。

## 新奧能源：派息高 上試115元

新奧能源(02688)提出今年核心盈利10%增長指引。摩通相信，若果剔除天然氣批發業務，該公司核心業務盈利增長或超過20%，按經常性盈利增幅而言，是燃氣公司中增長最強勁的股份。摩通唱好，新奧能源旗下綜合能源、增值服務業務將會有強勁復甦。

滙豐認為，新奧能源的投資亮點還包括強勁現金流、高質量營運，將有助提高股息派發。此外，該公司非天然氣業務的增長，ESG評級的上升，對估值提供額外支持。

儘管不同大行「護航」，新奧能源股價升幅僅僅「曇花一現」；公布

業績後，股價一度由101.7元飆高至111.8元，累升9.9%；可惜後繼欠缺承接，在假期前（4月6日）收報102.2元，回到起步位。

就後市買賣策略，華盛證券證券分析師聶振邦稱，燃氣股並非現時市場強勢股，所以未能吸引太多資金收集。

聶振邦表示，若果大市交投在4月餘下時間逐步增多，新奧能源股價有機會上試110元、115元，才會遇到阻力。若果股價後續跌穿100元，93元將會是較強的支持位。他相信，新奧能源未必會回補去年11月14日遺留的上升裂口（89.8元至93元）。