

新奥股份 (600803)

新奥股份 2022 年年报点评：一体化优势，零售稳增直销打开空间

买入 (维持)

2023 年 03 月 28 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001
021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

证券分析师 任逸轩

执业证书：S0600522030002
renyx@dwzq.com.cn

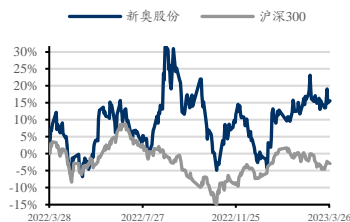
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	154,169	150,227	168,721	200,582
同比	33%	-3%	12%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	5,844	6,651	7,920	9,412
同比	26%	14%	19%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.89	2.15	2.56	3.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.98	8.77	7.36	6.20

关键词：#业绩超预期

投资要点

- **事件**：公司发布 2022 年年度报告，2022 年实现营收 1540.44 亿元，同增 33.04%；归母净利润 58.44 亿元，同增 26.17%；扣非归母净利润 46.71 亿元，同增 33.83%；加权平均 ROE 同增 2.34pct 至 33.43%。拟向全体股东每股派发现金股利 0.51 元（含税）。
- **天然气产业智能生态运营商，一体化优势显著**。公司归母净利润 58.44 亿元，同增 26.17%；核心利润 60.67 亿元，同增 48.17%，超预期，原因主要系天然气直销利润贡献增加。2022 年，全国天然气表观消费量 3663 亿方，同降 1.7%，而公司仍能保持零售气量增长，一体化优势明显，行业地位突出。分业务来看：1) 天然气营收 1201.99 亿元，同增 38.01%；毛利率-0.15pct 至 11.03%，毛利贡献 56.5%；零售气/直销气/批发气量分别 +2.7%/-14.9%/-13.7% 至 259.4/35.07/67.56 亿方，毛利贡献 31.8%/13.2%/11.5%。2) 工程建设与安装营收 84.41 亿元，同减 16.86%；毛利率-9.24pct 至 41.53%，毛利贡献 14.9%。3) 能源生产营收 85.51 亿元，同增 23.93%；毛利率+4.31pct 至 24.89%，毛利贡献 9.1%；2022 年，公司煤销量 524 万吨，同增 34%。4) 基础设施运营营收 2.27 亿元，同增 88.68%；毛利率+4.68pct 至 57.14%，毛利贡献 0.6%；舟山三期项目将新增处理能力 350 万吨/年，建成后处理能力超 1000 万吨/年。5) 综合能源营收 120.52 亿元，同增 38.12%；毛利率-4.31pct 至 13.76%，毛利贡献 7.1%。2022 年，公司综合能源销售量+16.6%达 222.4 亿千瓦时。在建/已签约项目 54/1679 个，潜在用能 76/180 亿千瓦时。
- **天然气需求稳步增长，一体化布局助公司稳健发展**。能源替代趋势下，天然气行业需求稳步增长，2022-2030 年国内天然气需求复增 6.3%。2022 年，舟山 LNG 接收站注入，公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。1) 气源：国际+国内双资源池，持续优化。2022 年公司新签、累计签署长协 530、764 万吨/年。2) 储运：加大运输&储气布局。2022 年，公司获取 10 艘 LNG 船运力资源，同时加大管道气运输能力，推动国网 21 个项目开口，首年预计实现下载气量约 5 亿方。3) 客户：下游客户优质，顺价机制趋于完善。截至 2022 年底，公司共有 254 个城市燃项目，覆盖 20 个省份，2022 年工商业/居民/加气用户用气量占零售气 78.5%/19.9%/1.6%，工商业客户顺价能力强，保障毛差相对稳定。
- **盈利预测与投资评级**：公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入，实现天然气全产业链布局，天然气业务稳健发展，龙头地位日益稳固。我们上调 2023-2024 年公司归母净利润 66.51/79.20 亿元（前值 56.01/69.52 亿元），2025 年达 94.12 亿元，同增 13.81%/19.07%/18.84%，对应 PE 8.8/7.4/6.2 倍（估值日期 2023/3/27），维持“买入”评级。
- **风险提示**：经济复苏不及预期、安全经营风险，汇率波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.82
一年最低/最高价	15.04/22.22
市净率(倍)	3.32
流通 A 股市值(百万元)	27,501.33
总市值(百万元)	58,311.84

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.67
资产负债率(% ,LF)	62.14
总股本(百万股)	3,098.40
流通 A 股(百万股)	1,461.28

相关研究

《新奥股份(600803)：天然气一体化龙头，波动局势中稳健发展》

2022-11-30

《新奥股份(600803)：十年磨一剑，煤气化破局在即》

2018-02-27

事件:

公司发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 1540.44 亿元，同比增长 33.04%；归母净利润 58.44 亿元，同比增长 26.17%；扣非归母净利润 46.71 亿元，同比增长 33.83%，超过我们的预期；加权平均 ROE 同增 2.34pct，至 33.43%。拟向全体股东每股派发现金股利 0.51 元（含税）。

1. 零售气稳健增长，直销气业绩大增，费用管控良好

天然气产业智能生态运营商，一体化优势显著。2022 年公司实现营业收入 1540.44 亿元，同比增长 33.04%。公司实现营业收入的增长主要系地缘政治、俄乌冲突、“北溪”管道泄漏、欧洲天然气短缺及库存变化等带来全球天然气供需结构性错配、推动天然气价格高企所致。公司归母净利润 58.44 亿元，同比增长 26.17%；核心利润 60.67 亿元，同比增长 48.17%，超过我们预期，原因主要系天然气直销业务利润贡献较上年同期增加较多，且煤炭业务受销量大幅增加、单价上涨影响，利润贡献较上年同期增加较多。分业务来看：

1) 天然气业务实现营收 1201.99 亿元，同比增长 38.01%；毛利率为 11.03%，下降 0.15，毛利贡献 56.5%。其中，

- ① 天然气零售：实现营业收入 700.51 亿元，同比增长 23.44%；毛利率 10.66%，同减 3.01pct，毛利贡献 31.8%。2022 年，全国表观消费量约为 3663 亿方，同比下降 1.7%；在全国消费量下降的情况下，公司仍能保持零售气量的增长，零售气量增长 2.7%至 259.4 亿方，行业地位突出。零售气毛差 0.48 元/方，同比收窄 0.03 元/方，系四季度燃气采购价格上升，居民城燃端价格传导不畅，同时工商业客户由于疫情冲击用气量不及预期所致。
- ② 天然气直销：实现营业收入 163.14 亿元，同比增长 182.02%。毛利率为 19.04%，同减 8.53pct，毛利贡献 13.2%。2022 年，公司直销气量减少 14.9%至 35.07 亿方，系天然气价格大幅上涨对国内需求产生压制作用，2023 年国内外价格回落，需求回暖，销售量有望回升。直销气毛差从 0.31 元/方大幅增长至 0.72 元/方，系公司下半年低价长协开始执行叠加欧洲价格高位所致。
- ③ 天然气批发：实现营业收入 338.34 亿元，同比增长 37.75%。毛利率为 7.94%，增长 6.35pct，毛利贡献 11.5%。2022 年，公司批发气销售量下降 13.7%达 67.56 亿方。

- 2) **工程建造与安装实现营收 84.41 亿元，同比减少 16.86%；毛利率 41.53%，同减 9.24pct，毛利贡献 14.9%**，收入下降主要系疫情影响安装进度所致。2022 年，公司接驳居民用户 209 万户，接驳工商业用户 2.2 万个。2022 年末中国常住人口城镇化率为 65.22%，比上一年末提高 0.5%，随着城镇化水平的不断提高，公司住宅和商业用户天然气安装将保持稳定增长。公司新签工程建造订单金额 47 亿元，其中氢能订单为 14 亿元，占比接近 1/3，未来新能源工程领域有望实现较快增长。
- 3) **能源生产板块实现营收 85.51 亿元，同比增加 23.93%；毛利率 24.89%，同增 4.31pct，毛利贡献 9.1%**。2022 年，公司实现商品煤销量 524 万吨，同比增加 34%；实现甲醇销量 141 万吨，与 2021 年基本持平。
- 4) **基础设施运营板块实现营收 2.27 亿元，同比增长 88.68%；毛利率 57.14%，同增 4.68pct，毛利贡献 0.6%**。该板块为公司去年 8 月完成并购的舟山接收站项目（全年并表）所产生收入。2022 年，受海外天然气价格高企及国内疫情抑制经济活动等多重因素叠加影响，国内沿海 LNG 接收站利用率普遍偏低，舟山接收站全年共实现天然气处理量 153.26 万吨。新奥舟山 LNG 接收站一期项目于 2018 年 10 月正式投运，二期项目于 2021 年 6 月投产，核准设计处理能力 500 万吨/年，实际处理能力可达 750 万吨/年，管道输配能力达 80 亿方/年；三期项目新增设计处理能力 350 万吨/年，已经浙江省发改委核准并开工建设，建成投用后接收站实际处理能力可超过 1000 万吨/年。
- 5) **综合能源业务实现营收 120.52 亿元，同比增长 38.12%；毛利率 13.76%，同减 4.31pct，毛利贡献 7.1%**。2022 年，公司综合能源销售量增长了 16.6%，达到 222.4 亿千瓦时。公司累计投运的综合能源项目达到 210 个，潜在用能规模达到 341 亿千瓦时；在建的项目规模达到 54 个，潜在用能规模达到 76 亿千瓦时；已签约的项目 1679 个，潜在用能规模超 180 亿千瓦时。

费用管控良好，销售、管理、研发费用率下降。2022 年公司期间费用同比增长 43.46%至 97.6 亿元，期间费用率上升 0.46pct 至 6.34%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 2.64%、增加 14.69%、增加 13.75%、增加 324.89%至 14.85 亿元、41.21 亿元、12.20 亿元、29.33 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.29pct、下降 0.43pct、下降 0.13pct、上升 1.31pct 至 0.96%、2.68%、0.79%、1.9%。

经营性现金流净额同增 5.94%至 150.06 亿元。1) 2022 年公司经营活动现金流净额 150.06 亿元，同比增加 5.94%；2) 投资活动现金流净额-68.81 亿元，同比增加 15.79%，主要系公司支付同一控制下的股权收购款增加；3) 筹资活动现金流净额-96.52 亿元，同比减少 78.69%，主要系 2021 年公司收到重大资产重组非公开发行股票募集配套资金所致。

资产负债率下降，加权平均 ROE 提升。2022 年公司资产负债率为 62.14%，同比

下降 1.77pct。2022 年公司应收账款同比减少 2.42%至 63.76 亿元；存货同比减少 23.76%至 24.17 亿元；应付账款同比减少 12.60%至 104.84 亿元。2022 年公司加权平均净资产收益率同比增加 2.34pct 至 33.43%。

2. 天然气需求稳步增长，一体化布局助公司稳健发展

天然气行业需求稳步增长，2022-2030 年国内天然气需求量复合增速 6.3%。国家发展改革委和国家能源局发布的《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》明确，到 2030 年，我国新增能源需求将主要依靠清洁能源满足，能源消费总量控制在 60 亿吨标煤以内，非化石能源占一次能源消费比重达到 20%左右，天然气占比达到 15%左右；2021 年中国天然气占一次能源消费总量的比例为 8.9%，未来占比将持续提升。2030 年，天然气替煤增量 1300 亿方+融合新能源增量 530 亿方+其他领域化石能源替代 470 亿方，天然气市场增量空间 2300 亿方；考虑到 2022 年天然气表观消费量 3663 亿方，2022-2030 年国内天然气需求量复合增速 6.3%。

舟山 LNG 接收站资产成功并购，一体化优势助稳健发展。2022 年，舟山 LNG 接收站注入，助力公司提升天然气市场份额，更好地发挥天然气供应和应急储备作用，助力清洁能源转型；公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。**1) 气源端：国际+国内双资源池，持续优化。**公司聚合国内非常规资源，达到了 300 万方/天，获取三方液厂的资源达到 85 万吨/年；与国际资源商签订长协助力直销气发展，2022 年公司新签长协资源 530 万吨/年，截至 2022 年底，累计已签署 764 万吨/年长协合同，价格挂钩低价且走势稳定的美国 Henry Hub 指数/布伦特原油指数以分散风险。**2) 储运端：加大运输&储气资源布局。**2022 年，公司以具有竞争力的价格获取 10 艘 LNG 船运力资源，同时加大管道气运输能力，2022 年推动国网 21 个项目开口，首年预计实现下载气量约 5 亿方。公司自有储气能力 5 亿方，同时获取国网文 23 储气库、广州储气通、中石油虚拟储气库等储气能力约 1.5 亿方；2022 年舟山接收站向省内外 23 家城燃企业提供约 2 亿方储气能力服务，促进公司直销气业务全面快速开展。**3) 客户端：下游客户优质，顺价机制趋于完善。**截至 2022 年 12 月底，公司共有 254 个城市燃气项目，覆盖全国 20 个省份，且大部分位于东南沿海经济发达地区，共有 2,792 万个居民用户及 22.45 万个工商用户；在 2022 年全国表观消费量下降 1.7%的情况下，公司仍能保持零售气量 2.7%的增长，行业地位进一步提升。2022 年，工商业/居民/加气用户用气量占零售气量 78.5%/19.9%/1.6%，工商业客户具备更强的顺价能力，保障公司毛差相对稳定。2023 年 2 月，国家发改委价格司给各省（自治区、直辖市）发改委发文称，为研究完善天然气终端销售价格与采购成本联动机制，要求各地就建立健全天然气上下游价格联动机制提出具体意见建议，包括如何确定综合采购成本、如何科学设置启动条件、调价周期和调价幅度等；政策的出台将进一步理顺上下游价格联动机制，护航城市燃气公司发展。

表1: 新奥股份长协梳理 (截至 2022 年底)

序号	签约主体	供应商	合同年限	合同量 (万吨/年)	交付方式	气源	开始供应时间	挂钩指数
1	新奥能源	Chevron	10 年	66	DES	全球资源	2018	JCC
2	新奥能源	Total	10 年	50	DES	全球资源	2018	JCC/HH
3	新奥能源	Origin	5+5 年	28	DES	全球资源	2018	Brent
4	新奥新加坡	Cheniere	13 年	90	FOB	美国 CorpusChristi 液化厂、SabinePass 液化厂	2022	HH
5	新奥新加坡	Novatek	11 年	60	DES	俄罗斯	2025	Brent
6	新奥能源	EnergyTransfer	20 年	90	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
7	新奥新加坡	EnergyTransfer	20 年	180	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
8	新奥新加坡	NextDecade	20 年	200	FOB	美国 RioGrandeLNG 项目	2026	HH

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

公司已完成新奥能源和舟山接收站资产的注入, 实现天然气全产业链布局; 在全球能源局势波动的情况下, 公司借助强大的上游气源获取、中游储运资源调配以及下游优质分销渠道优势, 天然气业务稳健发展, 龙头地位日益稳固。我们上调盈利预测, 2023-2024 年公司归母净利润 66.51/79.20 亿元 (前值 56.01/69.52 亿元), 2025 年达到 94.12 亿元, 同增 13.81%/19.07%/18.84%, EPS 为 2.15/2.56/3.04 元, 对应 PE 8.8/7.4/6.2 倍 (估值日期 2023/3/27), 维持“买入”评级。

4. 风险提示

经济复苏不及预期: 倘若国内经济复苏缓慢, 能源下游需求低迷, 公司售气量增速或将不及预期。

安全经营风险: 如因防护措施不当导致公司煤矿发生安全事故, 公司煤炭产量将大幅下滑, 影响公司煤炭业务收入; 天然气易燃易爆, 如在储配过程中发生爆炸等安全事故, 将对公司生产经营产生影响。

汇率波动风险: 公司尚有存续美元债, 受全球经济和政治形势影响, 未来人民币兑美元的汇率可能会发生较大波动, 存在一定汇率波动风险。

新奥股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,783	48,893	58,613	81,681	营业总收入	154,169	150,227	168,721	200,582
货币资金及交易性金融资产	9,264	17,900	23,453	40,115	营业成本(含金融类)	130,727	123,411	136,890	162,298
经营性应收款项	12,605	13,605	15,450	18,661	税金及附加	784	751	844	1,003
存货	2,417	4,037	4,209	7,393	销售费用	1,485	1,202	1,687	2,407
合同资产	3,030	3,005	3,374	4,012	管理费用	4,121	3,756	4,218	5,315
其他流动资产	11,468	10,347	12,127	11,502	研发费用	1,220	1,202	1,350	1,705
非流动资产	97,414	105,605	114,069	121,890	财务费用	2,933	1,588	1,660	1,678
长期股权投资	6,021	6,021	6,021	6,021	加:其他收益	422	300	337	401
固定资产及使用权资产	66,553	71,669	77,562	83,756	投资净收益	847	826	675	802
在建工程	4,786	7,011	8,782	9,608	公允价值变动	1,169	0	0	0
无形资产	11,062	11,862	12,662	13,462	减值损失	-551	-250	-228	-216
商誉	574	574	574	574	资产处置收益	-79	0	0	0
长期待摊费用	774	824	824	824	营业利润	14,705	19,195	22,856	27,163
其他非流动资产	7,644	7,644	7,644	7,644	营业外净收支	-28	0	0	0
资产总计	136,197	154,499	172,683	203,572	利润总额	14,677	19,195	22,856	27,163
流动负债	48,668	54,851	57,020	68,876	减:所得税	3,603	4,415	5,257	6,247
短期借款及一年内到期的非流动负债	9,510	9,510	9,510	9,510	净利润	11,074	14,780	17,599	20,915
经营性应付款项	11,342	15,054	14,225	20,489	减:少数股东损益	5,230	8,129	9,680	11,503
合同负债	17,421	18,512	20,534	24,345	归属母公司净利润	5,844	6,651	7,920	9,412
其他流动负债	10,396	11,776	12,752	14,533	每股收益-最新股本摊薄(元)	1.89	2.15	2.56	3.04
非流动负债	35,967	35,967	35,967	35,967	EBIT	15,945	20,387	24,227	28,400
长期借款	12,112	12,112	12,112	12,112	EBITDA	20,037	21,236	25,253	29,569
应付债券	14,378	14,378	14,378	14,378	毛利率(%)	15.15	17.85	18.87	19.09
租赁负债	310	310	310	310	归母净利率(%)	3.79	4.43	4.69	4.69
其他非流动负债	9,167	9,167	9,167	9,167	收入增长率(%)	33.02	-2.56	12.31	18.88
负债合计	84,635	90,818	92,987	104,843	归母净利润增长率(%)	26.17	13.81	19.07	18.84
归属母公司股东权益	17,578	21,567	27,903	35,432					
少数股东权益	33,984	42,113	51,793	63,296					
所有者权益合计	51,562	63,680	79,696	98,729					
负债和股东权益	136,197	154,499	172,683	203,572					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	15,006	20,949	17,389	28,168	每股净资产(元)	5.67	6.96	9.01	11.44
投资活动现金流	-6,881	-8,324	-8,915	-8,278	最新发行在外股份(百万股)	3,098	3,098	3,098	3,098
筹资活动现金流	-9,652	-4,089	-3,010	-3,309	ROIC(%)	14.06	16.71	17.27	17.42
现金净增加额	-1,458	8,536	5,463	16,581	ROE-摊薄(%)	33.25	30.84	28.38	26.56
折旧和摊销	4,092	849	1,026	1,169	资产负债率(%)	62.14	58.78	53.85	51.50
资本开支	-8,157	-9,000	-9,500	-9,000	P/E(现价&最新股本摊薄)	9.98	8.77	7.36	6.20
营运资本变动	-1,860	4,469	-2,216	5,243	P/B(现价)	3.32	2.70	2.09	1.65

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

