

新奥股份 (600803)

2023 年中报点评: 零售气价差修复, 直销气利润大增

买入 (维持)

2023 年 08 月 25 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

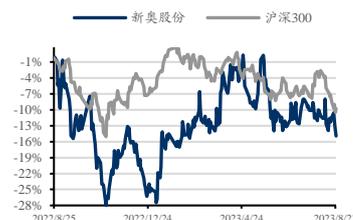
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	154,169	150,227	168,721	200,582
同比	33%	-3%	12%	19%
归属母公司净利润 (百万元)	5,844	6,651	7,920	9,412
同比	26%	14%	19%	19%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	1.89	2.15	2.56	3.04
P/E (现价&最新股本摊薄)	9.08	7.98	6.70	5.64

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司 2023 年上半年实现营收 672.13 亿元, 同比下降 8.18%; 归母净利润 22.04 亿元, 同增 29.9%; 核心利润 31.69 亿元, 同增 30.9%; 加权平均 ROE 同增 1.6pct 至 11.76%。未来三年全体股东每股派发现金股利 0.15 元 (含税), 每年现金分红比例不低于归属于上市公司股东的净利润的 30%。
- **零售气价差修复, 直销气利润大增。** 公司归母净利润 22.04 亿元, 同增 29.9%; 核心利润 31.69 亿元, 同增 30.9%, 原因主要系天然气直销利润大幅增长, 直销气核心利润同比增长 224.1%至 16.98 亿元。分业务来看: 1) **天然气业务:** 营收 495.10 亿元, 同减 12.63%; 公司主动调整售气方向, 零售气/直销气/批发气量分别 -6.9%/+11.7%/-2.8% 至 121.62/22.36/36.65 亿方。平均零售气/直销气价分别较去年同期增长 0.02/0.35 元/方至 0.52/0.73 元/方。2) **工程建设与安装业务:** 营收 41.88 亿元, 同增 15.94%; 毛利率为 38%, 毛利贡献 16.3%。3) **能源生产业务:** 营收 28.24 亿元, 2023H1 公司煤销量 188 万吨, 同减 26.85%, 甲醇销量 78 万吨, 同减 2.5%。4) **基础设施运营业务:** 营收 6.03 亿元; 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。2023 年上半年, 舟山接收站共实现天然气处理量 89 万吨, 使用 3 个国网窗口。5) **综合能源业务:** 营收 74.16 亿元, 同增 20.99%。2023 年 H1 公司综合能源销售量+45%达 156.64 亿千瓦时。在建/已签约项目 62/1119 个, 潜在用能 86/146 亿千瓦时。
- **天然气需求复苏, 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。2023 年上半年公司新签、累计签署长协 180、超 1,000 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, 2023 年上半年舟山处理量达 89 万吨并使用 3 个国网窗口, 公司直销气业务全面快速开展。3) **客户:** 下游客户优质, 顺价机制趋于完善。截至 2023 年 H1, 公司共有 254 个城燃项目, 石家庄、廊坊、保定、河源、龙岩、青岛等企业 (气量占比约 30%) 完成居民调价, 整体价差有所恢复。
- **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。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 66.51/79.20/94.12 亿元, 同增 13.81%/19.07%/18.84%, EPS 为 2.15/2.56/3.04 元, 对应 PE 8.0/6.7/5.6 倍 (估值日期 2023/8/25), 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)	17.80
一年最低/最高价	15.26/22.22
市净率(倍)	3.01
流通 A 股市值(百万元)	26,010.82
总市值(百万元)	55,151.48

基础数据

每股净资产(元,LF)	5.92
资产负债率(% ,LF)	61.96
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): 2023 年一季报点评: 直销气利润大增, 一体化优势显著》

2023-05-02

《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》

2023-03-28

事件:

公司发布 2023 年半年度报告, 2023 年上半年公司实现营业收入 672.13 亿元, 同比减少 8.18%; 归母净利润 22.04 亿元, 同比增长 29.86%; 扣非归母净利润 13.81 亿元, 同比增长 2.38%; 核心利润 31.69 亿元, 同比增长 30.93%, 加权平均 ROE 同比提高 1.60pct 至 11.76%。未来三年全体股东每股派发现金股利 0.15 元 (含税), 每年现金分红比例不低于归属于上市公司股东的净利润的 30%。

1. 零售气价修复, 直销气利润大增, 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 672.13 亿元, 同比减少 8.18%。公司归母净利润 22.04 亿元, 同比增长 29.86%; 核心利润 31.69 亿元, 同比增长 30.93%, 符合业绩预期, 原因主要系天然气直销气业务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 495.10 亿元, 同比下降 12.63%。其中,

- ① **天然气零售:** 实现营业收入 331.46 亿元, 同比下降 4.80%, 主要系零售气量有所下滑所致。零售气同比减少 6.9%至 121.62 亿方, 主要为上半年公司调整销售方向, 改善售气结构, 减少无法实现有利价差的电厂用气销量。上半年工业零售气量减少 11.7%至 79.79 亿方, 商业、居民用气量分别增长 5.3%、5.1%至 10.96 亿方、29.11 亿方。工商业、居民、加气用户用气量占零售气量比例分别为 76%、23%、1%, 零售气平均价差为 0.52 元/方, 较去年同期恢复 0.02 元/方, 主要系随着天然气市场化改革进一步推进, 部分城市建立了居民销售价格联动机制, 石家庄、廊坊、保定、河源、龙岩、青岛等企业 (气量占比约 30%) 气价随上游价格变动, 在上半年完成居民调价。
- ② **天然气直销:** 实现营业收入 32.11 亿元, 同比增长 1.75%, 毛利率为 46.6%, 直销气核心利润同比大幅提升 224.1%至 16.98 亿元, 为公司贡献利润增长。截至 2023 年 6 月, 公司累计开发 199 个直销气客户, 上半年直销气量同增 11.7%至 22.36 亿方, 国内外分别为 11.46、10.90 亿方。天然气价格回落需求逐渐回暖, 同时公司逐步建立多元化资源及高效交付网络, 扩大销售规模。直销气毛差从去年同期 0.35 元/方大幅增长至 0.73 元/方, 主要系公司择机在高价位锁定国际长协利润, 充分利用国内外资源实行市场化价格机制实现价格传导所致。
- ③ **天然气批发:** 实现营业收入 131.54 亿元, 同比下滑 29.64%, 主要系上半年公司批发气销售量下降 2.79%至 36.65 亿方, 同时单价有所下滑所致。

- 2) **工程建设与安装实现营收 41.88 亿元，同比增长 15.94%；毛利率 38.03%，毛利为 15.93 亿元。**上半年公司新接驳工商业用户 8,233 个，工商业用户累计达到 232,510 个，公司新接驳居民用户 99.78 万户，居民用户累计达到 2,883.87 万户，平均管道燃气气化率为 65.1%。
- 3) **能源生产板块实现营收 28.24 亿元，**公司实现商品煤销量 188 万吨，同比下降 26.85%；实现甲醇销量 78 万吨，同比下降 2.5%。
- 4) **基础设施运营板块实现营收 6.03 亿元，**该板块为公司去年 8 月完成并购的舟山接收站项目所产生收入。公司以舟山为支点，灵活使用国网窗口，并签约国网 4 个接收站及 2022 年至 2027 年使用协议。**2023 年上半年，舟山接收站共实现天然气处理量 89 万吨，使用 3 个国网窗口。**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，已于 2022 年 10 月开工建设，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 74.16 亿元，同比增长 20.99%。**上半年，公司综合能源销售量增长了 45%，达到 156.64 亿千瓦时。公司累计投运的综合能源项目达到 252 个，潜在用能规模达到 364 亿千瓦时；在建的项目规模达到 62 个，潜在用能规模达到 86 亿千瓦时；已签约的项目 1,119 个，潜在用能规模超 146 亿千瓦时。

费用管控良好。2023 年上半年公司期间费用同比减少 1.75%至 44.02 亿元，期间费用率上升 0.42pct 至 6.55%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别增加 7.30%、增加 7.24%、增加 1.56%、减少 20.84%至 7.38 亿元、20.94 亿元、3.75 亿元、11.95 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.15pct、上升 0.42pct、上升 0.07pct、下降 0.15pct 至 1.1%、3.67%、0.56%、1.78%。

现金流表现良好。1) 2023 年上半年公司经营活动现金流净额 63.11 亿元，同比减少 14.96%；2) 投资活动现金流净额-38.02 亿元；3) 筹资活动现金流净额 6.08 亿元，较上年同期增加 11.19 亿元，主要系偿还借款及债券现金流出减少所致。

资产负债率下降，加权平均 ROE 提升。2023 年上半年公司加权平均净资产收益率同比上升 1.6pct 至 11.76%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2023 年上半年公司销售净利率上升 1.4pct 至 7.14%，总资产周转率为 0.49（次），同比下降 0.07（次），权益乘数从 2022H1 的 8.84 下降至 2023H1 的 7.66。

2. 天然气需求复苏，一体化布局助公司稳健发展

2023年天然气需求恢复，长期看2022-2030年国内天然气需求量复合增速6.3%。2023年天然气消费量扭转2022年负增长趋势，上半年全国天然气消费量为1,949亿方，同比增长6.7%。长期来看，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%。

一体化优势助公司稳健发展。2023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，2023年上半年公司与美国Cheniere新签长协180万吨/年，同时NextDecade 200万吨长协做出最终投资决策合同生效。截至2023年6月底，公司已签署长协资源累计超1,000万吨/年，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；上半年推进船货资源进国内，舟山处理量达89万吨并使用3个国网窗口，公司直销气业务快速开展。**3)客户端：下游客户优质，顺价机制趋于完善。**截至2023年6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2,884万个居民用户及23.25万个工商用户；上半年公司零售气量有所下滑，同比减少6.9%，主要系部分电厂用气无法带来有利价差，公司主动调整销售方向所致，工业零售气量下滑11.7%，商业、居民用气量分别增长5.3%、5.1%。上半年工商业/居民/加气用户用气量占零售气量75.48%/23.07%/1.45%。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。政策的出台进一步理顺上下游价格联动机制，2023年上半年，石家庄、廊坊、保定、河源、龙岩、青岛等企业（气量占比约30%）完成居民调价，毛差恢复。

表1: 新奥股份长协梳理 (截至 2023 年 6 月底)

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
9	新奥新加坡	Cheniere	20 年	180	FOB	美国 SabinePass 液化	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。我们维持 2023-2025 年公司归母净利润 66.51/79.20/94.12 亿元, 同增 13.81%/19.07%/18.84%, EPS 为 2.15/2.56/3.04 元, 对应 PE 8.0/6.7/5.6 倍 (估值日期 2023/8/25), 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	45,719	56,931	75,205	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	15,386	23,605	36,373	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	13,295	14,726	17,407	税金及附加	784	751	844	1,003
存货	2,417	3,197	4,063	5,681	销售费用	1,485	1,202	1,650	2,409
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	10,837	11,163	11,732	研发费用	1,220	1,202	1,350	1,705
非流动资产	97,414	105,946	114,410	122,231	财务费用	2,933	1,588	1,698	1,676
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	7,985	7,985	7,985	营业外净收支	(28)	0	0	0
资产总计	136,197	151,666	171,342	197,436	利润总额	14,677	19,195	22,856	27,163
流动负债	48,668	51,982	56,434	64,437	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	10,483	10,483	10,483	净利润	11,074	14,780	17,599	20,915
经营性应付款项	11,342	13,198	14,640	17,357	减:少数股东损益	5,230	8,129	9,680	11,504
合同负债	17,421	16,525	18,559	22,064	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	35,804	35,804	35,804	EBIT	15,945	20,783	24,554	28,839
长期借款	12,112	12,112	12,112	12,112	EBITDA	20,037	21,632	25,580	30,008
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	9,005	9,005	9,005	收入增长率(%)	33.02	(2.56)	12.31	18.88
负债合计	84,635	87,786	92,239	100,241	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	21,767	27,310	33,899					
少数股东权益	33,984	42,113	51,793	63,296					
所有者权益合计	51,562	63,880	79,103	97,195					
负债和股东权益	136,197	151,666	171,342	197,436					

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	17,469	20,847	25,215	每股净资产(元)	5.67	7.03	8.81	10.94
投资活动现金流	(6,881)	(8,479)	(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)	(3,040)	(3,802)	(4,250)	ROIC(%)	14.06	16.93	17.38	17.70
现金净增加额	(1,458)	6,022	8,129	12,688	ROE-摊薄(%)	33.25	30.56	29.00	27.77
折旧和摊销	4,092	849	1,026	1,169	资产负债率(%)	62.14	57.88	53.83	50.77
资本开支	(8,157)	(9,162)	(9,500)	(9,000)	P/E (现价&最新股本摊薄)	9.08	7.98	6.70	5.64
营运资本变动	(1,860)	1,221	1,242	2,291	P/B (现价)	3.02	2.44	1.94	1.57

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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

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

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>