

# 新奥股份 (600803)

证券研究报告

2021 年 01 月 04 日

## 天然气需求强劲带动销气量提升，龙头地位有望增强

### 天然气需求强劲，舟山接收站气量有望超预期

近期天然气需求超预期旺盛，主要由于疫情修复后，制造业用气增长导致了供需错配。四季度全国制造业景气复苏，地炼、焦化、玻璃、电解铝等大型工业领域开工率不断提升，叠加拉尼娜“冷冬”的因素，冬供期间行业在未到用气高峰期就已经呈现出供不应求的状态，并且未来仍将有望维持一段时间。

新奥股份与舟山接收站签订托管协议，新奥股份将全权负责接收站窗口期安排及日常运营管理。舟山接收站二期工程将于 21 年建成投产，我们预计投产后明年进口量有望达到 400 万吨以上。新奥股份将充分利用接收站地缘优势，全面提升舟山的 LNG 接收、存储、转运、加注功能，全力打造一个国际清洁能源基地，为长三角经济区及沿线城市带来充足稳定的天然气能源保证。

### 创新上下游直接交易模式，托运商实力有望提升

10 月 25 日，浙江省最大气量上下游直接交易项目成功落地，新奥股份通过浙江省天然气管网把舟山天然气资源输送给绍兴天然气投资有限公司。

天然气托运商制度是我国天然气市场改革的重要举措，国家管网公司 10 月发布首批托运商准入公告，未来托运商在产业链中将是至关重要的一环，市场交易更多是依靠托运商来推动。因此，新奥在省内交易模式上的不断创新无疑是对自身托运商实力的最好证明，未来公司在天然气产业链中的地位有望不断提升。

### 转让二甲醚业务，主业更加聚焦天然气

公司签订《关于新能(张家港)能源有限公司之股权转让协议》，将新能(张家港)100%股权出售给密尔克卫。新能(张家港)是公司旗下重要的生产二甲醚的平台，出售该公司股权有助于新奥整合资源及业务板块，进一步彰显了新奥聚焦天然气主业，全力进军天然气全产业链的决心。

### 盈利预测与评级

继续看好公司作为行业龙头，在天然气改革的浪潮中有望夺得更高的行业地位，维持 20-22 年净利润 20/31/36 亿元，EPS 为 0.76/1.19/1.38 元/股，对应 PE 为 18/11/10 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**需求复苏不达预期，疫情复发风险，在建项目进度不达预期

| 财务数据和估值     | 2018      | 2019      | 2020E     | 2021E      | 2022E      |
|-------------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|
| 营业收入(百万元)   | 13,632.48 | 13,544.05 | 89,196.92 | 104,722.40 | 117,073.98 |
| 增长率(%)      | 35.84     | (0.65)    | 558.57    | 17.41      | 11.79      |
| EBITDA(百万元) | 2,867.50  | 2,525.56  | 12,216.11 | 14,685.31  | 16,365.05  |
| 净利润(百万元)    | 1,321.23  | 1,204.65  | 1,987.98  | 3,088.70   | 3,600.14   |
| 增长率(%)      | 109.37    | (8.82)    | 65.03     | 55.37      | 16.56      |
| EPS(元/股)    | 0.51      | 0.46      | 0.76      | 1.19       | 1.38       |
| 市盈率(P/E)    | 26.74     | 29.33     | 17.77     | 11.44      | 9.81       |
| 市净率(P/B)    | 4.14      | 3.78      | 2.89      | 2.40       | 2.01       |
| 市销率(P/S)    | 2.59      | 2.61      | 0.40      | 0.34       | 0.30       |
| EV/EBITDA   | 6.50      | 7.77      | 2.29      | 1.73       | 1.44       |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 公用事业/燃气   |
| 6 个月评级 | 买入 (维持评级) |
| 当前价格   | 13.59 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |            |
|---------------|------------|
| A 股总股本(百万股)   | 2,599.98   |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,229.36   |
| A 股总市值(百万元)   | 35,333.76  |
| 流通 A 股市值(百万元) | 16,706.95  |
| 每股净资产(元)      | 2.73       |
| 资产负债率(%)      | 69.82      |
| 一年内最高/最低(元)   | 15.39/7.99 |

### 作者

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**刘子栋** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090001  
liuzidong@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《新奥股份-季报点评:天然气业务全面复苏，四季度有望继续好转》 2020-10-29
- 2 《新奥股份-半年报点评:成功并表新奥能源，未来增长主要看天然气业务》 2020-09-01
- 3 《新奥股份-首次覆盖报告:A 股天然气一体化标的即将诞生》 2020-05-18

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2018             | 2019             | 2020E             | 2021E            | 2022E             |
|------------------|------------------|------------------|-------------------|------------------|-------------------|
| 货币资金             | 1,957.28         | 2,495.13         | 35,436.12         | 45,047.65        | 55,644.31         |
| 应收票据及应收账款        | 1,823.55         | 1,906.23         | 19,747.56         | 366.78           | 22,119.96         |
| 预付账款             | 351.35           | 330.89           | 6,024.30          | 498.80           | 6,650.18          |
| 存货               | 1,775.32         | 1,834.71         | 21,271.48         | 5,960.77         | 24,364.72         |
| 其他               | 377.24           | 427.06           | 945.92            | 463.11           | 1,134.42          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6,284.75</b>  | <b>6,994.02</b>  | <b>83,425.37</b>  | <b>52,337.11</b> | <b>109,913.59</b> |
| 长期股权投资           | 5,831.32         | 6,121.08         | 6,121.08          | 6,121.08         | 6,121.08          |
| 固定资产             | 8,002.82         | 7,676.92         | 8,068.53          | 8,132.17         | 7,986.03          |
| 在建工程             | 1,769.22         | 2,023.56         | 1,250.14          | 798.08           | 508.85            |
| 无形资产             | 1,049.96         | 1,023.01         | 1,000.00          | 977.00           | 953.99            |
| 其他               | 576.39           | 514.05           | 574.57            | 495.32           | 456.69            |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>17,229.72</b> | <b>17,358.61</b> | <b>17,014.32</b>  | <b>16,523.65</b> | <b>16,026.64</b>  |
| <b>资产总计</b>      | <b>23,514.46</b> | <b>24,352.63</b> | <b>100,439.70</b> | <b>68,860.76</b> | <b>125,940.23</b> |
| 短期借款             | 1,990.60         | 2,712.26         | 12,000.00         | 12,000.00        | 12,000.00         |
| 应付票据及应付账款        | 2,979.48         | 3,674.12         | 36,954.05         | 10,814.84        | 43,669.69         |
| 其他               | 4,352.45         | 1,799.90         | 23,371.50         | 8,432.26         | 20,920.69         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>9,322.54</b>  | <b>8,186.27</b>  | <b>72,325.55</b>  | <b>31,247.09</b> | <b>76,590.38</b>  |
| 长期借款             | 3,267.80         | 1,895.24         | 6,000.00          | 6,000.00         | 6,000.00          |
| 应付债券             | 149.27           | 3,633.04         | 1,826.35          | 1,869.55         | 2,442.98          |
| 其他               | 1,438.20         | 510.55           | 1,306.79          | 1,085.18         | 967.51            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>4,855.26</b>  | <b>6,038.83</b>  | <b>9,133.14</b>   | <b>8,954.73</b>  | <b>9,410.49</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>14,177.80</b> | <b>14,225.11</b> | <b>81,458.69</b>  | <b>40,201.83</b> | <b>86,000.86</b>  |
| 少数股东权益           | 794.77           | 773.97           | 6,737.90          | 13,944.87        | 22,345.19         |
| 股本               | 1,229.36         | 1,229.36         | 2,599.98          | 2,599.98         | 2,599.98          |
| 资本公积             | 1,793.65         | 1,779.06         | 1,779.06          | 1,779.06         | 1,779.06          |
| 留存收益             | 7,117.00         | 8,052.74         | 9,643.13          | 12,114.09        | 14,994.20         |
| 其他               | (1,598.11)       | (1,707.61)       | (1,779.06)        | (1,779.06)       | (1,779.06)        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>9,336.67</b>  | <b>10,127.52</b> | <b>18,981.00</b>  | <b>28,658.93</b> | <b>39,939.36</b>  |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>23,514.46</b> | <b>24,352.63</b> | <b>100,439.70</b> | <b>68,860.76</b> | <b>125,940.23</b> |

  

| 现金流量表(百万元)     | 2018              | 2019              | 2020E            | 2021E             | 2022E             |
|----------------|-------------------|-------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 1,405.73          | 1,183.84          | 1,987.98         | 3,088.70          | 3,600.14          |
| 折旧摊销           | 430.12            | 544.62            | 464.82           | 491.42            | 508.38            |
| 财务费用           | 493.95            | 592.25            | 1,248.76         | 1,361.39          | 1,521.96          |
| 投资损失           | (584.48)          | (588.61)          | (820.27)         | (847.78)          | (838.37)          |
| 营运资金变动         | (1,018.25)        | (1,358.41)        | 10,582.43        | (309.48)          | (1,385.11)        |
| 其它             | 495.02            | 1,034.78          | 5,763.93         | 7,206.97          | 8,400.32          |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>1,222.09</b>   | <b>1,408.47</b>   | <b>19,227.64</b> | <b>10,991.22</b>  | <b>11,807.32</b>  |
| 资本支出           | 2,899.17          | 1,627.53          | (736.24)         | 301.61            | 167.67            |
| 长期投资           | 471.66            | 289.76            | 0.00             | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (4,669.06)        | (1,613.79)        | 1,796.51         | 466.16            | 620.70            |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(1,298.23)</b> | <b>303.50</b>     | <b>1,060.27</b>  | <b>767.78</b>     | <b>788.37</b>     |
| 债权融资           | 8,149.63          | 8,788.23          | 21,788.49        | 21,620.15         | 21,863.12         |
| 股权融资           | 1,513.18          | (748.21)          | 77.42            | (1,334.39)        | (1,494.96)        |
| 其他             | (10,069.24)       | (9,181.71)        | (9,212.82)       | (22,433.23)       | (22,367.18)       |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(406.43)</b>   | <b>(1,141.69)</b> | <b>12,653.08</b> | <b>(2,147.47)</b> | <b>(1,999.02)</b> |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00             | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(482.57)</b>   | <b>570.27</b>     | <b>32,940.99</b> | <b>9,611.53</b>   | <b>10,596.67</b>  |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元)         | 2018             | 2019             | 2020E            | 2021E             | 2022E             |
|------------------|------------------|------------------|------------------|-------------------|-------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>13,632.48</b> | <b>13,544.05</b> | <b>89,196.92</b> | <b>104,722.40</b> | <b>117,073.98</b> |
| 营业成本             | 10,696.87        | 11,161.59        | 72,656.48        | 85,245.31         | 95,271.14         |
| 营业税金及附加          | 247.22           | 295.54           | 356.79           | 366.53            | 351.22            |
| 营业费用             | 189.14           | 153.07           | 1,248.76         | 1,466.11          | 1,639.04          |
| 管理费用             | 520.50           | 521.71           | 3,567.88         | 3,874.73          | 4,097.59          |
| 研发费用             | 145.66           | 127.99           | 445.98           | 523.61            | 585.37            |
| 财务费用             | 704.29           | 636.54           | 1,248.76         | 1,361.39          | 1,521.96          |
| 资产减值损失           | 96.70            | (16.16)          | (210.00)         | (100.00)          | 111.33            |
| 公允价值变动收益         | (1.60)           | 0.00             | (200.00)         | 0.00              | 0.00              |
| 投资净收益            | 584.48           | 588.61           | 820.27           | 847.78            | 838.37            |
| 其他               | (1,177.54)       | (1,186.76)       | (1,240.54)       | (1,695.56)        | (1,676.74)        |
| <b>营业利润</b>      | <b>1,626.76</b>  | <b>1,261.93</b>  | <b>10,502.54</b> | <b>12,832.49</b>  | <b>14,334.70</b>  |
| 营业外收入            | 30.95            | 148.07           | 200.00           | 300.00            | 400.00            |
| 营业外支出            | 36.52            | 13.13            | 100.00           | 100.00            | 100.00            |
| <b>利润总额</b>      | <b>1,621.19</b>  | <b>1,396.87</b>  | <b>10,602.54</b> | <b>13,032.49</b>  | <b>14,634.70</b>  |
| 所得税              | 215.46           | 213.02           | 2,650.64         | 2,736.82          | 2,634.25          |
| <b>净利润</b>       | <b>1,405.73</b>  | <b>1,183.84</b>  | <b>7,951.91</b>  | <b>10,295.67</b>  | <b>12,000.46</b>  |
| 少数股东损益           | 84.50            | (20.80)          | 5,963.93         | 7,206.97          | 8,400.32          |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>1,321.23</b>  | <b>1,204.65</b>  | <b>1,987.98</b>  | <b>3,088.70</b>   | <b>3,600.14</b>   |
| 每股收益（元）          | 0.51             | 0.46             | 0.76             | 1.19              | 1.38              |

  

| 主要财务比率         | 2018    | 2019    | 2020E   | 2021E   | 2022E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 营业收入           | 35.84%  | -0.65%  | 558.57% | 17.41%  | 11.79%  |
| 营业利润           | 82.71%  | -22.43% | 732.26% | 22.18%  | 11.71%  |
| 归属于母公司净利润      | 109.37% | -8.82%  | 65.03%  | 55.37%  | 16.56%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 21.53%  | 17.59%  | 18.54%  | 18.60%  | 18.62%  |
| 净利率            | 9.69%   | 8.89%   | 2.23%   | 2.95%   | 3.08%   |
| ROE            | 15.47%  | 12.88%  | 16.24%  | 20.99%  | 20.46%  |
| ROIC           | 17.35%  | 10.76%  | 55.41%  | 230.78% | 268.86% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 60.29%  | 58.41%  | 81.10%  | 58.38%  | 68.29%  |
| 净负债率           | 66.32%  | 62.14%  | -71.90% | -81.75% | -84.58% |
| 流动比率           | 0.67    | 0.85    | 1.15    | 1.67    | 1.44    |
| 速动比率           | 0.48    | 0.63    | 0.86    | 1.48    | 1.12    |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 应收账款周转率        | 8.90    | 7.26    | 8.24    | 10.41   | 10.41   |
| 存货周转率          | 8.04    | 7.50    | 7.72    | 7.69    | 7.72    |
| 总资产周转率         | 0.60    | 0.57    | 1.43    | 1.24    | 1.20    |
| <b>每股指标（元）</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 0.51    | 0.46    | 0.76    | 1.19    | 1.38    |
| 每股经营现金流        | 0.47    | 0.54    | 7.40    | 4.23    | 4.54    |
| 每股净资产          | 3.29    | 3.60    | 4.71    | 5.66    | 6.77    |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 26.74   | 29.33   | 17.77   | 11.44   | 9.81    |
| 市净率            | 4.14    | 3.78    | 2.89    | 2.40    | 2.01    |
| EV/EBITDA      | 6.50    | 7.77    | 2.29    | 1.73    | 1.44    |
| EV/EBIT        | 7.56    | 9.73    | 2.38    | 1.79    | 1.48    |

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券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、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京                                                   | 武汉                                                                                                             | 上海                                                                                                              | 深圳                                                                                                             |
|------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |