

新奥股份 (600803)

证券研究报告

2021年03月23日

2020 年报点评：碳中和下的高成长潜力待挖掘

2020 年公司业绩基本符合预期

2020 年是公司完成对新奥能源重组后第一个完整会计年度，实现营业收入 881 亿，同比-0.62%；实现归母净利润 21.1 亿，核心利润 22.21 亿，符合预期。控股子公司新奥能源 2020 年核心利润 62.4 亿，同比+18%。

分板块看，销气业务符合预期，综合能源业务保持高速增长

天然气零售业务，2020 年，公司天然气零售量达到 219.5 亿方，同比+10.2%，继续高于行业平均水平。其中，工商用气销售占比 77%，增速 13.5%；居民气销售占比 19%，增速 10%。毛差方面，2020 年公司综合毛差 0.60 元/方，同比小幅+0.01 元/方。在 2020 年国内天然气价格大幅波动情况下毛差能够维持平稳，主要得益于其多元化原料掌控能力。

综合能源业务，公司积极把握碳中和机遇，做大增量。已有 119 个项目投入运营，综合能源销量 120 亿千瓦时，同比+76%。2020 年公司综合能源业务收入比重已经提升至 7%（2019 年为 4%，为了保持统一口径，此处指其控股子公司新奥能源的收入比例）。且综合能源业务毛利率持续超过天然气零售业务。

公司原有的煤炭及甲醇业务，2020 年产量分别 633 万吨、148 万吨。受 2020 年甲醇价格低迷影响，该板块 2020 毛利有所下降。为进一步聚焦主业，公司 2021 年 2 月公告决定出让所持有的滕州公司（业务为甲醇）40%股权。

碳中和下，天然气将迎来提速发展，综合能源业务空间广阔

2020 年，中国天然气表观消费量为 3259 亿方，同比+7.6%，受疫情影响呈现前低后高状态。中国提出 2060 年实现碳中和，有助于提速天然气产业发展。发改委 2017 年的《加快推进天然气利用的意见》提出 2030 年天然气消费占一次能源比例达到 15%。考虑到天然气的清洁性、以及能源转型中对可再生能源的互补作用，碳中和可能要求天然气在未来十年更快发展。

我们认为，公司擅长的工业用户领域，比如陶瓷玻璃等工业窑炉，有较大的煤改气空间，此外气电的发展也值得重视。除了零售气量受拉动之外，公司还有望凭借其在综合能源、天然气工程多方面的一体化服务能力，从用户侧提供节能综合能源和节约解决方案。

盈利预测与估值：考虑到原主业煤炭甲醇板块市场较弱、且公司陆续处置资产，下调业绩预测 2021/2022/2023 年归母净利润 25.4/30.5/36.3 亿（原 21/22 年为 31/36 亿），PE 分别 18.6/15.5/13.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：天然气行业发展不及预期的风险；价格大幅波动导致毛差受损的风险；原主业煤炭甲醇持续低迷风险。

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	17.6 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	2,845.85
流通 A 股股本(百万股)	1,229.36
A 股总市值(百万元)	50,087.02
流通 A 股市值(百万元)	21,636.66
每股净资产(元)	3.13
资产负债率(%)	67.80
一年内最高/最低(元)	18.21/7.99

作者

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

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《新奥股份-公司点评:股权激励彰显公司经营信心》 2021-01-21
- 《新奥股份-公司点评:天然气需求强劲带动销气量提升,龙头地位有望增强》 2021-01-04
- 《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

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,544.05	88,098.77	105,718.52	126,862.23	152,234.67
增长率(%)	(0.65)	550.46	20.00	20.00	20.00
EBITDA(百万元)	2,525.56	14,355.26	15,439.87	18,231.71	21,489.35
净利润(百万元)	1,204.65	2,106.96	2,543.24	3,053.39	3,632.71
增长率(%)	(8.82)	74.90	20.71	20.06	18.97
EPS(元/股)	0.42	0.74	0.89	1.07	1.28
市盈率(P/E)	39.26	22.45	18.60	15.49	13.02
市净率(P/B)	5.06	5.82	4.62	3.73	3.04
市销率(P/S)	3.49	0.54	0.45	0.37	0.31
EV/EBITDA	7.77	5.12	6.19	4.66	3.94

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,495.13	12,628.67	8,457.48	28,769.98	39,963.24
应收票据及应收账款	1,906.23	4,135.90	15,905.00	7,756.92	10,859.68
预付账款	330.89	3,403.43	2,137.48	3,954.48	3,280.25
存货	1,834.71	1,998.61	17,803.92	3,024.74	24,786.66
其他	427.06	8,627.86	3,221.46	4,486.19	5,521.11
流动资产合计	6,994.02	30,794.47	47,525.35	47,992.32	84,410.94
长期股权投资	6,121.08	5,559.72	5,559.72	5,559.72	5,559.72
固定资产	7,676.92	48,207.03	50,818.88	52,105.18	52,583.16
在建工程	2,023.56	7,823.41	4,730.05	2,886.03	1,761.62
无形资产	1,023.01	8,148.33	7,325.35	6,502.38	5,679.40
其他	514.05	8,842.76	3,880.95	4,520.46	5,444.27
非流动资产合计	17,358.61	78,581.25	72,314.95	71,573.76	71,028.17
资产总计	24,352.63	109,523.85	119,889.68	119,631.92	155,526.89
短期借款	2,712.26	9,605.12	11,769.88	12,000.00	12,000.00
应付票据及应付账款	3,674.12	10,221.26	27,328.48	14,740.59	28,067.56
其他	1,799.90	31,228.47	22,438.03	21,636.23	29,396.28
流动负债合计	8,186.27	51,054.85	61,536.39	48,376.82	69,463.84
长期借款	1,895.24	4,718.04	6,000.00	6,000.00	6,000.00
应付债券	3,633.04	10,784.24	4,855.52	6,424.27	7,354.67
其他	510.55	7,694.92	3,214.56	3,806.68	4,905.38
非流动负债合计	6,038.83	23,197.20	14,070.07	16,230.94	18,260.06
负债合计	14,225.11	74,252.05	75,606.47	64,607.76	87,723.90
少数股东权益	773.97	27,139.51	34,051.31	42,349.54	52,222.20
股本	1,229.36	2,599.98	2,845.85	2,845.85	2,845.85
资本公积	1,779.06	0.00	0.00	0.00	0.00
留存收益	8,052.74	5,351.46	7,386.05	9,828.77	12,734.93
其他	(1,707.61)	180.85	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	10,127.52	35,271.80	44,283.21	55,024.16	67,802.99
负债和股东权益总计	24,352.63	109,523.85	119,889.68	119,631.92	155,526.89

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,183.84	7,833.07	2,543.24	3,053.39	3,632.71
折旧摊销	544.62	2,860.28	1,364.49	1,460.69	1,519.41
财务费用	592.25	136.66	1,480.06	1,649.21	1,979.05
投资损失	(588.61)	(404.38)	(820.27)	(847.78)	(838.37)
营运资金变动	(1,358.41)	14,891.19	(8,478.89)	6,170.01	(5,012.81)
其它	1,034.78	(12,869.14)	6,911.80	8,298.23	9,872.66
经营活动现金流	1,408.47	12,447.68	3,000.44	19,783.75	11,152.66
资本支出	1,627.53	49,015.95	4,540.36	(512.12)	(1,048.71)
长期投资	289.76	(561.36)	0.00	0.00	0.00
其他	(1,613.79)	(55,663.65)	(3,681.34)	1,263.44	1,815.13
投资活动现金流	303.50	(7,209.06)	859.02	751.32	766.43
债权融资	8,788.23	32,189.66	26,082.70	28,120.02	30,099.78
股权融资	(718.21)	(619.14)	(1,358.04)	(1,592.21)	(1,922.05)
其他	(9,211.71)	(35,780.19)	(32,755.31)	(26,750.38)	(28,903.56)
筹资活动现金流	(1,141.69)	(4,209.67)	(8,030.65)	(222.57)	(725.83)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	570.27	1,028.95	(4,171.19)	20,312.50	11,193.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,544.05	88,098.77	105,718.52	126,862.23	152,234.67
营业成本	11,161.59	71,782.44	85,632.00	102,758.41	123,310.09
营业税金及附加	295.54	569.36	683.23	819.88	983.85
营业费用	153.07	1,210.19	1,452.23	1,742.67	2,091.21
管理费用	521.71	3,309.39	3,971.27	4,765.52	5,718.63
研发费用	127.99	585.08	702.10	842.52	1,011.02
财务费用	636.54	377.10	1,480.06	1,649.21	1,979.05
资产减值损失	(16.16)	(63.15)	22.58	9.99	(11.68)
公允价值变动收益	0.00	(81.04)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	588.61	404.38	820.27	847.78	838.37
其他	(1,186.76)	(579.86)	(1,640.54)	(1,695.56)	(1,676.74)
营业利润	1,261.93	10,584.88	12,595.32	15,121.81	17,990.88
营业外收入	148.07	83.20	100.00	100.00	100.00
营业外支出	13.13	233.43	100.00	100.00	100.00
利润总额	1,396.87	10,434.65	12,595.32	15,121.81	17,990.88
所得税	213.02	2,601.58	3,140.28	3,770.19	4,485.51
净利润	1,183.84	7,833.07	9,455.04	11,351.62	13,505.37
少数股东损益	(20.80)	5,726.11	6,911.80	8,298.23	9,872.66
归属于母公司净利润	1,204.65	2,106.96	2,543.24	3,053.39	3,632.71
每股收益(元)	0.42	0.74	0.89	1.07	1.28

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	-0.65%	550.46%	20.00%	20.00%	20.00%
营业利润	-22.43%	738.79%	18.99%	20.06%	18.97%
归属于母公司净利润	-8.82%	74.90%	20.71%	20.06%	18.97%
获利能力					
毛利率	17.59%	18.52%	19.00%	19.00%	19.00%
净利率	8.89%	2.39%	2.41%	2.41%	2.39%
ROE	12.88%	25.91%	24.86%	24.09%	23.32%
ROIC	10.76%	51.73%	22.80%	21.53%	29.81%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	58.41%	67.80%	63.06%	54.01%	56.40%
净负债率	62.14%	55.46%	39.80%	-1.18%	-14.55%
流动比率	0.85	0.61	0.77	0.99	1.22
速动比率	0.63	0.57	0.48	0.93	0.86

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	7.26	29.16	10.55	10.72	16.35
存货周转率	7.50	45.96	10.68	12.18	10.95
总资产周转率	0.57	1.32	0.92	1.06	1.11

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.42	0.74	0.89	1.07	1.28
每股经营现金流	0.49	4.37	1.05	6.95	3.92
每股净资产	3.29	2.86	3.60	4.45	5.47

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	39.26	22.45	18.60	15.49	13.02
市净率	5.06	5.82	4.62	3.73	3.04
EV/EBITDA	7.77	5.12	6.19	4.66	3.94
EV/EBIT	9.73	6.33	6.79	5.06	4.24

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 邮编：100031 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 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com