

新奥股份 (600803)

2024 年中报点评: 顺价推进&直销稳增, 高股息具安全边际

买入 (维持)

2024 年 08 月 27 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 谷玥

执业证书: S0600122090068
guy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	154169	143842	154562	167862	182447
同比 (%)	33.02	(6.70)	7.45	8.60	8.69
归母净利润 (百万元)	5844	7091	6043	7300	8270
同比 (%)	26.17	21.34	(14.77)	20.78	13.29
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.89	2.29	1.95	2.36	2.67
P/E (现价&最新摊薄)	9.73	8.02	9.41	7.79	6.87

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 2024 年上半年公司实现营业收入 669.76 亿元, 同比减少 0.29%; 归母净利润 25.3 亿元, 同比增长 14.8%; 扣非归母净利润 19.93 亿元, 同比增长 44.31%。
- **零售气价差修复, 直销气稳定增长。** 公司归母净利润 25.3 亿元, 同比增长 14.8%; 核心利润 26.99 亿元, 同比减少 14.83%, 业绩符合预期。核心利润下滑主要系平台交易气业务受欧美价差回落影响单方价差缩窄、煤炭资产 2023 年下半年置出、海外批发气销售策略调整单方价差缩窄所致。分业务来看: **1) 天然气业务:** 零售气/平台交易气/批发气量分别 +4.5%/+21.0%/+1.0%至 127.1/27.05/37.0 亿方。零售气价差较去年同期增长 0.02 至 0.54 元/方。**2) 工程建设与安装业务:** 2024H1 新接驳居民用户 77.5 万户, 同比-22.4%, 平均管道燃气气化率为 65.5%。**3) 综合能源业务:** 2024H1 实现泛能销售量 197.4 亿千瓦时, 同比增长 26.0%, 毛利增长 17.0%, 包含联合营公司的毛利增长达到 24.1%。**4) 基础设施运营业务:** 2024H1 舟山接收站接卸量达 102 万吨, 同比+14.6%。舟山三期项目将新增处理能力 350 万吨/年, 2025 年 4 季度建成后总处理能力超 1000 万吨/年。**5) 延伸业务:** 2024H1C 端客单价提升至 325 元/户, 实现毛利增长 23.0%, 包含联合营公司的毛利增长达到 29.2%。
- **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, 2023-2030 年国内天然气需求复增 9%。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。截至 2024/6/30, 公司拥有国际运力 10 艘、灵活使用国网窗口 5.5 个。舟山三期项目将新增处理能力 350 万吨/年, 2025 年 4 季度建成后总处理能力超 1000 万吨/年。**3) 客户:** 下游客户优质, 顺价机制趋于完善。2024H1 公司零售气毛差 0.54 元/方, 同比提高 0.02 元/方, 顺价比例达到 59%; 随顺价政策逐步落地, 公司价差有望进一步修复。
- **盈利预测与投资评级:** 顺价持续推进, 零售气价差有望进一步修复; 直销气气量持续增长, 国际转售利润受全球气价下跌影响缩窄。股利分配+特别派息, 2024-2025 年分红不低于 1.03/1.14 元每股, 对应 2024 年股息率 5.6%/6.2% (估值日 2024/8/26), 彰显安全边际。维持 2024-2026 年公司归母净利润 60.43/73.00/82.70 亿元的盈利预测, 同比-14.77%/+20.78%/+13.29%, EPS 1.95/2.36/2.67 元, 对应 PE 9.4/7.8/6.9 倍 (估值日 2024/8/26), 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)	18.35
一年最低/最高价	14.95/21.78
市净率(倍)	2.56
流通 A 股市值(百万元)	52,111.54
总市值(百万元)	56,841.24

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.18
资产负债率(% LF)	56.01
总股本(百万股)	3,097.62
流通 A 股(百万股)	2,839.87

相关研究

《新奥股份(600803): 2024 年一季报点评: 基础业务核心利润同增 17.8%, 销气量呈复苏态势》

2024-04-28

《新奥股份(600803): 新奥股份 2023 年年报点评: 零售修复、直销利润大增, 高分红彰显安全边际》

2024-03-26

事件:

公司发布 2024 年半年度报告, 2024 年上半年公司实现营业收入 669.76 亿元, 同比减少 0.29%; 归母净利润 25.3 亿元, 同比增长 14.8%; 扣非归母净利润 19.93 亿元, 同比增长 44.31%; 加权平均 ROE 同比降低 1.39pct, 至 10.37%。

1. 零售气价修复, 直销气量大增, 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。2024 年上半年公司实现营业收入 669.76 亿元, 同比减少 0.29%; 归母净利润 25.3 亿元, 同比增长 14.8%; 扣非归母净利润 19.93 亿元, 同比增长 44.31%; 加权平均 ROE 同比降低 1.39pct, 至 10.37%; 核心利润 26.99 亿元, 同比减少 14.83%, 业绩符合预期, 核心利润下滑主要系平台交易气业务受欧美价差回落影响单方价差缩窄、煤炭资产 2023 年下半年置出、海外批发气销售策略调整单方价差缩窄所致。分业务来看:

1) 天然气销售量同比增加 5.8%至 191 亿方, 其中:

- ① **天然气零售:** 2024H1 实现营业收入 328.05 亿元, 同比-1.0%; 毛利占比 41.9%。2024H1 零售气同比增长 4.5%至 127.1 亿方, 其中工商户零售气量实现 95.60 亿方, 同比上升 5.4%, 贡献主要增量。居民、加气站用气量分别增长 3.1%、减少 16.7%至 30.0 亿方、1.5 亿方; 工商业、居民、加气用户用气量占零售气量比例分别为 75%、24%、1%。2024H1 零售气平均价差为 0.54 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所致。2024H1 新增泉州、聊城、盐城等 21 个项目居民调价, 居民调价比例从年初的 53%上升至 59%。
- ② **平台交易气:** 2024H1 实现营业收入 62.30 亿元, 同比+94.0%; 毛利占比 15.2%。2024H1 直销气同比增长 21.0%至 27.05 亿方; 单方毛利 0.54 元/方。公司通过抓住工业客户新增产能用气需求、锚定电厂客户新投产机组等方式提高国内交易气规模, 2024H1 国内交易气量同比增长 51.9%至 17.41 亿方; 因国际气价回落, 2024H1 海外交易气量同比减少 11.6%至 9.64 亿方。
- ③ **天然气批发:** 2024H1 实现营业收入 116.65 亿元, 同比下滑 11.3%, 主要系上半年公司批发单价同比大幅下降, 从 3.59 元/方下滑至 3.15 元/方所致; 毛利占比 0.3%。2024H1 批发气量同比增加 1.0%至 37.0 亿方。

2) 受房地产拖累, 工程建设与安装收入下滑。2024H1 公司新接驳工商业用户 9,544 个, 工商业用户累计达到 252,712 个, 公司新接驳居民用户 77.5 万户, 同比下滑 22.4%, 居民用户累计达到 3,053.7 万户, 平均管道燃气气化率为 65.5%。工程建设与安装实现营业收入 28.8 亿元, 同比下滑 31.4%; 毛利占比 10.6%。

3) 综合能源业务实现营收 83.96 亿元, 同比增长 13.2%; 毛利占比 11.9%。2024H1

公司新增签约项目 707 个；新投运重点项目 36 个，累计运营 332 个；实现泛能销售量 197.4 亿千瓦时，同比增长 26.0%，毛利增长 17.0%，包含联合营公司的毛利增长达到 24.1%。

4) **基础设施能力持续优化。**公司以舟山为支点，灵活使用国网窗口，与国网签署托运协议，上载点 16 个，下载点增至 200+ 个，覆盖 22 个省份，最大托运能力达 400+ 万方/日。**2024 年上半年，舟山接收站接卸量达 102 万吨，同比+14.6%。**使用 5.5 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；截止 2024 年 6 月，三期 4 座 22 万立方米 LNG 储罐外罐主体结构施工全部完成，预计 2025 年 4 季度投入运行，届时处理能力超 1000 万吨。

5) **延伸业务实现营收 39.60 亿元，同比增长 12.1%。**2024H1C 端客单价提升至 325 元/户，实现毛利增长 23.0%，包含联合营公司的毛利增长达到 29.2%。

费用管控良好。2024 年上半年公司期间费用同比减少 17.61% 至 36.27 亿元，期间费用率下降 1.14pct 至 5.41%。其中，销售、管理、财务费用同比分别减少 1.53%、减少 2.17%、减少 57.97% 至 7.26 亿元、20.48 亿元、5.02 亿元；销售、管理、财务费用率分别下降 0.01pct、下降 0.09pct、下降 1.03pct 至 1.08%、3.58%、0.75%。

现金流表现良好。1) 2024 年上半年公司经营活动现金流净额 48.17 亿元，同比减少 23.67%；2) 投资活动现金流净额 -44.45 亿元，同比减少 16.92%；3) 筹资活动现金流净额较上年同期减少 48.72 亿，主要是本报告期公司及所属子公司压缩债务规模所致。

资产负债率下降，销售净利率&总资产周转率上升。2024 年上半年公司加权平均净资产收益率同比下降 1.39pct 至 10.37%。对 ROE 采用杜邦分析可得，2024 年上半年公司销售净利率为 7.39%，同比上升 0.24pct，总资产周转率为 0.51（次），同比上升 0.02（次），权益乘数从 2023 年上半年的 7.66 下降至 2024 年上半年的 5.78。

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，2023-2030 年国内天然气需求量复合增速 9%。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；2023 年中国天然气占一次能源消费总量的比例为 8.6%，未来占比将持续提升，2023-2030 年国内天然气需求量复合增速 9%。

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。**2023年公司与中石油签署国内长协392亿方（十年）；与国际资源商签订长协助力直销气发展，2023年公司新签海外长协280万吨，累计签署超1000万吨，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。**截至2024/6/30，公司拥有国际运力10艘、灵活使用国网窗口5.5个、托运上载点16个、自有储气能力超5亿方、LNG槽车1200+辆。舟山三期项目新增设计处理能力350万吨/年，4座22万立方米LNG储罐外罐主体结构施工全部完成，预计25年4季度投入运行，届时总处理能力超1000万吨，直销气业务全面快速开展。3) **客户端：顺价机制继续推进。**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。2024H1公司零售气毛差0.54元/方，同比提高0.02元/方，顺价比例达到59%；随顺价政策逐步落地，公司价差有望进一步修复。

表1：新奥股份长协梳理（截至2024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	新奥新加坡	Cheniere	13年	90	FOB	美国 CorpusChristi 液化厂、SabinePass 液化厂	2022	HH
4	新奥新加坡	Novatek	11年	60	DES	俄罗斯	2025	Brent
5	新奥能源	EnergyTransfer	20年	90	FOB	美国 查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
6	新奥新加坡	EnergyTransfer	20年	180	FOB	美国 查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
7	新奥新加坡	NextDecade	20年	200	FOB	美国 RioGrandeLNG 项目	2026	HH
8	新奥新加坡	Cheniere	20年	180	FOB	美国 SabinePass 液化	2026	HH
9*	新奥新加坡	ADNOC	15年	100	-	阿联酋 Ruwais LNG 项目	2028	Brent

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：*与 ADNOC 已签署 HOA 协议，尚未签署正式采购合同

3. 盈利预测与投资评级

顺价持续推进，零售气价差有望进一步修复；直销气气量持续增长，国际转售利润受全球气价下跌影响缩窄。股利分配+特别派息，2024-2025 年分红不低于 1.03/1.14 元每股，对应 2024 年股息率 5.6%/6.2%（估值日 2024/8/26），彰显安全边际。维持 2024-2026 年公司归母净利润 60.43/73.00/82.70 亿元的盈利预测，同比 -14.77%/+20.78%/+13.29%，EPS 1.95/2.36/2.67 元，对应 PE 9.4/7.8/6.9 倍（估值日 2024/8/26），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：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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	43,544	52,492	56,114	68,764	营业总收入	143,842	154,562	167,862	182,447
货币资金及交易性金融资产	16,874	22,239	25,621	36,348	营业成本(含金融类)	123,719	132,992	142,566	154,091
经营性应收款项	13,389	14,157	14,629	16,186	税金及附加	544	760	839	912
存货	2,167	3,005	2,686	2,935	销售费用	1,429	1,654	1,956	2,354
合同资产	2,453	3,096	3,176	3,407	管理费用	4,203	4,173	4,453	4,840
其他流动资产	8,661	9,995	10,002	9,888	研发费用	961	1,082	1,175	1,277
非流动资产	91,030	98,523	105,355	109,230	财务费用	1,651	1,055	986	966
长期股权投资	7,398	7,398	7,398	7,398	加:其他收益	542	541	504	535
固定资产及使用权资产	61,849	66,771	71,977	75,414	投资净收益	7,922	927	839	912
在建工程	4,984	6,755	7,581	7,218	公允价值变动	(1,479)	0	0	0
无形资产	7,625	8,425	9,225	10,025	减值损失	(2,465)	(228)	(214)	(176)
商誉	558	558	558	558	资产处置收益	(63)	0	0	0
长期待摊费用	308	308	308	308	营业利润	15,792	14,087	17,015	19,277
其他非流动资产	8,309	8,309	8,309	8,309	营业外净收支	(26)	0	0	0
资产总计	134,574	151,015	161,470	177,993	利润总额	15,766	14,087	17,015	19,277
流动负债	46,032	53,812	54,243	58,708	减:所得税	3,236	3,099	3,743	4,241
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,983	11,966	12,487	13,320	净利润	12,530	10,988	13,272	15,036
经营性应付款项	11,484	14,107	13,576	15,108	减:少数股东损益	5,439	4,945	5,972	6,766
合同负债	14,952	18,564	18,868	20,466	归属母公司净利润	7,091	6,043	7,300	8,270
其他流动负债	7,613	9,174	9,311	9,814	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.29	1.95	2.36	2.67
非流动负债	30,005	30,005	30,005	30,005	EBIT	13,132	15,142	18,002	20,243
长期借款	8,746	8,746	8,746	8,746	EBITDA	17,473	17,339	20,341	22,519
应付债券	12,842	12,842	12,842	12,842	毛利率(%)	13.95	13.96	15.07	15.54
租赁负债	362	362	362	362	归母净利率(%)	4.93	3.91	4.35	4.53
其他非流动负债	8,054	8,054	8,054	8,054	收入增长率(%)	(6.70)	7.45	8.60	8.69
负债合计	76,037	83,816	84,248	88,713	归母净利润增长率(%)	21.34	(14.77)	20.78	13.29
归属母公司股东权益	23,655	27,372	31,423	36,716					
少数股东权益	34,882	39,826	45,799	52,565					
所有者权益合计	58,537	67,198	77,222	89,281					
负债和股东权益	134,574	151,015	161,470	177,993					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13,759	17,786	15,765	19,454	每股净资产(元)	7.63	8.84	10.14	11.85
投资活动现金流	2,331	(8,863)	(8,421)	(5,238)	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	(8,278)	(4,043)	(4,042)	(3,489)	ROIC(%)	11.57	12.20	13.20	13.37
现金净增加额	7,821	4,889	3,302	10,727	ROE-摊薄(%)	29.98	22.08	23.23	22.52
折旧和摊销	4,341	2,197	2,340	2,275	资产负债率(%)	56.50	55.50	52.18	49.84
资本开支	(8,957)	(9,700)	(9,180)	(6,150)	P/E(现价&最新股本摊薄)	8.02	9.41	7.79	6.87
营运资本变动	(579)	3,996	(537)	1,534	P/B(现价)	2.40	2.08	1.81	1.55

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），北交所基准指数为北证 50 指数），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>