公用事业

2025 年 03 月 27 日

# 新奥股份 (600803)

## ——拟私有化新奥能源 开启 AH 两地上市新篇章

**报告原因：有信息公布需要点评**

**买入**（维持）

| 市场数据： | 2025 年 03 月 26 日 |
|---|---|
| 收盘价（元） | 19.65 |
| 一年内最高/最低（元） | 22.64/17.15 |
| 市净率 | 2.7 |
| 息率（分红/股价） | 4.63 |
| 流通 A 股市值（百万元） | 55,808 |
| 上证指数/深证成指 | 3,368.70/10,643.82 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： | 2024 年 12 月 31 日 |
|---|---|
| 每股净资产（元） | 7.58 |
| 资产负债率% | 54.30 |
| 总股本/流通 A 股(百万) | 3,097/2,840 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/- |

**一年内股价与大盘对比走势：**

-

**证券分析师**
王璐 A0230516080007
wanglu@swsresearch.com
朱赫 A0230524070002
zhuhe@swsresearch.com

**联系人**
朱赫
(8621)23297818×
zhuhe@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

**投资要点：**

- **事件：（1）公司发布 2024 年年报。**公司实现营业总收入 1359.10 亿元，同比下降 5.5%；归母净利润 44.93 亿元，同比下降 36.6%。核心利润 51.43 亿元，同比减少 19.4%，公司业绩略低于我们的预期。**（2）公司发布重大资产购买暨关联交易预案**，拟通过发行 H 股及支付现金对价的形式，全面私有化子公司新奥能源（02688.HK），合计交易对价约为 599.24 亿港元。
- **平台交易气及零售气量稳步增长。**2024 年公司平台交易气销售量达 55.68 亿 $m^3$，同比增长 10.3%，其中国内气量增长 9.3%至 34.01 亿 $m^3$。国际资源套利空间逐渐减弱，导致公司平台交易气毛利率有所下降。2024 年公司零售气规模 262 亿 $m^3$，其中工商业用气保持较高增速，同比增长 5.1%至 204.80 亿 $m^3$。
- **公司拟私有化新奥能源，对新奥能源其他股东股份及认股权收购对价为 80 港元/股。**截至 2024 年末，新奥股份持有新奥能源 34.28%的股份。公司拟通过发行 H 股及现金付款形式，收购其他股东的的股份及购股权。1）对于其他股东持有的已发行的股份（约 7.43 亿股），获得 2.9427 股新奥股份新发行 H 股股份（约 18.86 港元/股）及 24.50 港元/股现金，合计价值约 80 港元/股。2）对于购股权持有人，行权价 40.34 港元/的购股权获得 39.66 港元现金，行权价 76.36 港元/的购股权将获得 3.64 港元现金。**综上所述，根据收购方案，其他股东目前所持每股股份及购股权价值均为 80 港元/股。**假设全部购股权截至计划登记日全部行权，公司预计将发行 22.04 亿 H 股，公司总股本将提升至 53.01 亿股，较目前 30.98 亿股提升 71.17%。此外公司另需支付现金对价 183.52 亿港元，合计交易对价 599.24 亿港元。以停牌前最后一个交易日的收盘价 59.45 港元/股计算，收购其他股东权益的溢价率为 34.6%。新发行 H 股约为 18.86 港元/股，计算可得新奥股份 A/H 股价溢价率为 11.5%。
- **收购新奥能源后，公司每股收益及每股分红将进一步提升。**新奥能源资产完全注入后可显著提升公司盈利能力。根据公司公告，以 2024 年财务数据测算，交易完成后公司基本每股收益可从 1.46 元/股提升至 1.56 元/股，EPS 提升 6.8%，中小投资者利益得到有效保障。公司分红基础为核心利润，我们测算后公司每股核心利润同样有所提升。2024 年公司核心利润 51.43 亿元，假设交易完成，2024 年公司核心利润将跃升至 95.5 亿元，每股核心收益将从目前的 1.67 元/股提升至 1.80 元/股。**以新奥股份 H 股 18.86 港元/股计算，24 年 PE 仅为 9.8 倍，低于行业平均，有估值提升空间。**公司发布《未来四年（2025-2028 年）股东分红回报规划》，规定 2026-2028 年公司每年现金分红比例不少于当年归属于上市公司股东的核心利润的 50%（2024 年不含特别派息，核心利润分红率约为 48%）。分红基数提升叠加分红比例提升，保障投资者长期投资回报。
- **一体化重组后公司可降低关联交易风险。**新奥股份核心业务平台交易气集中于天然气产业链中游，主要负责天然气资源获取及分销。新奥能源主营业务为天然气零售，集中于产业链下游。在全球 LNG 价格长期下行背景下，新奥股份 LNG 长协资源经济性凸显，可与经营优势区域位于东南沿海地区的新奥能源形成高度业务协同。在私有化新奥能源后，公司将消除关联交易风险，避免集团内利益冲突，保护中小股东利益。
- **盈利预测与估值：**暂不考虑私有化新奥能源的影响，结合公司工程业务下滑情况，我们下调公司 2025-2026 年归母净利润为 58.76、73.84（原值为 67.09、78.94）亿元，新增 2027 年归母净利预测为 86.41 亿元。当前股价对应 PE 分别为 10、8、7 倍。公司天然气产业链一体化持续深化，维持“买入”评级。
- **风险提示：**天然气价格高波动风险、零售气销售不及预期，资产重组进度不及预期

**财务数据及盈利预测**

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入（百万元） | 143,842 | 135,910 | 139,563 | 146,781 | 161,255 |
| 同比增长率（%） | -6.7 | -5.5 | 2.7 | 5.2 | 9.9 |
| 归母净利润（百万元） | 7,091 | 4,493 | 5,876 | 7,384 | 8,641 |
| 同比增长率（%） | 21.3 | -36.6 | 30.8 | 25.7 | 17.0 |
| 每股收益（元/股） | 2.30 | 1.46 | 1.90 | 2.38 | 2.79 |
| 毛利率（%） | 13.9 | 13.9 | 14.3 | 15.4 | 15.5 |
| ROE（%） | 30.0 | 19.1 | 21.9 | 24.0 | 23.9 |
| 市盈率 | 9 | 14 | 10 | 8 | 7 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元，百万股 | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 143,842 | 135,910 | 139,563 | 146,781 | 161,255 |
| 其中：营业收入 | 143,754 | 135,836 | 139,486 | 146,700 | 161,170 |
| 减：营业成本 | 123,707 | 116,912 | 119,545 | 124,174 | 136,117 |
| 减：税金及附加 | 544 | 400 | 410 | 431 | 474 |
| 主营业务利润 | 19,503 | 18,524 | 19,531 | 22,095 | 24,579 |
| 减：销售费用 | 1,429 | 1,512 | 1,553 | 1,633 | 1,794 |
| 减：管理费用 | 4,203 | 3,958 | 4,064 | 4,274 | 4,696 |
| 减：研发费用 | 961 | 826 | 848 | 892 | 980 |
| 减：财务费用 | 1,651 | 1,121 | 616 | 488 | 299 |
| 经营性利润 | 11,259 | 11,107 | 12,450 | 14,808 | 16,810 |
| 加：信用减值损失（损失以“-”填列） | -396 | -423 | -11 | -21 | -43 |
| 加：资产减值损失（损失以“-”填列） | -2,069 | -300 | -160 | -10 | -10 |
| 加：投资收益及其他 | 8,464 | 2,481 | 2,437 | 2,437 | 2,437 |
| 营业利润 | 15,792 | 12,505 | 14,708 | 17,210 | 19,193 |
| 加：营业外净收入 | -26 | 131 | 52 | 92 | 72 |
| 利润总额 | 15,766 | 12,636 | 14,761 | 17,302 | 19,265 |
| 减：所得税 | 3,236 | 2,692 | 3,240 | 3,875 | 4,366 |
| 净利润 | 12,530 | 9,944 | 11,521 | 13,426 | 14,899 |
| 少数股东损益 | 5,439 | 5,451 | 5,645 | 6,042 | 6,257 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 7,091 | 4,493 | 5,876 | 7,384 | 8,641 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

**证券分析师承诺**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**与公司有关的信息披露**

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

**机构销售团队联系人**

| | | | |
|---|---|---|---|
| 华东组 | 茅炯 | 021-33388488 | maojiong@swhysc.com |
| 银行团队 | 李庆 | 021-33388245 | liqing3@swhysc.com |
| 华北组 | 肖霞 | 010-66500628 | xiaoxia@swhysc.com |
| 华南组 | 张晓卓 | 13724383669 | zhangxiaozhuo@swhysc.com |
| 华东创新团队 | 朱晓艺 | 021-33388860 | zhuxiaoyi@swhysc.com |
| 华北创新团队 | 潘烨明 | 15201910123 | panyeming@swhysc.com |

**股票投资评级说明**

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy） ：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform） ：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral） ：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform） ：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight） ：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral） ：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（Underweight） ：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数

## 法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。