

石油/能源

## 新奥股份(600803)

## 天然气一体化稀缺标的，舟山接收站气源优势显著

## 公司首次覆盖报告

 孙羲昱(分析师)	 翟堃(分析师)	 黄振华(分析师)
021-38677369	021-38675862	021-38675853
sunxiyu@gtjas.com	zhaikun@gtjas.com	huangzhenhua@gtjas.com
证书编号 S0880517090003	S0880517100004	S0880520080006

## 本报告导读:

公司依托舟山接收站进口具有价格竞争力的 LNG，通过覆盖全国的燃气分销网络逐年提升天然气市场份额，同时发展氢能、光伏等清洁能源，打造第二增长曲线。

## 投资要点:

- 目标价 26.33 元，首次覆盖，给予“增持”评级。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.15/1.51/1.80 元，增速为 56%、30%、19%。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 舟山接收站进口量稳步提升，气源端优势显著。舟山 LNG 二期项目于 2021 年 7 月投产，实际处理能力扩大至 800 万吨/年。2021 年上半年舟山接收站进口量达到 184 万吨，公司计划 2021 年舟山 LNG 进口量 450 万吨，2023 年增长至 800 万吨。公司凭借在天然气行业的沉淀，提前资源筹划锁定低成本气源，依托舟山 LNG 接收站，采取“长约+现货”方式购买天然气，公司具备气源成本优势。
- 燃气分销网络覆盖全国，天然气市场份额逐年提升。截至 2021 年上半年，公司在全国运营 239 个城市燃气项目，布局 2439 余万户家庭和 19 万个以上工商业用户。2021 年上半年公司天然气销量气量 175 亿立方米，占中国天然气消费总量的 9.6%。未来随着公司生态运营商的建设，预计天然气市场份额逐步增长。
- 发展氢能、光伏等清洁能源，打造第二增长曲线。公司以分布式光伏为切入点，带动气、电、热协同，推动综合能源服务发展。目前公司光伏装机规模达 55MW，全年预计达 400MW。同时，公司依托天然气运销模式，打造氢能产、储运、销售一体化服务。
- 风险提示。天然气需求不及预期，海外 LNG 采购均价持续上涨风险，在建项目不及预期

财务摘要(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	88,652	88,099	122,637	151,356	181,913
(+/-)%	550%	-1%	39%	23%	20%
经营利润(EBIT)	9,773	10,642	13,855	18,052	21,501
(+/-)%	433%	9%	30%	30%	19%
净利润(归母)	2,906	2,107	3,286	4,288	5,121
(+/-)%	120%	-27%	56%	30%	19%
每股净收益(元)	1.02	0.74	1.15	1.51	1.80
每股股利(元)	0.21	0.19	0.25	0.33	0.39

利润率和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营利润率(%)	11.0%	12.1%	11.3%	11.9%	11.8%
净资产收益率(%)	31.1%	25.9%	30.5%	30.2%	28.0%
投入资本回报率(%)	40.0%	11.8%	15.2%	16.4%	16.5%
EV/EBITDA	1.88	4.07	4.18	3.19	2.55
市盈率	20.06	27.66	17.73	13.59	11.38
股息率(%)	1.0%	0.9%	1.2%	1.6%	1.9%

## 首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 26.33

当前价格: 20.48

2021.09.11

## 交易数据

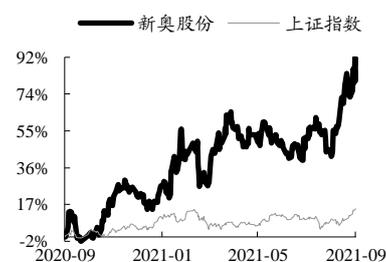
52 周内股价区间(元)	11.21-21.85
总市值(百万元)	58,283
总股本/流通 A 股(百万股)	2,846/1,433
流通 B 股/H 股(百万)	0/0
流通股比例	50%
日均成交量(百万股)	16.69
日均成交值(百万元)	310.95

## 资产负债表摘要

股东权益(百万元)	12,647
每股净资产	4.44
市净率	4.6
净负债率	40.71%

EPS(元)	2020A	2021E
Q1	0.11	0.21
Q2	0.15	0.52
Q3	0.18	0.21
Q4	0.30	0.21
全年	0.74	1.15

## 52 周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	28%	22%	80%
相对指数	23%	19%	66%

## 相关报告

模型更新时间: 2021.09.11

股票研究

能源  
石油

新奥股份(600803)

首次覆盖

评级: 增持

目标价格: 26.33

当前价格: 20.48

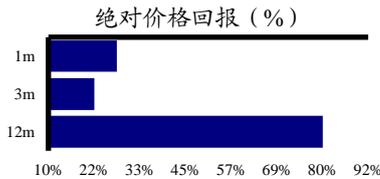
2021.09.11

公司网址

www.enn-ec.com.cn

公司简介

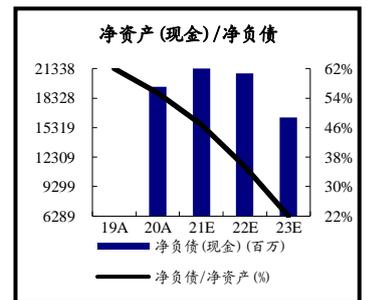
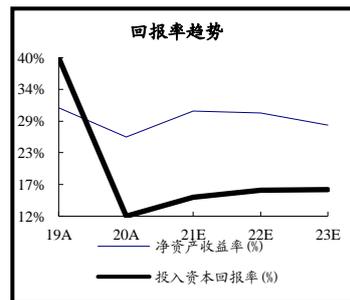
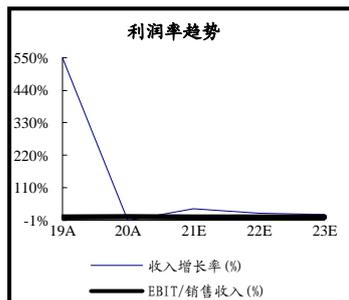
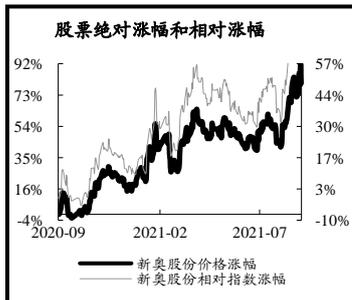
新奥生态控股股份有限公司是河北省最早上市企业之一, 股票代码: 600803。作为新奥集团清洁能源产业链重要组成部分, 我们从国家发展需求和战略使命出发, 着力发展天然气上游产业链, 提供产品和服务。



52 周内价格范围 11.21-21.85  
市值 (百万) 58,283

财务预测 (单位: 百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>损益表</b>					
营业总收入	88,652	88,099	122,637	151,356	181,913
营业成本	73,221	71,782	101,597	124,436	149,753
税金及附加	540	569	613	757	910
销售费用	1,321	1,210	1,682	2,076	2,495
管理费用	3,292	3,309	4,121	5,086	6,113
EBIT	9,773	10,642	13,855	18,052	21,501
公允价值变动收益	806	-81	0	0	0
投资收益	1,352	404	563	695	835
财务费用	1,390	377	419	449	492
营业利润	10,679	10,585	14,520	18,945	22,626
所得税	2,438	2,602	3,627	4,733	5,653
少数股东损益	5,448	5,726	7,596	9,911	11,837
净利润	2,906	2,107	3,286	4,288	5,121
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	2,495	12,699	1,554	2,654	6,735
其他流动资产	264	3,083	3,213	3,263	3,313
长期投资	6,121	5,560	5,510	5,510	5,510
固定资产合计	7,677	48,207	55,085	60,763	65,780
无形及其他资产	1,085	8,191	15,313	22,435	29,557
资产合计	24,353	109,524	123,921	148,240	175,248
流动负债	8,186	51,055	54,928	65,305	76,778
非流动负债	6,039	23,197	23,497	24,097	23,697
股东权益	10,128	35,272	45,497	58,839	74,773
投入资本(IC)	18,916	67,461	68,381	82,323	97,857
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	7,565	7,989	10,391	13,539	16,125
折旧与摊销	545	2,860	3,996	5,196	5,856
流动资金增量	-190	-17,664	-7,811	-5,812	-6,540
资本支出	-587	-6,692	-23,831	-23,833	-23,836
自由现金流	7,333	-13,506	-17,256	-10,911	-8,394
经营现金流	1,408	12,448	22,976	25,262	29,275
投资现金流	303	-7,209	-23,211	-23,138	-23,001
融资现金流	-1,142	-4,210	-10,910	-1,023	-2,194
现金流净增加额	570	1,029	-11,145	1,101	4,081
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	550.3%	-0.6%	39.2%	23.4%	20.2%
EBIT 增长率	433.1%	8.9%	30.2%	30.3%	19.1%
净利润增长率	119.9%	-27.5%	56.0%	30.5%	19.4%
利润率					
毛利率	17.4%	18.5%	17.2%	17.8%	17.7%
EBIT 率	11.0%	12.1%	11.3%	11.9%	11.8%
净利润率	3.3%	2.4%	2.7%	2.8%	2.8%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	31.1%	25.9%	30.5%	30.2%	28.0%
总资产收益率(ROA)	34.3%	7.2%	8.8%	9.6%	9.7%
投入资本回报率(ROIC)	40.0%	11.8%	15.2%	16.4%	16.5%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	9.1	10.2	10.2	10.2	10.2
应收账款周转天数	6.4	15.8	15.8	15.8	15.8
总资产周转率	100.3	453.8	368.8	357.5	351.6
净利润现金含量	0.5	5.9	7.0	5.9	5.7
资本支出/收入	0.7%	7.6%	19.4%	15.7%	13.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	58.4%	67.8%	63.3%	60.3%	57.3%
净负债率	62.1%	55.3%	46.9%	35.4%	21.9%
<b>估值比率</b>					
PE	20.06	27.66	17.73	13.59	11.38
PB	3.24	4.76	5.42	4.11	3.19
EV/EBITDA	1.88	4.07	4.18	3.19	2.55
P/S	0.28	0.60	0.43	0.35	0.29
股息率	1.0%	0.9%	1.2%	1.6%	1.9%



## 目录

1. 投资故事.....	4
2. LNG接收站受益全球天然气价格上涨.....	4
2.1. 全球天然气价格大幅走高.....	4
2.2. 预计2022年LNG供给仍然偏紧.....	5
2.3. LNG接收站盈利能力有望提升.....	7
2.3.1. LNG占据重要的气源地位.....	7
2.3.2. 民营LNG接收站属于稀缺资产.....	8
2.3.3. LNG接收站盈利空间可观.....	9
3. 天然气全产业链布局,清洁能源打造第二增长曲线.....	11
3.1. 天然气一体化龙头,业绩维持高增长.....	11
3.1.1. 天然气业务整合上中下游协同发展.....	11
3.1.2. 天然气业务带动业绩大幅增长.....	12
3.2. 燃气分销网络覆盖全国,天然气市场份额稳定增长.....	13
3.3. 舟山接收站进口量稳步提升,打造东北亚LNG交易中心.....	14
3.4. 大力发展氢能、光伏等清洁能源,打造第二增长曲线.....	16
4. 盈利预测与估值.....	17
4.1. 预计公司业绩稳步增长.....	17
4.2. 首次覆盖,增持评级,目标价26.33元.....	19
5. 风险提示.....	19

## 1. 投资故事

目标价 26.33 元，首次覆盖，给予“增持”评级。新奥股份是天然气一体化稀缺标的，依托舟山接收站进口具有价格竞争力的 LNG，通过覆盖全国的燃气分销网络逐年提升天然气市场份额，同时发展氢能、光伏等清洁能源，打造第二增长曲线。我们预计公司 2021~2023 年 EPS 分别为 1.15/1.51/1.80 元，增速为 56%、30%、19%。首次覆盖，给予“增持”评级。

**与众不同的认识：**市场认为短期海外天然气价格大幅上涨，进口 LNG 与国内天然气价格出现倒挂，公司业绩承压；我们认为公司凭借在天然气行业的沉淀，提前资源筹划锁定低成本气源，依托舟山 LNG 接收站采取“长约+现货”方式购买天然气，公司具备气源成本优势。且接收站未来进口量稳步提升，接收站服务费利润将提升。

**燃气分销网络覆盖全国，天然气市场份额逐年提升。**截至 2021 年 6 月 30 日，公司在全国运营 239 个城市燃气项目，布局 2439 余万户家庭和 19 万个以上工商业用户。自有中输及主干管道 66780 公里，自有长输管线 2 条，输气能力 20 亿方/年，对接国网 10 家管道公司，获得 205 万方/日管线托运能力。2021 年上半年公司天然气销量气量 175 亿立方米，占中国天然气消费总量的 9.6%。未来随着公司生态运营商的建设，预计天然气市场份额逐步增长。

**舟山接收站进口量稳步提升，气源端优势显著。**新奥舟山 LNG 接收站目前由上市公司托管，一期项目于 2018 年投运，二期项目于 2021 年 7 月初投产，实际处理能力扩大至 800 万吨/年。2021 年上半年舟山接收站进口量达到 184 万吨，同比增长 106%；公司计划 2021 年舟山 LNG 进口量 450 万吨，2023 年增长至 800 万吨。舟山 LNG 接收站为公司多元化和稳定的气源奠定基础，在气源端具备价格竞争力。

**发展氢能、光伏等清洁能源，打造第二增长曲线。**公司以分布式光伏为切入点，带动气、电、热协同，推动综合能源服务发展。目前公司投运及在建光伏项目 19 个，装机规模达 55MW，全年预计达 400MW。同时，公司依托天然气运销模式，打造氢能产、储运、销售一体化服务，积极布局氢能源产业链。

**风险提示：**天然气需求不及预期，海外 LNG 采购均价持续上涨风险，在建项目不及预期。

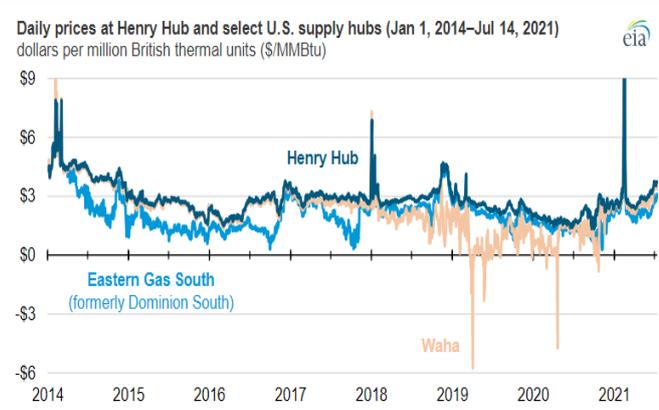
## 2. LNG 接收站受益全球天然气价格上涨

### 2.1. 全球天然气价格大幅走高

2021 年以来全球天然气价格大幅上升，美国 Henry Hub 天然气价格超过 4 美元/MMBTU，为 2018 年 12 月以来最高水平。7 月，欧洲 TTF 交易中心天然气现货月均价上涨至 12 美元/百万英热，为近 13 年来新高。亚洲天然气及 LNG 价格同样出现大幅上涨，根据隆众资讯数据，截至 8 月

初 LNG 中国到岸价 (China DES) 价格突破了 16 美元/MMBTU, 折合人民币 5300 元/吨以上, 考虑增值税、港杂等费用, 到岸价格突破了 6000 元/吨。8 月 4 日, 全国 LNG 市场均价为 5362 元/吨, 与 2020 年同期相比上涨 109%。

图 1: 美国 Henry Hub 天然气价格 2021 年以来大幅上涨



数据来源: EIA

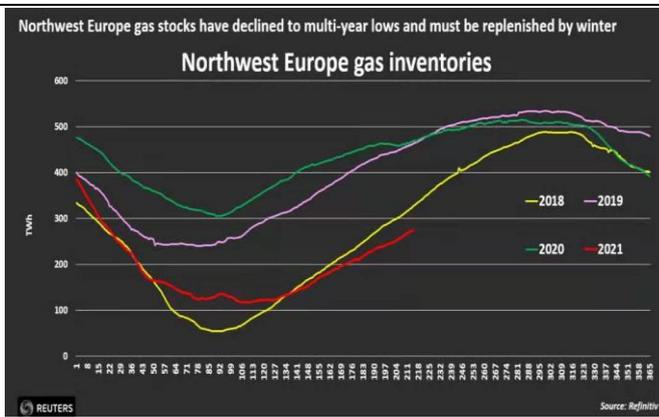
图 2: 英国天然气价格创 2005 年以来新高



数据来源: 金融时报

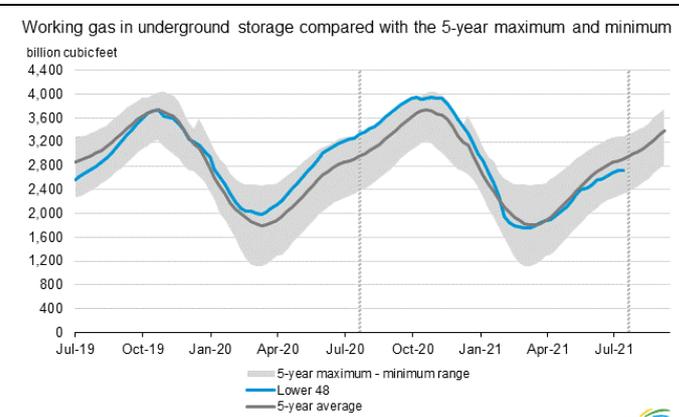
我们认为 2021 年以来全球范围内的天然气价格上涨主要可以概括为以下原因: ①欧洲及美国天然气库存与往年相比处于低位水平。②疫情后全球经济复苏带来的天然气需求增长。③碳中和大背景下的成本提升, 供应端投资限制以及火力发电向天然气发电转型的需要。④极端天气的增加带来的阶段性需求增长。⑤地缘政治因素。

图 3: 欧洲可能以较低库存水平进入冬季



数据来源: 路透社

图 4: 极端天气等因素导致美国天然气库存低于 5 年均值水平



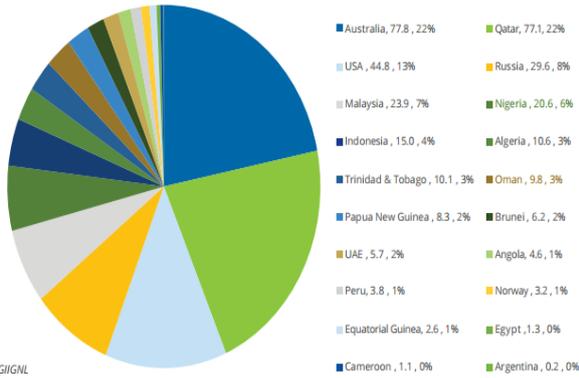
数据来源: EIA

## 2.2. 预计 2022 年 LNG 供给仍然偏紧

LNG 供给端主要来自于澳大利亚, 卡塔尔以及美国。2020 年供给方面增量较多的来自于美国, 其次是澳大利亚。

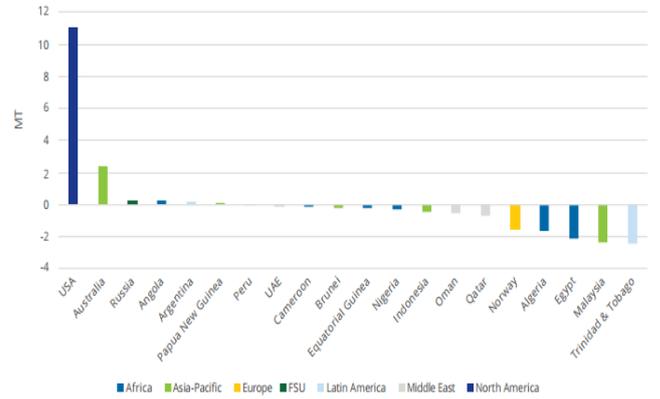
图 5: LNG 供给端主要来自澳大利亚, 卡塔尔及美国

图 6: 美国及澳大利亚是 2020 年 LNG 液化终端主要的增量



Source: GIIGNL

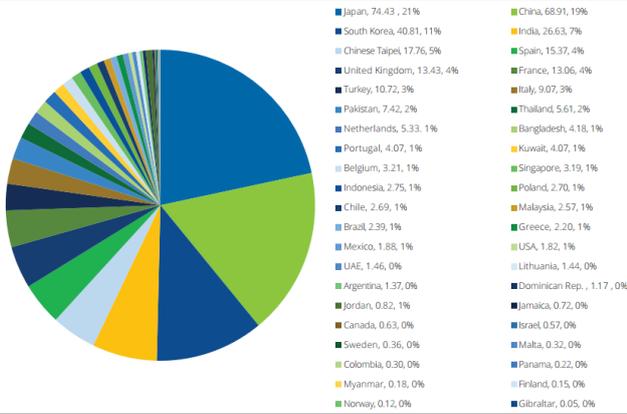
数据来源: Rystad Energy



数据来源: Rystad Energy

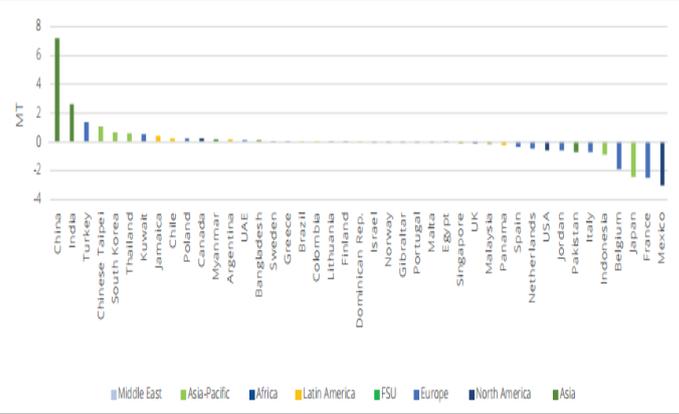
从需求层面来看,日本,中国和韩国是 LNG 市场最大的需求方。2020 年 LNG 需求增长最多的是中国及印度。

图 7: 日本, 中国及韩国是全球 LNG 需求占比前三的国家



数据来源: Rystad Energy

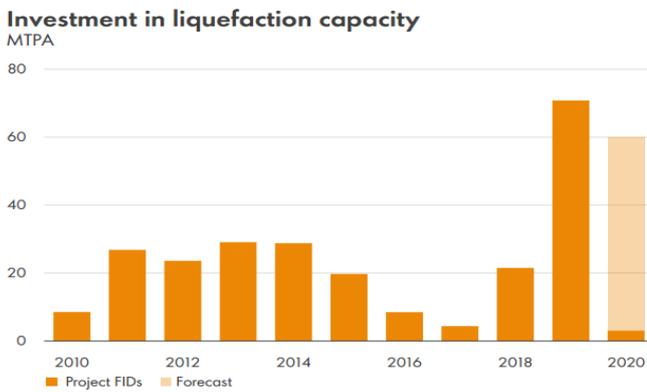
图 8: 2020 年 LNG 需求中国及印度增长较快



数据来源: Rystad Energy

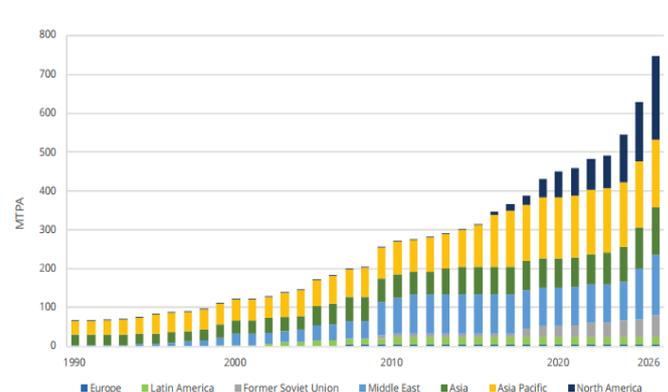
2020 年因为疫情影响,较多预期 FID 的项目最终延后。这也对远期 LNG 项目的投产造成了影响。2020 年因为疫情和设备检修等的影响,整体来看全球液化装置的利用率并不高,平均大约保持在 75% 的水平。根据 Rystad Energy 的统计,2021 年,2022 年,2023 年液化终端皆有产能增量,但增速较快的年份主要在 2024 年,2025 年及 2026 年。

图 9: 2020 年因为疫情因素较多 LNG 液化终端 FID 推迟



数据来源: Shell

图 10: 全球液化天然气液化终端产能 2024-2026 年增速较快



数据来源: Rystad Energy

根据 IGU 的数据,我们可以看到 2021 年底液化终端相比 2020 年底投产产能并不多。尽管 2022 年底液化能力新增较多,但是考虑到装置负荷提升需要的时间等因素,我们预计对 2022 年的供给能够提供的增量有限。而在不考虑极端天气气候的影响下,预计 2022 年 LNG 需求增速为 3%。因此我们认为 2022 年整体 LNG 供需平衡来看,依然偏紧张。而据 ICIS 估计,到 2022 年受中国市场需求增长抵消部分成熟市场 LNG 需求下降的影响。同样的,ICIS 预计到 2022 年 LNG 供应紧张的局面只会得到有限的缓解。

**表 1: 预计 2022 年 LNG 供应紧张局面有限缓解**

单位: 亿吨/年	2019年底液化能力	2019需求	2020年底液化能力	2020需求	2021年底液化	2021需求	2022年底液化能力	2022需求
IGU	4.33	3.58	4.53	3.6	4.62	3.85	4.86	3.96

数据来源: IGU, 国泰君安证券研究

**表 2: LNG 液化终端 2020-2023 年预计投产产能**

Market	Liquefaction Plant Train	Start Year	Liquefaction Capacity (MTPA)
United States	Freeport LNG T2-T3	2020	10.2
United States	Cameron T2-T3	2020	8
United States	Elba island T4-T0	2020	1.8
Indoneisa	Senkang LNG T1	2021	0.5
Malaysia	Petronas FLNG Dua	2021	1.5
Russia	Portovaya LNG T1	2021	1.5
Russia	Yamal LNG T4	2021	0.9
United States	Corpus Christi T3	2021	4.5
Indoneisa	Tangguh LNG T3	2021	3.8
Mozambique	Coral South FLNG	2022	3.4
Russia	Arctic LNG 2 T1	2022	6.6
United States	Calcasieu Pass LNG T1-T18	2022	10
Mauritania	Tortue/Ahmeyim FLNG T1	2023	2.5
United States	Sabine Pass T6	2023	5

数据来源: GHIGNL, 国泰君安证券研究

## 2.3. LNG 接收站盈利能力有望提升

### 2.3.1. LNG 占据重要的气源地位

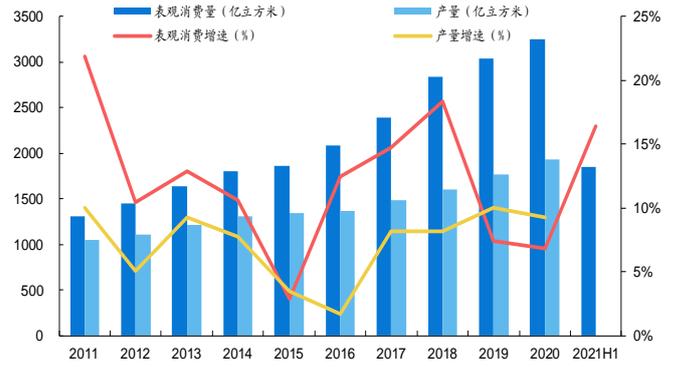
2021H1 国内天然气表观消费量 1851 亿方,同比增长 16.4%,进口 831.7 亿方,占消费量的 45%,其中进口 LNG 占 66.5%。LNG 在国内天然气供给格局中占据重要的起源地位,相较进口管道天然气,LNG 进口具有贸易方式灵活多样、供应较安全等优点,近年来 LNG 逐渐成为进口天然气的主要类型。

图 11: 天然气供给主要由国产气、进口管道气、LNG 构成

图 12: 国内天然气需求高增速

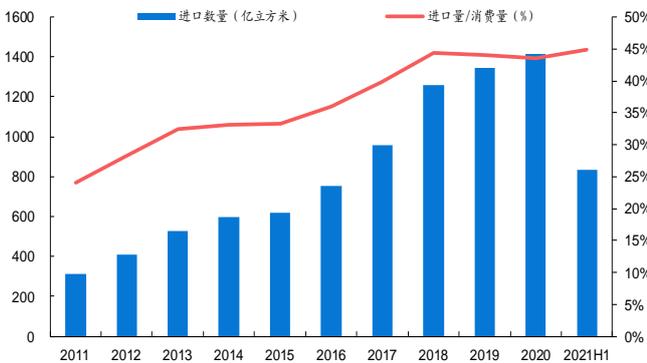


数据来源: 卓创资讯



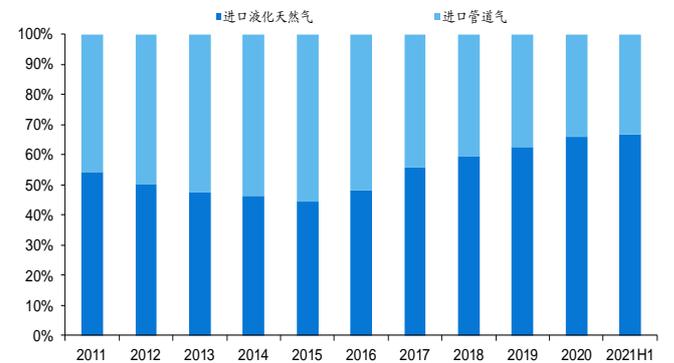
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 我国天然气对外依存度 45% (2021H1)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: 进口天然气中 LNG 占比 66.5% (2021H1)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

### 2.3.2. 民营 LNG 接收站属于稀缺资产

截止 2020 年底, 我国已建成投运的 LNG 接收站达 22 座, 总接卸能力达 8700 万吨/年; 其中三桶油拥有接收站 17 座, 年接收能力约占全国总接收能力的 90%, 地方国企和民营企业建有接收站仅有 5 座。

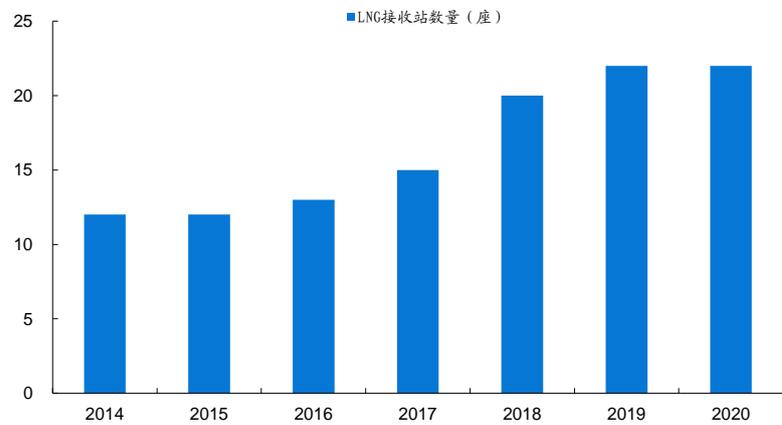
表 3: 现有 LNG 接收站主要集中于三桶油

接收站名称	操作单位	省(区、市)	接卸能力/(万 t/a)	投产时间
大鹏 LNG 接收站	中国海油	广东	657	2006 年
五号沟 LNG 接收站	中能	上海	150	2008 年
福建莆田 LNG 接收站	中国海油	福建	630	2009 年
上海洋山 LNG 接收站	中国海油	上海	300 (600)	2009 年、2020 年(扩建)
大连 LNG 接收站	中国石油	辽宁	600	2011 年
如东 LNG 接收站	中国石油	江苏	650	2011 年
宁波 LNG 接收站	中国海油	浙江	300 (600)	2012 年、2020 年(二期)
东莞 LNG 接收站	九丰能源	广东	150	2012 年
唐山 LNG 接收站	中国石油	河北	650 (1300)	2013 年、2021 年(三期)
天津浮式 LNG 接收站	中国海油	天津	220 (725)	2013 年、2022 年投产
珠海金湾 LNG 接收站	中国海油	广东	350	2013 年
青岛 LNG 接收站	中国石化	山东	600	2014 年
海南澄迈 LNG 储备库	中国石油	海南	132	2015 年
海南洋浦 LNG 接收站	中国海油	海南	300	2014 年

北海 LNG 接收站	中国石化	广西	300	2016 年
启东 LNG 接收站	广汇能源	江苏	300	2017 年（一期）
粤东 LNG 接收站	中国海油	广东	200	2017 年
天津 LNG 接收站	中国石化	天津	300	2018 年
舟山 LNG 接收站	新奥集团	浙江	300（500）	2012 年、2021 年（二期）
迭福 LNG 接收站	中国海油	广东	400	2018 年
防城港 LNG 接收站	中国海油	广西	60	2019 年
深圳华安 LNG 接收站	中国海油	广东	80	2019 年
深圳盐田 LNG 接收站	深圳燃气	广东	80	2019 年
泓海 LNG 接收站	泓海能源	江苏	200	2021 年
潮州华瀛 LNG 接收站	潮州华瀛	广东	300（600）	2023 年
龙口南山 LNG 接收站	中国海油	山东	500	2022 年

数据来源：自然资源部油气资源战略研究中心，国泰君安证券研究

图 15:2020 年国内没有 LNG 接收站新建项目建成投产



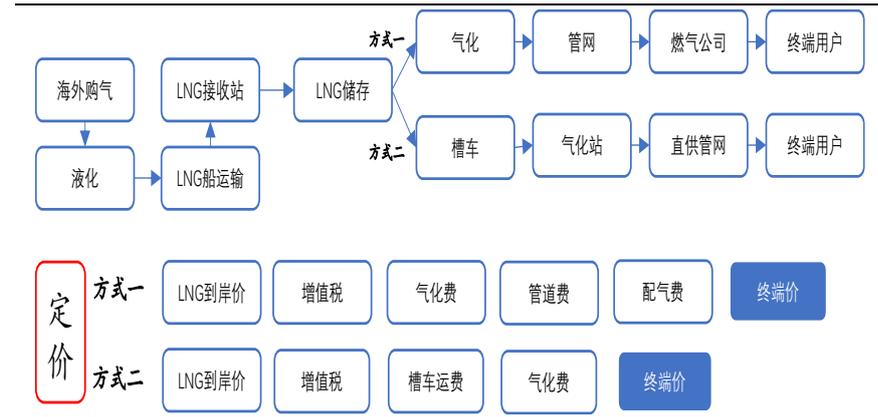
数据来源：IGU，国泰君安证券研究

LNG 接收站行业进入门槛高。第一，LNG 接收站投资额大，参照已投建的 LNG 接收站，300 万吨接卸能力的接收站总投资超过 60 亿元。第二，根据政府核准的投资项目目录（2016 年本），新建接收储运能力 300 万吨及以上的项目需要由国务院投资主管部门核准并报国务院备案。虽然十四五期间三桶油以外的企业意愿建设 LNG 接收站较多，但具体落实有待进一步跟进。我们判断未来 LNG 接收站主体多元化，但三桶油依然主导 LNG 接收站，民营 LNG 接收站资产稀缺性不减。

### 2.3.3. LNG 接收站盈利空间可观

LNG 接收站盈利主要来自服务费和贸易差。LNG 接收站服务费，指的是 LNG 接收站为用户提供气化、运输和储存等服务所收取的费用，是接收站作为独立运营主体的主要收入来源，类似于天然气管道运输中的管输费。由于接收站的建设时间、建设位置、建设规模、建设成本以及市场规模等不同因素影响，各个接收站的服务成本不一，根据金联创统计数据，当前国内接收站服务费用一般在 0.18-0.35 元/方。贸易差即国内天然气价格与海外天然气价格差，随着进口贸易差的扩大，LNG 接收站盈利能力增强。

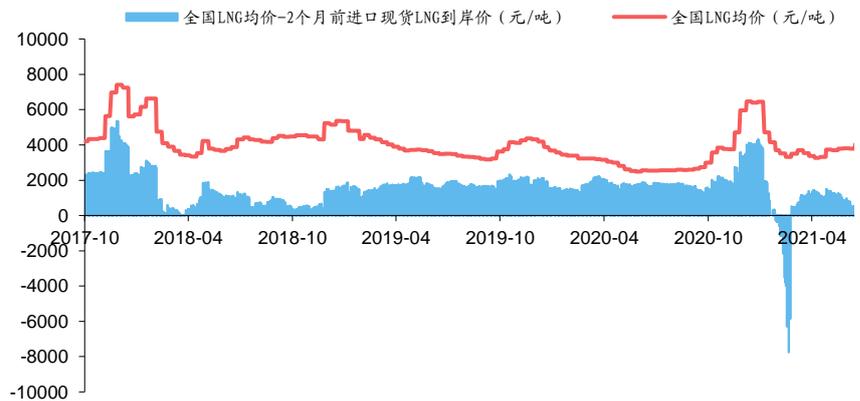
图 16:LNG 接收站主要有两种运营模式



数据来源：气场宏大，国泰君安证券研究

从 LNG 进口价差来看，当前 LNG 进口贸易差约 1200 元/吨，低于历史价差中枢，长期来看我们认为价差或有望回归历史中枢。

图 17:当前 LNG 进口贸易差约 1200 元/吨



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

假设以 2 个月前 LNG 到岸价作为接收站长协价格，即 3.36 元/方，接收储运成本 0.12 元/方，管输形式和液来液走形式单方盈利分别约 0.03 元/方、0.11 元/方。海外气价高涨下 LNG 接收站仍能维持盈利，未来随着国内 LNG 价格进一步调涨，LNG 接收站业绩弹性高。

表 4: 海外气价高涨下 LNG 接收站仍能维持盈利

单位: 元/方	管输形式	液来液走形式
到岸价		3.36
接收储运成本		0.12
管输成本	0.10	
槽罐车运输成本		0.23
气价	3.62	3.82
单方盈利	0.03	0.11

数据来源：Wind，卓创资讯，国泰君安证券研究

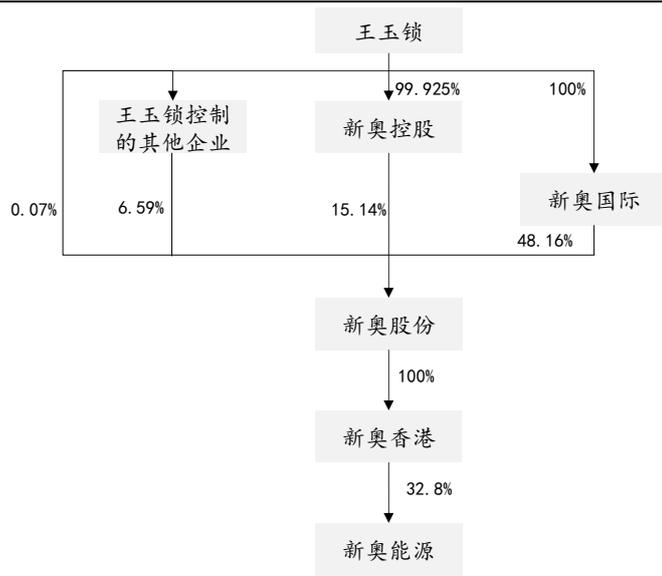
### 3. 天然气全产业链布局, 清洁能源打造第二增长曲线

#### 3.1. 天然气一体化龙头, 业绩维持高增长

##### 3.1.1. 天然气业务整合上中下游协同发展

2020年公司完成资产重组, 收购新奥能源(H)。截止2021年6月底, 控股股东新奥国际持有新奥股份48.16%股份, 实际控制人王玉锁先生控股比例达到69.95%, 新奥股份持有新奥能源(H)32.80%股权。

图 18:公司实控人为王玉锁先生



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

重组前新奥股份主要业务涵盖天然气生产与销售以及能源工程等天然气清洁能源上游业务, 新奥能源主要从事投资及建设、经营及管理燃气管道基础设施、车船用加气站及泛能站、销售与分销管道燃气、液化天然气及其他多品类能源、能源贸易等下游业务, 拥有强大的天然气分销网络和相关基础设施。公司通过业务整合形成天然气全产业链布局, 形成“天然气产业智能生态运营商”的战略定位。

图 19:公司天然气全产业链协同发展

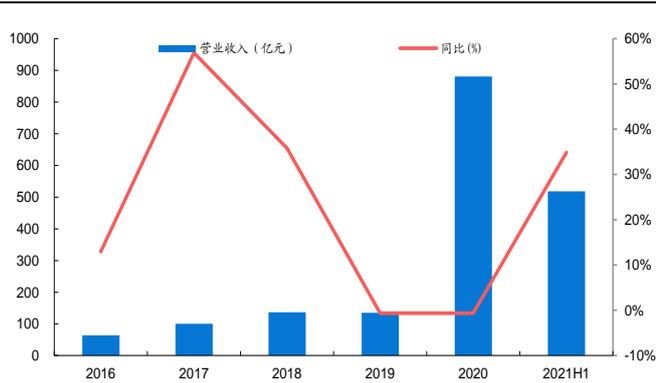


数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

### 3.1.2. 天然气业务带动业绩大幅增长

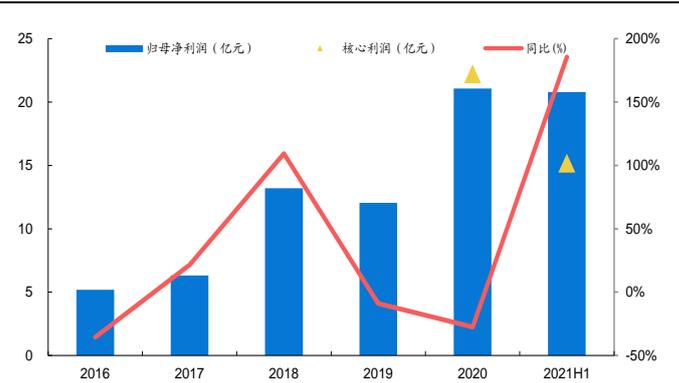
2021年上半年公司天然气零售、综合能源业务、接驳业务以及天然气直销等业务快速增长，公司实现营业收入 518.36 亿元，同比增长 34.8%；归母净利润 20.78 亿元，同比增长 185.6%；扣非后归母净利润 17.27 亿元，同比增长 1004.4%。扣除套期保值公允价值变化、汇兑损益等账面及一次性利润的影响，2021年上半年公司核心利润为 15.17 亿元，同比增长 38.5%。

图 20: 2021H1 新奥股份营业收入同比增长 34.8%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

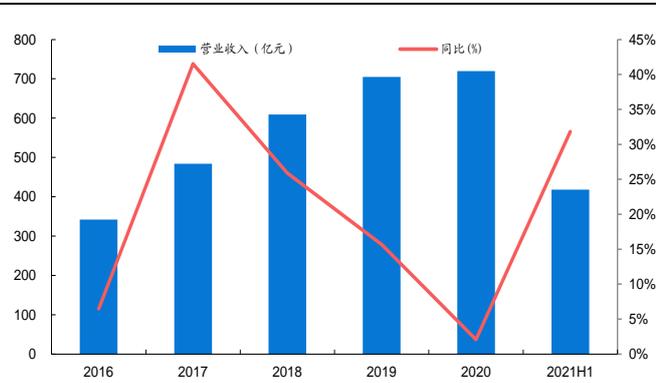
图 21: 2021H1 新奥股份归母净利润同比增长 185.6%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

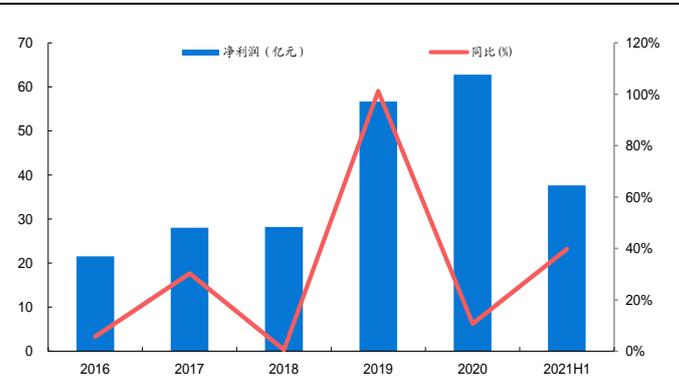
注: 核心利润为扣除应收、其他应收坏账计提, 固定资产等长期资产计提减值, 衍生品、以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产以及投资物业的公允价值调整, 汇率波动, 股票激励成本摊销, 资产处置收益以及其他事项对归母净利润的影响

图 22: 2021H1 新奥能源营业收入同比增长 30.7%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 23: 2021H1 新奥能源净利润同比增长 39.8%

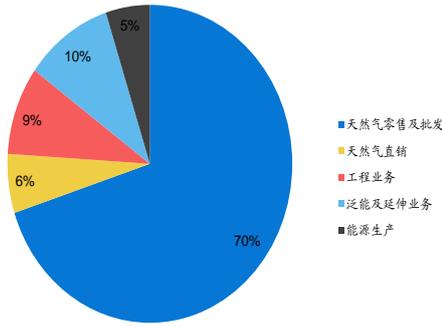


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

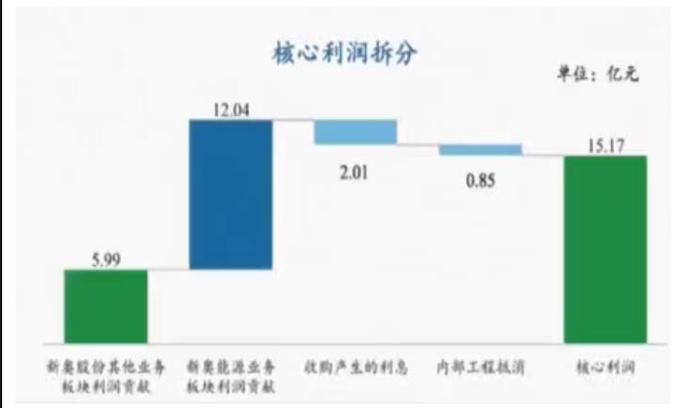
整体来看, 天然气零售和批发业务是公司营业收入和利润的主要来源, 2021年上半年天然气零售和批发业务占公司营业收入的 70%。扣除由于收购产生的利息 2.01 亿元, 新奥能源对公司核心利润贡献占比 70%。

图 24: 2021H1 天然气零售及批发业务占公司营收的 70%

图 25: 2021H1 新奥能源对核心利润贡献占比 70%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

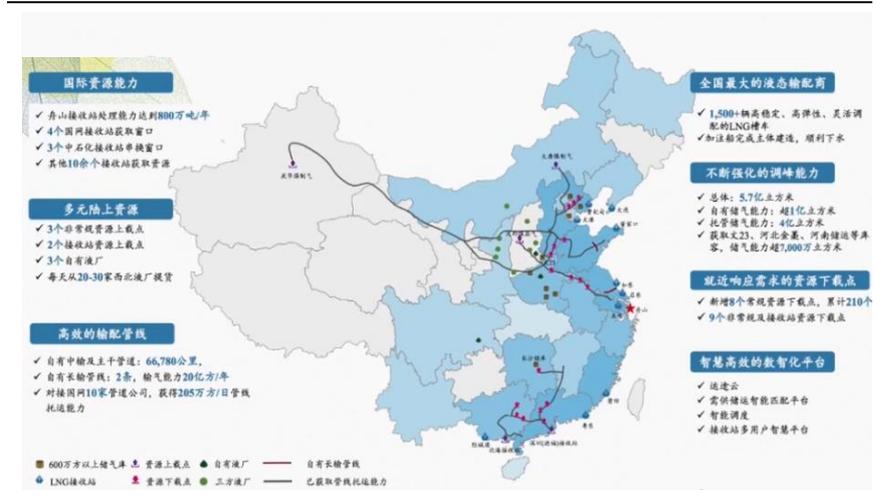


数据来源: 公司 2021H1 业绩推介材料

### 3.2. 燃气分销网络覆盖全国，天然气市场份额稳定增长

公司燃气分销网络覆盖全国。截止 2021 年 6 月底，公司自有中输及主干管道 66780 公里，自有长输管线 2 条，输气能力 20 亿方/年，对接国网 10 家管道公司，获得 205 万方/日管线托运能力。同时，公司是国内最大的液态输配商，拥有最大 LNG 运输车队，有效弥补管网覆盖范围及量的需求，及时响应客户需求。

图 26: 公司输配储气网络通达全国

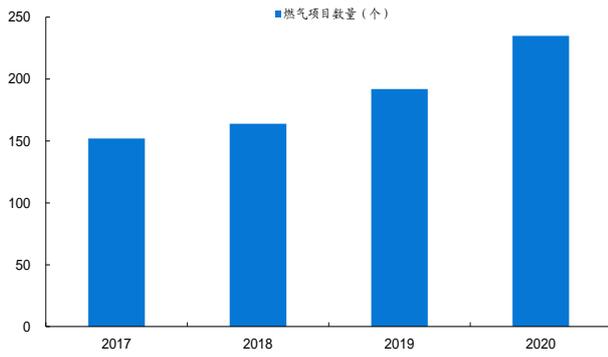


数据来源: 公司官网

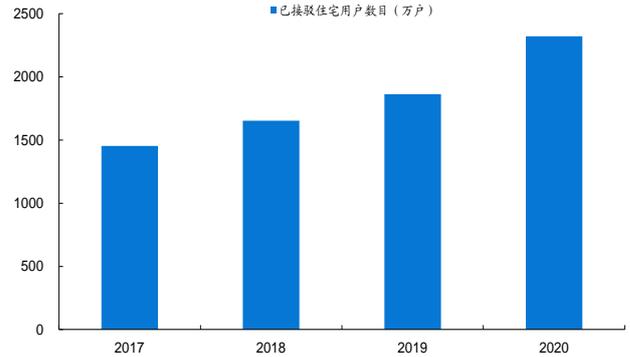
截至 2020 年末，公司拥有 235 个城市燃气项目，布局 2321 余万户家庭和 177128 个工商业用户。2021 年上半年公司天然气销量气量 175 亿立方米（零售气、批发气、直销气分别为 124.3、35.8、14.6 亿立方米），同比增长 26%，占中国天然气消费总量的 9.41%。未来随着公司生态运营商的建设，预计天然气市场份额逐步增长。

图 27: 截止 2020 年底公司拥有 235 个城市燃气项目

图 28: 截止 2020 年底公司已接驳住宅用户 2321 余万户

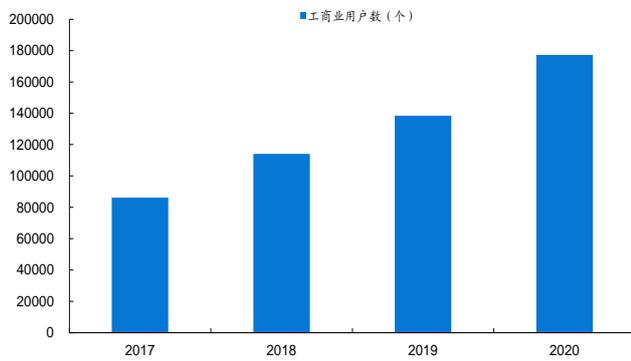


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 29: 截止 2020 年底公司已接驳工商业用户 17.7 万个



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 30: 2021H1 公司销售气量同比增长 26%



数据来源: 公司 2021H1 业绩推介材料

### 3.3. 舟山接收站进口量稳步提升, 打造东北亚 LNG 交易中心

新奥舟山 LNG 接收站是国内首个大型民营 LNG 接收站, 目前由上市公司托管, 每年收取 100 万元托管费。舟山 LNG 一期项目于 2018 年投运, 实际处理能力 500 万吨/年; 二期项目于 2021 年 7 月初投产, 实际处理能力扩大至 800 万吨/年; 舟山接收站三期项目目前申报进展顺利, 计划建设 4 座 LNG 储罐及配套气化设施, 并扩建一座可靠泊 18 万方 LNG 船舶的码头, 计划于 2024 年建成, 年处理能力扩大到 1000 万吨。同时, 公司推进保税罐、罐箱外运等业务, 通过接收站处理量的增长和服务品类的增加, 将舟山接收站打造成为东北亚的 LNG 交易中心。

图 31: 舟山接收站是国内首家由民营企业投建的大型 LNG 接收站项目

### 新奥舟山液化天然气接收站

国内首家由民营企业投资建设的大型LNG接收站项目



新奥舟山液化天然气接收站

#### 区位优势

位于浙江自贸试验区，占据中国沿海经济最发达地区之一的核心位置，紧靠长江口，LNG供应可直接覆盖整个华东地区和长江沿线各大省市。

#### 功能特点

舟山接收站拥有三个功能性码头，集接卸储存、气液外输、分拨转运、船舶加注、过船、应急调峰等多业务、多功能于一体，其中船舶加注功能为国内接收站首例，可为国际国内的过往船只提供LNG加注服务。

#### 项目规模

一期工程已于2018年10月投入运营，年处理液化天然气达300万吨；二期扩建工程预计2021年完成，年处理能力将达500万吨；远期处理能力可达1000万吨。

#### 合作模式

以打造舟山LNG资源流通与开放的商业共享平台为目标，创新合作模式，打造多元化资源外输通道，积极探索联合建罐、窗口期、容量、股权等对外开放形式。

数据来源：新奥集团官网

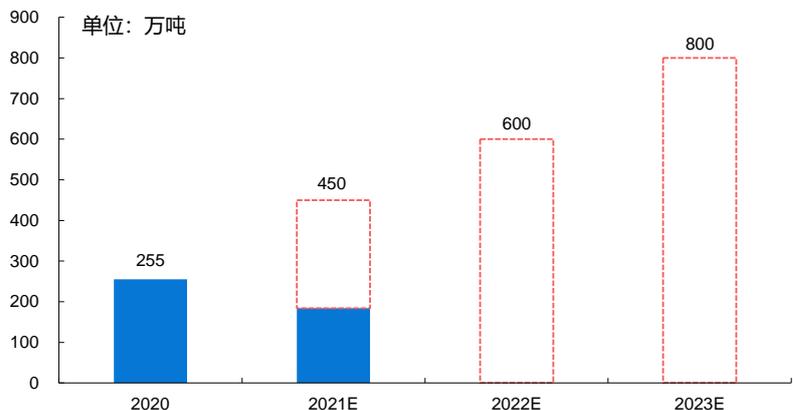
表 5: LNG 三期项目预计 2024 年建成

项目	投运时间	核定产能 (万吨)	处理能力 (万吨)	建设内容
LNG 一期工程	2018.10	300	500	2 座 16 万立方米 LNG 储罐、LNG 加注工艺系统及配套辅助设施，1 座可靠泊 26.6 万立方米 LNG 船舶的接卸码头、1 座可靠泊 3 万立方米 LNG 船舶的码头（含 2 个装船泊位）、2 个 LNG 槽车滚装船泊位
LNG 二期工程	2021.06	500	800	2 座 16 万立方米 LNG 储罐，新增 3 台 IFV 气化器、14 个装车撬及相关配套设施和工艺系统
LNG 三期工程	预计 2024 年	800	1000	项目规划建设 4 座 LNG 储罐及配套气化设施，并扩建一座可靠泊 18 万方 LNG 船舶的码头

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

舟山接收站进口量将逐步增长。2021 年上半年舟山接收站进口量达到 184 万吨，同比增长 106%。根据和讯财经对公司总裁郑总的专访，截至 7 月底，舟山接收站 2021 年共接卸 31 船，共计约 203 万吨，气液态外输气量约 204 万吨，其中液态槽车外输约 96 万吨，气态外输 108 万吨（折合 15.1 亿方天然气）。公司计划 2021 年舟山 LNG 进口量 450 万吨，2023 年增长至 800 万吨。

图 32: 预计舟山接收站进口量将逐步增长

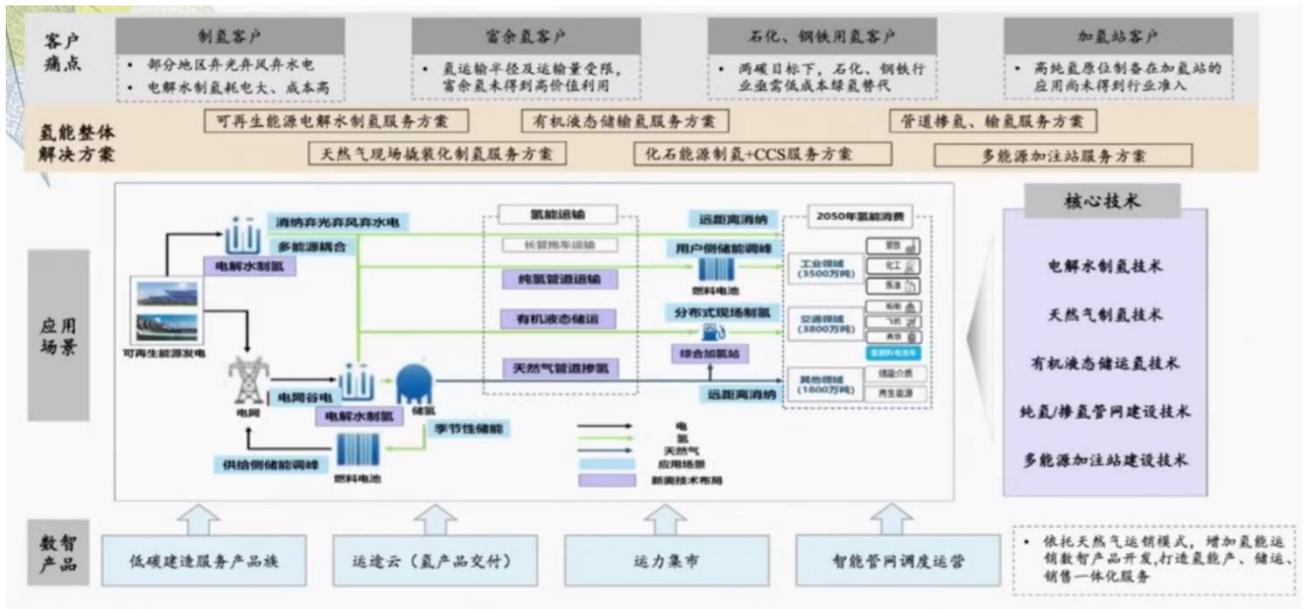


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

### 3.4. 大力发展氢能、光伏等清洁能源，打造第二增长曲线

公司在氢能领域力求打造氢能产、储运、销售一体化服务，以工程能力为牵引，形成氢气解决方案。公司在辽宁葫芦岛开工建设公司首个氢气供应项目，利用天然气经过加压脱硫及转化，再以变压吸附提取氢气，满足客户氢气需求，增加新收入来源同时扩大天然气销售量。同时参股投资上海加氢站建设，积极布局氢能源产业链。

图 33:公司打造氢能产、储运、销售一体化服务



数据来源：公司 2021H1 业绩推介材料

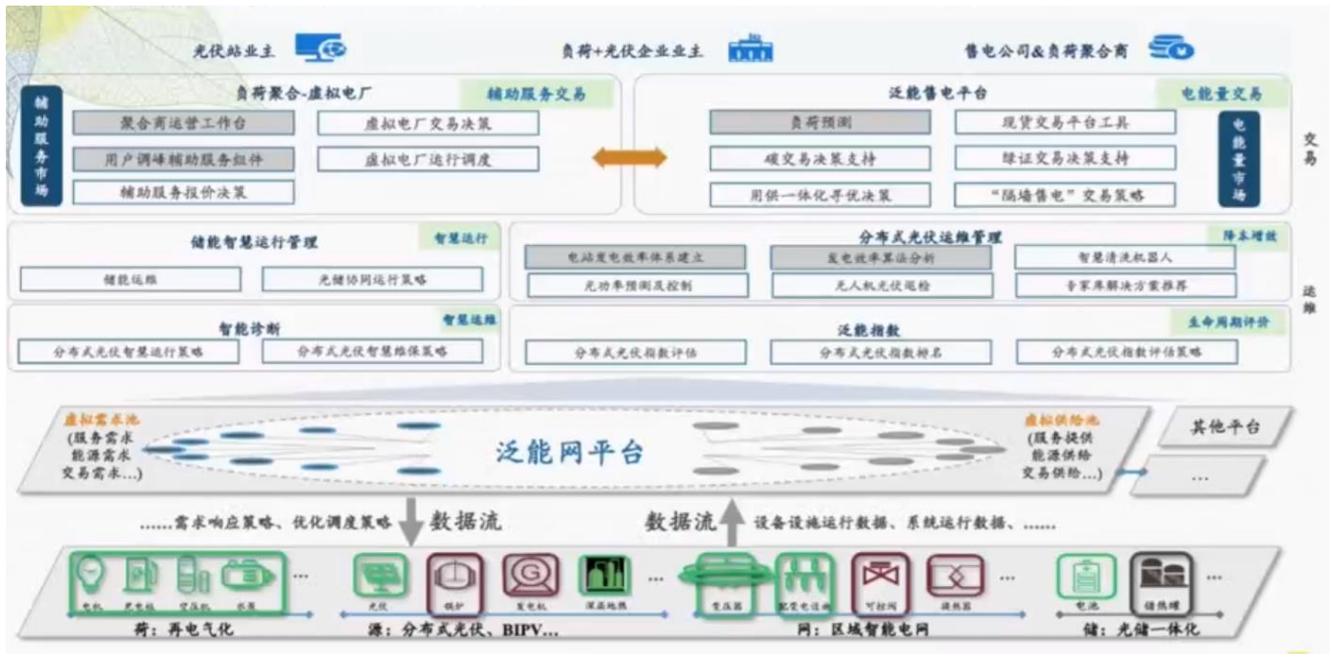
图 34: 葫芦岛新奥能源天然气制氢项目为公司布局氢能积累产业经验



数据来源：公司公告

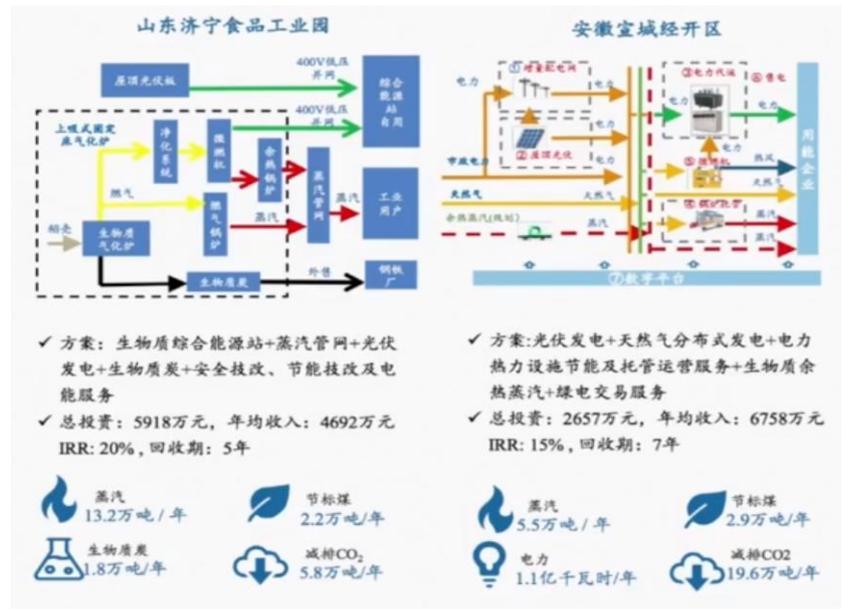
公司以分布式光伏为切入点，带动气、电、热协同，推动综合能源服务发展。目前公司投运及在建项目 19 个，装机规模达 55MW，全年预计达 400MW。

图 35:公司光伏领域打造以数字化为支撑的综合一体化服务



数据来源: 公司 2021H1 业绩推介材料

图 36: 光伏项目在经济性、环境友好等方面具备竞争力



数据来源: 公司 2021H1 业绩推介材料

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1. 预计公司业绩稳步增长

我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 32.86/42.88/51.21 亿净利润, EPS 分别为 1.15/1.51/1.80 元, 增速为 56%、30%、19%。

核心假设:

- (1) 公司天然气销售规模不断扩大, 2021-2023 年总销售气量分别为 375、440、540 亿方;
- (2) 能源生产业务稳定运行;
- (3) 2021-2023 年舟山 LNG 接收站进口量分别为 450、600、800 万

吨, 公司能够根据 LNG 走势做好资源筹划, 锁定低成本气源, 天然气综合价差维持在 0.6 元/方左右。

**表 6: 公司业务拆分表**

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>天然气直销</b>				
收入(亿元)	15.84	86.56	116.85	155.80
成本(亿元)	14.36	78.77	105.75	141.00
毛利(亿元)	1.48	7.79	11.10	14.80
直销气量(亿立方米)		35.00	45.00	60.00
毛利率(%)	9.36%	9.00%	9.50%	9.50%
<b>延伸业务</b>				
收入(亿元)	15.91	17.63	22.92	29.80
成本(亿元)	2.65	2.64	3.44	4.47
毛利(亿元)	13.27	14.99	19.48	25.33
毛利率(%)	83.37%	85.00%	85.00%	85.00%
<b>天然气零售(行业)</b>				
收入(亿元)	458.72	645.78	813.68	976.42
成本(亿元)	380.85	548.91	683.49	820.19
毛利(亿元)	77.87	96.87	130.19	156.23
零售气量(亿立方米)	219.53	248.60	298.32	357.98
毛利率(%)	16.98%	15.00%	16.00%	16.00%
<b>天然气批发(行业)</b>				
收入(亿元)	176.10	226.03	259.67	311.60
成本(亿元)	172.30	216.54	248.76	298.51
毛利(亿元)	3.80	9.49	10.91	13.09
批发气量(亿立方米)		91.40	100.00	120.00
毛利率(%)	2.16%	4.20%	4.20%	4.20%
<b>工程施工与安装(行业)</b>				
收入	96.14	102.81	123.38	141.88
成本	54.13	52.21	62.65	72.05
毛利	42.01	50.61	60.73	69.84
毛利率(%)	43.69%	49.22%	49.22%	49.22%
<b>综合能源销售及服务(行业)</b>				
收入	57.13	85.77	102.93	118.37
成本	46.19	70.73	84.87	97.60
毛利	10.94	15.05	18.06	20.76
毛利率(%)	19.15%	17.54%	17.54%	17.54%
<b>贸易行业</b>				
收入	20.51	17.73	21.28	24.47
成本	20.33	17.29	20.74	23.85
毛利	0.19	0.44	0.53	0.61
毛利率(%)	0.91%	2.50%	2.50%	2.50%
<b>化工行业</b>				
收入	19.98	26.04	31.25	35.94
成本	18.84	23.83	28.60	32.89

毛利	1.14	2.21	2.66	3.05
毛利率(%)	5.70%	8.50%	8.50%	8.50%
<b>煤炭行业</b>				
收入	15.40	12.73	15.28	17.57
成本	7.06	4.54	5.45	6.26
毛利	8.34	8.19	9.83	11.31
毛利率(%)	54.16%	64.36%	64.36%	64.36%
<b>其他业务</b>				
收入	5.26	5.28	6.33	7.28
成本	1.12	0.51	0.61	0.71
毛利	4.14	4.77	5.72	6.58
毛利率(%)	78.64%	90.30%	90.30%	90.30%

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

## 4.2. 首次覆盖, 增持评级, 目标价 26.33 元

我们选取了广汇能源、深圳燃气、新天然气、九丰能源作为可比公司, 可比公司 2022 年 PE 平均值 17.47 倍, PB 平均值 3.02 倍。

PE 估值来看, 天然气价格上涨, 公司业绩弹性大, 给予公司 2022 年 20 倍估值, 对应公司合理估值 30.2 元。

PB 估值来看, 考虑到公司资产优质, 给予公司一定溢价, 给予公司 2022 年 4.5 倍 PB, 对应公司合理估值 22.46 元。

综合 PE 和 PB 估值, 取两者平均, 给予目标价 26.33 元。首次覆盖, 给予“增持”评级。

表 7: 可比公司估值对比

股票代码	公司名称	9.10 收盘价 (元)	EPS (元)			BPS (元)			PB (x)			PB (x)		
			21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E	21E	22E	23E
600256.SH	广汇能源	8.20	0.42	0.54	0.66	2.90	3.37	3.93	19.63	15.24	12.48	2.83	2.43	2.08
601139.SH	深圳燃气	12.28	0.55	0.62	0.69	4.29	4.66	5.06	22.45	19.70	17.82	2.86	2.63	2.43
603393.SH	新天然气	38.85	3.09	1.70	1.96	8.66	9.55	10.55	12.58	22.80	19.85	4.49	4.07	3.68
605090.SH	九丰能源	37.85	2.09	2.56	2.97	8.54	11.10	14.07	18.08	14.77	12.75	4.43	3.41	2.69
	<b>中位值</b>								18.18	18.13	15.72	3.65	3.14	2.72
	<b>平均值</b>								18.85	17.47	15.29	3.65	3.02	2.56
<b>600803.SH</b>	<b>新奥股份</b>	<b>20.48</b>	<b>1.15</b>	<b>1.51</b>	<b>1.80</b>	<b>3.78</b>	<b>4.99</b>	<b>6.43</b>	<b>17.81</b>	<b>13.56</b>	<b>11.38</b>	<b>5.42</b>	<b>4.11</b>	<b>3.19</b>

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究 注: 收盘价为 2021 年 9 月 10 日, 可比公司盈利预测为 Wind 一致预期

## 5. 风险提示

### (1) 天然气需求不及预期

公司的主要利润来源为天然气销售, 若城市燃气需求下滑, 则公司利润将受到负面影响。

### (2) 海外 LNG 采购均价持续上涨风险

海外 LNG 采购价格持续上涨可能导致销气毛差缩窄, 公司利润将受到负面影响。

### (3) 在建项目不及预期

若建设进度不及预期则会影响到公司业绩。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1.投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2.投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		