

新奥股份 (600803.SH)

千万吨长协保障气量增长，提升分红重视股东回报

买入

核心观点

营收小幅下降，剥离新能矿业聚焦天然气主业。2023年公司营业收入1438.62亿元（-6.70%），主要系气价下行，平台交易气和批发气收入有所下降及剥离煤炭业务所致；实现归母净利润70.91亿元，同比提高21.34%；核心利润为63.78亿元，同比提高5.12%；扣非归母净利润24.59亿元，同比降低47.35%。公司扣非归母净利润下降的主要原因是计提甲醇和稳定烯烃资产减值及衍生金融工具公允价值变动；扣非前后差异较大的主要原因是出售新能矿业确认投资收益42.77亿元。

长协资源池快速扩充，保障售气量持续增长。2023年公司新签280万吨/年的LNG长协合同，累计长协量已超过1000万吨/年。2023年公司总售气量386.71亿方，同比增长6.8%，其中平台交易气50.50亿方，同比增长44.0%；零售气量251.44亿方，同比减少3.1%；批发气量84.77亿方，同比增长25.5%。随着新签LNG长协2025年起逐步释放，公司天然气供应能力将进一步提高。

天然气价格回落，下游城燃顺价助力毛差修复。2023年全球天然气市场逐渐回归正常区间，国际国内气价回落。2023年，公司平台交易气、零售气、批发气平均售气价格分别为2.11、2.76、3.44元/方，采购价格分别为1.73、3.29、2.42元/方，天然气平均毛差0.31元，较上年收窄0.09元/方。2023年6月，国家发改委印发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》以来，多地陆续出台天然气价格联动新政，2024年城燃顺价有望持续推进，改善城燃业务盈利能力。

绝对分红承诺保障股息水平，彰显投资价值。公司承诺未来三年现金分红每年增加额不低于0.15元/股并针对出售新能矿业取得的部分净收益进行特别派息。2023年公司每股分红0.91元，对应2023年股息率约为5.4%。预计2024和2025年公司每股派息不低于1.03/1.14元。

风险提示：气价波动、需求不及预期、政策变化。

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。考虑全球天然气价格回落，平台交易气毛差减小等因素的综合影响，下调盈利预测，预计2024-2026年公司归母净利润分别为65.0/72.3/81.4亿元（2024/2025年原为76.0/81.8亿元，新增2026年预测），同比增速-8/11/13%；每股收益2.10/2.33/2.63元，当前股价对应PE分别为9.3/8.3/7.4x。参照可比公司，给予公司10-11倍PE，对应公司权益价值为651-716亿元，对应20.97-23.07元/股合理价格，较当前股价有8%-19%的溢价空间，维持“买入”评级

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	154,169	143,842	151,887	160,808	176,402
(+/-%)	32.9%	-6.7%	5.6%	5.9%	9.7%
净利润(百万元)	5844	7091	6498.7	7228.0	8140.9
(+/-%)	42.5%	21.3%	-8.4%	11.2%	12.6%
每股收益(元)	1.89	2.29	2.10	2.33	2.63
EBIT Margin	11.5%	12.2%	10.0%	9.7%	10.0%
净资产收益率 (ROE)	33.2%	30.0%	24.1%	23.6%	23.3%
市盈率 (PE)	10.3	8.5	9.3	8.4	7.4
EV/EBITDA	6.7	6.3	7.4	7.6	7.2
市净率 (PB)	3.43	2.55	2.24	1.97	1.73

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

公用事业·燃气 II

证券分析师：黄秀杰

021-61761029

huangxiujie@guosen.com.cn

S0980521060002

证券分析师：李依琳

010-88005029

liyilin1@guosen.com.cn

S0980521070002

证券分析师：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

联系人：崔佳诚

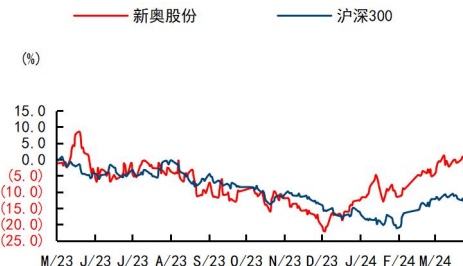
021-60375416

cuijiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	20.97 - 23.07元
收盘价	19.36元
总市值/流通市值	59985/54908百万元
52周最高价/最低价	22.10/14.95元
近3个月日均成交额	148.53百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

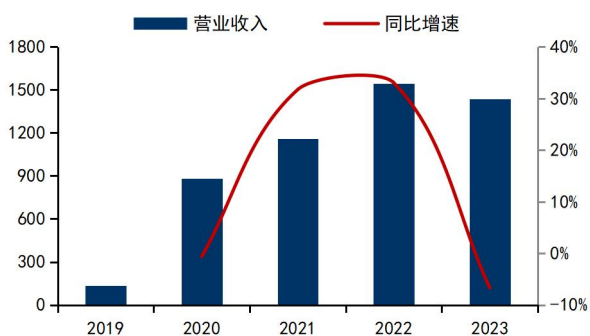
相关研究报告

《新奥股份(600803.SH)-23H1直销气带动归母净利润提升30%，分红承诺彰显发展信心》——2023-08-30

《新奥股份(600803.SH)-核心利润稳步提升，综合能源打造第二成长极》——2022-11-07

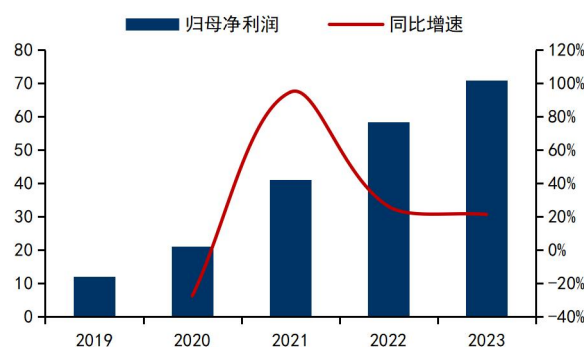
营收小幅下降，剥离新能矿业聚焦天然气主业。2023 年全年，公司实现营业收入 1438.62 亿元，同比下降 6.70%，主要系气价下行，平台交易气和批发气收入有所下降及剥离煤炭业务所致；实现归母净利润 70.91 亿元，同比提高 21.34%；核心利润为 63.78 亿元，同比提高 5.12%；扣非归母净利润 24.59 亿元，同比降低 47.35%。公司扣非归母净利润下降的主要原因是甲醇整体装置及相关资产和稳定轻烃装置及其配套设施分别计提减值 13.28、5.20 亿元，影响公司归母净利润合计 14.80 亿元，以及衍生金融工具公允价值变动-14.52 亿元，同比减少 26.21 亿元所致；扣非前后差异较大的主要原因是出售新能矿业确认投资收益 42.77 亿元。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



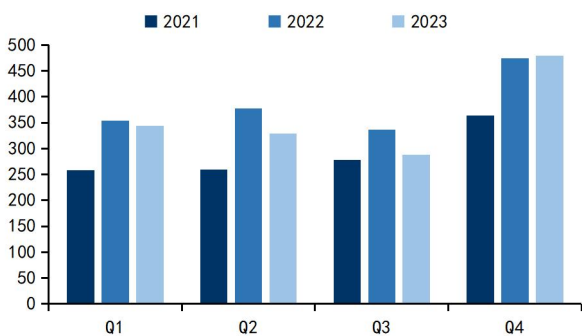
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



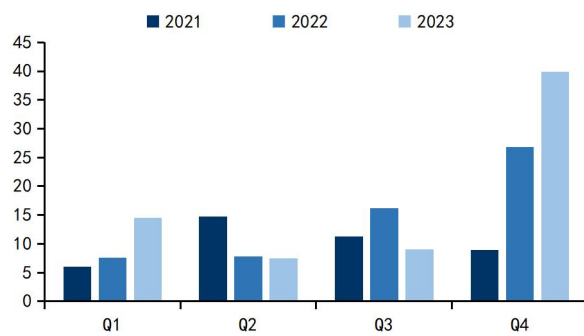
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）

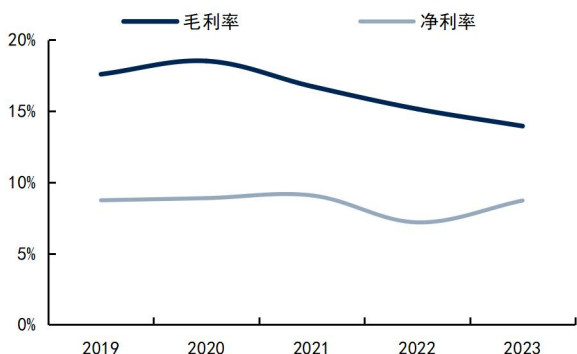


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和费用率有所下降，净利率提高。受气价下行，毛差收窄影响，2023 年公司毛利率为 13.95%，同比降低 pct；投资净收益增加，递延所得税减少，冲抵公允价值变动和资产减值损失，销售净利率为 8.72%，同比提高 1.53pct。公司销售、管理费用率分别为 0.99%/3.59%，同比提高 0.03/0.13pct；财务费用率 1.15%，同比降低 0.75pct。

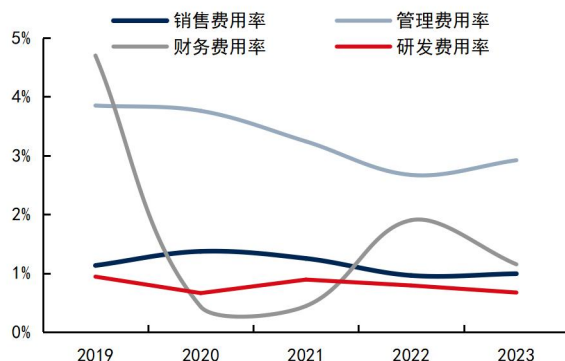
ROE 同比上升，投资性现金流实现净流入。公司 2023 年 ROE 为 34.39%，同比提高 0.96pct，主要系净利率提高所致。受天然气价格下行影响，公司经营性净现金流入减少，为 137.59 亿元（-8.31%）；处置新能矿业收到的现金或净额 65.59 亿元，投资性现金实现净流入 23.31 亿元（-133.88%）；公司持续偿还债务，本期融资性净现金流-82.78 亿元（-14.24%）。

图5: 公司毛利率、净利率情况



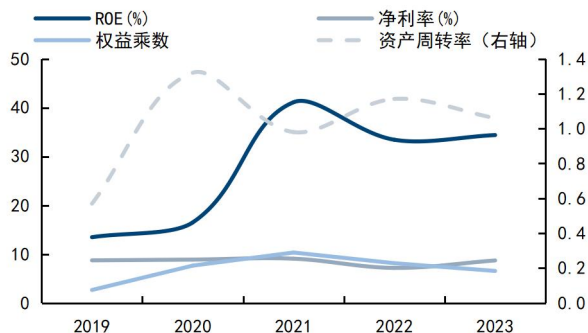
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司费用率情况



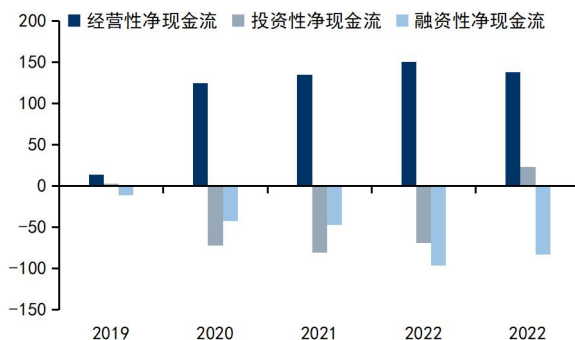
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

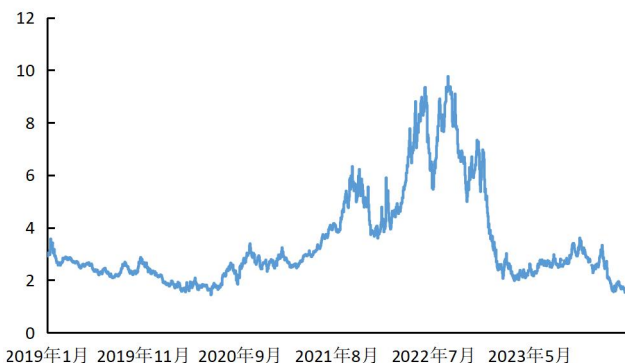
图8: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

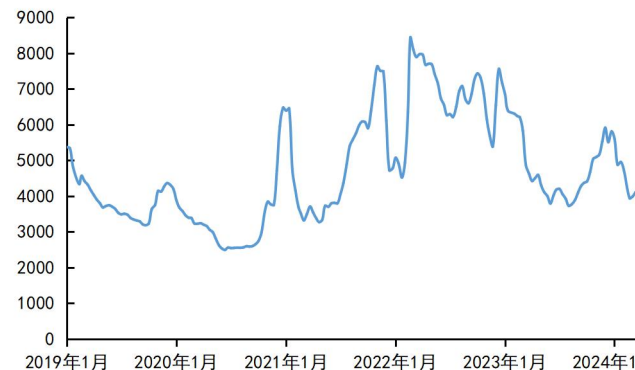
长协资源池快速扩充, 保障售气量持续增长。2023 年公司新签 280 万吨/年的 LNG 长协合同, 累计长协量已超过 1000 万吨/年。2023 年公司总售气量 386.71 亿方, 同比增长 6.8%, 其中平台交易气 50.50 亿方, 同比增长 44.0%; 零售气量 251.44 亿方, 同比减少 3.1%; 批发气量 84.77 亿方, 同比增长 25.5%。随着新签 LNG 长协自 2025 年起逐步释放, 公司天然气供应能力将进一步提高。

天然气价格回落, 下游城燃顺价助力毛差修复。受地缘政治及欧洲能源危机等因素影响, 2021 和 2022 年国际天然气价格高企, 2023 年受全球温和气温、经济增长低于预期及可再生和核电发电量的增长, 全球天然气市场逐渐回归正常区间, 国际国内气价回落。2023 年, 公司平台交易气、零售气、批发气平均售气价格分别为 2.11、2.76、3.44 元/方, 采购价格分别为 1.73、3.29、2.42 元/方, 平台交易气和批发气较上年同期有所降低, 零售气基本持平, 天然气平均毛差 0.31 元, 较上年收窄 0.09 元/方。2023 年 6 月, 国家发改委印发《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》以来, 内蒙古、河北、湖南、江苏等地陆续出台天然气价格联动新政, 调整居民用气价格, 2024 年其他地区城燃顺价有望持续推进, 改善城燃业务盈利能力。

图9: NYMEX 天然气期货价格 (美元/百万英热单位)


2019年1月 2019年11月 2020年9月 2021年8月 2022年7月 2023年5月

资料来源: Wind、NYMEX、国信证券经济研究所整理

图10: 中国 LNG 市场价 (单位: 元/吨)


2019年1月 2020年1月 2021年1月 2022年1月 2023年1月 2024年1月

资料来源: Wind、国家统计局、国信证券经济研究所整理

绝对分红承诺保障股息水平, 彰显投资价值。2023年8月, 公司发布《未来三年(2023-2025年)股东分红回报规划》, 承诺未来三年现金分红每年增加额不低于0.15元/股; 12月发布《未来三年(2023-2025年)股东特别派息规划》, 针对出售新能矿业取得的部分净收益进行特别派息。2023年公司每股分红0.91元, 对应2023年股息率约为5.4%。预计2024和2025年公司每股派息不低于1.03/1.14元。

投资建议: 下调盈利预测, 维持“买入”评级。考虑到全球天然气价格回落, 平台交易气毛差减小等因素的综合影响, 下调盈利预测, 预计2024-2026年公司营收1518.9/1608.1/1764.0亿元(2024/2025年原为1761.2/1935.6亿元, 新增2026年预测); 归母净利润分别为65.0/72.3/81.4亿元(2024/2025年原为76.0/81.8亿元, 新增2026年预测), 同比增速-8/11/13%; 每股收益2.10/2.33/2.63元, 当前股价对应PE分别为9.3/8.3/7.4x。参照可比公司, 给予公司10-11倍PE, 对应公司权益价值为651-716亿元, 对应20.97-23.07元/股合理价格, 较当前股价有8%-19%的溢价空间, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价 元	总市值 亿元	EPS				PE				PEG 24E	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
605090.SH	九丰能源	26.97	153.79	1.76	2.09	2.55	3.01	15.3	12.9	10.6	9.0	0.49	买入
02688.HK	新奥能源	60.45	656.11	5.20	6.05	6.15	6.80	11.6	10.0	9.8	8.9	4.26	无
01139.HK	华润燃气	25.05	571.56	2.09	2.54	2.79	2.99	12.0	9.9	9.0	8.4	0.88	无

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 注: 数据取自Wind一致预测。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	9238	16673	23038	31405	41495	营业收入	154169	143842	151887	160808	176402
应收款项	9710	8205	8664	9173	10062	营业成本	130703	123707	130415	137707	150508
存货净额	2417	2167	2285	2411	2636	营业税金及附加	784	544	574	608	667
其他流动资产	14458	12986	13713	14518	15926	销售费用	1485	1429	1509	1597	1752
流动资产合计	38783	43544	48049	58065	71012	管理费用	4877	4968	5006	5192	5593
固定资产	71688	66618	73980	77701	82265	财务费用	2933	1651	751	778	769
无形资产及其他	11062	7625	7790	7986	8232	投资收益	847	7922	1000	1000	1000
投资性房地产	8642	9390	9390	9390	9390	资产减值及公允价值变动	926	(3548)	50	53	56
长期股权投资	6021	7398	7898	8098	8298	其他收入	(455)	(125)	(195)	130	(29)
资产总计	136197	134574	147106	161239	179196	营业利润	14705	15792	14488	16110	18139
短期借款及交易性金融负债	9510	11983	11983	11983	11983	营业外净收支	(28)	(26)	(39)	(39)	(39)
应付款项	11342	11484	12112	12781	13973	利润总额	14677	15766	14449	16071	18100
其他流动负债	27817	22565	23800	25118	27465	所得税费用	3603	3236	2966	3299	3715
流动负债合计	48668	46032	47895	49881	53421	少数股东损益	5230	5439	4985	5544	6244
长期借款及应付债券	26490	21588	27485	33101	39504	归属于母公司净利润	5844	7091	6499	7228	8141
其他长期负债	9477	8416	7345	7345	7345						
长期负债合计	35967	30005	34830	40446	46849	现金流量表 (百万元)					
负债合计	84635	76037	82725	90328	100270	净利润	5844	7091	6499	7228	8141
少数股东权益	33984	34882	37419	40253	44000	资产减值准备	(920)	4474	(3598)	(3)	(3)
股东权益	17578	23655	26962	30658	34926	折旧摊销	3956	4200	4135	4352	4614
负债和股东权益总计	136197	134574	147106	161239	179196	公允价值变动损失	(920)	4474	(3598)	(3)	(3)
						财务费用	2933	1651	751	778	769
关键财务与估值指标						营运资本变动	(1678)	(1883)	559	546	1017
每股收益	1.89	2.29	2.10	2.33	2.63	其它	8723	(4597)	5885	2615	3519
每股红利	0.51	0.91	1.03	1.14	1.25	经营活动现金流	15006	13759	9882	14735	17285
每股净资产	5.67	7.63	8.70	9.89	11.27	资本开支	(8719)	(9259)	(8064)	(8266)	(9421)
ROIC	17.53%	13.89%	14%	15%	16%	其它投资现金流	(464)	(552)	3164	(209)	(335)
ROE	33.25%	29.98%	24.10%	23.58%	23.31%	投资活动现金流	(6881)	2331	(5401)	(8675)	(9956)
毛利率	15%	14%	14%	14%	15%	权益性融资	138	168	0	0	0
EBIT Margin	11%	12%	10%	10%	10%	负债净变化	6414	(3366)	5497	5616	6403
EBITDA Margin	14%	15%	13%	12%	13%	支付股利、利息	(1580)	(2820)	(3191)	(3532)	(3873)
收入增长	33%	-7%	6%	6%	10%	其它融资现金流	(15715)	(5936)	0	0	0
净利润增长率	42%	21%	-8%	11%	13%	融资活动现金流	(9652)	(8278)	1883	2306	2761
资产负债率	87%	82%	82%	81%	81%	现金净变动	(2202)	7435	6365	8367	10090
股息率	2.6%	4.7%	5.3%	5.9%	6.4%	货币资金的期初余额	11440	9238	16673	23038	31405
P/E	10.3	8.5	9.3	8.4	7.4	货币资金的期末余额	9238	16673	23038	31405	41495
P/B	3.4	2.6	2.2	2.0	1.7	企业自由现金流	0	6960	8709	9016	10198
EV/EBITDA	6.7	6.3	7.4	7.6	7.2	权益自由现金流	0	(2343)	13609	14015	15990

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032