

2024年03月24日
新奥股份(600803.SH)

SDIC

公司快报

证券研究报告

燃气

资产减值影响短期业绩，确定性高分红及长期成长性确保投资价值

事件：

公司发布 2023 年年报，2023 年公司实现营业收入 1437.54 亿元，同比下降 6.68%；实现归母净利润 70.9 亿元，同比增长 21.34%；实现核心利润 63.78 亿元，同比增长 5.12%，实现扣非归母净利润 24.59 亿元，同比下降 47.35%。公司收入端下滑主要受海外气价大幅下降背景下平台交易气（直销气）业务收入下降及煤矿资产置出影响。同时，公司归母净利润受资产减值计提影响，根据公司公告，2023 年子公司新能能源对甲醇整体装置及相关资产计提减值 13.28 亿元，减少公司归母净利润 10.6 亿元；对固定资产及在建工程-稳定轻烃装置及配套设​​施计提减值 5.2 亿元，减少公司归母净利润 4.16 亿元，两项大额减值影响公司短期业绩。

公司业绩增长受益于平台交易气持续放量：

公司平台交易气业务分为国内与海外两部分，根据公司年报，2023 年公司实现平台交易气销售气量达 50.5 亿方，同比增长 44%，其中海外平台交易气量 19.37 亿方，与 2022 年基本持平；在海外现货气价大幅回落背景下公司加大现货气量进口，国内平台交易销售气量达到 31.13 亿方，同比增长 110.3%，主要覆盖浙江、广东、福建、重庆、山西等省份。盈利能力维持叠加气量增长，公司平台交易气核心利润达到 34.14 亿元，同比增长 56.2%。展望 2024 年，公司无新增海外 LNG 长协释放，但海外气价回落背景下进口现货气量有望持续提升，平台交易气业务规模有望保持稳健。

成本改善叠加居民气顺价，城燃业绩修复可期：

根据公司公告及公开业绩交流会资料，2023 年受上半年工业气需求恢复不及预期影响，公司零售气量 251.44 亿方，同比下降 3.1%，但受益于部分地区居民气实现顺价及天然气现货价格持续下降，公司零售气采销价差提升 0.02 元/方。2024 年公司零售气毛差有望进一步提升，一方面，3 月深圳市在前期发布《关于调整我市管道燃气价格与完善上下游价格联动机制的通知》后首次提升管道燃气收费标准，居民气价提升 10%，工商业气销售基准价提升 10%，深圳市气价高、市场化程度高，此次顺价具备标杆意义，2024 年其他省市居民气顺价进度也有望持续加快；另一方面，日前中石油出台 2024-2025 年管道气价格政策，相比去年价格政策出现一定变化：1) 将居民其量与非居民气量并轨为管制气量进行统一定价，在门站价基础上上浮 18.5%；2) 非采暖期管制气量从 70%降至 65%；非采暖期非管制气固定量较门站价上浮比例从 80%降至 70%，总体而言中石油合同气价较

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	22.9 元
股价 (2024-03-22)	19.14 元

总市值(百万元)	59,303.33
流通市值(百万元)	54,283.74
总股本(百万股)	3,098.40
流通股本(百万股)	2,836.14
12 个月价格区间	15.05/21.54 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.1	11.8	13.3
绝对收益	3.7	18.0	2.0

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡 分析师

SAC 执业证书编号：S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡 联系人

SAC 执业证书编号：S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

分红政策及特别派息规划陆续落地，高股息雏形初显	2023-12-10
居民气顺价下毛差改善，直销气高盈利趋势延续	2023-08-27
直销气高盈利叠加城燃稳健增长，全年业绩高增长有望	2023-05-02

去年同期略有下降,对于公司城燃板块气源成本优化有望产生积极作用,两方面推动下公司城燃业务毛差有望持续扩大,实现业绩修复。

短期锁定高分红保障稳定性,长期海外长协放量带来高成长:

公司分别于 2023 年 8 月和 12 月发布股东分红回报规划及特别派息规划,要求未来三年分配现金红利每年增加额不低于 0.15 元/股(含税),同时将新能矿业 100%股权出售交易取得的投资收益进行特别派息,2023-2025 年每股现金分红分别为 0.25 元、0.22 元、0.18 元(含税)。我们预计 2023-2025 年公司每股现金分红有望分别不低于 0.91 元、1.03 元、1.14 元,股息率 4.8%/5.4%/6.0%(按 3 月 22 日收盘价计算),实现确定性分红。从长期看,公司依托舟山 LNG 接收站大力签订具备价格竞争力的海外 LNG 长协,根据公司业绩交流会资料,2023 年公司与阿联酋 Ruwais LNG 项目新签 100 万吨 LNG 长协,于 2028 年开始供应,后续公司将有 810 万吨/年的 LNG 长协预计将于 2025-2028 年陆续开始执行,同时公司与中石油签订十年长协,长期低价长协气源占比有望显著提升,低气源成本及多元化优势有望进一步凸显。

投资建议:

我们预计公司 2024 年-2026 年的收入分别为 1703.26 亿元、1945.59 亿元、2319.1 亿元,增速分别为 18.4%、14.2%、19.2%,净利润分别为 71.1 亿元、78.3 亿元、103.6 亿元,增速分别为 0.2%、10.1%、32.3%,维持买入-A 的投资评级,给予 2024 年 10xPE,6 个月目标价为 22.9 元。

风险提示: 下游用气需求不及预期、海外 LNG 价格波动风险、汇率波动风险,海外长协执行不及预期,居民气顺价不及预期。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	154,168.8	143,841.9	170,326.0	194,559.3	231,910.8
净利润	5,843.9	7,091.1	7,107.6	7,828.4	10,355.7
每股收益(元)	1.89	2.29	2.29	2.53	3.34
每股净资产(元)	5.67	7.63	8.75	10.46	12.73

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	10.1	8.4	8.3	7.6	5.7
市净率(倍)	3.4	2.5	2.2	1.8	1.5
净利润率	3.8%	4.9%	4.2%	4.0%	4.5%
净资产收益率	33.2%	30.0%	26.2%	24.1%	26.2%
股息收益率	2.7%	0.0%	3.8%	4.2%	5.6%
ROIC	23.9%	19.9%	19.7%	22.0%	23.7%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

延续	
低气价下城燃与接收站复苏可期,业绩高增长有望持续	2023-03-27
气价下跌+疫情消退双重利好,业绩增长动力不减	2023-02-05

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	154,168.8	143,841.9	170,326.0	194,559.3	231,910.8	成长性					
减: 营业成本	130,702.6	123,707.4	146,897.6	168,422.1	200,350.4	营业收入增长率	32.9%	-6.7%	18.4%	14.2%	19.2%
营业税费	784.1	543.7	647.2	739.3	881.3	营业利润增长率	8.7%	7.4%	0.3%	10.7%	21.1%
销售费用	1,485.0	1,428.7	1,618.1	1,945.6	2,319.1	净利润增长率	42.5%	21.3%	0.2%	10.1%	32.3%
管理费用	4,121.4	4,202.5	4,769.1	5,759.0	6,910.9	EBITDA 增长率	23.2%	16.6%	-17.9%	6.4%	17.0%
研发费用	1,220.1	961.3	1,022.0	1,264.6	1,507.4	EBIT 增长率	23.0%	18.8%	-23.1%	6.2%	19.7%
财务费用	2,933.2	1,650.6	689.9	20.6	-222.6	NOPLAT 增长率	21.3%	4.2%	-5.2%	6.2%	19.7%
资产减值损失	-242.9	-2,068.9	-346.5	-252.1	-252.1	投资资本增长率	25.0%	-4.3%	-4.6%	10.8%	-3.4%
加: 公允价值变动收益	1,169.1	-1,479.1	-73.2	-9.4	30.6	净资产增长率	11.7%	13.5%	15.2%	16.9%	17.1%
投资和汇兑收益	846.1	7,921.9	888.7	888.6	799.8						
营业利润	14,704.7	15,792.4	15,844.1	17,539.4	21,246.8	利润率					
加: 营业外净收支	-27.9	-26.2	-16.8	-75.3	-104.2	毛利率	15.2%	14.0%	13.8%	13.4%	13.6%
利润总额	14,676.8	15,766.2	15,827.3	17,464.1	21,142.6	营业利润率	9.5%	11.0%	9.3%	9.0%	9.2%
减: 所得税	3,602.7	3,236.1	3,248.6	3,584.6	4,339.6	净利润率	3.8%	4.9%	4.2%	4.0%	4.5%
净利润	5,843.9	7,091.1	7,107.6	7,828.4	10,355.7	EBITDA/营业收入	14.2%	17.8%	12.3%	11.5%	11.3%
						EBIT/营业收入	11.7%	15.0%	9.7%	9.0%	9.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	144	159	133	121	104
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	-25	-21	-20	-17	-13
货币资金	9,238.1	16,673.4	13,626.1	15,887.8	31,572.6	流动资产周转天数	92	103	98	90	96
交易性金融资产	25.6	200.1	126.9	117.5	148.2	应收帐款周转天数	21	21	22	21	22
应收帐款	9,384.6	7,739.5	12,753.6	10,446.3	17,275.3	存货周转天数	6	6	7	6	6
应收票据	325.1	465.6	406.7	555.6	647.6	总资产周转天数	308	339	293	264	243
预付帐款	4,987.6	5,286.4	5,913.4	6,894.7	8,822.2	投资资本周转天数	146	170	137	124	107
存货	2,416.6	2,166.6	4,334.9	2,615.8	5,570.3						
其他流动资产	12,405.6	11,012.2	11,772.5	11,730.1	11,504.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	33.2%	30.0%	26.2%	24.1%	26.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	9.3%	8.8%	9.7%	9.8%
长期股权投资	6,021.1	7,397.5	7,397.5	7,397.5	7,397.5	ROIC	23.9%	19.9%	19.7%	22.0%	23.7%
投资性房地产	276.3	268.1	268.1	268.1	268.1	费用率					
固定资产	66,128.2	61,326.3	64,386.1	66,122.6	67,535.8	销售费用率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
在建工程	4,531.7	4,798.9	4,798.9	4,798.9	4,798.9	管理费用率	2.7%	2.9%	2.8%	3.0%	3.0%
无形资产	11,247.6	8,123.1	7,602.0	7,080.9	6,559.8	研发费用率	0.8%	0.7%	0.6%	0.7%	0.7%
其他非流动资产	9,209.4	9,115.7	9,094.4	8,818.9	8,845.2	财务费用率	1.9%	1.1%	0.4%	0.0%	-0.1%
资产总额	136,197.4	134,573.5	142,484.8	142,736.1	170,948.1	四费/营业收入	6.3%	5.7%	4.8%	4.6%	4.5%
短期债务	7,560.2	9,554.3	2,256.0	-	-	偿债能力					
应付帐款	13,265.8	12,524.6	21,616.2	14,858.1	29,049.1	资产负债率	62.1%	56.5%	52.7%	44.8%	46.0%
应付票据	857.4	781.5	1,795.5	843.0	2,259.5	负债权益比	164.1%	129.9%	111.2%	81.1%	85.2%
其他流动负债	26,984.6	23,171.9	27,430.3	25,862.3	25,488.2	流动比率	0.80	0.95	0.92	1.16	1.33
长期借款	12,112.2	8,745.9	-	-	-	速动比率	0.75	0.90	0.84	1.10	1.23
其他非流动负债	23,855.0	21,258.7	21,930.2	22,348.0	21,845.6	利息保障倍数	6.18	13.03	23.96	852.76	-94.46
负债总额	84,635.2	76,036.9	75,028.2	63,911.3	78,642.4	分红指标					
少数股东权益	33,984.1	34,881.8	40,352.9	46,404.1	52,851.4	DPS(元)	0.51	-	0.72	0.81	1.07
股本	3,098.7	3,098.4	3,098.7	3,098.7	3,098.7	分红比率	27.0%	0.0%	31.6%	32.1%	32.1%
留存收益	13,972.3	19,140.5	24,004.9	29,322.0	36,355.5	股息收益率	2.7%	0.0%	3.8%	4.2%	5.6%
股东权益	51,562.2	58,536.7	67,456.6	78,824.7	92,305.7						
						现金流量表					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	11,074.1	12,530.1	7,107.6	7,828.4	10,355.7
						加: 折旧和摊销	3,956.5	4,199.5	4,461.3	4,784.6	5,107.9
						资产减值准备	242.9	2,068.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-1,169.1	1,479.1	-73.2	-9.4	30.6
						财务费用	2,969.5	1,793.4	689.9	20.6	-222.6
						投资收益	-846.5	-7,922.0	-888.8	-888.8	-800.0
						少数股东损益	5,230.2	5,439.0	5,471.1	6,051.1	6,447.3
						营运资金的变动	-2,506.8	-4,963.2	5,575.6	-5,363.0	3,261.3
						经营活动产生现金流量	15,005.8	13,759.5	22,343.5	12,423.5	24,180.3
						投资活动产生现金流量	-6,881.1	2,331.2	-6,024.8	-5,074.5	-5,253.3
						融资活动产生现金流量	-9,652.2	-8,278.5	-19,366.0	-5,087.2	-3,242.3
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.89	2.29	2.29	2.53	3.34
						BVPS(元)	5.67	7.63	8.75	10.46	12.73
						PE(X)	10.1	8.4	8.3	7.6	5.7
						PB(X)	3.4	2.5	2.2	1.8	1.5
						P/FCF	-20.7	7.8	-12.1	-37.5	4.7
						P/S	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA	4.6	3.7	4.6	4.4	3.4
						CAGR(%)	7.8%	10.3%	6.1%	7.8%	10.3%
						PEG	1.3	0.8	1.4	1.0	0.6
						ROIC/WACC	2.5	2.1	2.1	2.3	2.5
						REP	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034