

# 新奥股份 (600803.SH)

## 23H1 直销气带动归母净利提升 30%，分红承诺彰显发展信心

买入

### 核心观点

**营收小幅下降，直销气业务贡献核心利润增长。**2023H1，公司实现营业收入 671.70 亿元 (-8.15%)，上半年气价下行，售气收入有所下降；归母净利润 22.04 亿元 (+29.86%)；扣非归母净利润 13.81 亿元 (+2.38%)；归母核心利润 31.69 亿元 (+30.93%)，主要系直销气业务利润贡献同比增加所致。2023H1，公司直销气量、零售气量和批发气量分别为 22.36/121.62/36.65 亿方，同比增长 11.7%/-6.9%/-2.8%，零售气量中，工商业用户气量 91.80 亿方 (-8.9%)，居民用户气量 28.06 亿方 (+1.3%)。

**持续扩充气源资源池，长协资源超 1000 万吨/年。**公司与美国切尔尼公司新签约长协 180 万吨/年，NextDecade200 万吨长协做出最终投资决策合同生效，雪佛龙、道达尔长约已确定未来 5 年价格，并与中石油签署中长期购销合同及舟山设施利用合作协议，公司天然气长协资源累积超 1000 万吨/年。同时公司拓展新疆庆华、大唐能源、山西煤层气、重庆页岩气等非常规资源，持续扩充天然气资源池，降低用气成本，提高气源安全性。

**打造数智化平台好气网，赋能产业聚合和升级。**公司打造天然气产业智能运营平台好气网，链接天然气需求侧和供给侧，提供场景数据，赋能和聚合天然气产业生态各方，解决供需匹配问题。2023H1，好气网新增认证用户 597 家，实现交易气量 26.9 亿方，交易额 90.8 亿元；累计认证用户 2981 家，累计交易气量 189 亿方，累计交易额 524 亿元。

**提升分红承诺和增持子公司，彰显发展信心。**公司做出分红承诺，每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的 10%，最近三年以现金方式累计分配利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；未来三年分配现金红利每年增加额不低于 0.15 元/股 (含税)。截至 7 月 31 日，公司持有新奥能源 (02688.HK) 3.69 亿股，占已发行股份总数的 32.64%。

**风险提示：**气价波动、需求不及预期、综合能源进度不及预期、政策变化。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑国内外天然气价波动、公司综合能源业务发展等因素的综合影响，上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 68.4/77.0/83.0 亿元 (原为 58.0/66.1/70.6 亿元)，同比增速 17/13/8%；EPS 为 2.21/2.48/2.68 元，当前股价对应 PE 分别为 7.8/6.9/6.4x。参照可比公司，给予公司 9-10 倍 PE，对应公司权益价值为 616-684 亿元，对应 19.86-22.07 元/股合理价格，较当前股价有 15%-28%的溢价空间，维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	116,031	154,169	145,598	163,711	179,768
(+/-%)	31.7%	32.9%	-5.6%	12.4%	9.8%
净利润(百万元)	4102	5844	6835	7696	8300
(+/-%)	94.7%	42.5%	17.0%	12.6%	7.8%
每股收益(元)	1.44	1.89	2.21	2.48	2.68
EBIT Margin	10.9%	10.3%	10.7%	10.7%	10.5%
净资产收益率 (ROE)	27.7%	33.2%	30.6%	27.5%	24.4%
市盈率 (PE)	11.9	9.1	7.8	6.9	6.4
EV/EBITDA	8.3	7.0	7.4	6.9	6.8
市净率 (PB)	3.30	3.03	2.38	1.90	1.57

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：郑汉林

0755-81982169

zhenghanlin@guosen.com.cn

S0980522090003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	19.86 - 22.07 元
收盘价	17.20 元
总市值/流通市值	53292/25134 百万元
52 周最高价/最低价	22.14/15.26 元
近 3 个月日均成交额	141.28 百万元

#### 市场走势



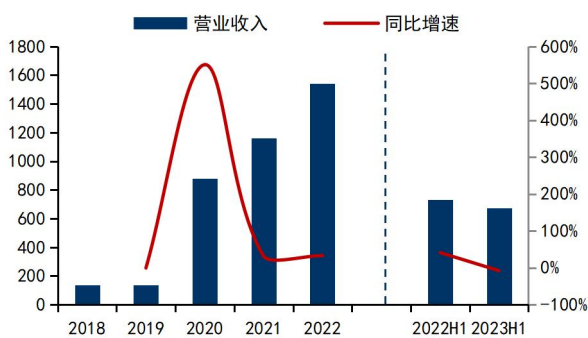
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

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

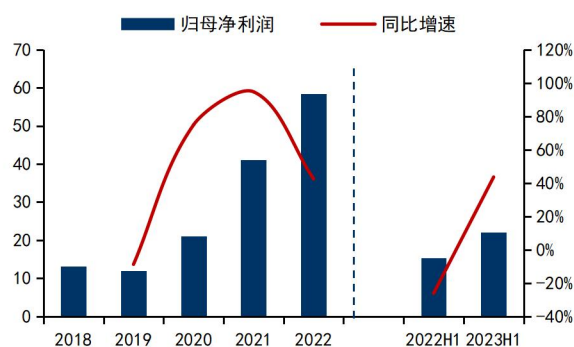
**营收小幅下降, 直销气业务贡献核心利润增长。**2023H1, 公司实现营业收入 671.70 亿元, 同比下降 8.15%, 上半年国际国内气价下行, 售气收入有所下降; 实现归母净利润 22.04 亿元, 同比提高 29.86%; 扣非归母净利润 13.81 亿元, 同比提高 2.38%; 归属上市公司股东的核心利润 31.69 亿元, 同比提高 30.93%。公司业绩增长主要系直销气业务利润贡献同比增加所致, 2023H1 公司直销气量达 22.36 亿方。

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿港元)



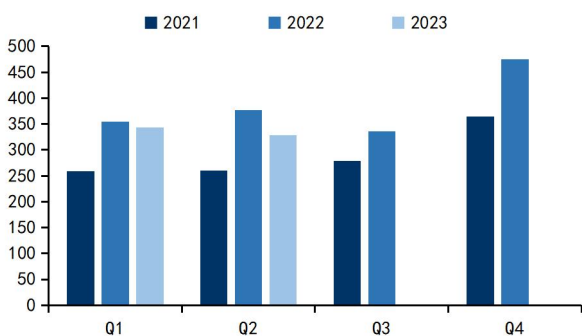
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿港元)



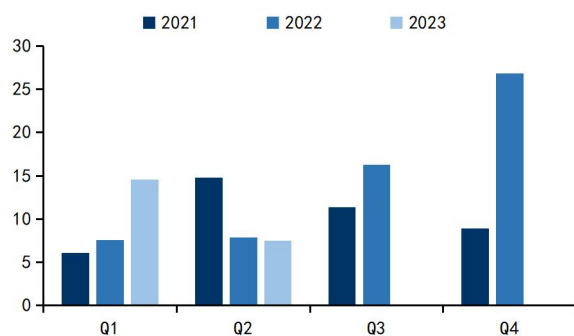
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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)

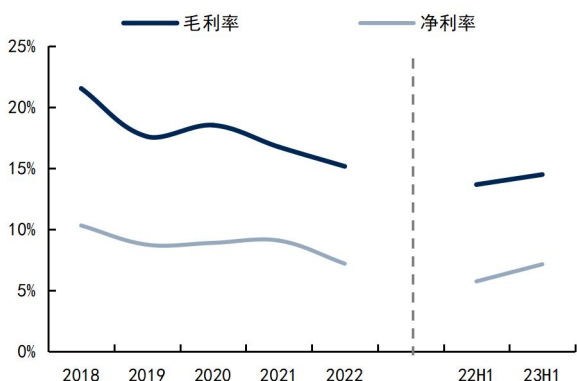


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**毛利率和净利率同比上升, 费用率有所提高。**受益于直销气业务的增长, 公司收益质量有所改善, 2023H1 毛利率为 14.48%, 同比提高 0.82pct; 销售净利率为 7.14%, 同比提高 1.40pct。公司销售、管理和研发费用率同比均有所提高, 分别为 1.10/3.67/0.56%, 财务费用率同比下降, 为 1.78%, 公司三项费用率合计 6.55%, 同比提高 0.42pct。

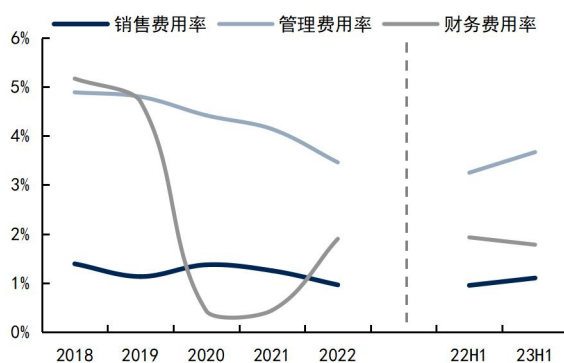
**ROE 同比上升, 投资和融资现金流大幅增加。**2023H1, 公司 ROE 为 11.76%, 同比提高 1.60ct, 主要系净利率明显提高所致。受天然气价格下行影响, 公司售气收入同比减少, 经营性净现金流 63.11 亿元 (-6.68%); 投资性现金流净流出 38.02 亿元 (+6.08%); 本期偿还借款及债券现金流出减少, 融资性现金流转正, 净流入 6.08 亿元 (+543.80%)。

图5: 公司毛利率、净利率情况



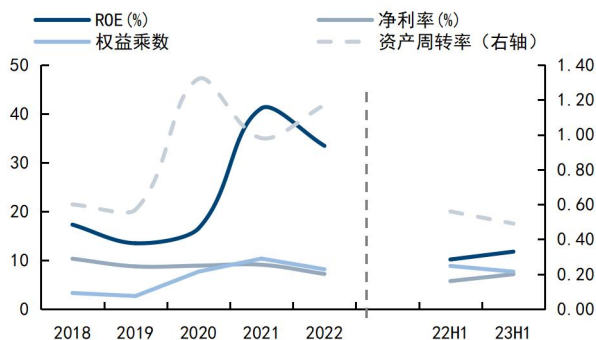
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况



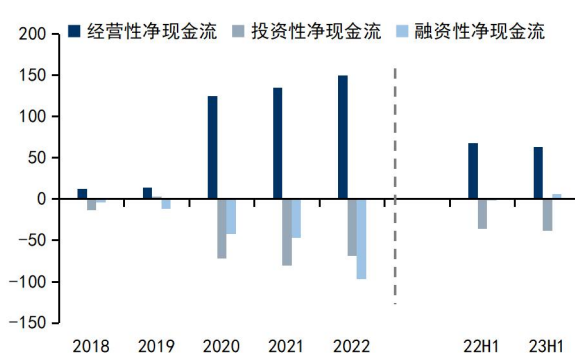
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

**持续扩充气源资源池，直销气业务贡献核心利润增长。**公司与美国切尔尼公司新签约长协 180 万吨/年，NextDecade200 万吨长协做出最终投资决策合同生效，雪佛龙、道达尔长约已确定未来 5 年价格，并与中石油签署中长期购销合同及舟山设施利用合作协议，公司天然气长协资源累积超 1000 万吨/年。同时公司拓展新疆庆华、大唐能源、山西煤层气、重庆页岩气等非常规资源，持续扩充天然气资源池，降低用气成本，提高气源安全性。2023H1，公司直销气量、零售气量和批发气量分别为 22.36/121.62/36.65 亿方，同比增长 11.7%/-6.9%/-2.8%，零售气量中，工商业用户气量 91.80 亿方，同比减少 8.9%，居民用户气量 28.06 亿方，同比增加 1.3%。本期直销气业务利润贡献同比增加带动公司归母核心利润增长。

**打造数智化平台好气网，赋能产业聚合和升级。**公司打造天然气产业智能运营平台好气网，链接天然气需求侧和供给侧，提供场景数据，赋能和聚合天然气产业生态各方，解决供需匹配问题。2023H1，好气网新增认证用户 597 家，实现交易气量 26.9 亿方，交易额 90.8 亿元；累计认证用户 2981 家，累计交易气量 189 亿方，累计交易额 524 亿元。

**提升分红承诺和增持子公司，彰显发展信心。**公司做出分红承诺，每年现金分红不少于当年实现的可分配利润的 10%，最近三年以现金方式累计分配利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的 30%；未来三年分配现金红利每年增加额不低

于 0.15 元/股（含税）。8 月 26 日，公司自愿性披露增持控股子公司新奥能源（02688.HK）情况，截至 7 月 31 日，公司持有新奥能源 3.69 亿股，占已发行股份总数的 32.64%。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑国内外天然气价波动、公司综合能源业务发展等因素的综合影响，上调盈利预测，预计 2023-2025 年公司营收 1456.0/1637.1/1797.7 亿元（原为 1581.1/1790.5/1976.1 亿元）；归母净利润分别为 68.4/77.0/83.0 亿元（原为 58.0/66.1/70.6 亿元），同比增速 17/13/8%；每股收益 2.21/2.48/2.68 元，当前股价对应 PE 分别为 7.8/6.9/6.4x。参照可比公司，给予公司 9-10 倍 PE，对应公司权益价值为 616-684 亿元，对应 19.86-22.07 元/股合理价格，较当前股价有 15%-28%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 23E	投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E		
605090.SH	九丰能源	23.48	146.85	1.76	2.12	2.60	3.08	13.34	11.05	9.04	7.63	0.49	买入
02688.HK	新奥能源	62.00	701.36	5.20	6.94	7.87	8.77	18.88	8.04	7.20	6.39	0.60	无
01139.HK	华润燃气	22.00	466.34	1.87	2.22	2.52	2.83	14.32	8.79	7.94	7.09	0.65	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：新奥能源、华润燃气盈利数据取自 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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	11440	9238	22835	35940	51208	营业收入	116031	154169	145598	163711	179768
应收款项	9189	9710	10350	10974	12415	营业成本	96513	130703	122862	138250	152103
存货净额	3138	2417	3125	3034	3608	营业税金及附加	635	784	741	833	914
其他流动资产	13569	14458	13654	15353	16859	销售费用	1446	1485	1402	1577	1732
<b>流动资产合计</b>	<b>39834</b>	<b>38783</b>	<b>50140</b>	<b>65582</b>	<b>84539</b>	管理费用	3764	4121	3862	4273	4638
固定资产	61311	70914	75585	77643	79617	研发费用	1035	1220	1152	1296	1423
无形资产及其他	10604	11062	10509	9956	9403	财务费用	505	2933	908	729	501
投资性房地产	10190	9416	9416	9416	9416	投资收益	1179	847	847	847	847
长期股权投资	5996	6021	6252	6380	6559	资产减值及公允价值变动	907	1412	767	1029	1069
<b>资产总计</b>	<b>127934</b>	<b>136197</b>	<b>151902</b>	<b>168978</b>	<b>189535</b>	其他收入	(1725)	(1696)	(1152)	(1296)	(1423)
短期借款及交易性金融负债	15244	9510	9510	9510	9510	营业利润	13530	14705	17193	19357	20874
应付款项	13163	11342	13671	13680	16009	营业外净收支	(63)	(28)	(28)	(28)	(28)
其他流动负债	26987	27817	26055	29345	32309	<b>利润总额</b>	<b>13466</b>	<b>14677</b>	<b>17165</b>	<b>19329</b>	<b>20846</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>55393</b>	<b>48668</b>	<b>49235</b>	<b>52534</b>	<b>57828</b>	所得税费用	2936	3603	4213	4745	5117
长期借款及应付债券	15539	26490	31485	34855	38314	少数股东损益	6429	5230	6117	6888	7429
其他长期负债	10836	9477	10368	10135	10463	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4102</b>	<b>5844</b>	<b>6835</b>	<b>7696</b>	<b>8300</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>26375</b>	<b>35967</b>	<b>41853</b>	<b>44989</b>	<b>48777</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>81768</b>	<b>84635</b>	<b>91088</b>	<b>97523</b>	<b>106605</b>	净利润	4102	5844	6835	7696	8300
少数股东权益	31332	33984	38447	43472	48892	资产减值准备	387	(207)	(250)	(0)	(0)
股东权益	14833	17578	22368	27983	34039	折旧摊销	3080	3819	4034	4339	4590
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>127934</b>	<b>136197</b>	<b>151902</b>	<b>168978</b>	<b>189535</b>	公允价值变动损失	(907)	(1412)	(767)	(1029)	(1069)
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	505	2933	908	729	501
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	165	(2471)	663	833	2102
每股收益	1.44	1.89	2.21	2.48	2.68	其它	4670	4023	4713	5026	5420
每股红利	0.31	0.51	0.66	0.81	0.96	<b>经营活动现金流</b>	<b>11498</b>	<b>9596</b>	<b>15228</b>	<b>16865</b>	<b>19342</b>
每股净资产	5.21	5.67	7.22	9.03	10.98	资本开支	0	(14009)	(7135)	(4814)	(4941)
ROIC	17%	18%	16%	17%	19%	其它投资现金流	(2279)	(464)	2785	(105)	(169)
ROE	28%	33%	31%	28%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2714)</b>	<b>(14499)</b>	<b>(4581)</b>	<b>(5048)</b>	<b>(5289)</b>
毛利率	17%	15%	16%	16%	15%	权益性融资	(51)	138	0	0	0
EBIT Margin	11%	10%	11%	11%	11%	负债净变化	980	6414	4995	3370	3459
EBITDA Margin	14%	13%	13%	13%	13%	支付股利、利息	(875)	(1580)	(2045)	(2081)	(2245)
收入增长	32%	33%	-6%	12%	10%	其它融资现金流	(10131)	(7105)	0	0	0
净利润增长率	95%	42%	17%	13%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(9972)</b>	<b>2701</b>	<b>2950</b>	<b>1289</b>	<b>1214</b>
资产负债率	88%	87%	85%	83%	82%	<b>现金净变动</b>	<b>(1188)</b>	<b>(2202)</b>	<b>13597</b>	<b>13106</b>	<b>15267</b>
息率	1.6%	3.0%	3.8%	3.9%	4.2%	货币资金的期初余额	12629	11440	9238	22835	35940
P/E	11.9	9.1	7.8	6.9	6.4	货币资金的期末余额	11440	9238	22835	35940	51208
P/B	3.3	3.0	2.4	1.9	1.6	企业自由现金流	0	(697)	9317	13548	16055
EV/EBITDA	8.3	7.0	7.4	6.9	6.8	权益自由现金流	0	(1388)	13626	16368	19136

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