

新奥股份

开创性长协强化 LNG 资源池；LNG 涨价负面影响较为有限



陆辰
SAC 执证编号: S0080519060003
SFC CE Ref: BKH244
chen.lu@cicc.com.cn

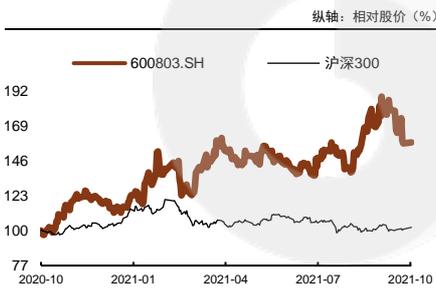


裘孝锋
SAC 执证编号: S0080521010004
SFC CE Ref: BRE717
xiaofeng.qiu@cicc.com.cn

● 维持跑赢行业

股票代码 | 股票评级 | 目标价
600803.SH | → 跑赢行业 | 人民币 23.00

股票代码	600803.SH
最新收盘价	人民币 18.34
52 周最高价/最低价	人民币 22.81-11.09
总市值(亿)	人民币 522



(人民币 百万)	2019A	2020A	2021E	2022E
营业收入	88,652	88,099	122,486	142,051
增速	550.3%	-0.6%	39.0%	16.0%
归属母公司净利润	2,906	2,107	3,371	4,104
增速	119.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
扣非后净利润	2,906	2,107	3,371	4,104
增速	120.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
每股净利润	1.02	0.74	1.18	1.44
每股净资产	5.87	2.86	3.87	5.03
每股股利	0.44	0.19	0.28	0.34
每股经营现金流	5.03	4.37	4.94	5.31
市盈率	18.0	24.8	15.5	12.7
市净率	3.1	6.4	4.7	3.6
EV/EBITDA	10.2	12.4	9.4	8.5
股息收益率	1.0%	0.9%	1.5%	1.8%
平均总资产收益率	4.5%	2.0%	2.9%	3.1%
平均净资产收益率	23.0%	17.0%	35.2%	32.4%

资料来源: 万得资讯, 彭博资讯, 公司公告, 中金公司研究部

更多作者及其他信息请见文末披露页

● 公司动态

公司近况

10月11日新奥股份官网发布消息: 公司与切尼尔能源签署了长期液化天然气(LNG)购销协议。根据协议, 从2022年7月1日起, 切尼尔能源向新奥股份每年以离岸交付(FOB)方式供应约90万吨LNG, 为期13年。该协议是新奥股份2020年重大资产重组完成以来首个LNG长期购销协议, 也开启了双方在天然气领域的首次合作。在此之前, 新奥股份全资子公司新奥能源与道达尔、雪佛龙和锐进等国际能源公司签订了规模达144万吨/年的LNG长期购销协议, 并与英国石油签订了规模为30万吨/年的LNG 2年购销协议。

评论

进一步搭建灵活、稳定且有价格竞争力的资源池。我们认为此份长协至少具备两个鲜明优势: 一是采购价格与美国Henry Hub价格挂钩, 同样按照一定的斜率加一个常数的成本加成。横向比较, 我们预计此份合同可能与亚洲买家传统与布伦特和JKM价格挂钩相比具有价格竞争力, 且相较于JKM, 美国HH价格变动更为温和, 受其他区域市场如欧洲TTF指数影响的波动亦更小。我们认为公司增加与不同指数挂钩的资源可以帮助公司分散采购风险, 增强抵御成本上涨风险的能力。二是采用FOB交付方式, 我们认为这给予公司更高的自由灵活度, 选择国内不同的接卸码头, 包括但不限于新奥舟山接收站、国家管网公司接收站以及三大油接收站; 甚至在一些特殊市场情况下, 公司可考虑向欧洲、南美等市场进行资源转售而不受协议限制。

国际LNG价格上涨对公司采购成本影响有限。公司今年LNG采购目标是500万吨, 投资者担心国际LNG价格上涨对公司采购成本影响较大。我们认为, 得益于公司已经具备了成规模的海外LNG资源采购、销售能力, 公司应对国内天然气供应趋紧形势的能力已经大幅加强而非减弱, 体现为公司从历史过往国内LNG高价的二次被动接受者转变为一次或者主导者。考虑到公司长约、中短约、现货丰富的资源组合, 以及金融套保、进口增值税返还等多重保障措施, 我们判断国际LNG价格上涨对公司采购成本影响有限。

估值与建议

我们预计公司LNG采购和直销业务有望通过金融套保、进口增值税返税等措施实现好于预期的收益, 上调FY21/22盈利预测14%/11%至33.7/41.0亿元, 上调目标价9.5%至23.0元, 对应19x FY21市盈率和25%上行空间。维持跑赢行业评级。公司当前股价对应16x FY21市盈率。

风险

LNG采购量不及预期; 传统能源生产业务不及预期。



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E
利润表					成长能力				
营业收入	88,652	88,099	122,486	142,051	营业收入	550.3%	-0.6%	39.0%	16.0%
营业成本	73,221	71,782	102,436	119,426	营业利润	556.5%	-0.9%	21.8%	12.7%
税金及附加	540	569	772	852	EBITDA	243.5%	-12.5%	38.9%	14.3%
营业费用	1,321	1,210	1,592	1,847	净利润	119.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
管理费用	3,797	3,894	4,654	5,398	扣非后净利润	120.9%	-27.5%	60.0%	21.7%
财务费用	1,390	377	1,197	1,163	盈利能力				
其他	-2,296	-320	-1,056	-1,162	毛利率	16.8%	17.9%	15.7%	15.3%
营业利润	10,679	10,585	12,890	14,527	营业利润率	12.0%	12.0%	10.5%	10.2%
营业外收支	113	-150	-150	-150	EBITDA 利润率	10.2%	9.0%	9.0%	8.9%
利润总额	10,792	10,435	12,740	14,377	净利润率	3.3%	2.4%	2.8%	2.9%
所得税	2,438	2,602	3,185	3,594	扣非后净利润率	3.3%	2.4%	2.8%	2.9%
少数股东损益	5,448	5,726	6,184	6,679	偿债能力				
归属母公司净利润	2,906	2,107	3,371	4,104	流动比率	0.66	0.61	0.65	0.70
扣非后净利润	2,906	2,107	3,371	4,104	速动比率	0.57	0.57	0.60	0.65
EBITDA	9,080	7,946	11,039	12,620	现金比率	0.28	0.25	0.25	0.28
资产负债表					资产负债率	62.4%	67.8%	64.2%	60.3%
货币资金	11,680	12,629	14,099	16,454	净债务资本比率	71.9%	95.4%	57.1%	27.5%
应收账款及票据	4,834	5,800	8,064	9,352	回报率分析				
预付款项	2,084	3,403	4,857	5,662	总资产收益率	4.5%	2.0%	2.9%	3.1%
存货	3,957	1,999	2,852	3,325	净资产收益率	23.0%	17.0%	35.2%	32.4%
其他流动资产	5,172	7,112	7,112	7,112	每股指标				
流动资产合计	27,727	30,943	36,983	41,905	每股净利润 (元)	1.02	0.74	1.18	1.44
固定资产及在建工程	43,392	55,759	62,178	68,245	每股净资产 (元)	5.87	2.86	3.87	5.03
无形资产及其他长期资产	35,044	22,822	24,810	26,780	每股股利 (元)	0.44	0.19	0.28	0.34
非流动资产合计	78,436	78,581	86,987	95,025	每股经营现金流 (元)	5.03	4.37	4.94	5.31
资产合计	106,162	109,524	123,971	136,930	估值分析				
短期借款	11,971	16,687	16,687	16,687	市盈率	18.0	24.8	15.5	12.7
应付账款及票据	10,201	10,221	14,586	17,005	市净率	3.1	6.4	4.7	3.6
其他流动负债	19,533	24,146	25,337	26,056	EV/EBITDA	10.2	12.4	9.4	8.5
流动负债合计	41,705	51,055	56,611	59,748	股息收益率	1.0%	0.9%	1.5%	1.8%
长期借款和应付债券	17,323	15,502	15,332	15,162					
其他非流动负债	7,236	7,695	7,695	7,695					
非流动负债合计	24,558	23,197	23,027	22,857					
负债合计	66,263	74,252	79,638	82,605					
归母所有者权益	16,703	8,132	11,009	14,323					
少数股东权益	23,196	27,140	33,324	40,003					
负债及股东权益合计	106,162	109,524	123,971	136,930					
现金流量表									
净利润	2,906	2,107	3,371	4,104					
折旧和摊销	2,346	2,860	3,285	3,759					
营运资本变动	18,154	-11,070	1,090	571					
其他	-9,096	18,551	6,325	6,680					
经营活动现金流	14,311	12,448	14,072	15,114					
资本开支	-8,911	-6,922	-10,635	-10,635					
其他	890	-287	0	0					
投资活动现金流	-8,021	-7,209	-10,635	-10,635					
股权融资	166	200	0	0					
银行借款	21,144	2,896	-170	-170					
其他	-27,340	-7,306	-1,796	-1,953					
筹资活动现金流	-6,030	-4,210	-1,967	-2,124					
汇率变动对现金的影响	17	25	0	0					
现金净增加额	277	1,054	1,470	2,355					

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

公司简介

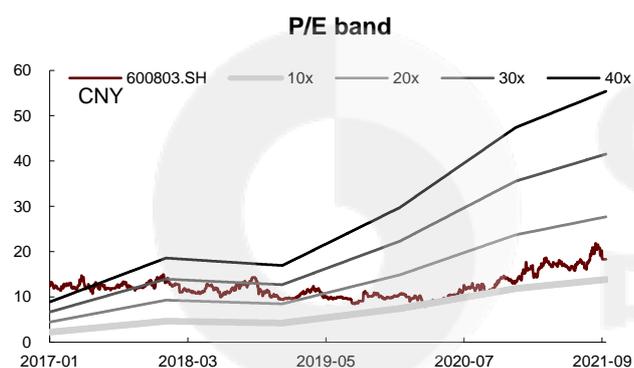
新奥股份于 1994 年上市, 是中国领先的民营上下游一体化清洁能源企业。公司的主要业务为天然气全产业链业务, 包括天然气零售、天然气批发和直销、综合能源销售及服务、工程施工与安装、延伸业务等, 同时也运营煤炭、能源化工等其他业务。2020 年公司零售气量达 220 亿方, 运营城市燃气项目达 235 个, 覆盖人口超过 1.1 亿人。

图表 1：盈利预测调整

(人民币百万元)	2021E			2022E		
	调整前	调整后	+/-%	调整前	调整后	+/-%
主营业务收入	121,394	122,486	1%	140,959	142,051	1%
主营业务成本	101,945	102,436	0%	118,934	119,426	0%
主营业务利润	18,684	19,278	3%	21,179	21,773	3%
营业费用	1,578	1,592	1%	1,832	1,847	1%
管理费用	3,885	3,920	1%	4,511	4,546	1%
研发费用	728	735	1%	846	852	1%
财务费用	1,200	1,197	0%	1,170	1,163	-1%
净利润	2,965	3,371	14%	3,694	4,104	11%
股本(百万股)	2,846	2,846	0%	2,846	2,846	0%
每股盈利(元)	1.04	1.18	14%	1.30	1.44	11%

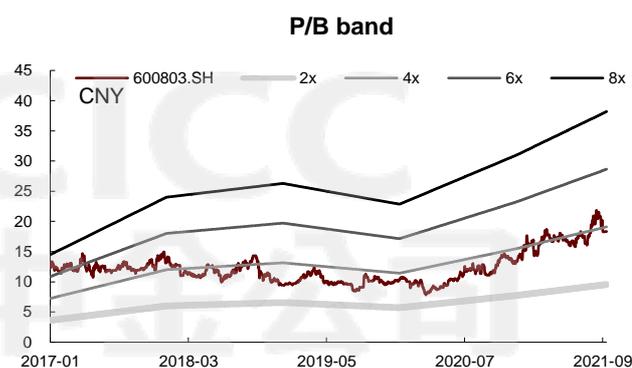
资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：第二页中的管理费用是图表 1 中管理费用与研发费用之和

图表 2：历史 P/E



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图表 3：历史 P/B



资料来源：万得资讯，彭博资讯，中金公司研究部

图 4：可比公司估值表

股票代码	公司名称	财报货币	交易货币	收盘价 10-08	市值 (百万 美元)	市盈率		市净率		净资产收益率 (%)		EV/EBITDA		股息率 (%)	
						2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
港股公司															
02688.HK	新奥能源*	CNY	HKD	119.50	17,350	15.8	14.5	3.4	2.9	22.4	21.5	9.3	8.6	2.4	2.7
00384.HK	中国燃气*	HKD	HKD	20.95	15,009	9.6(a)	8.0(a)	2.1(a)	1.7(a)	23.5(a)	23.4(a)	8.5(a)	7.1(a)	3.0(a)	3.5(a)
01083.HK	港华燃气*	HKD	HKD	4.61	1,803	8.2	7.7	0.6	0.6	7.8	7.9	8.7	8.2	4.0	4.3
00392.HK	北京控股*	HKD	HKD	30.90	5,011	4.6	4.0	0.4	0.4	9.9	10.8	11.5	10.4	6.6	7.5
01600.HK	天伦燃气*	CNY	HKD	7.11	917	5.9	5.0	1.2	1.0	21.5	21.5	5.6	4.8	5.1	6.0
00003.HK	香港中华煤气	HKD	HKD	11.76	28,191	26.7	24.6	3.1	3.0	11.9	12.7	21.1	19.4	3.0	3.2
00579.HK	京能清洁能源	CNY	HKD	2.70	2,860	7.0	6.0	0.7	0.6	10.1	10.9	7.0	5.7	3.9	4.4
平均值					10,094	12.0	10.4	1.7	1.5	15.0	15.7	9.9	8.8	3.7	4.3
中值					8,258	9.6	7.9	1.6	1.4	11.9	14.7	8.7	7.6	3.0	3.9
A 股公司															
601139.SH	深圳燃气*	CNY	CNY	10.47	4,675	20.6	16.9	2.4	2.2	12.0	13.5	7.9	6.5	2.2	2.7
600803.SH	新奥股份*	CNY	CNY	18.34	8,100	15.5	12.7	4.7	3.6	35.2	32.4	9.4	8.5	1.5	1.8
603393.SH	新天然气	CNY	CNY	37.55	2,192	12.2	22.1	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
600917.SH	重庆燃气	CNY	CNY	10.13	2,470	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
300332.SZ	天壕环境	CNY	CNY	8.48	1,158	36.9	21.2	2.0	1.8	5.4	8.7	12.8	10.2	n.a.	n.a.
600642.SH	申能股份	CNY	CNY	7.86	5,992	15.7	14.8	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
002267.SZ	陕天然气	CNY	CNY	8.86	1,528	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
600617.SH	国新能源	CNY	CNY	5.62	1,150	N.M.	N.M.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.	N.M.	N.M.	n.a.	n.a.
平均值					3,169	20.2	17.5	3.0	2.6	17.5	18.2	10.0	8.4	1.9	2.3
中值					2,192	15.7	16.9	2.4	2.2	12.0	13.5	9.4	8.5	1.9	2.3
国际公司															
OKE.US	欧尼克(ONEOK)	USD	USD	61.63	27,466	18.6	16.8	4.7	4.8	25.2	27.9	12.4	11.8	6.1	6.2
ATO.US	ATMOS 能源	USD	USD	89.96	11,766	16.6(a)	15.5(a)	1.4(a)	1.3(a)	8.8(a)	8.7(a)	11.9(a)	10.7(a)	3.0(a)	3.2(a)
NI.US	尼索思(NISOURCE)	USD	USD	24.43	9,587	18.2	17.3	1.4	1.4	9.8	9.2	11.0	10.1	3.7	3.9
TRP.CT	TC 能源公司	CAD	CAD	62.12	48,752	14.5	14.4	2.1	2.0	14.6	14.2	12.0	11.4	5.6	5.9
ENB.CT	安桥公司	CAD	CAD	51.59	83,761	18.4	16.4	1.9	2.0	10.6	11.8	13.0	11.8	6.5	6.7
平均值					36,266	17.3	16.1	2.3	2.3	13.8	14.4	12.1	11.2	5.0	5.2
中值					27,466	18.2	16.4	1.9	2.0	10.6	11.8	12.0	11.4	5.6	5.9

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据；其余使用市场一致预期

标有(a)的数值所对应的年份为本列顶部所示年份之后的一年

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司公告，中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金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的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：樊荣

北京

中国国际金融股份有限公司
中国北京建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505 1166
传真: (86-10) 6505 1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区益田路5033号
平安金融中心72层
邮编: 518048
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

东京

中国国际金融日本株式会社
〒100-0005 東京都千代田区丸の内3丁目2番3号
丸の内二重橋ビル21階
Tel: (+813) 3201 6388
Fax: (+813) 3201 6389

纽约

CICC US Securities, Inc
32nd Floor, 280 Park Avenue
New York, NY 10017, USA
Tel: (+1-646) 7948 800
Fax: (+1-646) 7948 801

伦敦

China International Capital Corporation (UK)
Limited
25th Floor, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (+44-20) 7367 5718
Fax: (+44-20) 7367 5719

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

旧金山

CICC US Securities, Inc. San Francisco Branch
Office
One Embarcadero Center, Suite 2350,
San Francisco, CA 94111, USA
Tel: (+1) 415 493 4120
Fax: (+1) 628 203 8514

新加坡

China International Capital Corporation
(Singapore) Pte. Limited
6 Battery Road, #33-01
Singapore 049909
Tel: (+65) 6572 1999
Fax: (+65) 6327 1278

法兰克福

China International Capital Corporation (Europe)
GmbH
Neue Mainzer Straße 52-58, 60311
Frankfurt a.M, Germany
Tel: (+49-69) 24437 3560