

新奥股份 (600803)

新奥股份 2023 年年报点评: 零售修复、直销利润大增, 高分红彰显安全边际 买入 (维持)

2024 年 03 月 26 日

证券分析师 袁理

执业证书: S0600511080001
021-60199782
yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 谷玥

执业证书: S0600122090068
guy@dwzq.com.cn

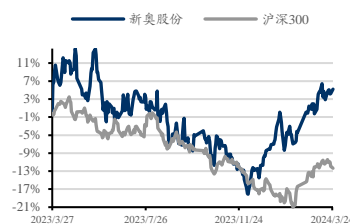
盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	154,169	143,842	155,363	169,443	184,292
同比	33.02%	-6.70%	8.01%	9.06%	8.76%
归母净利润 (百万元)	5,844	7,091	6,043	7,300	8,270
同比	26.17%	21.34%	-14.77%	20.78%	13.29%
EPS-最新摊薄 (元/股)	1.89	2.29	1.95	2.36	2.67
P/E (现价&最新摊薄)	10.24	8.44	9.91	8.20	7.24

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **事件:** 公司发布 2023 年年度报告, 2023 年实现总收入 1438.42 亿元, 同减 6.70%; 归母净利润 70.91 亿元, 同增 21.34%; 扣非归母净利润 24.59 亿元, 同减 47.35%; 核心利润 63.78 亿元, 同增 5.12%, 符合预期。拟向全体股东每股派发现金股利 0.91 元 (含税)。
- **零售气价差修复, 直销气核心利润大增。** 2023 年公司归母净利润 70.91 亿元, 同增 21.34%; 扣非归母净利润 24.59 亿元, 同减 47.35%, 原因主要系子公司衍生品金融工具合约产生的结算损益及计提资产减值损失 (甲醇及稳定轻烃等相关资产计提减值准备 18.48 亿元) 所致; **核心利润 63.78 亿元, 同增 5.12%, 符合预期。** 分业务来看: **1) 天然气业务** 营收 1092.74 亿元, 同比 9.09%; 毛利率 9.94%, 下降 1.10pct, 毛利贡献 53.94%。零售/批发/平台交易 (直销) 气量分别-3.1%/+25.5%/+44.0% 至 251.4/84.77/50.50 亿方, 直销气核心利润+56.2%达 34.14 亿元。**2) 工程建设与安装** 营收 85.17 亿元, 同增 0.91%; 毛利率 40.70%, 同减 0.83pct, 毛利贡献 17.29%。**3) 能源生产板块** 营收 50.95 亿元, 同减 40.41%; 毛利率 7.08%, 同减 17.81pct, 毛利贡献 1.80%。公司在 2023 年四季度完成煤矿资产的股权交割, 收到全部交易对价共计 105.05 亿元。**4) 基础设施运营** 营收 2.06 亿元, 同减 8.86%; 毛利率 69.37%, 同增 12.23pct, 毛利贡献 0.71%。2023 年舟山接收站共实现天然气处理量 155.68 万吨。**5) 综合能源业务** 营收 151.92 亿元, 同增 26.06%; 毛利率 13.14%, 同减 0.62pct, 毛利贡献 9.96%。公司累计投运/在建的综合能源项目 296/60 个, 潜在用能规模 347 亿千瓦时。**6) 智家业务** 营收 39.60 亿元, 同增 12.06%; 毛利率 66.01%, 同增 3.83pct, 毛利贡献 13.04%。
- **天然气需求稳步增长, 一体化布局助公司稳健发展:** 能源替代趋势下, 天然气行业需求稳步增长, 2022-2030 年国内天然气需求复增 5.8%。**公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。** **1) 气源端:** 国际+国内双资源池, 持续优化。与中石油签署国内长协 392 亿方 (十年); 与国际资源商签订长协助力直销气发展, 2023 年新签海外长协 280 万吨, 累计签署超 1000 万吨。**2) 储运端:** 加大运输&储气资源布局。公司拥有国际运力 10 艘, 舟山三期项目预计在 2025 年 9 月投产, 建成投用后接收站实际处理能力可超过 1000 万吨/年, 直销气业务全面快速开展。**3) 客户端:** 顺价机制继续推进, 2023 年公司零售气价差+0.02 元/方, 随顺价政策逐步落地, 价差有望进一步修复。
- **盈利预测与投资评级:** 顺价持续推进, 零售气价差有望进一步修复; 直销气气量持续增长, 国际转售利润受全球气价下跌影响缩窄。股利分配+特别派息, **2023-2025 年分红不低于 0.91/1.03/1.14 元每股, 对应股息率 4.7%/5.3%/5.9%, 彰显安全边际。** 预计 2024-2026 年公司归母净利润 60.43/73.00/82.70 亿元 (2024-2025 年前值 75.50/86.62 亿元), 同比-14.77%/+20.78%/+13.29%, EPS 1.95/2.36/2.67 元, 对应 PE 9.9/8.2/7.2 倍 (估值日期 2024/3/25), 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 经济复苏不及预期、安全经营风险, 汇率波动

股价走势



市场数据

收盘价(元)	19.32
一年最低/最高价	14.95/22.10
市净率(倍)	2.53
流通 A 股市值(百万元)	54,794.25
总市值(百万元)	59,861.04

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.63
资产负债率(% LF)	56.50
总股本(百万股)	3,098.40
流通 A 股(百万股)	2,836.14

相关研究

- 《新奥股份(600803): 特别派息强化股东回馈, 回购股份助力长远发展》
2023-12-11
- 《新奥股份(600803): 2023 年三季度点评: 剥离煤矿资产聚焦主业, 直销气持续高增》
2023-10-30

事件：公司发布 2023 年年度报告，2023 年公司实现总收入 1438.42 亿元，同比减少 6.70%；归母净利润 70.91 亿元，同比增长 21.34%；扣非归母净利润 24.59 亿元，同比减少 47.35%；核心利润 63.78 亿元，同比增长 5.12%，符合我们预期；加权平均 ROE 同比提高 0.96pct，至 34.39%。拟向全体股东每股派发现金股利 0.91 元（含税）。

1. 零售气价差修复，直销气核心利润大增，费用管控良好

天然气产业智能生态运营商，一体化优势显著。2023 年公司实现营业收入 1437.54 亿元，同比减少 6.68%。公司营业收入减少主要系俄乌冲突影响消化，国内外天然气价格回落所致。2023 年公司归母净利润 70.91 亿元，同比增长 21.34%；扣非归母净利润 24.59 亿元，同比减少 47.35%，原因主要系公司所属子公司衍生品金融工具合约产生的结算损益及所属子公司计提资产减值损失（受所处能源化工行业波动以及国家税收政策变化等影响，甲醇及稳定轻烃等生产相关的资产于 2023 年度计提减值准备 18.48 亿元。）较上年同期增加所致；核心利润 63.78 亿元，同比增长 5.12%，符合我们预期。分业务来看：

1) 天然气业务实现营收 1092.74 亿元，同比减少 9.09%；毛利率为 9.94%，下降 1.10pct，毛利贡献 53.94%。2023 年，公司保持总销售气量的增长，总销售气量增长 6.8%至 386.71 亿方，行业地位突出。其中，

① 天然气零售：实现营业收入 694.52 亿元，同比减少 0.85%；毛利率 11.07%，同增 0.41pct，毛利贡献 38.36%。2023 年，全国表观消费量约为 3945 亿方，同比增长 7.6%；公司零售气量减少 3.1%至 251.4 亿方，民生气量稳健增长，同增 3.8%至 53.48 亿方；工业气量受电厂影响下滑，工商业气量同降 4.4%至 194.86 亿方，与 2023 中报相比降幅收窄；加气站气量-25.1%至 3.11 亿方。零售气毛差 0.55 元/方，同比提高 0.02 元/方。零售气业务逐步恢复，天然气采购成本持续下降的同时为客户降本。

② 天然气批发：实现营业收入 291.73 亿元，同比减少 13.78%。毛利率为 4.27%，减少 3.67pct，毛利贡献 6.21%。2023 年，公司批发气销售量增长 25.5%达 84.77 亿方。

③ 平台交易气：实现营业收入 106.49 亿元，同比减少 34.73%。毛利率为 18.07%，同减 0.98pct，毛利贡献 9.60%。核心利润+56.2%达 34.14 亿元。2023 年，公司平台交易气量增加 44.0%至 50.50 亿方，系公司平台交易气业务快速开拓所致；其中国内销售气量+110.3%至 31.13 亿方，国外销售气量-4.5%至 19.37 亿方，在国际气价下行的情况下，公司加大将国际气源回国销售的力度。2023 年公司新签海外长协 280 万吨，累计签署超 1000 万吨。

- 2) **工程建设与安装实现营收 85.17 亿元，同比增加 0.91%；毛利率 40.70%，同减 0.83pct，毛利贡献 17.29%。**2023 年，公司接驳居民用户 185.38 万户，接驳工商业用户 1.87 万户。2023 年末中国常住人口城镇化率为 66.16%，比上一年末提高 0.94%，随着城镇化水平的不断提高，公司住宅和商业用户天然气安装将保持稳定增长。公司天然气安装业务气化率达 65.2%，同比增长 3.66%；覆盖人口 1.37 亿，同比增长 3.01%。公司新签工程建设订单金额 91.46 亿元，其中氢能订单为 24.02 亿元，未来新能源工程领域有望实现较快增长。
- 3) **能源生产板块实现营收 50.95 亿元，同比减少 40.41%；毛利率 7.08%，同减 17.81pct，毛利贡献 1.80%。**2023 年，公司实现商品煤销量 246.9 万吨，同比减少 52.88%；实现甲醇销量 154.9 万吨，同比增加 9.86%。公司在 2023 年四季度完成煤矿资产的出售，于 10 月 19 日完成新能矿业有限公司 100%股权交割，收到全部交易对价共计 105.05 亿元。
- 4) **基础设施运营板块实现营收 2.06 亿元，同比减少 8.86%；毛利率 69.37%，同增 12.23pct，毛利贡献 0.71%。**该板块为公司舟山接收站项目所产生收入。2023 年，舟山接收站全年共实现天然气处理量 155.68 万吨。新奥舟山 LNG 接收站一期项目于 2018 年 10 月正式投运，二期项目于 2021 年 6 月投产，核准设计处理能力 500 万吨/年，实际处理能力可达 750 万吨/年；国际运力 10 艘、国网窗口执行量 30+万吨/年、托运上载点 16 个、储气能力 5.6 亿方、LNG 槽车 1200+辆。三期项目新增设计处理能力 350 万吨/年，预计在 2025 年 9 月投产，建成投用后接收站实际处理能力可超过 1000 万吨/年。
- 5) **综合能源业务实现营收 151.92 亿元，同比增长 26.06%；毛利率 13.14%，同减 0.62pct，毛利贡献 9.96%。**公司累计投运的综合能源项目达到 296 个，潜在用能规模达到 347 亿千瓦时；在建的项目规模达到 60 个。
- 6) **智家业务实现营收 39.60 亿元，同比增长 12.06%；毛利率 66.01%，同增 3.83pct，毛利贡献 13.04%。**目前智家业务在公司现有客户群体的渗透率为 22.6%，而在 2023 年新开发客户中的渗透率则有 79.9%，业务增长潜力较大。

费用管控良好，期间费用率下降。2023 年公司期间费用同比减少 15.54%至 82.43 亿元，期间费用率下降 0.6pct 至 5.73%。其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 3.79%、增加 1.97%、减少 21.21%、减少 43.73%至 14.29 亿元、42.03 亿元、9.61 亿元、16.51 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别上升 0.03pct、上升 0.25pct、下降 0.12pct、下降 0.76pct 至 0.99%、2.92%、0.67%、1.15%。

经营性现金流净额同减 8.31%至 137.59 亿元。1) 2023 年公司经营活动现金流净额 137.59 亿元，同比减少 8.31%；2) 投资活动现金流净额 23.31 亿元，同比增加 133.88%，主要系公司及所属子公司收到的股权转让款增加所致；3) 筹资活动现金流

净额-82.78 亿元，同比增加 14.23%。

资产负债率下降，加权平均 ROE 提升。2023 年公司资产负债率为 56.5%，同比下降 5.64pct。2023 年公司应收账款同比增长 3.65%至 66.09 亿元；存货同比减少 10.35%至 21.67 亿元；应付账款同比增长 2.08%至 107.03 亿元。2023 年公司加权平均净资产收益率同比上升 0.96pct 至 34.39%。

2. 天然气需求稳步增长，一体化布局助公司稳健发展

天然气行业需求稳步增长，2022-2030 年国内天然气需求量复合增速 5.8%。国家发展改革委和国家能源局发布的《能源生产和消费革命战略（2016-2030）》明确，到 2030 年，我国新增能源需求将主要依靠清洁能源满足，能源消费总量控制在 60 亿吨标煤以内，非化石能源占一次能源消费比重达到 20%左右，天然气占比达到 15%左右；2022 年中国天然气占一次能源消费总量的比例为 8.5%，未来占比将持续提升，2022-2030 年国内天然气需求量复合增速 5.8%。

舟山 LNG 接收站资产成功并购，一体化优势助稳健发展。2022 年，舟山 LNG 接收站注入，助力公司提升天然气市场份额，更好地发挥天然气供应和应急储备作用，助力清洁能源转型；公司形成上游气源+中游储运+下游客户的一体化布局。**1) 气源端：国际+国内双资源池，持续优化。**公司聚合国内非常规资源，达到了 300 万方/天；自有液厂的资源达到 145 万方/天；与中石油签署国内长协 392 亿方（十年）；与国际资源商签订长协助力直销气发展，2023 年公司新签海外长协 280 万吨，累计签署超 1000 万吨，价格挂钩低价且走势稳定的美国 Henry Hub 指数/布伦特原油指数以分散风险。**2) 储运端：加大运输&储气资源布局。**公司拥有国际运力 10 艘、国网窗口执行量 30+万吨/年、托运上载点 16 个、储气能力 5.6 亿方、LNG 槽车 1200+辆。舟山三期项目新增设计处理能力 350 万吨/年，预计在 2025 年 9 月投产，建成投用后接收站实际处理能力可超过 1000 万吨/年。公司直销气业务全面快速开展。**3) 客户端：顺价机制继续推进。**2023 年 2 月，国家发改委价格司给各省（自治区、直辖市）发改委发文称，为研究完善天然气终端销售价格与采购成本联动机制，要求各地就建立健全天然气上下游价格联动机制提出具体意见建议，包括如何确定综合采购成本、如何科学设置启动条件、调价周期和调价幅度等；政策的出台将进一步理顺上下游价格联动机制，护航城市燃气公司发展。2023 年公司零售气毛差 0.55 元/方，同比提高 0.02 元/方，随顺价政策逐步落地，公司价差有望进一步修复。

表1: 新奥股份长协梳理 (截至 2023 年底)

序号	签约主体	供应商	合同年限	合同量 (万吨/年)	交付方式	气源	开始供应时间	挂钩指数
1	新奥能源	Chevron	10 年	66	DES	全球资源	2018	JCC
2	新奥能源	Total	10 年	50	DES	全球资源	2018	JCC/HH
3	新奥新加坡	Cheniere	13 年	90	FOB	美国 CorpusChristi 液化厂、SabinePass 液化厂	2022	HH
4	新奥新加坡	Novatek	11 年	60	DES	俄罗斯	2025	Brent
5	新奥能源	EnergyTransfer	20 年	90	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
6	新奥新加坡	EnergyTransfer	20 年	180	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
7	新奥新加坡	NextDecade	20 年	200	FOB	美国 RioGrandeLNG 项目	2026	HH
8	新奥新加坡	Cheniere	20 年	180	FOB	美国 SabinePass 液化厂	2026	HH
9*	新奥新加坡	ADNOC	15 年	100		阿联酋 Ruwais LNG 项目	2028	Brent

注: * 与 ADNOC 已签署 HOA 协议, 尚未签署正式采购合同
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 盈利预测与投资评级

顺价持续推进, 零售气价差有望进一步修复; 直销气气量持续增长, 国际转售利润受全球气价下跌影响缩窄。股利分配+特别派息, 2023-2025 年分红不低于 0.91/1.03/1.14 元每股, 对应股息率 4.7%/5.3%/5.9% (估值日期 2024/3/25), 彰显安全边际。预计 2024-2026 年公司归母净利润 60.43/73.00/82.70 亿元 (2024-2025 年前值 75.50/86.62 亿元), 同比-14.77%/+20.78%/+13.29%, EPS 为 1.95/2.36/2.67 元, 对应 PE 9.9/8.2/7.2 倍 (估值日期 2024/3/25), 维持“买入”评级。

4. 风险提示

经济复苏不及预期: 倘若国内经济复苏缓慢, 能源下游需求低迷, 公司售气量增速或将不及预期。

安全经营风险: 天然气易燃易爆, 如在储配过程中发生爆炸等安全事故, 将对公司生产经营产生影响。

汇率波动风险: 公司尚有存续美元债, 受全球经济和政治形势影响, 未来人民币兑美元的汇率可能会发生较大波动, 存在一定汇率波动风险。

新奥股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	43,544	52,687	56,526	69,277	营业总收入	143,842	155,363	169,443	184,292
货币资金及交易性金融资产	16,874	22,320	25,794	36,567	营业成本(含金融类)	123,719	133,592	144,191	156,222
经营性应收款项	13,389	14,227	14,781	16,378	税金及附加	544	777	847	921
存货	2,167	3,019	2,718	2,977	销售费用	1,429	1,709	1,864	2,027
合同资产	2,453	3,112	3,206	3,441	管理费用	4,203	4,195	4,495	4,889
其他流动资产	8,661	10,008	10,027	9,914	研发费用	961	1,088	1,186	1,290
非流动资产	91,030	98,523	105,355	109,230	财务费用	1,651	1,055	985	964
长期股权投资	7,398	7,398	7,398	7,398	加:其他收益	542	435	508	553
固定资产及使用权资产	61,849	66,771	71,977	75,414	投资净收益	7,922	932	847	921
在建工程	4,984	6,755	7,581	7,218	公允价值变动	(1,479)	0	0	0
无形资产	7,625	8,425	9,225	10,025	减值损失	(2,465)	(228)	(214)	(176)
商誉	558	558	558	558	资产处置收益	(63)	0	0	0
长期待摊费用	308	308	308	308	营业利润	15,792	14,087	17,015	19,277
其他非流动资产	8,309	8,309	8,309	8,309	营业外净收支	(26)	0	0	0
资产总计	134,574	151,210	161,881	178,507	利润总额	15,766	14,087	17,015	19,277
流动负债	46,032	54,007	54,655	59,221	减:所得税	3,236	3,099	3,743	4,241
短期借款及一年内到期的非流动负债	11,983	11,966	12,487	13,320	净利润	12,530	10,988	13,272	15,036
经营性应付款项	11,484	14,171	13,731	15,317	减:少数股东损益	5,439	4,945	5,972	6,766
合同负债	14,952	18,660	19,046	20,673	归属母公司净利润	7,091	6,043	7,300	8,270
其他流动负债	7,613	9,210	9,390	9,911	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.29	1.95	2.36	2.67
非流动负债	30,005	30,005	30,005	30,005	EBIT	13,132	15,142	18,000	20,241
长期借款	8,746	8,746	8,746	8,746	EBITDA	17,473	17,339	20,340	22,516
应付债券	12,842	12,842	12,842	12,842	毛利率(%)	13.95	14.01	14.90	15.23
租赁负债	362	362	362	362	归母净利率(%)	4.93	3.89	4.31	4.49
其他非流动负债	8,054	8,054	8,054	8,054	收入增长率(%)	(6.70)	8.01	9.06	8.76
负债合计	76,037	84,011	84,659	89,226	归母净利润增长率(%)	21.34	(14.77)	20.78	13.29
归属母公司股东权益	23,655	27,372	31,423	36,716					
少数股东权益	34,882	39,826	45,799	52,565					
所有者权益合计	58,537	67,198	77,222	89,281					
负债和股东权益	134,574	151,210	161,881	178,507					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	13,759	17,862	15,849	19,491	每股净资产(元)	7.63	8.83	10.14	11.85
投资活动现金流	2,331	(8,858)	(8,413)	(5,229)	最新发行在外股份(百万股)	3,098	3,098	3,098	3,098
筹资活动现金流	(8,278)	(4,043)	(4,042)	(3,489)	ROIC(%)	11.57	12.20	13.20	13.37
现金净增加额	7,821	4,970	3,394	10,773	ROE-摊薄(%)	29.98	22.08	23.23	22.52
折旧和摊销	4,341	2,197	2,340	2,275	资产负债率(%)	56.50	55.56	52.30	49.98
资本开支	(8,957)	(9,700)	(9,180)	(6,150)	P/E (现价&最新股本摊薄)	8.44	9.91	8.20	7.24
营运资本变动	(579)	4,077	(445)	1,580	P/B (现价)	2.53	2.19	1.91	1.63

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>