


2024年08月28日  
新奥股份(600803.SH)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

燃气

## 销气量增长符合预期，高分红彰显投资价值

### 事件：

公司发布2024年半年报，上半年公司实现营业收入670.14亿元，同比下降0.3%；归母净利润25.3亿元，同比增长14.8%；核心利润26.99亿元，同比下降14.8%；因公司去年下半年置出煤炭业务子公司新能矿业，剔除矿业影响后公司核心利润同比下滑8.7%。

### 零售与直销气量稳步增长，泛能业务持续扩张：

公司收入同比略有下滑主要由于煤矿资产置出影响，上半年能源生产业务收入21.42亿元，较去年同期下滑6.82亿元。上半年公司总销售气量达191.15亿立方米，同比增长5.8%。其中，平台交易气（直销气）销量27.05亿立方米，同比增长21%，公司积极拓展国内直销用户，包括城市燃气与工业客户，上半年国内直销气同比增长51.9%至17.4亿立方米，目前主要覆盖浙江、广东、山东、河北、重庆等省份；受国际气价下行影响，公司上半年海外直销气量同比下滑11.6%。零售气量稳步增长，上半年127.1亿方，同比增长4.5%，其中工商业、居民分别提升5.4%、3.1%。上半年批发气量为37亿方，同比去年持平，但在国际气价下行背景下，公司调整销售策略，大幅减少海外批发气销售，该板块毛利率同比大幅下滑至0.27%。泛能业务与智家业务稳健增长，上半年公司实现泛能销售量197.4亿千瓦时，同比增长26%，泛能业务实现毛利11.38亿元，同比增长20.94%。基础设施运营业务平稳，上半年公司舟山接收站接卸量达102万吨，同比增长14.6%。

### 气量稳增叠加毛差改善，城燃业绩修复中：

售价端，自2023年下半年以来，各地居民气顺价政策持续推进，今年上半年广东、福建、山东、江苏等地区陆续出台相应的天然气价格联动机制文件或价格调整通知，天然气价格机制有望进一步理顺，公司上半年居民气量占比达到23.6%。购气成本端，根据中石油出台的2024-2025年管道气价格政策框架，今年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%，同时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。今年上半年公司天然气零售业务毛利率为12.28%，较去年同期提升1.24pct。毛差扩大叠加气量提升，上半年公司天然气零售业务实现毛利40.27亿元，同比增长11.09%。展望全年，随着各地顺价的持续推进，公司城燃业务盈利有望持续向好。

投资评级	<b>买入-A</b> 维持评级
6个月目标价	22.9元
股价(2024-08-27)	17.71元

总市值(百万元)	54,858.76
流通市值(百万元)	50,294.03
总股本(百万股)	3,097.62
流通股本(百万股)	2,839.87
12个月价格区间	15.05/21.21元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.7	4.3	14.3
绝对收益	-9.7	-4.8	3.4

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

姜思琦 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522080005

jiangsq@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

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	2024-03-24
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	2023-08-27

### 确定性高分红彰显投资价值，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，2024、2025 年每股现金分红分别为 0.22 元、0.18 元（含税）。因此预计公司 2024、2025 年每股现金分红分别不低于 1.03 元、1.14 元，分别对应股息率 5.82%、6.44%（按 8 月 27 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，2023 年公司与阿联酋 Ruwais LNG 项目新签 100 万吨/年的 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
<b>盈利和估值</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
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

销气高盈利趋势延续

直销气高盈利叠加城燃稳健增长，全年业绩高增长有望延续

2023-05-02

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

## 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
<b>营业收入</b>	154,168.8	143,841.9	170,326.0	194,559.3	231,910.8	<b>成长性</b>				
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
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%
投资和汇兑收益	846.1	7,921.9	888.7	888.6	799.8	<b>利润率</b>				
<b>营业利润</b>	14,704.7	15,792.4	15,844.1	17,539.4	21,246.8	毛利率	15.2%	14.0%	13.8%	13.4%
加: 营业外净收支	-27.9	-26.2	-16.8	-75.3	-104.2	营业利润率	9.5%	11.0%	9.3%	9.0%
<b>利润总额</b>	14,676.8	15,766.2	15,827.3	17,464.1	21,142.6	净利润率	3.8%	4.9%	4.2%	4.0%
减: 所得税	3,602.7	3,236.1	3,248.6	3,584.6	4,339.6	EBITDA/营业收入	14.2%	17.8%	12.3%	11.5%
<b>净利润</b>	5,843.9	7,091.1	7,107.6	7,828.4	10,355.7	EBIT/营业收入	11.7%	15.0%	9.7%	9.0%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	固定资产周转天数	144	159	133	121
货币资金	9,238.1	16,673.4	13,626.1	15,887.8	31,572.6	流动营业资本周转天数	-25	-21	-20	-17
交易性金融资产	25.6	200.1	126.9	117.5	148.2	流动资产周转天数	92	103	98	90
应收帐款	9,384.6	7,739.5	12,753.6	10,446.3	17,275.3	应收帐款周转天数	21	21	22	21
应收票据	325.1	465.6	406.7	555.6	647.6	存货周转天数	6	6	7	6
预付帐款	4,987.6	5,286.4	5,913.4	6,894.7	8,822.2	总资产周转天数	308	339	293	264
存货	2,416.6	2,166.6	4,334.9	2,615.8	5,570.3	投资资本周转天数	146	170	137	124
其他流动资产	12,405.6	11,012.2	11,772.5	11,730.1	11,504.9	<b>投资回报率</b>				
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	33.2%	30.0%	26.2%	24.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	9.3%	8.8%	9.7%
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%
投资性房地产	276.3	268.1	268.1	268.1	268.1	<b>费用率</b>				
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%
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%
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%
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%
<b>资产总额</b>	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%	4.5%
短期债务	7,560.2	9,554.3	2,256.0	-	-	<b>偿债能力</b>				
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%
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%
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
长期借款	12,112.2	8,745.9	-	-	-	速动比率	0.75	0.90	0.84	1.10
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
<b>负债总额</b>	84,635.2	76,036.9	75,028.2	63,911.3	78,642.4	<b>分红指标</b>				
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
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%
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%
<b>股东权益</b>	51,562.2	58,536.7	67,456.6	78,824.7	92,305.7					
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>				
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	11,074.1	12,530.1	7,107.6	7,828.4	10,355.7	EPS(元)	1.89	2.29	2.29	2.53
加: 折旧和摊销	3,956.5	4,199.5	4,461.3	4,784.6	5,107.9	BVPS(元)	5.67	7.63	8.75	10.46
资产减值准备	242.9	2,068.9	-	-	-	PE(X)	10.1	8.4	8.3	7.6
公允价值变动损失	-1,169.1	1,479.1	-73.2	-9.4	30.6	PB(X)	3.4	2.5	2.2	1.8
财务费用	2,969.5	1,793.4	689.9	20.6	-222.6	P/FCF	-20.7	7.8	-12.1	-37.5
投资收益	-846.5	-7,922.0	-888.8	-888.8	-800.0	P/S	0.4	0.4	0.3	0.3
少数股东损益	5,230.2	5,439.0	5,471.1	6,051.1	6,447.3	EV/EBITDA	4.6	3.7	4.6	4.4
营运资金的变动	-2,506.8	-4,963.2	5,575.6	-5,363.0	3,261.3	CAGR(%)	7.8%	10.3%	6.1%	7.8%
<b>经营活动产生现金流量</b>	15,005.8	13,759.5	22,343.5	12,423.5	24,180.3	PEG	1.3	0.8	1.4	1.0
<b>投资活动产生现金流量</b>	-6,881.1	2,331.2	-6,024.8	-5,074.5	-5,253.3	ROIC/WACC	2.5	2.1	2.1	2.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	-9,652.2	-8,278.5	-19,366.0	-5,087.2	-3,242.3	REP	0.6	0.7	0.7	0.6

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，需在允许的范围内使用，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