

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

新奥股份 (600803. SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

李春驰 电力公用联席首席分析师
执业编号: S1500522070001
联系电话: 010-83326723
邮箱: lichunchi@cindasc.com

唐婵玉 电力公用分析师
执业编号: S1500525050001
邮箱: tangchanyu@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

私有化进展顺利，核心利润稳健增长

2025 年 8 月 28 日

事件: 8 月 27 日晚, 公司发布 2025 年上半年业绩公告, 2025H1 公司实现营业收入 659.91 亿元, 同比减少 1.47%; 实现归母净利润 24.08 亿元, 同比减少 4.82%; 实现扣非后归母净利润 24.14 亿元, 同比增长 21.13%; 实现核心利润 27.36 亿元, 同比增长 1.38%; 实现基本每股核心收益 0.89 元。

2025Q2 公司实现营业收入 322.62 亿元, 同比减少 1.54%, 环比减少 4.35%; 实现归母净利润 14.31 亿元, 同比减少 1.23%, 环比增长 46.58%; 实现扣非后归母净利润 14.25 亿元, 同比增长 30.39%, 环比增长 44.03%; 实现核心利润 16.53 亿元, 同比增长 2.29%, 环比增长 52.63%。

点评:

- **2025H1 公司各项主要业务经营稳健。**1) **零售气:** 受暖冬等因素影响, 上半年公司零售气量增速有所放缓。2025H1 公司零售气销量 129.5 亿方, 同比增长 1.9%。其中, 工商业用户气量达 97.9 亿方, 同比增长 2.4%, 占天然气零售气量的 75.6%; 居民用户的零售气量达 30.4 亿方, 同比增长 1.3%, 占天然气零售气量的 23.5%。2) **平台气:** 平台气销量基本持平, 接收站周转率显著提升。2025H1 公司实现平台交易气量 26.9 亿方, 同比基本持平。其中, 海外平台交易气销售气量达 11.6 亿方, 同比增长 20.8%; 上半年国际现货气价较高, 公司降低国际现货进口国内的规模, 国内平台交易气销售气量达 15.3 亿方, 同比下降 12.1%。接收站方面, 2025H1 公司通过三方引流、生态合作等方式, 实现舟山接收站接卸量 113.7 万吨, 同比增长 11.7%。3) **泛能业务:** 泛能项目稳步扩张, 装机规模稳健增长。2025H1, 公司落地 4 个规模项目, 新增光伏并网 324.46MW, 新增储能并网 45.75MWh。上半年公司实现泛能销售量 197.6 亿千瓦时, 同比基本持平, 泛能装机规模达到 15GW, 同比增长 9.2%。
- **私有化进展顺利, 交易完成后有望加强上下游一体化协同。**2025 年 3 月 26 日晚, 新奥股份发布重大资产购买暨关联交易预案, 拟对港股公司新奥能源进行私有化。公司已于 2025 年 8 月 22 日收到中华人民共和国国家发展和改革委员会出具的《境外投资项目备案通知书》(发改办外资备〔2025〕230 号), 本次交易已完成国家发改委备案程序。本次交易完成后, A 股 EPS 有望增厚, 上市公司与标的公司有望更好发挥协同效应: 1) 加强优势互补, 充分发挥新奥股份在上游资源获取端的优势, 以及新奥能源在下游终端客户方面的优势, 更好应对天然气行业变化, 满足新市场环境下客户多元化需求; 2) 利用天然气全场景优势, 有效对冲风险并抓住机遇; 3) 优化公司治理并提升资金管理效率, 灵活响应协同需求。
- **上半年新签 60 万吨/年 Chevron 大长协, 2025-2029 年合计 870 万吨的海外长协有望放量, 公司直销气业务具备高成长性。**截止 2024 年底, 新奥股份在执行长协约 206 万吨/年, 公司预计

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 1

2025/2026/2027/2028/2029年分别有60/180/200/160/270万吨的增量长协将开始执行，支撑直销气业务的高速扩张。同时，公司正在进行舟山LNG接收站的扩建工作，以匹配未来大幅增长的长协气量。舟山目前处理能力750万吨/年，2025年处理能力有望提升至1000万吨/年。

- **2026-2028年分红比例不低于核心利润的50%，高股息有望带动公司价值提升。**公司2025年的分红计划仍执行《新奥股份未来三年（2023-2025年）股东分红回报规划》以及出售新能矿业100%股权所得投资收益的三年特别派息，即合计每股不低于1.14元（含税）。2026年至2028年公司承诺每年现金分红比例不少于当年归属于上市公司股东的核心利润的50%。
- **盈利预测及评级：**新奥股份具备天然气全产业链优势，有助于抵御气价波动，支撑盈利的持续稳健增长。私有化港股新奥能源后，公司EPS有望增厚，上下游一体化协同效益有望大幅增强。零售气业务上游资源池成本优化，下游顺价持续推进，城燃毛差有望进一步修复，零售气量有望稳健增长，推动公司城燃业务盈利提升。直销气业务25-29年共870万吨/年的长协气源有望放量，下游市场快速开拓，有望推动直销气业务的稳健增长。暂不考虑私有化新奥能源的影响，我们预测新奥股份2025-2027年核心归母净利润分别为56.95亿元、63.99亿元、71.07亿元，EPS分别为1.84元、2.07元、2.29元，对应8月27日收盘价的PE分别为10.09/8.98/8.09倍，维持“买入”评级。
- **风险因素：**国内宏观经济增长不及预期，天然气消费量增速不及预期；接收站项目建设进度低于预期；国内天然气顺价程度不及预期；综合能源销售量低于预期；私有化进程不及预期。

重要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	143,842	135,910	142,825	153,795	166,737
增长率 YoY %	-6.7%	-5.5%	5.1%	7.7%	8.4%
归属母公司净利润(百万元)	7,091	4,493	5,695	6,399	7,107
增长率 YoY%	21.3%	-36.6%	26.8%	12.4%	11.1%
毛利率%	13.9%	13.9%	14.5%	14.4%	14.1%
净资产收益率 ROE%	30.0%	19.1%	21.5%	21.5%	21.3%
EPS(摊薄)(元)	2.29	1.45	1.84	2.07	2.29
市盈率 P/E(倍)	8.11	12.79	10.09	8.98	8.09
市净率 P/B(倍)	2.43	2.45	2.17	1.93	1.72

资料来源：iFinD，信达证券研发中心预测；股价为2025年8月27日收盘价；注：2025-2027年净利润预测值为核心利润；公司已发布重大资产购买暨关联交易预案，拟私有化港股新奥能源，未来几年少数股东权益或将发生变动，本模型暂未考虑在内。

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	43,544	36,723	48,545	56,187	61,735
货币资金	16,673	13,435	23,544	29,635	33,024
应收票据	466	282	504	343	575
应收账款	6,609	6,366	6,901	7,038	8,137
预付账款	5,286	3,661	3,826	4,121	4,488
存货	2,167	2,325	2,234	2,605	2,024
其他	12,343	10,653	11,536	12,445	13,488
非流动资产	91,030	95,765	97,416	103,889	109,695
长期股权投资	7,398	7,794	7,794	7,794	7,794
固定资产 (合计)	61,326	64,181	66,235	72,312	77,490
无形资产	7,625	7,739	9,130	10,522	11,913
其他	14,681	16,051	14,257	13,261	12,498
资产总计	134,574	132,488	145,962	160,076	171,430
流动负债	46,032	43,373	48,355	51,285	55,939
短期借款	9,554	9,240	10,240	11,240	12,240
应付票据	781	780	577	885	707
应付账款	10,703	10,086	11,639	11,762	13,721
其他	24,994	23,266	25,898	27,398	29,270
非流动负债	30,005	28,571	28,540	30,540	27,540
长期借款	8,746	7,595	8,595	9,595	8,595
其他	21,259	20,976	19,945	20,945	18,945
负债合计	76,037	71,944	76,895	81,826	83,479
少数股东权益	34,882	37,076	42,548	48,455	54,509
归属母公司股东权益	23,655	23,467	26,518	29,795	33,442
负债和股东权益	134,574	132,488	145,962	160,076	171,430

重要财务指标					
单位: 百万元					
主要财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	143,842	135,910	142,825	153,795	166,737
同比(%)	-6.7%	-5.5%	5.1%	7.7%	8.4%
归属母公司净利润	7,091	4,493	5,695	6,399	7,107
同比(%)	21.3%	-36.6%	26.8%	12.4%	11.1%
毛利率(%)	13.9%	13.9%	14.5%	14.4%	14.1%
ROE(%)	30.0%	19.1%	21.5%	21.5%	21.3%
EPS (摊薄) (元)	2.29	1.45	1.84	2.07	2.29
P/E	8.11	12.79	10.09	8.98	8.09
P/B	2.43	2.45	2.17	1.93	1.72
EV/EBITDA	3.97	5.13	3.41	3.00	2.59

利润表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	143,84	135,910	142,825	153,79	166,737
营业成本	123,71	116,925	122,179	131,60	143,308
营业税金及附加	544	400	420	452	490
销售费用	1,429	1,512	1,590	1,712	1,856
管理费用	4,203	3,958	4,142	4,306	4,502
研发费用	961	826	868	935	1,014
财务费用	1,651	1,121	666	569	488
减值损失合计	-2,069	-300	-979	-979	-979
投资净收益	7,922	1,844	1,938	2,086	2,262
其他	-1,396	-208	294	345	406
营业利润	15,792	12,505	14,213	15,672	16,768
营业外收支	-26	131	105	105	105
利润总额	15,766	12,636	14,317	15,777	16,873
所得税	3,236	2,692	3,150	3,471	3,712
净利润	12,530	9,944	11,168	12,306	13,161
少数股东损益	5,439	5,451	5,472	5,907	6,054
归属母公司净利润	7,091	4,493	5,695	6,399	7,107
EBITDA	17,473	16,607	19,974	21,664	23,051
EPS (当年) (元)	2.30	1.46	1.84	2.07	2.29

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	13,759	14,162	16,109	17,383	19,735
净利润	12,530	9,944	11,168	12,306	13,161
折旧摊销	4,341	4,213	5,302	5,778	6,326
财务费用	1,793	1,444	867	922	932
投资损失	-7,922	-1,844	-1,938	-2,086	-2,262
营运资金变动	-579	-586	-709	-787	328
其它	3,596	990	1,419	1,250	1,250
投资活动现金流	2,331	-6,906	-5,308	-10,228	-9,934
资本支出	-8,957	-8,116	-7,191	-12,157	-12,157
长期投资	5,871	87	-38	-38	-38
其他	5,417	1,124	1,921	1,968	2,262
筹资活动现金流	-8,278	-10,720	-736	-1,108	-6,456
吸收投资	168	122	-121	0	0
借款	-1,372	-1,465	2,000	2,000	0
支付利息或股息	-6,077	-6,773	-3,686	-4,088	-4,436
现金净增加额	7,821	-3,413	10,109	6,091	3,389

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作，现任信达证券研发中心负责人。

李春驰，CFA，CPA，上海财经大学金融硕士，南京大学金融学学士，曾任兴业证券经济与金融研究院煤炭行业及公用环保行业分析师，2022年7月加入信达证券研发中心，从事煤炭、电力、天然气等大能源板块的研究。

高升，中国矿业大学(北京)采矿专业博士，高级工程师，曾任中国煤炭科工集团二级子企业投资经营部部长、下属煤矿副矿长，曾在煤矿生产一线工作多年，从事煤矿生产安全管理、煤矿项目投资和经营管理等工作。2022年6月加入信达证券研发中心，从事煤炭、钢铁及上下游领域研究。

刘红光，北京大学博士，中国环境科学学会碳达峰碳中和专业委员会委员。曾任中国石化经济技术研究院专家、所长助理，牵头开展了能源消费中长期预测研究，主编出版并发布了《中国能源展望2060》一书；完成了“石化产业碳达峰碳中和实施路径”研究，并参与国家部委油气产业规划、新型能源体系建设、行业碳达峰及高质量发展等相关政策文件的研讨编制等工作。2023年3月加入信达证券研究开发中心，从事大能源领域研究并负责石化行业研究工作。

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，4年卖方经验。曾就职于国投证券、德邦证券。2025年3月加入信达证券研究所，从事环保行业及其上下游以及双碳产业研究。

邢秦浩，美国德克萨斯大学奥斯汀分校电力系统专业硕士，天津大学电气工程及其自动化专业学士，具有三年实业研究经验，从事电力市场化改革，虚拟电厂应用研究工作，2022年6月加入信达证券研究开发中心，从事电力行业研究。

吴柏莹，吉林大学产业经济学硕士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事公用环保行业研究。

胡晓艺，中国社会科学院大学经济学硕士，西南财经大学金融学学士。2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

刘奕麟，香港大学工学硕士，北京科技大学管理学学士，2022年7月加入信达证券研究开发中心，从事石化行业研究。

李睿，CPA，德国埃森经济与管理大学会计学硕士，2022年9月加入信达证券研发中心，从事煤炭和煤矿智能化行业研究。

李栋，南加州大学建筑学硕士，2023年1月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

唐婵玉，香港科技大学社会科学硕士，对外经济贸易大学金融学学士。2023年4月加入信达证券研发中心，从事天然气、电力行业研究。

刘波，北京科技大学管理学本硕，2023年7月加入信达证券研究开发中心，从事煤炭和钢铁行业研究。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 15% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5%~15%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。