

2023年03月27日
新奥股份(600803.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

燃气

低气价下城燃与接收站复苏可期，业绩高增长有望持续

■ **事件：**公司发布 2022 年年报，全年实现营业收入 1540.44 亿元，同比增长 33.04%；归母净利润 58.44 亿元，同比增长 26.17%；归母核心利润 60.67 亿元，同比增长 48.17%；扣非归母净利润 46.71 亿元，同比增长 33.83%。受益于天然气直销业务毛差提高以及煤炭业务量价齐升，2022 年公司收入与利润增长显著。

■ 2022 年直销气盈利水平大幅提升，煤炭业务量价齐升：

2022 年公司天然气直销以及能源生产业务表现亮眼。天然气直销方面，2022 年公司直销气量为 35.07 亿方，实现收入 163.14 亿元，同比增长 182.02%；实现毛利 31.07 亿元，同比增速高达 140.31%，对公司毛利贡献占比达 13%。公司通过对海内外气价的精准判断，寻求直销气盈利最大化。在海外高气价背景下，公司海外直销气销售量提升，根据公司公开业绩交流会，2022 年公司直销气毛差高达 0.72 元/方，较去年大幅提升。能源生产业务方面，根据公司年报披露，2022 年该板块营业收入 85.51 亿元，同比增长 23.9%，主要由于煤炭业务量价齐升，全年销量达到 524 万吨，同比增长 34.36%。

■ 国内外气价下行+疫情影响消除，城燃、LNG 接收站与直销气增长可期：

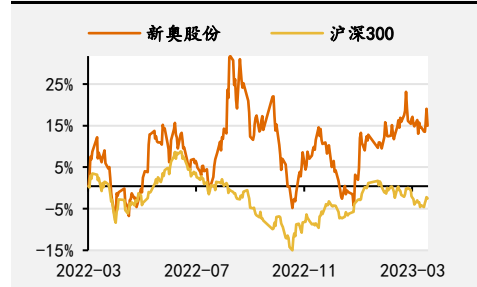
天然气零售方面，公司公开业绩交流会披露，受海内外天然气价格高企及国内疫情抑制经济活动等多重因素叠加影响，2022 年公司国内零售气业务毛差同比缩窄 0.03 元/方，毛利率同比减少 3.01pct，毛利小幅增长 4.05%。我们预计今年城市燃气板块业绩有望修复。从价上看，今年以来，海内外气价大幅下跌，根据 Investing 数据，截至 3 月 24 日，荷兰 TTF 期货价格较年初下跌 43.2%；根据 Wind 数据，全国 LNG 市场价从 2022 年 12 月 31 日的 7168.2 元/吨下跌至 3 月 10 日的 5832.5 元/吨，跌幅 18.6%。海内外气价从高位回落，公司城燃业务毛差有望扩大。从量上看，根据中国石油天然气股份有限公司规划总院预测，2023 年我国天然气表观消费量有望同比增长 5%-6%，公司作为全国城燃龙头，销气量增速有望高于全国均值。量价均好转背景下，公司城燃业务有望实现稳健增长。LNG 接收站方面，公司于 2022 年 8 月收购舟山接收站 90% 股权，目前处理能力为 800 万吨/年，根据公司年报，2022 年由于海外高气价影响，国内沿海 LNG 接收站利用率普遍偏低，公司舟山接收站全年处理量仅为 153.26 万吨，同比下滑 44%。我们预计今年随着海外气价回落以及国内天然气市场需求拉动，舟山接收站处理量有望回升。天然气直销方面，一方面，根据

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	24 元
股价 (2023-03-24)	18.72 元

交易数据

总市值(百万元)	58,002.00
流通市值(百万元)	27,355.20
总股本(百万股)	3,098.40
流通股本(百万股)	1,461.28
12 个月价格区间	15.42/21.46 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.0	12.9	18.1
绝对收益	-0.8	18.1	12.8

周喆 分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡 联系人

zhuxy@essence.com.cn

相关报告

气价下跌+疫情消退双重利好，业绩增长动力不减	2023-02-05
核心利润持续高增，天然气全产业链护城河优势凸显	2022-10-30

公司公开投资者交流，2022 年下半年公司与切尼尔签订的 LNG 长协开始执行，执行量为 45 万吨，今年切尼尔长协执行量将增长到 90 万吨。海外低价长协气量提升叠加接收站现货气量提升，公司直销气业务有望持续增长。

目 海外长协气+国内非常规气开拓，公司具备长期气源成本优势：

国内气源方面，据年报披露，除三桶油外，公司大规模聚合新疆庆华、大唐能源、山西煤层气、重庆页岩气等各类非常规资源，目前已实现稳定供气约 300 万方/日。海外气源方面，公司托舟山 LNG 接收站大力签订具备价格竞争力的海外 LNG 长协，2022 年内公司与 NextDecade 和 EnergyTransfer 等国际资源商新增签订 530 万吨/年；截至 2022 年底，公司累计签订海外成协共 764 万吨/年，与美国 Henry Hub 和布伦特油价挂钩，锁定低成本气源。公司于 2022 年与俄罗斯 Novatek、美国查尔斯湖 LNG 项目和 RioGrande LNG 项目合计签订的 530 万吨/年的 LNG 长协将于 2025-2026 年陆续释放，长期低气源成本优势尽显。

目 投资建议：

我们预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 1745.65 亿元、1987.11 亿元、2252.12 亿元，增速分别为 13.2%、13.8%、13.3%，净利润分别为 76.17 亿元、83.51 亿元、95.50 亿元，增速分别为 30.3%、9.6%、14.4%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 24 元。

目 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。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	116,031.0	154,168.8	174,565.0	198,710.8	225,211.6
净利润	4,101.7	5,843.9	7,616.7	8,350.5	9,550.1
每股收益(元)	1.32	1.89	2.46	2.69	3.08
每股净资产(元)	4.79	5.67	7.58	9.95	12.74

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	14.1	9.9	7.6	6.9	6.1
市净率(倍)	3.9	3.3	2.5	1.9	1.5
净利润率	3.5%	3.8%	4.4%	4.2%	4.2%
净资产收益率	27.7%	33.2%	32.4%	27.1%	24.2%
股息收益率	1.5%	0.0%	2.1%	1.8%	1.5%
ROIC	23.7%	23.9%	19.1%	23.7%	23.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	116,031.0	154,168.8	174,565.0	198,710.8	225,211.6	成长性					
减:营业成本	96,513.0	130,702.6	145,495.2	166,057.8	186,539.3	营业收入增长率	31.7%	32.9%	13.2%	13.8%	13.3%
营业税费	634.8	784.1	1,745.7	1,987.1	2,252.1	营业利润增长率	27.8%	8.7%	20.7%	12.3%	17.9%
销售费用	1,445.9	1,485.0	2,182.1	2,483.9	3,153.0	净利润增长率	94.7%	42.5%	30.3%	9.6%	14.4%
管理费用	3,763.6	4,121.4	5,935.2	6,954.9	8,558.0	EBITDA 增长率	29.3%	23.2%	3.6%	8.5%	13.9%
研发费用	1,035.3	1,220.1	1,571.1	1,987.1	2,252.1	EBIT 增长率	33.5%	23.0%	3.5%	8.6%	15.3%
财务费用	505.0	2,933.2	1,006.8	438.1	-24.8	NOPLAT 增长率	33.4%	21.3%	-0.2%	15.7%	15.3%
资产减值损失	-450.2	-242.9	-252.1	-176.5	-176.5	投资资本增长率	20.1%	25.0%	-6.7%	15.5%	-6.8%
加:公允价值变动收益	456.5	1,169.1	58.0	4.5	-22.3	净资产增长率	30.9%	11.7%	20.7%	22.3%	21.9%
投资和汇兑收益	1,178.9	846.1	809.8	944.9	866.9						
营业利润	13,529.6	14,704.7	17,748.8	19,927.9	23,502.9	利润率					
加:营业外净收支	-63.1	-27.9	-201.5	-179.5	-194.2	毛利率	16.8%	15.2%	16.7%	16.4%	17.2%
利润总额	13,466.5	14,676.8	17,547.3	19,748.4	23,308.7	营业利润率	11.7%	9.5%	10.2%	10.0%	10.4%
减:所得税	2,936.0	3,602.7	4,307.4	4,847.7	5,721.6	净利润率	3.5%	3.8%	4.4%	4.2%	4.2%
净利润	4,101.7	5,843.9	7,616.7	8,350.5	9,550.1	EBITDA/营业收入	15.3%	14.2%	13.0%	12.4%	12.5%
						EBIT/营业收入	12.7%	11.7%	10.7%	10.2%	10.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	163	144	140	129	117
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-44	-25	-28	-24	-19
货币资金	11,440.2	9,238.1	13,965.2	15,896.9	31,062.5	流动资产周转天数	110	92	85	87	95
交易性金融资产	155.1	25.6	83.6	88.1	65.8	应收帐款周转天数	22	21	19	21	21
应收帐款	8,863.7	9,384.6	9,382.4	13,761.3	11,938.5	存货周转天数	8	6	7	7	7
应收票据	325.4	325.1	705.6	339.0	815.6	总资产周转天数	368	308	290	271	259
预付帐款	4,011.3	4,987.6	4,600.5	7,110.8	5,653.2	投资资本周转天数	158	146	139	127	116
存货	3,138.4	2,416.6	4,815.9	3,234.4	5,513.7						
其他流动资产	11,899.7	12,405.6	10,449.0	11,584.8	11,479.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	27.7%	33.2%	32.4%	27.1%	24.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	8.1%	9.2%	9.7%	10.4%
长期股权投资	5,995.5	6,021.1	6,021.1	6,021.1	6,021.1	ROIC	23.7%	23.9%	19.1%	23.7%	23.6%
投资性房地产	288.1	276.3	276.3	276.3	276.3	费用率					
固定资产	56,833.3	66,128.2	69,804.8	72,169.0	74,220.9	销售费用率	1.2%	1.0%	1.3%	1.3%	1.4%
在建工程	4,195.5	4,531.7	4,531.7	4,531.7	4,531.7	管理费用率	3.2%	2.7%	3.4%	3.5%	3.8%
无形资产	10,618.4	11,247.6	10,611.6	9,975.6	9,339.7	研发费用率	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%
其他非流动资产	10,158.5	9,209.4	9,355.6	9,365.8	9,000.0	财务费用率	0.4%	1.9%	0.6%	0.2%	0.0%
资产总额	127,933.9	136,197.4	144,606.9	154,359.6	169,921.4	四费/营业收入	5.8%	6.3%	6.1%	6.0%	6.2%
短期债务	7,972.3	7,560.2	8,515.1	6,914.5	-	偿债能力					
应付帐款	14,025.3	13,265.8	21,694.6	18,659.8	24,375.0	资产负债率	63.9%	62.1%	57.0%	50.7%	45.4%
应付票据	1,261.1	857.4	1,773.7	1,407.1	1,916.2	负债权益比	177.1%	164.1%	132.4%	102.8%	83.1%
其他流动负债	32,134.4	26,984.6	29,386.5	29,427.2	28,592.7	流动比率	0.72	0.80	0.72	0.92	1.21
长期借款	5,698.3	12,112.2	-	-	-	速动比率	0.66	0.75	0.64	0.86	1.11
其他非流动负债	20,677.0	23,855.0	21,003.7	21,845.2	22,234.6	利息保障倍数	29.15	6.18	18.63	46.49	-946.26
负债总额	81,768.4	84,635.2	82,373.7	78,253.8	77,118.6	分红指标					
少数股东权益	31,332.3	33,984.1	38,737.4	45,287.7	53,324.8	DPS(元)	0.28	-	0.38	0.33	0.29
股本	2,845.9	3,098.7	3,098.7	3,098.7	3,098.7	分红比率	21.3%	0.0%	15.6%	12.3%	9.3%
留存收益	11,620.7	13,972.3	20,397.1	27,719.4	36,379.4	股息收益率	1.5%	0.0%	2.1%	1.8%	1.5%
股东权益	46,165.5	51,562.2	62,233.2	76,105.8	92,802.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.32	1.89	2.46	2.69	3.08
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	4.79	5.67	7.58	9.95	12.74
净利润	10,530.5	11,074.1	7,616.7	8,350.5	9,550.1	PE(X)	14.1	9.9	7.6	6.9	6.1
加:折旧和摊销	3,187.6	3,956.5	3,959.4	4,271.7	4,584.1	PB(X)	3.9	3.3	2.5	1.9	1.5
资产减值准备	450.2	242.9	-	-	-	P/FCF	-8.8	-20.2	30.3	-16.2	7.6
公允价值变动损失	-456.5	-1,169.1	58.0	4.5	-22.3	P/S	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
财务费用	541.1	2,969.5	1,006.8	438.1	-24.8	EV/EBITDA	5.2	4.6	4.4	4.1	3.2
投资收益	-1,178.9	-846.5	-809.9	-945.1	-867.2	CAGR(%)	12.3%	16.7%	19.1%	12.3%	16.7%
少数股东损益	6,428.8	5,230.2	4,753.3	6,550.3	8,037.1	PEG	1.2	0.6	0.4	0.6	0.4
营运资金的变动	971.3	-2,506.8	7,632.2	-8,394.9	6,861.4	ROIC/WACC	2.6	2.6	2.1	2.6	2.6
经营活动产生现金流量	13,510.4	15,005.8	24,216.4	10,275.1	28,118.4	REP	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5
投资活动产生现金流量	-8,041.1	-6,881.1	-6,343.1	-5,055.0	-5,081.7						
融资活动产生现金流量	-4,701.4	-9,652.2	-13,146.1	-3,288.5	-7,871.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

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 ■■■

安信证券股份有限公司（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 ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信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。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

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