

研究所
 证券分析师: 陈晨 S0350522110007
 chenc09@ghzq.com.cn
 证券分析师: 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 联系人: 王璇 S0350123020011
 wangx15@ghzq.com.cn

进击的天然气产业链一体化龙头 ——新奥股份(600803)深度研究

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
新奥股份	2.1%	16.5%	33.1%
沪深300	-4.4%	-2.2%	-1.4%

市场数据

市场数据	2023/05/19
当前价格(元)	21.37
52周价格区间(元)	15.26-22.22
总市值(百万)	66,212.76
流通市值(百万)	31,227.59
总股本(万股)	309,839.76
流通股(万股)	146,128.19
日均成交额(百万)	176.47
近一月换手(%)	0.58

投资要点:

- 天然气产业链一体化龙头。**新奥股份是本部位于河北省廊坊市的一家优秀民营企业，实控人是王玉锁先生。公司主要从事天然气产业链一体化的经营，天然气分销以及直销是公司主要的收入和利润来源，2022年营业总收入和毛利中，天然气分销/直销占比分别为67%/11%、44%/13%。2022年公司总销售气量362.04亿方，约占全国天然气表观消费量的10%，行业龙头地位突显。
- 天然气分销业务稳健增长。**分销业务主要是由新奥能源(02688.HK，截至2022年末新奥股份持有其32.64%股权)运营，包括零售与批发。公司零售气销量从2009年的29亿立方攀升至2022年的259亿立方，年均复合增长率为18%。近几年工商业用户占比稳定在80%左右，居民用气占比约为20%，工商业用户占比高，下游用户结构较为有利，可以灵活顺价。批发业务是零售业务的补充，主要面向经营区管网未覆盖的客户或者贸易商等，以市场化定价为主，销量从2010年的2.2亿立方攀升至2022年的67.6亿立方，年均复合增长率为33%。
- 天然气直销业务快速增长。**直销业务以采购国际天然气资源为主，配合国内自有和托管LNG液厂资源及非常规资源等，向国内工业用户、城市燃气运营商、电厂、交通能源运营商、国际贸易商等客户销售天然气。2022年公司新增国际长协资源530万吨/年，累计已签订764万吨/年的国际长期购销协议。直销气业务机制灵活，可以转口再销售，2022年公司实现天然气直销气量为35.1亿立方米，价差高达0.72元/立方米。国内天然气消费仍有较大的增长空间，大客户为主的直销业务也将有长足发展，预计在2030年前有超过1500亿方增量市场规模。
- 天然气接收站业务：承上启下，未来有望放量。**当前舟山LNG接收及加注站项目实际处理能力达到750万吨/年，待三期完工后有望新增处理能力350万吨/年。随着国际天然气价格逐步理性回归及国内下游需求恢复，将有力促进舟山接收站业务发展。舟山接收站承诺在2022年-2025年，分别实现净利润为3.5、6.4、9.3、12.0亿元。
- 综合能源及增值业务：从泛能理念出发，业务增长迅速。**综合能源业务立足于客户节能降本、低碳转型需求，因地制宜融合天然气及生物质、光伏、地热等可再生能源，为客户量身打造冷、热、气、电综合能源供应及低碳智能方案。增值业务是以客户为中心，为家庭用户提供安全佑家、低碳爱家、智联优家三大核心服务产品。2022年营业总收入和毛利中，综合能源/增值业务占比分别为8%/2%、7%/9%。
- 工程建设与安装业务：氢能业务有望成为亮点。**工程建设业务主要是天然气基础设施工程、市政工程、新能源工程、数智化四大工程。公

司自 2011 年开始承接氢能工程项目，经历了 10 余年的积累，目前已形成成熟的氢能制取及加氢站工程项目的建设经验，参与的氢能相关工程达到 40 余个。安装业务主要面向居民和工商业用户，提供燃气使用的庭院管网敷设及设备安装、室内管道及设施安装、售后维保等服务。2022 年营业总收入和毛利中，工程建造与安装业务占比分别为 5%/15%。

- **能源生产业务：煤炭业务盈利能力较强。** 该项业务主要是煤炭业务和甲醇业务。公司目前拥有王家塔煤矿（权益产为 800 万吨/年），该矿位于内蒙古鄂尔多斯伊金霍洛旗，该矿采选都委托给第三方运营。王家塔煤矿地质结构简单，煤种主要是为不粘煤，2022 年实现净利润 13.4 亿元。甲醇业务位于内蒙古鄂尔多斯市达旗，合计产能为 120 万吨/年，权益产能为 96 万吨/年。
- **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司 2023-2025 年实现归属于母公司股东的净利润分别为 66.1/75.5/86.0 亿元，同比分别+13%、+14%、+14%，折合 EPS 分别是 2.13/2.44/2.77 元/股，当前股价（21.37 元/股）对应 PE 分别为 10.0/8.8/7.7 倍，公司具备产业链一体化优势，上游气源供应稳定、签订的国际长协具备成本优势，中游接收站业务未来有望放量，下游天然气销售机制灵活、抗风险能力强，公司可以在市场价格高昂的时候通过直销模式实现业绩快速增长，在市场价格较低的时候通过零售业务实现稳健增长，进可攻退可守，经营模式具备较强抗风险能力。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- **风险提示：**（1）经济增速放缓风险；（2）气源获取及价格波动风险；（3）安全经营风险；（4）衍生产品风险；（5）新项目建设进度不及预期风险；（6）公司管理及运营风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	154169	153938	172954	194472
增长率（%）	33	0	12	12
归母净利润（百万元）	5844	6612	7554	8596
增长率（%）	26	13	14	14
摊薄每股收益（元）	1.89	2.13	2.44	2.77
ROE（%）	33	29	26	23
P/E	8.47	10.01	8.77	7.70
P/B	2.84	2.85	2.24	1.79
P/S	0.32	0.43	0.38	0.34
EV/EBITDA	3.84	4.66	3.71	2.75

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

内容目录

1、公司简介：进击的天然气产业一体化龙头	5
2、天然气板块：分销业务稳健增长，直销业务快速增长	7
2.1、天然气分销业务：稳健增长	7
2.2、天然气直销业务：快速增长	9
2.3、天然气接收站业务：承上启下，未来有望放量	11
3、综合能源及增值业务：从泛能理念出发，业务增长迅速	13
4、工程建设与安装业务：氢能业务有望成为亮点	14
5、能源生产业务：煤炭业务盈利能力较强	15
6、盈利预测与投资评级	16
7、风险提示	19

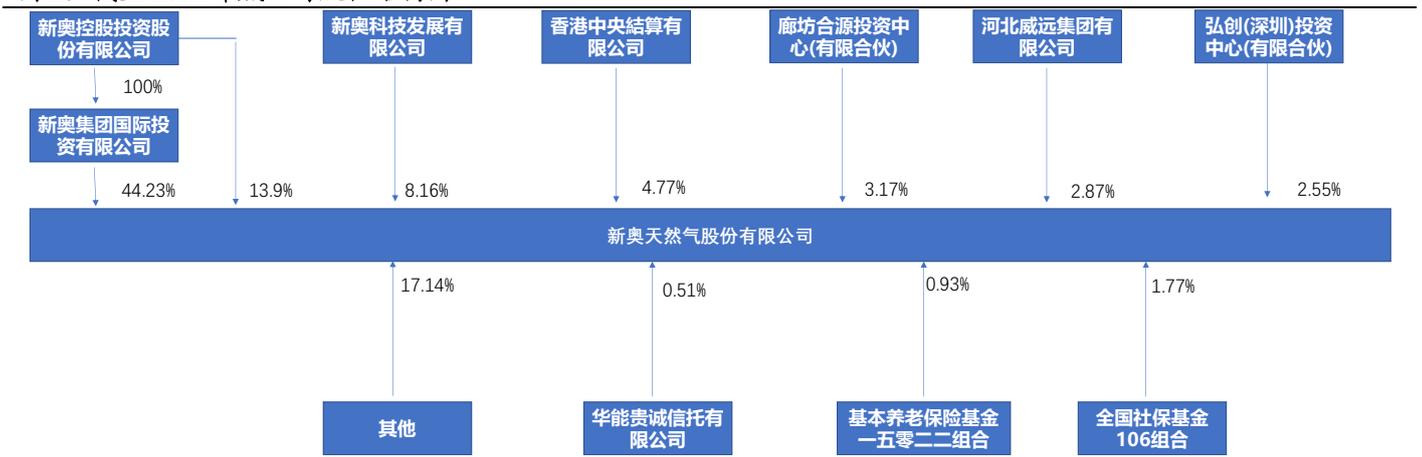
图表目录

图 1: 截至 2022 年底公司股权结构图	5
图 2: 新奥股份发展历史简要梳理	5
图 3: 2022 年公司收入业务结构	6
图 4: 2021 年公司收入业务结构	6
图 5: 2022 年公司毛利业务结构	6
图 6: 2021 年公司毛利业务结构	6
图 7: 新奥股份全产业链业务图	7
图 8: 2020-2022 年公司实现的营业收入情况	7
图 9: 2020-2022 年公司实现的归母净利润情况	7
图 10: 2020-2022 年公司实现的零售气情况	8
图 11: 2020-2022 年公司实现的零售气终端用户情况	8
图 12: 2021-2022 年天然气零售业务价差情况	9
图 13: 2010-2022 年公司实现的批发气量情况	9
图 14: 2020-2022 年天然气批发业务毛利率情况	9
图 15: 2020-2022 年公司实现的直销气量情况	10
图 16: 2021-2022 年天然气直销气价差情况	10
图 17: 2022 年底新奥股份国际天然气长协签订情况	10
图 18: TTF 现货价与 HH 现货价走势图	11
图 19: 当前 TTF 现货价与 HH 现货价仍存在 10 美元/百万英热的价差	11
图 20: 国内天然气进口量有望继续保持较快增长	11
图 21: 舟山 LNG 接收站	12
图 22: 收购舟山接收站的业绩承诺期及金额	13
图 23: 公司综合能源销售情况 (亿千瓦时)	13
图 24: 2020-2022 年公司综合能源业务收入情况	14
图 25: 2020-2022 年公司综合能源业务毛利率情况	14
图 26: 2020-2022 年公司增值业务收入情况	14
图 27: 2020-2022 年公司增值业务毛利率情况	14
图 28: 2022 年综合能源销售及收入结构	15
图 29: 2022 年氢能领域工程建设占签单的 30%	15
图 30: 公司煤炭及甲醇业务在产产能统计 (截至 2022 年底)	16
图 31: 2020-2022 年公司煤炭产销量情况	16
图 32: 2020-2022 年公司甲醇产销量情况	16
图 33: 新奥股份核心业务的详细拆分与预测	18
图 34: 新奥股份核心业务的详细拆分与预测 (续表)	19

1、公司简介：进击的天然气产业一体化龙头

新奥集团国际投资有限公司是公司第一大股东，王玉锁是公司实际控制人。新奥天然气股份有限公司成立于1992年，总部位于河北省廊坊市，原名河北威远实业股份有限公司，于1994年1月在上海证券交易所上市，1999年改名为河北威远生物化工股份有限公司，2015年1月起由“威远生化”更名为“新奥股份”。截至2022年底，新奥集团国际投资有限公司直接持有公司股份44.23%，是公司第一大股东，上市公司实际控制人是王玉锁先生。

图1：截至2022年底公司股权结构图



资料来源：wind、国海证券研究所

天然气产业链一体化布局。最近几年公司分别向中下游做了两次重要收购，2020年9月收购完成了新奥国际及精选投资持有的新奥能源（02688.HK）32.64%股份，把新奥能源纳入了公司合并报表范围，新奥能源具备强大的天然气分销网络和相关基础设施，与公司在产业链方面形成了较强的协同效应。2022年8月，公司收购完成了新奥科技、新奥集团及新奥控股合并持有的新奥舟山90%股权，新奥舟山主要从事在浙江舟山的天然气接收站项目，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。2022年，公司总销售气量362.04亿方，约占全国天然气表观消费量的10%，行业龙头地位突显。

图2：新奥股份发展历史简要梳理

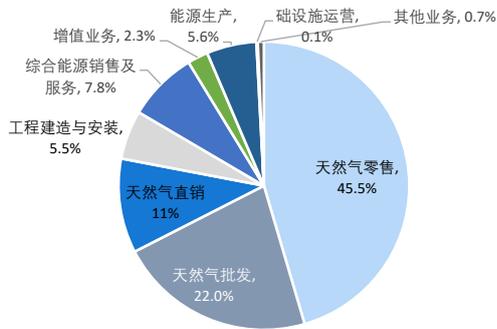


资料来源：wind、国海证券研究所

天然气分销（零售与批发）与直销是公司第一大收入来源，同时也是公司第一大

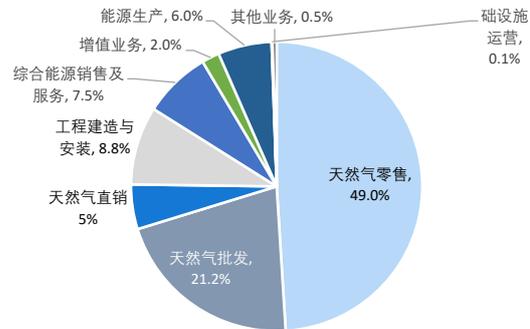
利润来源。2022 年报显示，公司营业总收入中，天然气零售占比 45%、天然气批发占比 22%、天然气直销占比 11%、工程建设与安装占比 5%、综合能源销售与服务占比 8%、增值业务占比 2%、能源生产占比 6%；同期，公司实现毛利总额中，天然气零售占比 32%、天然气批发占比 12%、天然气直销占比 13%、工程建设与安装占比 15%、综合能源销售与服务占比 7%、增值业务占比 9%、能源生产占比 9%。

图 3: 2022 年公司收入业务结构



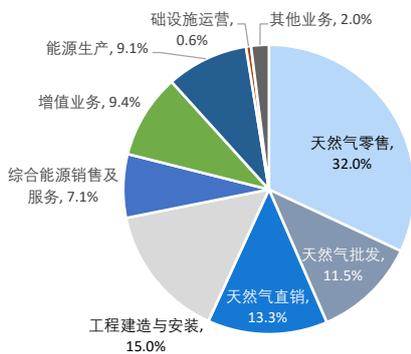
资料来源: wind、国海证券研究所

图 4: 2021 年公司收入业务结构



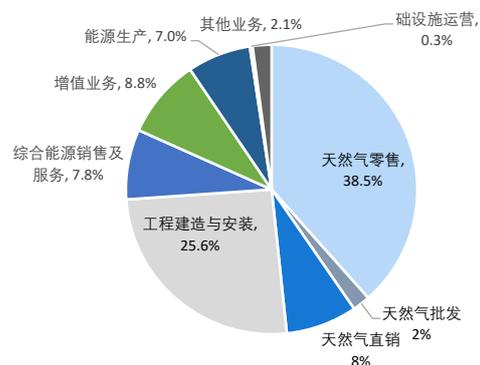
资料来源: wind、国海证券研究所

图 5: 2022 年公司毛利业务结构



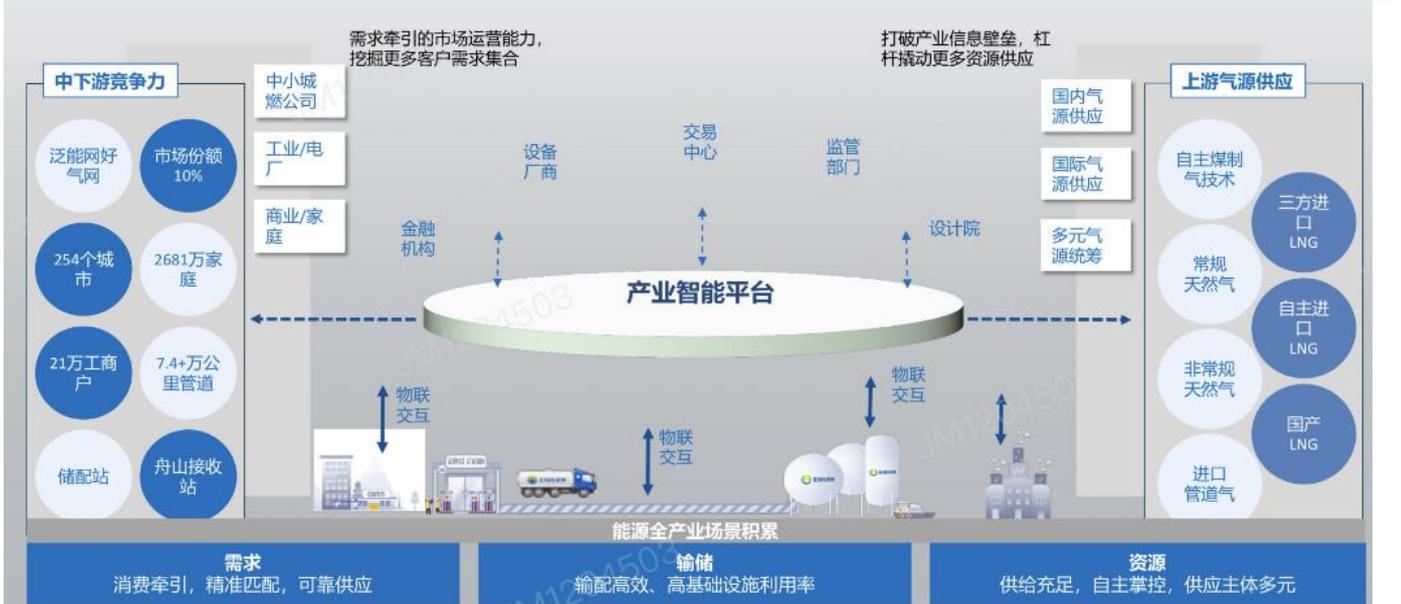
资料来源: wind、国海证券研究所

图 6: 2021 年公司毛利业务结构



资料来源: wind、国海证券研究所

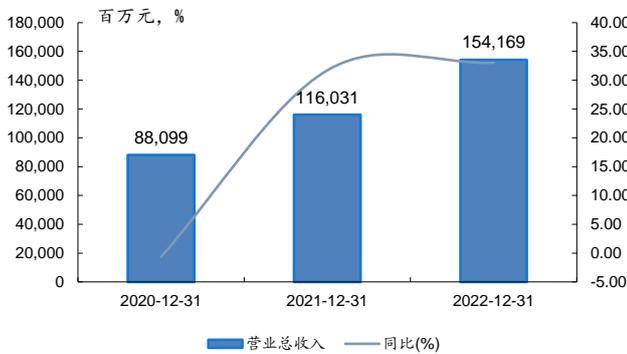
图 7：新奥股份全产业链业务图



资料来源：公司公告

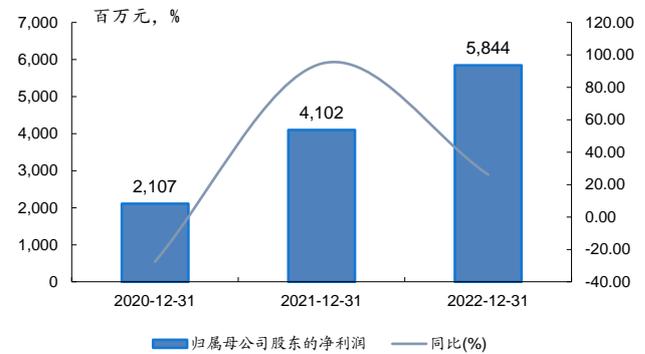
2022 全年实现盈利大幅增长。由于天然气直销业务、能源生产业务等实现了大幅增长，2022 年实现营业收入 1541.7 亿元，同比增加 33.0%；实现归属于上市公司股东的净利润 58.4 亿元，同比增加 26.2%。

图 8：2020-2022 公司实现的营业收入情况



资料来源：wind、国海证券研究所

图 9：2020-2022 公司实现的归母净利润情况



资料来源：wind、国海证券研究所

2、天然气板块：分销业务稳健增长，直销业务快速增长

2.1、天然气分销业务：稳健增长

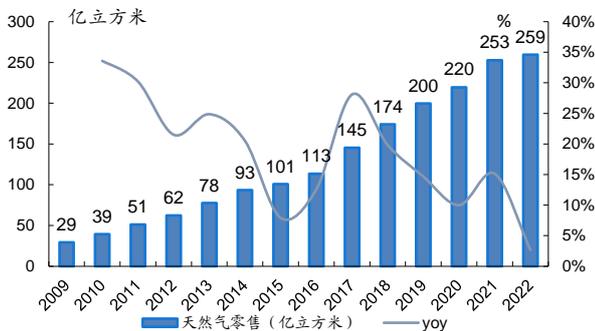
公司天然气分销业务主要分为零售和批发。分销业务主要是由 2020 年收购的港股

新奥能源（02688.HK，截至 2022 年末新奥股份持有其 32.64% 股权）运营，分销包括零售与批发。天然气零售业务为采购天然气，经过气化、调压、除杂、脱水、加臭等环节后，通过管网输送给工商业、居民、交通运输等终端用户，气源供应主要是中石油、中石化、中海油，非常规气以及海外 LNG 资源。截至 2022 年末，公司在全国拥有 254 个城市燃气项目，主要覆盖安徽、福建、广东、广西、河北、河南、湖南、江苏、江西、辽宁、山东、浙江、上海、天津等 20 个省市及自治区，经济发达省份居多，地理位较为优越。

新奥能源零售气销量从 2009 年的 29 亿立方攀升至 2022 年的 259 亿立方，年均复合增长率为 18%。具体来看，2022 年公司实现天然气零售量为 259.4 亿立方米，同比增长 2.7%，其中工商业用户 203.8 亿立方米，居民用户 51.5 亿立方米，从近几年数据来看，工商业用户占比稳定在 80% 左右，居民用气占比约为 20%。工商业用户的销售价格采取政府指导价，目前各城市基本建立起了非居民用气销售价格联动机制，在上游门站价变动时候，公司可依据变动幅度申请非居民用户燃气销售价格调整。2022 年公司工商业用户占比高达约 79%，下游用户结构较为有利，可以灵活顺价。居民用气销售价格采取政府定价的方式。

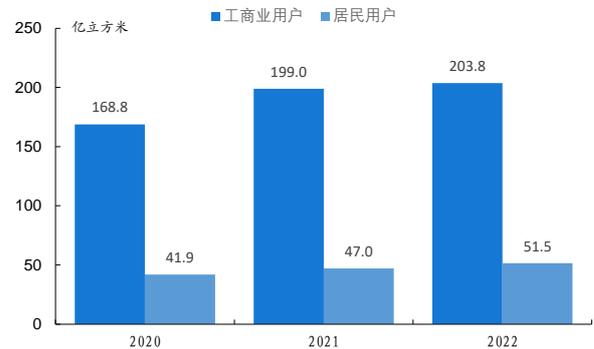
2022 年新奥能源零售气价差为 0.48 元/立方米，相比 2021 年下降 0.03 元/立方米，随着国际天然气价格合理回归，我们预计 2023 年零售气价差有望回归至 0.5 元/立方左右。

图 10：2020-2022 年公司实现的零售气情况



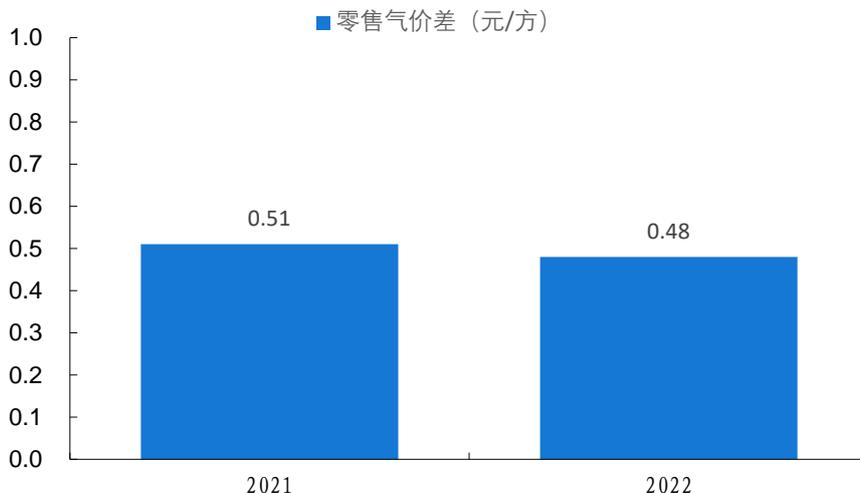
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 11：2020-2022 年公司实现的零售气终端用户情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 12: 2021-2022 年天然气零售业务价差情况

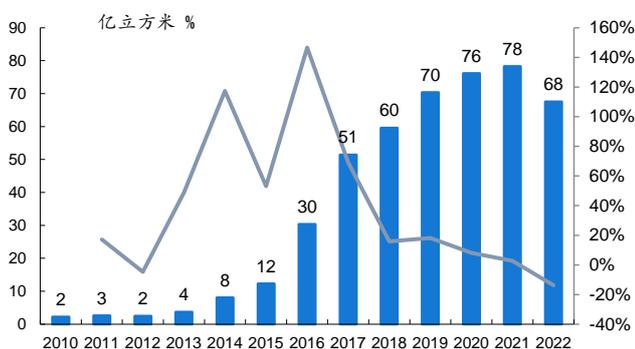


资料来源: 公司公告、国海证券研究所

天然气批发业务是零售业务的补充。公司从国内上游天然气生产及销售主体采购气源后, 通过自有和第三方气源运输网络, 批量向自有经营区管网未覆盖的客户或者贸易商等进行天然气销售。批发业务定价以国内 LNG 市场化价格为主。

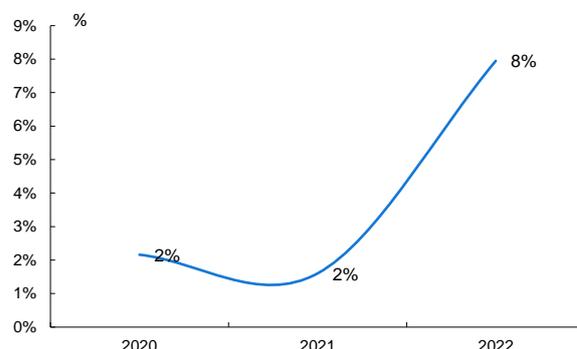
新奥能源批发气销量从 2010 年的 2.2 亿立方攀升至 2022 年的 67.6 亿立方, 年均复合增长率为 33%。2022 年, 公司实现天然气批发量为 67.6 亿立方米, 同比下滑 14%, 下滑主要是疫情影响叠加 2022 年天然气价格涨幅较大抑制了部分下游需求。2022 年该项业务毛利率从 2% 提升至 8%, 主要是公司对海外长协进行灵活销售, 实现了利润大幅提升。

图 13: 2010-2022 年公司实现的批发气量情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 14: 2020-2022 年天然气批发业务毛利率情况



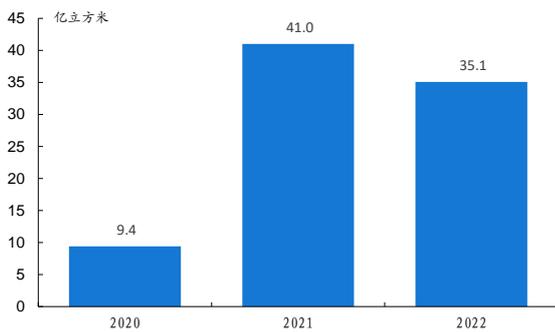
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

2.2、天然气直销业务: 快速增长

天然气直销业务机制灵活。公司天然气直销业务以采购国际天然气资源为主，配合国内自有和托管 LNG 液厂资源及非常规资源等，向国内工业用户、城市燃气运营商、电厂、交通能源运营商、国际贸易商等客户销售天然气。国际采购方面，公司通过长期购销协议及现货采购的方式保障了气源供应。2022 年公司新增国际长协资源量 530 万吨/年，目前公司已与道达尔、锐进、雪佛龙、切尼尔、诺瓦泰克、EnergyTransfer、NextDecade 合计签署了 764 万吨/年的长期购销协议。公司的国际天然气资源与 JCC、Brent、HenryHub 等国际主流能源指数挂钩。在国内资源方面，公司通过权益投资、代加工等方式获取煤制气、煤层气、散井气、页岩气、LNG 液厂资源。直销气业务机制灵活，定价较为市场化。

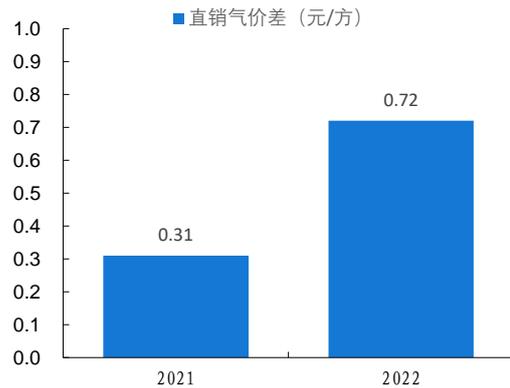
2022 年天然气直销业务价差大幅提升。2022 年，公司实现天然气直销气量为 35.1 亿立方米，同比下滑 14%。2022 年该项业务价差达到 0.72 元/立方米，同比增加 0.41 元/立方米，主要是公司利用低价长协的优势在海外灵活销售，实现了利润水平的提升。2022 年子公司新奥新加坡与 Cheniere 签署了 90 万吨的长协，价格挂钩 HH 指数，2022 年只执行了一半的货物量，当前 TTF 现货价与 HH 现货价仍存在 10 美元/百万英热的价差，这为 2023 年低价长协转售欧洲市场创造了空间。

图 15: 2020-2022 年公司实现的直销气量情况



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 16: 2021-2022 年天然气直销气价差情况



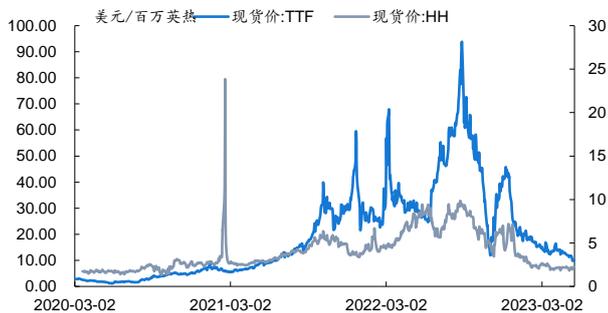
资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 17: 2022 年底新奥股份国际天然气长协签订情况

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	新奥能源	Origin	5+5 年	28	DES	全球资源	2018	Brent
4	新奥新加坡	Cheniere	13 年	90	FOB	美国 CorpusChristi 液化厂、SabinePass 液化厂	2022	HH
5	新奥新加坡	Novatek	11 年	60	DES	俄罗斯	2025	Brent
6	新奥能源	EnergyTransfer	20 年	90	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
7	新奥新加坡	EnergyTransfer	20 年	180	FOB	美国查尔斯湖 LNG 项目	2026	HH
8	新奥新加坡	NextDecade	20 年	200	FOB	美国RioGrandeLNG 项目	2026	HH

资料来源：公司公告、国海证券研究所

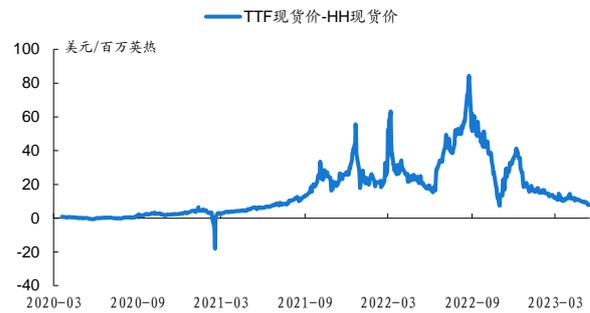
图 18: TTF 现货价与 HH 现货价走势图



资料来源: wind、国海证券研究所

备注: 现货价:HH 位于右轴

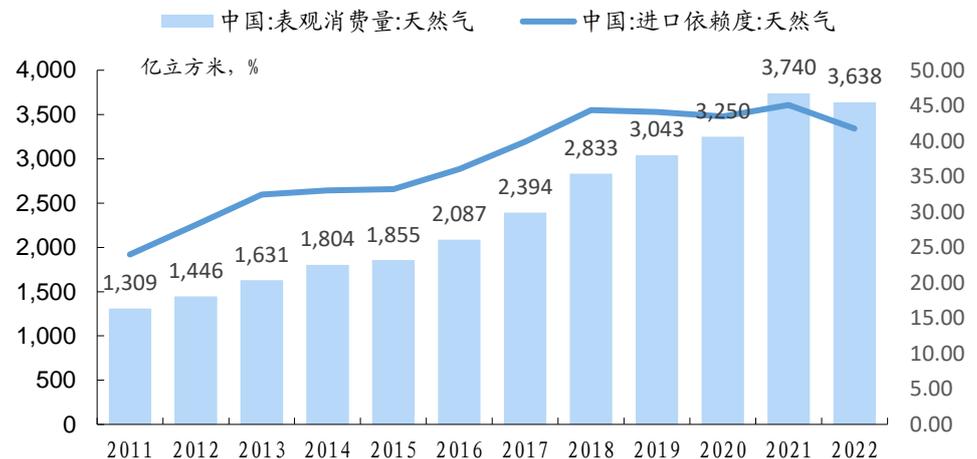
图 19: 当前 TTF 现货价与 HH 现货价仍存在 10 美元/百万英热的价差



资料来源: wind、国海证券研究所

天然气直销业务有望保持较快增长。国内天然气消费仍有较大的增长空间, 根据公司 2022 年报显示, 据预测国内天然气消费量到 2030 年有望实现 6000 亿方左右, 2021 年国内天然气表观消费量为 3740 亿立方米, 其中国内产量为 2053 亿立方米, 总进口量为 1687.4 亿立方米, 进口依赖度为 45%。未来天然气消费增长很大一部分要依赖进口 LNG 的增长, 大客户为主的直销业务也将有长足发展, 预计在 2030 年前有超过 1500 亿方增量市场规模。

图 20: 国内天然气进口量有望继续保持较快增长



资料来源: wind、国海证券研究所

2.3、天然气接收站业务: 承上启下, 未来有望放量

公司的基础设施运营业务主要是公司的舟山 LNG 接收及加注站项目。该项目在 2022 年实现了并表（上市公司持有 90% 股权）。该项目是国家能源局核准的第一个由民企投资的大型 LNG 接收站，一期于 2018 年 10 月正式投运，二期项目于 2021 年 6 月份投产，核准设计处理能力 500 万吨/年，实际能力 750 万吨/年，管道输配能力达到 80 亿方/年。三期项目已经开工建设，新增设计处理能力 350 万吨/年，全部建成后公司接收站实际处理能力将达到 1100 万吨/年。

舟山接收站业务未来有望放量。2022 年，受海外天然气价格高企等多重因素影响，国内沿海 LNG 接收站利用率普遍较低，2022 年公司共实现处理量 153.26 万吨，公司积极开展罐容租赁、小船分拨、国际保税罐等多种业务。随着国际天然气价格逐步理性回归及国内下游需求恢复，舟山所在沿海地区有对天然气需求旺盛，根据十四五规划，浙江天然气消费量将从 2021 年的 180 亿立方米提升至 2025 年 315 亿立方米，年均复合增长率高达 15%，将有力促进舟山接收站业务发展。

图 21: 舟山 LNG 接收站



资料来源：公司公告

收购舟山接收站的业绩承诺。上市公司 2022 年实现了舟山接收站 90% 股权的收购，交易作价为 85.5 亿元，以一半股票一半现金方式收购。根据交易时候的承诺，舟山接收站在 2022 年-2025 年，分别实现净利润为 3.5、6.4、9.3、12.0 亿元，根据公司 2022 年报，舟山接收站项目实现扣非后归母净利润为 4.02 亿元，超过业绩承诺金额。

图 22: 收购舟山接收站的业绩承诺期及金额

期间	2022年	2023年	2024年	2025年
金额 (单位:万元)	34,967	63,943	93,348	119,643

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

3、综合能源及增值业务: 从泛能理念出发, 业务增长迅速

公司的综合能源业务: 是从泛能理念出发, 立足于客户节能降本、低碳转型需求, 因地制宜融合天然气及生物质、光伏、地热等可再生能源, 为客户量身打造冷、热、气、电综合能源供应及低碳智能方案, 实现多能协同供应和能源综合梯级利用。公司通过迭代升级光伏、售电、配网、燃气蒸汽锅炉运营等泛能产品, 聚焦低碳园区、低碳工厂、低碳建筑、低碳交通等四大类客户。

业务有望保持快速增长。2022 年, 公司共有 60 个综合能源项目完成建设并投入运营, 累计已投运项目 210 个, 为公司带来冷、热、电等共计 222.4 亿千瓦时的综合能源销售量, 同比增长 16.6%。另有在建综合能源项目 54 个, 当在建和投运项目全部达产后, 综合能源需求量将达到 417 亿千瓦时。2022 年, 公司签约客户项目用能规模为 180 亿千瓦时, 这些项目的逐步落地降为 2023 年综合能源业务收入的增长打下坚实基础。

图 23: 公司综合能源销售情况 (亿千瓦时)

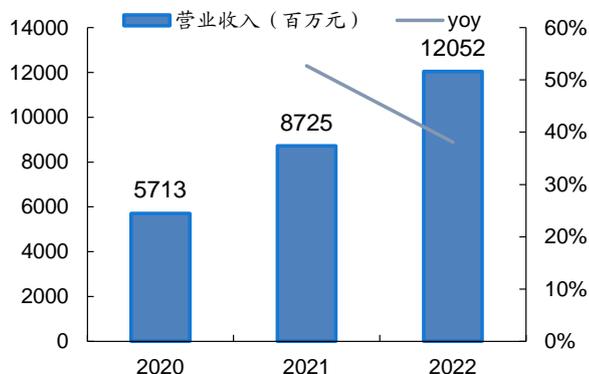


资料来源: 公司公告

增值业务增长潜力较大: 是以客户为中心, 聚焦安全、低碳、舒适、个性需求, 为家庭用户提供安全佑家、低碳爱家、智联优家三大核心服务产品。公司一方面大力推广安防、保险、供暖、厨卫等燃气强关联产品, 另一方面进行产品创新, 推出安全数智化、工商户燃气报警、清洁采暖、NFC 卡、LoRa 物联等系列产品。

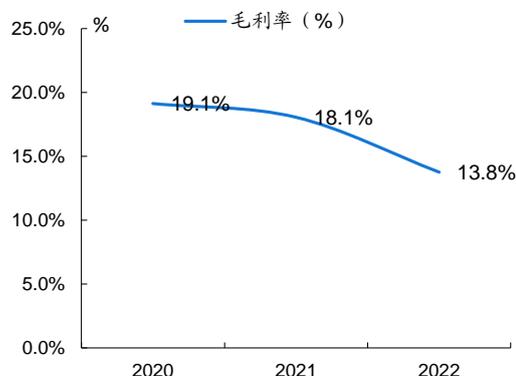
目前增值业务在公司现有客群的渗透率仅为 10.1%，而在 2022 年新开发客户中的渗透率则有 27.2%，业务增长潜力较大。

图 24: 2020-2022 年公司综合能源业务收入情况



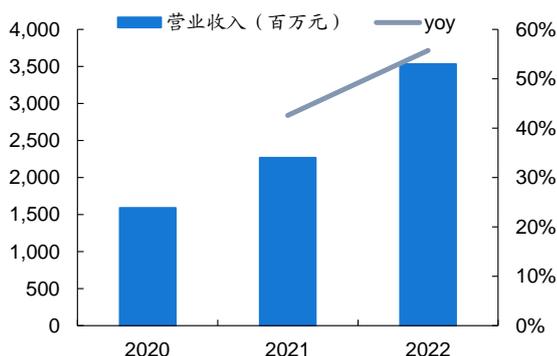
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 25: 2020-2022 年公司综合能源业务毛利率情况



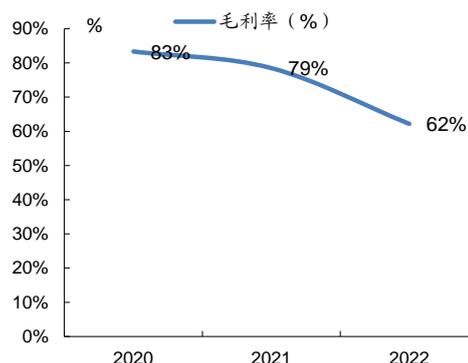
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 26: 2020-2022 年公司增值业务收入情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 27: 2020-2022 年公司增值业务毛利率情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

4、 工程建设与安装业务: 氢能业务有望成为亮点

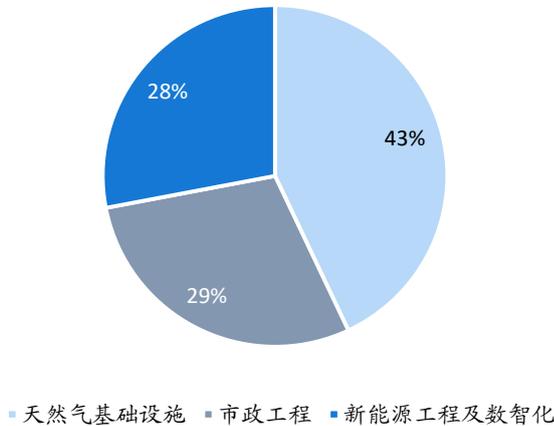
工程建设业务: 主要是天然气基础设施工程、市政工程、新能源工程、数智化四大工程。截至 2022 年底, 公司参与的工程项目包括 3 座 LNG 接收站, 10 余座 LNG 液化工厂, 30 多座焦炉煤气综合利用项目, 超过 2500 公里长输管线及超过 8000 公里中高压管网。公司工程建设业务致力于自主研发及合作的方式获取更多绿氢制取、储能、CCUS、地热等方面的前沿低碳技术。

在氢能领域, 公司自 2011 年开始承接工程项目, 经历了 10 余年的积累, 目前已形成成熟的氢能制取及加氢站工程项目的建设经验, 参与的氢能相关工程达到 40 余个, 覆盖煤制氢、天然气制氢、电解水制氢等多种制氢路径。

2022 年综合能源销售及服务收入结构: 天然气基础设施占比 43%、市政工程占比 29%、新能源工程及数智化占比 28%。

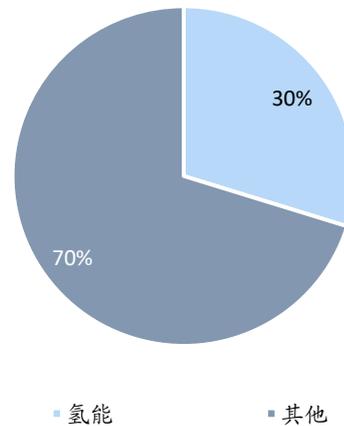
2022年氢能领域工程建设占签单的30%。2022年公司累计签约金额达47亿元，其中氢能相关签约金额达14亿元，氢能领域工程建设有望成为公司一大增长点。

图 28：2022 年综合能源销售及收入结构



资料来源：公司公告、国海证券研究所

图 29：2022 年氢能领域工程建设占签单的 30%



资料来源：公司公告、国海证券研究所

安装业务：主要面向居民和工商业用户，提供燃气使用的庭院管网敷设及设备安装、室内管道及设施安装、售后维保等服务。居民端，针对新建商品房、原有未安装管道燃气的居民住宅等，对居民小区建筑红线内的庭院管网、设备及户内管道、设施进行安装建设，公司收取工程安装费用；工商用户端，公司对工业、商业、福利性单位等客户进行燃气管道工程及相关设备安装。工程安装业务主要是通过招标方式选定工程承包及物资供应商。

5、能源生产业务：煤炭业务盈利能力较强

能源生产业务主要是煤炭业务和甲醇业务。

全资子公司新能矿业拥有王家塔煤矿，核定产能 800 万吨，权益产能为 800 万吨/年，项目位于内蒙古鄂尔多斯伊金霍洛旗，该矿采选都委托给第三方运营。王家塔煤矿地质结构简单，煤种主要是为不粘煤，较少是长焰煤，主要产品是混煤和洗精煤，混煤做动力煤用，洗精煤主要用作煤化工、钢铁行业等。2022 年新能矿业实现净利润 13.4 亿元。

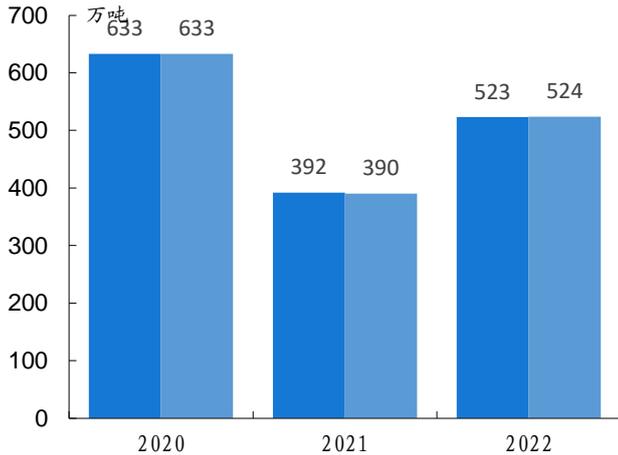
甲醇业务位于内蒙古鄂尔多斯市达旗，拥有 2 套生产装置，合计产能为 120 万吨/年，权益产能为 96 万吨/年，主要原料用煤采购自鄂尔多斯及周边，下游主要是大中型终端化工企业。

图 30: 公司煤炭及甲醇业务在产产能统计 (截至 2022 年底)

煤炭							
矿井	所属单位	地区	煤种	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
王家塔煤矿	新能矿业有限公司	内蒙古鄂尔多斯伊金霍洛旗	不粘煤	100%	800	800	在产
甲醇							
项目	所属单位	地区	工艺	持股比例	核定产能 (万吨)	权益产能 (万吨)	状态
甲醇	新能能源	内蒙古鄂尔多斯达拉特旗	煤制甲醇	79.90%	120	96	在产

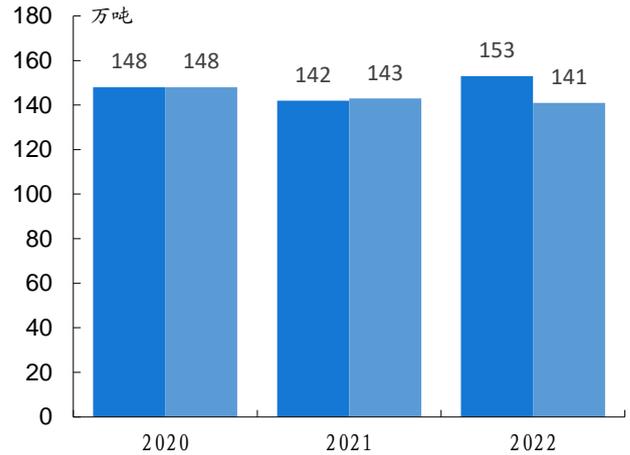
资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 31: 2020-2022 年公司煤炭产销量情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 32: 2020-2022 年公司甲醇产销量情况



资料来源: 公司公告、国海证券研究所

备注: 2022 年甲醇有 11 万吨为内用

6、盈利预测与投资评级

公司主要业务拆分及预测如下:

- (1) 2023-2025 年, 结合全国天然气消费增长以及公司销售规划等, 我们预测公司天然气零售量分别为 285、314、345 亿立方, 分别增长 10%、10%、10%。
- (2) 2023-2025 年, 结合行业价格判断及 2022 年等数据, 我们预测公司天然气零售业务单位毛利分别为 0.3 元/立方米、0.3 元/立方米、0.3 元/立方米。
- (3) 2023-2025 年, 结合全国天然气消费增长以及公司销售规划等, 我们预测公司天然气批发量分别为 70.9、74.5、78.2 亿立方, 分别增长 5%、5%、5%。
- (4) 2023-2025 年, 结合行业价格判断及 2022 年等数据, 我们预测公司天然气批发业务单位毛利分别为 0.2 元/立方米、0.2 元/立方米、0.2 元/立方米。
- (5) 2023-2025 年, 结合全国天然气消费增长以及公司销售规划等, 我们预测公司天然气直销量分别为 49.1、63.8、79.8 亿立方, 分别增长 40%、30%、25%。
- (6) 2023-2025 年, 结合行业价格判断及 2022 年等数据, 我们预测公司天然气直销业务单位毛利分别为 0.6 元/立方米、0.6 元/立方米、0.6 元/立方米。
- (7) 2023-2025 年, 结合行业判断及公司规划等数据, 我们预测公司工程建设与

安装业务，营业收入分别增长 10%、10%、10%，营业成本分别增长 10%、10%、10%。

(8) 2023-2025 年，结合行业判断及公司规划等数据，我们预测公司综合能源业务，营业收入分别增长 30%、25%、25%，营业成本分别增长 32%、26%、26%。

(9) 2023-2025 年，结合行业判断及公司规划等数据，我们预测公司增值业务，营业收入分别增长 30%、20%、20%，营业成本分别增长 35%、30%、30%。

(10) 2023-2025 年，结合行业判断及公司规划等数据，我们预测公司能源生产业务，营业收入分别增长 0%、0%、0%，营业成本分别增长 0%、0%、0%。

(11) 2023-2025 年，结合行业判断及公司规划等数据，我们预测公司基础设施业务，营业收入分别增长 50%、50%、50%，营业成本分别增长 55%、55%、55%。

盈利预测与估值：我们预测公司 2023-2025 年实现归属于母公司股东的净利润分别为 66.1/75.5/86.0 亿元，同比分别+13%、+14%、+14%，折合 EPS 分别是 2.13/2.44/2.77 元/股，当前股价（21.37 元/股）对应 PE 分别为 10.0/8.8/7.7 倍，公司具备产业链一体化优势，上游气源供应稳定、签订的国际长协具备成本优势，中游接收站业务未来有望放量，下游天然气销售机制灵活、抗风险能力强，公司可以在市场价格高昂的时候通过直销模式实现业绩快速增长，在市场价格较低的时候通过零售业务实现稳健增长，进可攻退可守，经营模式具备较强抗风险能力。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图 33: 新奥股份核心业务的详细拆分与预测

天然气零售	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	45,872	56,749	70,051	70,583	77,641	85,405
yoy		23.7%	23.44%	0.8%	10.0%	10.0%
营业成本	38,085	48,992	62,582	62,093	68,303	75,133
yoy		28.6%	27.74%	-0.8%	10.0%	10.0%
毛利	7,787	7,757	7,469	8,490	9,339	10,272
yoy		-0.4%	-3.7%	13.7%	10.0%	10.0%
毛利率	17.0%	13.7%	10.7%	12.0%	12.0%	12.0%
销量 (亿方)	219.5	252.6	259.4	285	314	345
yoy			2.70%	10%	10%	10%
单位售价 (元/立方米)	2.1	2.2	2.7	2.5	2.5	2.5
yoy		7.5%	20.2%			
单位成本 (元/立方米)	1.7	1.9	2.4	2.2	2.2	2.2
yoy		11.8%	24.4%			
单位毛利 (元/立方米)	0.35	0.31	0.29	0.30	0.30	0.30
天然气批发	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,610	24,562	33,834	28,889	30,334	31,850
yoy		39.5%	37.75%			
营业成本	17,230	24,169	31,146	27,300	28,665	30,098
yoy		40.3%	28.87%			
毛利	380	393	2,688	1,589	1,669	1,752
yoy			583.6%			
毛利率	2.2%	1.6%	7.9%	5.5%	5.5%	5.5%
销量 (亿方)	76.2	78.3	67.6	70.9	74.5	78.2
yoy		2.80%	-14%	5%	5%	5%
单位售价 (元/立方米)	2.3	3.1	5.0	4.1	4.1	4.1
yoy						
单位成本 (元/立方米)	2.3	3.1	4.6	3.8	3.8	3.8
yoy						
单位毛利 (元/立方米)	0.0	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
yoy						
天然气直销	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,584	5,785	16,314	14,883	19,348	24,185
yoy		265.2%	182.02%			
营业成本	1,436	4,190	13,207	11,754	15,280	19,100
yoy		191.8%	215.22%			
毛利	148	1,595	3,107	3,130	4,069	5,086
yoy			94.8%	0.7%	30.0%	25.0%
毛利率	9.4%	27.6%	19.0%	21.0%	21.0%	21.0%
销量 (亿方)	9.42	41	35.07	49.1	63.8	79.8
yoy		335%	-14%	40%	30%	25%
单位售价 (元/立方米)	1.7	1.4	4.7	3.0	3.0	3.0
yoy						
单位成本 (元/立方米)	1.5	1.0	3.8	2.4	2.4	2.4
yoy						
单位毛利 (元/立方米)	0.2	0.4	0.9	0.6	0.6	0.6
yoy						

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

图 34: 新奥股份核心业务的详细拆分与预测 (续表)

工程建造与安装	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	9,614	10,152	8,441	9,285	10,213	11,234
yoy		5.6%	-16.86%	10%	10%	10%
营业成本	5,413	4,998	4,935	5,429	5,972	6,569
yoy		-7.7%	-1.26%	10%	10%	10%
毛利	4,201	5,154	3,505	3,856	4,241	4,665
yoy			-32.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	43.7%	50.8%	41.5%	41.5%	41.5%	41.5%
综合能源销售及服务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,713	8,725	12,052	15,667	19,584	24,480
yoy		52.7%	38.12%	30%	25%	25%
营业成本	4,619	7,149	10,394	13,720	17,287	21,781
yoy		54.8%	45.39%	32%	26%	26%
毛利	1,094	1,577	1,658	1,947	2,297	2,698
yoy			5.2%			
毛利率	19.1%	18.1%	13.8%	12.4%	11.7%	11.0%
增值业务	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,591	2,269	3,534	4,594	5,512	6,615
yoy		42.6%	55.74%	30%	20%	20%
营业成本	265	488	1,336	1,804	2,345	3,049
yoy		84.3%	174.05%	35%	30%	30%
毛利	1,327	1,781	2,197	2,790	3,167	3,566
yoy			23.4%	27.0%	13.5%	12.6%
毛利率	83.4%	78.5%	62.2%	60.7%	57.5%	53.9%
能源生产	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	5,589.04	6,900	8,551	8,551	8,551	8,551
yoy		23.5%	23.93%	0.0%	0.0%	0.0%
营业成本	4,622.68	5,479	6,422	6,422	6,422	6,422
yoy		18.5%	17.21%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利	966	1,420	2,129	2,129	2,129	2,129
yoy			49.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.3%	20.6%	24.9%	24.9%	24.9%	24.9%
基础设施运营	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入		120	227	340	510	765
yoy			88.68%	50%	50%	50%
营业成本		57	97	151	233	362
yoy			70.10%	55%	55%	55%
毛利		63	129	189	276	403
yoy			105.5%	46.2%	46.0%	45.8%
毛利率		52.5%	57.1%	55.7%	54.2%	52.7%

资料来源: 公司公告、国海证券研究所

7、风险提示

(1) 经济增速放缓风险。可能造成天然气需求不及预期风险，影响公司销售量，从而造成业绩波动。

(2) 气源获取及价格波动风险。公司天然气采购主要来源于国际采购和中石油、中石化、中海油等，对上游供应商的依赖性较强，若供应商供应波动或者公司销售价格调整幅度不及采购价格调整幅度，这可能造成公司业绩受到影响。

(3) 安全经营风险。天然气属于易燃、易爆气体，对存储和配送等要求较高，若发生操作不当，将会影响公司经营效益。

(4) 衍生产品风险。公司衍生产品是以降低外汇敞口和商品价格风险为目的，与若干金融机构签订的多份外币衍生合约和商品衍生合约。外币衍生合约允许公司在到期日以约定人民币/美元汇率购买美元，绝大部分该合约指定为套期工具；商品衍生合约则可以对冲与 Henry Hub、TTF、JKM 等多种指数挂钩的 LNG 合约，以稳定其未来 LNG 采购成本并管理采购销售不匹配而产生的价格敞口风险，部分该合约指定为套期工具。该项业务风险主要为价格变动带来的市场风险、流动性风险、信用风险、交易对手方风险与操作风险等。

(5) 新项目建设进度不及预期风险。新建项目实施过程中可能存在因政策法规、经济环境、行业周期、业务模式、市场需求、项目管理等发生变化而导致无法按照项目实施计划完成的风险。

(6) 公司管理及运营风险。

附表：新奥股份盈利预测表

证券代码:	600803		股价:		21.37		投资评级:		买入		日期:		2023/05/19	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值		2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标									
ROE	33%	29%	26%	23%	EPS		1.90	2.13	2.44	2.77				
毛利率	15%	16%	16%	16%	BVPS		5.67	7.49	9.56	11.92				
期间费率	6%	4%	4%	4%	估值									
销售净利率	4%	4%	4%	4%	P/E		8.47	10.01	8.77	7.70				
成长能力					P/B		2.84	2.85	2.24	1.79				
收入增长率	33%	0%	12%	12%	P/S		0.32	0.43	0.38	0.34				
利润增长率	26%	13%	14%	14%										
营运能力					利润表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	1.13	1.05	1.05	1.06	营业收入		154169	153938	172954	194472				
应收账款周转率	24.18	25.02	22.58	24.48	营业成本		130727	129313	145211	163289				
存货周转率	63.80	46.22	55.38	47.04	营业税金及附加		784	770	865	972				
偿债能力					销售费用		1485	1539	1730	1945				
资产负债率	62%	57%	53%	50%	管理费用		4121	4156	4670	5251				
流动比	0.80	0.93	1.09	1.27	财务费用		2933	912	826	703				
速动比	0.47	0.58	0.75	0.92	其他费用/(-收入)		1220	1232	1384	1556				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润		14705	17004	19419	22090				
现金及现金等价物	9264	14753	23240	35784	营业外净收支		-28	-50	-50	-50				
应收款项	6701	6682	8091	8595	利润总额		14677	16954	19369	22040				
存货净额	2417	3331	3123	4134	所得税费用		3603	4238	4842	5510				
其他流动资产	20402	19407	22169	22529	净利润		11074	12715	14527	16530				
流动资产合计	38783	44173	56624	71043	少数股东损益		5230	6103	6973	7935				
固定资产	66128	71829	77122	82063	归属于母公司净利润		5844	6612	7554	8596				
在建工程	4786	3965	3348	2886	现金流量表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	20479	20979	21479	21979	经营活动现金流		15006	13937	16943	21009				
长期股权投资	6021	6021	6021	6021	净利润		5844	6612	7554	8596				
资产总计	136197	146966	164595	183992	少数股东权益		5230	6103	6973	7935				
短期借款	7560	7060	6560	6060	折旧摊销		4092	1101	1303	1502				
应付款项	11342	12366	14256	15680	公允价值变动		-1169	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动		-1860	-654	472	2481				
其他流动负债	29766	28289	31134	34366	投资活动现金流		-6881	-5626	-5512	-5383				
流动负债合计	48668	47715	51950	56106	资本支出		-8157	-6550	-6550	-6550				
长期借款及应付债券	26490	26490	26490	26490	长期投资		-336	0	0	0				
其他长期负债	9477	9477	9477	9477	其他		1611	924	1038	1167				
长期负债合计	35967	35967	35967	35967	筹资活动现金流		-9652	-2821	-2943	-3082				
负债合计	84635	83682	87917	92073	债务融资		-440	-500	-500	-500				
股本	3099	3098	3098	3098	权益融资		138	-2	0	0				
股东权益	51562	63284	76678	91918	其它		-9350	-2320	-2443	-2582				
负债和股东权益总计	136197	146966	164595	183992	现金净增加额		-1458	5489	8488	12544				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【能源开采小组介绍】

陈晨，能源开采行业首席分析师，南京大学商学院经济学硕士，6年行业经验
王璇，能源开采行业研究员，上海财经大学硕士，2年行业研究经验

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。

【分析师承诺】

陈晨，许可，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。