

302023 年 05 月 02 日
新奥股份 (600803. SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

燃气

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

事件：

公司发布 2023 年一季报，一季度公司实现营业收入 343.51 亿元，同比下降 2.95%；实现归母净利润 14.56 亿元，同比增长 70.04%；实现扣非归母净利润 8.38 亿元，同比增长 34.2%，业绩实现高速增长。

直销气盈利能力维持高位，带动业绩高速增长：

根据公司公告，公司 2023 年一季度归母净利润实现高速增长主要由于直销气业务利润贡献较上年同期增加较多，公司直销气业务可分为国内与海外直销气两部分，根据公司公开业绩交流会资料，一季度受欧洲前期 LNG 库存充足以及暖冬影响，LNG 补库需求较小，一季度公司直销气量为 9.08 亿方，同比下降 26.2%，但公司直销气价差仍维持高位，达到 0.76 元/方，较去年全年平均 0.72 元/方实现进一步增长且同比大幅提升，带动一季度业绩实现高速增长。从全年来看，根据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，今年执行量从去年的 45 万吨提升至 90 万吨，长协执行量提升背景下公司全年直销气量仍有望保持增长。

下游需求复苏叠加气价下行，城燃板块有望实现稳健增长：

城燃业务实现“量价齐升”，一方面疫情影响消除背景下用气需求实现复苏，根据新奥能源 (2688. HK) 发布的一季度经营数据，一季度公司天然气零售量达到 70.5 亿立方米，同比增长 3.1%，其中工商业售气量同比增长 2.8%、居民售气量同比增长 8%，经济复苏背景下有望持续向好。另一方面，海内外气价大幅下跌带动城燃毛差修复，根据卓创资讯数据，截至 4 月 27 日美国 Henry Hub 及荷兰 TTF 天然气期货价格分别较年初下跌 47.3% 和 47.1%，根据 Wind 数据，截至 4 月 20 日我国 LNG 市场均价降至 4503.5 元/吨，较今年年初下跌 37.2%，根据公司一季度公开业绩交流会资料，一季度公司零售气毛差为 0.46 元/方，环比去年四季度已实现小幅提升，海内外气价从高位回落背景下公司城燃业务毛差有望持续扩大。同时，公司依托工商业客户资源优势积极开拓综合能源业务领域，根据新奥能源公司公告，一季度公司综合能源销售量达到 70.62 亿千瓦时，同比增长 27.8%，同时拥有在建项目 60 个，全部达产后最大供能规模可达 427 亿千瓦时，带动业绩持续增长。

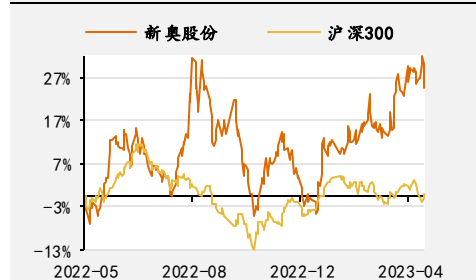
长期海外长协陆续释放，低气源成本优势进一步体现：

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	29.52 元
股价 (2023-04-28)	20.30 元

交易数据

总市值(百万元)	62,897.47
流通市值(百万元)	29,664.02
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	15.45/21.54 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.6	14.2	22.2
绝对收益	1.3	10.5	24.9

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

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
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，根据公司公告，截至 2022 年底公司累计签订海外长协合计 764 万吨/年，与美国 Henry Hub 或布伦特油价挂钩，锁定低成本气源。从长期来看，公司在 2022 年与俄罗斯 Novatek、美国查尔斯湖 LNG 项目和美国 RioGrandeLNG 项目合计签订的 530 万吨/年的 LNG 长协预计将于 2025-2026 年陆续开始执行，长期低气源成本优势有望进一步凸显。

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、95.5 亿元，增速分别为 30.3%、9.6%、14.4%；维持买入-A 的投资评级，给予 2023 年 12 倍 PE，6 个月目标价为 29.52 元。

目 风险提示：下游用气需求不及预期、海外 LNG 价格波动、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	利润率					
营业利润	13,529.6	14,704.7	17,748.8	19,927.9	23,502.9	毛利率	16.8%	15.2%	16.7%	16.4%	17.2%
加: 营业外净收支	-63.1	-27.9	-201.5	-179.5	-194.2	营业利润率	11.7%	9.5%	10.2%	10.0%	10.4%
利润总额	13,466.5	14,676.8	17,547.3	19,748.4	23,308.7	净利润率	3.5%	3.8%	4.4%	4.2%	4.2%
减: 所得税	2,936.0	3,602.7	4,307.4	4,847.7	5,721.6	EBITDA/营业收入	15.3%	14.2%	13.0%	12.4%	12.5%
净利润	4,101.7	5,843.9	7,616.7	8,350.5	9,550.1	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	投资回报率					
其他流动资产	11,899.7	12,405.6	10,449.0	11,584.8	11,479.8	ROE	27.7%	33.2%	32.4%	27.1%	24.2%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	8.1%	9.2%	9.7%	10.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	23.7%	23.9%	19.1%	23.7%	23.6%
长期股权投资	5,995.5	6,021.1	6,021.1	6,021.1	6,021.1	费用率					
投资性房地产	288.1	276.3	276.3	276.3	276.3	销售费用率	1.2%	1.0%	1.3%	1.3%	1.4%
固定资产	56,833.3	66,128.2	69,804.8	72,169.0	74,220.9	管理费用率	3.2%	2.7%	3.4%	3.5%	3.8%
在建工程	4,195.5	4,531.7	4,531.7	4,531.7	4,531.7	研发费用率	0.9%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%
无形资产	10,618.4	11,247.6	10,611.6	9,975.6	9,339.7	财务费用率	0.4%	1.9%	0.6%	0.2%	0.0%
其他非流动资产	10,158.5	9,209.4	9,355.6	9,365.8	9,000.0	四费/营业收入	5.8%	6.3%	6.1%	6.0%	6.2%
资产总额	127,933.9	136,197.4	144,606.9	154,359.6	169,921.4	偿债能力					
短期债务	7,972.3	7,560.2	8,515.1	6,914.5	-	资产负债率	63.9%	62.1%	57.0%	50.7%	45.4%
应付帐款	14,025.3	13,265.8	21,694.6	18,659.8	24,375.0	负债权益比	177.1%	164.1%	132.4%	102.8%	83.1%
应付票据	1,261.1	857.4	1,773.7	1,407.1	1,916.2	流动比率	0.72	0.80	0.72	0.92	1.21
其他流动负债	32,134.4	26,984.6	29,386.5	29,427.2	28,592.7	速动比率	0.66	0.75	0.64	0.86	1.11
长期借款	5,698.3	12,112.2	-	-	-	利息保障倍数	29.15	6.18	18.63	46.49	-946.26
其他非流动负债	20,677.0	23,855.0	21,003.7	21,845.2	22,234.6	分红指标					
负债总额	81,768.4	84,635.2	82,373.7	78,253.8	77,118.6	DPS(元)	0.28	-	0.38	0.33	0.29
少数股东权益	31,332.3	33,984.1	38,737.4	45,287.7	53,324.8	分红比率	21.3%	0.0%	15.6%	12.3%	9.3%
股本	2,845.9	3,098.7	3,098.7	3,098.7	3,098.7	股息收益率	1.5%	0.0%	2.1%	1.8%	1.5%
留存收益	11,620.7	13,972.3	20,397.1	27,719.4	36,379.4						
股东权益	46,165.5	51,562.2	62,233.2	76,105.8	92,802.8						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	10,530.5	11,074.1	7,616.7	8,350.5	9,550.1
						加: 折旧和摊销	3,187.6	3,956.5	3,959.4	4,271.7	4,584.1
						资产减值准备	450.2	242.9	-	-	-
						公允价值变动损失	-456.5	-1,169.1	58.0	4.5	-22.3
						财务费用	541.1	2,969.5	1,006.8	438.1	-24.8
						投资收益	-1,178.9	-846.5	-809.9	-945.1	-867.2
						少数股东损益	6,428.8	5,230.2	4,753.3	6,550.3	8,037.1
						营运资金的变动	971.3	-2,506.8	7,632.2	-8,394.9	6,861.4
						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
						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
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.32	1.89	2.46	2.69	3.08
						BVPS(元)	4.79	5.67	7.58	9.95	12.74
						PE(X)	14.1	9.9	7.6	6.9	6.1
						PB(X)	3.9	3.3	2.5	1.9	1.5
						P/FCF	-8.8	-20.2	30.3	-16.2	7.6
						P/S	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
						EV/EBITDA	5.2	4.6	4.4	4.1	3.2
						CAGR(%)	12.3%	16.7%	19.1%	12.3%	16.7%
						PEG	1.2	0.6	0.4	0.6	0.4
						ROIC/WACC	2.6	2.6	2.1	2.6	2.6
						REP	0.6	0.6	0.7	0.5	0.5

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