

# 新奥股份 (600803)

证券研究报告

2023年10月30日

## 直销气稳步发展，天然气全产业链发展图景愈发清晰

### 事件：

公司公布 2023 年三季报。2023 年 1-9 月公司实现归属于上市公司股东的核心利润 46.7 亿元，同比增长 17.44%，单 Q3 实现归属于上市公司股东的核心利润 15 亿元，同比减少 3.5%。

### 点评：

**直销气业务持续稳健增长，零售气业务逐步改善。直销气方面：**2023 年直销气销量 36.7 亿方，同比增长 33.3%，其中单三季度完成销量 14.35 亿方，同比增长 90.6%。从销售结构上看，2023 年前三季度国内直销气的销气规模达到 22.75 亿方，占比 62%，相较于去年同期大幅增长 117.3%。前三季度国外销气规模 13.96 亿方，占比 38%，相较于去年同期降低 18.2%。从销气结构上看，公司直销气业务在国内市场的开发成效初步显现。截至 2023 年 9 月末，公司累计在国内开发直销气客户 218 个，其中大型工业客户占比 45%，城市燃气客户占比 37%。前三季度直销气销气价差达到 0.79 元/方（不含税），相较于去年同期提升 0.38 元/方。直销气业务延续量价齐升的稳定发展态势，前三季度贡献核心利润 28.43 亿元，同比大幅增长 137.1%。**零售气方面：**2023 年前三季度工商业气量同比下降 6.2%至 140.48 亿方，降幅环比上半年（-11.7%）有所收窄。三季度工商业销气量开始逐步改善，其中 8 月和 9 月工商业销气量分别同比增长 2.9%和 1.6%。前三季度居民用气量同比提升 4.8%至 36.25 亿方。

**综合能源和工程建造业务维持高增速。综合能源业务：**2023 年前三季度公司综合能源销售量达到 244.3 亿千瓦时，同比提升 34.2%，其中投运项目 270 个，在建项目 61 个，用能规模还有较大的提升空间；**工程建造业务：**2023 年前三季度公司工程建造业务实现收入 19.94 亿元，同比增长 61.5%，其中新能源及数智化业务占比达到 38%，同比提升 27pct。公司在手订单 74.77 亿元，其中氢能订单 21.34 亿元，新能源及数智化业务将成为公司工程建造业务新的驱动力。

**剥离煤炭业务，天然气全产业链版图愈发清晰。**2023 年 9 月，公司公告拟以 66.7 亿作价转让旗下新能矿业 100%股权，新能矿业在鄂尔多斯地区拥有王家塔煤矿采矿权，主要从事煤炭生产与销售。此次煤炭资产的剥离，契合公司天然气产业智能生态运营商的发展战略，公司天然气全产业链发展的主线愈发清晰。

**投资建议：**暂不考虑煤炭资产转让的影响，公司零售气业务略承压，调整盈利预期，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 63.1/74.4/89.7 亿元（前值：66.4/78.2/93.1），对应 PE 为 8.3/7/5.8 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国内和国际气价天然气价格大幅波动；经济恢复不及预期；城燃销气量以及毛差修复不及预期等

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	116,030.99	154,168.81	159,694.35	177,858.81	195,419.41
增长率(%)	31.71	32.87	3.58	11.37	9.87
EBITDA(百万元)	18,839.71	23,152.83	20,738.39	22,663.48	25,848.36
净利润(百万元)	4,101.65	5,843.91	6,313.72	7,442.27	8,974.68
增长率(%)	94.67	42.48	8.04	17.87	20.59
EPS(元/股)	1.32	1.89	2.04	2.40	2.90
市盈率(P/E)	12.77	8.96	8.29	7.04	5.83
市净率(P/B)	3.53	2.98	2.38	1.90	1.54
市销率(P/S)	0.45	0.34	0.33	0.29	0.27
EV/EBITDA	4.94	4.40	4.47	3.75	2.84

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	公用事业/燃气 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	16.9 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	3,098.40
流通 A 股股本(百万股)	2,831.91
A 股总市值(百万元)	52,362.92
流通 A 股市值(百万元)	47,859.25
每股净资产(元)	6.20
资产负债率(%)	62.58
一年内最高/最低(元)	22.10/15.26

### 作者

**郭丽丽** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110520030001  
guolili@tfzq.com

**张樨樨** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

**赵阳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519090002  
zyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《新奥股份-半年报点评:直销气持续高速发展，提升分红承诺彰显信心》 2023-08-27
- 《新奥股份-季报点评:直销气业务持续发力，Q1 业绩同比高增 70.04%》 2023-04-29
- 《新奥股份-年报点评报告:核心利润高增 48%，天然气产业智能生态运营商优势逐步兑现》 2023-03-26

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	11,440.21	9,238.09	21,278.91	30,193.76	45,459.60
应收票据及应收账款	7,023.37	6,701.10	7,493.95	8,315.72	9,054.90
预付账款	4,011.28	4,987.58	4,436.34	5,969.11	5,284.14
存货	3,138.40	2,416.60	3,400.79	3,022.50	3,924.14
其他	11,515.76	12,409.83	15,142.67	17,520.97	16,656.81
<b>流动资产合计</b>	<b>37,129.02</b>	<b>35,753.20</b>	<b>51,752.66</b>	<b>65,022.05</b>	<b>80,379.58</b>
长期股权投资	5,995.50	6,021.09	6,021.09	6,021.09	6,021.09
固定资产	56,833.30	66,128.22	64,334.38	62,244.03	59,931.14
在建工程	4,477.43	4,786.12	4,050.28	3,535.20	3,174.64
无形资产	10,618.44	11,247.55	10,611.59	9,975.64	9,339.68
其他	10,175.57	9,231.28	9,969.10	9,388.96	8,830.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>88,100.24</b>	<b>97,414.26</b>	<b>94,986.45</b>	<b>91,164.92</b>	<b>87,296.62</b>
<b>资产总计</b>	<b>127,933.92</b>	<b>136,197.44</b>	<b>146,739.11</b>	<b>156,186.98</b>	<b>167,676.20</b>
短期借款	7,972.34	7,560.23	8,000.00	8,000.00	8,000.00
应付票据及应付账款	13,162.58	11,341.67	14,320.02	14,014.41	16,628.63
其他	17,743.62	12,345.63	33,336.15	35,975.53	36,306.31
<b>流动负债合计</b>	<b>38,878.54</b>	<b>31,247.53</b>	<b>55,656.18</b>	<b>57,989.94</b>	<b>60,934.93</b>
长期借款	5,698.28	12,112.18	8,000.00	8,000.00	8,000.00
应付债券	9,840.96	14,377.73	13,658.84	12,292.96	11,063.66
其他	10,836.04	9,477.25	10,000.00	9,500.00	9,025.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>26,375.28</b>	<b>35,967.16</b>	<b>31,658.84</b>	<b>29,792.96</b>	<b>28,088.66</b>
<b>负债合计</b>	<b>81,768.38</b>	<b>84,635.22</b>	<b>87,315.02</b>	<b>87,782.90</b>	<b>89,023.60</b>
少数股东权益	31,332.32	33,984.10	37,392.11	40,881.53	44,563.64
股本	2,845.85	3,098.66	3,098.40	3,098.40	3,098.40
资本公积	2,855.38	193.96	193.96	193.96	193.96
留存收益	8,765.30	13,778.36	18,388.06	23,821.73	30,374.22
其他	366.69	507.14	351.56	408.46	422.39
<b>股东权益合计</b>	<b>46,165.54</b>	<b>51,562.22</b>	<b>59,424.09</b>	<b>68,404.08</b>	<b>78,652.61</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>127,933.92</b>	<b>136,197.44</b>	<b>146,739.11</b>	<b>156,186.98</b>	<b>167,676.20</b>

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	10,530.45	11,074.07	6,313.72	7,442.27	8,974.68
折旧摊销	3,187.63	3,956.48	4,165.63	4,241.39	4,309.41
财务费用	541.11	2,969.46	1,466.51	1,277.43	1,818.18
投资损失	(1,178.88)	(846.51)	(850.00)	(700.00)	(500.00)
营运资金变动	(97.51)	(3,045.39)	3,336.13	(419.20)	2,276.47
其它	527.58	897.67	5,242.21	4,979.31	5,043.24
<b>经营活动现金流</b>	<b>13,510.38</b>	<b>15,005.78</b>	<b>19,674.20</b>	<b>16,821.20</b>	<b>21,921.98</b>
资本支出	8,134.36	15,436.19	477.25	1,500.00	1,475.00
长期投资	435.78	25.59	0.00	0.00	0.00
其他	(16,611.25)	(22,342.87)	(1,794.27)	(2,190.89)	(1,979.55)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(8,041.11)</b>	<b>(6,881.09)</b>	<b>(1,317.02)</b>	<b>(690.89)</b>	<b>(504.56)</b>
债权融资	(1,911.57)	2,283.14	(3,196.70)	(3,973.87)	(2,382.20)
股权融资	2,413.82	(3,845.38)	(3,119.66)	(3,241.60)	(3,769.39)
其他	(5,203.65)	(8,089.92)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(4,701.40)</b>	<b>(9,652.16)</b>	<b>(6,316.36)</b>	<b>(7,215.46)</b>	<b>(6,151.59)</b>
汇率变动影响	0.03	(0.41)	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>767.90</b>	<b>(1,527.88)</b>	<b>12,040.82</b>	<b>8,914.85</b>	<b>15,265.84</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>116,030.99</b>	<b>154,168.81</b>	<b>159,694.35</b>	<b>177,858.81</b>	<b>195,419.41</b>
营业成本	96,513.02	130,702.63	136,876.29	151,132.34	163,446.14
营业税金及附加	634.84	784.11	798.47	889.29	977.10
营业费用	1,445.89	1,485.01	1,538.23	1,778.59	2,345.03
管理费用	3,763.55	4,121.41	4,269.12	5,335.76	6,253.42
研发费用	1,035.32	1,220.14	1,263.87	1,600.73	1,758.77
财务费用	505.04	2,933.20	1,466.51	1,277.43	1,818.18
资产减值损失	(584.86)	(551.16)	(300.00)	(500.00)	(500.00)
公允价值变动收益	456.50	1,169.12	574.40	200.00	0.00
投资净收益	1,178.90	846.10	850.00	700.00	500.00
其他	(2,446.80)	(3,246.41)	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>13,529.59</b>	<b>14,704.66</b>	<b>14,606.25</b>	<b>16,244.67</b>	<b>18,820.76</b>
营业外收入	164.57	98.50	115.42	126.16	113.36
营业外支出	227.71	126.37	195.84	183.31	168.50
<b>利润总额</b>	<b>13,466.45</b>	<b>14,676.79</b>	<b>14,525.83</b>	<b>16,187.53</b>	<b>18,765.62</b>
所得税	2,936.00	3,602.72	3,544.30	3,965.94	4,747.70
<b>净利润</b>	<b>10,530.45</b>	<b>11,074.07</b>	<b>10,981.53</b>	<b>12,221.58</b>	<b>14,017.92</b>
少数股东损益	6,428.80	5,230.16	4,667.81	4,779.31	5,043.24
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,101.65</b>	<b>5,843.91</b>	<b>6,313.72</b>	<b>7,442.27</b>	<b>8,974.68</b>
每股收益(元)	1.32	1.89	2.04	2.40	2.90

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入	31.71%	32.87%	3.58%	11.37%	9.87%
营业利润	27.82%	8.69%	-0.67%	11.22%	15.86%
归属于母公司净利润	94.67%	42.48%	8.04%	17.87%	20.59%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.82%	15.22%	14.29%	15.03%	16.36%
净利率	3.53%	3.79%	3.95%	4.18%	4.59%
ROE	27.65%	33.25%	28.66%	27.04%	26.33%
ROIC	23.68%	23.92%	17.47%	21.23%	25.66%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	63.91%	62.14%	59.50%	56.20%	53.09%
净负债率	41.90%	51.90%	21.86%	2.02%	-18.37%
流动比率	0.72	0.80	0.93	1.12	1.32
速动比率	0.66	0.75	0.87	1.07	1.25
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	20.80	22.47	22.50	22.50	22.50
存货周转率	45.17	55.51	54.90	55.38	56.26
总资产周转率	0.98	1.17	1.13	1.17	1.21
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.32	1.89	2.04	2.40	2.90
每股经营现金流	4.36	4.84	6.35	5.43	7.08
每股净资产	4.79	5.67	7.11	8.88	11.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.77	8.96	8.29	7.04	5.83
市净率	3.53	2.98	2.38	1.90	1.54
EV/EBITDA	4.94	4.40	4.47	3.75	2.84
EV/EBIT	5.90	5.27	5.59	4.61	3.40

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com