

2023年12月10日
新奥股份(600803.SH)

ESSENCE

公司快报

证券研究报告

燃气

分红政策及特别派息规划陆续落地，高股息雏形初显

事件：

12月10日，公司发布《未来三年（2023-2025年）股东特别派息规划》，在此前披露的《新奥股份未来三年（2023-2025年）股东分红回报规划》的基础上，将新能矿业100%股权出售交易取得的投资收益进行特别派息，2023-2025年每股现金分红分别为0.25元、0.22元、0.18元（含税）。同时，公司拟以不超过22元/股（含）的价格回购公司股份资金3.6亿元-6亿元（含）用于实施股权激励或员工持股计划，彰显公司未来发展信心。

国内燃气行业龙头，高分红趋势确立：

过去几年公司分红比例保持在20%-30%，2020-2022年公司现金分红分别为0.19、0.31、0.51元/股，分红比例分别为25.7%、21.3%和27%。今年8月，公司要求未来三年分配现金红利每年增加额不低于0.15元/股（含税），叠加本次公司发布的特别派息规划，我们预计2023-2025年公司每股现金分红有望分别不低于0.91元、1.03元、1.14元，按2023年预测每股现金分红和截至12月8日公司收盘价计算，股息率有望达到5.92%，后续随着现金分红确定性提升，公司高分红属性凸显。在当前国内经济发展逐步从高速增长阶段步入成熟阶段的背景下，我们认为业绩稳健且具有稳定高股息回报的公司将进一步受到市场重视，公司在未来三年分红规划落地，未来高分红确定性提升的背景下，有望实现估值修复。

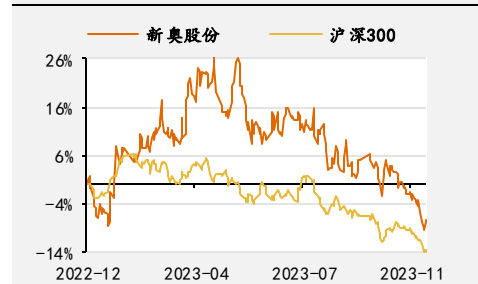
短期城燃毛差改善，长期海外长协陆续释放，公司业绩仍有增长空间：

在公司将新能矿业煤炭资产出售后，公司业务进一步聚焦天然气主业，去年及今年前三季度公司业绩实现增长主要受益于公司直销气板块业绩大幅提升，根据公司官网披露，前三季度公司直销气业务板块核心利润达到28.43亿元，同比增长137.1%。从城燃业务看，今年以来一方面为缓解上游气源企业合同内气量涨价压力，多地居民气顺价政策纷纷落地；另一方面今年以来合同外气价整体回落，带动公司城燃业务板块实现毛差修复，根据公司公开半年度业绩演示材料，今年上半年公司零售气毛差已回升至0.52元/方，较去年同期增长0.02元/方，即使今年受制于疫情后经济缓慢复苏背景下工业企业工期需求恢复不及预期，但毛差显著修复下城燃业绩仍有望保持稳健。从长期看，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，根据公司官网，后续公司仍有710万吨/年的LNG长协预计将

投资评级	买入-A 维持评级
6个月目标价	23.20元
股价(2023-12-08)	15.37元

交易数据	
总市值(百万元)	47,622.37
流通市值(百万元)	43,526.43
总股本(百万股)	3,098.40
流通股本(百万股)	2,831.91
12个月价格区间	15.05/21.54元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.0	-1.1	0.8
绝对收益	-6.9	-10.2	-13.3

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003

zhouzhe1@essence.com.cn

朱心怡

分析师

SAC 执业证书编号：S1450523060001

zhuxy@essence.com.cn

朱昕怡

联系人

SAC 执业证书编号：S1450122100043

zhuxy1@essence.com.cn

相关报告

居民气顺价下毛差改善，直销气高盈利趋势延续	2023-08-27
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	2023-05-02

于 2025-2026 年陆续开始执行,长期公司国际长协气源占比有望显著提升,低气源成本及多元化优势有望进一步凸显。

投资建议:

我们预计公司 2023 年-2025 年的收入分别为 1609.36 亿元、1931.37 亿元、2287.78 亿元,增速分别为 4.4%、20.0%、18.5%,净利润分别为 82.72 亿元、71.96 亿元、83.34 亿元,增速分别为 41.5%、-13.0%、15.8%,成长性突出(2024 年归母净利润口径下滑主要受 2023 出售新能矿业投资收益波动影响,为非经常性损益);维持买入-A 的投资评级,给予 2024 年 10xPE,6 个月目标价为 23.2 元。

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。

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

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	116,031.0	154,168.8	160,936.4	193,137.0	228,777.7
净利润	4,101.7	5,843.9	8,271.8	7,195.8	8,334.2
每股收益(元)	1.32	1.89	2.67	2.32	2.69
每股净资产(元)	4.79	5.67	7.42	9.01	10.83

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	11.6	8.1	5.8	6.6	5.7
市净率(倍)	3.2	2.7	2.1	1.7	1.4
净利润率	3.5%	3.8%	5.1%	3.7%	3.6%
净资产收益率	27.7%	33.2%	36.0%	25.8%	24.8%
股息收益率	1.8%	3.3%	5.0%	4.8%	5.6%
ROIC	23.7%	23.9%	20.5%	22.2%	22.1%

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	160,936.4	193,137.0	228,777.7	成长性					
减:营业成本	96,513.0	130,702.6	135,588.1	162,495.7	191,448.3	营业收入增长率	31.7%	32.9%	4.4%	20.0%	18.5%
营业税费	634.8	784.1	1,609.4	1,931.4	2,287.8	营业利润增长率	27.8%	8.7%	29.9%	-2.8%	17.4%
销售费用	1,445.9	1,485.0	2,011.7	2,414.2	3,202.9	净利润增长率	94.7%	42.5%	41.5%	-13.0%	15.8%
管理费用	3,763.6	4,121.4	5,471.8	6,759.8	8,693.6	EBITDA 增长率	29.3%	23.2%	9.6%	-2.9%	13.5%
研发费用	1,035.3	1,220.1	1,448.4	1,545.1	2,287.8	EBIT 增长率	33.5%	23.0%	10.8%	-5.0%	14.9%
财务费用	505.0	2,933.2	971.3	484.8	92.0	NOPLAT 增长率	33.4%	21.3%	7.3%	0.7%	14.9%
资产减值损失	-450.2	-242.9	-400.0	-176.5	-176.5	投资资本增长率	20.1%	25.0%	-6.9%	15.6%	-7.0%
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%	20.4%	18.7%	18.5%
投资和汇兑收益	1,178.9	846.1	4,809.8	890.7	890.7						
营业利润	13,529.6	14,704.7	19,103.4	18,577.8	21,810.2	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%	15.8%	15.9%	16.3%
利润总额	13,466.5	14,676.8	18,901.9	18,398.3	21,616.1	营业利润率	11.7%	9.5%	11.9%	9.6%	9.5%
减:所得税	2,936.0	3,602.7	4,639.9	4,516.3	5,306.1	净利润率	3.5%	3.8%	5.1%	3.7%	3.6%
净利润	4,101.7	5,843.9	8,271.8	7,195.8	8,334.2	EBITDA/营业收入	15.3%	14.2%	14.9%	12.1%	11.6%
						EBIT/营业收入	12.7%	11.7%	12.5%	9.9%	9.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	163	144	152	132	115
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	-44	-25	-31	-25	-19
货币资金	11,440.2	9,238.1	12,874.9	15,451.0	25,794.8	流动资产周转天数	110	92	88	87	90
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	7,917.3	14,577.3	11,529.5	存货周转天数	8	6	8	7	7
应收票据	325.4	325.1	625.2	390.2	782.7	总资产周转天数	368	308	310	276	251
预付帐款	4,011.3	4,987.6	3,947.6	7,512.4	5,587.4	投资资本周转天数	158	146	150	130	114
存货	3,138.4	2,416.6	4,323.4	3,554.2	5,424.1						
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%	36.0%	25.8%	24.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	8.2%	8.1%	10.1%	8.9%	9.9%
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%	20.5%	22.2%	22.1%
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%	0.8%	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%	0.3%	0.0%
资产总额	127,933.9	136,197.4	140,825.6	155,502.3	164,056.5	四费/营业收入	5.8%	6.3%	6.2%	5.8%	6.2%
短期债务	7,972.3	7,560.2	7,478.5	8,840.0	-	偿债能力					
应付帐款	14,025.3	13,265.8	19,314.1	20,174.7	23,992.6	资产负债率	63.9%	62.1%	55.9%	52.6%	46.8%
应付票据	1,261.1	857.4	1,594.5	1,518.0	1,892.7	负债权益比	177.1%	164.1%	126.8%	111.0%	87.8%
其他流动负债	32,134.4	26,984.6	29,345.9	29,424.4	28,600.2	流动比率	0.72	0.80	0.70	0.89	1.11
长期借款	5,698.3	12,112.2	-	-	-	速动比率	0.66	0.75	0.62	0.83	1.01
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	20.67	39.32	238.00
负债总额	81,768.4	84,635.2	78,736.8	81,802.3	76,720.2	分红指标					
少数股东权益	31,332.3	33,984.1	39,104.3	45,790.7	53,766.4	DPS(元)	0.28	0.51	0.76	0.73	0.86
股本	2,845.9	3,098.7	3,098.7	3,098.7	3,098.7	分红比率	21.3%	27.0%	28.5%	31.6%	32.1%
留存收益	11,620.7	13,972.3	19,885.8	24,810.6	30,471.2	股息收益率	1.8%	3.3%	5.0%	4.8%	5.6%
股东权益	46,165.5	51,562.2	62,088.9	73,700.0	87,336.3						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	10,530.5	11,074.1	8,271.8	7,195.8	8,334.2
						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	971.3	484.8	92.0
						投资收益	-1,178.9	-846.5	-4,809.9	-890.9	-890.9
						少数股东损益	6,428.8	5,230.2	5,120.2	6,686.3	7,975.7
						营运资金的变动	971.3	-2,506.8	7,722.9	-8,451.1	7,025.9
						经营活动产生现金流量	13,510.4	15,005.8	21,293.7	9,301.1	27,098.8
						投资活动产生现金流量	-8,041.1	-6,881.1	-2,343.1	-5,109.2	-5,058.0
						融资活动产生现金流量	-4,701.4	-9,652.2	-15,313.7	-1,615.8	-11,696.9
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	1.32	1.89	2.67	2.32	2.69
						BVPS(元)	4.79	5.67	7.42	9.01	10.83
						PE(X)	11.6	8.1	5.8	6.6	5.7
						PB(X)	3.2	2.7	2.1	1.7	1.4
						P/FCF	-7.2	-16.6	29.3	-26.0	10.2
						P/S	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
						EV/EBITDA	5.2	4.6	3.7	4.1	3.2
						CAGR(%)	9.6%	13.8%	22.1%	9.6%	13.8%
						PEG	1.2	0.6	0.3	0.7	0.4
						ROIC/WACC	2.6	2.6	2.3	2.5	2.4
						REP	0.6	0.6	0.6	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