

2021年10月28日

新奥股份 (600803.SH)

比财报业绩更亮眼的是天然气全产业链构建的护城河

■事件：公司发布2021年三季报，2021年前三季度公司实现营业收入796.44亿元，同比增长33.77%；实现归母净利润32.11亿元，同比增长156.45%。单三季度实现营收278.09亿元，同比增长31.85%；实现归母净利润11.33亿元，同比增长116.06%。

■三季度业绩高速增长，煤炭及直销气业务贡献较高收益：据公司公告，2021年三季度公司业绩高速增长，各项业务板块均有较大提升：

1) 城燃主业确定性较强，支撑公司长期稳健发展：据新奥能源公告，公司前三季度天然气零售量达180.3亿立方米，同比增长19.9%，其中工商业用户销气量增长较大，达到143.56亿立方米，同比增长23.3%。从用户量方面看，前三季度公司新开发天然气用户的设计供气量达到1660万立方米，同比增长46%，同时新开发家庭用户188万户，同比增长16.8%。公司城燃主业业绩稳步增长，为公司未来业绩稳健增长的核心驱动力。

2) 煤价高涨带动公司煤炭板块利润大幅提升：今年三季度以来我国煤炭价格大幅提升，据公司发布的投资者交流信息，2021年前三季度公司煤炭销量269万吨，虽较2020年有所下滑，但随着煤炭价格大幅上涨，公司煤炭业务板块利润率水平大幅提升，带动公司第三季度业绩大幅增长。

3) 直销气业务为盈利核心增长点之一：公司通过舟山LNG接收站积极拓展的海外直销气业务业绩增长显著，据公司发布的投资者交流信息，前三季度公司实现直销气量26.2亿方，较2020年的3.2亿方实现大幅增长。公司依托舟山LNG接收站充分发挥国际寻源能力，与多家海外资源商签署LNG进口长约，据公司公告，公司近期与全球第二大LNG液化厂运营商尼切尔能源签署长达13年的长期LNG购销协议，锁定低价气源，前三季度公司新增90万吨/年的海外长约及国内非常规气源，国际寻源能力进一步提升。

■舟山LNG接收站注入在即，产业链布局进一步完善：公司于10月27日发布公告，将以发行股份及支付现金的方式购买新奥舟山90%的股权，此前公司仅拥有接收站运营权，在资产重组后，公司将向天然气全产业链覆盖格局更进一步：上游拥有多元化天然气供应主体与渠道；中游LNG接收站充分发挥接收、储运能力；下游进一步扩张城燃运营版图。目前舟山LNG接收站一期、二期已投运，处理能力有望达800万吨/年，在三期建成后处理能力有望达1000万吨/年，接收站

公司快报

证券研究报告

农药

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：25.00元
股价(2021-10-28) 17.65元

交易数据

总市值(百万元)	50,229.32
流通市值(百万元)	25,300.04
总股本(百万股)	2,845.85
流通股本(百万股)	1,433.43
12个月价格区间	12.40/21.85元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.84	-1.33	37.93
绝对收益	-5.42	4.03	47.39

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号：S1450513080002
shaoli@essence.com.cn
021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号：S1450521060003
zhouzhe@essence.com.cn
021-35082029

相关报告

新奥股份：新奥舟山接收站有望如期注入，上下游产业链协同效应进一步增强/邵琳琳	2021-10-27
新奥股份：“城燃主业+直销气业务”双驱动，中报业绩实现高增长/邵琳琳	2021-08-24
新奥股份：城燃主业稳扎稳打，新兴业务多点开花——兼具确定性与成长性的燃气龙头/邵琳琳	2021-08-19

■ **比短期经营业绩更重要的是天然气全产业链打造的护城河：**2020 年三季度，公司财报业绩亮眼一定程度上受益于煤价上涨带来的煤炭板块业绩显著提升，同时 LNG 价格上涨对城燃板块毛利率产生一定的冲击。我们认为公司长期竞争力和业绩可持续性更多的来自于“量”的指标的提升，而非短期“价”的波动。公司城燃业务销气量的稳健提升、综合能源业务的快速放量、依托接收站开展的直销气业务迅速增长才是公司长期业绩的保障。

■ **投资建议：**得益于三季度煤炭业务利润大幅提升，我们调高公司 2021 年盈利预期。我们预计公司 2021 年-2023 年的收入分别为 964.64 亿元、1094.87 亿元和 1178.75 亿元，增速分别为 9.5%、13.5%、7.7%，净利润分别为 35.17 亿元、42.33 亿元、50.63 亿元（不考虑套期保值、汇兑损益等非经常性损益），增速分别为 66.9%、20.4%、19.6%，成长性突出；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 25.00 元。

■ **风险提示：**天然气需求不及预期风险、海外 LNG 价格持续提升风险、煤价下跌风险、政策推动不及预期风险。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	13,544.1	88,098.8	96,463.7	109,486.9	117,874.9
净利润	1,204.6	2,107.0	3,517.1	4,233.2	5,062.7
每股收益(元)	0.42	0.74	1.24	1.49	1.78
每股净资产(元)	3.29	2.86	3.81	4.91	6.22

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	41.7	23.8	14.3	11.9	9.9
市净率(倍)	5.4	6.2	4.6	3.6	2.8
净利润率	8.9%	2.4%	3.6%	3.9%	4.3%
净资产收益率	12.9%	25.9%	32.5%	30.3%	28.6%
股息收益率	0.5%	1.1%	1.8%	2.2%	2.6%
ROIC	10.8%	51.7%	18.1%	16.8%	22.2%

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)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	13,544.1	88,098.8	96,463.7	109,486.9	117,874.9	成长性					
减:营业成本	11,161.6	71,782.4	78,084.3	89,391.3	95,342.3	营业收入增长率	-0.6%	550.5%	9.5%	13.5%	7.7%
营业税费	295.5	569.4	1,543.4	1,587.6	1,452.3	营业利润增长率	-22.4%	738.8%	-1.4%	16.7%	20.1%
销售费用	153.1	1,210.2	1,321.6	1,423.3	1,588.8	净利润增长率	-8.8%	74.9%	66.9%	20.4%	19.6%
管理费用	521.7	3,309.4	3,665.6	3,832.0	4,243.5	EBITDA 增长率	-11.9%	474.3%	-8.2%	11.0%	13.3%
研发费用	128.0	585.1	1,157.6	1,204.4	1,296.6	EBIT 增长率	-18.6%	483.9%	1.5%	12.5%	14.8%
财务费用	636.5	377.1	759.8	415.0	-164.2	NOPLAT 增长率	-20.4%	411.4%	2.0%	17.0%	14.8%
资产减值损失	-16.2	-63.2	5.8	-24.5	-27.3	投资资本增长率	6.4%	191.3%	25.8%	-12.9%	7.4%
加:公允价值变动收益	-	-81.0	0.5	-0.4	0.1	净资产增长率	8.5%	248.3%	19.9%	19.8%	19.8%
投资和汇兑收益	588.6	404.4	510.0	520.0	478.1	利润率					
营业利润	1,261.9	10,584.9	10,436.2	12,177.4	14,621.0	毛利率	17.6%	18.5%	19.1%	18.4%	19.1%
加:营业外净收支	134.9	-150.2	-7.0	-7.4	-54.9	营业利润率	9.3%	12.0%	10.8%	11.1%	12.4%
利润总额	1,396.9	10,434.7	10,429.3	12,169.9	14,566.1	净利润率	8.9%	2.4%	3.6%	3.9%	4.3%
减:所得税	213.0	2,601.6	2,607.3	2,677.4	3,204.5	EBITDA/营业收入	17.7%	15.6%	13.1%	12.8%	13.5%
净利润	1,204.6	2,107.0	3,517.1	4,233.2	5,062.7	EBIT/营业收入	13.9%	12.5%	11.6%	11.5%	12.3%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	208	114	179	155	142
						流动营业资本周转天数	-9	-34	-44	-33	-30
货币资金	2,495.1	12,628.7	7,717.1	8,758.9	13,249.3	流动资产周转天数	176	78	134	109	106
交易性金融资产	-	70.0	70.0	70.0	70.0	应收帐款周转天数	44	15	32	30	26
应收帐款	1,632.3	5,470.3	11,778.9	6,665.6	10,147.2	存货周转天数	48	8	34	30	24
应收票据	361.3	330.0	1,948.9	673.3	1,504.3	总资产周转天数	636	274	415	345	323
预付帐款	330.9	3,403.4	500.8	4,217.1	702.6	投资资本周转天数	410	127	195	179	161
存货	1,834.7	1,998.6	16,058.5	2,060.7	13,427.6	投资回报率					
其他流动资产	339.7	7,041.6	2,565.9	3,315.7	4,307.7	ROE	12.9%	25.9%	32.5%	30.3%	28.6%
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROA	4.9%	7.2%	6.9%	9.8%	9.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	10.8%	51.7%	18.1%	16.8%	22.2%
长期股权投资	6,121.1	5,559.7	5,559.7	5,559.7	5,559.7	费用率					
投资性房地产	5.5	260.9	260.9	260.9	260.9	销售费用率	1.1%	1.4%	1.4%	1.3%	1.3%
固定资产	7,676.9	48,207.0	47,581.1	46,955.2	46,329.2	管理费用率	3.9%	3.8%	3.8%	3.5%	3.6%
在建工程	1,988.5	7,551.7	7,551.7	7,551.7	7,551.7	研发费用率	0.9%	0.7%	1.2%	1.1%	1.1%
无形资产	1,023.0	8,148.3	7,325.4	6,502.4	5,679.4	财务费用率	4.7%	0.4%	0.8%	0.4%	-0.1%
其他非流动资产	543.6	8,853.6	3,891.8	4,531.3	5,455.1	四费/营业收入	10.6%	6.2%	7.2%	6.3%	5.9%
资产总额	24,352.6	109,523.9	112,810.6	97,122.5	114,244.8	偿债能力					
短期债务	2,712.3	9,605.1	18,853.4	2,816.0	-	资产负债率	58.4%	67.8%	62.5%	47.8%	46.9%
应付帐款	3,666.8	12,993.9	23,077.6	15,419.3	20,324.9	负债权益比	140.5%	210.5%	166.8%	91.7%	88.2%
应付票据	92.0	975.4	1,148.2	953.0	1,130.9	流动比率	0.85	0.61	0.65	0.71	1.05
其他流动负债	1,715.2	27,480.4	19,381.7	17,031.8	19,812.2	速动比率	0.63	0.57	0.39	0.65	0.73
长期借款	1,895.2	4,718.0	-	-	-	利息保障倍数	2.97	29.25	14.74	30.34	-88.05
其他非流动负债	4,143.6	18,479.2	8,070.1	10,230.9	12,260.1	分红指标					
负债总额	14,225.1	74,252.1	70,531.0	46,451.1	53,528.1	DPS(元)	0.09	0.19	0.31	0.39	0.46
少数股东权益	774.0	27,139.5	31,444.4	36,703.7	43,002.6	分红比率	21.1%	25.7%	25.0%	26.0%	26.0%
股本	1,229.4	2,600.0	2,845.9	2,845.9	2,845.9	股息收益率	0.5%	1.1%	1.8%	2.2%	2.6%
留存收益	8,052.7	5,351.5	7,989.3	11,121.8	14,868.2						
股东权益	10,127.5	35,271.8	42,279.6	50,671.5	60,716.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.42	0.74	1.24	1.49	1.78
净利润	1,183.8	7,833.1	3,517.1	4,233.2	5,062.7	BVPS(元)	3.29	2.86	3.81	4.91	6.22
加:折旧和摊销	544.6	2,860.3	1,448.9	1,448.9	1,448.9	PE(X)	41.7	23.8	14.3	11.9	9.9
资产减值准备	-3.1	63.2	-	-	-	PB(X)	5.4	6.2	4.6	3.6	2.8
公允价值变动损失	-	81.0	0.5	-0.4	0.1	P/FCF	56.5	-10.2	-3.7	-20.4	110.7
财务费用	592.2	136.7	759.8	415.0	-164.2	P/S	3.7	0.6	0.5	0.5	0.4
投资损失	-588.6	-404.4	-510.0	-520.0	-478.1	EV/EBITDA	8.2	5.3	7.7	6.2	5.5
少数股东损益	-20.8	5,726.1	4,304.9	5,259.3	6,298.9	CAGR(%)	100.2%	13.2%	77.2%	100.2%	13.2%
营运资金的变动	-1,352.2	14,443.0	-8,412.0	5,442.7	-6,152.8	PEG	0.4	1.8	0.2	0.1	0.8
经营活动产生现金流量	1,408.5	12,447.7	1,109.1	16,278.8	6,015.4	ROIC/WACC	1.3	6.2	2.2	2.0	2.6
投资活动产生现金流量	303.5	-7,209.1	608.8	503.5	456.2	REP	1.0	0.3	0.8	0.9	0.6
融资活动产生现金流量	-1,141.7	-4,209.7	-6,629.5	-15,740.5	-1,981.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 个月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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 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。

■ 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。

■ 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： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

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