

新奥股份 (600803.SH)

优于大市

承诺 26-28 年分红比例不低于 50%，拟私有化新奥能源完成 A+H 两地上市

核心观点

营收相对平稳，衍生品套期保值和汇兑损失减少致扣非归母净利润明显增长。公司 2024 年总营收 1359.1 亿元，同比减少 5.5%；实现归母净利润 44.93 亿元，同比减少 36.6%，主要系本期无上年同期处置新能矿业收益及衍生金融工具投资收益同比减少所致；扣非净利润 37.11 亿元，同比增加 50.9%，主要系本期无上年同期公司所属子公司新奥能源对甲醇整体装置及相关资产计提资产减值准备所致。

拟以新能香港作为要约人，在先决条件达成后，向计划股东提出私有化新奥能源的方案。协议生效后，每 1 股新奥能源股份可兑换新奥股份新发 2.9427 股 H 股及新能香港 24.50 港元/股现金，按照新百利估计新奥股份 H 股估值中值计算，以股份及现金支付的总对价约为 80 港元/股，较新奥能源当前股价有 34.57% 的溢价。跟据公司测算，预计发行不超过 21.88-22.04 亿股 H 股股权，公司总股本将达到 52.85-53.01 亿股。交易完成后，新奥股份 2024 年归母净利润（备考）为 81.36 亿元，EPS 为 1.56 元/股，较交易前提高 6.8%，主要系新奥股份溢价主要由现金支付，而新奥股份 H 股估值中值为 18.86 元/股，低于当前 A 股股价 19.65 元/股所致；交易完成后 BPS 为 6.65 元/股，较交易前降低 12.2%。协议生效后，新奥能源将成为新能香港全资子公司，并从联交所退市，新奥股份将通过介绍上市方式在联交所主板上市，计划股东将成为新奥股份 H 股股东。根据新奥股份分红回报规划，2025 年向 H 股股东固定分红 0.96 元/股，但不派发因出售新能矿业派发的特别分红。

24/25 年固定分红叠加特殊分红，承诺 26-28 年分红比例不低于 50%。公司 2024 年每股派息 0.81 元，每股特别派息 0.22 元，合计股利每股 1.03 元。派息率 48%，对应公司停牌前股价股息率约 5.24%。新奥股份发布 2025-2028 股东分红回报规划，2025 年仍按照既定分红安排，每股固定分红 0.96 元，特别派息 0.18 元，合计 1.14 元/股，对应当前股价股息率 5.8%；2026-2028 年每年现金分红比例不少于当年归母核心利润的 50%。

风险提示：气价波动、下游需求减弱、项目进度不及预期、私有化进程受阻。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。综合考虑气价变化、气量增长和销售情况等因素的影响，预计公司 2025-2027 年归母净利润 54.0/61.8/68.2 亿元（2025/2026 年原为 69.7/80.7 亿元，新增 2027 年预测），对应当前股价 PE 为 11.1/9.7/8.8X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	143,842	135,910	145,234	162,611	176,373
(+/-%)	-6.7%	-5.5%	6.9%	12.0%	8.5%
净利润(百万元)	7091	4493	5396.5	6175.4	6817.5
(+/-%)	21.3%	-36.6%	20.1%	14.4%	10.4%
每股收益(元)	2.29	1.45	1.74	1.99	2.20
EBIT Margin	12.2%	10.2%	11.2%	10.8%	11.0%
净资产收益率 (ROE)	30.0%	19.1%	21.3%	21.7%	21.4%
市盈率 (PE)	8.5	13.3	11.1	9.7	8.8
EV/EBITDA	6.3	7.4	6.8	6.8	6.6
市净率 (PB)	2.54	2.56	2.37	2.11	1.88

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

公用事业 · 燃气 II

证券分析师：黄秀杰 021-61761029 huangxiujie@guosen.com.cn S0980521060002
证券分析师：郑汉林 0755-81982169 zhenghanlin@guosen.com.cn S0980522090003
证券分析师：刘汉轩 010-88005198 liuhanyuan@guosen.com.cn S0980524120001
联系人：崔佳诚 021-60375416 cunjiacheng@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	19.46 元
总市值/流通市值	60269/54888 百万元
52 周最高价/最低价	22.64/17.15 元
近 3 个月日均成交额	198.81 百万元

市场走势



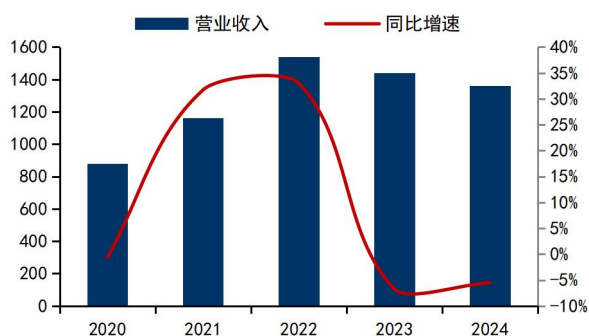
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《新奥股份 (600803.SH) - 国内平台交易气量大幅增长，泛能业务和工程项目稳步推进》——2024-08-28
《新奥股份 (600803.SH) - 千万吨长协保障气量增长，提升分红重视股东回报》——2024-03-31
《新奥股份 (600803.SH) - 23H1 直销气带动归母净利提升 30%，分红承诺彰显发展信心》——2023-08-30

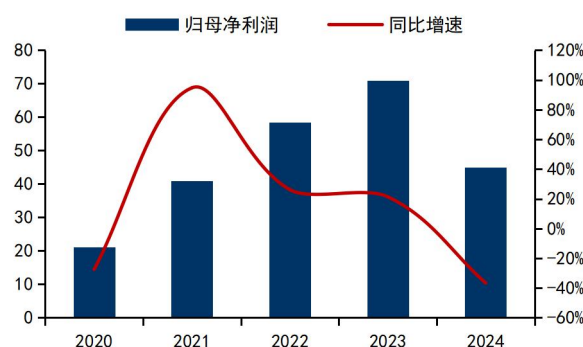
营收相对平稳，衍生品套期保值和汇兑损失减少致扣非归母净利润明显增长。公司 2024 年总营收 1359.1 亿元，同比减少 5.5%；实现归母净利润 44.93 亿元，同比减少 36.6%，主要系本期无上年同期处置新能矿业收益及衍生金融工具投资收益同比减少所致；扣非净利润 37.11 亿元，同比增加 50.9%，主要系本期无上年同期公司所属子公司新能能源对甲醇整体装置及相关资产计提资产减值准备所致。2024 年公司平台交易气量 55.68 亿方，同比增长 10.3%；零售气量 262 亿方，同比增长 4.2%；批发气量 74.51 亿方，同比增长 4.2%；泛能业销售量 415.69 亿千瓦时，同比增长 19.8%；接收站接卸量 241 万吨，同比增长 53.5%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元）



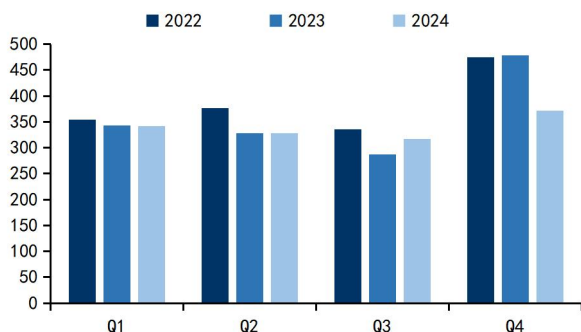
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元）



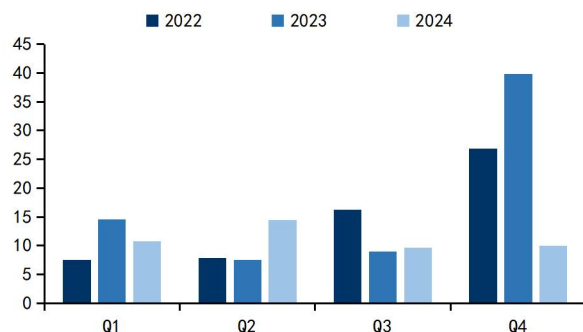
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度营业收入情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润情况（单位：亿元）



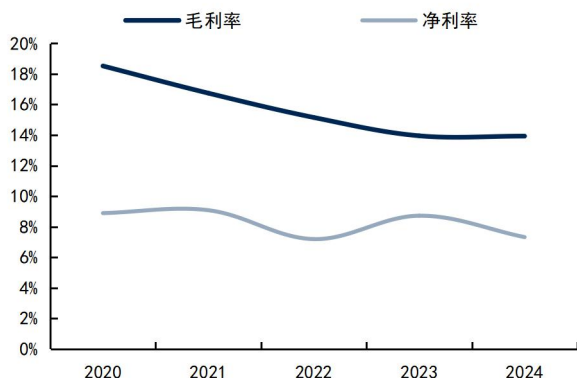
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

毛利率和净利率有所降低，财务费用减少。2024 年公司毛利率为 13.93%，同比降低 0.02pct；净利率 7.32%，同比降低 1.40pct，主要系净利润同比减少所致。公司销售费用率为 1.11%，同比提高 0.12pct；管理费用率 2.91%，同比微降 0.01pct；财务费用率 0.82%，同比降低 0.33pct，财务费用同比减少 32.10%，主要系所属子公司境内贷款及美元债规模同比下降，利息支出减少，同时美元存款规模和存款利率同比提高，利息收入增加所致；研发费用率 0.61%，同比降低 0.06pct；公司经营期间费用率合计 5.45%，同比降低 0.28pct。

净利率和权益乘数下降致 ROE 同比降低，投资性现金流回归净流出。2024 年公司 ROE 为 19.06%，同比大幅降低 15.33pct，主要系归母净利率由 4.93% 下降至 3.31%，及总负债同比下降，权益乘数同比降低 0.90 至 5.67 所致。公司经营性现金净流入 141.62 亿元，同比增长 2.93%；投资性现金流由净流入转为净流出 69.06 亿元，

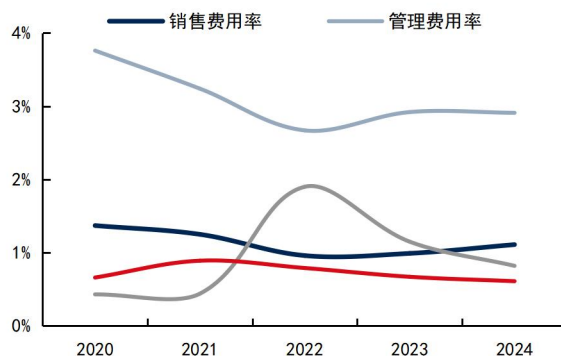
主要系上年处置新能矿业，本期收到股权转让款减少及所属子公司购买结构性存款增加，投资支付的现金大幅增长所致；融资性现金净流出 107.20 亿元，同比增加 29.50%。公司资产负债率降低 2.20pct 至 54.30%。

图5: 公司毛利率、净利率情况



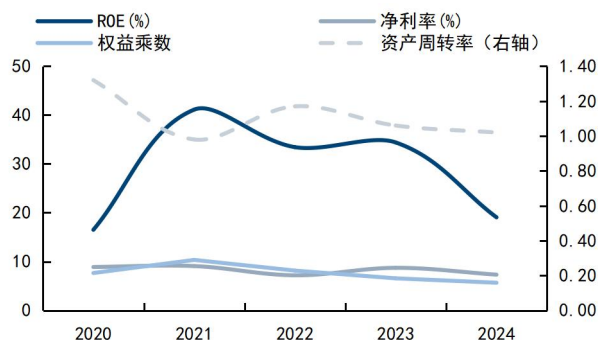
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司三项费用率情况



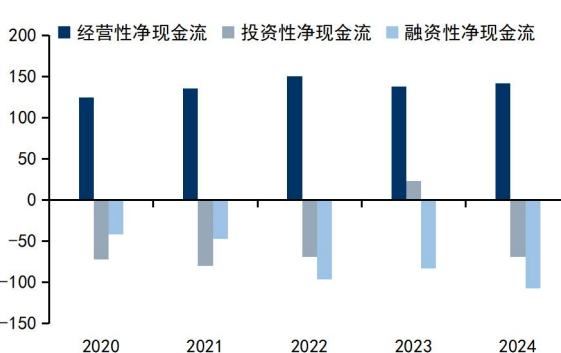
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 公司 ROE 及杜邦分析



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 公司现金流情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新奥股份拟以新能香港作为要约人，在先决条件达成后，向计划股东提出私有化新奥能源的方案。协议生效后，每 1 股新奥能源股份可兑换新奥股份新发 2.9427 股 H 股及新能香港 24.50 港元/股现金，按照新百利估计新奥股份 H 股估值中值计算，以股份及现金支付的总对价约为 80 港元/股，较新奥能源当前股价有 34.57% 的溢价。跟据公司测算，预计发行不超过 21.88-22.04 亿股 H 股股权，公司总股本将达到 52.85-53.01 亿股。交易完成后，新奥股份 2024 年归母净利润（备考）为 81.36 亿元，EPS 为 1.56 元/股，较交易前提高 6.8%，主要系新奥股份溢价主要由现金支付，而新奥股份 H 股估值中值为 18.86 元/股，低于当前 A 股股价 19.65 元/股所致；交易完成后 BPS 为 6.65 元/股，较交易前降低 12.2%。协议生效后，新奥能源将成为新能香港全资子公司，并从联交所退市，新奥股份将通过介绍上市方式在联交所主板上市，计划股东将成为新奥股份 H 股股东。根据新奥股份分红回报规划，2025 年向 H 股股东固定分红 0.96 元/股，但不派发因出售新能矿业派发的特别分红。

24/25 年固定分红叠加特殊分红，承诺未来分红比例不低于 50%。公司 2024 年每

股派息 0.81 元，每股特别派息 0.22 元，合计股利每股 1.03 元。派息率 48%，对应公司停牌前股价股息率约 5.24%。新奥股份发布 2025-2028 股东分红回报规划，2025 年仍按照既定分红安排，每股固定分红 0.96 元，特别派息 0.18 元，合计 1.14 元/股，对应当前股价股息率 5.8%；2026-2028 年每年现金分红比例不少于当年归母核心利润的 50%。

投资建议：下调盈利预测，维持“优于大市”评级。综合考虑公司气价变化、气量增长和销售情况等因素的影响，预计公司 2025-2027 年归母净利润 54.0/61.8/68.2 亿元（2025/2026 年原为 69.7/80.7 亿元，新增 2027 年预测），同比增速 20%/14%/10%，对应当前股价 PE 为 11.1/9.7/8.8X，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				ROE (23A)	PEG (24E)	投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E			
605090.SH	九丰能源	24.12	156.6	2.06	2.78	2.80	3.15	13.20	8.68	8.61	7.66	16.8%	0.52	优于大市
1193.HK	华润燃气	20.60	476.7	2.30	1.80	2.65	2.86	11.34	17.41	7.77	7.20	12.8%	-0.80	优于大市
2688.HK	新奥能源	59.60	674.2	6.68	5.78	6.87	7.44	9.77	8.04	8.68	8.01	16.0%	-0.80	无

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

注：新奥能源为 Wind 一致预测，华润燃气、新奥能源使用原始货币（港元）

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	16673	13435	21461	31754	42294	营业收入	143842	135910	145234	162611	176373
应收款项	8205	7796	8331	9328	10118	营业成本	123707	116912	123327	137602	148843
存货净额	2167	2325	2454	2740	2963	营业税金及附加	544	400	427	478	518
其他流动资产	12986	9912	10592	11860	12863	销售费用	1429	1512	1616	1809	1962
流动资产合计	43544	36723	42838	55681	68238	管理费用	4968	4750	5071	5443	5732
固定资产	66618	70767	75898	80439	85801	财务费用	1651	1121	744	747	743
无形资产及其他	7625	7739	7026	6399	5857	投资收益	7922	1844	1000	1000	1000
投资性房地产	9390	9464	9464	9464	9464	资产减值及公允价值变动	(3548)	(652)	0	(500)	(500)
长期股权投资	7398	7794	8094	8294	8494	其他收入	(125)	96	459	719	524
资产总计	134574	132488	143320	160277	177854	营业利润	15792	12505	15509	17751	19600
短期借款及交易性金融负债	11983	10629	10629	10629	10629	营业外净收支	(26)	131	26	26	26
应付款项	11484	10867	11467	12804	13847	利润总额	15766	12636	15535	17777	19625
其他流动负债	22565	21877	23100	25796	27902	所得税费用	3236	2692	3437	3933	4342
流动负债合计	46032	43373	45197	49230	52379	少数股东损益	5439	5451	6701	7668	8466
长期借款及应付债券	21588	20389	26101	32103	38889	归属于母公司净利润	7091	4493	5396	6175	6817
其他长期负债	8416	8181	7296	7296	7296						
长期负债合计	30005	28571	33398	39400	46185	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	76037	71944	78594	88629	98564	净利润	7091	4493	5396	6175	6817
少数股东权益	34882	37076	39393	43227	47460	资产减值准备	4474	(2896)	(1369)	(43)	(50)
股东权益	23655	23467	25333	28421	31829	折旧摊销	4200	4025	4211	4369	4584
负债和股东权益总计	134574	132488	143320	160277	177854	公允价值变动损失	4474	(2896)	(1369)	(43)	(50)
						财务费用	1651	1121	744	747	743
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(1883)	2018	480	1483	1133
每股收益	2.29	1.45	1.74	1.99	2.20	其它	(4597)	9418	3430	3625	4025
每股红利	0.91	1.03	1.14	1.00	1.10	经营活动现金流	13759	14162	10780	15565	16460
每股净资产	7.63	7.58	8.18	9.18	10.28	资本开支	(9259)	(8374)	(7260)	(8239)	(9354)
ROIC	13.89%	12.80%	15%	16%	17%	其它投资现金流	(552)	259	3254	0	0
ROE	29.98%	19.15%	21.30%	21.73%	21.42%	投资活动现金流	2331	(6906)	(4306)	(8439)	(9554)
毛利率	14%	14%	15%	15%	16%	权益性融资	168	122	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	11%	11%	11%	负债净变化	(3366)	(1151)	5312	6002	6786
EBITDA Margin	15%	13%	14%	13%	14%	支付股利、利息	(1577)	(2805)	(3531)	(3088)	(3409)
收入增长	-7%	-6%	7%	12%	8%	其它融资现金流	(7179)	(7326)	0	0	0
净利润增长率	21%	-37%	20%	14%	10%	融资活动现金流	(8278)	(10720)	1552	3167	3635
资产负债率	82%	82%	82%	82%	82%	现金净变动	7435	(3238)	8026	10293	10540
股息率	2.6%	4.7%	5.9%	5.1%	5.7%	货币资金的期初余额	9238	16673	13435	21461	31754
P/E	8.5	13.3	11.1	9.7	8.8	货币资金的期末余额	16673	13435	21461	31754	42294
P/B	2.5	2.6	2.4	2.1	1.9	企业自由现金流	0	8561	10108	11239	11425
EV/EBITDA	6.3	7.4	6.8	6.8	6.6	权益自由现金流	0	84	14841	16659	17633

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032