

新奥控股投资股份有限公司

主体长期信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕6767号

联合资信评估股份有限公司通过对新奥控股投资股份有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定新奥控股投资股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年七月二十六日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受新奥控股投资股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、该评级结果自 2024 年 7 月 26 日至 2025 年 7 月 25 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

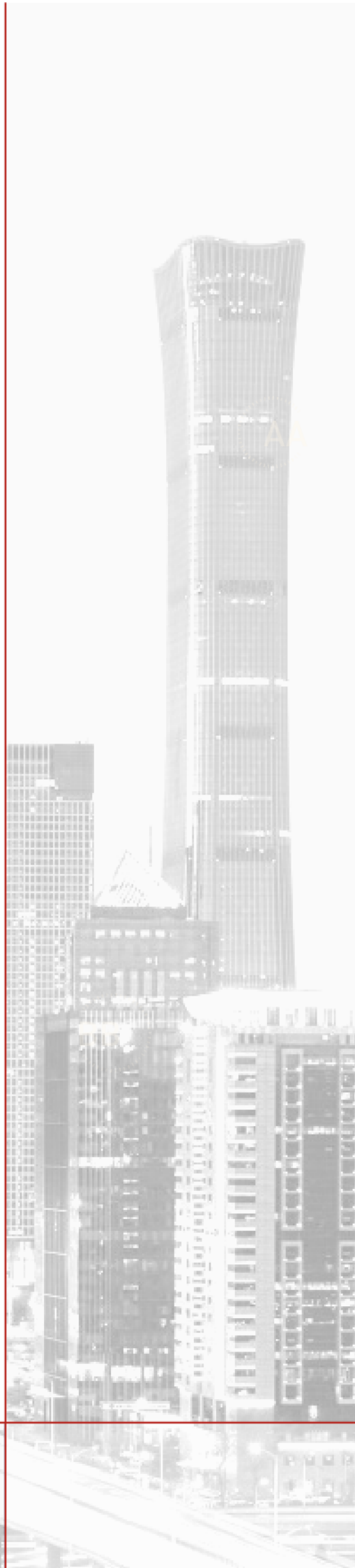
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、未经联合资信事先书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



新奥控股投资股份有限公司

主体长期信用评级报告

主体评级结果	评级时间
AAA/稳定	2024/07/26

主体概况 新奥控股投资股份有限公司（以下简称“公司”）成立于 2000 年，注册资本 80.00 亿元，控股股东为新奥资本管理有限公司，实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇；公司主要以天然气销售、工程施工与安装（含增值业务）、综合能源运营、能源化工生产及销售等为主营业务。

评级观点 公司作为控股型企业，业务主要由控股子公司新奥天然气股份有限公司（以下简称“新奥股份”）及通过新奥股份间接控股的新奥能源控股有限公司（以下简称“新奥能源”）运营。新奥能源系香港上市的中国大型城市燃气分销商之一，近年来，其天然气零售业务特许经营权项目数量不断增长，天然气销量基本保持稳定且规模很大，综合能源销售及服务业务投运项目逐年增加，新奥能源在气源供应、特许经营权数量、加气站数量和管网覆盖人口等方面已具有显著优势，但近年来房地产行业景气度较低导致其天然气接驳业务增速放缓，同时，城市燃气业务盈利能力受上游天然气采购价格影响。新奥股份除新奥能源的业务外，还积极拓展能源化工、天然气平台交易气业务等，在业务规模方面具有一定优势。2023 年，新奥股份针对能源化工业务相关资产计提了大额资产减值损失，同时出售煤炭开采业务的相关资产，获取了大额现金及投资收益。财务方面，2021—2023 年，公司资产总额波动增长且规模很大，资产受限比例低，但对关联企业的投资以及往来款规模较大，对公司资金存在明显占用；公司负债规模和债务规模有所下降，杠杆水平适中，营业总收入、利润总额、经营活动现金净流入规模大，公司偿债能力指标表现非常强。

公司合并范围内主要优质资产是通过协议方式并表，并不实际享有所有权，其主要资产集中于上市公司新奥股份，考虑到新奥股份经营和财务的独立性，公司本部偿债资金主要来自其自身经营能力及下属子公司的分红。公司本部主要经营少量贸易业务，收入规模很小，盈利能力弱；同时，公司本部承担一定融资职能，近年来债务规模不断增长，财务费用较高。公司本部主要的资产为对关联公司的其他应收款，该部分款项的回收情况将对本部偿债有直接影响。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，公司所处行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下，未来天然气需求将大幅增加。未来，随着公司在建及拟建的管线项目及综合能源服务项目投入运行，公司合并口径的收入规模和盈利水平有望进一步提高，综合实力将进一步增强。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司本部债务负担进一步加重，偿债能力大幅下降；公司其他应收款难以收回，出现大额坏账损失；公司对外担保方无力偿还债务，触发公司代偿责任等其他不利因素。

优势

- **公司控股多家上市公司，各业务板块经营竞争力强。**新奥能源系香港上市的中国大型城市燃气分销商之一，近年来，其天然气零售业务特许经营权项目数量不断扩大，综合能源销售及服务业务投运项目持续增加。截至 2023 年底，新奥能源拥有管道燃气项目 259 个，2023 年管道气销量为 251.44 亿立方米。新奥股份还拥有能源化工及天然气平台交易气业务等，2023 年销售甲醇 155.00 万吨，天然气平台交易气规模 50.50 亿立方米，新奥股份在业务规模方面具有一定优势。
- **公司气源供应能力增强。**新奥股份下属的舟山液化天然气接收站及加注站的投产增强了公司从海外进口天然气的能力，同时，新奥股份与国际资源商签订的长协燃气资源，有利于公司气源的多样化，提升气源供应的稳定程度。
- **公司营业总收入、利润总额以及经营现金流规模大。**2021—2023 年，公司营业总收入分别为 1181.99 亿元、1560.91 亿元和 1462.14 亿元；利润总额分别为 162.08 亿元、153.81 亿元和 160.07 亿元，经营活动现金净流入分别为 136.78 亿元、145.70 亿元和 140.89 亿元。

关注

- **天然气采购集中度高，盈利能力受上游天然气采购价格波动影响。**公司天然气采购集中于“三桶油”，同时上游天然气采购价格受宏观经济、国际供需等因素影响较大，公司对天然气采购价格议价能力弱。天然气居民用户销售价格由政府相关价格管理部门监审，公司对居民用户燃气销售价格无自主定价权，在天然气采购价格上涨的背景下，燃气销售价格调整滞后将影响公司期间盈利。
- **关联公司大量占用资金，且对外担保金额大。**截至 2023 年底，公司其他应收款为 182.75 亿元，主要由应收关联公司间资金往来款构成；对外担保余额 169.07 亿元，被担保企业主要为实控人下属的非上市公司，存在或有负债风险。
- **公司本部收入及经营现金流规模很小，债务负担较重。**本部主要资产为对关联公司的其他应收款，该部分款项的回收情况将对本部的流动性造成影响。公司本部收入及经营现金流规模很小，主要生产经营主体为上市公司，近年来分红金额较小。2021—2023 年末，公司本部债务年均复合增长 7.14%，截至 2023 年末，公司本部债务为 177.17 亿元，全部债务资本化比率为 62.02%，债务负担较重。
- **公司治理有待提高。**公司股权关系较为复杂，且关联并购与重组事项较多，同时，公司对下属主要子公司新奥集团国际投资有限公司采用协议持股，未来可能存在股权托管的经营和法律风险。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	2
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

主要财务数据

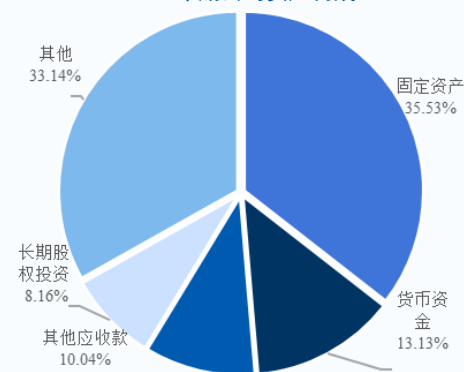
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	166.20	191.31	257.89	282.62
资产总额（亿元）	1771.27	1809.46	1804.74	1828.68
所有者权益（亿元）	689.03	728.93	813.08	825.94
短期债务（亿元）	301.14	253.19	219.65	246.70
长期债务（亿元）	311.21	344.07	341.04	361.73
全部债务（亿元）	612.34	597.26	560.70	608.42
营业总收入（亿元）	1181.99	1560.91	1462.14	346.52
利润总额（亿元）	162.08	153.81	160.07	25.74
EBITDA（亿元）	220.55	218.22	226.33	--
经营性净现金流（亿元）	136.78	145.70	140.89	-1.57
营业利润率（%）	17.32	14.80	14.02	12.16
净资产收益率（%）	19.05	16.14	15.59	--
资产负债率（%）	61.10	59.72	54.95	54.83
全部债务资本化比率（%）	47.05	45.04	40.81	42.42
流动比率（%）	89.56	100.39	121.56	126.14
经营现金流动负债比（%）	20.14	22.59	24.74	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.76	1.17	1.15
EBITDA 利息倍数（倍）	10.52	8.95	9.67	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.78	2.74	2.48	--

公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	264.22	274.34	287.32	291.64
所有者权益（亿元）	108.06	105.49	108.51	103.54
全部债务（亿元）	154.34	167.03	177.17	184.34
营业总收入（亿元）	3.05	5.01	1.04	0.23
利润总额（亿元）	0.96	1.81	1.89	-0.74
资产负债率（%）	59.10	61.55	62.23	64.50
全部债务资本化比率（%）	58.82	61.29	62.02	64.03
流动比率（%）	190.24	147.82	244.40	258.33
经营现金流动负债比（%）	-0.10	0.33	-0.44	--

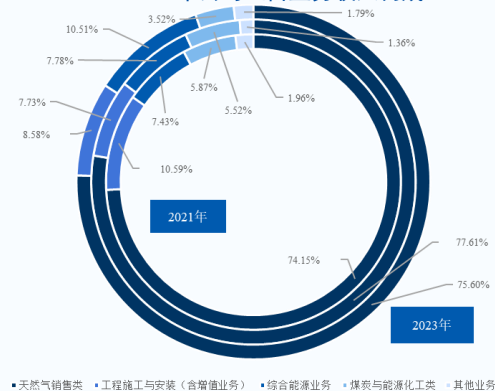
注：1.公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2.本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.有息债务中包括融资租赁、衍生金融负债；2024 年一季度中的计入其他非流动负债的衍生金融负债数据按照 2023 年底调整计入长期债务；4.“--”表示不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

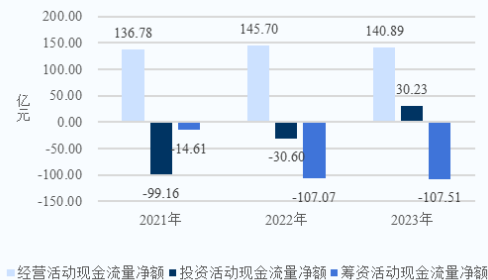
2023 年底公司资产构成



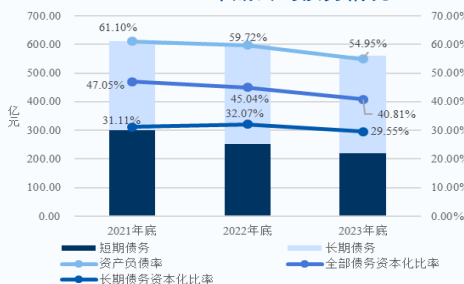
2021—2023 年公司主营业务收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2023/07/28	樊思 王晓晗	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）V4.0.202208	阅读全文
AAA/稳定	2020/02/20	牛文婧 张峥	一般工商企业信用评级方法（V3.0.201907）/一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：樊思 fansi@lhratings.com

项目组成员：于长花 yuch@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、主体概况

新奥控股投资股份有限公司（以下简称“公司”或者“新奥控股”）于 2000 年 1 月 13 日在河北省廊坊市工商行政管理局设立，设立时名称为廊坊国富投资有限公司，注册资本 3000 万元。2000 年 1 月 17 日，公司注册资本增加至 6000 万元。2006 年 3 月 20 日，公司名称变更为新奥控股投资有限公司。2008 年 3 月 7 日，公司引入廊坊市天然气有限公司（以下简称“廊坊天然气”）作为新股东，廊坊天然气以其对公司的债权 54000 万元作为出资，公司的注册资本变更为 60000 万元。2009—2017 年，廊坊天然气对公司进行了 3 次增资，公司注册资本从 60000 万元增加至 800000 万元。2019 年 12 月，公司股东会作出决议，将新奥控股投资有限公司整体变更为股份有限公司，公司名称更为现名。2021 年 12 月，公司原控股股东廊坊天然气将持有公司 99.25% 的股份转让给新奥资本管理有限公司（以下简称“新奥资本”）。截至 2024 年 3 月底，公司实收资本 800000 万元。其中，新奥资本持有公司 99.25% 的股权，新奥资本为公司控股股东，其持有的公司股权未被质押。公司实际控制人为王玉锁、赵宝菊夫妇。公司股权结构详见附件 1-1。

截至 2024 年 3 月底，公司纳入合并范围一级子公司 15 家，其中重要一级子公司新奥集团国际投资有限公司（以下简称“新奥国际”）为协议持股（详情见重大事项章节），新奥国际直接持有新奥天然气股份有限公司（以下简称“新奥股份”，股票代码“600803.SH”）44.24% 股份，已质押其所持股份的 0.95%。公司直接持有新奥股份 13.10% 的股份，已质押其所持股份的 47.59%。新奥股份通过境外全资子公司新能（香港）能源投资有限公司间接持有新奥能源控股有限公司（以下简称“新奥能源”，股票代码“02688.HK”）33.98% 的股份。新奥能源为公司燃气业务经营主体，也是其资产、收入、盈利、现金流最主要的来源。此外，截至 2023 年底，公司间接持有二级子公司西藏旅游股份有限公司（以下简称“西藏旅游”，股票代码“600749.SH”）26.75% 的股份，所持股份未被质押。西藏旅游是公司旅游业务的经营主体之一。

公司经营业务涵盖天然气销售业务、工程施工与安装业务（含增值业务）、综合能源业务、能源化工业务等，按照联合资信行业分类标准划分为一般工商行业。

截至 2024 年 3 月底，公司本部内设客户认知与产品发展智能能力群、财务与创值运营智能能力群、人才激发智能能力群等部门，组织结构详见附件 1-2。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1804.74 亿元，所有者权益 813.08 亿元（含少数股东权益 454.56 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1462.14 亿元，利润总额 160.07 亿元。截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1828.68 亿元，所有者权益 825.94 亿元（含少数股东权益 467.02 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 346.52 亿元，利润总额 25.74 亿元。

公司注册地址：廊坊开发区华祥路；法定代表人：王玉锁。

二、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

三、行业分析

公司主要在国内从事投资、建设、经营、管理城市、乡镇燃气管道基础设施，向居民、商户和工业用户输送各种燃气，拥有国内多个市、县的城市燃气特许经营权，是国内天然气领域中下游重要的能源运营商。

城市燃气（包括民用、商业和工业燃气）主要由几种气体类型供应，目前主要使用的城市燃气种类包括天然气（NG）、人工燃气（MG）和液化石油气（LPG），三种业态并存是我国城市燃气的主要特点，其中天然气约占 60%~70%。

（一）供需格局

2023 年，全球天然气供需基本面趋于宽松，全球天然气贸易格局持续深度调整，管道气贸易量下降，LNG 贸易量持续增长。2023 年，我国天然气产销量同比仍实现增长，管道气进口量增长较快，管道网络建设进一步提速，LNG 接收站产能不断扩大，但我国天然气进口依存度仍较高。

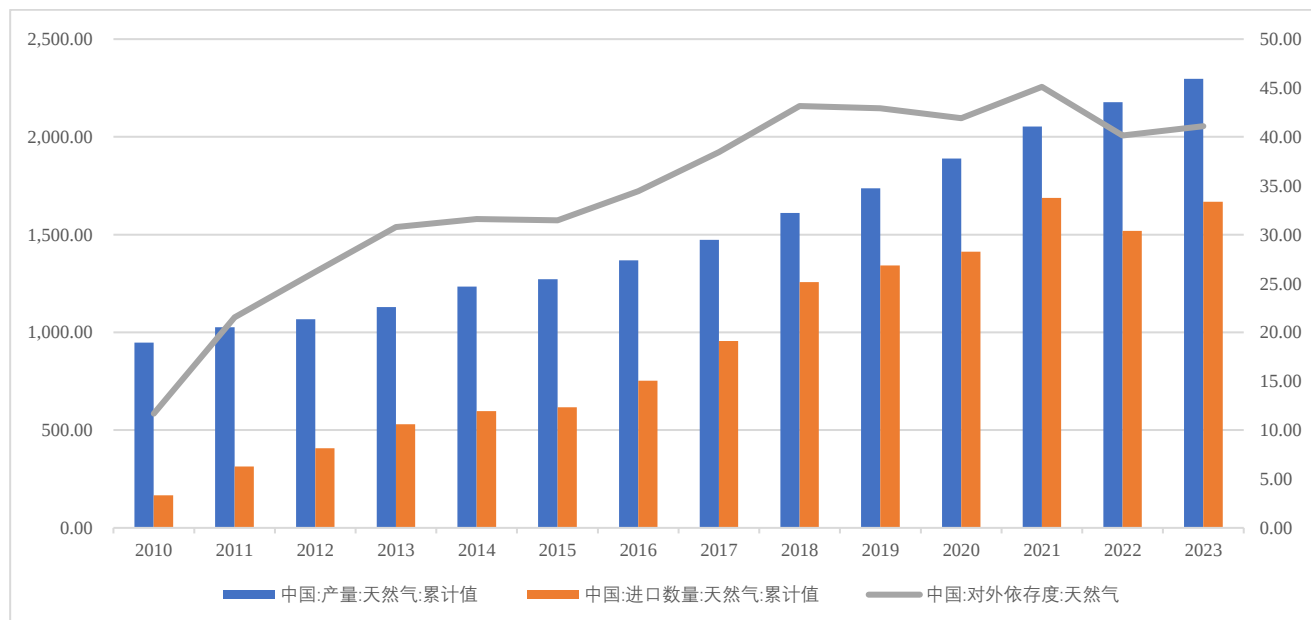
2023 年，全球天然气供应量同比小幅增长约 0.8%至 4.28 万亿立方米，北美、中东、俄罗斯为主要供应国家。其中美国天然气产量增幅接近 3.5%，贡献主要增量；2023 年，受北溪和亚马尔管道全年仍处于断供的影响下，俄罗斯天然气产量同比进一步降低，根据俄罗斯联邦统计局公布数据显示：2023 年俄罗斯天然气全年产量同比减少 7.5%。2023 年全球新增 LNG 产能 400 万吨/年，较上年减少 927 万吨/年，主要来自莫桑比克和阿曼两个项目的 3 条生产线，LNG 产量增长主要依赖已有装置产能利用率提升，全球 LNG 产能增速放缓。

2023 年，全球天然气消费量同比增长约 0.5%至 3.96 万亿立方米，区域出现分化。其中，亚太地区需求较为强劲，主要来自印度和中国；受采暖季影响，中国是亚洲天然气消费增量的主要贡献国家；较低的天然气价格继续刺激新兴市场的需求，印度工业用气在取暖季同比提升。受暖冬、工业复苏慢、新能源渗透率提升等影响，北美地区天然气消费量同比增长 1.2%左右，增速有所下降；欧洲主要经济体经济增长停滞，制造业持续处于收缩区间，抑制了工业用气需求，同时能源转型加速，欧洲区域全年天然气消费同比下降 6.5%左右。

2023 年，全球天然气贸易量约为 1.25 万亿立方米，同比下降 1.0%，其中，管道气贸易量下降，LNG 贸易量持续增长。全球天然气贸易格局持续调整，俄罗斯出口欧洲的管道气持续大幅下降，欧洲 LNG 进口量由高位回落，亚洲 LNG 进口量恢复增长。

2023 年，我国天然气产量为 2297 亿立方米，同比增长 5.5%，连续 7 年增产超 100 亿立方米；天然气进口量为 1668 亿立方米，增速为 9.8%；对外依存度为 41.1%，较上年提高 1.0 个百分点。2023 年，我国管道气进口量较快增长，中俄东线供气量快速增加，全年进口气量超过 220 亿立方米。管道网络建设进一步提速。西三线湖北段、蒙西管道一期等管道投产，中俄东线、西一线等天然气主干管道实现互联互通，截至 2023 年底，天然气长输管道总里程 8.7 万千米。随着西四线加快建设，川气东送二线以及中俄东线嫩江支线、济宁支线等管线建成，我国天然气长输管道总里程将进一步增加。LNG 接收站方面，新天唐山、天津南港等 6 座 LNG 接收站投产（含扩建），合计新增 LNG 接收能力 1880 万吨/年，创历史最高记录。截至 2023 年底，全国总接收能力达 11610 万吨/年。

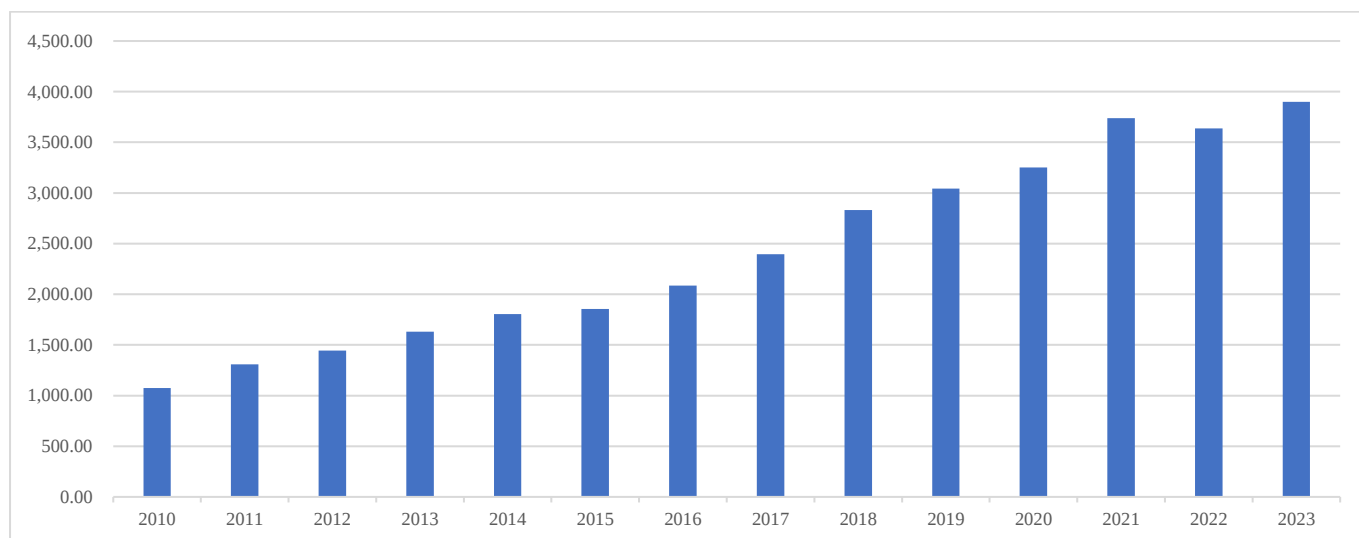
图表 1 • 我国天然气产量、进口量、对外依存度基本情况（单位：亿立方米、%）



资料来源：Wind

天然气消费方面，受我国城镇化发展、工业煤改气工程推进、“双碳”目标驱动等多重因素影响，近年来，我国天然气表观消费量呈现快速增长的趋势。2023 年我国天然气表观消费量 3900 亿立方米，同比增长 7.2%。其中，发电用气增速最快，主要是受全国电力需求较快增长、水电供应下降、气电装机快速增长等因素综合影响。城市燃气管道覆盖范围逐步扩大支撑居民用气稳步增长；商业快速恢复，用气量大幅增长；采暖用气稳定增长，京津冀等平原地区稳妥有序推进清洁取暖，宁夏、青海、甘肃等省份持续推进重点地区采暖“煤改气”，南方采暖用户持续增长。

图表 2 • 我国天然气近年来表观消费量（单位：亿立方米）



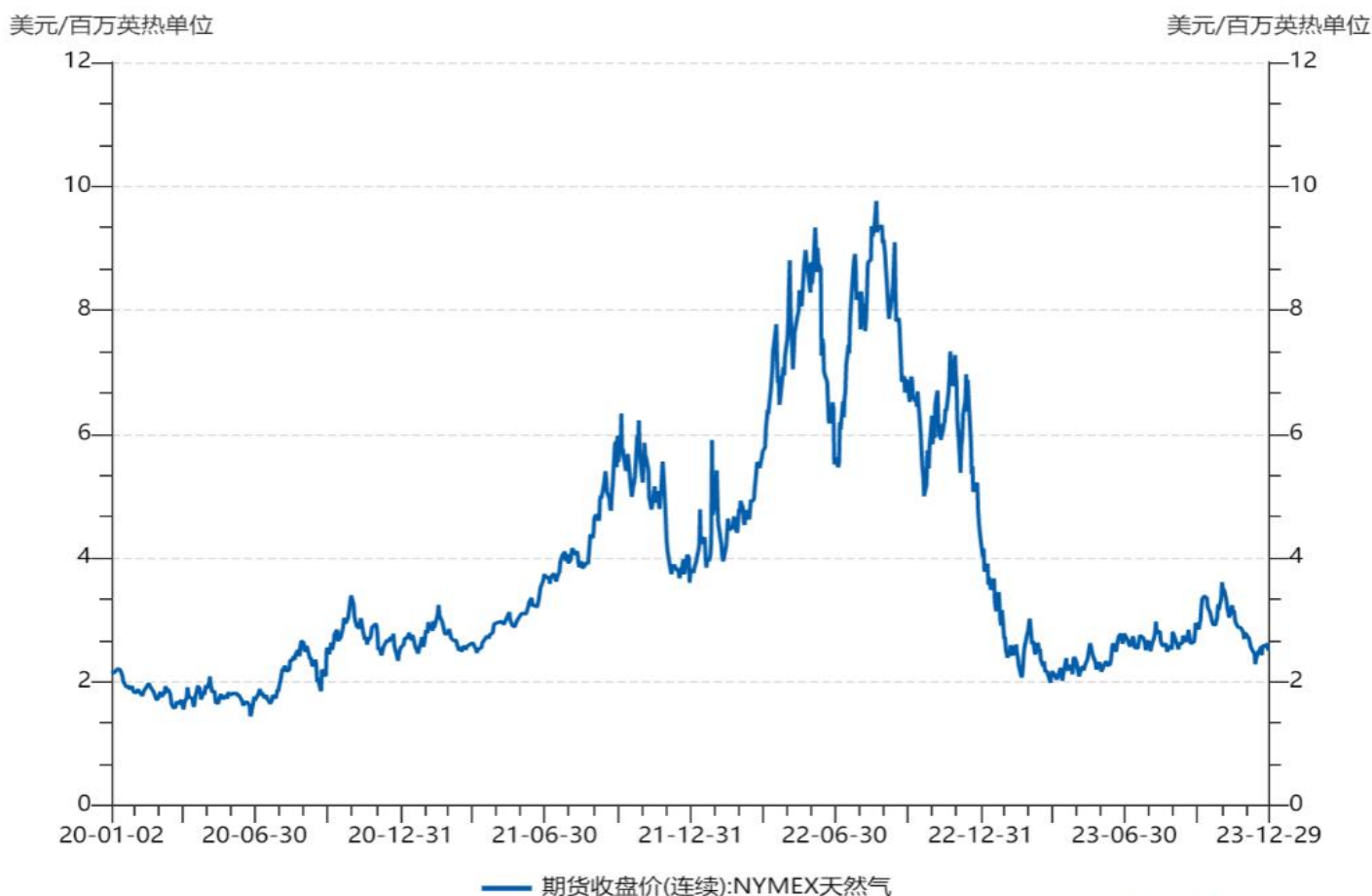
资料来源：Wind

（二）天然气价格

2023 年全球天然气市场供需趋于宽松，天然气价格有所回落，但地缘政治冲突、极端天气、航道阻塞等事件对价格仍有扰动。

2023 年，全球天然气市场供需趋于宽松，国际气价从高位大幅回落，跌回乌克兰危机爆发前水平。但受供应链风险扰动影响，气价波动增加。2023 年，美国本土需求增速明显放缓，产量再创新高，储气库库存持续高于往年同期，现货价格大幅回落；欧洲天然气需求疲弱，资源供应相对充足，储气库库存处于历史同期高位，气价大幅下跌至 2021 年水平。东北亚 LNG 需求缓慢复苏，市场供需整体宽松，叠加欧洲气价联动影响，东北亚 LNG 现货到岸均价大幅下跌。

图表 3 • 全球天然气价格走势



资料来源：Wind

(三) 行业政策

燃气行业是涉及民生的基础产业，近年来国家进一步出台鼓励天然气有序发展的相关政策，燃气行业发展前景良好；同时，在“双碳”目标的驱动下未来天然气需求或将大幅增加。

为促进上下游的充分竞争，建立市场配置资源的价格机制，国家近年持续推动天然气行业改革。其中，最为核心和关键的步骤为以组建国家石油天然气管网集团有限公司为代表的管输体制改革。上游开采业主要推动以矿业权改革为基础的放宽准入限制；下游主要推动市场化交易，并逐渐放开天然气门站价格，加强上下游价格联动，现已形成 X+1+X 的行业生态模式。同时，与“双碳”相关的配套政策逐步出台，将推动天然气需求增长。

图表 4 • 我国天然气行业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2023 年 4 月	《关于建立健全天然气上下游价格联动机制的指导意见》	旨在响应天然气市场化改革，促进终端销售价格灵敏反映市场供需变化，完善天然气上下游价格联动机制，保障城镇燃气安全供应。
2022 年 6 月	《城市燃气管道等老化更新改造实施方案（2022—2025 年）》	对城市燃气管道等老化更新改造作了顶层设计和总体部署，明确了 2025 年底前，基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务的工作目标。
2022 年 5 月	《关于完善进口液化天然气接收站气化服务定价机制的指导意见》	明确了气化服务价格的定义及内涵，对定价方式、方法、校核周期、其他衍生服务价格管理等内容作了规范；可以概括为“四个统一”：统一定价方式、统一定价项目、统一定价方法、统一重要参数和“一个明确”：明确价格校核周期
2022 年 2 月	《关于完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见》	“十四五”时期，完善交通运输领域能源清洁替代政策。
2021 年 12 月	《国家发展改革委办公厅关于做好化肥生产用煤用电用气保障工作的通知》	各级经济运行部门和天然气供应企业要加强资源调度，优化资源组织支持化肥生产企业签订供气合同。
2021 年 6 月	《天然气管道运输价格管理办法（暂行）》和《天然气管道运输定价成本监审办法（暂行）》	《价格管理办法》明确了跨省天然气管道运输价格定价原则、定价方法和定价程序。 《成本监审办法》明确了定价成本构成和核定方法
2021 年 5 月	《关于“十四五”时期深化价格体制改革行动方案的通知》	稳步推进石油天然气价格改革。按照“管住中间、放开两头”的改革方向，根据天然气管网等基础设施独立运营及勘探开发、供气和销售主体多元化进程，稳步推进天然气门站价格市场化改革，完善终端销售价格与采购成本联动机制。积极协调推进城镇燃气配送网络公平开放，减少配气层级，严格监管配气价格，探索推进终端用户销售价格市场化。

资料来源：公开资料

(四) 行业关注

(1) 城市门站价格与销售价格调整不匹配

天然气定价机制导致城市门站价格及价格的变化会使下游分销商面临采购成本上涨的风险，当下游需求偏弱或当地主管部门不能同步、顺价调整终端销售价格（包括居民和非居民用气价格），城市燃气分销商存在成本上涨无法及时通过售价传导的风险。

(2) 气源供应不足、对进口天然气的依赖度偏高

我国天然气资源较为贫乏，发展天然气工业必须充分利用国外气源，随着我国天然气消费量的快速增长，天然气进口数量不断增加，我国对进口天然气的依赖程度仍然很高。城市分销商上游企业多为三大石油公司，加之天然气需求不断增长，若天然气气源紧张，城市分销商将面临气源供应不足，影响用户需求的形势。

(3) 天然气价格波动风险

我国天然气进口比重大，城市燃气行业易受国际天然气价格影响。受国际经济形势、供需格局、政治因素扰动等多重因素影响，天然气价格波动剧烈。另外，国际原油价格的波动一定程度影响天然气价格。

(五) 行业发展

未来我国天然气需求仍将保持快速增长，在国家政策引导下天然气气源供给、调峰能力、储气能力、行业整合等将得到有效改善。

天然气作为一种清洁能源，其使用便捷性、污染排放情况优于其他主要化石能源。为加快推进天然气利用，提高天然气在我国一次能源消费结构中的比重，稳步推进能源消费革命和农村生活方式革命，有效治理大气污染，国家层面出台了一系列支持政策。2022 年 3 月，国家发展改革委、国家能源局印发《“十四五”现代能源体系规划》，到 2025 年，国内能源年综合生产能力达到 46 亿吨标准煤以上，天然气年产量达到 2300 亿立方米以上。天然气管网覆盖范围进一步扩大。全国集约布局的储气能力达到 550 亿~600 亿立方米，占天然气消费量的比重约 13%。

四、基础素质分析

1 竞争实力

公司系实际控制人下设的投资平台，主要业务由下属子公司开展。其中，新奥能源系香港上市的中国大型城市燃气分销商之一，其业务具有自然垄断性，业务规模较大，布局合理，竞争优势明显。新奥股份为国内上市企业，主要业务围绕天然气上游产业链开展，其天然气平台交易气规模、LNG 接收站规模均较大，并致力形成多元化资源供应能力和渠道。

公司作为控股型企业，业务主要由控股子公司新奥股份及通过新奥股份间接控股的新奥能源运营。

在清洁能源产业链下游的天然气分销业务方面，公司以新奥能源为运营主体。新奥能源进入燃气领域时间较早，具备了一定的规模优势，是香港上市的中国大型城市燃气分销商之一。新奥能源收入以管道燃气销售为主。国内管道燃气业务实施特许经营权，区域内具有自然垄断性，新奥能源所属成员企业均获得了经营区域的特许经营权，并在该区域内实施独家经营。新奥能源经营的城市主要分布在安徽、广东、河南、河北、福建、湖南、江苏、山东、浙江等经济较发达地区，布局合理。经济发达地区的城市化程度相对较高，工业发达，气化率高，对燃气的需求量较大。截至 2023 年底，新奥能源管道燃气项目总数 259 个，已接驳用户数 3001.79 万户。其中，住宅用户 2977.47 万户，工商业用户 24.32 万户。新奥能源在所负责经营区域内进行城市燃气高、中、低压管网的铺设和维护，目前总管线长度为 81.60 千公里，供气能力为 182.04 百万立方米/日。此外，新奥能源是最早开展综合能源业务的能源分销商之一，截至 2023 年底，新奥能源已投运综合能源项目 296 个，拥有在建的综合能源项目 60 个。2005 年，新奥能源获得石油天然气等能源进出口权，成为继中国石油天然气集团有限公司（以下简称“中石油”）、中国石油化工集团有限公司（以下简称“中石化”）和中国海洋石油集团有限公司（以下简称“中海油”）之后第四家获得天然气进出口权的企业，并于 2007 年 6 月起陆续开展液化石油气和天然气进口业务。

在清洁能源产业链上游，公司以新奥股份为运营主体，新奥股份为国内上市企业，主要业务包括天然气平台交易气、天然气产业智能平台建设与运营、舟山 LNG 接收站基础设施运营以及工程建造业务等。天然气平台交易气方面，公司以采购国际及国内（三桶油）天然气资源为主，配合国内自有和托管 LNG 液厂等资源，向城市燃气运营商、能源集团与大工业、分销商、能源运营商、国际油气公司和公用事业公司等客户销售天然气。截至 2023 年底，公司已累计锁定海外天然气长协资源量超 1000 万吨/年，2023 年公司天然气平台交易气销量 50.50 亿立方米。天然气产业智能平台建设与运营方面，公司自主建设了好气网（www.greatgas.com.cn），可为城燃、大型能源集团、分销商等用户提供在线智能招采，为资源商、贸易商等用户提供交易店铺、现货交易等业务，目前该平台已聚合 2000 多家生态伙伴。舟山 LNG 接收站基础设施运营方面，新奥股份下属子公司新奥（舟山）液化天然气有限公司（以下简称“新奥舟山”）拥有的舟山液化天然气接收站及加注站一、二期实际处理能力可达 750 万吨/年，舟山接收站重要的支点作用增强了公司从海外进口天然气的的能力，并有利于公司气源的多样化，提升气源供应的稳定性，也为公司开展国际贸易业务提供基础支持。

此外，截至 2023 年底，公司间接持有西藏旅游 26.75% 的股份。西藏旅游下辖各景区资源，在自然景观、宗教、文化等不同领域具有一定的知名度。其中雅鲁藏布大峡谷景区作为世界最大峡谷，与布达拉宫、珠穆朗玛峰并列为西藏三大世界级旅游资源；巴松措景区为西藏首个 5A 级自然景观资源景区。2023 年，西藏旅游实现营业收入 2.13 亿元，利润总额 0.16 亿元。

2 人员素质

公司高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验，综合素质较高。

截至 2024 年 3 月底，公司董事 7 名（两个优先股股东分别委派 1 名董事），监事 3 名，高级管理人员 4 人。

公司董事长王玉锁先生，1964 年生，天津财经大学管理系企业管理专业博士研究生；历任廊坊天然气董事长、新智认知数字科技股份有限公司董事长等，现任新奥集团股份有限公司（以下简称“新奥集团”）董事局主席、新奥能源董事会主席及执行董事、公司董事长。

公司总裁郭继军先生，上海交通大学计算机科学和工业管理专业硕士，历任 IBM 大中华区 Watson 健康事业部总经理、阿里巴巴集团副总裁等职务，2022 年 4 月就职于公司，现任公司总裁。

3 信用记录

公司过往履约情况良好。

根据中国人民银行企业征信报告（统一社会信用代码：91131001721660105E），截至 2024 年 7 月 11 日，公司未结清和已结清的信贷记录中无不良/违约类及关注类信贷记录。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国中存在不良记录。

五、管理分析

1 法人治理

公司拥有较为完善的法人治理结构，运行较为规范。

根据《公司法》等法律法规的规定，公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司制定了《公司章程》，建立健全了股东大会、董事会和监事会等制度。公司股东大会、董事会及监事会权责分明、各司其职。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针和投资计划等事项。截至 2024 年 3 月底，公司董事会由 7 名董事组成，其中优先股股东工银金融资产投资有限公司委派陈国立为公司董事，优先股股东农银金融资产投资有限公司委派郑峰为公司董事；普通股股东新奥资本提名 5 名董事。董事由股东选举产生，每届任期 3 年，董事长为公司的法定代表人。公司设监事会，由 3 名监事组成。其中，股东代表监事 2 名，由股东大会选举产生；职工代表监事 1 名，由公司职工通过职工代表大会选举产生。公司监事任期 3 年，任期届满可通过选举连任。

2 管理水平

公司管理运作较为规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

公司根据业务需要，建立了与公司业务性质和规模相适应的内部管理体制。

资金管理方面，公司所有资金实施收支两条线的集中管理。境内非上市公司的资金通过资金集中管理系统，发挥资金运营规模效益；境外资金建立境外资金池，确保资金高效使用。由于公司控股的下属企业主要为上市公司，因此上市公司的资金独立运作，且具有自主融资权限。

财务管理方面，公司实行核心财务人员委派制度。子公司财务部门负责人及分管领导由公司本部推荐人选，经公司分管领导审定、报公司决策层批准。

投资管理方面，公司设立《投资管理制度》，公司的投资项目应符合公司发展战略，符合公司产业布局和调整方向；投资项目决策须考虑投资主体及公司总体的投资规模和融资能力，做到投融资能力的平衡，保障健康的现金流；根据项目的不同类型和规模，在决策管理、监控管理及投后评价管理过程中明确公司总部、子公司和成员企业间的管理权限，实行分级管理；根据投资项目的特性和项目管理的可操作性，对股权投资类、固定资产投资类、无形资产投资类、管理咨询类及非生产基本建设类等五大类项目实行分类管理；投资过程须强化风险防范意识，加强风险辨识，制定并落实切实可行的风险防范措施，确保风险控制。

对外担保方面，公司目前不对实际控制人控制的企业体系外进行担保，内部担保则有严格的高层审批流程，最大程度上降低了公司担保风险。

安全事故方面，公司下属单位新奥股份设置有《健康安全环保（HSE）事故事件管理规定》《安全红黄线管理规定》等制度；新奥能源设置有健康安全环境（HSE）管理体系规范。

六、重大事项

公司及新奥国际的实际控制人均为王玉锁、赵宝菊夫妇，该股权托管协议稳定性较强，同时，受托人及委托人的决策一致性较高，该股权托管协议的风险较低，但未来可能存在股权托管的经营和法律风险。

2018年11月30日，王玉锁、赵宝菊与公司签订了《关于 ENN Group International Investment Limited（新奥集团国际投资有限公司）之股权托管协议》（以下简称“协议”），协议约定王玉锁和赵宝菊分别将其持有的新奥国际的全部股权（包括对应的权利和权益）委托给公司管理，公司同意接受委托方委托管理的新奥国际股权，直至2040年12月31日。

新奥国际系一家在英属维尔京群岛注册并有效存续的有限公司。截至协议签署之日，王玉锁和赵宝菊分别持有新奥国际50%的股权。截至2024年3月底，新奥国际直接持有上市公司新奥股份44.24%的股权；持有澳大利亚上市公司 Santos Limited（以下简称“Santos”）1.10亿股。

新奥股份通过发行股份以及支付现金的方式购买新奥舟山90%股权后，新奥舟山成为新奥股份的控股子公司，与其天然气平台交易气等业务形成产业协同格局，但该次收购标的评估增值率很高。

2022年8月，新奥股份通过发行股份、支付现金的方式购买实控人下属新奥集团及公司合计持新奥舟山90%的股权，其中以股份对价支付的金额为42.75亿元，以现金对价支付的金额为42.75亿元。被评估单位在评估基准日归属于母公司的股东全部权益账面值29.29亿元，评估后的股东全部权益价值95.28亿元（收购标的90%的股权评估价值为85.75亿元），评估增值65.99亿元，增值率225.34%。

新奥股份转让煤炭开采业务相关资产，未来不再经营煤炭开采业务。

新奥股份为进一步聚焦天然气主业，于2023年10月19日将其持有的新能矿业有限公司（简称“新能矿业”）100%股权转让至广东凯鸿科技有限公司（现名称为“广东磐宏科技有限公司”），并收到全部股权转让款和债务清偿款共计105.05亿元（股权转让款66.70亿元，债权净额38.35亿元，其中应付股利23.73亿元）。新能矿业主要经营煤炭开采业务，具有煤炭生产能力800万吨/年。2023年，新奥股份煤炭产量245万吨，煤炭销量247万吨。未来，新奥股份不再经营煤炭开采业务。

七、经营分析

（一）经营概况

2021—2023年，受天然气销售业务收入波动影响，公司主营业务收入波动增长，但综合毛利率持续下降。

公司经营业务涵盖天然气销售（天然气零售、天然气批发以及天然气平台交易气业务）、工程施工与安装（含增值业务）、综合能源业务、煤炭与能源化工业务等。2021—2023年，公司主营业务收入波动增长。

从业务收入构成来看，2021—2023年，天然气销售业务收入波动增长，主要系天然气销售价格波动所致；工程施工与安装（含增值业务）业务收入基本保持稳定；综合能源销售及服务业务收入持续增长，主要系综合能源项目投产带动公司供冷、供热、供电、蒸汽等业务销售量提高所致，其占比逐年提高。2021—2023年，公司煤炭与能源化工业务收入波动下降，其中2023年收入同比下降40.42%，主要系公司出售煤炭开采业务所致。2021—2023年，公司旅游类收入波动增长，主要系旅游行业景气度波动，游客接待量随之波动所致；公司技术服务类收入波动增长，其中2022年收入同比增长193.28%，主要系公司投标量增加所致；2023年收入同比下降57.25%，主要系公司调整业务结构，控制低毛利率业务规模，以及下游需求不足所致；公司环保工程类业务收入波动下降，2023年收入同比下降21.24%，主要系市场竞争激烈，公司业务规模缩小所致。公司其他业务主要包括软件销售收入、仪器设备销售收入等业务，占比较小，对公司收入影响较小。

从毛利率情况来看，2021—2023年，天然气销售业务毛利率下降，其中2023年同比下降1.09个百分点，主要系天然气价格（含LNG）波动所致；工程施工与安装业务毛利率波动下降，其中2022年同比下降8.27个百分点，主要系受房地产行业景气度较低影响，燃气接驳业务毛利率下降所致；2023年同比提高1.39个百分点，主要系毛利率较高的增值服务业务（智家业务）收入占比提高所致；2021—2023年，综合能源业务毛利率持续下降，主要系燃气等能源成本呈上升趋势所致；煤炭与能源化工业务毛利率波动下降，主要系公司出售毛利率较高的煤炭开采业务所致。2021—2023年，旅游类业务毛利率波动增长，主要系旅游行业景区度波动，游客接待量随之波动所致；技术服务类毛利率持续增长，其中2022年同比增加12.62个百分点，主要系业务逐步回暖，摊薄人工成本所致，2023年同比提高2.95个百分点，主要系公司提高危废处置设备的利用效率，增加液体喷射装置使用率所致；环保工程类业务毛利率持续下降，主要系市场竞争激烈使得公司压缩项目利润空间以及材料价格持续上涨所致；其他业务类占比较小，毛利率波动对整体影响不大。受上述因素影响，2021—2023年，公司主营业务综合毛利率持续下降。

2024年一季度，公司实现主营业务收入343.11亿元，同比增长0.05%；主营业务综合毛利率12.23%，同比下降0.67个百分点。

图表 5 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
天然气销售类	870.95	74.15%	11.19%	1201.99	77.50%	11.03%	1092.74	75.60%	9.94%	260.01	75.78%	10.00%
工程施工与安装 (含增值业务)	124.37	10.59%	55.89%	119.74	7.72%	47.62%	124.05	8.58%	49.01%	21.10	6.15%	46.98%
综合能源业务	87.26	7.43%	18.07%	120.52	7.77%	13.76%	151.92	10.51%	13.14%	46.79	13.64%	8.73%
煤炭与能源化工 类	69.00	5.87%	20.58%	85.51	5.51%	24.89%	50.95	3.52%	7.08%	10.23	2.98%	3.17%
旅游类	6.03	0.51%	39.00%	3.59	0.23%	-6.09%	10.34	0.72%	47.29%	2.13	0.62%	40.91%
技术服务类	1.34	0.11%	43.65%	3.93	0.25%	56.27%	1.68	0.12%	59.22%	0.27	0.08%	22.13%
环保工程类	4.32	0.37%	25.38%	4.99	0.32%	19.01%	3.93	0.27%	18.63%	0.78	0.23%	-11.19%
其他业务类	11.32	0.96%	41.15%	10.61	0.68%	20.33%	9.79	0.68%	40.68%	1.80	0.52%	42.82%
合计	1174.58	100.00%	17.50%	1550.87	100.00%	15.00%	1445.41	100.00%	14.08%	343.11	100.00%	12.23%

注：1.上述数据细小差异主要由于数据四舍五入所致；
资料来源：公司提供

（二）业务经营分析

1 天然气销售业务

（1）天然气平台交易气业务

公司收购舟山液化天然气接收及加注站并签约国际资源商获得燃气长协资源，燃气资源控制力进一步增强。2021 年以来，公司平台气销量及收入规模均波动增长。

公司天然气平台交易气业务由新奥股份负责，经营模式为：依托舟山液化天然气接收及加注站以及国家石油天然气管网集团有限公司接收站的窗口期从国外采购 LNG，配合国内自有和托管 LNG 液厂资源及非常规资源等，向国内工业客户、城市燃气运营商、电厂、交通能源运营商及国际贸易商等客户销售天然气。

在国际采购方面，公司通过长期购销协议及现货采购的方式，向国际天然气生产商或贸易商采购天然气，主要采用现汇结算。根据新奥股份年报显示，2021 年新奥股份与切尼尔、诺瓦泰合计签署了 150 万吨/年的长约采购协议，其中切尼尔能源长约于 2022 年 7 月开始供应，诺瓦泰长约于 2025 年开始供应，上述长协期限在 10 年以上。2022 年新奥股份与 NextDecade 和 EnergyTransfer 等国际资源商签订长协，新增挂钩 HenryHub 兼具灵活性与经济性的长期资源 530 万吨/年，上述长协期限是 20 年，计划于 2026 年供货。2023 年公司与切尼尔新签约长协 180 万吨/年，计划于 2026 年供货，与阿布扎比国家石油公司签署长约资源框架协议。公司锁定的天然气海外长协资源累计超 1000 万吨/年。

2022 年，新奥股份完成舟山液化天然气接收及加注站的收购，舟山液化天然气接收及加注站一、二期实际处理能力可达 750 万吨/年。2021—2023 年，舟山液化天然气接收及加注站处理量分别为 351 万吨、153 万吨和 156 万吨，2022 年处理量同比降幅较大，主要系国际天然气价格高企，进口量减少所致。舟山液化天然气接收及加注站重要的支点作用增强了公司从海外进口天然气的的能力，并有利于公司气源的多样化，提升气源供应的稳定程度，也为公司开展国际贸易业务提供基础支持。

2022 年，国际天然气价格高于国内天然气价格，公司在海外销售规模同比上升，受国际天然气价格高企，国内外价格倒挂，现货采购及进口业务大幅减少影响，公司天然气平台交易气销售规模同比下降 14.90%，销售收入同比增长 2.82 倍。2023 年，国际天然气价格走低带动下游用气需求逐步恢复，公司天然气平台交易气量同比大幅增长 44.00%，销售收入同比下降 34.72%。

图表 6 • 天然气平台交易气业务经营情况（单位：亿立方米、亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
销售量	41.21	35.07	50.50	11.13
天然气平台交易气业务收入	57.85	163.14	106.49	23.74

资料来源：公司提供

(2) 天然气零售及批发业务

公司天然气零售业务采购来源较为稳定，相关燃气主要采购于“三桶油”，供应商集中度高。公司获取气源易受上游供应商的影响，议价能力较弱。2021年以来，公司管道燃气特许经营权项目数量持续增加，天然气销量规模及销售价差基本保持稳定。

公司天然气零售业务主要由子公司新奥能源经营，经营模式主要通过与中国石油、中石化等国有石油公司签订天然气采购协议，从全国性干线管网采购天然气后，对采购的天然气进行除杂、脱水、加臭、调压后通过自建的输气管网输送到各地区门站，最后再通过自建的城市管网、运输车等输送到各工商用户和住宅用户端，并通过调压装置调压和庭院低压管网输送至各用户天然气用具端。燃气批发业务方面，公司利用气源网络及液化天然气运输车队规模优势，向小型燃气分销商、城市燃气经营范围以外的工商业客户、LNG加气站及电厂等下游用户销售LNG。

燃气采购量方面，公司拥有稳定的气源保障，所需天然气主要来自中石油、中石化和中海油等国内核心能源供应商。其中，三大石油公司的天然气采购量占全部天然气采购量的比例约80%，公司供应商集中度高。2021—2023年，公司管道气采购价格（含税）分别为2.60元/立方米、3.06元/立方米和3.01元/立方米，采购价格受市场行情影响波动增长。天然气采购结算方式上，公司一般采取预付的方式进行结算。

公司天然气销售包括管道燃气销售、非管道燃气销售和汽车加气业务。管道燃气和非管道燃气销售的客户主要为居民用户和工商企业用户，汽车加气业务的客户主要是以天然气为燃料的汽车。2021—2023年，公司管道燃气特许经营权数量、管道长度、供气能力以及下游用户均呈增长趋势，管道气销售量整体变动不大。2021—2023年，公司燃气批发销售规模波动增长，2022年同比下降13.69%，主要系国际LNG价格高企，业务量减少所致；2023年，公司采取降价促销策略，批发气销量同比增长25.47%。

从管道气销售价格来看，公司下属公司的燃气销售价格采取政府定价或政府指导价。公司燃气销售盈利主要来自采购价与销售价的价差。2021—2023年，公司管道气销售价差分别为0.55元/立方米、0.52元/立方米和0.55元/立方米，2022年价差较小，主要系天然气采购价格上涨，但居民燃气价格调整难度较大，以致购销价差缩小。

图表7·公司燃气业务主要指标

项目	2021年	2022年	2023年
供应户数（万户）	2603.72	2814.54	3001.79
其中：住宅用户	2583.47	2792.09	2977.47
工商业用户	20.25	22.45	24.32
管道气销售量（亿立方米）	252.69	259.41	251.44
其中：住宅用户	47.03	51.51	53.48
工商业用户	199.00	203.75	194.86
汽车加气量	6.66	4.15	3.11
管道气销售均价（元/立方米）（不含税）	2.89	3.29	3.27
管道气销售收入（亿元）	567.49	700.51	694.52
取得管道燃气经营权项目（个）	252	254	259
现有管道长度（千公里）	72.85	77.68	81.60
供气能力（百万立方米/日）	181.46	181.54	182.04
批发气（亿立方米）	78.28	67.56	84.77
批发气销售收入（亿元）	245.61	338.34	291.73

注：公司管道气销售收入为内部抵消后的口径
 资料来源：公司提供

2 工程施工与安装业务

2021年以来，受房地产政策调控及国内经济下行等因素影响，公司燃气接驳业务收入持续下降，但公司加大能源工程业务的市场开拓力度，能源工程业务收入持续增长。截至2023年底，公司能源工程业务在手订单充足，能一定程度支撑该业务未来发展。

公司工程施工与安装业务主要由新奥能源的燃气接驳类业务和新奥股份的能源工程业务构成，具体构成如下表所示。

图表 8 • 公司工程业务构成（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
燃气接驳类业务	86.31	62.62	56.28	8.80
能源工程业务	17.78	21.79	28.89	3.80

资料来源：公司提供

（1）燃气接驳类业务

公司工程安装业务主要为客户提供燃气接驳、工程施工以及专业工程公司施工、材料销售业务等，主要包括居民用户工程安装业务和工商用户工程安装业务。居民用户建设安装对象包括新建商品房、经济适用房、原有未安装管道燃气的居民楼房等，主要是对居民小区建筑红线内的庭院管网及户内设施进行配套建设，公司依据地方物价部门文件收取建设安装费用。工商户工程安装业务是对经营区域内的工业、商业、餐饮、福利性单位等进行管道燃气建设安装，并收取相应的费用。

收入确认和结算方面，建设安装费总体上以“达到通气条件”为标准确认建设费收入，“达到通气条件”是指按照合同约定安装工程全部完工时，小区调压箱或市政燃气管网也必须具备通气条件。在合同签订后工程公司进场施工前，公司一般根据合同约定比率向客户收取开工前的预收工程款。

2021—2023 年，公司燃气接驳类业务收入规模持续下降，主要系房地产政策调控及国内经济下行等因素导致公司区域内的工程安装施工进度有所放缓所致。住宅用户方面，公司在经营区域范围内，对管道燃气住宅终端用户具有排他性，管网覆盖范围内的新盖楼宇及现有楼宇住户是公司主要接驳对象，2023 年公司共完成 185.38 万户家庭用户的工程安装。工商业用户方面，由于各地政府不断加大对工业污染治理力度，并要求将部分燃煤锅炉改造成天然气锅炉，工商业用户接驳天然气需求不断增加，有望对燃气接驳业务形成有力支撑，2023 年，公司新开发 18706 个工商业用户，开口气量 1756 万方/日。

（2）能源工程业务

公司能源工程业务由新奥股份子公司新地能源工程技术有限公司（以下简称“新地工程”）承接，其主要从事天然气、节能环保及新型化工等领域的技术研发、工程设计、设备制造与集成、项目管理与工程建设等的一体化服务业务。2021—2023 年，公司能源工程业务收入持续增长，主要系公司加大市场拓展力度，业务规模扩大所致。截至 2023 年底，公司前十大合同订单额度为 41.71 亿元，已确认收入 19.17 亿元。

3 综合能源业务

2021 年以来，公司综合能源服务业务投入运营的项目逐年增加，带动公司综合能源销售量大幅增长。

公司综合能源销售及业务可将天然气、风、光、地源热、水源热等多类能源，根据客户需求因地制宜地进行匹配与调度，由满足客户的燃气需求到满足客户如采暖、制冷、生活热水、蒸汽等用能需求。公司综合能源销售及业务核心是燃气分布式能源业务，已建成运营的分布式能源项目为杭州余杭开发区泛能网项目、长沙黄花机场多联供项目、洪江区工业集中区综合能源项目、浙江和泓纸业综合能源项目等，产生收入的主要方式是销售能源产品，如蒸汽、电、生活用水等。2021—2023 年，公司综合能源投入运营的项目逐年增多，带动其综合能源销售量持续增长。截至 2023 年底，公司拥有 60 个在建综合能源项目，可支撑公司该业务持续发展。

图表 9 • 公司综合能源业务基本情况（单位：个、百万千瓦时）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
累计投资综合能源项目	150	210	296
在建综合能源项目	42	54	60
综合能源销售量	19065	22239	34700

资料来源：公司提供

4 煤炭与能源化工类

公司已于 2023 年出售煤炭开采业务相关资产。2021—2023 年，甲醇业务产能利用率和产销率均保持很高水平，但甲醇业务毛利率呈亏损状态，因此 2023 年公司对甲醇整体装置及相关资产计提大额减值准备。

公司已于 2023 年 10 月 19 日将其持有的新能矿业 100%股权转让，未来公司不再经营煤炭开采业务。

公司能源化工业务主要包括甲醇业务，生产经营主体为子公司新新能源有限公司（以下简称“新新能源”），新新能源位于内蒙古鄂尔多斯煤炭主产区及国家规划的煤化工产业聚集区。新新能源一期设计产能为甲醇 60 万吨/年，二期设计产能为甲醇 60 万吨/年、稳定轻烃 20 万吨/年、LPG（副产）4.4 万吨/年和 LNG（联产）2 亿立方米/年。

由于生产甲醇用煤炭对成浆性、灰分、含硫量、热值等指标要求较高，公司甲醇生产所需煤炭主要依赖外购。2021—2023 年，公司原料煤采购量分别为 227 万吨、237 万吨和 248 万吨，采购价格分别为 842 元/吨、958 元/吨和 792 元/吨，2023 年原料煤采购价格同比有所下降，但仍处于高位运行。

2021—2023 年，公司甲醇产能利用率和产销率保持很高水平，销售均价受成本及市场供需影响波动下降，因甲醇原料煤价格处于高位运行，同时叠加该项目折旧规模较大影响，甲醇业务呈亏损状态。2023 年，新新能源对甲醇整体装置及相关资产计提减值准备 13.28 亿元。2024 年一季度，甲醇业务因计提减值准备后毛利率已扭亏为盈。

图表 10 • 公司甲醇产销情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
产能（万吨/年）	120.00	120.00	120.00	30.00
产量（万吨）	142.37	152.50	158.00	42.00
销量（万吨）	142.50	141.07	155.00	41.87
平均售价（元/吨（不含税））	1964.10	2006.89	1818.00	1750.33
销售收入（亿元）	27.99	28.31	28.18	7.33
毛利率（%）	-2.59	-6.58	-9.67	3.72

注：公司根据轻烃和甲醇的性价比在年产能 60 万吨的甲醇和年产能 20 万吨稳定轻烃的生产进行灵活转换，目前轻烃产量较少
 资料来源：公司提供

（三）关联交易

公司与关联方之间的业务往来多为日常生产经营所必须和持续发生的业务，占公司收入及成本的比例不大，但公司与关联企业之间的股权交易规模、资金拆出规模以及对关联企业的担保规模较大，需持续关注公司关联交易风险及或有负债风险。

公司关联采购主要来自于公司向参股的地方燃气企业进行的燃气采购以及接受来自关联企业提供的技术、综合服务及行政后勤服务等，2022 年及 2023 年从关联方采购、接受劳务的金额分别为 51.30 亿元和 51.07 亿元，占营业成本的比例分别为 3.88%和 4.08%；关联销售业务主要来自于向关联燃气公司销售燃气以及提供技术、综合服务等业务，2022 年及 2023 年向关联方销售、提供劳务的金额分别为 37.58 亿元和 43.88 亿元，占营业收入的比例分别为 2.41%和 3.00%。

关联股权交易方面，近年来，公司先后实施了新奥股份与新奥国际间的重大资产重组事项、本部购买关联公司下属的北海新绎游船有限公司 100%股权事项、新奥股份购买新奥舟山 90%的股权事项等多项关联股权交易，关联交易金额较大。

关联资金往来方面，2021—2023 年，公司关联资金拆出金额分别为 27.44 亿元、27.45 亿元和 21.32 亿元，公司对关联方资金拆出规模较大，对公司流动性产生不利影响。截至 2023 年底，公司应收关联方款项 167.41 亿元，应付关联方款项 15.84 亿元。

截至 2023 年底，公司对外担保余额合计 169.07 亿元，占公司净资产的 20.79%。被担保企业主要为廊坊新奥能源发展有限公司、新奥能源供应链有限公司、新奥文化产业发展有限公司、廊坊市天然气有限公司、新奥集团股份有限公司等关联企业。公司对外担保余额规模大，公司或有负债风险较高。

（四）经营效率

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司销售债权周转次数分别为 17.40 次、18.72 次和 17.14 次，整体变动不大；存货周转次数分别为 36.18 次、45.83 次和 52.01 次，持续增长，主要系公司出售煤炭业务相关资产导致存货规模减少所致。总资产周转次数分别为 0.72 次、0.87 次和 0.81 次，波动增长。整体看，公司经营效率表现较好。

（五）在建工程及未来发展

公司在建项目主要分布在下属上市公司，在建项目尚需投资规模较小。未来，公司将围绕清洁能源主业，发展现有产业。

公司非上市板块无重大在建项目，其重大在建项目主要为新奥能源的管网铺设、综合能源项目；新奥股份的浙江舟山液化天然气（LNG）接收及加注站三期 LNG 储罐及配套设施项目以及新奥研究总院的建设等，详见下表。

未来，公司将围绕清洁能源主业，抓住“双碳”政策的机遇，做大、做强燃气分销业务及泛能业务，整合产业链上中下游业务、加强业务协同、打造数字化产品、构建天然气产业智能平台。

图表 11 •截至 2023 年底公司重大在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设内容	预算数	截至 2023 年底已投资金额
浙江舟山液化天然气（LNG）接收及加注站三期 LNG 储罐及配套设施项目	舟山三期项目	29.21	6.12
东莞市天然气高压管网工程环城北路、中洪支线项目	燃气工程	3.36	2.47
东莞市天然气高压管网工程桑茶快速路、东延线项目	燃气工程	1.72	0.0098
中俄东线兴化门站至竹泓门站高压天然气管道项目	燃气工程	1.62	0.46
新奥研究总院项目（1#）	其他工程	8.10	0.15
新奥研究总院项目（2#）	其他工程	6.56	0.38
新奥科技园研发工作室	其他工程	4.20	1.11
合计	--	54.77	10.70

资料来源：新奥股份 2023 年年报

八、财务分析

公司提供了 2023 年财务报告（三年连审报告），中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对公司财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见的审计结论。2024 年 1—3 月，公司财务报表未经审计。

合并范围方面，2022 年，新纳入合并范围的一级子公司为必拓电子商务有限公司，不再纳入合并范围的一级子公司为一城一家网络科技有限公司；2023 年，新纳入合并范围一级子公司为石家庄新奥投资有限公司，截至 2023 年底，实际纳入合并财务报表范围的一级子公司 15 家。公司主营业务未发生变化，会计政策连续，财务数据可比性较强。

1 资产质量

2021—2023 年末，公司资产总额波动增长，流动资产中货币资金规模大，资产流动性较强；非流动资产中固定资产及长期股权投资占比较高，符合行业特点。公司资产受限比例低，但对关联企业的投资以及往来款规模较大，对公司资金存在明显占用；同时，其他非流动金融资产及其他权益工具投资的公允价值波动较大。

2021—2023 年末，子公司新奥国际减持 Santos 部分股份以及新奥股份处置煤炭开采相关资产带动公司货币资金持续增长。截至 2023 年底，公司货币资金中境外资金占 45.60%，受限资金占 15.59%。公司应收账款主要由天然气批发业务、天然气平台气交易业务以及工程施工与安装业务产生，2021—2023 年末，公司应收账款基本保持稳定，账龄以一年以内为主（2023 年末占 70.04%）。2023 年末，公司应收账款已累计计提坏账 11.32 亿元，应收账款前五大欠款方合计金额为 15.58 亿元，占应收账款期末余额的 18.65%，集中度一般。2021—2023 年末，公司预付款项持续增长，主要系天然气销售业务规模扩大以及燃气采购单价提升所致。

公司其他应收款主要由应收关联公司往来款构成。2021—2023 年末，公司其他应收款（含应收股利）波动下降，截至 2023 年底，公司应收股利 1.47 亿元，其他应收款 181.28 亿元，其他应收款已计提坏账准备 1.96 亿元。从账龄来看，1 年以内的占 52.54%，1~2 年的占 7.18%，2~3 年的占 21.83%，3 年以上占 18.99%，整体账龄较长；按欠款方归集的前五名其他应收款汇总金额 138.05 亿元，占其他应收款期末余额的 75.34%，集中度较高，且欠款方主要为实控人下属关联企业，对公司资金占用较为明显。

2021—2023 年末，公司其他非流动金融资产波动下降，年均复合下降 14.45%，主要系为应对天然气价格波动风险而购买的商品衍生工具合约量的变动以及新奥国际减持 Santos 股份所致。截至 2023 年底，公司其他非流动金融资产主要由公司对中国石化销售股份有限公司的投资（41.70 亿元）、对 Santos 的投资（40.58 亿元）构成。同时，公司在其他权益工具投资中还持有部分基金投资，截至 2022 年底，

公司其他权益工具投资 20.09 亿元，较上年底下降 50.95%，主要系公司赎回部分金涌多策略基金以及该基金浮亏导致公允价值减少所致；截至 2023 年底，公司其他权益工具投资 23.38 亿元，较上年底增长 16.37%，主要系金涌多策略基金公允价值增加所致。截至 2023 年底，公司其他权益工具投资主要由公司对联想控股有限公司的投资（3.61 亿元）、金涌多策略基金的投资（9.20 亿元）、新智认知数字科技股份有限公司的投资（1.37 亿元）等构成。

2021—2023 年末，公司长期股权投资持续增长，主要系公司增加对天津新智科技有限公司、新奥科技发展有限公司以及长沙新奥燃气有限公司的投资所致。截至 2023 年底，公司主要被投资单位为：天津新智科技有限公司（33.74 亿元）、新绎控股有限公司（12.29 亿元）、长沙新奥燃气有限公司（11.75 亿元）、河北省金融租赁有限公司（10.67 亿元）、新奥科技发展有限公司（8.04 亿元）以及其他地方燃气公司，其中天津新智科技有限公司为 2021 年 7 月新设立的关联公司，公司对其投资规模较大。

2021—2023 年末，公司固定资产及无形资产均波动下降，截至 2023 年底，公司固定资产及无形资产较上年底分别下降 6.38%和 25.86%，主要系公司出售煤炭开采相关资产所致。公司固定资产主要由燃气管网、房屋及建筑物、机器设备构成，固定资产成新率 76.74%，成新率较高，但 2023 年公司对甲醇整体装置及相关资产计提大额减值准备使得期末固定资产减值准备高达 22.10 亿元。公司无形资产主要由土地使用权和特许经营权构成，累计摊销 41.11 亿元，计提减值准备 0.68 亿元。

图表 12 •2021—2023 年末及 2024 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	608.12	34.33	647.48	35.78	692.22	38.36	706.39	38.63
货币资金	148.75	24.46	176.87	27.32	236.95	34.23	244.06	34.55
应收账款	71.44	11.75	70.82	10.94	72.22	10.43	66.11	9.36
预付款项	41.26	6.78	51.40	7.94	53.76	7.77	43.58	6.17
其他应收款	183.58	30.19	190.20	29.38	182.75	26.40	189.24	26.79
非流动资产	1163.15	65.67	1161.98	64.22	1112.52	61.64	1122.29	61.37
其他非流动金融资产	117.67	10.12	81.80	7.04	86.12	7.74	85.01	7.57
长期股权投资	109.36	9.40	123.92	10.66	147.26	13.24	149.58	13.33
固定资产	650.24	55.90	684.92	58.94	641.21	57.64	642.60	57.26
无形资产	122.33	10.52	124.93	10.75	92.62	8.33	91.46	8.15
资产总额	1771.27	100.00	1809.46	100.00	1804.74	100.00	1828.68	100.00

注：1. 流动资产科目占比为占流动资产的比例，非流动资产科目占比为占非流动资产的比例；2. 其他应收款含应收股利
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年底，公司受限资产总额为 51.80 亿元，占公司资产总额的 2.87%，受限比例低。

图表 13 •截至 2023 年底公司受限资产（单位：亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	36.93	关联方借款担保质押、法定存款准备金、承兑汇票保证金等
投资性房地产	1.93	借款抵押
应收票据	0.0012	票据质押
应收款项融资	0.53	票据质押
固定资产	12.26	借款抵押
无形资产	0.15	借款抵押
合计	51.80	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 1.33%，资产结构较上年底变化不大。

2 资本结构

(1) 所有者权益

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，但公司归属于母公司所有者权益占比较低，其他综合收益为负，对所有者权益有所侵蚀。

2021—2023 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 8.63%，主要系未分配利润及少数股东权益增加所致，所有者权益中其他综合收益为负，主要系其他权益工具投资浮亏所致。截至 2023 年底，公司归属于母公司所有者权益占比为 44.09%，少数股东权益占比为 55.91%。实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.84%、2.95%、4.05%、-0.63%和 27.63%。所有者权益结构中少数股东权益占比高，公司所有者权益结构稳定性弱，其他权益工具主要由永续债及优先股构成。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 825.94 亿元，较上年底增长 1.58%，所有者权益构成较上年底变动不大，但公司其他权益工具中的永续债已全部偿还，剩余 20.00 亿元全部由公司向工银金融资产投资有限公司发行 1000 万股优先股和向农银金融资产投资有限公司发行 1000 万股优先股构成。

(2) 负债

2021—2023 年末，公司负债和有息债务规模均有所下降，债务结构调整，长期债务占比上升，杠杆水平适中，但境外单笔债券到期偿还规模较大。

经营性负债方面，2021—2023 年末，公司应付账款及合同负债均下降趋势，公司合同负债主要由预收燃气款及接驳费构成，截至 2023 年底合同负债较上年底下降 14.82%，主要系燃气接驳类业务收入规模下降所致。公司其他非流动负债主要由质押 Santos 股权获取的领式融资、商品衍生合约以及计入其他非流动负债的合同负债构成，截至 2023 年底，公司其他非流动负债较上年底下降 21.18%，主要系公司偿还领式融资所致。

图表 14 • 2021—2023 年末及 2024 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2021 年末		2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	679.02	62.74	644.97	59.69	569.45	57.42	560.02	55.85
短期借款	154.03	22.68	142.10	22.03	165.09	28.99	184.50	32.94
应付账款	125.61	18.50	116.92	18.13	115.74	20.32	101.91	18.20
一年内到期的非流动负债	102.49	15.09	85.02	13.18	43.81	7.69	49.19	8.78
合同负债	168.20	24.77	176.94	27.43	150.72	26.47	136.96	24.46
非流动负债	403.23	37.26	435.56	40.31	422.21	42.58	442.71	44.15
长期借款	158.04	39.19	169.42	38.90	200.08	47.39	216.63	48.93
应付债券	108.65	26.94	148.89	34.18	133.61	31.64	137.35	31.02
递延所得税负债	33.77	8.37	35.82	8.22	31.40	7.44	31.86	7.20
其他非流动负债	67.47	16.73	46.80	10.75	36.89	8.74	36.70	8.29
负债总额	1082.24	100.00	1080.53	100.00	991.67	100.00	1002.73	100.00

注：1. 流动负债科目占比为占流动负债的比例，非流动负债科目占比为占非流动负债的比例；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021—2023 年末，公司短期借款波动增长，长期借款持续增长，主要系公司调整债务结构所致；一年内到期的非流动负债持续下降。公司长期应付款主要由融资租赁款构成，截至 2023 年底，公司长期应付款较上年底下降 82.24%，主要系应付分期缴纳矿山权益金减少所致。公司应付债券中境内债 10.28 亿元，境外债 123.33 亿元，由于境外债券单笔发债规模较大，未来可能存在偿还压力。2021—2023 年末，公司全部债务（含融资租赁、租赁负债、衍生金融负债）持续下降，公司资产负债率及全部债务资本化率均持续下降。截至 2023 年底，公司全部债务 560.70 亿元，较上年底下降 6.12%。债务结构方面，2023 年底，公司短期债务占 39.18%，长期债务占 60.82%，以长期债务为主。公司债务¹中 1 年以内到期占比 38.10%，1~2 年到期占比 10.83%，2 年及以上到期占比 51.07%。

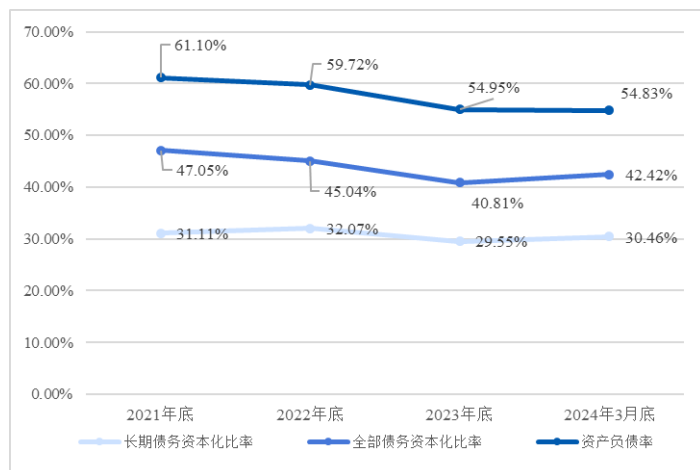
¹ 此处统计口径为“短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券、长期应付款中的有息债务”

图表 15 •截至 2023 年底公司境外债券构成明细

发行主体	债券名称	发行金额	到期日期	发行利率	截至2024年6月底债券本金余额
新奥清洁能源国际投资有限公司	VEYONG3.375%2026	8.00亿美元	2026/5/12	3.375%	5.60亿美元
新奥能源控股有限公司	2030优先票据	7.50亿美元	2030/9/17	2.625%	5.05亿美元
	2027优先票据	5.50亿美元	2027/5/17	4.625%	5.50亿美元

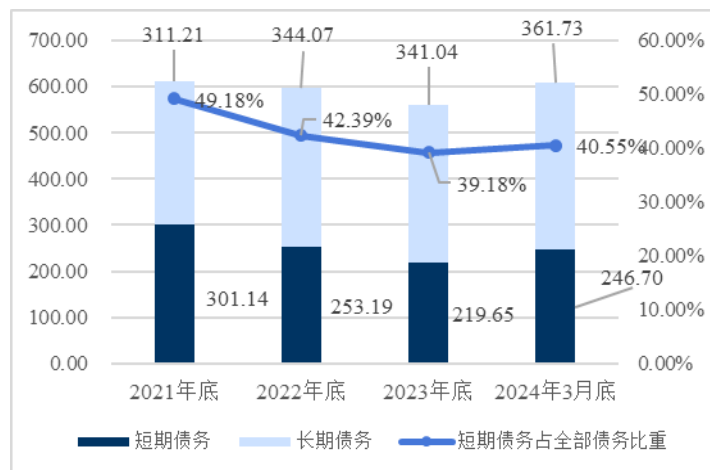
资料来源：根据公司财务报告整理

图表 16 •近年来公司主要债务指标走势



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 17 •近年来公司主要债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，营业利润率持续下降，利润总额保持较大规模，整体盈利指标表现很好，但公司投资收益、公允价值变动收益及资产减值损失对营业利润的影响较大，可持续性不强。

受益于公司业务规模的不断扩大，2021—2023 年，公司营业总收入及营业总成本波动增长，费用总额亦波动增长。2023 年，公司费用总额为 95.07 亿元，同比下降 12.32%，主要系财务费用降幅较大所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 17.11%、48.85%、11.18%和 22.86%，以管理费用和财务费用为主。2023 年，公司研发费用为 10.63 亿元，同比下降 23.17%，主要系研发相关的职工薪酬及物料费减少所致；财务费用为 21.74 亿元，同比下降 32.91%，主要系美元债规模较上年同期下降，同时汇兑损益较上年同期减少所致。2023 年，公司期间费用率为 6.50%，同比下降 0.44 个百分点。公司费用规模较大，对整体利润造成一定程度侵蚀。

2021—2023 年，公司公允价值变动收益金额波动较大，主要系用于天然气套期保值的衍生金融资产公允价值变动所致，其中 2023 年公允价值变动损失 13.84 亿元，主要系上年未到期的衍生金融工具产生的浮动收益于本期到期结算，冲减公允价值变动收益所致。2021—2023 年，公司投资收益波动较大，其中 2021 年投资收益主要产生于公司持有的 Santos 股份记账方式由权益法转为公允价值计量，2022 年投资收益主要产生于公司转让 Santos 部分股份，2023 年投资收益主要产生于转让煤炭开采业务相关资产。公允价值变动收益及投资收益对公司营业利润的贡献较大，但可稳定性不强。公司其他收益主要由政府补助构成。2023 年公司对甲醇整体装置及相关资产计提大额减值准备导致当期资产减值损失金额较大；公司信用减值损失主要由计提的坏账损失构成。

2021—2023 年，公司净利润分别为 131.24 亿元、117.65 亿元和 126.72 亿元，其中归属于母公司的净利润分别为 51.96 亿元、42.12 亿元和 41.97 亿元。

盈利指标方面，2021—2023 年，公司总资本收益率波动下降，净资产收益率及营业利润率持续下降，但公司盈利指标仍表现良好。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 346.52 亿元，同比下降 0.18%；营业成本 303.33 亿元，同比增长 0.70%；营业利润率为 12.16%。

图表 18 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	1181.99	1560.91	1462.14	346.52
营业成本	970.65	1321.95	1251.42	303.33
费用总额	86.02	108.43	95.07	22.02
其中：销售费用	16.65	16.99	16.26	4.42
管理费用	42.71	45.21	46.45	11.68
研发费用	11.90	13.83	10.63	1.55
财务费用	14.77	32.40	21.74	4.37
投资收益	41.95	19.49	85.65	4.82
其他收益	4.17	4.48	5.67	1.75
资产减值损失	-4.71	-2.79	-21.57	-0.04
信用减值损失	-1.40	-3.99	-4.55	-0.54
公允价值变动收益	4.12	15.29	-13.84	0.07
利润总额	162.08	153.81	160.07	25.74
营业利润率（%）	17.32	14.80	14.02	12.16
总资本收益率（%）	11.67	10.62	10.85	--
净资产收益率（%）	19.05	16.14	15.59	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2021—2023 年，公司整体收入实现质量很高，经营活动现金流呈大额净流入状态，且能覆盖投资活动净流出。考虑到公司债务接续的因素，公司存在一定外部筹资需求。

2021—2023 年，公司经营活动现金流入及现金流出均保持较大规模，经营活动现金流量净额波动增长，现金收入比逐年提高，公司收入实现质量很高。2021—2023 年，公司收回投资收到的现金及投资支付的现金金额较大，主要系新奥能源下属的财务公司购买及赎回理财产品导致的资金滚动所致。2023 年，公司处置煤炭开采相关业务并收回对其的债权款导致其处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 65.60 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 47.56 亿元。2023 年，公司投资活动由上年净流出 30.60 亿元转为净流入 30.23 亿元。为偿还公司到期债务，2021—2023 年，公司筹资活动现金流入及流出规模均较大。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入量	1396.29	1848.26	1813.72	412.56
经营活动现金流出量	1259.51	1702.56	1672.83	414.13
经营活动现金流量净额	136.78	145.70	140.89	-1.57
投资活动现金流入量	201.60	254.42	302.37	31.01
投资活动现金流出量	300.75	285.02	272.14	81.94
投资活动现金流量净额	-99.16	-30.60	30.23	-50.93
筹资活动前现金流	37.62	115.10	171.12	-52.50
筹资活动现金流入量	789.93	750.99	824.03	258.50
筹资活动现金流出量	804.54	858.06	931.54	220.95
筹资活动现金流量净额	-14.61	-107.07	-107.51	37.55
现金收入比（%）	112.98	115.76	122.47	117.61

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

5 偿债指标

2021—2023 年，受益于公司有息债务规模的持续下降，公司偿债指标表现增强，同时，公司未使用银行授信规模较大，且合并范围内有多家上市公司，具备直接融资能力，但公司合并范围内主要优质资产是通过协议方式并表，并不实际享有所有权，因此公司实际偿债能力或弱于指标表现，同时，公司对外担保金额较大，存在一定或有负债风险。

图表 20• 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	89.56	100.39	121.56	126.14
	速动比率（%）	84.81	96.45	117.57	120.83
	经营现金/流动负债（%）	20.14	22.59	24.74	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.45	0.58	0.64	--
	现金类资产/短期债务（倍）	0.55	0.76	1.17	1.15
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	220.55	218.22	226.33	--
	全部债务/EBITDA（倍）	2.78	2.74	2.48	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.22	0.24	0.25	--
	EBITDA/利息支出（倍）	10.52	8.95	9.67	--
	经营现金/利息支出（倍）	6.52	5.98	6.02	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从偿债指标看，2021—2023 年，受益于公司短期债务及全部债务的持续下降，公司短期偿债指标表现增强，EBITDA 以及经营现金净流入对全部债务覆盖程度增强，但公司利息支出波动上升，导致公司 EBITDA 及经营现金净流入对利息支出的覆盖程度波动下降。公司整体偿债指标表现极好。但公司合并范围内主要优质资产是通过协议方式并表，并不实际享有所有权，因此公司实际偿债能力或弱于指标表现。

截至 2023 年底，公司对外担保余额合计 169.07 亿元，占公司净资产的 20.79%（详见关联交易板块的分析），考虑到公司对外担保余额规模大，公司存在或有负债风险较高。

截至 2023 年底，公司合并口径内获得银行授信总额度为 1203.41 亿元，未使用额度为 797.84 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司控股多家上市公司，具备直接融资条件。截至 2023 年底，主要合作银行已给予公司本部的授信额度为 239.50 亿元，尚未使用额度 72.93 亿元。

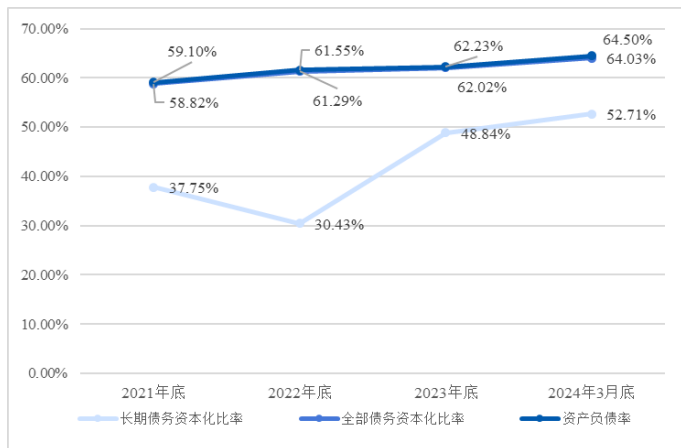
6 公司本部财务分析

公司主要业务在子公司层面开展，公司本部收入规模很小，本部盈利能力弱，从子公司取得的投资收益为其主要利润来源。同时，公司本部承担一定融资职能，近年来债务规模不断增长，财务费用金额较大。公司本部主要资产为对关联公司的其他应收款，该部分款项的回收情况将对本部偿债有直接影响。加之下属子公司分红金额较少，偿债资金来源主要依靠再融资，整体偿债压力较大。

2021—2023 年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长 4.28%。截至 2023 年底，本部资产总额 287.32 亿元，其中，流动资产 183.85 亿元（占 63.99%），流动资产中其他应收款金额较大，2023 年底为 176.27 亿元，较上年底增长 3.82%，其他应收款主要与关联方以及子公司的往来资金，部分关联方未收取利息，前五大客户合计应收款 142.16 亿元，占其他应收款的 80.34%，集中度很高。截至 2023 年底，公司非流动资产 103.47 亿元（占 36.01%），非流动资产主要由长期股权投资构成。

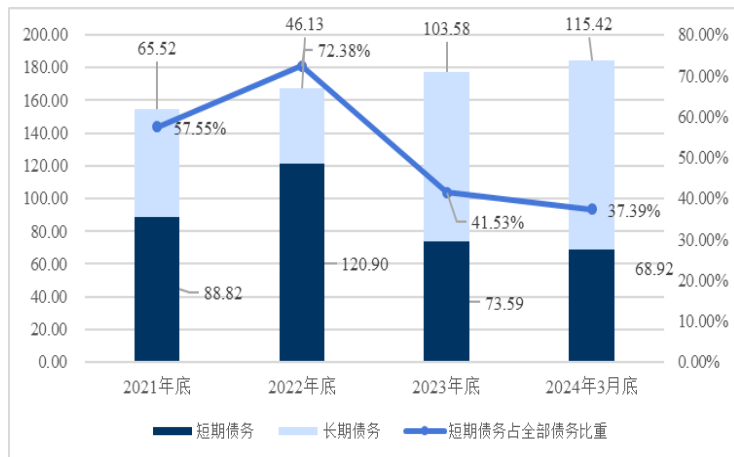
2021—2023 年末，公司本部所有者权益波动增长，年均复合增长 0.21%，截至 2023 年底，本部所有者权益为 108.51 亿元。2021—2023 年末，本部负债持续增长，年均复合增长 7.01%，主要系有息债务规模持续增长所致。截至 2023 年底，本部负债总额 178.81 亿元，其中，流动负债 75.22 亿元（占 42.07%），非流动负债 103.58 亿元（占 57.93%）。截至 2023 年底，本部全部债务 177.17 亿元，其中，短期债务占 41.53%、长期债务占 58.47%，长期债务占比提升。截至 2023 年底，本部资产负债率及全部债务资本化比率分别为 62.23%和 62.02%，本部债务负担较重。公司本部主要资产为对关联公司的其他应收款，该部分款项的回收情况将对本部偿债有直接影响。加之下属子公司分红金额较少，偿债资金来源主要依靠再融资，整体偿债压力较大。

图表 21·近年来本部主要债务指标走势



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 22·近年来本部主要债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2021—2023 年，本部营业总收入分别为 3.05 亿元、5.01 亿元和 1.04 亿元，主要收入来自于公司本部开展的油品贸易。公司本部营业利润规模较小，其中投资收益对营业利润的贡献较大。2021—2023 年，投资收益分别为 5.69 亿元、6.07 亿元和 6.81 亿元；取得投资收益收到的现金分别为 0.88 亿元、5.19 亿元和 5.90 亿元。公司本部作为主要融资主体，财务费用规模较大，2021—2023 年，公司本部财务费用分别为 4.87 亿元、4.22 亿元和 4.38 亿元。

现金流方面，2021—2023 年，本部经营活动净现金流入规模较小，对公司偿债支持力度较小，公司与关联企业的资金往来规模较大，同时为保证债务接续，本部筹资活动现金流规模较大。

截至 2024 年 3 月底，公司直接持有新奥股份 13.10% 的股份，已质押其所持股份的 47.59%，公司持有新奥股份市值为 78.55 亿元。此外，截至 2023 年底，公司间接持有二级子公司西藏旅游股份有限公司（以下简称“西藏旅游”，股票代码“600749.SH”）26.75% 的股份，所持股份未被质押，该部分股份市值为 7.14 亿元。

九、ESG 分析

公司主营城市燃气业务，属于环境友好型企业。同时，公司在社会责任方面表现好，但公司非上市板块财务人员与关联企业财务人员存在部分重叠。

环保方面，公司主要业务由下属子公司新奥股份开展，新奥股份下属的新奥能源，主营城市燃气业务，属于环境友好型企业。天然气作为一种清洁、高效且能有效减少全球温室气体排放的重要资源，是我国经济发展过程中依赖的主要清洁能源之一。2022—2023 年，新奥股份的环保投入资金分别为 6029 万元和 2742 万元。新奥股份针对大气污染、水污染、噪声污染、固体废物均设有相应的治理措施，但下属子公司新奥能源 2020 年因 SO₂ 排放超标，鄂尔多斯市生态环境局达拉特旗分局于 2021 年 2 月 1 日出具《行政处罚决定书》，对新奥能源处以 31.2 万元罚款，公司已完成罚款缴纳，2021 年 1 月 1 日完成一期锅炉烟气超低排放改造，解决了 SO₂ 总量超标问题。2022 年及 2023 年，公司无环保相关行政处罚。

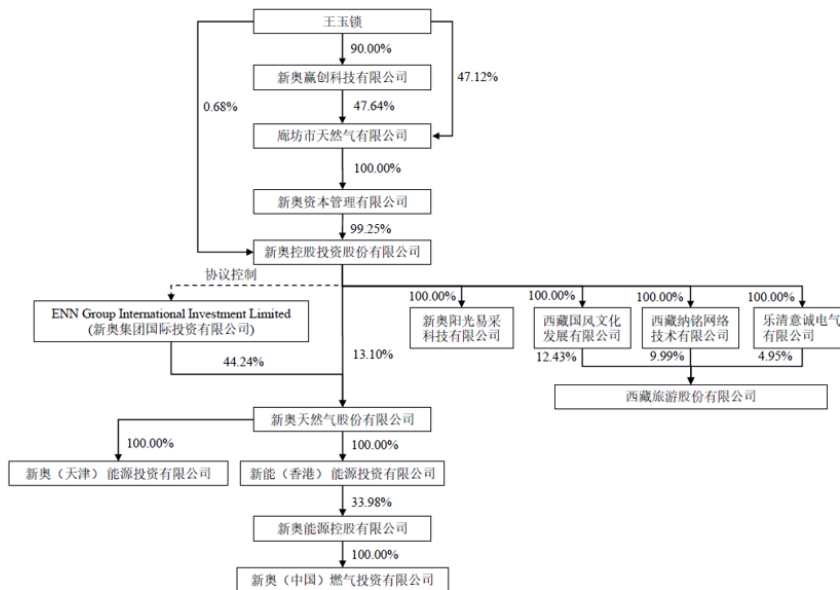
社会责任方面，2021—2023 年，公司支付各项税费 51.77 亿元、68.85 亿元和 66.01 亿元，金额较大。2023 年，新奥股份对外捐赠 7397 万元，解决员工就业 38321 人，且未发生较大安全事故。

公司治理方面，公司法人治理结构符合法规要求，2021 年以来，公司无重大舆情及监管处罚，但公司与关联企业的资金往来规模、对外担保规模均很大，公司非上市板块财务人员与关联企业财务人员存在部分重叠。

十、评级结论

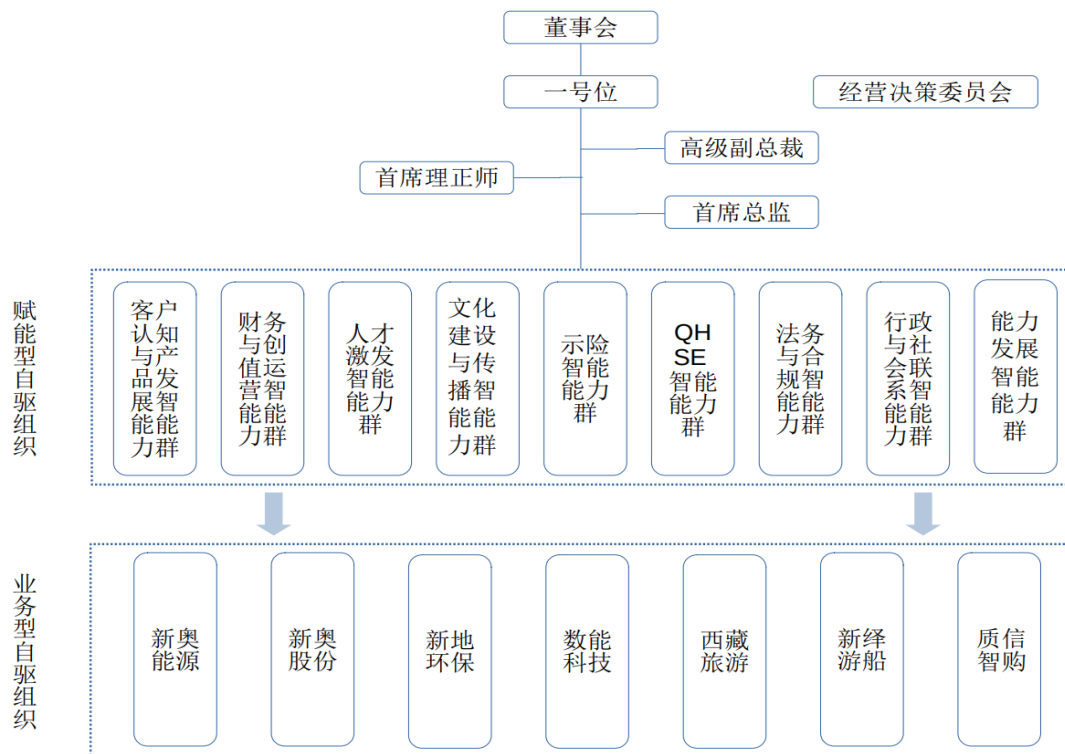
基于对公司经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

序号	公司名称	注册资本 (单位：人民币、亿元)	投资额 (单位：人民币、亿元)	股权比例（%）		是否合并
				直接比例	实际比例	
1	新奥天然气股份有限公司	30.98	15.21	13.10	60.21	是
2	新奥聚能科技（廊坊）有限公司	15.00	15.00	100.00	100.00	是
3	河北威远集团有限公司	1.30	6.90	100.00	100.00	是
4	西藏纳铭网络技术有限公司	2.00	2.61	100.00	100.00	是
5	西藏国风文化发展有限公司	1.00	1.51	100.00	100.00	是
6	乐清意诚电气有限公司	0.02	2.23	100.00	100.00	是
7	新智控股投资有限公司	1.00	0.60	100.00	100.00	是
8	恩牛网络科技有限公司	1.00	0.48	100.00	100.00	是
9	中智瑞绎投资管理有限公司	0.50	0.50	100.00	100.00	是
10	新奥阳光易采科技有限公司	0.50	0.50	100.00	100.00	是
11	天津新奥能源服务有限公司	0.05	0.05	100.00	100.00	是
12	ENN Group International Investment Limited	1000 美元	协议控制	--	100.00	是
13	北海新绎游船有限公司	2.21	13.70	100.00	100.00	是
14	必拓电子商务有限公司	1.00	0.60	100.00	100.00	是
15	石家庄新奥投资有限公司	0.50	0.50	100.00	100.00	是

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	166.20	191.31	257.89	282.62
应收账款（亿元）	71.44	70.82	72.22	66.11
其他应收款（亿元）	183.58	190.20	182.75	189.24
存货（亿元）	32.27	25.42	22.70	29.71
长期股权投资（亿元）	109.36	123.92	147.26	149.58
固定资产（亿元）	650.24	684.92	641.21	642.60
在建工程（亿元）	50.90	60.56	55.27	64.51
资产总额（亿元）	1771.27	1809.46	1804.74	1828.68
实收资本（亿元）	80.00	80.00	80.00	80.00
少数股东权益（亿元）	384.86	419.51	454.56	467.02
所有者权益（亿元）	689.03	728.93	813.08	825.94
短期债务（亿元）	301.14	253.19	219.65	246.70
长期债务（亿元）	311.21	344.07	341.04	361.73
全部债务（亿元）	612.34	597.26	560.70	608.42
营业总收入（亿元）	1181.99	1560.91	1462.14	346.52
营业成本（亿元）	970.65	1321.95	1251.42	303.33
其他收益（亿元）	4.17	4.48	5.67	1.75
利润总额（亿元）	162.08	153.81	160.07	25.74
EBITDA（亿元）	220.55	218.22	226.33	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1335.43	1806.90	1790.69	407.53
经营活动现金流入小计（亿元）	1396.29	1848.26	1813.72	412.56
经营活动现金流量净额（亿元）	136.78	145.70	140.89	-1.57
投资活动现金流量净额（亿元）	-99.16	-30.60	30.23	-50.93
筹资活动现金流量净额（亿元）	-14.61	-107.07	-107.51	37.55
财务指标				
销售债权周转次数（次）	17.40	18.72	17.14	--
存货周转次数（次）	36.18	45.83	52.01	--
总资产周转次数（次）	0.72	0.87	0.81	--
现金收入比（%）	112.98	115.76	122.47	117.61
营业利润率（%）	17.32	14.80	14.02	12.16
总资本收益率（%）	11.67	10.62	10.85	--
净资产收益率（%）	19.05	16.14	15.59	--
长期债务资本化比率（%）	31.11	32.07	29.55	30.46
全部债务资本化比率（%）	47.05	45.04	40.81	42.42
资产负债率（%）	61.10	59.72	54.95	54.83
流动比率（%）	89.56	100.39	121.56	126.14
速动比率（%）	84.81	96.45	117.57	120.83
经营现金流动负债比（%）	20.14	22.59	24.74	--
现金短期债务比（倍）	0.55	0.76	1.17	1.15
EBITDA 利息倍数（倍）	10.52	8.95	9.67	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.78	2.74	2.48	--

注：1.公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2.有息债务中包括融资租赁、衍生金融负债；2024 年一季度部分债务调整数据采用 2023 年数据；3.尾差系四舍五入所致；4.“--”表示不适用，“/”表示无法获取数据

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1.12	10.78	7.07	6.45
应收账款（亿元）	1.27	0.85	0.28	0.28
其他应收款（亿元）	170.01	169.78	176.27	181.03
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	88.74	90.20	100.74	101.33
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	264.22	274.34	287.32	291.64
实收资本（亿元）	80.00	80.00	80.00	80.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	108.06	105.49	108.51	103.54
短期债务（亿元）	88.82	120.90	73.59	68.92
长期债务（亿元）	65.52	46.13	103.58	115.42
全部债务（亿元）	154.34	167.03	177.17	184.34
营业总收入（亿元）	3.05	5.01	1.04	0.23
营业成本（亿元）	2.77	4.74	1.01	0.23
投资收益（亿元）	5.69	6.07	6.81	0.62
利润总额（亿元）	0.96	1.81	1.89	-0.74
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.73	6.01	2.20	0.11
经营活动现金流入小计（亿元）	2.88	6.02	2.20	0.12
经营活动现金流量净额（亿元）	-0.09	0.41	-0.33	-0.15
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.84	2.31	10.14	0.00
筹资活动现金流量净额（亿元）	6.80	6.94	-13.51	-0.48
财务指标				
销售债权周转次数（次）	3.31	4.73	1.85	--
存货周转次数（次）	/	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.02	0.00	--
现金收入比（%）	89.26	119.93	211.45	46.62
营业利润率（%）	8.42	4.69	0.07	-0.41
总资本收益率（%）	2.41	2.67	2.14	--
净资产收益率（%）	0.89	1.71	1.74	--
长期债务资本化比率（%）	37.75	30.43	48.84	52.71
全部债务资本化比率（%）	58.82	61.29	62.02	64.03
资产负债率（%）	59.10	61.55	62.23	64.50
流动比率（%）	190.24	147.82	244.40	258.33
速动比率（%）	190.24	147.82	244.40	258.33
经营现金流动负债比（%）	-0.10	0.33	-0.44	--
现金短期债务比（倍）	0.01	0.09	0.10	0.09
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.公司本部 2024 年一季度财务报表未经审计；2.尾差系四舍五入所致；3.“--”表示不适用，“/”表示无法获取数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在新奥控股投资股份有限公司（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。