

审慎推荐-A (首次)

新奥股份 600803.SH

目标估值: - 元
当前股价: 14.41 元
2017年08月30日

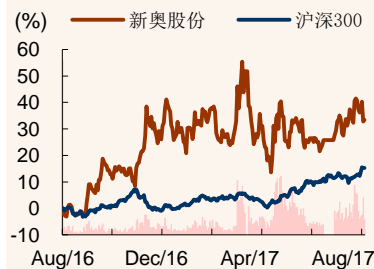
Santos减值影响业绩, 利空基本出尽

基础数据

上证综指	3364
总股本(万股)	98579
已上市流通股(万股)	98579
总市值(亿元)	142
流通市值(亿元)	142
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	%
主要股东	新奥控股投资有限公
主要股东持股比例	30.97%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-0	30
相对表现	1	-11	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

王强
wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

石亮
shiliang1@cmschina.com.cn
S1090517070001

王亮
wangliang4@cmschina.com.cn
S1090517080005

研究助理
李舜
lishun2@cmschina.com.cn

事件:

公司公布 17 年半年报。上半年公司实现营业收入 46.14 亿元,同比增长 76.72%;实现归属于上市公司股东净利润 9913 万元,同比下降 43.16%。实现扣非后净利润 9142.6 万元;实现 EPS 0.10 元。

评论:

1、公司实际经营业绩高于盈利指引

上半年公司实现归属于上市公司股东净利润 9913 万元,若剔除 Santos 减值导致的-3.5 亿元投资损益,公司实际经营业绩达到 4.5 亿元左右,高于公司一季报 4.35 亿元的盈利指引上线,体现出了良好的经营效益。

2、Santos 经营情况良好,减值基于油价预期,进一步减值可能性小

Santos 半年报显示其扣非后的基础营业利润增至 1.56 亿美元,实现扭亏为盈。上半年自由现金流达到 3.02 亿美元,自由现金流的盈亏平衡点进一步由年初的 36.5 美元降为 33 美元;公司 17 年上半年实现油价平均为 54.8 美元/桶,同比增长 28%,在销量基本持平的情况下,EBITDAX 达 7.18 亿美元,大幅增长 46%。体现出公司在当前环境下持续降本增效取得了良好成效。

按照油气公司的通行做法,Santos 于半年度重新评估了其天然气和石油资产的账面金额。上半年因计提税后减值损失 6.89 亿美元。新奥持有 Santos10.07%股权,由此导致公司上半年投资损失 3.51 亿元。这一资产减值为税后非现金科目,不影响公司正常生产经营和现金流。我们认为,上半年 OPEC 减产效果日趋减弱,美国页岩油产出持续增长等因素不仅影响当下的油价表现,而且对国际石油供需,尤其是库存的变动产生了重要影响,进而影响未来油价预期。此次减值后,公司 17-19 年油气资产已经按照 50、55 和 60 美元油价水平重新评估,这一油价预测基本符合市场主流预期,进一步下调的可能性很小。

3、上半年甲醇“淡季不淡、旺季不旺”,后市震荡为主

上半年甲醇表现总体呈现先扬后抑的特点:煤炭价格在一季度持续走高,节前需求提前释放,价格节节攀升。但春节后市场需求没有跟上,下游采购抵触高价,对甲醇的实际采买在进入 3 月份后迅速减少。随甲醇工厂开工,价格迅速下跌。此外,甲醇制烯烃的利润水平较差,部分工厂降低负荷,转而直接换货并销售到港甲醇也影响了整体市场表现。

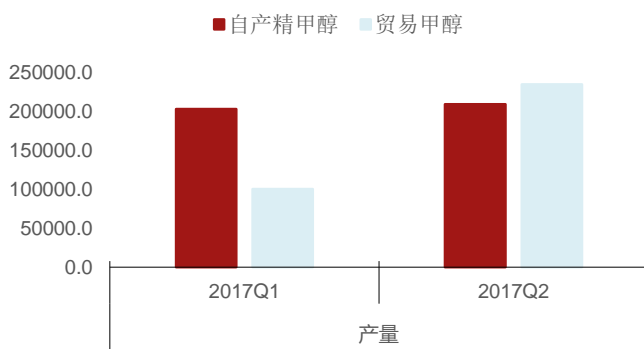
近几个月以来,各地掀起的环保风暴对甲醇下游,如甲醛、二甲醚、MTBE 等产品的生产均不同程度的产生了影响,进而影响甲醇需求。目前国内甲醇最大的下游需求是烯烃,在油价低位震荡的环境下,CTO/MTO 经济效益难以充分释放。此外,下半年仍有华鲁恒升、鲁西化工等多套甲醇项目投产,这将给本就处于弱平衡的甲醇市场增添新的压力

表 1: 上半年煤炭、甲醇价格情况 (元/吨)

月份	秦皇岛港山西优混平仓价	甲醇:华东地区	甲醇:华北地区
20171	602.43	2798.17	2463.49
20172	589.60	2818.28	2477.00
20173	655.00	2684.02	2493.50
20174	673.52	2535.34	2357.23
20175	593.86	2264.06	2097.44
20176	562.92	2276.04	2105.25
2017Q1	615.68	2766.82	2478.00
2017Q2	610.10	2358.48	2186.64
2016Q1	371.71	1779.04	1578.55
2016Q2	385.61	1883.35	1749.05
Q1 (17/16)	65.6%	55.5%	57.0%
Q2 (17/16)	58.2%	25.2%	25.0%

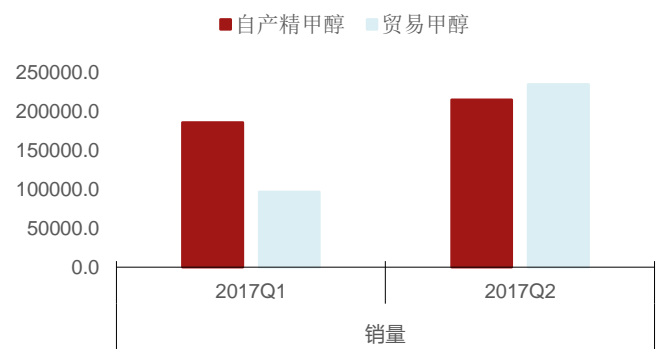
资料来源: Wind

图 1: 17Q1、Q2 甲醇产量对比 (吨)



资料来源: 公司公告

图 2: 17Q1、Q2 甲醇销量对比 (吨)



资料来源: 公司公告

4、煤炭板块表现良好

2016 年 9 月份开始, 国家方面陆续放开先进产能的限产政策, 并在今年放弃执行 276 个工作日的工作日的生产制度。由于保供力度加大, 国内煤炭供应稳步增长, 抑制了过快的价格上涨势头。上半年全国规模以上煤炭企业原煤产量增速约 4.5%。

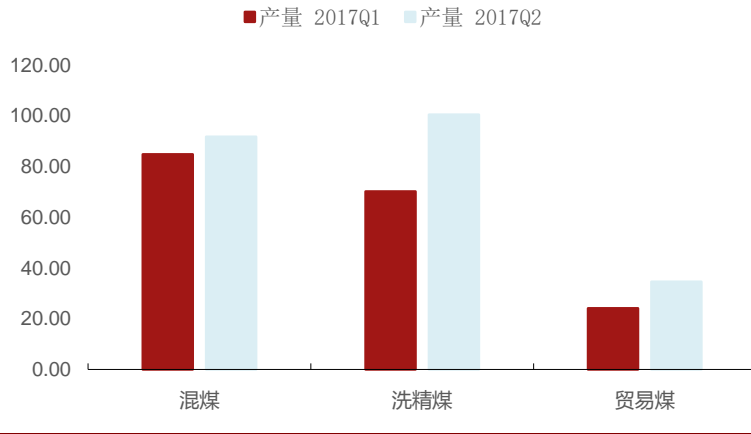
价格方面年初受春节因素影响, 需求较弱, 价格承压; 但春节后需求快速恢复, 加之环保和安全检查力度不断加大, 造成秦皇岛港库存持续低位, 价格提升; 进入二季度, 煤炭需求进入淡季, 且政策松绑后, 煤矿新增产能开始影响市场, 价格承压。但进入 6 月份后, 受用电需求和安全检查因素影响, 煤炭价格触底回升。我们监测的 Q2 秦皇岛动力煤平仓价格与 Q1 基本持平。

公司公布的经营数据显示, 二季度煤炭产销均较一季度有所上升。前两个季度混煤、洗精煤和贸易煤的实现价格分别为 213 元/吨、274 元/吨、579 元/吨 (Q1) 和 203 元/吨、272 元/吨和 511 元/吨 (Q2), 符合煤价整体波动情况。上半年新能矿业实现净利润 6.4 亿元, 在各板块中表现最为突出。

后市我们认为随宏观经济企稳回升, 必将带动电力、钢铁、建材等耗煤产品的需求。煤

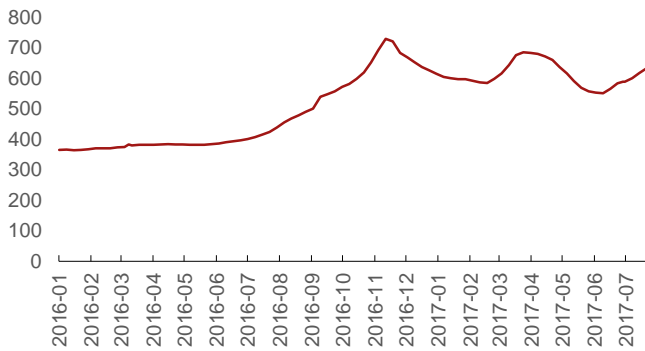
炭供给端去产能效果比较明显，库存整体低位，价格稳中有升的可能性较大。

图 3: 17Q1、Q2 煤炭产量对比 (万吨)



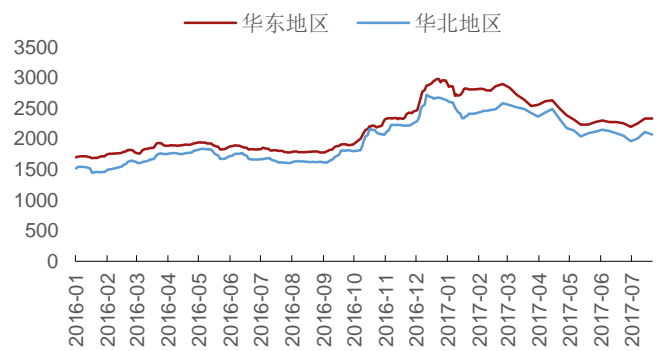
资料来源:

图 4: 秦皇岛动力煤平仓价 (山西优混, 5500K)



资料来源: Wind

图 5: 华东及华北地区甲醇市场均价 (元/吨)



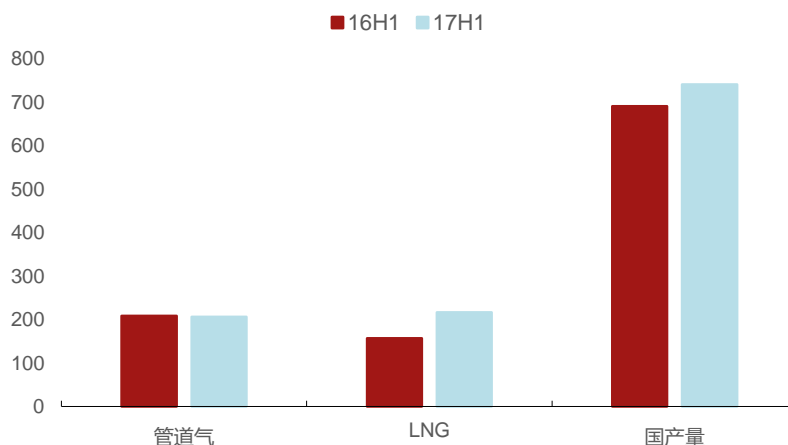
资料来源: Wind

5、能源工程板块受益天然气消费增速加快

公司早先公告显示，新地能源工程业务的关联交易订单达 34 亿，较 2016 年的 17.6 亿大幅增长。除承接新奥集团舟山 LNG 接收站项目外，煤改气、沿海 LNG 接收站等行业硬件基础设施需求的增长也是重要的增量因素。上半年国内天然气进口量达 423 亿立方米，同比增长 15%，LNG 贡献大部分增量；若考虑国内天然气产量（741 亿方，增速 7.3%），整体供给增速超过 10%。

上半年新地工程实现营业收入 10.89 亿元，净利润 1.36 亿元，同比 2016 年的 6.45 亿元营收和 9347 万元净利润，增长幅度非常明显。从工程公司的业务确认进度看，下半年尤其是四季度占比较高，盈利值得期待。

图 6: 上半年天然气供给增速超过 10%



资料来源: Wind

6、配股积极推进，稳定轻烃技术

当前公司配股募资进展顺利。公告显示本次配股以公司截至 2017 年 6 月 30 日的总股本 9.86 亿股为基数，按每 10 股配售 2.5 股的比例向全体股东配售，共计可配售股份数量为 2.46 亿股。

配股事项拟募集资金不超过 23 亿元，全部用于年产 20 万吨稳定轻烃项目建设。该项目公司将采用自主研发的催化气化和加氢技术，除生产用于调和油品的稳定轻烃产品外，还可以副产大量天然气。这一技术路线的工业化示范装置意义重大，将承担起改善煤制天然气技术经济性的重任，具体实施效果尚待观察。

7、战略投资者进入，体现对公司天然气发展战略的强烈信心

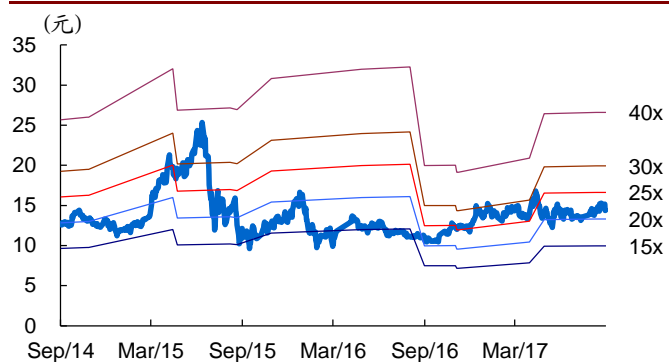
7 月 17 日，公司公告第二大股东建银基金将持有的新奥股份 9536 万股（占总股本的 9.67%）转让给弘毅旗下的弘创投资，转让价格为 13.08 元/股，较此前弘毅拟参与定增的 11.3 元/股价格提高近 16%。考虑到弘毅对 Santos 也有投资，我们认为弘毅选择此时进入，表现出对公司未来在天然气领域的发展前景具备很强的信心。

投资建议:

假定稳定轻烃项目 18 年三季度投产，项目营收与净利按照项目可研计算数据估算。公司配股事项在 18 年上半年完成，募资金额假定按照 23 亿顶格，发行数量为 2.46 亿股，发行价格按 9.3 元估算。假定 Santos 不再计提资产减值。

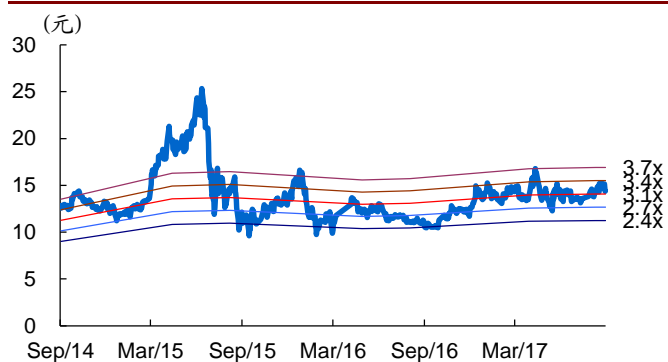
我们预计公司 2017-19 年实现净利润 7.2 亿、13.2 亿和 15.2 亿，对应 18 年配股完成后的 EPS 0.73 元、1.08 元和 1.24 元。现价 PE19.8、13.4 和 11.6 倍。首次覆盖，暂给予“审慎推荐-A”评级。

图 7: 新奥股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 8: 新奥股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4000	4736	5426	8440	10423
现金	1930	2416	2200	4632	6029
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	85	96	141	167	192
应收款项	851	954	1381	1630	1875
其它应收款	47	41	60	71	82
存货	706	750	944	1114	1292
其他	380	479	699	825	955
非流动资产	7375	13640	13482	13648	13513
长期股权投资	486	5670	5670	5670	5670
固定资产	5115	5131	5147	5163	5177
无形资产	936	1043	938	845	760
其他	839	1796	1726	1970	1906
资产总计	11375	18376	18909	22087	23936
流动负债	3957	7418	7275	6954	7562
短期借款	1091	3003	3301	2400	2400
应付账款	974	1229	1786	2108	2444
预收账款	368	530	771	910	1055
其他	1524	2656	1416	1537	1663
长期负债	2495	5697	5697	5697	5697
长期借款	819	1540	1540	1540	1540
其他	1676	4157	4157	4157	4157
负债合计	6453	13115	12972	12652	13259
股本	986	986	986	1232	1232
资本公积金	0	(137)	(137)	1904	1904
留存收益	3272	3696	4313	5424	6557
少数股东权益	665	716	775	875	983
归属于母公司所有者权益	4258	4544	5162	8560	9693
负债及权益合计	11375	18376	18909	22087	23936

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1091	979	1632	2165	2336
净利润	806	519	716	1326	1531
折旧摊销	361	370	501	478	459
财务费用	233	379	319	261	219
投资收益	(75)	197	350	0	0
营运资金变动	(313)	(533)	(324)	(7)	13
其它	79	46	70	107	115
投资活动现金流	(1890)	(5906)	(694)	(644)	(324)
资本支出	(197)	(979)	(344)	(344)	(344)
其他投资	(1693)	(4927)	(350)	(300)	20
筹资活动现金流	943	5331	(1155)	911	(616)
借款变动	955	3512	(737)	(901)	0
普通股增加	0	0	0	246	0
资本公积增加	(684)	(137)	0	2042	0
股利分配	(158)	(99)	(99)	(215)	(398)
其他	830	2055	(319)	(261)	(219)
现金净增加额	144	403	(216)	2432	1396

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5659	6396	9402	11094	12758
营业成本	3877	4688	6816	8043	9326
营业税金及附加	110	137	169	189	217
营业费用	117	146	197	233	268
管理费用	377	384	565	667	767
财务费用	213	427	319	261	219
资产减值损失	(1)	30	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	75	(197)	(350)	0	0
营业利润	1042	387	982	1699	1959
营业外收入	23	339	50	50	50
营业外支出	7	6	10	10	10
利润总额	1058	720	1022	1739	1999
所得税	173	150	247	313	360
净利润	885	571	775	1426	1639
少数股东损益	79	52	59	100	108
归属于母公司净利润	806	519	716	1326	1531
EPS (元)	0.82	0.53	0.73	1.08	1.24

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	16%	13%	47%	18%	15%
营业利润	-2%	-63%	154%	73%	15%
净利润	0%	-36%	38%	85%	15%
获利能力					
毛利率	31.5%	26.7%	27.5%	27.5%	26.9%
净利率	14.2%	8.1%	7.6%	12.0%	12.0%
ROE	18.9%	11.4%	13.9%	15.5%	15.8%
ROIC	13.8%	6.3%	9.9%	12.0%	12.2%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	71.4%	68.6%	57.3%	55.4%
净负债比率	22.5%	30.4%	25.6%	17.8%	16.5%
流动比率	1.0	0.6	0.7	1.2	1.4
速动比率	0.8	0.5	0.6	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.5	0.5	0.5
存货周转率	7.3	6.4	8.0	7.8	7.8
应收帐款周转率	11.6	7.1	8.1	7.4	7.3
应付帐款周转率	5.5	4.3	4.5	4.1	4.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.82	0.53	0.73	1.08	1.24
每股经营现金	1.11	0.99	1.66	1.76	1.90
每股净资产	4.32	4.61	5.24	6.95	7.87
每股股利	0.10	0.10	0.22	0.32	0.37
估值比率					
PE	17.6	27.4	19.8	13.4	11.6
PB	3.3	3.1	2.8	2.1	1.8
EV/EBITDA	15.8	21.9	13.9	10.2	9.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

石亮，石化行业分析师。复旦大学理学学士，上海财经大学金融学硕士，4年化工实业经验，4年证券研究经验，曾就职于国联证券、中信建投证券研究所。2017年6月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

李舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

王亮，石化行业分析师，硕士、高工。清华大学、中科院6年能源化工实业经验，2年证券研究经验，曾就职于太平洋证券研究院，2017年8月加入招商证券，从事石油化工行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。