

置入新奥能源股权，搭建天然气上下游一体化平台

——新奥股份(600803.SH)重大资产重组点评

公司简报

买入(维持)

当前价/目标价：9.38/13.60元

分析师

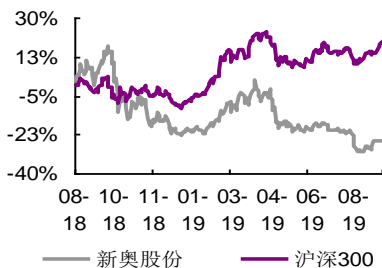
傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)
021-52523823
fukm@ebscn.com

裘孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-52523535
giuxf@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：12.29
总市值(亿元)：115.31
一年最低/最高(元)：8.53/15.07
近3月换手率：29.02%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -2.00 | -14.95 | -53.23 |
| 绝对 | 6.96 | -5.30 | -30.66 |

资料来源：Wind

相关研报

2018年甲醇盈利扩大，Santos业绩大增，天然气上游布局展开——新奥股份(600803.SH)2018年报点评
..... 2019-03-20

甲醇盈利扩大，Santos业绩大增，天然气上游布局展开——新奥股份(600803.SH)2018年业绩预告增点评
..... 2019-02-01

业绩稳健，上游资产和煤化工扩产进入收获期——新奥股份(600803.SH)2018年三季度报点评
..... 2018-10-30

事件：

9月11日，新奥股份发布重大资产置换、发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金即关联交易预案。交易为公司实际控制人王玉锁先生控制的两家上市公司内部整合。新奥股份购买实际控制人持有的新奥能源股权，占新奥能源32.81%股权比例；支付方式是：1)以新奥股份持有的10.07% Santos股份进行资产置换；2)发行股份，发行价格为9.88元；3)支付现金。此次交易含募集配套资金，发行股份数量不超过发行前公司总股本的20%。

点评：

◆重组完成后，新奥能源纳入合并报表，将大幅增厚公司业绩和现金流。

置入的新奥能源是国内最大的民营燃气经销商，2019H1天然气销售总量132亿方，同比+15%，工商业气量占比达75%；综合能源等其他业务也保持快速增长势头。2000-2018年，新奥能源天然气销售量增长1372倍，给股东带来了丰厚的回报。9月10日新奥能源市值780亿元，2019年Bloomberg业绩一致预期为47亿元，PE为16.6倍，32.81%股权对应256亿元市值，15.4亿利润。

置出的Santos资产为天然气上游开采企业，9月10日市值约780亿元，2019年Bloomberg业绩一致预期为56亿元，PE为13.9倍，10.07%股权对应79亿元市值，5.6亿利润。

重组完成后，新奥股份的收入和利润将主要依靠燃气分销板块贡献业绩和现金流将大幅增厚，公司估值水平也有望提升。且公司将成为在A股上市的最大的全国性燃气分销公司，龙头地位凸显。

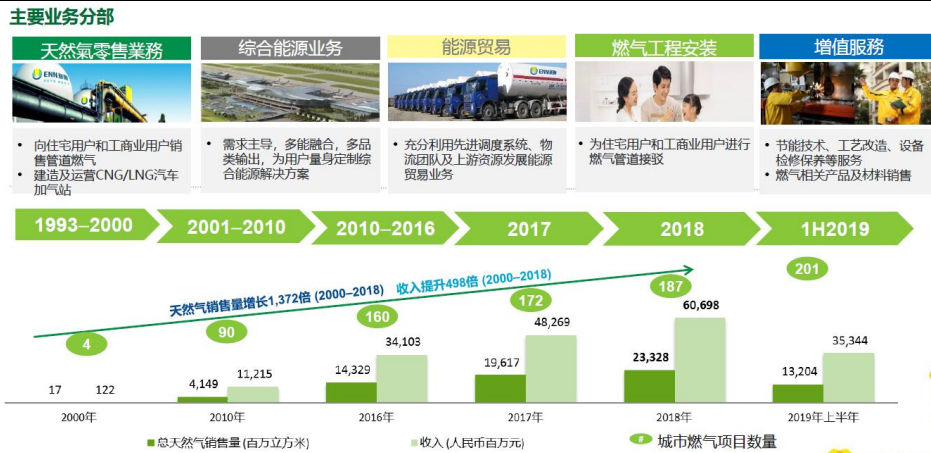
◆大股东持股比例大幅提升，彰显对新奥股份未来发展信心。

重组完成后大股东持股比例将由现在的48%大幅提升，并通过新奥股份间接持有港股新奥能源股权。且此次发行价格为9.88元，高于停牌前价格，也彰显了大股东对新奥股份未来发展的信心。

◆新奥集团天然气一体化平台形成，有望成为整合天然气上下游资源的龙头。

1)管网独立和天然气市场化改革后，国内天然气行业将形成“管住中间放开两头”的格局，下游分销将更依赖于上游气源，上游气源也要依托下游分销。上游气源+下游分销一体化，在未来天然气领域的竞争发展中尤为重要。2)大股东在A股完成天然气上下游一体化平台的搭建，也为后续在天然气领域进一步做大做强铺好了道路，且重组后关联交易将大幅降低。新奥股份在分享下游分销稳健增长的同时，其获取上游气源的能力也得到显著增强。

图 1：新奥能源主要业务



资料来源：公司官网

◆维持盈利预测，维持“买入”评级和目标价 13.6 元。

由于重组尚未完成，我们仍按现有资产进行业绩预测，维持 2019-2021 年 EPS 为 1.24 元、1.37 元和 1.43 元。基于对天然气下游板块长期增长潜力的看好，以及对公司天然气上下游资产协同预期的看好，维持“买入”评级和目标价 13.6 元。

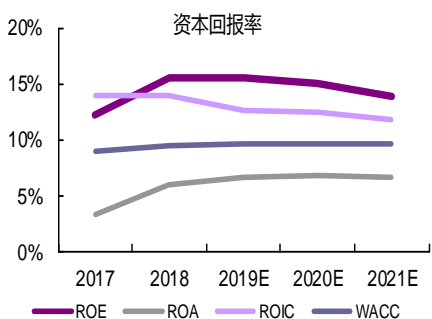
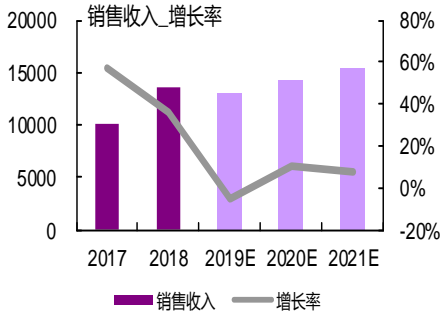
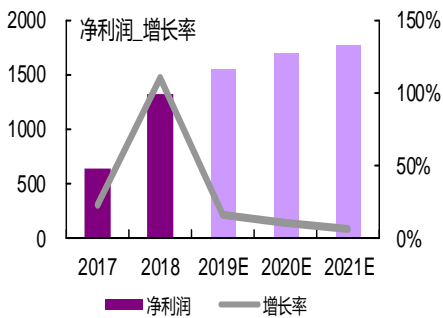
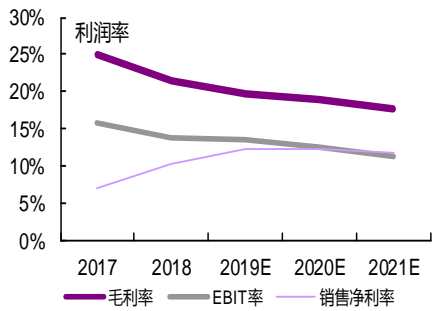
◆风险提示：

重组未完成存在不确定性；新奥集团天然气上下游整合发展不及预期；甲醇和煤炭价格波动的风险。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 10,036 | 13,632 | 12,968 | 14,323 | 15,408 |
| 营业收入增长率 | 56.91% | 35.84% | -4.87% | 10.45% | 7.57% |
| 净利润 (百万元) | 631 | 1,321 | 1,529 | 1,682 | 1,764 |
| 净利润增长率 | 21.66% | 109.37% | 15.71% | 10.02% | 4.87% |
| EPS (元) | 0.51 | 1.07 | 1.24 | 1.37 | 1.43 |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 12.25% | 15.47% | 15.49% | 14.93% | 13.88% |
| P/E | 18 | 9 | 8 | 7 | 7 |
| P/B | 2.2 | 1.3 | 1.2 | 1.0 | 0.9 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 9 月 10 日



| 利润表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 10,036 | 13,632 | 12,968 | 14,323 | 15,408 |
| 营业成本 | 7,537 | 10,697 | 10,412 | 11,620 | 12,683 |
| 折旧和摊销 | 400 | 430 | 1,006 | 1,095 | 1,181 |
| 营业税费 | 203 | 247 | 235 | 260 | 279 |
| 销售费用 | 150 | 189 | 154 | 170 | 183 |
| 管理费用 | 485 | 520 | 430 | 475 | 511 |
| 财务费用 | 509 | 704 | 498 | 441 | 390 |
| 公允价值变动损益 | 0 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | -191 | 584 | 589 | 665 | 753 |
| 营业利润 | 890 | 1,627 | 1,833 | 2,010 | 2,104 |
| 利润总额 | 923 | 1,621 | 1,828 | 2,004 | 2,099 |
| 少数股东损益 | 61 | 84 | 56 | 56 | 56 |
| 归属母公司净利润 | 631 | 1,321 | 1,529 | 1,682 | 1,764 |

| 资产负债表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 21,555 | 23,514 | 24,079 | 25,979 | 27,871 |
| 流动资产 | 6,117 | 6,285 | 6,185 | 7,430 | 8,713 |
| 货币资金 | 2,427 | 1,957 | 2,014 | 2,815 | 3,723 |
| 交易型金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收帐款 | 1,117 | 1,638 | 1,558 | 1,721 | 1,851 |
| 应收票据 | 123 | 186 | 177 | 195 | 210 |
| 其他应收款 | 45 | 61 | 58 | 64 | 69 |
| 存货 | 1,615 | 1,775 | 1,728 | 1,929 | 2,106 |
| 可供出售投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 持有到期金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 5,360 | 5,831 | 6,126 | 6,459 | 6,835 |
| 固定资产 | 5,123 | 8,003 | 8,603 | 9,056 | 9,379 |
| 无形资产 | 1,062 | 1,050 | 997 | 948 | 900 |
| 总负债 | 15,653 | 14,178 | 13,356 | 13,809 | 14,201 |
| 无息负债 | 6,728 | 6,028 | 5,897 | 6,350 | 6,742 |
| 有息负债 | 8,926 | 8,150 | 7,459 | 7,459 | 7,459 |
| 股东权益 | 5,901 | 9,337 | 10,723 | 12,170 | 13,670 |
| 股本 | 986 | 1,229 | 1,229 | 1,229 | 1,229 |
| 公积金 | -158 | 1,874 | 2,027 | 2,195 | 2,371 |
| 未分配利润 | 4,092 | 5,243 | 6,361 | 7,584 | 8,852 |
| 少数股东权益 | 748 | 795 | 851 | 906 | 962 |

| 现金流量表 (百万元) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------|-------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流 | 990 | 1,222 | 2,595 | 2,605 | 2,645 |
| 净利润 | 631 | 1,321 | 1,529 | 1,682 | 1,764 |
| 折旧摊销 | 400 | 430 | 1,006 | 1,095 | 1,181 |
| 净营运资金增加 | 541 | 1,345 | -124 | 189 | 142 |
| 其他 | -581 | -1,874 | 184 | -361 | -442 |
| 投资活动产生现金流 | -807 | -1,298 | -1,153 | -1,067 | -1,023 |
| 净资本支出 | -1,074 | -1,339 | -1,400 | -1,400 | -1,400 |
| 长期投资变化 | 5,360 | 5,831 | -294 | -333 | -377 |
| 其他资产变化 | -5,093 | -5,790 | 541 | 665 | 753 |
| 融资活动现金流 | 190 | -406 | -1,385 | -737 | -713 |
| 股本变化 | 0 | 244 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 857 | -776 | -691 | 0 | 0 |
| 无息负债变化 | 1,682 | -700 | -131 | 453 | 391 |
| 净现金流 | 368 | -496 | 57 | 801 | 908 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

| 关键指标 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%YoY) | | | | | |
| 收入增长率 | 56.91% | 35.84% | -4.87% | 10.45% | 7.57% |
| 净利润增长率 | 21.66% | 109.37% | 15.71% | 10.02% | 4.87% |
| EBITDA 增长率 | 43.90% | 16.36% | 18.87% | 4.79% | 1.45% |
| EBIT 增长率 | 57.07% | 18.58% | -7.42% | 2.45% | -2.49% |
| 估值指标 | | | | | |
| PE | 18 | 9 | 8 | 7 | 7 |
| PB | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/EBITDA | 7 | 7 | 5 | 5 | 4 |
| EV/EBIT | 8 | 8 | 8 | 8 | 7 |
| EV/NOPLAT | 11 | 10 | 10 | 9 | 8 |
| EV/Sales | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| EV/IC | 2 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 盈利能力 (%) | | | | | |
| 毛利率 | 24.90% | 21.53% | 19.71% | 18.87% | 17.68% |
| EBITDA 率 | 19.80% | 16.96% | 21.19% | 20.11% | 18.96% |
| EBIT 率 | 15.81% | 13.81% | 13.44% | 12.46% | 11.30% |
| 税前净利润率 | 9.19% | 11.89% | 14.09% | 13.99% | 13.62% |
| 税后净利润率 (归属母公司) | 6.29% | 9.69% | 11.79% | 11.74% | 11.45% |
| ROA | 3.21% | 5.98% | 6.58% | 6.69% | 6.53% |
| ROE (归属母公司) (摊薄) | 12.25% | 15.47% | 15.49% | 14.93% | 13.88% |
| 经营性 ROIC | 13.94% | 13.90% | 12.60% | 12.38% | 11.72% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 流动比率 | 0.59 | 0.67 | 0.86 | 0.97 | 1.08 |
| 速动比率 | 0.43 | 0.48 | 0.62 | 0.72 | 0.82 |
| 归属母公司权益/有息债务 | 0.58 | 1.05 | 1.32 | 1.51 | 1.70 |
| 有形资产/有息债务 | 2.25 | 2.71 | 3.05 | 3.31 | 3.57 |
| 每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据) | | | | | |
| EPS | 0.51 | 1.07 | 1.24 | 1.37 | 1.43 |
| 每股红利 | 0.08 | 0.21 | 0.24 | 0.26 | 0.27 |
| 每股经营现金流 | 0.81 | 0.99 | 2.11 | 2.12 | 2.15 |
| 每股自由现金流(FCFF) | 0.04 | -0.43 | 1.00 | 0.87 | 0.94 |
| 每股净资产 | 4.19 | 6.95 | 8.03 | 9.16 | 10.34 |
| 每股销售收入 | 8.16 | 11.09 | 10.55 | 11.65 | 12.53 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|--|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上； |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%； |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%； |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上； |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |