

## 新奥股份(600803)重大事项点评

# 重组推进, 优质燃气龙头上下游一体化启航

## 事项:

- ❖ 公司发布收购预案: 拟以(1)旗下联信创投(持有 Santos 的 9.97% 股份, 对价 70.86 亿元)、(2)发行股份(对价 132.54 亿元)、(3)现金 27.05 亿元购买新奥国际旗下新奥能源 29.26% 股权;(4)并以现金 27.95 亿元购买精选投资旗下新奥能源 3.55% 股权。合计购买新奥能源 32.8% 股权。另外拟采用询价方式定增募集配套资金用于支付现金收购标的资产。

## 评论:

- ❖ **收购方案符合预期。**此次预案更新基本符合预期。其中 Santos 在量价齐升拉动下较 2018 年账面价值增值约 36%, 符合此前预案 13.6-15.5 亿澳元的指引; 新奥能源此次交易对价确定为 258.4 亿元, 同样符合 273-310 亿港元的指引。同时根据此前增发 9.88 元/股的对价, 此次公司拟向新奥国际发行 A 股 13.4 亿股购买资产, 在显著增厚公司未来业绩的同时, 我们对 2020 年公司 EPS 的影响做如下假设: (1) Santos 的置出与新奥能源股权的置入同在 2020 年发生; (2) 新奥能源 2020 年实现归母净利润 60 亿元; (3) 两公司间工程业务抵消的部分约占新奥股份子公司新地公司净利润的 60%; (4) 定增募资的询价结果暂采用 9.88 元/股的价格; (5) 若 2020 年上半年完成并表; (6) 暂不考虑公司内生增长, 仅交易本身预计对公司 2020 年 EPS 影响约为(-6.5%)-(+7.2%), 交易本身对 EPS 的影响波动相对较小。
- ❖ **上下游潜在协同符合行业发展大势。**在 2019 年天然气市场化改革推进、上游巨头加速垂直一体化的背景下, 我们再次重申上下游一体化推进对公司潜在的巨大协同效应。**对于上游业务来说,**新奥能源的强大分销能力进一步提升公司海外资源布局时的议价能力。考虑到当前公司仍在海外产业布局方面积极推进, 此次重组有望助公司手握新奥能源在国内的管网和客户资源, 加之旺盛的需求量和公司对需求的精准把握能力, 公司上游领域的话语权有望显著提高。**对于下游业务来说,**短期新奥能源的经营业务和气源结构预计仍保持稳定, 海外 LNG 出口站的建设也在近年陆续加速, 公司领先的海外油气投资管理经验也有望在未来进一步扩大海外气源资源规模, 加之集团接收站周转量和管道建设同样积极推进, 公司与下游的海外资源直接对接也有望实现。
- ❖ **新奥能源各业务持续发力保持稳健增长。**新奥能源 2019H1 城市燃气售气量保持高于行业平均的 16% 增长; 全年毛差有望基本维稳, 在供需改善情况下售气业务有望保持强韧增长; 综合能源业务量价齐升, 而增值业务 2019H1 已占公司毛利达 12%, 手握超 2000 万户居民用户和 13.3 万个地点的工商业用户, 优质用户粘性高且拥有多消费场景, 高毛利率的增值业务对业绩拉动效应明显。
- ❖ **投资建议:**考虑到 2019 年甲醇和 LNG 价格同比下降, 同时财务费用有所提升, 我们下调不考虑收购影响 2019-2020 年的净利润至 13.3 亿、14.3 亿元(前值为 15.9、16.5 亿元), 对应 PE 为 9、8 倍。假设 2020 年预计完成收购则根据煤化工 9 倍和新奥能源 18 倍估值水平, 分别给予 2020 年两板块 68 亿和 349 亿的市值目标, 对应目标价 12.8 元。考虑到公司作为 A 股唯一贯通天然气上下游一体布局的稀缺标的, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**收购进展不及预期; 产能投放不及预期; 化工产品价格大幅波动。

## 主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	13,632	13,033	13,388	14,516
同比增速(%)	35.8%	-4.4%	2.7%	8.4%
净利润(百万)	1,322	1,326	1,434	1,664
同比增速(%)	109.4%	0.4%	8.1%	16.1%
每股盈利(元)	1.07	1.08	1.17	1.35
市盈率(倍)	9	9	8	7
市净率(倍)	1	1	1	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 11 月 21 日收盘价

## 强推(维持)

目标价: 12.80 元

当前价: 9.83 元

## 华创证券研究所

### 证券分析师: 庞天一

电话: 010-63214659

邮箱: pangtianyi@hcyjs.com

执业编号: S0360518070002

### 联系人: 黄秀杰

电话: 021-20572561

邮箱: huangxiujie@hcyjs.com

### 联系人: 王兆康

电话: 010-66500855

邮箱: wangzhaokang@hcyjs.com

## 公司基本数据

总股本(万股)	122,936
已上市流通股(万股)	122,936
总市值(亿元)	120.85
流通市值(亿元)	120.85
资产负债率(%)	60.4
每股净资产(元)	23.73
12个月内最高/最低价	13.03/8.53

## 市场表现对比图(近 12 个月)



## 相关研究报告

《新奥股份(600803)深度研究报告: 油气上游稳扎稳打, 收购下游一体贯通》

2019-09-11

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,957	2,292	2,825	4,108
应收票据	186	177	182	198
应收账款	1,638	1,546	1,588	1,721
预付账款	351	340	348	377
存货	1,775	1,716	1,758	1,905
其他流动资产	378	360	370	402
流动资产合计	6,285	6,431	7,071	8,711
其他长期投资	45	43	45	48
长期股权投资	5,831	5,831	5,831	5,831
固定资产	8,003	8,242	9,061	9,483
在建工程	1,737	2,625	2,413	2,344
无形资产	1,050	945	850	765
其他非流动资产	563	494	438	395
非流动资产合计	17,229	18,180	18,638	18,866
<b>资产合计</b>	<b>23,514</b>	<b>24,611</b>	<b>25,709</b>	<b>27,577</b>
短期借款	1,991	2,290	2,053	2,084
应付票据	226	218	223	242
应付账款	2,754	2,661	2,727	2,954
预收款项	854	817	839	910
其他应付款	253	253	253	253
一年内到期的非流动负债	2,742	2,742	2,742	2,742
其他流动负债	502	535	504	525
流动负债合计	9,322	9,516	9,341	9,710
长期借款	3,268	3,268	3,268	3,268
应付债券	149	149	149	149
其他非流动负债	1,438	1,438	1,438	1,438
非流动负债合计	4,855	4,855	4,855	4,855
<b>负债合计</b>	<b>14,177</b>	<b>14,371</b>	<b>14,196</b>	<b>14,565</b>
归属母公司所有者权益	8,542	9,355	10,530	11,915
少数股东权益	795	885	983	1,097
<b>所有者权益合计</b>	<b>9,337</b>	<b>10,240</b>	<b>11,513</b>	<b>13,012</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>23,514</b>	<b>24,611</b>	<b>25,709</b>	<b>27,577</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,235</b>	<b>1,991</b>	<b>2,032</b>	<b>2,148</b>
现金收益	2,540	2,664	2,769	3,009
存货影响	-161	60	-42	-147
经营性应收影响	-517	46	-134	-259
经营性应付影响	-152	-138	93	317
其他影响	-476	-641	-654	-772
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,298</b>	<b>-1,590</b>	<b>-1,084</b>	<b>-878</b>
资本支出	-1,948	-1,660	-1,140	-923
股权投资	54	0	0	0
其他长期资产变化	596	70	56	45
<b>融资活动现金流</b>	<b>-406</b>	<b>-66</b>	<b>-415</b>	<b>13</b>
借款增加	-776	300	-238	31
财务费用	-600	-652	-299	-347
股东融资	2,243	0	0	0
其他长期负债变化	-1,273	286	122	329

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>13,632</b>	<b>13,033</b>	<b>13,388</b>	<b>14,516</b>
营业成本	10,697	10,337	10,591	11,476
营业税金及附加	247	222	228	247
销售费用	189	181	186	201
管理费用	520	586	522	566
财务费用	704	610	610	577
资产减值损失	97	67	79	81
公允价值变动收益	-2	-2	-2	-2
投资收益	584	726	725	822
其他收益	11	16	16	16
<b>营业利润</b>	<b>1,627</b>	<b>1,632</b>	<b>1,768</b>	<b>2,051</b>
营业外收入	31	35	33	34
营业外支出	37	33	35	34
<b>利润总额</b>	<b>1,621</b>	<b>1,634</b>	<b>1,766</b>	<b>2,051</b>
所得税	215	217	234	273
<b>净利润</b>	<b>1,406</b>	<b>1,417</b>	<b>1,532</b>	<b>1,778</b>
少数股东损益	84	91	98	114
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,322</b>	<b>1,326</b>	<b>1,434</b>	<b>1,664</b>
NOPLAT	2,016	1,945	2,061	2,278
EPS(摊薄) (元)	1.07	1.08	1.17	1.35

**主要财务比率**

	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	35.8%	-4.4%	2.7%	8.4%
EBIT 增长率	62.4%	-3.5%	5.9%	10.5%
归母净利润增长率	109.4%	0.4%	8.1%	16.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.5%	20.7%	20.9%	20.9%
净利率	10.3%	10.9%	11.4%	12.3%
ROE	14.2%	13.0%	12.5%	12.8%
ROIC	17.2%	15.1%	15.0%	15.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	60.3%	58.4%	55.2%	52.8%
债务权益比	102.7%	96.6%	83.8%	74.4%
流动比率	67.4%	67.6%	75.7%	89.7%
速动比率	48.4%	49.5%	56.9%	70.1%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	36	44	42	41
应付账款周转天数	88	94	92	89
存货周转天数	57	61	59	57
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	1.07	1.08	1.17	1.35
每股经营现金流	1.00	1.62	1.65	1.75
每股净资产	6.95	7.61	8.57	9.69
<b>估值比率</b>				
P/E	9	9	8	7
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	11	10	10	9

## 环保与公用事业组团队介绍

**组长、高级分析师：庞天一**

吉林大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。

**助理研究员：黄秀杰**

清华大学工学硕士。2018年加入华创证券研究所。

**助理研究员：王兆康**

华威大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理		wangliqiong@hcyjs.com	

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500