

公司研究/公告点评

2019年11月22日

基础化工/化学制品 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 9.83  
合理价格区间(元): 13.64~14.74

**王玮嘉** 执业证书编号: S0570517050002  
研究员 021-28972079  
wangweijia@htsc.com

**刘曦** 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

**庄汀洲** 执业证书编号: S0570519040002  
研究员 010-56793939  
zhuangtingzhou@htsc.com

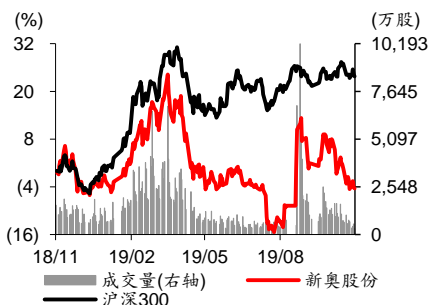
**吴祖鹏** 0755-82492080  
联系人 wuzupeng@htsc.com

**施静** 010-56793967  
联系人 shi\_jing@htsc.com

相关研究

1 《新奥股份(600803 SH,买入): 天然气一体化布局或推动价值重估》2019.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 资产重组对价合理, 推动价值重估

## 新奥股份(600803)

### 天然气一体化布局, 铸就稀缺综合型燃气标的

新奥股份 11 月 21 日发布《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暨关联交易报告书(草案)》。公司此次收购标的为港股新奥能源 32.80% 股权, 对价为 258.4 亿元(位于此前公告 273.1-310.1 亿港元区间中值), 根据华泰港股团队预测对应 2019 年 P/E 约为 16 倍, 估值合理, 优质燃气资产或推动公司价值重估。我们预计新奥股份 19-21 年 EPS 为 1.10/1.26/1.56 元(不考虑新奥能源并表), 参考可比公司 19 年平均 P/E11.5x, 叠加潜在的高估值燃气资产溢价, 我们给予公司 19 年 12.4-13.4x 目标 P/E, 对应目标价 13.64-14.74 元/股, 维持“买入”评级。

### 新奥能源股权对价 258.4 亿元, 对价合理

公司发布重大资产置换交易方案, 此次收购标的为港股新奥能源 32.80% 股权, 对价为 258.4 亿元(位于此前公告 273.1-310.1 亿港元区间中值), 对应 2019 年 P/E 约为 16 倍, 估值合理。收购对价中: 1) 55 亿元通过现金方式支付; 2) 132.5 亿元通过向大股东发行股份方式支付, 发行价格为 9.88 元/股; 3) 70.9 亿元以联信创投通过资产置换方式支付, 联信创投主要资产为所持有的 9.97% Santos 股权, 该部分资产定价位于此前公告 13.6-15.5 亿港元区间中值, 符合市场预期。此外, 公司拟募集配套资金不超过发行前公司总股本的 20%, 且不超过 35 亿元, 用于支付现金对价。

### 优质燃气资产或推动公司价值重估

本次新奥股份收购新奥能源股权乃集团层面能源板块上中下游一体化重要布局。股权收购完成后, 新奥股份将持有新奥能源 32.80% 股份, 新奥能源将纳入新奥股份的合并范围。新奥能源为中国城燃龙头, 全国范围内运营 201 个城燃项目, 2018 年销气量占国内天然气表观消费量 6%, 城燃排名第三。公司业绩保持强势增长, 1H19 新奥能源实现扣非归母净利润 27.3 亿元, 同比增长 14.4%。若交易完成, 公司将涵盖天然气上中下游全产业链, 成为 A 股稀缺综合型燃气标的。公告股权收购前, 新奥股份 19 年 P/E 9x, 新奥能源 19 年 P/E 17x, 高估值燃气资产或将推动公司价值重估。

### 资产重组对价合理, 维持“买入”评级

预计 2019-2021 年公司归母净利润(不考虑新奥能源并表) 13.6/15.5/19.2 亿元, 对应 EPS 为 1.10/1.26/1.56 元, 当前股价对应 2019-2021 年 8.9x/7.8x/6.3x P/E。因公司主营涵盖煤炭生产及贸易、甲醇生产及贸易、能源工程业务、LNG 生产加工业务, 故选取各自行业可比公司, 参考可比公司 19 年平均 P/E11.5x, 叠加潜在的高估值燃气资产溢价, 我们给予公司 19 年 12.4-13.4x 目标 P/E, 对应目标价 13.64-14.74 元/股, 维持“买入”评级。

风险提示: 煤炭与甲醇价格波动、经济下行拖累天然气需求。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	1,229
流通 A 股(百万股)	1,229
52 周内股价区间(元)	8.70-13.07
总市值(百万元)	12,085
总资产(百万元)	25,505
每股净资产(元)	7.57

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10,036	13,632	13,093	14,569	16,454
+/-%	56.91	35.84	(3.96)	11.28	12.94
归属母公司净利润(百万元)	631.04	1,321	1,357	1,548	1,924
+/-%	21.66	109.37	2.71	14.04	24.28
EPS(元, 最新摊薄)	0.51	1.07	1.10	1.26	1.56
PE(倍)	19.15	9.15	8.90	7.81	6.28

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

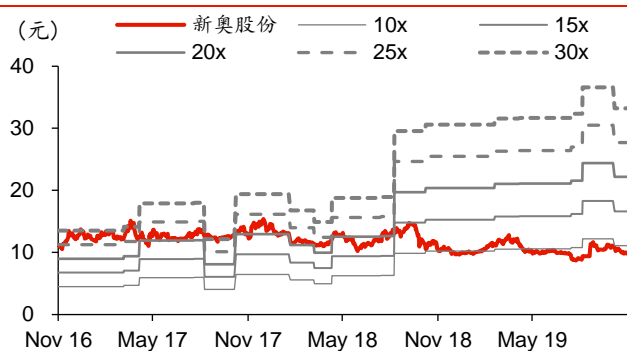
图表1: 可比公司估值表 (2019/11/21)

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		市值(mn)		市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
		2019/11/21	2019/11/21	19E	20E	19E	20E	19E	20E			
山煤国际	600546.SH	6.81	13,501	13.1	11.3	2.3	2.0	17%	17%	Wind		
中油工程	600339.SH	3.17	17,699	16.3	12.1	0.7	0.7	4%	6%	Wind		
中煤能源	601898.SH	4.68	54,032	8.9	8.2	0.6	0.6	6%	6%	Wind		
昊华能源	601101.SH	5.19	6,228	7.6	6.6	0.8	0.7	10%	11%	Wind		
平均值				11.5	9.5	1.1	1.0	9%	10%			
新奥股份	600803.SH	9.83	12,085	8.9	7.8	1.2	1.1	14%	14%	华泰		

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

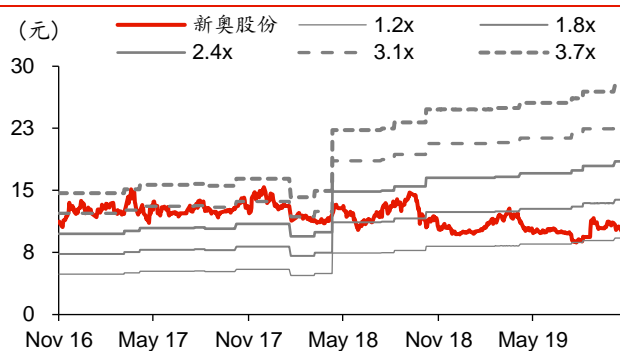
## PE/PB - Bands

图表2: 新奥股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 新奥股份历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	6,117	6,285	6,147	7,051	7,968
现金	2,427	1,957	1,891	2,395	2,788
应收账款	1,117	1,638	1,573	1,750	1,977
其他应收账款	45.06	60.96	58.55	65.15	73.58
预付账款	514.79	351.35	351.73	383.86	427.14
存货	1,615	1,775	1,779	1,942	2,162
其他流动资产	398.37	501.93	494.58	514.68	540.36
非流动资产	15,438	17,230	17,338	17,610	17,871
长期投资	5,360	5,831	5,831	5,831	5,831
固定投资	5,123	8,003	9,128	9,494	9,772
无形资产	1,062	1,050	1,038	1,026	1,014
其他非流动资产	3,893	2,346	1,341	1,259	1,254
资产总计	21,555	23,514	23,485	24,661	25,839
流动负债	10,430	9,323	9,117	8,936	9,089
短期借款	3,077	1,991	1,912	1,399	1,086
应付账款	2,461	2,754	2,669	2,817	3,027
其他流动负债	4,892	4,578	4,537	4,720	4,976
非流动负债	5,224	4,855	3,767	3,661	2,849
长期借款	1,555	3,268	2,179	2,074	1,262
其他非流动负债	3,668	1,587	1,587	1,587	1,587
负债合计	15,653	14,178	12,884	12,597	11,939
少数股东权益	748.15	794.77	881.56	980.54	1,104
股本	985.79	1,229	1,229	1,229	1,229
资本公积	(190.59)	1,794	1,794	1,794	1,794
留存公积	4,125	5,323	6,697	8,061	9,774
归属母公司股东权益	5,153	8,542	9,720	11,084	12,797
负债和股东权益	21,555	23,514	23,485	24,661	25,839

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	990.23	1,222	1,765	1,928	2,290
净利润	631.04	1,321	1,357	1,548	1,924
折旧摊销	399.97	430.12	533.99	588.04	625.97
财务费用	508.95	704.29	437.17	387.36	335.24
投资损失	191.42	(584.48)	(608.79)	(639.58)	(673.50)
营运资金变动	(824.82)	(632.35)	(54.10)	(67.05)	(56.49)
其他经营现金	83.67	(16.72)	99.38	111.57	135.61
投资活动现金	(807.34)	(1,298)	(47.43)	(233.88)	(227.92)
资本支出	1,075	1,342	634.50	851.74	879.70
长期投资	2.72	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(270.33)	(44.06)	(587.07)	(617.86)	(651.78)
筹资活动现金	190.16	(406.43)	(1,784)	(1,190)	(1,669)
短期借款	73.74	(1,086)	(78.85)	(512.86)	(312.59)
长期借款	15.64	1,713	(1,089)	(105.63)	(811.63)
普通股增加	0.00	243.57	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(17.11)	1,984	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	117.89	(3,261)	(616.33)	(571.39)	(545.11)
现金净增加额	373.04	(482.57)	(66.47)	504.29	393.08

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	10,036	13,632	13,093	14,569	16,454
营业成本	7,537	10,697	10,708	11,687	13,004
营业税金及附加	202.95	247.22	237.43	264.20	298.40
营业费用	150.22	189.14	181.65	202.13	228.29
管理费用	485.41	520.50	499.88	556.25	628.24
财务费用	508.95	704.29	437.17	387.36	335.24
资产减值损失	72.94	96.70	39.28	43.71	49.36
公允价值变动收益	0.00	(1.60)	(1.60)	(1.60)	(1.60)
投资净收益	(191.42)	584.48	608.79	639.58	673.50
营业利润	890.36	1,627	1,544	1,911	2,407
营业外收入	50.66	30.95	146.00	0.00	0.00
营业外支出	18.41	36.52	27.00	0.00	0.00
利润总额	922.60	1,621	1,663	1,911	2,407
所得税	230.13	215.46	219.09	264.22	360.22
净利润	692.48	1,406	1,444	1,647	2,047
少数股东损益	61.44	84.50	86.79	98.98	123.01
归属母公司净利润	631.04	1,321	1,357	1,548	1,924
EBITDA	2,027	2,236	1,832	2,264	2,718
EPS (亿元, 基本)	0.64	1.11	1.10	1.26	1.56

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	56.91	35.84	(3.96)	11.28	12.94
营业利润	130.34	82.71	(5.09)	23.76	25.95
归属母公司净利润	21.66	109.37	2.71	14.04	24.28
获利能力 (%)					
毛利率	24.90	21.53	18.21	19.78	20.97
净利率	6.29	9.69	10.37	10.62	11.69
ROE	13.01	19.30	14.86	14.88	16.11
ROIC	18.46	15.60	8.70	11.10	13.23
偿债能力					
资产负债率 (%)	72.62	60.29	54.86	51.08	46.20
净负债比率 (%)	46.18	56.43	53.03	49.33	42.64
流动比率	0.59	0.67	0.67	0.79	0.88
速动比率	0.43	0.48	0.48	0.57	0.64
营运能力					
总资产周转率	0.50	0.61	0.56	0.61	0.65
应收账款周转率	9.69	9.90	8.16	8.77	8.83
应付账款周转率	4.09	4.10	3.95	4.26	4.45
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.51	1.07	1.10	1.26	1.56
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.81	0.99	1.44	1.57	1.86
每股净资产 (最新摊薄)	4.19	6.95	7.91	9.02	10.41
估值比率					
PE (倍)	19.15	9.15	8.90	7.81	6.28
PB (倍)	2.35	1.41	1.24	1.09	0.94
EV_EBITDA (倍)	9.39	8.51	10.39	8.41	7.00

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com