



新奥股份(600803)

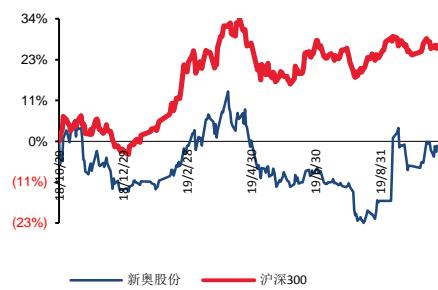
目标价: 14.6

昨收盘: 11.08

材料 材料 II

传统业务下滑拖累业绩，重组新奥能源后抗周期性增强

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,229/1,229
总市值/流通(百万元)	13,621/13,621
12个月最高/最低(元)	13.07/8.70

相关研究报告:

新奥股份(600803)《【太平洋化工】新奥股份：强周期影响估值，重组后盈利大增，成为A股首家全国性燃气公司》--2019/09/11

新奥股份(600803)《【太平洋化工】新奥股份年报点评：2018年业绩创历史新高，估值低位，维持“买入”》--2019/03/12

新奥股份(600803)《【太平洋化工】新奥股份跟踪点评：拟收购东芝美国LNG业务，海外布局再下一城，维持“买入”》--2018/11/08

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

事件：公司发布2019年三季报，报告期实现营业收入97.37亿元，同比-0.61%；归母净利润10.76亿元，同比+3.96%；扣非后归母净利润8.42亿元，同比-17.96%。其中第三季度实现营业收入30.63亿元，同比-2.80%，环比-13.29%；归母净利润1.91亿元，同比-41.85%，环比-64.32%；扣非后归母净利润1.91亿元，同比-42.93%，环比-39.95%。

主要观点：

1. 甲醇、煤炭等传统业务下滑，拖累第三季度业绩

2018年Q1-2019年Q3，公司单季度分别实现归母净利润3.44亿元、3.62亿元、3.29亿元、2.86亿元、3.49亿元、5.36亿元、1.91亿元。2019年第二季度创历史新高主要由于公司剥离农兽药板块，继续聚焦清洁能源主业，非经常性收益大增。其中出售农兽药公司收益0.916亿元；政府补助1.56亿元。**2019年第三季度大幅下滑，主要由于(1)主营产品甲醇均价1473.51元/吨(不含税)，同比下滑34.42%，环比下滑12.89%。**2019年第二季度，公司甲醇板块利润下滑明显，主要受甲醇价格下滑影响，第三季度依然下滑。(2)自产混煤(70.05万吨、69.65万吨)和洗精煤(90.5万吨、90.38万吨)产量和销量均出现环比下滑，产量下滑小计36.52万吨，销量下滑小计33.81万吨。混煤毛利率环比下滑3.2个百分点至43.92%；洗精煤毛利率环比下滑4.34个百分点至63.84%。(3)公司持有Santos股份10.07%，2019年Q1-Q3分别确认投资收益1亿元、1.65亿元、1.39亿元，第三季度环比有所下滑。

2. 纳入新奥能源，成为A股首家全国性燃气公司

2019年9月，公司发布资产重组预案，拟通过资产置换、发行股份及支付现金的方式向新奥国际及精选投资购买其持有的新奥能源合计369,175,534股股份，并拟发行股份募集配套资金。本次资产重组预案主要包括三部分：(1)重大资产置换。新奥股份拟以其全资子公司新能香港所持有的联信创投100%股权(主要资产为持有的Santos公司9.97%股份)与新奥国际所持的新奥能源329,249,000股股份(目前股权占比29.26%)的等值部分进行资产置换。(2)发行股份及支付现金购买资产。拟以发行股份及支付现金方式向新奥国际购买上述

重大资产置换中置入资产交易对价的差额部分；拟以支付现金的方式向精选投资购买其持有新奥能源 39,926,534 股股份（目前股权占比 3.55%）。发行股份价格为 9.88 元/股，锁定期 36 个月。（3）募集资金。拟向不超过 10 名投资者非公开发行股票募集配套资金，发行股份数量不超过发行前公司总股本的 20%，锁定期 12 个月，用于支付标的资产的现金对价。

标的资产的审计、估值工作尚未完成。经初步预估，本次交易置入资产的预估值区间约为 273.1 亿港元至 310.1 亿港元，对应新奥能源（2688.HK）每股股价 74 港元/股-84 港元/股；置出资产的预估值区间约为 13.6 亿澳元至 15.5 亿澳元，对应 Santos (STO.AX) 每股股价 6.5 澳元/股-7.4 澳元/股。

新奥能源是我国最大的全国性天然气分销商之一，已获得城市燃气项目 201 个，覆盖可接驳人口 9995 万。2018 年实现天然气销售量 233.28 亿立方米，同比+18.9%；已接驳住宅用户 1852.3 万户，同比 14.2%；**2010-2018 年天然气销量 CAGR 高达 16.4%。**2018 年，新奥能源实现营业收入 609.39 亿元，同比+25.91%；净利润 28.18 亿元，同比+0.57%。**2019 年 H1，新奥能源实现天然气销售 132 亿立方米，同比+19.4%；营业收入 357.17 亿元，同比+31.61%；净利润 33.62 亿元，同比+88.66%。**即使剔除收购及处置、公允值变动、拨备和汇兑等产生的非经营项目及购股权摊销合计 6.28 亿元影响，新奥能源 2019 年 H1 由经营活动带来的核心利润为 27.34 亿元，同比+14.4%。

2016 年以来，我国天然气再次迎来黄金发展期。2019 年前三季度，国内生产天然气 1277 亿立方米，同比增长 9.5%；进口天然气 7122 万吨，同比增长 10.0%。

重组对上市公司影响：（1）交易完成后，新奥股份将持有新奥能源已发行普通股股份总数的 32.83%，纳入合并报表范围。公司资产规模、营业收入、盈利能力将大幅提升。（2）增强公司下游话语权，有利于公司上游资源开拓，公司致力于“成为创新型的清洁能源上下游一体化领先企业”。A 股作为新奥集团天然气产业链布局的战略平台地位更加突出。（3）Santos 公司剥离之后，市场普遍担心公司获取天然气上游资源能力弱化。我们认为 Santos 公司天然气销售大多长协及本地消化，实际也鲜有出口至国内，本次置换后，大股东对 Santos 控制力增强，实际有利于下一步业务合作。置出 Santos 资产不会影响与 Santos 的合作以及新奥股份总体战略定位。王玉锁先生承诺，未来 Santos 提供有关 LNG 生产（包括加工、运输、港口设施、陆上存储）和 LNG 采购等所有环节的共同投资机会时，王玉锁先生本人及其控制的新奥控股和新奥国际将该等商业机会让予新奥股份或其下属企业。（4）由于公司原有煤炭及甲醇业务强周期，市场给与的估值较低，本次重组后，公司盈利能力及业绩中枢大幅提升，抗周期性增强。

3. 盈利预测及评级

由于本次交易的审计、评估、估值相关工作尚未完成，暂不考虑本次资产重组影响。我们预计公司 2019-2021 年归母净利分别为 12.77 亿元、11.84 亿元和 12.72 亿元，对应 EPS 1.04 元、0.96 元和 1.04 元，PE 8X、8.1X 和 7.8X。重组完成后，公司盈利能力大幅提升，成为 A 股首家全国性燃气公司，抗周期性增强，维持“买入”评级。

风险提示：重组方案及进度不及预期；宏观经济不及预期；煤炭、甲醇等能源价格大幅波动；汇率波动

■ 盈利预测和财务指标：

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	13,632	13,132	13,974	14,885
(+/-%)	35.8%	-3.7%	6.4%	6.5%
净利润(百万元)	1,321	1,277	1,184	1,272
(+/-%)	110.6%	-3.4%	-7.3%	7.5%
摊薄每股收益(元)	1.07	1.04	0.96	1.04
市盈率(PE)	10.3	10.7	11.5	10.7

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

资产负债表					利润表				
会计年度	单位:百万元				会计年度	单位:百万元			
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,957	825	-541	-1,969	营业收入	13,632	13,132	13,974	14,885
应收票据	186	186	186	186	营业成本	10,697	10,459	11,302	11,994
应收账款	1,638	1,578	1,679	1,788	营业税金及附加	247	238	253	270
预付账款	351	344	371	394	销售费用	189	183	190	201
存货	1,775	1,736	1,876	1,991	管理费用	520	502	531	566
其他流动资产	377	377	377	377	财务费用	704	687	740	836
流动资产合计	6,285	5,045	3,948	2,767	资产减值损失	97	60	20	20
其他长期投资	45	45	45	45	公允价值变动收益	-2	0	0	0
长期股权投资	5,831	5,831	5,831	5,831	投资收益	584	580	530	580
固定资产	8,003	10,489	13,083	15,807	营业利润	1,627	1,584	1,467	1,578
在建工程	1,769	1,946	2,141	2,355	营业外收入	31	51	51	51
无形资产	1,050	1,050	1,050	1,050	营业外支出	37	37	37	37
其他非流动资产	531	531	531	531	利润总额	1,621	1,598	1,482	1,593
非流动资产合计	17,230	19,893	22,682	25,619	所得税	215	240	222	239
资产合计	23,514	24,938	26,630	28,386	净利润	1,406	1,358	1,260	1,354
短期借款	1,991	2,050	2,112	2,175	少数股东损益	84	82	76	81
应付票据	226	226	226	226	归属母公司净利润	1,321	1,277	1,184	1,272
应付账款	2,754	2,693	2,910	3,088	NOPLAT	1,682	1,488	1,443	1,576
预收款项	854	823	876	933	EPS (摊薄)	1.07	1.04	0.96	1.04
其他应付款	253	253	253	253					
一年内到期的非流动	2,742	2,742	2,742	2,742					
其他流动负债	503	503	503	503					
流动负债合计	9,323	9,290	9,621	9,920					
长期借款	3,268	3,366	3,467	3,571					
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	4,953	5,054	5,158					
负债合计	14,178	14,243	14,675	15,078					
归属母公司所有者权益	8,542	9,819	11,003	12,275					
少数股东权益	795	876	952	1,034					
所有者权益合计	9,337	10,695	11,955	13,308					
负债和股东权益	23,514	24,938	26,630	28,386					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	单位:百万元				会计年度	2018			
	2018	2019E	2020E	2021E		2019E	2020E	2021E	
经营活动现金流	1,268	2,152	2,352	2,696	成长能力				
现金收益	2,193	2,183	2,356	2,714	营业收入增长率	35.8%	-3.7%	6.4%	6.5%
存货影响	-161	39	-140	-115	EBIT增长率	19.2%	-11.5%	-3.0%	9.2%
经营性应收影响	-517	8	-149	-152	归母公司净利润增长率	110.6%	-3.4%	-7.3%	7.5%
经营性应付影响	-152	-93	270	235	获利能力				
其他影响	-97	14	14	14	毛利率	21.5%	20.4%	19.1%	19.4%
投资活动现金流	-1,639	-2,756	-3,139	-3,456	净利率	10.3%	10.3%	9.0%	9.1%
资本支出	-1,922	-3,336	-3,669	-4,036	ROE	15.5%	13.0%	10.8%	10.4%
股权投资	113	580	530	580	ROIC	14.9%	11.8%	10.4%	10.4%
其他长期资产变化	170	0	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	16	-529	-578	-669	资产负债率	60.3%	57.1%	55.1%	53.1%
借款增加	-776	158	162	167	债务权益比	102.7%	91.1%	82.9%	75.7%
财务费用	-704	-687	-740	-836	流动比率	67.4%	54.3%	41.0%	27.9%
股东融资	2,030	0	0	0	速动比率	48.4%	35.6%	21.5%	7.8%
其他长期负债变化	-533	0	0	0	营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
					应收账款周转天数	43	43	43	43
					应付账款周转天数	93	93	93	93
					存货周转天数	60	60	60	60
					每股指标(元)				
					每股收益	1.07	1.04	0.96	1.04
					每股经营现金流	1.03	1.75	1.91	2.19
					每股净资产	6.95	7.99	8.95	9.98
					估值比率				
					P/E	10.3	10.7	11.5	10.7
					P/B	1.6	1.4	1.2	1.1
					EV/EBITDA	9.6	9.6	9.0	7.9

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafzl@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：(8610) 88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。