

公司研究/年报点评

2020年03月15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): 9.38
合理价格区间(元): 11.19~12.05

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

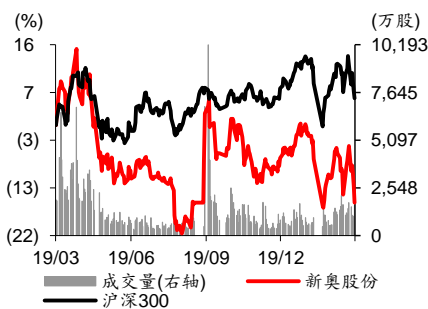
吴祖鹏 0755-82492080
联系人 wuzupeng@htsc.com

施静 010-56793967
联系人 shi_jing@htsc.com

相关研究

- 1《新奥股份(600803 SH,买入): 轻资产气源拓展, 天然气一体化再下一城》2020.01
- 2《新奥股份(600803 SH,买入): 资产重组对价合理, 推动价值重估》2019.11
- 3《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

业绩符合预期, 资产重组可期

新奥股份(600803)

业绩符合预期, 维持“买入”评级

公司 19 年实现营收/归母净利 135.4/12.1 亿元, 同比-0.7%/-8.8%, 符合我们预期, 主要受王家塔煤矿停产及甲醇价格下滑拖累。1 月 16 日公司公告收到证监会关于资产重组方案一次反馈, 若本次收购新奥能源股权完成, 公司或成为 A 股稀缺综合型燃气标的。考虑到煤矿停产及甲醇价格疲软, 我们下调 20-21 年公司 EPS 预测至 (不考虑新奥能源并表) 0.86/1.09 元 (前预测值为 1.23/1.56 元), 引入 22 年 EPS1.24 元。参考可比公司 20 年平均 P/E10x, 叠加资产重组稳步推进带来的潜在燃气资产溢价, 给予公司 20 年 13-14x 目标 P/E, 对应目标价 11.19-12.05 元/股, 维持“买入”评级。

19 年业绩略有下滑, 现金流稳步增长

公司 19 年实现营收/归母净利 135.4/12.1 亿, 同比-0.7%/-8.8%。19 年业绩略有下滑主要因为: 1) 王家塔煤矿自 2019 年 11 月 9 日因一次性因素停产, 公司预计停产影响 19 年净利润 8,077 万元, 受此影响 19 年公司自产煤炭实现收入 15.2 亿 (同比-3.5%), 毛利率 57.6% (同比-4.0pct); 2) 公司自产甲醇收入 23.9 亿元 (同比+27.3%), 毛利率 13.5% (同比-18.3pct) 虽 19 年甲醇新产线投产, 但销售价格同比下降约 23%拖累分部业绩。公司 19 年实现经营性现金流 14.1 亿, 同比+15.6%, 现金流持续稳定增长。

机遇与挑战并存, 资产重组可期

2 月 18 日公司公告王家塔煤矿于 2 月 15 日复产, 停产影响 20 年净利润约 9,678 万元, 公司预计煤矿将逐步恢复满产, 我们下调 20-21 年煤炭产量预期至 640/720 万吨 (下调-6%/5%), 同时假设 22 年煤矿满产运行。据 wind 数据, 1-2 月甲醇价格同比-2.9%/-9.3%, 我们下调 20-21 年甲醇价格预期至 1620/1720 元/吨 (下调-7%/-7%), 并预计 22 年价格同比持平。此外, 截止 12 日布伦特 3 月油价已累计下跌 39%, 因 Santos 参与原油开采与销售, 故我们下调 20 年投资收益预测, 并预计 21-22 年同比持平。公司资产重组稳步推进, 若交易完成高估值燃气资产或将推动公司价值重估。

目标价 11.19-12.05 元/股, 维持“买入”评级

因王家塔煤矿停产、甲醇价格疲软及油价下跌影响, 我们下调 20-21 年公司 EPS 预测至 (不考虑新奥能源并表) 0.86/1.09 元 (前预测值为 1.23/1.56 元), 引入 22 年 EPS1.24 元。考虑到公司重大资产重组正稳步推进, 若 2020 年交易完成, 则新奥能源将纳入公司的合并范围, 显著增厚公司业绩, 我们测算得收购完成后 2021 年新奥股份归母净利润约 30.5 亿元 (增厚 128%)。参考可比公司 20 年平均 P/E10x, 叠加资产重组稳步推进带来的潜在燃气资产溢价, 我们给予公司 20 年 13-14x 目标 P/E, 对应目标价 11.19-12.05 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)	11,531
总资产 (百万元)	24,353
每股净资产 (元)	7.61

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	13,632	13,544	12,375	13,141	13,642
+/-%	35.84	(0.65)	(8.63)	6.19	3.81
归属母公司净利润 (百万元)	1,321	1,205	1,058	1,341	1,523
+/-%	109.37	(8.82)	(12.18)	26.73	13.58
EPS (元, 最新摊薄)	1.07	0.98	0.86	1.09	1.24
PE (倍)	8.73	9.57	10.90	8.60	7.57

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 (2020/3/13)

公司名称	股票代码	股价(元/股) 2020/3/13	市值(mn) 2020/3/13	市盈率(x)		市净率(x)		净资产收益率(%)		来源
				19E	20E	19E	20E	19E	20E	
山煤国际	600546.SH	10.06	19,944	19.4	16.7	3.5	2.9	18%	18%	Wind
中油工程	600339.SH	2.83	15,800	14.6	10.8	0.6	0.6	4%	6%	Wind
中煤能源	601898.SH	4.27	47,434	7.8	7.2	0.6	0.5	6%	6%	Wind
昊华能源	601101.SH	4.16	4,992	6.1	5.3	0.6	0.6	10%	11%	Wind
平均值				12.0	10.0	1.3	1.2	10%	10%	
新奥股份	600803.SH	9.38	11,531	9.6	10.9	1.2	1.1	13%	10%	华泰

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

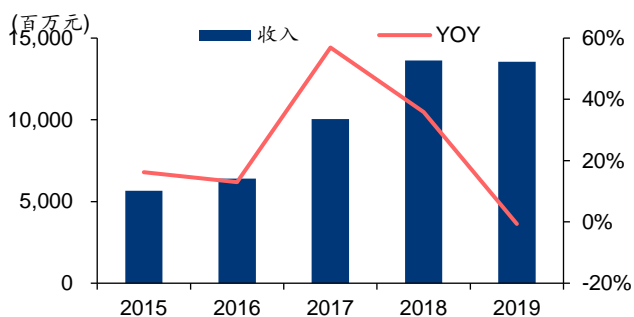
图表2: 盈利预测调整表

项目	原预测(调整前)		现预测(调整后)		变化幅度(pct)	
	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
收入(百万元)	14,471	16,432	12,375	13,141	-14%	-20%
煤炭产量(万吨)	680	760	640	720	-6%	-5%
甲醇价格(元/吨)	1741	1841	1620	1720	-7%	-7%
Santos 投资收益(百万元)	530	530	398	398	-25%	-25%
毛利率(%)	19.50%	21.00%	19.02%	20.47%	-0.5pct	-0.5pct
净利率(%)	10.40%	11.70%	8.55%	10.20%	-1.9pct	-1.5pct
归母净利润(百万元)	1,510	1,922	1,058	1,341	-30%	-30%
EPS(元)	1.23	1.56	0.86	1.09	-30%	-30%

注: 1) 因 Santos 业务范围涵盖上游原油开采与销售, 业绩或受到原油价格下跌影响, EIA 在其 3 月 11 日发布的短期能源展望中预测 2020 年布伦特原油价格 43.3 美元/桶, 同比下降 33%, 因 Santos 仍有天然气销售等其他业务, 我们下调将 Santos 投资收益下调 25% 至 3.98 亿, 因原油价格波动较大, 我们中性预计 21-22 年 Santos 投资收益同比持平; 2) 新奥股份煤炭业务毛利率较高, 我们因王家岭煤矿停产下调煤炭产量和煤炭业务收入, 造成结构性毛利率下降。

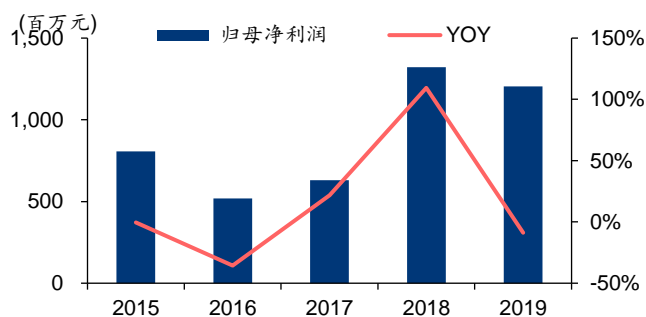
资料来源: 华泰证券研究所

图表3: 2015-2019 年公司收入(左轴)及增速情况(右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

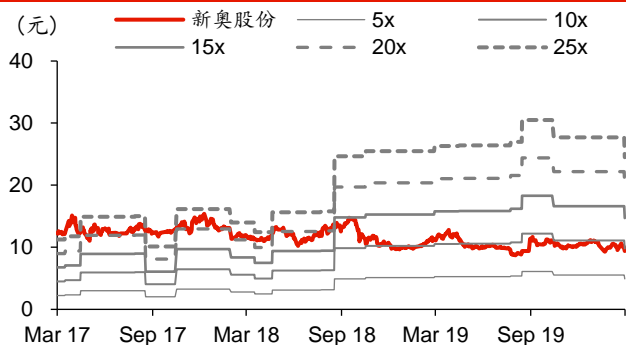
图表4: 2015-2019 年公司归母净利润(左轴)及增速情况(右轴)



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

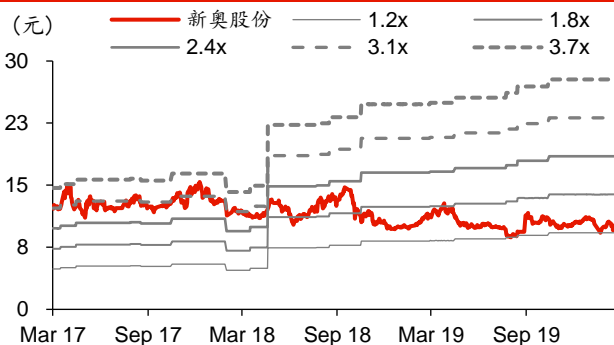
PE/PB - Bands

图表5: 新奥股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,285	6,994	5,902	6,846	7,580
现金	1,957	2,495	1,797	2,544	3,142
应收账款	1,638	1,545	1,412	1,499	1,556
其他应收账款	60.96	87.37	79.83	84.77	88.00
预付账款	351.35	330.89	297.10	309.84	319.46
存货	1,775	1,835	1,647	1,718	1,771
其他流动资产	501.93	700.94	669.76	690.20	703.56
非流动资产	17,230	17,359	17,474	17,497	17,512
长期投资	5,831	6,121	6,121	6,121	6,121
固定投资	8,003	7,677	9,290	9,478	9,522
无形资产	1,050	1,023	996.65	970.87	945.67
其他非流动资产	2,346	2,538	1,066	927.55	923.63
资产总计	23,514	24,353	23,376	24,343	25,092
流动负债	9,323	8,186	6,766	6,613	6,327
短期借款	1,991	2,712	1,859	1,580	1,231
应付账款	2,754	3,582	3,134	3,182	3,193
其他流动负债	4,578	1,892	1,773	1,850	1,903
非流动负债	4,855	6,039	5,606	5,552	5,273
长期借款	3,268	1,895	1,462	1,408	1,129
其他非流动负债	1,587	4,144	4,144	4,144	4,144
负债合计	14,178	14,225	12,372	12,165	11,599
少数股东权益	794.77	773.97	755.70	732.55	706.25
股本	1,229	1,229	1,229	1,229	1,229
资本公积	1,794	1,779	1,779	1,779	1,779
留存公积	5,323	6,274	7,240	8,437	9,778
归属母公司股东权益	8,542	9,354	10,248	11,445	12,786
负债和股东权益	23,514	24,353	23,376	24,343	25,092

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	1,222	1,408	1,568	1,935	2,098
净利润	1,321	1,205	1,058	1,341	1,523
折旧摊销	430.12	544.62	589.36	656.66	689.74
财务费用	704.29	636.54	609.48	561.47	516.33
投资损失	(584.48)	(588.61)	(487.31)	(520.44)	(520.44)
营运资金变动	(632.35)	(315.53)	(173.64)	(70.56)	(74.10)
其他经营现金	(16.72)	(73.19)	(27.97)	(32.85)	(35.99)
投资活动现金	(1,298)	303.50	(207.59)	(149.95)	(174.37)
资本支出	1,342	592.68	665.26	640.75	665.17
长期投资	0.00	41.26	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(44.06)	(937.43)	(457.67)	(490.80)	(490.80)
筹资活动现金	(406.43)	(1,142)	(2,059)	(1,038)	(1,326)
短期借款	(1,086)	721.66	(852.88)	(279.09)	(349.03)
长期借款	1,713	(1,373)	(433.15)	(53.86)	(278.92)
普通股增加	243.57	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,984	(14.58)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(3,261)	(476.21)	(772.84)	(704.94)	(698.14)
现金净增加额	(482.57)	570.27	(698.58)	747.20	597.90

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	13,632	13,544	12,375	13,141	13,642
营业成本	10,697	11,162	10,022	10,452	10,776
营业税金及附加	247.22	295.54	270.03	286.75	297.68
营业费用	189.14	153.07	139.85	148.51	154.17
管理费用	520.50	521.71	476.67	506.19	470.91
财务费用	704.29	636.54	609.48	561.47	516.33
资产减值损失	96.70	16.16	14.77	15.68	16.28
公允价值变动收益	(1.60)	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	584.48	588.61	487.31	520.44	520.44
营业利润	1,627	1,262	1,213	1,567	1,802
营业外收入	30.95	148.07	0.00	0.00	0.00
营业外支出	36.52	13.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,621	1,397	1,213	1,567	1,802
所得税	215.46	213.02	172.98	249.64	305.68
净利润	1,406	1,184	1,040	1,318	1,497
少数股东损益	84.50	(20.80)	(18.27)	(23.15)	(26.30)
归属母公司净利润	1,321	1,205	1,058	1,341	1,523
EBITDA	2,236	1,793	1,903	2,245	2,468
EPS (元, 基本)	1.11	0.99	0.86	1.09	1.24

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	35.84	(0.65)	(8.63)	6.19	3.81
营业利润	82.71	(22.43)	(3.90)	29.24	14.99
归属母公司净利润	109.37	(8.82)	(12.18)	26.73	13.58
获利能力 (%)					
毛利率	21.53	17.59	19.02	20.47	21.01
净利率	9.69	8.89	8.55	10.20	11.16
ROE	19.30	13.46	10.79	12.36	12.57
ROIC	15.60	8.61	9.50	10.93	11.91
偿债能力					
资产负债率 (%)	60.29	58.41	52.93	49.97	46.23
净负债比率 (%)	56.43	36.24	31.27	29.07	25.07
流动比率	0.67	0.85	0.87	1.04	1.20
速动比率	0.48	0.63	0.63	0.78	0.92
营运能力					
总资产周转率	0.61	0.57	0.52	0.55	0.55
应收账款周转率	9.90	8.51	8.37	9.03	8.93
应付账款周转率	4.10	3.52	2.98	3.31	3.38
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.07	0.98	0.86	1.09	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.15	1.28	1.57	1.71
每股净资产(最新摊薄)	6.95	7.61	8.34	9.31	10.40
估值比率					
PE (倍)	8.73	9.57	10.90	8.60	7.57
PB (倍)	1.35	1.23	1.13	1.01	0.90
EV_EBITDA (倍)	7.97	9.94	9.37	7.94	7.22

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 2020 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