

2020年03月22日

新奥股份 (600803.SH)

公司快报

业绩略下滑，战略转型正在进行中

投资要点

- ◆ **2019 年年报数据摘要：**2019 年公司营业收入 135.44 亿元，同比微降 0.65%；归母净利润为 12.05 亿元，同比下降 8.82%；扣非归母净利润 9.67 亿元，同比下降 26.5%。EPS 为 0.98 元/股，每股经营性现金流为 1.15 元/股，好于 EPS。
- ◆ **受煤矿停产以及甲醇价格低迷影响业绩下滑：**因王家塔煤矿事故停产，直到 2020 年 2 月 15 日开始复工，影响了 2019 年收入 1.32 亿元，净利润减少 8077 万元；预计对 2020 年影响营收下降约 1.68 亿元，净利润 9678 万元。由于煤炭产能从 680 万吨提高到 800 万吨，预计恢复生产后，对业绩贡献占比加大。甲醇价格低迷，而成本端的煤炭价格依然较高，导致毛利下降 65.7%，自产甲醇单价下降 19%，成本略升 2.7%，虽然有稳定轻烃转产甲醇的销量贡献，但甲醇的毛利仍然下降 46%，拖累业绩，毛利占比下降 6.83 个百分点。考虑到煤炭自供给侧改革以来，产能收缩，价格也难以回到 2015 年时的水平，因此，我们预计甲醇价格也难以继续回到 2015 年时的 1600 元/吨的水平，再差的概率较低。
- ◆ **能源工程相对平稳：**能源工程板块收入增长 11.62%，毛利增长 8.12%，毛利占比提高了 8.68 个百分点，净利润为 4.63 亿元，相比 2018 年提高了 18.7%。新地工程重新认定高新技术企业，在 2019-2021 年间的所得税率获得优惠资格。
- ◆ **SANTOS 投资收益受油价影响显著：**2019 年收入增长 10%达到 292.5 亿元，税后净利润增长 7%达到 46.48 亿元；单位生产成本为 9.24 美元/桶，下降 10%；平均实现油价 72 美元/桶，比 2018 年略低 3.1 美元/桶，相当于。2020 年 BRENT 油价受疫情和减产失控影响暴跌，目前均价为 54.31 美元/桶，油价跌破 30 美元/桶，如果全年维持在较低的位置，那么预计 2020 年的收益将受到较大的影响。
- ◆ **公司正在实施重组，方案是吸收合并新奥能源 32.8% 股权，剥离 SANTOS 的 10.07% 的股权，同时配套募集部分资金：**
 - 1、新奥能源 2019 年收入 701.8 亿元，+15.6%；净利润为 56.7 亿元，+101.2%；核心净利润为 52.78 亿元，+18%。EPS 为 5.05 元/股，派息 1.67 港币/股。整体业绩比市场预期略好。
 - 2、新奥能源 2020 年业绩指引核心净利润增长 12-15% 之间，零售天然气销量增长 12-15%，预计 2020 年业绩在 60 亿元附近。
 - 3、如果重组成功，那么对于合并后的新奥股份将增加约 20 亿元的净利润，同时增加股份最多 15.37 亿股，合并后总股本预计在 26-27 亿股，合并后的净利润预计为 30 亿元附近，对应 EPS 为 1.11—1.15 元/股（摊薄）。当前股价在 8 元/股附近，对应 PE 在 7 倍附近；按 30% 分红率，股息率为 4% 左右，高于 10 年期国债（2.72%），估值具有吸引力。
 - 4、根据我们统计，2020-2021 年一致预期 AH 股估值中值在 15-20 倍，均值为 20-25 倍之间，存在估值提升空间。另外，如果重组顺利进行，公司一体化战略方向清晰，未来有望通过新奥股份寻找更多的气源资源，现有的资产结构有望发生重大变化。

基础化工 | 氮肥 III

投资评级

买入-A(维持)

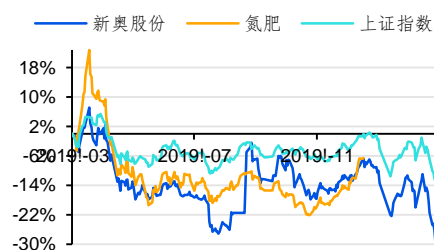
股价(2020-03-20)

8.36 元

交易数据

总市值（百万元）	10,277.41
流通市值（百万元）	10,277.41
总股本（百万股）	1,229.36
流通股本（百万股）	1,229.36
12 个月价格区间	0.00/13.31 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.01	-12.2	-18.4
绝对收益	-20.68	-20.83	-29.87

分析师

 谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20377198

报告联系人

 陈南荣
 chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

- 新奥股份：公司购买新奥能源资产点评
2019-09-11
- 新奥股份：新奥股份 2019 年中报点评
2019-09-04
- 新奥股份：新奥股份 2018 年年报点评
2019-03-14
- 新奥股份：正在向天然气产业链转型的低估值标的
2019-02-26

◆ **投资建议：**我们暂不考虑重组，在现有资产的情况下，预计 2020-2022 年每股收益分别为 0.91、1.08 和 1.26 元/股。净资产收益率分别为 10.1%、10.8%和 11.4%。考虑到如果 2020 年完成重组，则 2021 年合并报表净利润将在 30 亿元以上，目前估值在 7 倍左右，分红收益率为 4%，高于 10 年期国债（2.72%）；AH 股行业估值中枢在 15 倍上方，存在估值提升空间。给予买入-A 建议。

◆ **风险提示：**重组风险、油气价格下跌风险、化工品和煤炭等产品价格下跌风险等。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,632	13,544	9,113	9,612	10,746
YoY(%)	35.8	-0.6	-32.7	5.5	11.8
净利润(百万元)	1,321	1,205	1,125	1,323	1,554
YoY(%)	109.4	-8.8	-6.7	17.7	17.4
毛利率(%)	21.5	17.6	26.0	26.5	26.6
EPS(摊薄/元)	1.07	0.98	0.91	1.08	1.26
ROE(%)	15.1	11.7	10.1	10.8	11.4
P/E(倍)	7.8	8.5	9.1	7.8	6.6
P/B(倍)	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
净利率(%)	9.7	8.9	12.3	13.8	14.5

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6285	6994	9552	9744	8627
现金	1957	2495	6724	6784	5186
应收票据及应收账款	1824	1906	1131	1005	1383
预付账款	351	331	181	329	257
存货	1775	1835	1163	1193	1436
其他流动资产	377	427	352	433	365
非流动资产	17230	17359	13580	13887	14636
长期投资	5831	6121	6537	6959	7388
固定资产	8003	7677	4517	4609	5015
无形资产	1050	1023	975	927	878
其他非流动资产	2346	2538	1551	1393	1355
资产总计	23514	24353	23132	23631	23263
流动负债	9323	8186	7144	7659	7097
短期借款	1991	2712	2375	2632	2557
应付票据及应付账款	2979	3674	3071	2583	2674
其他流动负债	4352	1800	1698	2444	1866
非流动负债	4855	6039	5013	3888	2762
长期借款	3417	5528	4503	3377	2251
其他非流动负债	1438	511	511	511	511
负债合计	14178	14225	12157	11547	9859
少数股东权益	795	774	755	732	705
股本	1229	1229	1229	1229	1229
资本公积	1794	1779	1779	1779	1779
留存收益	5323	6274	7142	8164	9364
归属母公司股东权益	8542	9354	10220	11353	12700
负债和股东权益	23514	24353	23132	23631	23263

现金流量表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1222	1408	2289	2138	1295
净利润	1406	1184	1105	1301	1527
折旧摊销	430	545	484	500	541
财务费用	704	637	438	344	335
投资损失	-584	-589	-126	-132	-139
营运资金变动	-636	-341	388	127	-969
其他经营现金流	-97	-27	0	0	0
投资活动现金流	-1298	303	3421	-674	-1151
筹资活动现金流	-406	-1142	-1481	-1403	-1743

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	1.07	0.98	0.91	1.08	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	1.15	1.86	1.74	1.05
每股净资产(最新摊薄)	6.95	7.61	8.31	9.23	10.33

利润表(百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	13632	13544	9113	9612	10746
营业成本	10697	11162	6745	7068	7885
营业税金及附加	247	296	199	210	234
营业费用	189	153	103	114	125
管理费用	520	522	351	370	414
研发费用	146	128	127	135	136
财务费用	704	637	438	344	335
资产减值损失	97	-16	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
投资净收益	584	589	126	132	139
营业利润	1627	1262	1276	1504	1754
营业外收入	31	148	77	85	103
营业外支出	37	13	23	24	20
利润总额	1621	1397	1330	1565	1838
所得税	215	213	224	264	310
税后利润	1406	1184	1105	1301	1527
少数股东损益	84	-21	-19	-23	-27
归属母公司净利润	1321	1205	1125	1323	1554
EBITDA	2339	2396	2160	2274	2542

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.8	-0.6	-32.7	5.5	11.8
营业利润(%)	82.7	-22.4	1.1	17.9	16.7
归属于母公司净利润(%)	109.4	-8.8	-6.7	17.7	17.4
获利能力					
毛利率(%)	21.5	17.6	26.0	26.5	26.6
净利率(%)	9.7	8.9	12.3	13.8	14.5
ROE(%)	15.1	11.7	10.1	10.8	11.4
ROIC(%)	9.2	8.4	7.5	7.8	8.7
偿债能力					
资产负债率(%)	60.3	58.4	52.6	48.9	42.4
流动比率	0.7	0.9	1.3	1.3	1.2
速动比率	0.4	0.5	1.1	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.4	0.5
应收账款周转率	8.9	7.3	6.0	9.0	9.0
应付账款周转率	3.8	3.4	2.0	2.5	3.0
估值比率					
P/E	7.8	8.5	9.1	7.8	6.6
P/B	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	8.0	7.4	5.9	5.2	4.8

资料来源：贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn