



新奥股份(600803)

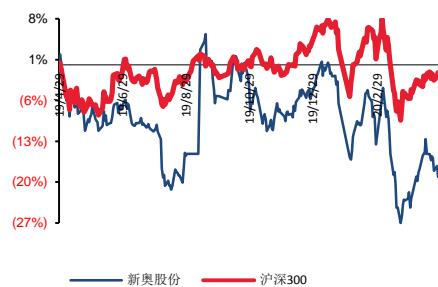
目标价: 11.3

昨收盘: 8.94

材料 材料 II

置入新奥能源重组方案过会，重点关注公司聚焦天然气战略升级

■ 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)	10,990/10,990
12 个月最高/最低(元)	11.65/8.07

相关研究报告:

新奥股份(600803)《【太平洋化工】

新奥股份: 2019 年业绩符合预期, 短期压力大, 未来重组新奥能源值得期待》—2020/03/14

新奥股份(600803)《【太平洋化工】

新奥股份三季报点评: 传统业务下滑拖累业绩, 重组新奥能源后抗周期性增强》—2019/10/27

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

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 2020 年一季报, 报告期实现营业收入 15.90 亿元, 同比-49.37%; 归母净利润 0.65 亿元, 同比-81.23%; 扣非后归母净利润 0.62 亿元, 同比-81.46%。

主要观点:

1. 能源价格下滑及疫情影响产销量, 拖累一季度业绩

自 2019 年 Q3 以来, 公司盈利大幅下滑, 主要由于甲醇价格下滑导致毛利率下降, 煤炭产销量下滑导致毛利下降。2020 年一季度进一步下滑, 主要受疫情影响, 公司主要产品产销量及价格下滑, 同时剥离了农兽药板块。公司混煤、洗精煤、贸易煤销量分别为 27.17 万吨、37.80 万吨、9.99 万吨, 总计 74.96 万吨, 大幅下滑, 去年同期为 226.86 万吨。公司自产甲醇销量 31.89 万吨, 同比-17.8%; 销售均价 1423 元/吨(不含税), 同比-15.3%; 销售收入 4.54 亿元, 同比-30.3%。公司综合销售毛利率同比下滑 4.6 个百分点至 15.98%。

Santos 公司实现销售收入 8.83 亿美元, 同比-13%。公司持有 Santos 公司股份 10.07%, 本期列报投资收益 1.04 亿元。

2. 重组过会, 继续打造清洁能源(天然气)产业链

重组新奥能源, 抗周期性提升: 2020 年 4 月 15 日, 公司重大资产置换、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事项获得证监会并购重组委无条件通过。交易方案细节为 (1) 重大资产置换。公司全资子公司新能香港以其所持有的联信创投 100% 股权与新奥国际所持的新奥能源 329,249,000 股股份(占新奥能源股比 29.26%)的等值部分进行资产置换。联信创投为持股型公司, 主要资产为持有的 Santos 207,617,857 股股份(占 Santos 已发行流通股总数的 9.97%)。本次交易标的资产的作价确定为 2,584,027 万元, 其中, 新奥国际所持部分对价 2,304,563 万元, 精选投资所持部分对价 279,464 万元, 置出资产作价确定为 708,631 万元, 新奥国际所持部分对价与置出资产作价差额 1,595,932 万元。(2) 发行股份及支付现金购买资产。对于差额 1,595,932 万元, 发行股份购买资产部分的交易对价为 1,325,396 万元, 支付现金部分的交易对价为 270,536 万元。发行股份价格为 9.88 元/股, 大股东锁定期 36 个月。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，对价 279,464 万元。**(3) 募集资金。**拟向包括新奥控股在内的不超过 35 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%，募集配套资金总额不超过本次交易中以发行股份方式购买资产交易价格的 100%，不超过 35 亿元。募集配套资金成功与否并不影响本次重组方案。通过本次重组，公司将持有新奥能源 32.8% 的股权。

新奥能源是我国最大的全国性天然气分销商之一。公司自 1992 年即开始从事城市管道燃气业务，2001 年在香港联交所上市。**2019 年公司实现营业收入 704.84 亿元，同比+15.65%；净利润 56.70 亿元，同比+101.21%；扣非归母净利润 46.37 亿元，同比+34.41%。**近十年来，公司营业收入 CAGR 达 22.6%，扣非归母净利润 CAGR 达 19.6%。截至 2019 年底，新奥能源已在全国 22 个省市自治区获得城市燃气项目 217 个，覆盖可接驳人口 1.04 亿。2019 年实现天然气销售量 270 亿立方米，同比+15.54%；已接驳住宅用户 2092 万户，同比+12.94%，显著高于全国平均水平。收购完成后，预计公司盈利能力及业绩中枢大幅提升，抗周期性增强。

轻资产拓展气源：公司与重庆涪陵能源实业集团有限公司签署协议，双方将联合收购重庆龙冉 100 万方/天的天然气液化厂（LNG 产能 22 万吨/年，公司参股 14%），并共同设立 LNG 销售公司（公司参股 51%），同时公司的能源工程业务将负责液厂建设，实现了对西南地区页岩气上游资源的获取。公司预计该项目 2020 年下半年投产。

进口气价格下滑，有利于燃气公司盈利的提升。据统计，2019 年全球天然气消费量 3.98 万亿立方米，同比+3.5%，增速下降 1.8 个百分点。全球天然气产量 4.11 万亿立方米，增速 3.4%，低于上年增速的 5.2%。中国石化经济技术研究院预计，2019 年中国天然气消费量 3025 亿立方米，同比增长 9%，高于世界平均水平；占一次能源总消费量的 8.3%，低于世界平均水平。同时，全球天然气供应宽松，为我国天然气发展提供良好契机，燃气公司直接受益。

3. 盈利预测及评级

重组完成后，我们预计公司利润中枢将达到 20 亿元以上。由于本次重组交易标的尚未并表，暂不考虑本次资产重组影响。考虑能源价格下跌影响，我们预计公司 2020 年上半年业绩调整压力较大，假设下半年逐步恢复，预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 7.42 亿元、9.10 亿元和 10.07 亿元，对应 EPS 0.60 元、0.74 元和 0.82 元，PE 15X、12.2X 和 11X。**考虑公司重组完成后，将成为 A 股首家全国性燃气公司，抗周期性增强，值得期待，维持“买入”评级。**

风险提示：重组进度不及预期；宏观经济下滑；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：

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	13,544	10,422	11,310	12,214
(+/-%)	-0.6%	-23.0%	8.5%	8.0%
净利润(百万元)	1,205	742	910	1,007
(+/-%)	-8.8%	-38.4%	22.7%	10.7%
摊薄每股收益(元)	0.98	0.60	0.74	0.82
市盈率(PE)	9.2	15	12.2	11

资料来源：Wind, 太平洋证券研究院；备注：暂未考虑重组

资产负债表					利润表				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,495	725	-850	-2,487	营业收入	13,544	10,422	11,310	12,214
应收票据	361	361	361	361	营业成本	11,162	8,618	9,202	9,829
应收账款	1,545	1,189	1,290	1,393	营业税金及附加	296	227	247	267
预付账款	331	255	273	291	销售费用	153	115	124	134
存货	1,835	1,417	1,513	1,616	管理费用	522	398	430	464
其他流动资产	351	351	351	351	财务费用	637	544	723	834
流动资产合计	6,918	4,298	2,938	1,526	资产减值损失	-16	0	0	0
其他长期投资	45	45	45	45	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	6,121	6,121	6,121	6,121	投资收益	589	300	430	440
固定资产	7,677	9,964	12,376	14,934	营业利润	1,262	820	1,014	1,126
在建工程	2,024	2,226	2,449	2,693	营业外收入	148	51	51	51
无形资产	1,023	1,023	1,023	1,023	营业外支出	13	13	13	13
其他非流动资产	467	467	467	467	利润总额	1,397	857	1,052	1,164
非流动资产合计	17,356	19,846	22,481	25,283	所得税	213	129	158	175
资产合计	24,274	24,144	25,419	26,809	净利润	1,184	729	894	990
短期借款	2,712	2,794	2,877	2,964	少数股东损益	-21	-13	-16	-17
应付票据	92	92	92	92	归属母公司净利润	1,205	742	910	1,007
应付账款	3,582	2,766	2,953	3,154	NOPLAT	1,200	904	1,111	1,293
预收款项	787	606	657	710	EPS (摊薄)	0.98	0.60	0.74	0.82
其他应付款	85	85	85	85					
一年内到期的非流动	548	548	548	548					
其他流动负债	380	380	380	380					
流动负债合计	8,186	7,270	7,593	7,933					
长期借款	1,895	1,952	2,011	2,071					
应付债券	3,633	3,633	3,633	3,633					
其他非流动负债	511	511	511	511					
非流动负债合计	6,039	6,096	6,154	6,215					
负债合计	14,225	13,366	13,747	14,147					
归属母公司所有者权益	9,354	10,095	11,005	12,012					
少数股东权益	774	761	745	728					
所有者权益合计	10,128	10,856	11,750	12,740					
负债和股东权益	24,353	24,222	25,497	26,887					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,136	1,347	1,890	2,255	成长能力				
现金收益	1,744	1,458	1,827	2,188	营业收入增长率	-0.6%	-23.0%	8.5%	8.0%
存货影响	-59	418	-96	-103	EBIT增长率	-28.6%	-24.7%	22.9%	16.3%
经营性应收影响	-46	432	-119	-122	归母公司净利润增长率	-8.8%	-38.4%	22.7%	10.7%
经营性应付影响	459	-998	239	254	获利能力				
其他影响	38	38	38	38	毛利率	17.6%	17.3%	18.6%	19.5%
投资活动现金流	-82	-2,712	-2,883	-3,204	净利润率	8.7%	7.0%	7.9%	8.1%
资本支出	-446	-3,012	-3,313	-3,644	ROE	12.9%	7.3%	8.3%	8.4%
股权投资	299	300	430	440	ROIC	10.8%	7.6%	8.8%	9.6%
其他长期资产变化	65	0	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	-1,319	-406	-581	-688	资产负债率	58.4%	55.2%	53.9%	52.6%
借款增加	639	138	142	147	债务权益比	91.8%	86.9%	81.5%	76.3%
财务费用	-637	-544	-723	-834	流动比率	84.5%	59.1%	38.7%	19.2%
股东融资	-393	0	0	0	速动比率	62.1%	39.6%	18.8%	-1.1%
其他长期负债变化	-928	0	0	0	营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.4	0.4	0.5
					应收账款周转天数	41	41	41	41
					应付账款周转天数	116	116	116	116
					存货周转天数	59	59	59	59
					每股指标(元)				
					每股收益	0.98	0.60	0.74	0.82
					每股经营现金流	1.74	1.10	1.54	1.83
					每股净资产	7.61	8.21	8.95	9.77
					估值比率				
					P/E	9.2	15.0	12.2	11.0
					P/B	1.2	1.1	1.0	0.9
					EV/EBITDA	10.4	12.9	10.3	8.6

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	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@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	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。