

投资评级 优于大市 维持

## 业绩稳步增长，打造清洁能源上下游一体化领先企业

### 股票数据

10月25日收盘价(元)	11.08
52周股价波动(元)	8.53-13.31
总股本/流通A股(百万股)	1229/1229
总市值/流通市值(百万元)	13621/13621

### 相关研究

《出售农兽药资产，上半年归母净利润同比大幅增长25%》2019.08.28

《一季度归母净利润同比增长1.35%》2019.04.27

《全年归母净利润同比大幅增长109%》2019.03.12

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.5	23.5	12.2
相对涨幅(%)	3.9	21.5	11.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

分析师:朱建军

Tel:(021)23154143

Email:zjj10419@htsec.com

证书:S0850517070005

分析师:胡歆

Tel:(021)23154505

Email:hx11853@htsec.com

证书:S0850519080001

联系人:张璇

Tel:(021)23219411

Email:zx12361@htsec.com

### 投资要点:

- 前三季度业绩稳步增长。**前三季度公司实现营业收入 97.37 亿元，同比-0.61%；归母净利润 10.76 亿元，同比+3.96%；第三季度实现营业收入 30.63 亿元，同比-2.82%，实现归母净利润 1.91 亿元，同比-41.95%。
- 第三季度煤炭产量下降，甲醇盈利下滑。**2019Q3 公司煤炭生产量和销售量分别为 160.55 和 160.03 万吨，同比分别为-3.8%和-4.9%；甲醇生产量和销售量分别为 33.69 和 34.59 万吨，同比分别为+32.2%和+34.4%。根据公司披露的《2019 年第三季度主要经营数据的公告》，第三季度甲醇价格同比下跌 34.4%，甲醇盈利下滑拖累了公司的业绩。
- 农兽药资产剥离促使公司业绩增长。**2019H1 公司处置长期股权投资产生投资收益 8582 万元，主要是因为 6 月份完成农兽药资产的出售；2019H1 营业外收入同比增加 1.34 亿元，主要是因为处置农兽药资产与之相关的搬迁补助递延收益尚未摊销部分一次性摊销所致。
- 发布重大资产重组预案。**公司拟通过资产置换、发行股份及支付现金方式向新奥国际及精选投资购买其持有新奥能源 32.81%的股权。
- 重大资产置换。**拟以全资子公司新能香港持有联信创投 100%股权与新奥国际持有新奥能源 29.26%股权的等值部分进行资产置换，其中联信创投主要资产为持有 Santos 10.07%股权。
- 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重大资产置换中置入资产交易对价的差额部分，其中发行股份购买资产的股份发行价格为 9.88 元/股，以支付现金方式向精选投资购买其持有新奥能源 3.55%股权。
- 募集配套资金。**拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过发行前总股本的 20%股份(即 2.46 亿股)募集配套资金，募集配套资金在扣除中介机构费用及其他相关费用后，将用于支付标的资产的现金对价。
- 打造创新型清洁能源上下游一体化领先企业。**此次重组有助于推动天然气全产业链布局，上游进一步获取优质资源，下游进一步提升天然气分销能力和综合能源服务能力，同时增加上下游的协同合作。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.15、1.23、1.29 元，参考可比公司估值水平，给予其 2019 年 10-13 倍 PE，对应合理价值区间 11.50-14.95 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**主要产品价格大幅波动；投产项目业绩不及预期等。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	10036	13632	11908	11997	12261
(+/-)YoY(%)	56.9%	35.8%	-12.6%	0.7%	2.2%
净利润(百万元)	631	1321	1415	1516	1580
(+/-)YoY(%)	21.7%	109.4%	7.1%	7.1%	4.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.51	1.07	1.15	1.23	1.29
毛利率(%)	24.9%	21.5%	20.6%	22.2%	22.1%
净资产收益率(%)	12.2%	15.5%	14.5%	13.4%	12.3%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

**前三季度业绩稳步增长。**前三季度公司实现营业收入 97.37 亿元, 同比-0.61%; 归母净利润 10.76 亿元, 同比+3.96%; 第三季度实现营业收入 30.63 亿元, 同比-2.82%, 实现归母净利润 1.91 亿元, 同比-41.95%。

**第三季度煤炭产量下降, 甲醇盈利下滑。**2019Q3 公司煤炭生产量和销售量分别为 160.55 和 160.03 万吨, 同比分别为-3.8% 和-4.9%; 甲醇生产量和销售量分别为 33.69 和 34.59 万吨, 同比分别为+32.2%和+34.4%。根据公司披露的《2019 年第三季度主要经营数据的公告》, 第三季度甲醇价格同比下跌 34.4%, 甲醇盈利下滑拖累了公司的业绩。

**农兽药资产剥离促使公司业绩增长。**2019H1 公司处置长期股权投资产生投资收益 8582 万元, 主要是因为 6 月份完成农兽药资产的出售; 2019H1 营业外收入同比增加 1.34 亿元, 主要是因为处置农兽药资产与之相关的搬迁补助递延收益尚未摊销部分一次性摊销所致。

表 1 2019Q3 新奥股份主要产品经营情况

	生产量	同比	销售量	同比
煤炭 (万吨)	160.55	-3.8%	160.03	-4.9%
甲醇 (万吨)	33.69	32.2%	34.59	34.4%

资料来源: 新奥股份 2018、2019 年第三季度主要经营数据公告, 海通证券研究所

**Santos 发布《2019 年第三季度经营活动报告》。**2019Q3 Santos 实现销售收入 10.3 亿美元, 环比增长 8%; 实现产量为 1980 万桶油当量, 环比增长 7%, 销售量为 2520 万桶油当量, 环比增长 13%。平均实现油价为 70.20 美元/桶, 环比-11%。根据公司发布的 2019 年三季报, 前三季度 Santos 对公司贡献的投资收益为 4.03 亿元。

**发布重大资产重组预案。**公司拟通过资产置换、发行股份及支付现金方式向新奥国际及精选投资购买其持有新奥能源 32.81%的股权。

**重大资产置换。**拟以全资子公司新能香港持有联信创投 100%股权与新奥国际持有新奥能源 29.26%股权的等值部分进行资产置换, 其中联信创投主要资产为持有 Santos 10.07%股权。根据公司披露的重大资产重组预案 (修订稿), 此次交易置入资产的预估值区间约为 273.1-310.1 亿港元, 对应新奥能源股价 74-84 港元/股; 置出资产的预估值区间约为 13.6-15.5 亿港元, 对应 Santos 股价 6.5-7.4 澳元/股。

**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重大资产置换中置入资产交易对价的差额部分, 其中发行股份购买资产的股份发行价格为 9.88 元/股, 以支付现金方式向精选投资购买其持有新奥能源 3.55%股权。

**募集配套资金。**拟向不超过 10 名特定投资者非公开发行不超过发行前总股本的 20%股份 (即 2.46 亿股) 募集配套资金, 募集配套资金在扣除中介机构费用及其他相关费用后, 将用于支付标的资产的现金对价。

**打造创新型清洁能源上下游一体化领先企业。**新奥能源拥有强大的天然气分销网络和相关基础设施, 是国内城市燃气行业领先企业, 2018 年其管道燃气销售收入为 314 亿元, 占总收入的比重为 51.6%。此次重组有助于推动天然气全产业链布局, 上游进一步获取优质资源, 下游进一步提升天然气分销能力和综合能源服务能力, 同时增加上下游的协同合作。

**稳定轻烃项目稳步推进。**根据公司披露的《关于 20 万吨稳定轻烃项目的进展公告》, 公司控股子公司新能能源 20 万吨/年稳定轻烃项目甲醇主装置已实现满负荷生产, 稳定轻烃装置单元成功投料试车并产出合格产品。催化气化示范装置完成了短期技改, 加氢气化完成了全部核心技术及关键设备的工程验证, 相关工艺参数仍在进一步优化中。

**进一步聚焦于天然气主业。**2018 年以来公司天然气战略布局推进明显加快, 今年上半年公司已经完成农兽药业务的剥离。我们认为农兽药业务剥离有助于公司进一步聚焦于天然气主业, 战略布局更加清晰。

**进军 LNG 领域, 向清洁能源方向战略转型。**2014 年以来, 公司先后收购了 LNG 工厂以及设立 LNG 事业部, 进军 LNG 领域, 积极开拓清洁能源业务。新奥集团全资子公司新奥 (舟山) 的 LNG 项目与新奥股份 LNG 业务具有协同效应, 目前集团旗下上游天然气开采、LNG 接收及 LNG 销售产业链逐步完善。

**收购新地工程, 布局生产服务一体化。**新地工程从事的煤化工、天然气等领域承包业务与新奥股份业务具有很强的协同效应, 可以作为新奥股份煤化工及 LNG 业务的工程主体, 使公司成为能源产品生产服务一体化供应商。

**盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.15、1.23、1.29 元, 参考可比公司估值水平, 给予其 2019 年 10-13 倍 PE, 对应合理价值区间 11.50-14.95 元, 维持“优于大市”评级。

表 2 可比公司盈利预测与估值

	全面摊薄 EPS (元)			PE (倍, 以 2019.10.25 收盘价作为股价)		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
广汇能源	0.26	0.27	0.39	12.85	12.37	8.56

资料来源: Wind 一致预期, 海通证券研究所

盈利预测相关假设(不考虑此次重大资产重组的影响):

假设一: 煤炭、甲醇业务基本维持景气。

假设二: 天然气产业链持续发展, 能源工程业务稳定增长。

假设三: 稳定轻烃项目 2018 年建成投产, 2019 年贡献业绩, 预计 2019 年实现收入 15.84 亿元, 毛利率 21.72%。

假设四: 公司农兽药业务 2019H1 剥离, 2020 年后不再贡献业绩。

表 3 新奥股份分业务盈利预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>煤炭</b>					
营业收入 (万元)	227057	317359	246250	264000	256000
营业成本 (万元)	123826	218075	158854	173928	174728
毛利率	45.46%	31.28%	35.49%	34.12%	31.75%
<b>甲醇</b>					
营业收入 (万元)	305169	427439	240000	293333	306667
营业成本 (万元)	259714	366170	239710	260404	265577
毛利率	14.90%	14.33%	0.12%	11.23%	13.40%
<b>二甲醚</b>					
营业收入 (万元)	9167	8837	9279	9743	10230
营业成本 (万元)	7811	6666	9232	9694	10179
毛利率	14.79%	24.57%	0.50%	0.50%	0.50%
<b>LNG</b>					
营业收入 (万元)	32743	39638	39960	42180	44400
营业成本 (万元)	23539	30466	28142	29705	31269
毛利率	28.11%	23.14%	29.58%	29.58%	29.58%
<b>能源工程</b>					
营业收入 (万元)	269693	317746	349521	366997	385346
营业成本 (万元)	210894	242746	262140	275247	289010
毛利率	21.80%	23.60%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>农药</b>					
营业收入 (万元)	127153	160716	74100	0	0
营业成本 (万元)	101070	124172	57057	0	0
毛利率	20.51%	22.74%	23.00%	0.00%	0.00%
<b>兽药</b>					
营业收入 (万元)	23453	26308	8320	0	0
营业成本 (万元)	18193	20018	6323	0	0
毛利率	22.43%	23.91%	24.00%	0.00%	0.00%
<b>稳定轻烃</b>					
营业收入 (万元)			158409	158409	158409
营业成本 (万元)			124000	124000	124000
毛利率			21.72%	21.72%	21.72%
<b>其他</b>					
营业收入 (万元)	9129	65205	65000	65000	65000
营业成本 (万元)	8653	61374	60000	60000	60000
毛利率	5.21%	5.88%	7.69%	7.69%	7.69%
<b>合计</b>					
营业收入 (万元)	1003563	1363248	1190838	1199661	1226052
营业成本 (万元)	753700	1069687	945459	932979	954762

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 主要产品价格大幅波动; 投产项目业绩不及预期等。

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>13632</b>	<b>11908</b>	<b>11997</b>	<b>12261</b>
每股收益	1.07	1.15	1.23	1.29	营业成本	10697	9455	9330	9548
每股净资产	6.95	7.94	9.18	10.46	毛利率%	21.5%	20.6%	22.2%	22.1%
每股经营现金流	0.99	1.02	1.04	1.10	营业税金及附加	247	298	300	307
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.8%	2.5%	2.5%	2.5%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	189	179	180	184
P/E	9.25	9.63	8.99	8.62	营业费用率%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
P/B	1.43	1.39	1.21	1.06	管理费用	520	476	480	490
P/S	1.00	1.14	1.14	1.11	管理费用率%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	8.14	14.15	11.51	10.63	EBIT	1833	1322	1527	1548
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	704	155	118	87
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	5.2%	1.3%	1.0%	0.7%
毛利率	21.5%	20.6%	22.2%	22.1%	资产减值损失	97	0	0	0
净利润率	9.7%	11.9%	12.6%	12.9%	投资收益	584	448	478	507
净资产收益率	15.5%	14.5%	13.4%	12.3%	<b>营业利润</b>	<b>1627</b>	<b>1625</b>	<b>1897</b>	<b>1978</b>
资产回报率	5.6%	6.4%	6.3%	6.1%	营业外收支	-6	146	0	0
投资回报率	10.2%	7.1%	8.0%	7.8%	<b>利润总额</b>	<b>1621</b>	<b>1771</b>	<b>1897</b>	<b>1978</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	2263	1322	1527	1548
营业收入增长率	35.8%	-12.6%	0.7%	2.2%	所得税	215	266	285	297
EBIT 增长率	10.4%	-27.9%	15.5%	1.4%	有效所得税率%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	109.4%	7.1%	7.1%	4.3%	少数股东损益	84	90	97	101
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>1321</b>	<b>1415</b>	<b>1516</b>	<b>1580</b>
资产负债率	60.3%	52.1%	48.9%	46.3%					
流动比率	0.7	0.7	0.9	1.1	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.4	0.4	0.6	0.8	货币资金	1957	1118	2450	3779
现金比率	0.2	0.2	0.4	0.6	应收账款及应收票据	1824	1305	1315	1344
<b>经营效率指标</b>					存货	1775	1476	1457	1491
应收账款周转天数	41.0	40.0	40.0	40.0	其它流动资产	729	750	750	775
存货周转天数	57.8	57.0	57.0	57.0	流动资产合计	6285	4649	5972	7389
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5	长期股权投资	5831	5831	5831	5831
固定资产周转率	2.1	1.4	1.4	1.4	固定资产	8003	8503	8803	9103
					在建工程	1769	1569	1669	1869
					无形资产	1050	1100	1150	1200
					非流动资产合计	17230	17585	18040	18595
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>23514</b>	<b>22234</b>	<b>24012</b>	<b>25983</b>
净利润	1321	1415	1516	1580	短期借款	1991	0	0	0
少数股东损益	84	90	97	101	应付票据及应付账款	2979	2487	2454	2511
非现金支出	527	0	0	0	预收账款	854	715	720	736
非经营收益	-74	-392	-307	-327	其它流动负债	3498	3477	3470	3487
营运资金变动	-636	142	-25	2	流动负债合计	9323	6678	6644	6734
<b>经营活动现金流</b>	<b>1222</b>	<b>1255</b>	<b>1281</b>	<b>1357</b>	长期借款	3268	3468	3668	3868
资产	-1339	-204	-450	-550	其它长期负债	1587	1438	1438	1438
投资	12	-5	-5	-5	非流动负债合计	4855	4906	5106	5306
其他	29	448	478	507	<b>负债总计</b>	<b>14178</b>	<b>11584</b>	<b>11750</b>	<b>12040</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1298</b>	<b>239</b>	<b>23</b>	<b>-48</b>	实收资本	1229	1229	1229	1229
债权募资	-1928	-2140	0	200	普通股股东权益	8542	9765	11281	12861
股权募资	2243	0	0	0	少数股东权益	795	885	982	1083
其他	-721	-194	29	-181	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>23514</b>	<b>22234</b>	<b>24012</b>	<b>25983</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>-406</b>	<b>-2334</b>	<b>29</b>	<b>19</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-483</b>	<b>-839</b>	<b>1332</b>	<b>1329</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 滨化股份,恒力石化,上海石化,通源石油,桐昆股份,胜利股份,ST中天,石大胜华,中国石化,卫星石化,华锦股份,中油工程,新潮能源,中国石油,新奥股份,中海油服,荣盛石化,齐翔腾达,金正大,恒逸石化,华鲁恒升

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。