

沃施股份 (300483)

证券研究报告

2019年08月13日

19H1 归母净利润同比增 600%，中海沃邦业绩超预期，期待业绩持续释放

事件：

公司发布 2019 年半年报：上半年营业收入 7.61 亿元，同比增 441%；归母净利润 4739 万元，同比增 606%；归母扣非净利润 5821 万元，去年同期为-141 万元；经营活动产生的现金流量净额为 2.5 亿元；EPS 为 0.46 元/股，同比增加 318%。2018 年公司通过现金收购+定增控制中海沃邦 50.5%股权（实际权益比例 37.17%），并于 2018 年底实现并表。2019 年上半年公司业绩提升主要依靠中海沃邦天然气业务的业绩增长：报告期内，中海沃邦营业收入 6 亿元，同比增加 35.63%；中海沃邦净利润 2.8 亿元，同比增加 39.80%。

中海沃邦业绩超预期，30 井区获能源局备案，新立燃气销售公司，未来增长可期

中海沃邦是山西省重要的天然气企业，2018 年其产气量占山西省天然气产量的 13.59%；其与中油煤合作经营的石楼西区块面积 1524 平方公里，截至 2018 年底，已探明区域的经济可采储量 443 亿方。2019 年 4 月，“鄂尔多斯盆地石楼西区块永和 30 井区致密气 8 亿方/年开发项目”在国家能源局完成了备案，永和 30 井向开发、生产阶段过渡，中海沃邦销气量有望进一步提升。上半年，中海沃邦设立山西沃晋燃气销售公司，并与与下游用户签订了天然气销售合同，开拓了长期稳定的天然气用户，创造了新的利润增长点；此外，沃晋燃气销售公司还与中油煤签订了天然气采购协议，以保障稳定供气。2019 年上半年，中海沃邦天然气勘探开采进展顺利，天然气产量稳步增长，开采量 4.69 亿方，同比增加 36.60%；营业收入 6 亿元，同比增加 35.63%；净利润 2.8 亿元，同比增加 39.80%。预计中海沃邦 19-20 年产气量约为 9.1/10.8 亿方，净利润约为 4.99/6.15 亿元。

原有业务营收增长但毛利下滑、天然气井处理损失，上半年业绩略受影响

上半年公司原有业务营收 1.4 亿元，同比增 13%；毛利率 18.28%，同比减 3.49 个百分点；石楼西区块内，中海沃邦位于自然保护区内的天然气井的处置损失约 2600 万元；此外并购借款使得公司财务费用增加，以上因素对公司业绩有所影响。

看好中海沃邦发展，公司拟继续增发收购、现金收购股权至实现 67%绝对控股

看好中海沃邦未来发展，公司拟发行股份购买控股子公司沃晋能源另外 41%股权，从而间接购买中海沃邦 11.15%的股权；交易后，公司仍控制中海沃邦 50.50%股权，但权益比例将从 37.17%增至 48.32%。中海沃邦 100%股权交易价格为 54.7 亿元，沃晋能源 41%股权作价 6.1 亿元，本次收购将增发 2125.49 万股，公司总股本从 1.02 亿股增加值 1.23 亿股。中海沃邦 18 年业绩对赌完成后，公司将继续现金收购中海沃邦 16.50%股权，从而控制中海沃邦 67%股权，成为其绝对控股股东。

盈利预测：我们预计公司 19-20 年归母净利润为 1.74/2.27 亿元，EPS 为 1.7/2.23 元/股。同时给予备考盈利预测：①公司增发收购沃晋能源 41%股权后，19-20 年归母净利润为 2.23/2.96 亿元，EPS 为 1.86/2.4 元/股。②公司收购中海沃邦 67%股权后，19-20 年归母净利润为 3.1/3.97 亿元，EPS 为 2.53/3.22 元/股。

风险提示：拟购买资产估值风险，交易被暂停/取消风险，产气量不达预期，气价下跌，宏观经济下行

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	384.92	338.62	1,553.34	1,777.83	1,939.01
增长率(%)	20.04	(12.03)	358.72	14.45	9.07
EBITDA(百万元)	28.81	69.11	658.06	815.96	907.02
净利润(百万元)	5.81	5.61	173.64	227.06	253.81
增长率(%)	(60.62)	(3.47)	2,993.60	30.76	11.78
EPS(元/股)	0.06	0.06	1.70	2.23	2.49
市盈率(P/E)	672.18	696.32	22.51	17.21	15.40
市净率(P/B)	9.79	2.72	2.37	2.09	1.84
市销率(P/S)	10.15	11.54	2.52	2.20	2.02
EV/EBITDA	64.15	43.09	11.71	6.70	7.11

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	38.33 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	101.97
流通 A 股股本(百万股)	50.44
A 股总市值(百万元)	3,908.32
流通 A 股市值(百万元)	1,933.50
每股净资产(元)	14.58
资产负债率(%)	38.65
一年内最高/最低(元)	40.48/20.99

作者

于夕蒙	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518050001	
yuximeng@tfzq.com	
金欣欣	联系人
jinxinxin@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《沃施股份-年报点评报告:19Q1 业绩同比增 568%；看好中海沃邦发展，公司将收购股权》 2019-04-25
- 2 《沃施股份-公司点评:中海沃邦业绩符合预期，公司 Q1 并表后业绩预增 555%以上》 2019-04-10
- 3 《沃施股份-公司点评:再次增发收购后对中海沃邦持股权益增至 48%，债转股有利于缓解公司债务压力》 2019-03-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	226.49	271.47	124.27	200.00	150.00
应收票据及应收账款	138.22	368.97	1,416.28	1,450.00	1,593.80
预付账款	4.72	6.26	25.42	6.20	27.95
存货	59.08	45.20	273.08	41.92	323.36
其他	29.35	66.55	137.86	72.30	175.27
流动资产合计	457.85	758.45	1,976.91	1,770.41	2,270.38
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	67.89	419.02	873.31	1,150.83	1,309.30
在建工程	29.46	1,144.42	722.65	481.59	318.96
无形资产	7.68	2,745.85	2,745.02	2,744.18	2,743.35
其他	22.46	1,387.66	740.45	847.45	990.75
非流动资产合计	127.48	5,696.95	5,081.43	5,224.06	5,362.36
资产总计	585.33	6,455.40	7,058.34	8,656.54	9,660.98
短期借款	60.00	159.84	1,543.39	1,643.39	1,743.39
应付票据及应付账款	98.22	493.13	294.09	664.27	549.23
其他	27.60	1,394.58	587.87	990.72	1,202.89
流动负债合计	185.82	2,047.56	2,425.35	3,298.38	3,495.51
长期借款	0.00	129.00	446.47	466.47	466.47
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.63	895.04	299.03	398.23	530.77
非流动负债合计	0.63	1,024.04	745.50	864.70	997.24
负债合计	186.45	3,071.60	3,170.85	4,163.08	4,492.74
少数股东权益	(0.15)	1,946.31	2,241.80	2,620.70	3,041.67
股本	61.50	61.50	101.97	101.97	101.97
资本公积	190.29	1,219.09	1,219.09	1,219.09	1,219.09
留存收益	337.53	1,370.09	1,543.73	1,770.79	2,024.59
其他	(190.29)	(1,213.18)	(1,219.09)	(1,219.09)	(1,219.09)
股东权益合计	398.88	3,383.81	3,887.49	4,493.45	5,168.23
负债和股东权益总	585.33	6,455.40	7,058.34	8,656.54	9,660.98

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	6.54	39.55	173.64	227.06	253.81
折旧摊销	9.55	8.77	28.32	44.37	55.00
财务费用	3.96	15.95	59.35	52.11	47.87
投资损失	(0.00)	(71.49)	(0.51)	(0.51)	(0.51)
营运资金变动	44.74	180.27	(2,245.18)	1,943.11	(1,388.43)
其它	16.26	(166.60)	309.33	385.61	430.92
经营活动现金流	81.05	6.45	(1,675.06)	2,651.75	(601.34)
资本支出	13.70	3,714.05	656.01	(19.20)	(82.53)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(35.73)	(4,218.31)	(715.50)	(60.29)	33.04
投资活动现金流	(22.03)	(504.26)	(59.49)	(79.49)	(49.49)
债权融资	60.00	398.84	2,026.52	2,158.74	2,275.04
股权融资	(8.81)	1,018.45	(24.79)	(52.11)	(47.87)
其他	1.98	(1,078.12)	(414.39)	(2,032.94)	(2,168.31)
筹资活动现金流	53.17	339.17	1,587.34	73.69	58.85
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	112.20	(158.64)	(147.21)	2,645.95	(591.98)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	384.92	338.62	1,553.34	1,777.83	1,939.01
营业成本	294.19	268.27	655.55	709.23	765.38
营业税金及附加	1.97	1.75	62.89	76.10	83.49
营业费用	36.70	41.65	119.61	133.07	146.48
管理费用	34.55	28.99	70.33	73.10	75.89
研发费用	11.88	15.03	5.00	5.00	5.00
财务费用	8.81	16.25	59.35	52.11	47.87
资产减值损失	(2.51)	5.79	9.04	10.54	11.62
公允价值变动收益	0.00	(2.56)	(1.71)	0.28	0.38
投资净收益	0.00	71.49	0.51	0.51	0.51
其他	(12.42)	(147.98)	2.40	(1.59)	(1.78)
营业利润	11.74	39.95	570.39	719.48	804.15
营业外收入	1.07	1.71	1.71	1.71	1.71
营业外支出	0.00	0.22	0.22	0.22	0.22
利润总额	12.82	41.44	571.88	720.97	805.64
所得税	6.27	1.89	87.21	108.58	121.29
净利润	6.54	39.55	484.67	612.38	684.35
少数股东损益	0.73	33.93	311.04	385.33	430.54
归属于母公司净利润	5.81	5.61	173.64	227.06	253.81
每股收益(元)	0.06	0.06	1.70	2.23	2.49

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	20.04%	-12.03%	358.72%	14.45%	9.07%
营业利润	-19.67%	240.17%	1327.83%	26.14%	11.77%
归属于母公司净利润	-60.62%	-3.47%	2993.60%	30.76%	11.78%
获利能力					
毛利率	23.57%	20.78%	57.80%	60.11%	60.53%
净利率	1.51%	1.66%	11.18%	12.77%	13.09%
ROE	1.46%	0.39%	10.55%	12.12%	11.94%
ROIC	3.90%	25.55%	21.18%	12.04%	21.10%

偿债能力	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产负债率	31.85%	47.58%	44.92%	48.09%	46.50%
净负债率	-41.74%	3.76%	48.93%	-13.61%	1.87%
流动比率	2.46	0.37	0.82	1.04	1.23
速动比率	2.15	0.35	0.70	1.03	1.14
营运能力					
应收账款周转率	2.43	1.34	1.74	1.82	1.82
存货周转率	5.71	6.49	9.76	11.29	10.62
总资产周转率	0.70	0.10	0.23	0.23	0.21
每股指标(元)					
每股收益	0.06	0.06	1.70	2.23	2.49
每股经营现金流	0.79	0.06	-16.43	26.01	-5.90
每股净资产	3.91	14.10	16.14	18.37	20.86
估值比率					
市盈率	672.18	696.32	22.51	17.21	15.40
市净率	9.79	2.72	2.37	2.09	1.84
EV/EBITDA	64.15	43.09	11.71	6.70	7.11
EV/EBIT	92.30	48.73	12.24	7.08	7.57

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com