

强烈推荐-A (维持)

新潮能源 600777.SH

目标估值: N.a-N.a 元
当前股价: 2.04 元
2019年08月07日

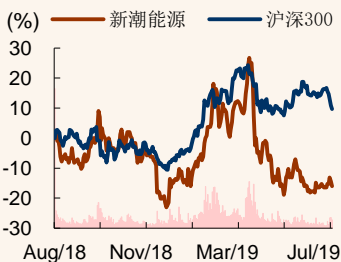
H1当量产量明显上升, 海外资产表现良好

基础数据

上证综指	2778
总股本(万股)	680050
已上市流通股(万股)	405124
总市值(亿元)	139
流通市值(亿元)	83
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	4.8
资产负债率	44.2%
主要股东	宁波国金阳光股权投资
主要股东持股比例	6.39%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-0	-0	-6
相对表现	6	-12	-18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《新潮能源(600777)——全额计提减值准备, 19年业绩值得期待》2019-01-29
- 2、《新潮能源(600777)——Q3业绩修复, 页岩区块盈利回归》2018-10-28
- 3、《新潮能源(600777)——产销快速增长, 风险逐步释放》2018-08-20

王强

wangqiang4@cmschina.com.cn
S1090517030001

李舜

lishun2@cmschina.com.cn
S1090518070001

事件:

公司公告 2019 年半年报。19 年上半年公司实现营业收入 26.7 亿元, 同比增长 24.3%, 实现归属于上市公司股东的净利润 3.71 亿元, 同比增长 53.7%。其中, 19Q2 单季公司实现营业收入 14.04 亿元, 实现归属于上市公司股东净利润 5.33 亿元, 同比增长 241.8%, 业绩表现基本符合预期。

评论:

1、19Q2 业绩基本反映海外资产正常经营水平。

从利润角度看, 19Q1 公司实现归属于上市公司股东净利润-1.63 亿元, 主要原因是公司套期保值衍生品持仓产生账面公允价值变动损益约 6.3 亿元, 由此在一定程度上拖累了上半年业绩, 扣除这部分损益, 油气行业实际实现营业利润约 4.3 亿元(所得税前)。19Q2 公司实现净利 5.33 亿元, 其中账面公允价值变动损益约 1.74 亿元, 则当季油气行业实际实现营业利润约 5.1 亿元(所得税前), 考虑到二季度 WTI 油价水平较一季度有所上升, 且二季度当量产量环比有所增长, 我们认为上述数据表现基本反映了海外资产的正常经营水平。

2、19Q2 当量产量继续环比上升, 新打井进度良好

根据公司生产经营数据, 19 年二季度公司油气当量产量约 4.8 万桶/天, 环比一季度的 4.63 万桶/天进一步上升。其中, 产量增长最快的是天然气, 二季度当量产量约 7800 桶/天, 环比一季度上涨约 2100 桶/天, 而原油产量则基本持平, 保持在 4 万桶/天水平左右。

打井进度方面, 公司二季度的投资力度逐步恢复, 单季度新打井 33 口, 环比一季度增加 10 口, 已经一改此前多个季度连续下降的趋势, 为公司当量产量的上升提供了重要支撑。

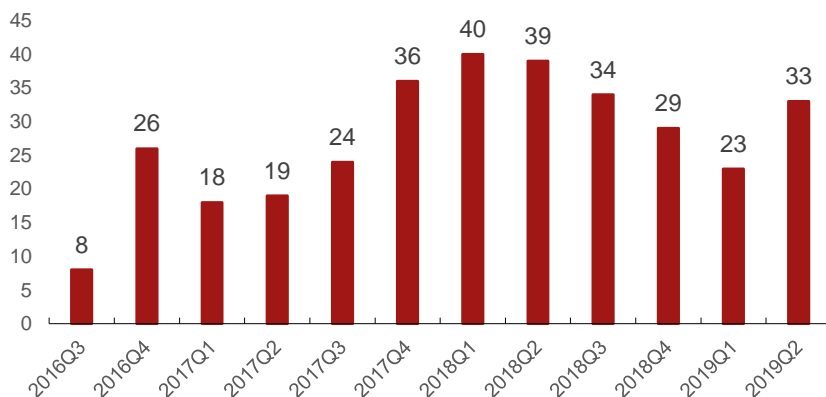
此前, 公司宣布在二叠纪盆地已知最长的水平井钻井及压裂完井, 这口破纪录的井总水平进尺为 5467 米, 刷新了二叠纪盆地水平井长度纪录, 该井预计将在今年三季度末之前投产。未来公司还会积极寻找新的开采层位并完善现有油井的增产工作。

3、套保操作为美国页岩油企通行做法, 油价大幅波动影响公允价值损益

市场对于公司连续多个季度的公允价值损益波动较为疑惑。我们认为, 通过投资一定量的衍生品套期保值工具, 锁定未来一段时间部分原油产量的销售价格是行业通行做法, 甚至是大部分页岩油企能够获得银行授信的前提条件之一, 目的在于避免油价剧烈波动给公司经营现金流带来不确定性影响。

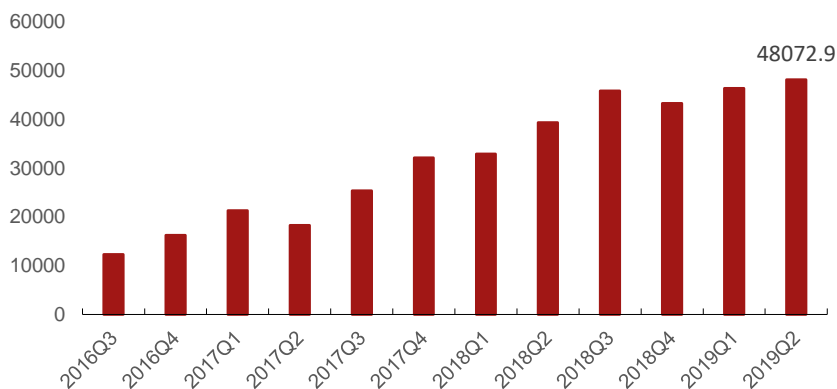
根据公司披露信息, 目前公司投资的衍生品工具包括纽约商品交易所 WTI Swap 合约, 米德兰-库欣差价 Swap 合约, 看跌期权以及领式期权等。在交易数量与结算时点的控制方面, 公司以未来 12 个月 PDP (已证实储量) 产量的 50%, 以及未来第 13-24 月 PDP 产量的 25% 作为期货到期日和期货交易数量的控制基础, 在交易过程中根据 WTI 现货及期货价格的波动情况进行小幅度调整。由于公司购入衍生品头寸时需要提前预判价格, 而当油价产生大幅波动时, 结算日油价与头寸实际价格水平容易产生一定偏差, 进而造成公允价值损益的大幅波动。在头寸未结算的情况下, 公允价值损益仅为账面损益, 并不影响实际现金流。

图 1: Moss Creek 公司单季打新井数 (口)



资料来源: 公司公告

图 2: 单季合计油气当量产量 (桶/天)



资料来源: 公司公告

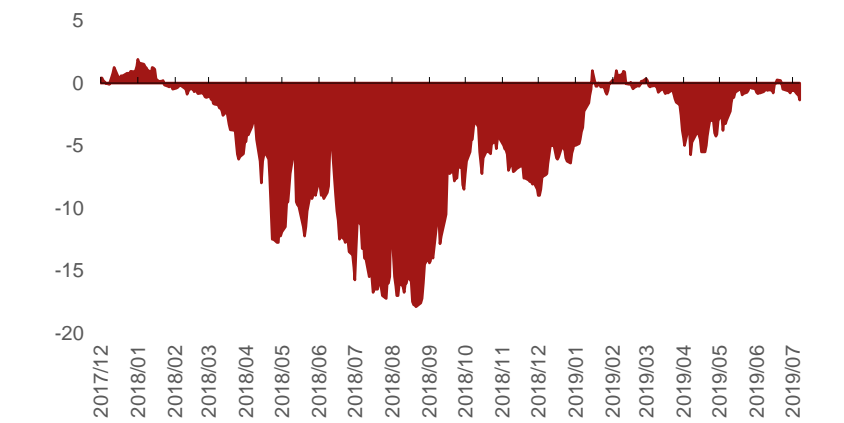
4、资产成本低、增产效果好、产量透明可追溯是新潮能源区别于其他海外油气公司的重要优势

公司在 2015 年底油价情绪最悲观时刻准确出手，并购 Howard & Borden 油田，区块位置属于美国页岩产区“核心中的核心”。按 16 年水平测算完全成本为 24 美元/桶（当前超过 34 美元/桶）。截至目前区块北部仍有大量区域待开发，增产潜力大。我们一直强调，与其他海外油气资源运营商不同的是，新潮能源资产所在的德州地区油气产业链条完备、市场化程度高、产量情况透明可追溯，优势非常明显。

5、公司去年已大额计提减值准备，19 年涉及前管理层的经营问题逐步排解。

自 18 年现任管理层进入公司以来，积极化解公司经营风险，聚焦油气主业。财务费用方面，美国子公司提前归还借款产生一次性罚息和发债费用已经在 18 年结算完毕，当前债务成本已经按惯例实施资本化。对此前管理层实施的哈密矿权投资、方正信托等涉诉事项已经计提坏账减值，18 年全年公司计提数量已经达到 11.17 亿元，其中针对涉诉的账面资产已经全额计提减值准备 10.67 亿元，即便上述资产经过法律程序无法收回，也不会对 19 年业绩进一步产生影响。但当前公司层面依然存在一定历史遗留问题未能完全排解，可能造成母公司层面的资金流动不畅。

图 3: Midland-库欣原油价差情况 (美元/桶)



资料来源: Bloomberg

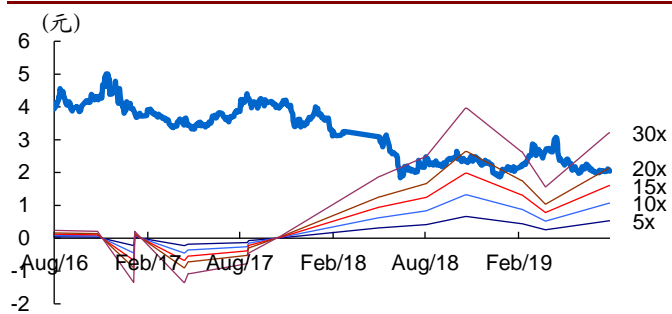
投资建议:

根据当前油价表现和产量情况, 19-21 年实现油价假设调整至 56/58/62 美元/桶, 19-21 年当量产量假设调整至 4.6 万、5.3 万和 5.5 万桶/天。考虑到 19 年下半年国际油价区间波动概率相对较大, 公允价值损益应维持在合理区间, 预计 19-21 年公司实现归属于上市公司股东净利润 10.8、14.3 和 16.9 亿元, 现价对应 PE 12.8、9.7 和 8.2 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

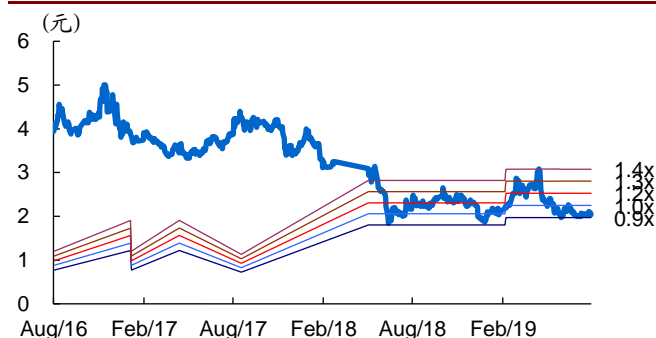
国际油价大幅波动; 美国二叠纪盆地主产区外输管道建设进展滞后; 涉诉事项进展滞后, 影响母公司现金流和融资能力。

图 4: 新潮能源历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 5: 新潮能源历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表（百万元）

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2990	2174	1881	2179	2481
现金	951	442	500	600	800
交易性投资	0	360	360	360	360
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	367	535	103	123	135
其它应收款	452	575	651	780	852
存货	35	28	28	34	35
其他	1185	235	239	283	299
非流动资产	16917	22574	22925	26303	29346
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	352	892	5220	8625	11689
无形资产	10	14	12	11	10
其他	16555	21669	17693	17667	17647
资产总计	19907	24748	24806	28482	31827
流动负债	5867	2663	1640	4207	6290
短期借款	630	0	467	2855	4878
应付账款	952	1122	668	790	832
预收账款	0	28	35	42	44
其他	4285	1513	471	520	537
长期负债	476	7265	7265	7265	7265
长期借款	0	1465	1465	1465	1465
其他	476	5799	5799	5799	5799
负债合计	6344	9927	8905	11471	13555
股本	6800	6800	6800	6800	6800
资本公积金	6476	7133	7133	7133	7133
留存收益	287	888	1968	3078	4339
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	13564	14821	15901	17011	18273
负债及权益合计	19907	24748	24806	28482	31827

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	667	3999	682	2546	3192
净利润	366	601	1080	1434	1692
折旧摊销	389	1443	124	558	900
财务费用	35	290	132	217	348
投资收益	(41)	173	403	294	237
营运资金变动	(20)	970	(1122)	(23)	(42)
其它	(62)	521	65	66	58
投资活动现金流	(1358)	(5438)	(958)	(4294)	(4237)
资本支出	(2465)	(6331)	(4500)	(4000)	(4000)
其他投资	1107	894	3542	(294)	(237)
筹资活动现金流	1237	866	335	1848	1245
借款变动	(6690)	(4300)	467	2389	2023
普通股增加	2749	0	0	0	0
资本公积增加	4989	657	0	0	0
股利分配	0	0	0	(324)	(430)
其他	188	4509	(132)	(217)	(348)
现金净增加额	546	(573)	58	100	200

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1523	4781	5419	6488	7093
营业成本	731	2136	2672	3160	3326
营业税金及附加	91	274	282	337	369
营业费用	0	0	5	6	7
管理费用	142	419	450	532	575
财务费用	14	264	132	217	348
资产减值损失	3	1096	50	50	0
公允价值变动收益	(271)	693	(383)	(274)	(217)
投资收益	31	(173)	(20)	(20)	(20)
营业利润	302	1114	1426	1892	2231
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	302	1115	1427	1893	2232
所得税	(65)	514	347	459	541
净利润	366	601	1080	1434	1692
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	366	601	1080	1434	1692
EPS (元)	0.05	0.09	0.16	0.21	0.25

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	526%	214%	13%	20%	9%
营业利润	-362%	269%	28%	33%	18%
净利润	-302%	64%	80%	33%	18%
获利能力					
毛利率	52.0%	55.3%	50.7%	51.3%	53.1%
净利率	24.1%	12.6%	19.9%	22.1%	23.9%
ROE	2.7%	4.1%	6.8%	8.4%	9.3%
ROIC	2.2%	5.1%	6.6%	7.5%	8.0%
偿债能力					
资产负债率	31.9%	40.1%	35.9%	40.3%	42.6%
净负债比率	22.5%	5.9%	7.8%	15.2%	19.9%
流动比率	0.5	0.8	1.1	0.5	0.4
速动比率	0.5	0.8	1.1	0.5	0.4
营运能力					
资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	32.9	67.7	94.3	102.1	96.7
应收帐款周转率	7.9	10.6	17.0	57.4	55.0
应付帐款周转率	1.5	2.1	3.0	4.3	4.1
每股资料 (元)					
每股收益	0.05	0.09	0.16	0.21	0.25
每股经营现金	0.10	0.59	0.10	0.37	0.47
每股净资产	1.99	2.18	2.34	2.50	2.69
每股股利	0.00	0.00	0.05	0.06	0.07
估值比率					
PE	37.9	23.1	12.8	9.7	8.2
PB	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8
EV/EBITDA	4.4	1.1	1.8	1.1	0.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

王 强，招商证券研发中心董事，石化行业首席分析师。浙江大学工学学士、硕士，意大利管理硕士；2年石化企业运营经验、7年证券研究经验。曾就职于湘财证券、银河证券、中信建投证券研究部，2017年2月加入招商证券。所在团队2011-2016年获得新财富石油化工行业3年第1名、3年第2名，2012-2015年连续4年获得水晶球石油化工行业第1名。

李 舜，石化行业分析师。清华大学工程管理硕士。6年石化化工实业经验，曾经在多个石化化工市场信息咨询机构任职。2016年5月加入招商证券，从事石油化工领域行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。