

化工

2017年05月24日

报告原因：首次覆盖

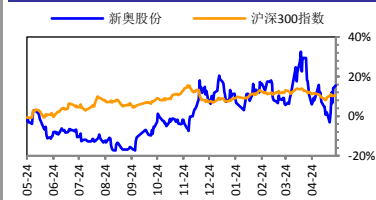
买入（首次评级）

| 市场数据： 2017年05月23日 | |
|-------------------|-----------------|
| 收盘价(元) | 14.14 |
| 一年内最高/最低(元) | 17.91/10.18 |
| 市净率 | 3.0 |
| 息率(分红/股价) | - |
| 流通A股市值(百万元) | 13939 |
| 上证指数/深证成指 | 3061.95/9763.78 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

| 基础数据： 2017年03月31日 | |
|-------------------|---------|
| 每股净资产(元) | 4.78 |
| 资产负债率% | 70.91 |
| 总股本/流通A股(百万) | 986/986 |
| 流通B股/H股(百万) | -/- |

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《威远生化(600803)调研报告》
2006/03/02
《2000-05-15_600803_调研简报》
2000/05/15

证券分析师

谢建斌 A0230516050003
xiejb@swsresearch.com

研究支持

江真俊 A0230116080006
jiangzj@swsresearch.com

联系人

江真俊
(8621)23297818 × 转
jiangzj@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

新奥股份 (600803)

——整合资源有望带来业绩的快速成长

投资要点：

- **业务协同开展，定位清洁能源中上游平台。**公司实际控制股东为新奥集团，根据集团业务布局，新奥股份定位清洁能源中上游，新奥能源则经营下游运输分销，形成业务协同优势。公司主要经营农兽药与能化两大主线，能化平台下设 LNG、煤炭、甲醇、煤化工、能源建设等业务，业务结构合理，煤炭、甲醇和农兽药具有良好的盈利性，LNG 与能源工程将成为公司未来看点。
- **Santos 业绩好转，17 年有望实现盈利。**公司是澳大利亚油气上市公司 Santos 第一大股东，Santos 油气储量丰富，2P 储量达 8.9 亿桶油当量。2015 年 Santos 亏损一度达 19.5 亿美元，其中主要是油价下跌带来的资产减值；16 年随着油价回暖及管理层变更，公司实现油气产销两增，亏损降低至 10.5 亿美元，实现平衡自由现金流价格从 47 美元/桶降低至 36.5 美元/桶。公司是油价上涨的弹性标的，后期增长值得期待，我们预计未来 3 年油价分别为 55、65 与 75 美元/桶，则 Santos 净利润分别为 3.16、6.66、9.9 亿美元，归属于上市公司净利润为 2.3、4.85 和 7.21 亿元。
- **煤炭和甲醇弹性标的，受益下游需求回暖。**公司成功布局“煤炭-甲醇-煤化工”产业一体化，产品协同性与盈利性均十分显著。公司煤炭成本低廉，盈利水平长期处于行业领先地位；煤炭与甲醇业绩弹性巨大，煤炭价格每上涨 100 元/吨，EPS 约提高 0.4 元/股；我们认为在烯烃高景气程度下，国内以 MTO 为代表的煤化工项目将开始提速，对上游甲醇的需求将会加大，同时甲醇作为能源消耗品的能源属性将随着油品升级的刚性需求而增强。同时公司投资建设的年产 20 万吨轻烃项目未来将会投产，预计轻烃净利润率将达到 20% 以上，有效增厚公司业绩。
- **优质工程资产注入带来持续性收益。**15 年公司获得新奥集团工程资产注入，能源工程业务 15、16 年业绩贡献占比均超 30%。新地工程是集团业务 LNG 业务接收站的总承包商，目前仅一期项目将为公司带来 19 亿元收入，未来二、三期项目将持续为公司带来业绩增长。工程公司技术领先，资质全，在为集团内部服务同时积累了丰富的项目经验，逐步开展与外部的合作，未来有望实现外部竞争。我们保守预计 17 年工程业务将为公司带来约 30 亿元收入。
- **估值与投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年净利润为 9.64、14.91、19 亿元，考虑到 2018 年配股融资带来的股本增加，2017、2018 年的股本分别为 9.86、12.82 亿股，则 EPS 分别为 0.98、1.16、1.48 元/股。由于公司业务分类较多，市场上结构类似公司较少，从而所选取可比公司均为相关业务中有代表性企业，参考所得到的 17 年行业平均 PE 水平为 20X，得到 17 年目标价 19 元；存在 34.37% 的空间，首次覆盖并给予“买入”评级。
- **风险提示：**新奥集团 LNG 接收项目进度低于预期；原油与甲醇等大宗商品价格持续下跌。

财务数据及盈利预测

| | 2016 | 2017Q1 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,396 | 1,773 | 8,009 | 9,742 | 10,771 |
| 同比增长率(%) | 13.01 | 72.79 | 25.23 | 21.64 | 10.56 |
| 净利润(百万元) | 519 | 183 | 964 | 1,491 | 1,900 |
| 同比增长率(%) | -35.62 | 301.56 | 85.85 | 54.67 | 27.43 |
| 每股收益(元/股) | 0.53 | 0.19 | 0.98 | 1.16 | 1.48 |
| 毛利率(%) | 26.7 | 28.0 | 27.7 | 29.3 | 29.3 |
| ROE(%) | 11.4 | 3.9 | 18.0 | 16.1 | 17.0 |
| 市盈率 | 27 | | 14 | 12 | 10 |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

公司是新奥集团旗下专注于上游清洁能源生产的上市公司，目前已形成能源化工与农兽药两大业务产业链。我们预计公司 2017-2019 年净利润为 9.64、14.91、19 亿元，考虑到 2018 年配股融资带来的股本增加，2017、2018 年的股本分别为 9.86、12.82 亿股，则 EPS 分别为 0.98、1.16、1.48 元/股。由于公司业务分类较多，市场上结构类似公司较少，从而所选取可比公司均为相关业务中有代表性企业，参考所得到的 17 年行业平均 PE 水平为 20X，得到 17 年目标价 19 元；存在 34.37% 的空间，首次覆盖并给予“买入”评级。

关键假设点

- 1、17、18、19 年 Brent 原油分别价格为 55、65、75 美元/桶；
- 2、2018 年公司 20 万吨/年轻烃项目投产；

有别于大众的认识

市场认为目前国际油价仍处于低位，Santos 公司巨额的资产减值将会持续拖累公司业绩，而我们认为目前油价水平已比 16 年全年均价高约 10 美元/桶，公司作为澳洲第二大油气公司，具备 8.9 亿吨的油气储量，净利润与油价相关性高，能够充分享受油价反弹带来的业绩弹性；且第一季度 OPEC 减产执行力度可观，未来油价下挫可能性较小，Santos 公司 17 年将可能不计提减值准备，利润将充分释放。

市场认为 17 年煤炭行业与 16 年相比景气度下降，17 年公司煤炭与甲醇业务业绩将有所下降，但我们认为公司已打通“煤炭-甲醇-煤化工”一体化的工艺路线，业绩受煤炭价格变动的影响较小。公司煤炭主要由自有矿井开采，开采成本极低，受价格波动影响有限；我们预测煤化工 MTO 业务自 17 年将开始提速，资本开支较高，国内对上游甲醇的需求将会加大，同时我们认为甲醇作为能源消耗品的能源属性将随着油品升级的刚性需求而增强；公司投资建设的年产 20 万吨轻烃项目未来将会投产，轻烃净利润将达到 20% 以上，能够有效增厚公司业绩。

股价表现的催化剂

- 1、煤炭和油气价格持续上涨；
- 2、新地工程公司外部订单量增长；

核心假设风险

- 1、新奥集团 LNG 接收项目进度低于预期；
- 2、原油与甲醇等大宗品价格持续下跌；

1 目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 1. “能化与农兽药”双轨发展 五大板块逐步成型..... | 6 |
| 2. 受益油价好转 Santos 业绩拐点来临 | 8 |
| 2.1 巨额资产减值拖累 经营难显光彩 | 8 |
| 2.2 管理层措施推进 下半年经营改善显著 | 9 |
| 2.3 LNG 贸易增长 有望带动公司销量提升 | 11 |
| 3. 坐拥优质煤炭资产 产业链一体化优势显著 | 12 |
| 3.1 煤炭业务弹性巨大 未来仍将受益煤价回暖 | 12 |
| 3.2 甲醇具备能源属性 MTO 引领需求新增长 | 14 |
| 3.3 油品升级势在必行 添加剂有望迎来大发展 | 20 |
| 4. 制药业务前景良好 工程公司背靠集团发展迅速 | 21 |
| 4.1 传统农兽药业务维持稳定 | 21 |
| 4.2 优质工程资产注入完善能化产业一体化 | 22 |
| 5. 盈利预测与建议 | 23 |

图表目录

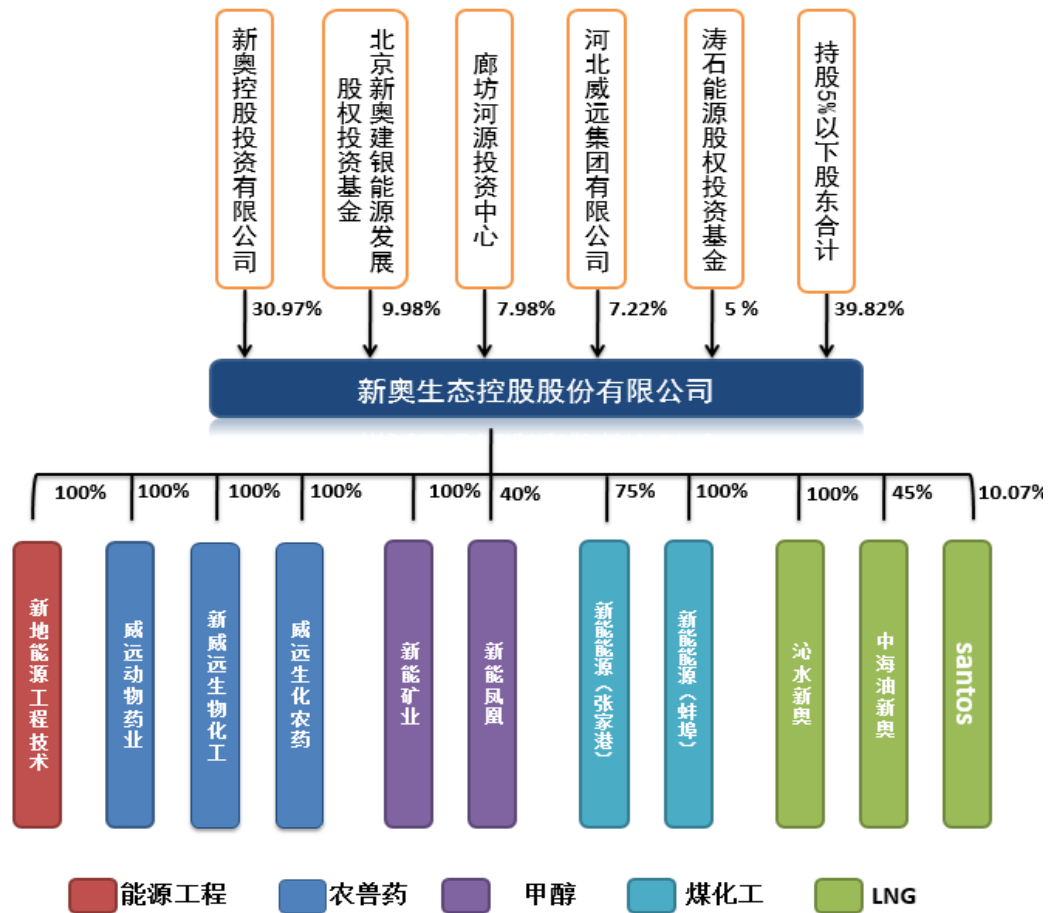
| | |
|--|----|
| 图 1: 公司五大板块布局 | 6 |
| 图 2: 公司营收及净利润变化情况 | 7 |
| 图 3: 2016 年公司各业务营收占比 | 7 |
| 图 4: 公司主营业务历年营收情况拆分 | 7 |
| 图 5: 公司主营业务历年毛利率情况拆分 | 7 |
| 图 6: Santos 公司近年来 2P 储量变化情况 | 8 |
| 图 7: Santos 历年 LNG 产品产量情况 | 8 |
| 图 8: Santos 历年 LNG 产品销量情况 | 8 |
| 图 9: Santos 历年营收与净利润情况 | 9 |
| 图 10: Santos 营收和净利润与油价相关性 | 9 |
| 图 11: 2016 年 Santos 仅 LNG 与乙烷业务呈现正增长 | 10 |
| 图 12: 全球平均油价与 LNG 价格均下跌严重 | 10 |
| 图 13: 2016 年 Santos LNG 业务类型分类 | 10 |
| 图 14: 2017 年全球 LNG 市场供需情况 | 10 |
| 图 15: 1990-2016 年 LNG 贸易量 | 11 |
| 图 16: 2016 年与 2015 年 LNG 出口国增量比较 | 11 |
| 图 17: 2016 年与 2022 年全球 LNG 接收能力对比 | 12 |
| 图 18: LNG 价格进入复苏阶段 | 12 |
| 图 19: 2016 年全球 LNG 出口量与市场份额占比 | 12 |
| 图 20: 环渤海动力煤指数触底反弹 | 13 |
| 图 21: 近三年煤炭上市公司煤炭业务毛利率情况 | 13 |
| 图 22: 国内甲醇开工率长期处于较低水平 | 14 |
| 图 23: 甲醇下游消费结构 | 14 |
| 图 24: 甲醇全球供需情况 | 14 |
| 图 25: 甲醇进口量逐渐提升 | 14 |
| 图 26: 甲醇国内供需情况 | 15 |
| 图 27: 甲醇与原油价格走势 | 15 |
| 图 28: 甲醇与天然气价格走势 | 15 |

| | |
|---|----|
| 图 29: 国内煤化工项目资本投入情况 (剔除延期且并未公布具体投产时间项目) | 16 |
| 图 30: 油价与烯烃成本 | 17 |
| 图 31: 煤炭价格与烯烃成本 | 17 |
| 图 32: 甲醇与 LLDPE、PP 期货价格走势 | 17 |
| 图 33: 甲醇与 LLDPE、PP 价差 | 17 |
| 图 34: 全球甲醇供需格局 (其中 MTO 需求已排除煤炭-甲醇-烯烃一体化的甲醇需求) | 18 |
| 图 35: 中国甲醇与汽油等燃料混合使用情况 | 18 |
| 图 36: 全国炼油年新增产能 (百万吨) | 20 |
| 图 37: 燃料与工况协同控制策略 (以二甲醚掺混试验) | 21 |
| 图 38: 汽油产销量逐年递增 | 21 |
| 图 39: 农药原药产销量情况 | 21 |
| 图 40: 农田灌溉面积与牲畜数量 | 21 |
| 图 41: 工程公司具备多项专业资质 | 22 |
| 图 42: 工程公司经营情况 | 22 |
| | |
| 表 1: 公司上市以后, 经历一系列的资本运作, 延伸上游产品产业链 | 6 |
| 表 2: 煤炭与甲醇产品弹性测算 | 13 |
| 表 3: 我国甲醇制汽油建成投产及在建拟建项目 | 19 |
| 表 4: 国 IV、国 V 汽油标准与稳定轻烃性能比较 | 20 |
| 表 5: 舟山 LNG 接收站项目产能及投资额 | 22 |
| 表 6: 新地工程公司关联交易情况 (亿元) | 23 |
| 表 7: 重点公司估值 | 23 |
| 表 8: 主营业务拆分 | 23 |
| 表 9: 合并损益表 (百万元) | 25 |

1. “能化与农兽药”双轨发展 五大板块逐步成型

公司原名威远生化，主要经营农、兽药的生产与销售；2011年公司易主，新奥集团成为公司第一大股东，继而经过一系列的资本运作，公司业务扩展至5大板块：能源工程、甲醇、农兽药、煤化工、LNG。从业务关联性看，公司农兽药为传统的优势板块，独立性较强，业务经营稳定；LNG是较为优质的清洁能源，未来市场前景广阔，是公司未来主要发展方向之一，而“煤炭-甲醇-煤化工”的产业链组合极具相关性，同时能源工程业务捆绑公司内部投资建设，能化板块协同性强。

图 1：公司五大板块布局



资料来源：公司公告、申万宏源研究

表 1：公司上市以后，经历一系列的资本运作，延伸上游产品产业链

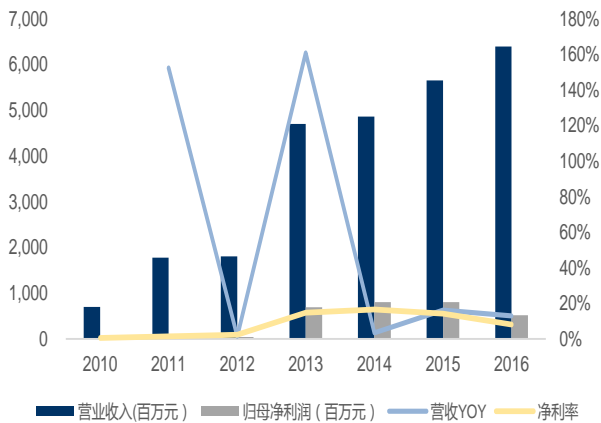
| 时间 | 事件 | 影响 |
|-----------|-----------------------------------|-----------------------|
| 2004/8/26 | 新奥集团入主上市公司 | 新奥集团为公司实际控制人 |
| 2008/9/22 | 增发收购新能（张家港）75%与（蚌埠）100%股权 | 获得二甲醚权益产能 17 万吨/年 |
| 2013/3/9 | 资产重组获得新能矿业 100%股权 | 获得煤炭年产能 600 万吨及旗下甲醇资产 |
| 2014/8/16 | 收购新能凤凰 40%股权 | 获得甲醇权益年产能 28.8 万吨/年 |
| 2015/3/26 | 收购沁水新奥燃气 100%股权与中海油新奥（北海）燃气 45%股权 | 获得煤层气及石油伴生气生产 LNG 产能 |
| | 设立新能龙山清洁能源公司（51%股权） | 获得焦炉煤气产能 35000 立方米/小时 |

| | | |
|------------|-----------------------|---|
| 2015/4/28 | 收购新地能源工程技术有限公司 100%股权 | 获得 LNG 工程建设能力 |
| 2015/6/10 | 设立迁安新奥 (60%股权) | 获得设计接收气源能力 32000 Nm ³ /h, 设计 LNG 产能 11994 Nm ³ /h |
| 2015/10/29 | 合作建设 20 万吨/年稳定轻烃项目 | 生产 20 万吨/年稳定轻烃, 同时副产 2 亿 Nm ³ /年 LNG 和 4.4 万吨/年 LPG 等产品, 预计 2018 年 5 月投产 |
| 2016/3/24 | 收购 Santos 10.07%股权 | 获得澳大利亚油气资源 |

资料来源: 公司公告、申万宏源研究

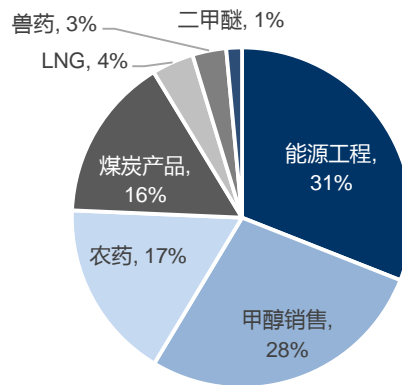
公司营业收入逐年提高, 13 年完成重大资产重组后营收激增, 16 年营业收入为 63.96 亿元, 同比增长 13%, 其中能源工程和甲醇业务分别约占 30%, 煤炭和农兽药分别约占 20%; 受三费超预算及主要业务能源工程与甲醇利润率下降影响, 16 年公司净利润率为 8.11%, 较上年减少 6.13%, 归母净利润同比减少 35.62%, 为 5.19 亿元。

图 2: 公司营收及净利润变化情况



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

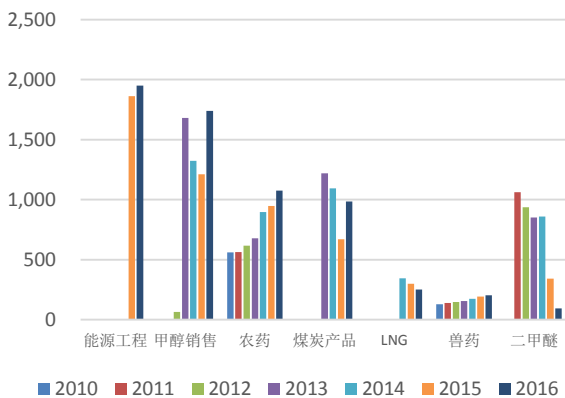
图 3: 2016 年公司各业务营收占比



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

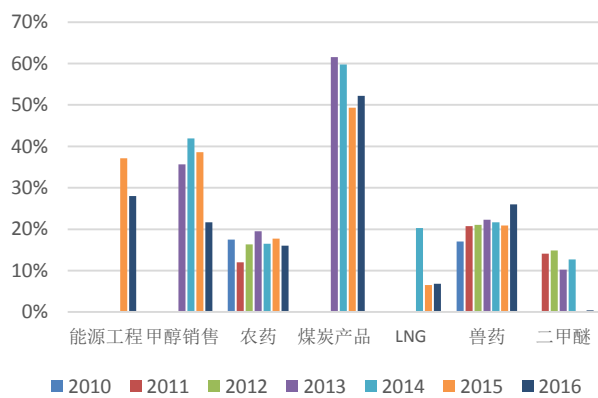
分业务来看, 近两年来能源工程与甲醇业务是主要收入和利润来源, 同时两者毛利率较高; 农兽药业务营收贡献逐年增高, 但增幅较慢, 毛利率维持稳定; 煤炭业务营收贡献较为稳定, 毛利贡献较高, 16 年毛利率回升至 52%; LNG 和二甲醚业务营收近两年呈下降趋势, 毛利率下降显著。

图 4: 公司主营业务历年营收情况拆分



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

图 5: 公司主营业务历年毛利率情况拆分



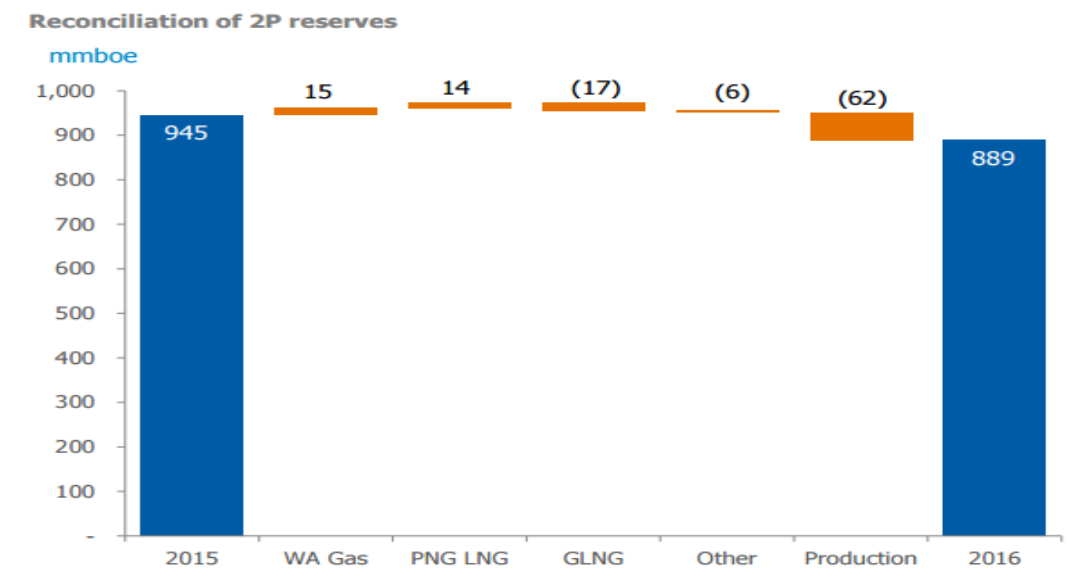
资料来源: 公司公告、申万宏源研究

2. 受益油价好转 Santos 业绩拐点来临

2.1 巨额资产减值拖累 经营难显光彩

目前公司收购澳大利亚上市公司 Santos 11.72% 股权 (Santos 股份增发后稀释至 10.07%)，成为 Santos 第一大股东。Santos 是澳大利亚领先的能源企业，主要从事石油和天然气勘探和生产业务，其石油和天然气资产遍布澳大利亚和亚太地区，是澳大利亚领先的油气生产商。2016 年底，Santos 公司石油探明储量 (1P) 为 4.85 亿桶油当量，探明加概算储量 (2P) 为 8.89 亿桶油当量。

图 6: Santos 公司近年来 2P 储量变化情况

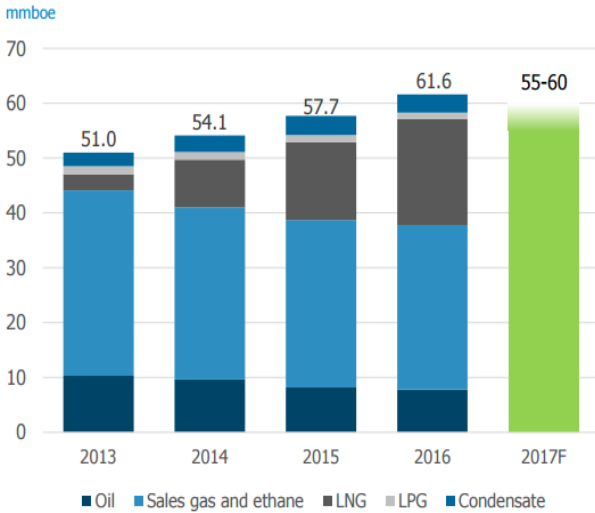


资料来源：公司公告、申万宏源研究

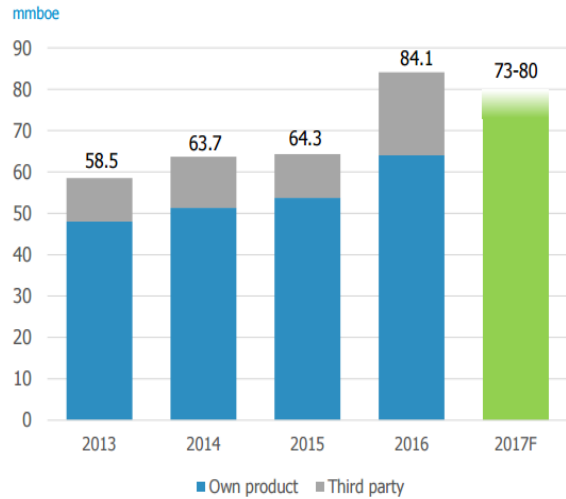
16 年 Santos 的 LNG 产量为 61.6 百万桶油当量，创历史新高，同比增长率为 6.8%，增长迅速主要是由于 LNG 产量的增长，其中产量最大的板块来自于格拉斯通液化天然气项目，2017 年公司预计产量范围为 55-60 百万桶油当量，降低的主要原因是 2016 年公司出售 Victoria, Stag, Mereenie 等资产；2016 年 LNG 销售量增长迅速，同比增长率达 31%，其中第三方气资源提升幅度显著，公司预计 2017 年自产与第三方 LNG 销量将达到 73-80 百万桶油当量，略低于 2016 年，但仍高于历史年份。

图 7: Santos 历年 LNG 产品产量情况

图 8: Santos 历年 LNG 产品销量情况



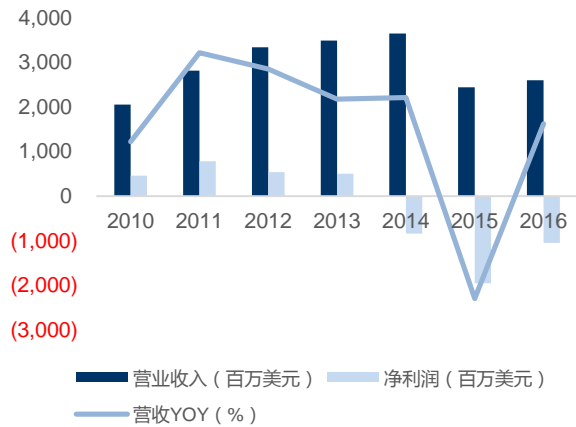
资料来源：公司年报、申万宏源研究



资料来源：公司年报、申万宏源研究

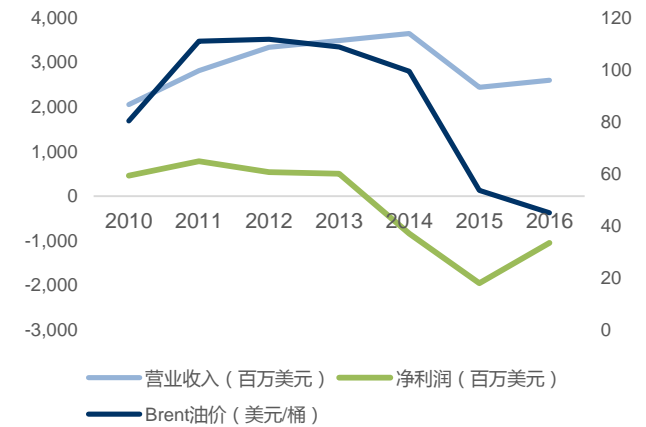
Santos 公司营收和净利润与油价呈高度相关性,2014 年前 Santos 收入呈不断增长趋势,受油价影响 Santos 2015 年收入同比下降达 33%,2016 年由于 GLNG 项目新产线的投产,LNG 产量增加,虽然 2016 年全球油价与 LNG 分别下降 14%和 33%,但仍保持营业收入正增长;净利润方面,2015 年 Santos 归母净利润重挫至-19.53 亿美元后触底反弹,16 年净利润为-10.47 亿美元,其中亏损主要来源为 15.61 亿美元的巨额资产减值损失。

图 9: Santos 历年营收与净利润情况



资料来源：彭博、申万宏源研究

图 10: Santos 营收和净利润与油价相关性



资料来源：彭博、申万宏源研究

2.2 管理层措施推进 下半年经营改善显著

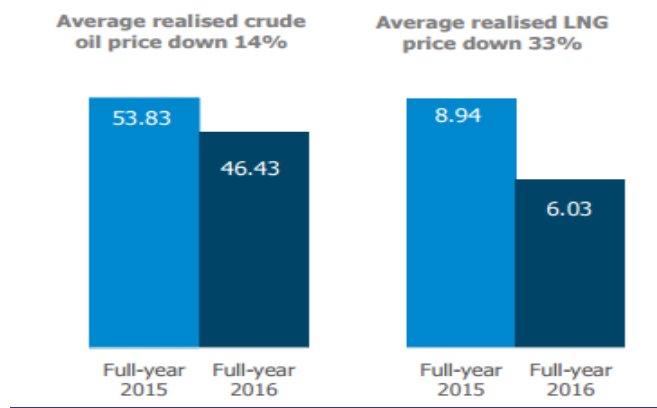
2014 年度和 2015 年度, Santos 根据油价下跌的大环境进行了减值审查,分别计提了 21.26 亿美元和 28.54 亿美元的资产减值损失,减值损失主要与若干石油生产资产和评估资产相关,其中前者包括在库珀盆地的石油生产资产,后者包括在冈尼达盆地的评估资产,大额的资产减值损失导致过去两年出现重大亏损;亏损延伸至 16 年年中,公司再次计提减值损失近 10.6 亿元;16 年下半年随着 OPEC 与俄罗斯冻产协议的达成,油价迅速攀升至 55 美元/桶附近,大幅度提升了全年的原油均价,从而 16 年末减值损失降低至 15.61 亿美元,营业利润回升至-3.26 亿美元。

图 11: 2016 年 Santos 仅 LNG 与乙烷业务呈现正增长

| US\$ million | Full-year 2016 | Full-year 2015 | Var |
|--|----------------|----------------|-----------|
| Sales Revenue (incl. third party) | | | |
| Sales gas and ethane | 897 | 746 | 20% |
| LNG | 887 | 696 | 27% |
| Crude oil | 575 | 740 | (22)% |
| Condensate | 183 | 183 | 0% |
| LPG | 52 | 77 | (32)% |
| Total | 2,594 | 2,442 | 6% |

资料来源: 公司公告、申万宏源研究

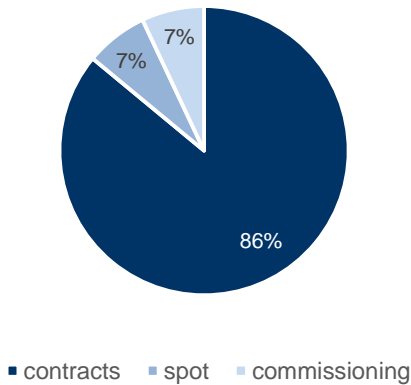
图 12: 全球平均油价与 LNG 价格均下跌严重



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

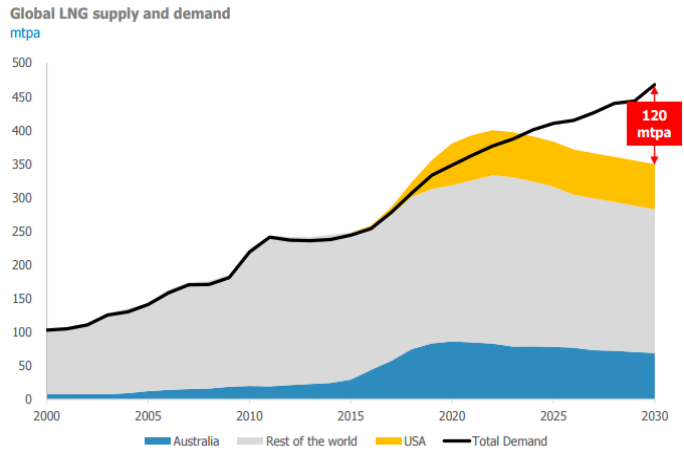
Santos LNG 主要采用与下游厂商签订协议出售, 以 2016 年为例, 86%的 LNG 以合约价格出售, 现货和其他方式均占比 7%, 目前公司 LNG 产品合约价格略低于液化天然气平价。我们认为随着油价上涨, 天然气相对于原油的性价比将会体现, 有望带动公司的业绩向上弹性。

图 13: 2016 年 Santos LNG 业务类型分类



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

图 14: 2017 年全球 LNG 市场供需情况



资料来源: 公司年报、申万宏源研究

虽然目前全球 LNG 的格局处于供大于求的局面, 根据 Wood Mackenzie LNG Tool 预测, 未来 10 年亚太地区的非传统增长将会带动需求增长, 从而使 LNG 市场恢复平衡, 甚至达到供不应求的局面。我们认为 Santos 将会顺利过渡到未来的“黄金时代”: (1) 从 LNG 交易格局来看, Santos 的合约货交易和专业的对冲手段能够尽可能的减少供给过剩带来的价格波动影响; (2) Santos 采用具有竞争力的低价以获得下游客户的长期需求。

公司单桶油成本下降 18%, 从 2015 年 10.35 美元/桶下降至 8.45 美元/桶, 下降主要来自于 GLNG (26%)、PNG (12%) 与库伯 (15%) 项目的成本下降; 同时 Santos 实现平衡自由现金流价格已从 2015 年的 47 美元/桶降低至 36.5 美元/桶。我们认为 16 年年下半年新的管理层上任所采取的降本增效措施切实有效, 随着各项成本及油价的整体回升, 我们预计 17 年油价的价格中枢约为 55 美金/桶, 后期油价会逐渐震荡上行, 公司是油价上涨的弹性标的, 很快将会迎来业绩拐点, 后期增长值得期待, 我们预计未来 3 年油价分别为 55、65

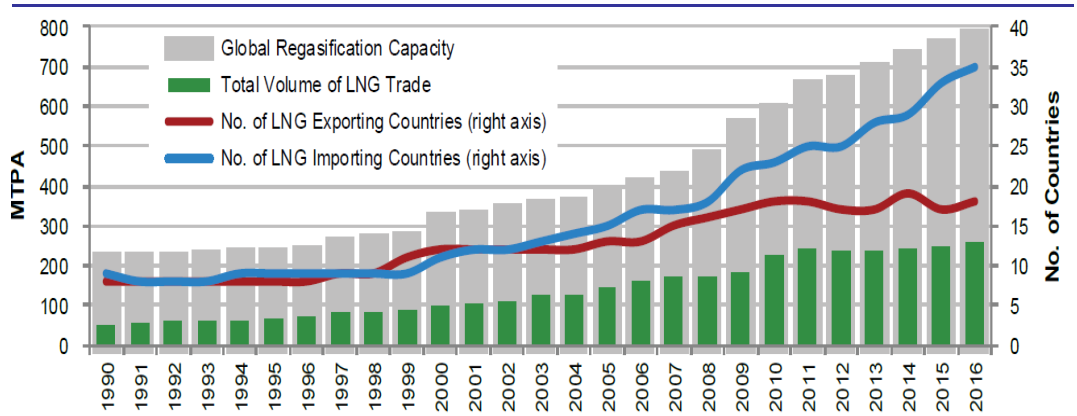
与 75 美元/桶，则 Santos 净利润分别为 3.16、6.66、9.9 亿美元，归属于上市公司净利润为 2.3、4.85、7.21 亿元。（美元兑人民币汇率以 6.8 计算）

2.3 LNG 贸易增长 有望带动公司销量提升

随着 LNG 的船运、港口仓储等物流能力的提升，LNG 的贸易便利性大大提升。

2016 年全球 LNG 贸易量为 2.58 亿吨，新增贸易量增长量为 13.1 百万吨，创下 2011 年以来的历史新高，但 IGU 预计随着液化工厂在未来几年的上线，增长进程将会进一步加快；2016 年出口与进口 LNG 国家分别达到 35 与 18 家，出口国家数量维持稳定，但进口国家增速较快，说明未来需求的增速仍将确定。

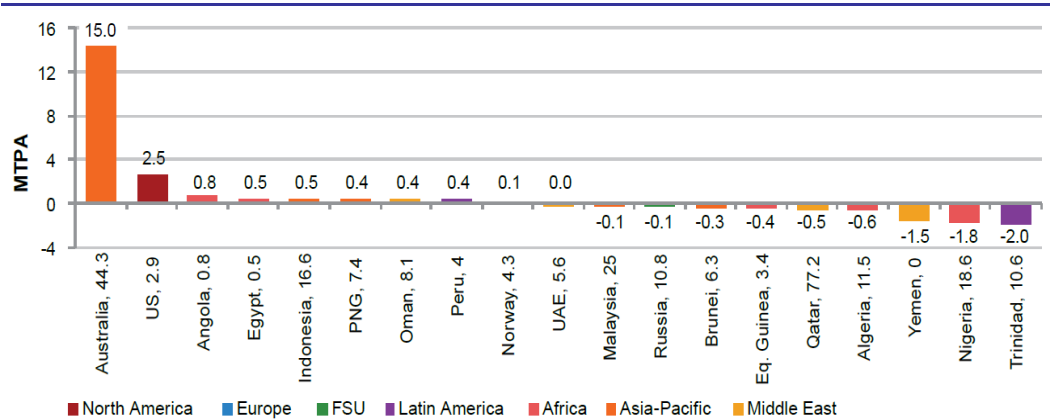
图 15：1990-2016 年 LNG 贸易量



资料来源：IGU、申万宏源研究

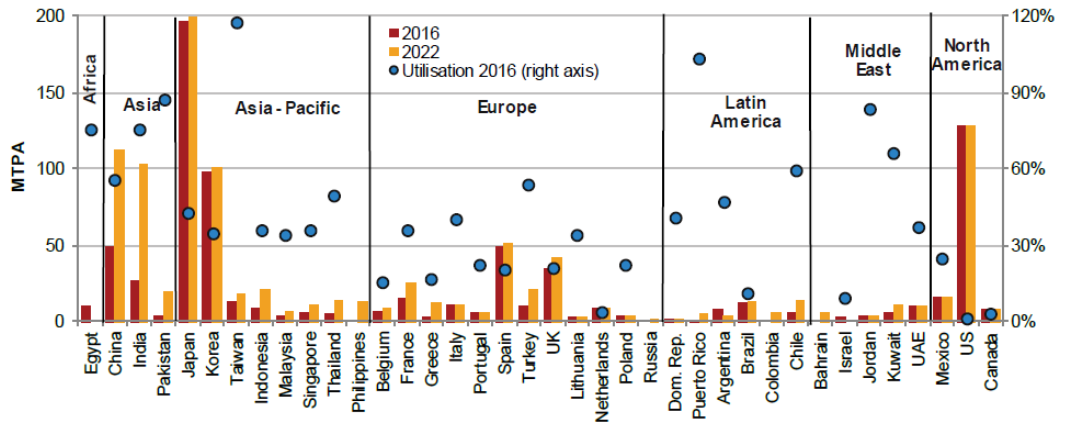
目前卡塔尔与澳大利亚约占全球 LNG 出口量的 50%，出口量分别为 77.2 与 44.3 万吨，同比 15 年出口量分别增长-0.5%与 15%。我们认为 LNG 作为有效的清洁能源，需求量呈增长趋势将是常态，同时未来中国和印度的迅速崛起将促使 LNG 需求量进一步扩大，大型 LNG 接收站的修建也在稳步推进，预计 2022 年中印两国的 LNG 接收能力提高 2 倍以上，有利于海外 LNG 产品的进口。

图 16：2016 年与 2015 年 LNG 出口国增量比较



资料来源：IGU、申万宏源研究

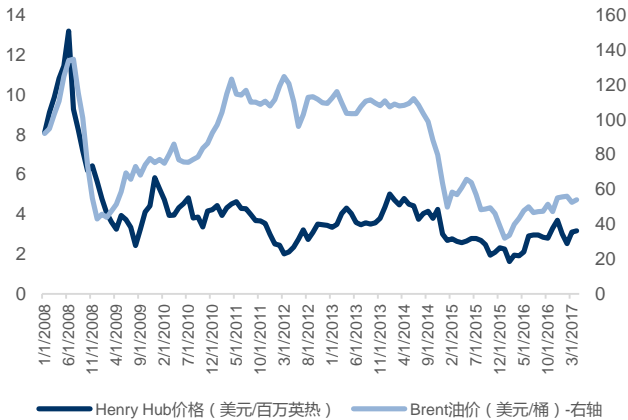
图 17: 2016 年与 2022 年全球 LNG 接收能力对比



资料来源: IGU、申万宏源研究

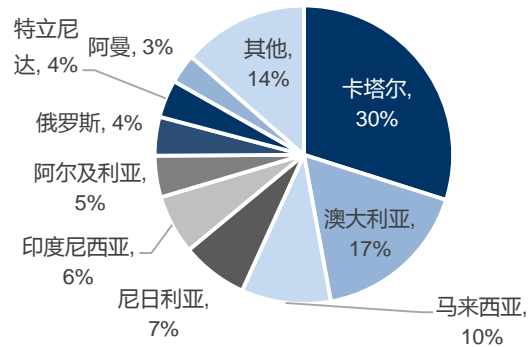
2016 年第四季度起, OPEC 冻产协议达成, 带动全球油价上涨, LNG 作为原油替代品, 价格进入复苏阶段。我们认为随着 OPEC 及非 OPEC 国家冻产执行率的不断提升, 油价将会震荡上行, LNG 价格上涨将会持续, Santos 现金流盈亏平衡点迅速降低至 36.5 美元/桶, 钻井成本降低迅速, 将会显著扩大毛利。目前 Santos GLNG 项目油气供应量持续提升, Muruk 与 Barossa 的资源评估正在推进, 未来油气扩产的确性增强。

图 18: LNG 价格进入复苏阶段



资料来源: 彭博、申万宏源研究

图 19: 2016 年全球 LNG 出口量与市场份额占比



资料来源: IGU、申万宏源研究

3. 坐拥优质煤炭资产 产业链一体化优势显著

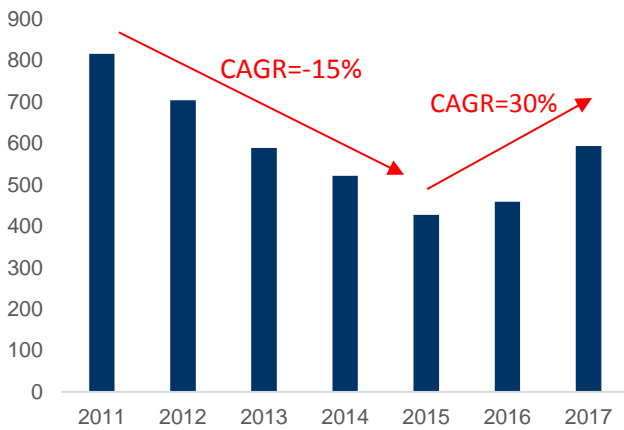
3.1 煤炭业务弹性巨大 未来仍将受益煤价回暖

2013 年 3 月公司重大资产重组获得大股东新奥集团下属资产新能矿业 100% 股权, 新能矿业主营煤炭开采与销售, 煤种包括混煤和洗精煤, 其中混煤因灰分较高通常用作动力煤, 洗精煤灰分及其他杂质含量较低, 适合作为一些专门用途的优质煤炭, 也可以用作部分煤化工产品的原材料。

新能矿业位于鄂尔多斯市境内，地理位置优越，拥有便利的铁路和公路运输条件。矿区所产煤炭优先满足于公司煤制甲醇的动力煤原材料，满足自用之外的煤炭用于外销，并已和大型煤炭贸易商和终端用户建立长期合作关系，确保满产满销。

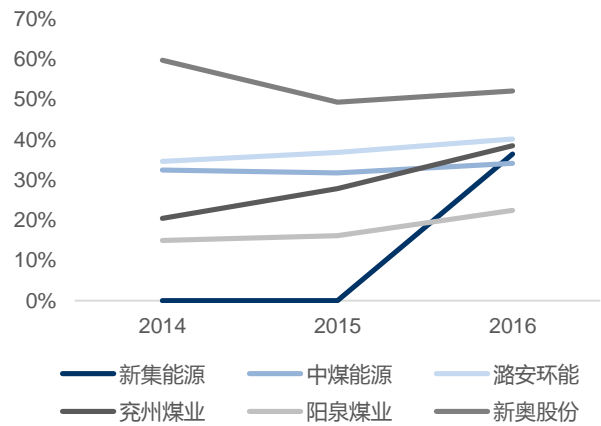
从经营情况来看，公司煤炭销售业务毛利率远高于其他煤炭上市公司，即使是煤炭行业处于严重供大于求阶段，仍能维持极高毛利率。我们认为公司毛利率显著高于其他企业的主要原因是：（1）供给侧带来的煤价弹性恢复，使公司毛利率得以维持；（2）公司地理位置优越，矿井附近有运能超 1000 万吨/年的运输铁路，同时根据公司规划建设有运力 250 万吨/年的秦皇岛铁路运输，极大的降低了公司的运输成本；（3）新能矿业矿井的主要生产环节-采煤和洗煤均采用专业外包模式进行管理，能够显著提高生产效率，降低生产成本。

图 20：环渤海动力煤指数触底反弹



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 21：近三年煤炭上市公司煤炭业务毛利率情况



资料来源：Wind、申万宏源研究

注：14,15 年新集能源毛利率均为负值

新能矿业拥有王家塔矿井 30 年采矿权，剩余年份充足。王家塔矿井产能 600 万吨/年，为选用现代化生产设备的高产高效矿井，建井与开采成本低。同时公司煤炭产品弹性大，我们测算上市公司煤炭产品弹性，煤价每上涨 100 元/吨，对 EPS 贡献 0.4 元/股。

表 2：煤炭与甲醇产品弹性测算

| 主要产品 | 煤炭 | 甲醇 |
|----------------------|-----------|----------|
| 权益产能（万吨） | 600 | 73.8 |
| 煤炭价格每上涨 100 元/吨 | 100 | 100 |
| 增值税率 | 1.17 | 1.17 |
| 增值税后 | 85.47 | 85.47 |
| 税前利润（万元） | 51,282.05 | 6,307.69 |
| 所得税后（万元） | 38,461.54 | 4,730.77 |
| 备注（所得税率） | 25% | 25% |
| 总股本（亿股） | 9.86 | 9.86 |
| 丙烯酸上涨 100 元/吨 EPS 增厚 | 0.4 | 0.05 |

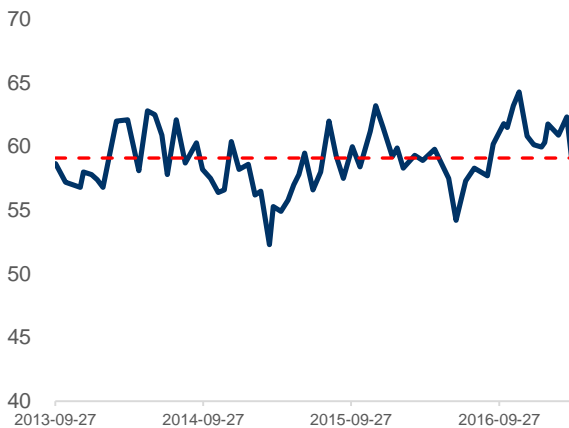
资料来源：申万宏源研究

3.2 甲醇具备能源属性 MTO 引领需求新增长

新能矿业旗下拥有新能凤凰 40% 股权及新能能源 75% 股权。新能能源与新能凤凰主营甲醇的生产与销售，分别具备年产 60 万吨与 72 万吨的产能，上市公司合计具备权益产能约 75 万吨。公司经不断的技改，按实际生产状况，现装置达产率为 105%-110%，远高于国内行业约 60% 的开工率。公司打造一体化煤化工产业链，充分发挥“煤炭-甲醇-煤化工产品”的配套经营优势。

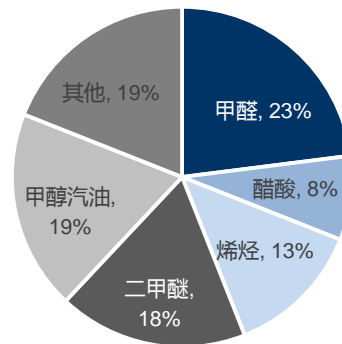
甲醇下游应用广泛，主要分为能源与化工品，其中能源占比约 1/3，剩余部分均用于化工品。甲醇在化工品下游的需求与各种的工业生产紧密相关如甲醛、醋酸等需求与建筑和房地产相关程度高。甲醇的需求同样也受汽车行业、耐用消费品、工业投资、环境与健康趋势、以及新产品的开发影响。

图 22：国内甲醇开工率长期处于较低水平



资料来源：Wind、申万宏源研究

图 23：甲醇下游消费结构



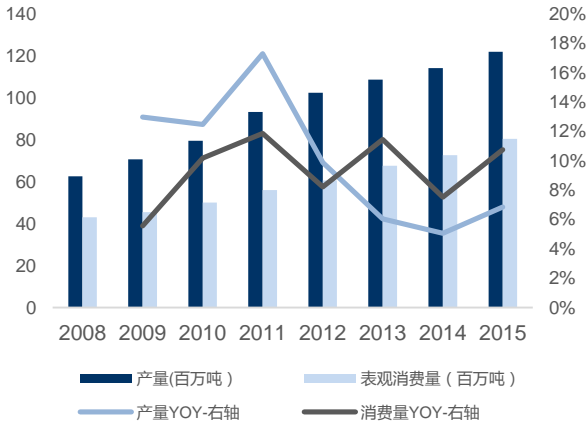
资料来源：《2015 年甲醇市场分析及 2016 年展望》、申万宏源研究

从历史的价格走势来看，甲醇的价格与能源（如油价等）关联性较大，与化工品下游相关性相对较小。甲醇的需求有一定的刚性支撑，主要是甲醇在下游应用中很难被更低成本的产品替代，同时甲醇在下游产品的成本中占比相对较小。

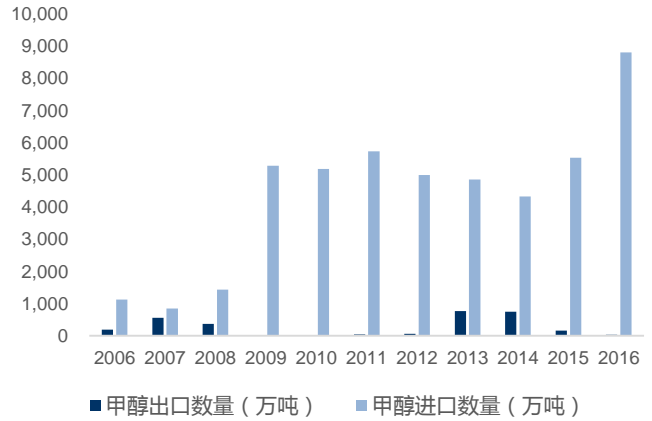
全球甲醇业务供需两增，2015 年甲醇产量 1.2 亿吨，同比增加 6.9%；表观消费量为 80.49 百万吨，同比增长 10.8%；从近几年的增速来看，甲醇消费量增速普遍高于产量，供大于求格局有望缓解。中国作为国内甲醇业务主要的产销国之一，国内的供需变化牵动国际格局，国内甲醇产量 43.14 百万吨，同比增长 7.56%；表观消费量为 51.91 百万吨，同比增长 14%，消费增速已显著超过需求增速。

图 24：甲醇全球供需情况

图 25：甲醇进口量逐渐提升

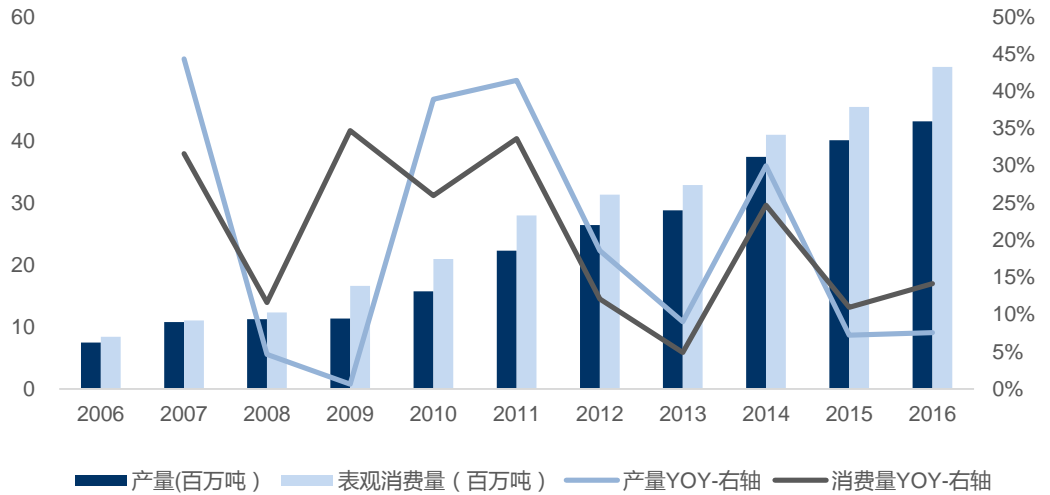


资料来源: Nexant、申万宏源研究



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 26: 甲醇国内供需情况

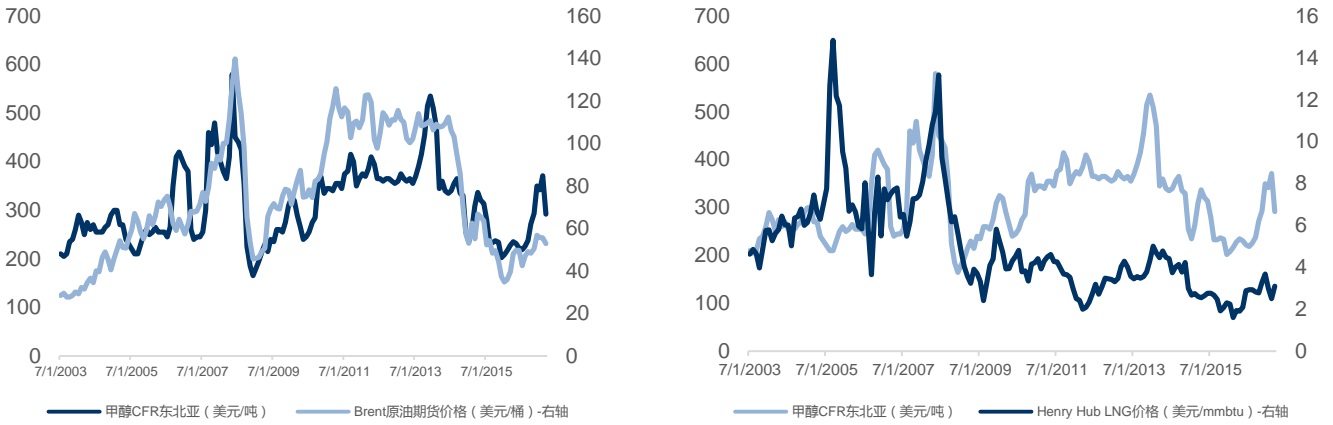


资料来源: Nexant、申万宏源研究

甲醇是全球化商品, 价格影响因素较多, 同时兼具周期性, 与原料价格 (煤炭、天然气)、替代能源、全球经济形势相关。甲醇价格多以合同约定价, 价格一般略低于现货价格, 而现货市场主要集中于亚洲、部分分布于欧洲、北美和拉丁美洲。

图 27: 甲醇与原油价格走势

图 28: 甲醇与天然气价格走势

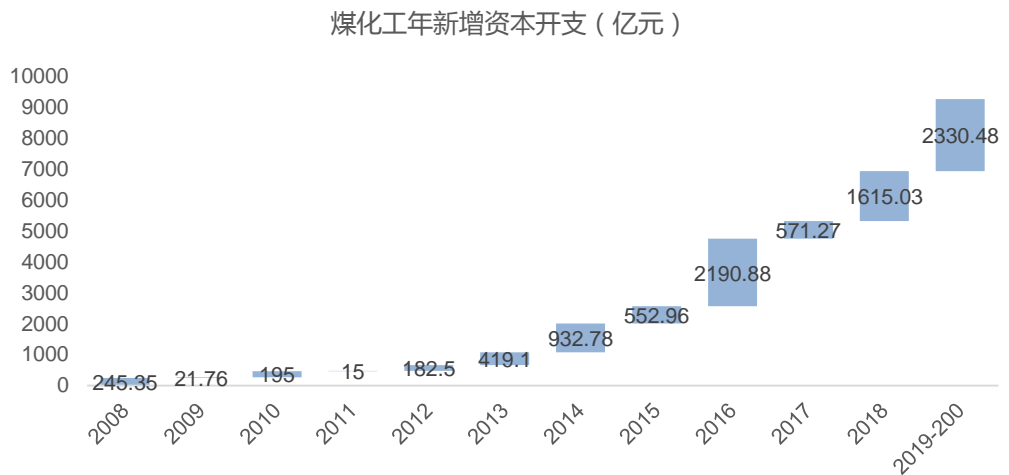


资料来源：彭博、申万宏源研究

资料来源：彭博、申万宏源研究

2008年，随着神华包头煤制烯烃一期项目的建成，标志着我国煤化工技术实现了从无到有，煤化工投资热情高涨，但由于来自环保的压力，煤化工的投入与施工远低于预期；2014年起国际油价进入断崖式跳水，造成煤化工项目的经济性较油头、气头项目处于弱势；2016年下半年，伴随着油价逐步上涨及年末神华400万吨间接煤制油项目的建成，煤化工项目正式进入加速期。据我们不完全统计，2016年煤化工项目新增资本开支2191亿元，伴随着油价震荡上行，未来三年资本支出仍将维持较高水平。

图 29：国内煤化工项目资本投入情况（剔除延期且并未公布具体投产时间项目）



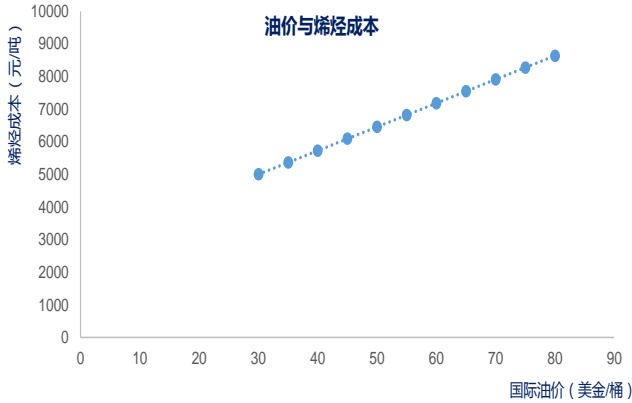
资料来源：《oil & gas journal》、申万宏源研究

从不同工艺路线制备烯烃的经济性考虑，甲醇制烯烃对于原料价格变化最为敏感，其次是石脑油，煤制烯烃最弱。当国际油价高于50美元/桶时，煤（甲醇）制烯烃在成本上具有优势，且随着油价上涨逐步扩大；从世界范围看，由于中东、北美的资源禀赋，其以廉价乙烷、丙烷为原料的烯烃成本在世界范围内具有绝对优势，对于国内煤制烯烃路线而言，中东、北美烯烃产品成本在高油价下优势相对较小。我们认为随着OPEC与俄罗斯等国冻产协议的达成，未来油价会缓慢持续的上漲，煤（甲醇）制烯烃的经济性将会更加凸显，从而对原材料的需求将会加剧。

2016年中国聚乙烯新增产能110万吨/年，总产能达到1720万吨/年，同比增长6.8%；聚丙烯新增产能191万吨/年，总产能达到2333万吨/年，同比增长8.9%。截至2016年

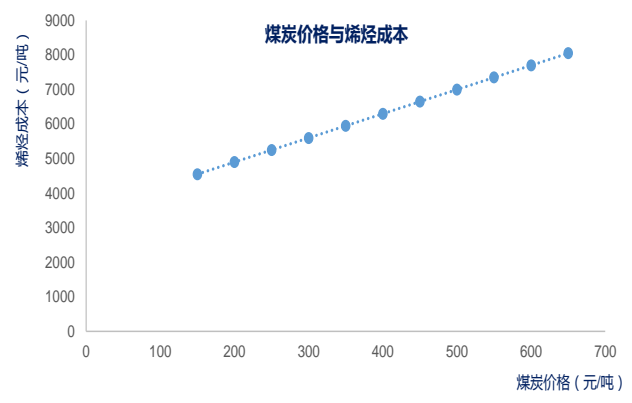
底，煤（甲醇）基烯烃装置的聚烯烃产能 1162 万吨，共 24 家生产企业，合计 41 套装置，占聚烯烃总产能的 28.7%，丙烷脱氢装置聚烯烃产能 471 万吨/年，占聚烯烃总产能的 11.6%。

图 30: 油价与烯烃成本



资料来源: Wind、申万宏源研究

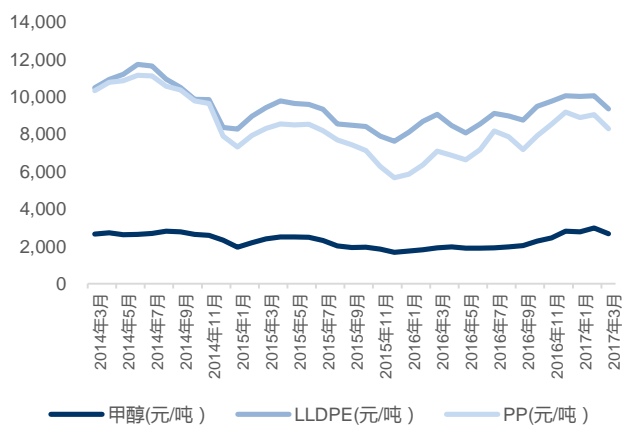
图 31: 煤炭价格与烯烃成本



资料来源: Wind、申万宏源研究

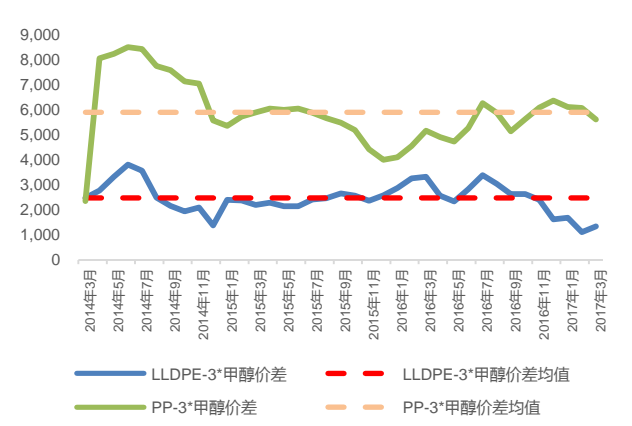
目前甲醇与 LLDPE 及 PP 的价差均低于历史均值水平，并处于下降趋势。我们认为煤制烯烃的价差缩小是短期现象，主要由于 2012-2015 年间国内化工品处于供大于求状态，化工品行业新增固定资产资本开支增速下降，而 2014-2015 年间聚乙烯需求增速为 4.4%，聚丙烯需求增速为 5.0%，新增有效产能无法满足新增需求。2009-2011 年间，全球乙烯投产超过 2000 万吨，以当前的市场容量来看，对新增产能的消化能力远超上一个产能投放周期。从而我们认为甲醇与 LLDPE 及 PP 的价差将会逐步扩大，对甲醇的需求将会增加。

图 32: 甲醇与 LLDPE、PP 期货价格走势



资料来源: Wind、申万宏源研究

图 33: 甲醇与 LLDPE、PP 价差

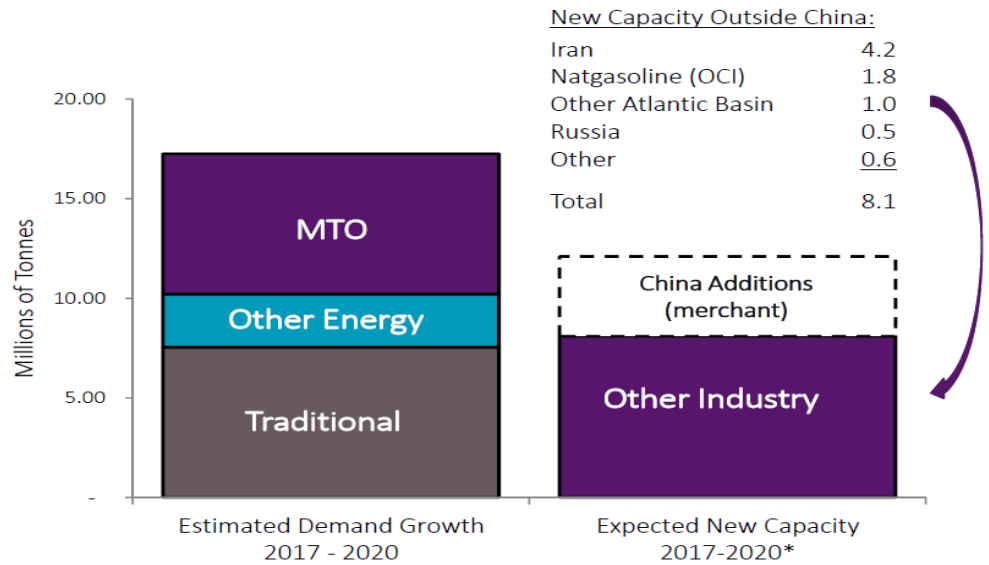


资料来源: Wind、申万宏源研究

注: 14,15 年新集能源毛利率均为负值

16 年国内新增 2 个煤化工项目，满负荷生产将增加 300 万吨的甲醇需求，17 年将新投放 2 个 MTO 项目，满负荷生产将增加 250 万吨的新增需求。据 Methanex 预测，随着 MTO 的大力推进，预计 17-20 年外购甲醇制烯烃的需求量将达到 750 万吨，全球总需求量将增长 1700 万吨，而新增产能主要来自于国外 810 万吨及国内约 400 万吨的产能，甲醇资源或将成为紧缺资源。

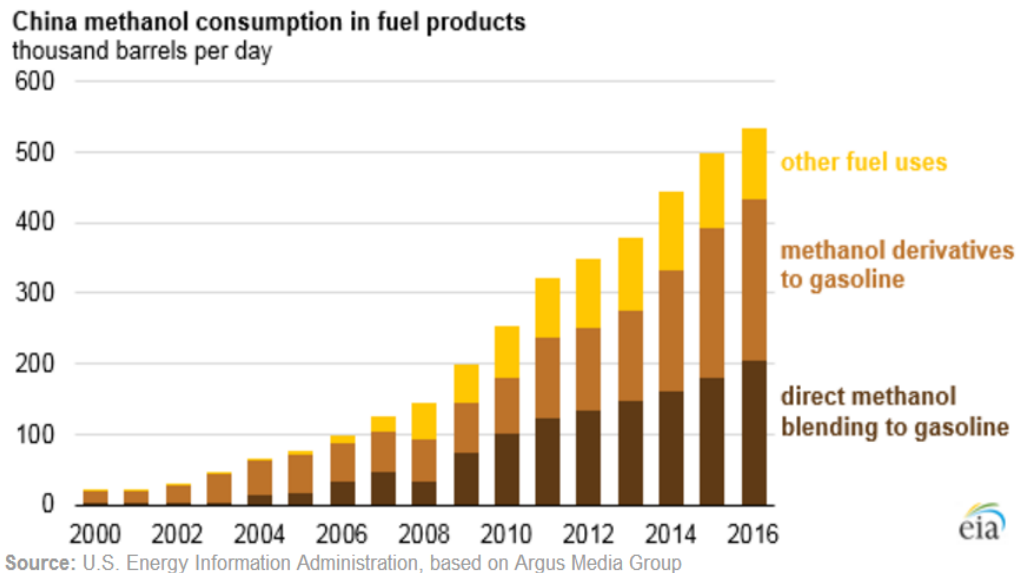
图 34: 全球甲醇供需格局 (其中 MTO 需求已排除煤炭-甲醇-烯烃一体化的甲醇需求)



资料来源: Methanex、申万宏源研究

甲醇本身具有高辛烷值, 可以作为燃料直接与汽油掺混使用, 汽车使用甲醇汽油无需对现有发动机进行太多改造, 改造费用不超过 100 美元; 同时从技术上来说, 吉利汽车等公司也先后研发了高比例甲醇汽车, 甲醇燃料已基本扫清技术障碍。中国自本世纪初以来, 甲醇燃料产品的消息剧上升, 目前已超过 50 万桶/天。类似于美国将乙醇混入汽油产品内, 国内逐渐提升将甲醇及其衍生物添加到汽油及液化石油气 (LPG) 中。同时 2016 甲醇衍生物甲基叔丁基醚 (MTBE) 及其他衍生消费已达到 23 万桶/天。未来以甲醇作为燃料添加剂的消费量也将进一步扩大。

图 35: 中国甲醇与汽油等燃料混合使用情况



资料来源: EIA、申万宏源研究

甲醇的能源属性不仅限于混合汽油改良燃料性质, 甲醇也可以通过化学反应将甲醇脱水转换成烃类, 从而制汽油 (MTG)。我国甲醇制汽油产业发展取得较大进展, 目前已经形成约 70 万吨/年的产能, 同时在建及拟建的甲醇制汽油项目较多, 预计到 2020 年, 甲醇制汽油的产能将达到 500 万吨/年。由于存在副产品利用难、产品性能指标存在缺陷等问

题，新建 MTG 项目盈利能力不强，预计 2020 年 MTG 实际规模约 300 万吨/年，年均增长 26.4%，单体项目规模增大，平均规模达到 20 万吨/年。

表 3：我国甲醇制汽油建成投产及在建拟建项目

| 项目名称 | 建设地点 | 规模 (万吨/年) | 投产日期 |
|----------------------|----------|--------------|----------------|
| 云南煤化工集团解化合成汽油项目 | 云南先锋 | 0.35 | 2007-12 |
| 晋煤甲醇制汽油项目 | 山西晋城 | 10 | 2010-03 |
| 内蒙庆华甲醇制芳烃项目 | 内蒙古 | 10 | 2012-02 |
| 新疆新业能化甲醇制汽油项目 | 新疆五家渠 | 10 | 2013-10 |
| 云南先锋褐煤洁净化利用试验示范项目 | 云南昆明市寻甸县 | 20 | 2014-04 |
| 唐山境界实业有限公司甲醇制汽油项目 | 河北唐山 | 20 | 2014-08 |
| 瓮福（集团）有限责任公司甲醇制汽油项目 | 贵州福泉市 | 1 | 2014-07 建成中试装置 |
| 合计 | | 71.35 | |
| 晋煤甲醇制汽油项目 | 山西晋城 | 50+50 | 在建 |
| 内蒙庆华甲醇制芳烃项目二期 | 内蒙 | 10 | 在建 |
| 新疆中基甲醇制芳烃项目 | 新疆乌鲁木齐米东 | 4 | 在建 |
| 潞宝集团甲醇制汽油项目 | 山西潞城 | 30 | 在建 |
| 浙能嘉兴甲醇制汽油项目 | 浙江嘉兴 | 10 | 在建 |
| 宁夏吴忠 MTG 项目 | 宁夏吴忠 | 30 | 在建 |
| 龙煤天泰煤化工甲醇制汽油项目 | 黑龙江七台河 | 10 | 在建 |
| 内蒙古丰汇化工有限公司甲醇制稳定轻烃项目 | 内蒙乌兰察布 | 10 | 在建 |
| 金道器识实业有限公司甲醇制汽油项目 | 河北唐山 | 25 | 在建 |
| 三维（易高）甲醇制汽油项目 | 内蒙鄂尔多斯 | 14 | 在建 |
| 香港中华煤气集团甲醇制汽油项目 | 山西新绛 | 70 | 拟建 |
| 彬县甲醇制汽油项目 | 陕西彬县 | 25 | 拟建 |
| 乌审旗甲醇制汽油项目 | 内蒙鄂尔多斯 | 10 | 拟建 |
| 瓮福（集团）有限责任公司甲醇制汽油项目 | 贵州省福泉市 | 20 | 拟建 |
| 合计 | | 440 | |

资料来源：《“十三五”时期甲醇制汽油产业发展趋势研判》、申万宏源研究

2016 年我国汽油产量为 1.29 亿吨，同比增长 7%，较前两年 10% 以上增长有所回落；表观消费量 1.2 亿吨，同比增长 4%。我国汽油主要用于汽车和摩托车领域，占总消费量的 98%。据中国石油规划院预计，随着我国工业化发展进程加快、居民收入水平的提高和家庭用汽车日益普及，预计 2020 年国内汽油消费需求分别为 1.5 亿吨，5 年复合增长率达到 5%。

供应方面，近年来国内市场成品油消费中柴油和汽油的比例出现明显变化，炼厂不断通过降低柴汽比，增加汽油产量。我国柴汽比在 2005 年达到 2.31 的历史最高点后呈不断下降趋势。2015 年我国柴汽比为 1.56，创下历史最低点，逼近炼厂 1.5 的调节极限。“十三五”时期，我国经济增速将由高速转为中高速，柴油消费增速低于汽油消费增速将成为常态，预计今后若干年内生产柴汽比将长期呈现下行趋势。随着国内炼油能力过剩，新建或改扩建项目明显放缓，汽油增产能力有限。预计 2020 年炼油能力达到 8 亿吨，汽油年产量将达到 1.37 亿吨。

图 36: 全国炼油年新增产能 (百万吨)



资料来源:《oil & gas journal》、申万宏源研究

我们认为“十三五”期间,国内甲醇需求将会有较大的提升:甲醇燃料及甲醇(M85)汽油国家标准的出台,扩大了市场空间,预计未来汽油替代市场超过 6500 万吨/年的消费量;同时,行业内 MTG、MTO (CTO)、煤制油、煤制甲烷等技术应用正在实现产业化,将给公司开拓广阔的市场空间,甲醇业务会有大发展。

3.3 油品升级势在必行 添加剂有望迎来大发展

二甲醚业务主要由新能能源(张家港)和(蚌埠)经营。二甲醚通过气相二步法脱水生产,生产所用的装置在单耗、节能等方面均处于国内同行业领先地位;公司于 2015 设立 20 万吨稳定轻烃项目,稳定轻烃是列入国家产品名录中的一种石化产品,是以戊烷及更重的烃类为主要成分的液态烃类产品。公司生产的二甲醚与稳定轻烃主要用于清洁油品的添加剂和溶剂。

甲醇生产的稳定轻烃是一种无硫、无固体杂质的优质、高稳定性、高标准汽油,具有良好的挥发性和抗腐蚀性,大大优于国四汽油标准的要求。油品成分仅有 27 种,比现行的 93 号汽油成分(有 128 种)少许多,杂质品种少、品质高,属优质汽油。经检测,油品的安定性好、诱导期长、实际胶质小,可以对传统的 93 号汽油进行调和,升级普通 93 号汽油质量。

表 4: 国 IV、国 V 汽油标准与稳定轻烃性能比较

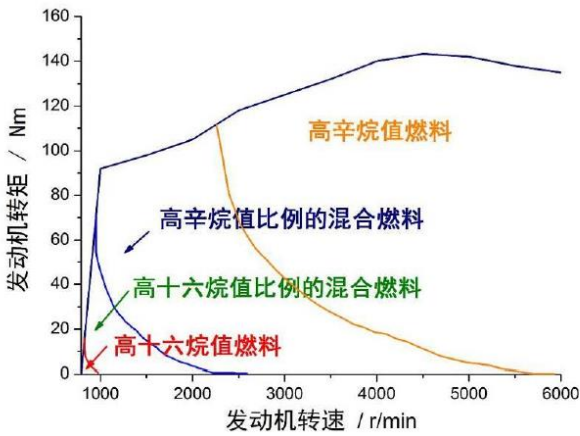
| | 硫含量 | 锰含量 | 冬季蒸汽压下限 | 夏季蒸汽压上限 | 烯烃含量 | 密度 |
|------|--------|----------|---------|---------|------|--------------------------|
| 国四标准 | 50ppm | 8mg/L | 42 | 68 | 28% | - |
| 国五标准 | 10ppm | 2mg/L | 45 | 65 | 24% | 720-775kg/m ³ |
| 稳定轻烃 | 4.9ppm | 0.25mg/L | | 52.4 | 1.3% | - |

资料来源:宝泰隆项目可研报告、国家标准化管理委员会、申万宏源研究

随着我国人民生活水平的逐步提高,对能源需求继续平稳增长,2016 年汽油需求量达 1.2 亿吨,创历史新高;2017 年国内已全面供应国五标准汽油,对汽车燃料的各项指标有了更高的要求。可以与汽油、甲醇、乙醇等燃料混合以满足发动机在不同工况对于燃料的需求。我们认为未来随着环保整治力度的不断加大,油品质量标准提高势在必行,公司的

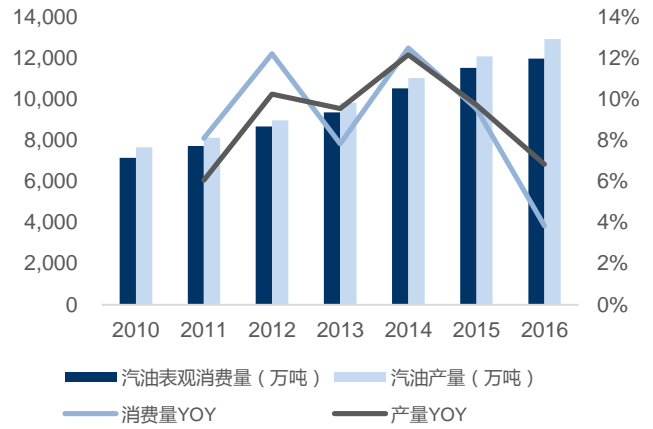
二甲醚与稳定轻烃顺应开发高清洁调和油品行业发展趋势，附加值高，预计能够持续为公司带来可观收益。

图 37: 燃料与工况协同控制策略 (以二甲醚掺混试验)



资料来源:《掺混二甲醚点燃式内燃机燃烧与排放性能的试验研究》、申万宏源研究

图 38: 汽油产销量逐年递增



资料来源: Wind、申万宏源研究

经中石化测算，车用汽柴油标准从国三升级到国四，大约会增加石化企业成本 200 元/吨，国四升级到国五标准成本会更大。甲醇制高清洁燃料生产的汽油硫含量等指标超过欧五标准，产品性能优越，附加值高，我们根据可研报告给出的出厂价进行测算，每吨稳定轻烃（调和汽油使用）的出厂价为 7600 元/吨，我们预计公司 20 万吨稳定轻烃项目投产后将为公司带来约 5 亿元的年均净利润。

4. 制药业务前景良好 工程公司背靠集团发展迅速

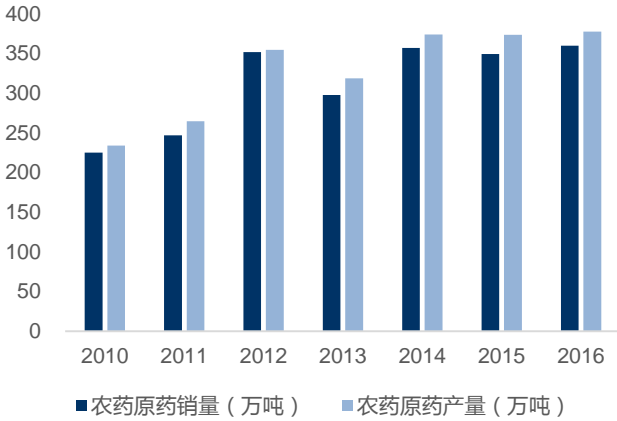
4.1 传统农兽药业务维持稳定

公司的农兽药主要由农药公司、动物药业以及内蒙新威远生产经营。农药产品包括以阿维菌素系列产品为代表的杀虫剂、以草铵膦为代表的除草剂、以噻菌酯为代表的杀菌剂等。兽药产品包括兽药驱虫剂、饲料添加剂等。公司是我国知名的农药生产商，是阿维菌素在国内主要生产商和最大经销商，在农药杀虫剂和兽用驱虫药等领域的技术已达到国内领先水平。目前农兽药业务营收占比约 20%，毛利率情况维持稳定，农、兽药分别约为 20%。

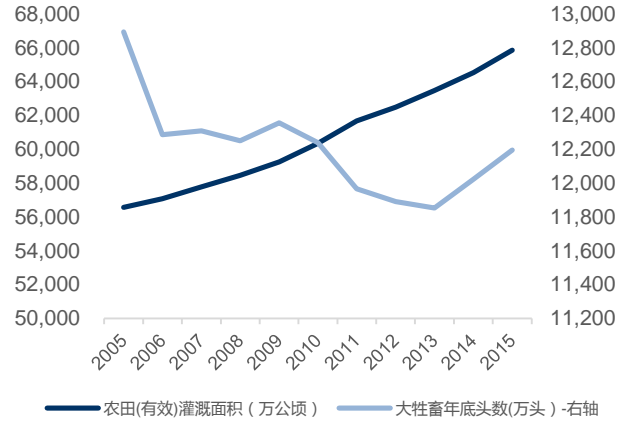
行业角度来看，农药行业供需稳定，产销量平衡，同时行业集中度逐渐收紧，公司作为国内领先品牌，未来有望通过品牌与技术优势进一步扩大市场占有率；国内农田面积逐年稳定增加，增幅每年约 2%，同时近年来全国大牲畜数量反弹，预计未来对农药与兽药的整体需求会有一定增加。

图 39: 农药原药产销量情况

图 40: 农田灌溉面积与牲畜数量



资料来源: wind、申万宏源研究



资料来源: wind、申万宏源研究

4.2 优质工程资产注入完善能化产业一体化

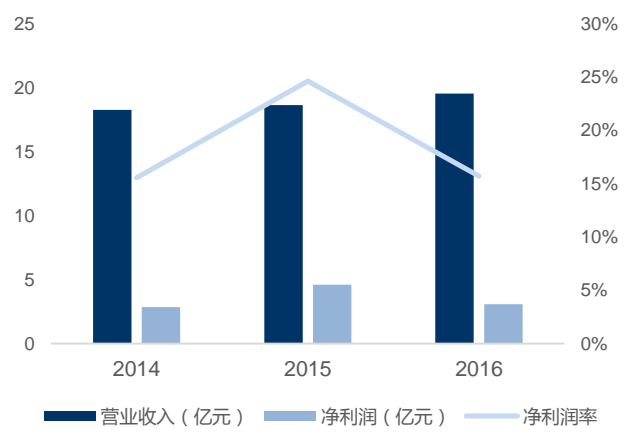
15年4月,公司控股股东新奥集团将优质资产新地能源工程技术有限公司注入上市公司内,新地能源工程公司主营能源工程类项目建设,具备市政公用、化工石化医药等行业的咨询、设计及工程施工总承包等多项资质和国家专业认证;15、16两年分别贡献营业收入为18.62与19.51亿元,收入贡献占比达30%以上,能源工程业务已成为公司的“中流砥柱”,符合新奥集团将成熟的优质资产注入上市公司的经营理念。

图 41: 工程公司具备多项专业资质



资料来源: 公司官网、申万宏源研究

图 42: 工程公司经营情况



资料来源: 公司公告、申万宏源研究

新地工程公司项目经验丰富,天然气工程服务为其主要业务,下游客户主要为新奥集团项目建设服务。新地工程公司是新奥集团舟山 LNG 接收站项目总承包商,项目将会分三期建成,一期接收能力为 300 万吨/年,投资 58.5 亿元,总项目合计接受能力达 1000 万吨/年,总投资超百亿。2015、2016 两年舟山 LNG 项目与新地工程公司关联交易额分别为 7.78 与 6.68 亿元,占工程公司总收入约 40%;目前舟山 LNG 项目已完成 2 个 16 万立方米 LNG 储气罐,后期建设预计将会加快,17 年交易额有望提高。

表 5: 舟山 LNG 接收站项目产能及投资额

| 接收能力 (万吨/年) | 投资额 (亿元) | 完工时间 |
|-------------|----------|------|
|-------------|----------|------|

| | | | |
|-----|------|------|---------|
| 第一期 | 300 | 58.5 | 2018年6月 |
| 第二期 | 300 | - | 2020年 |
| 第三期 | 400 | - | - |
| 合计 | 1000 | >100 | |

资料来源：新奥集团官网、申万宏源研究

工程公司业务主要依靠集团内部建设业务，2015、16 两年关联交易收入分别达到 14.8 与 17.83 亿元，占新地工程公司总营收的 79%与 91%。我们认为新奥集团作为国内能源化工领先企业，未来将会进一步扩张，各项业务产能有提高的可能性，工程公司背靠集团，未来收入成长性值得期待。

表 6：新地工程公司关联交易情况（亿元）

| | 2015 年关联 交易预计额 | 2015 年关联 交易实际额 | 2016 年关联 交易预计额 | 2016 年关联 交易实际额 | 2017 年关联 交易预计额 |
|----|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 收入 | 19.61 | 14.8 | 27.79 | 17.83 | |
| 支出 | 0.99 | 0.14 | 1.52 | 0.55 | |
| 合计 | 20.6 | 14.94 | 29.3 | 18.38 | 35.96 |

资料来源：申万宏源研究

5. 盈利预测与建议

公司是新奥集团旗下专注于上游清洁能源生产的上市公司，目前已形成能源化工与农药两大业务产业链。从 PE 估值角度上来看，我们预测 2017-2019 年公司归母净利润分别为 9.64 亿、14.91 亿、19 亿元，对应 18 年完成配股融资后总股本为 12.82 亿股，从而 EPS 分别为 0.98、1.16、1.48 元/股；我们选取 7 家可比上市公司进行比较，得到 17 年行业平均 PE 水平在 20X 左右，从而给予 17 年目标价 19 元，当前股价 14.14 距离目标价有 34.37%空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：重点公司估值

| 证券代码 | 证券简称 | 收盘价 | 总市值 | EPS | | | | PE | | | |
|--------|------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
| | | 2017/5/23 | (亿元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 000683 | 远兴能源 | 2.61 | 102 | -0.16 | 0.18 | 0.20 | 0.22 | -16.31 | 14.50 | 13.05 | 11.86 |
| 600426 | 华鲁恒升 | 13.20 | 165 | 0.70 | 0.85 | 1.09 | 1.29 | 18.86 | 15.53 | 12.11 | 10.23 |
| 601857 | 中国石油 | 7.79 | 13,604 | 0.04 | 0.20 | 0.28 | 0.35 | 194.75 | 38.95 | 27.82 | 22.26 |
| 600028 | 中国石化 | 6.00 | 7,149 | 0.38 | 0.48 | 0.56 | 0.61 | 15.79 | 12.50 | 10.71 | 9.84 |
| 600856 | 中天能源 | 10.87 | 123 | 0.38 | 0.59 | 0.90 | 1.25 | 28.61 | 18.42 | 12.08 | 8.70 |
| 600691 | 阳煤化工 | 2.71 | 48 | -0.52 | 0.15 | 0.23 | 0.39 | -5.21 | 18.07 | 11.78 | 6.95 |
| | 行业均值 | | | | | | | 39.41 | 19.66 | 14.59 | 11.64 |

资料来源：Wind、申万宏源研究

表 8：主营业务拆分

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--|------|------|-------|-------|-------|
|--|------|------|-------|-------|-------|

煤炭

| | | | | | |
|------------|--------|--------|------|------|------|
| 销售量 (万吨) | 624.21 | 592.39 | 610 | 660 | 700 |
| 销售收入 (百万元) | 669.11 | 983.74 | 1098 | 1254 | 1400 |
| 销售成本 (百万元) | 338.87 | 470.26 | 610 | 660 | 770 |
| 单价 (元/吨) | 107.19 | 166.06 | 180 | 190 | 200 |
| 成本 (元/吨) | 54.29 | 79.38 | 100 | 100 | 110 |
| 毛利 (元/吨) | 52.91 | 86.68 | 80 | 90 | 90 |

甲醇

| | | | | | |
|------------|---------|---------|------|------|---------|
| 销售量 (万吨) | 77.18 | 73.05 | 75 | 75 | 75 |
| 销售收入 (百万元) | 1210.66 | 1739.91 | 1950 | 2025 | 2100 |
| 销售成本 (百万元) | 743.70 | 1363.30 | 1500 | 1575 | 1653.75 |
| 单价 (元/吨) | 1568.62 | 2381.81 | 2600 | 2700 | 2800 |
| 成本 (元/吨) | 963.59 | 1866.26 | 2000 | 2100 | 2205 |
| 毛利 (元/吨) | 605.03 | 515.55 | 600 | 600 | 595 |

二甲醚

| | | | | | |
|------------|---------|---------|------|------|-------|
| 销售量 (万吨) | 10.17 | 3.22 | 4 | 5 | 6 |
| 销售收入 (百万元) | 342.01 | 94.24 | 136 | 175 | 210 |
| 销售成本 (百万元) | 343.95 | 93.87 | 135 | 173 | 207.6 |
| 单价 (元/吨) | 3362.93 | 2926.71 | 3400 | 3500 | 3500 |
| 成本 (元/吨) | 3382.01 | 2915.22 | 3375 | 3460 | 3460 |
| 毛利 (元/吨) | (19.08) | 11.49 | 25 | 40 | 40 |

LNG

| | | | | | |
|------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 销售量 (立方) | 14168.77 | 14999.55 | 16499.51 | 18149.46 | 19964.40 |
| 销售收入 (百万元) | 298.69 | 250.72 | 313.49 | 362.99 | 419.25 |
| 销售成本 (百万元) | 279.18 | 233.63 | 292.04 | 341.21 | 393.30 |
| 单价 (元/立方) | 2.11 | 1.67 | 1.9 | 2 | 2.1 |
| 成本 (元/立方) | 1.97 | 1.56 | 1.77 | 1.88 | 1.97 |
| 毛利 (元/立方) | 0.14 | 0.11 | 0.13 | 0.12 | 0.13 |

农药

| | | | | | |
|------------|----------|----------|-------|-------|-------|
| 销售量 (吨) | 15740.78 | 19802.10 | 20000 | 20000 | 20000 |
| 销售收入 (百万元) | 947.46 | 1073.57 | 1200 | 1200 | 1200 |
| 销售成本 (百万元) | 779.58 | 901.48 | 1000 | 1000 | 1000 |
| 单价 (万元/吨) | 6.02 | 5.42 | 6 | 6 | 6 |
| 成本 (万元/吨) | 4.95 | 4.55 | 5 | 5 | 5 |
| 毛利 (万元/吨) | 1.07 | 0.87 | 1 | 1 | 1 |

兽药

| | | | | | |
|------------|---------|---------|------|------|------|
| 销售量 (吨) | 2251.28 | 3731.08 | 4000 | 4000 | 4000 |
| 销售收入 (百万元) | 192.26 | 202.11 | 240 | 240 | 240 |
| 销售成本 (百万元) | 152.11 | 149.64 | 180 | 180 | 180 |
| 单价 (万元/吨) | 8.54 | 5.42 | 6 | 6 | 6 |
| 成本 (万元/吨) | 6.76 | 4.01 | 4.5 | 4.5 | 4.5 |

| | | | | | |
|-------------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| 毛利 (万元/吨) | 1.78 | 1.41 | 1.5 | 1.5 | 1.5 |
| 能源工程 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 1862.24 | 1951.34 | 3000 | 3300 | 3465 |
| 内部收入 (百万元) | 1196.23 | 1516.58 | 2400 | 2500 | 2465 |
| 内部收入占比 | 64% | 78% | 80% | 76% | 71% |
| 外部收入 (百万元) | 666.01 | 434.76 | 600 | 800 | 1000 |
| 外部收入占比 | 36% | 22% | 20% | 24% | 29% |
| 销售成本 (百万元) | 1170.80 | 1405.46 | 2023.44 | 2225.78 | 2337.07 |
| 毛利 (百万元) | 691.44 | 545.88 | 976.56 | 1074.22 | 1127.93 |
| 毛利率 | 37% | 28% | 33% | 33% | 33% |
| 稳定轻烃 | | | | | |
| 销售量 () | | | | 10 | 15 |
| 销售收入 (百万元) | | | | 1131.49 | 1697.235 |
| 销售成本 (百万元) | | | | 695.725 | 1043.5875 |
| 单价 (万元/吨) | | | | 11314.9 | 11314.9 |
| 成本 (万元/吨) | | | | 6957.25 | 6957.25 |
| 毛利 (万元/吨) | | | | 4357.65 | 4357.65 |
| 其他 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | | 7.48 | 7.6 | 8 | 8 |
| 销售成本 (百万元) | | 7.40 | 7.4 | 7.5 | 7.5 |
| 其他业务 | | | | | |
| 销售收入 (百万元) | 137.00 | 92.00 | 64.4 | 45.08 | 31.556 |
| 销售成本 (百万元) | 69.00 | 63.00 | 44.1 | 30.87 | 21.609 |
| 总销售收入 (百万元) | 5659.43 | 6395.11 | 8009.49 | 9741.56 | 10771.04 |
| 总成本 (百万元) | 3877.19 | 4688.04 | 5791.98 | 6889.09 | 7614.42 |
| 收入增速 | | 13% | 25% | 22% | 11% |
| 毛利润 | 1782.24 | 1707.07 | 2217.51 | 2852.47 | 3156.63 |
| 毛利率 | 31% | 27% | 28% | 29% | 29% |

资料来源：申万宏源研究

表 9：合并损益表 (百万元)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 一、营业收入 | 6,116 | 5,659 | 6,396 | 8,009 | 9,742 | 10,771 |
| 二、营业总成本 | 4,847 | 4,692 | 5,812 | 7,039 | 8,262 | 9,098 |
| 其中：营业成本 | 4,147 | 3,877 | 4,688 | 5,792 | 6,889 | 7,614 |
| 营业税金及附加 | 82 | 110 | 137 | 144 | 156 | 151 |
| 销售费用 | 108 | 117 | 146 | 163 | 207 | 231 |
| 管理费用 | 387 | 377 | 384 | 481 | 585 | 647 |
| 财务费用 | 184 | 213 | 427 | 458 | 425 | 455 |
| 资产减值损失 | (60) | (1) | 30 | 0 | 0 | 0 |

| | | | | | | |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 加：公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 47 | 75 | (197) | 145 | 278 | 523 |
| 三、营业利润 | 1,316 | 1,042 | 387 | 1,116 | 1,757 | 2,196 |
| 加：营业外收入 | 42 | 23 | 339 | 135 | 166 | 213 |
| 减：营业外支出 | 9 | 7 | 6 | 7 | 7 | 7 |
| 四、利润总额 | 1,348 | 1,058 | 720 | 1,243 | 1,916 | 2,402 |
| 减：所得税 | 203 | 173 | 150 | 181 | 276 | 311 |
| 五、净利润 | 1,145 | 885 | 571 | 1,062 | 1,640 | 2,091 |
| 少数股东损益 | 111 | 79 | 52 | 98 | 149 | 191 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1,033 | 806 | 519 | 964 | 1,491 | 1,900 |
| 六、基本每股收益 | 0.82 | 0.82 | 0.53 | 0.98 | 1.16 | 1.48 |
| 全面摊薄每股收益 | 1.05 | 0.82 | 0.53 | 0.98 | 1.51 | 1.93 |

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

| | | | | |
|----|-----|--------------|-------------|--|
| 上海 | 陈陶 | 021-23297221 | 18930809221 | chentao@swsresearch.com |
| 北京 | 李丹 | 010-66500610 | 18930809610 | lidan@swsresearch.com |
| 深圳 | 胡洁云 | 021-23297247 | 13916685683 | hujy@swsresearch.com |
| 海外 | 张思然 | 021-23297213 | 13636343555 | zhangsr@swsresearch.com |
| 综合 | 朱芳 | 021-23297233 | 18930809233 | zhufang@swsresearch.com |

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|-------------------|------------------------|
| 买入 (Buy) | ：相对强于市场表现 20% 以上； |
| 增持 (Outperform) | ：相对强于市场表现 5%~20%； |
| 中性 (Neutral) | ：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。 |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

| | |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight) | ：行业超越整体市场表现； |
| 中性 (Neutral) | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。 |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。