

化工-深度报告

维持/买入
目标价17.3元

新奥股份：定位清洁能源中上游平台， 受益能源价格普涨，业绩拐点向上

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

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

太平洋证券研究院

2018年9月13日



■ 1. 打造新奥集团清洁能源中上游平台

- 公司隶属于新奥集团，定位清洁能源中上游平台，拥有油气（参股）、煤炭、甲醇、LNG、工程服务、农兽药等各大板块。集团实力雄厚，平台优势明显。集团LNG接收站一期300万吨于8月7日建成投产，三期总计1000万吨；新奥能源（2788.HK）下游终端遍布全国，可供接驳城区人口8861万，2017年天然气总销量196亿立方米（其中城燃144.75亿方，全国表销总量占比6.1%），同比+36.9%，城燃公司中名列前茅。集团天然气“上中下”游全产业链布局清晰。

■ 2. 低油价时期收购Santos，受益油价中枢向上，盈利大幅改善

- 2016年公司收购Santos公司，目前股权占比10.07%，成为第一大股东，1P、2P储量分别为4.7、8.48亿桶油当量。受益成本削减管理，Santos自由现金流盈亏平衡点持续下降，收购Quadrant后预计2018年再降低4美元/桶至约32美元/桶。2018年H1，尽管受地震（影响PNG）及计划内Bayu Undan/Darwin LNG 1个月停产影响，Santos产销量分别有所减少，但能源价格上涨，实现油价75.37美元/桶（同比+38%），实现LNG价格8.96美元/百万英热（同比+24%）。Santos实现营业收入16.80亿美元，同比+16%；EBITDAX 8.83亿美元，同比+23%；净负债24.37亿美元，同比-17%；基础利润2.17亿美元，同比+99%；税后净利润1.04亿美元，而去年同期为亏损5.06亿美元（受减值拖累），业绩大幅改善。董事会已决定按照可持续分红政策，支付总计约0.73亿美元的2018年中期股息。随着国际油价由“中油价”迈向“中高油价”时代，公司直接受益。

■ 3. 煤炭、甲醇价格普涨，业绩弹性大

- 公司拥有权益产能680万吨煤炭、126万吨甲醇（实际权益产量近140万吨），煤炭和甲醇每上涨100元/吨，分别增厚公司EPS 0.355元和0.066元。
- 煤炭：2017年我国煤炭产量、表观消费量分别同比增长3.30%和3.51%。随着煤炭供给侧改革持续推进，价格稳定。公司煤炭资源储量10.35亿吨，可采储量5.88亿吨，主要煤种为不粘煤，地理位置优越，毛利率在行业内长期处于较高水平。2018年H1，混煤、洗精煤、贸易煤销量分别为163.22/158.05/135.65万吨，总计456.92万吨，同比+12.88%；毛利5.38亿元，同比-10.50%。

- **甲醇：我们判断甲醇产能过剩的情况依然存在，但有所好转，核心在于甲醇生产成本，企业竞争力。2018年H1，新能能源甲醇产销量分别为41.79/41.05万吨，同比+1.31%/+2.36%；年化开工率139%，远高于行业平均水平；实现净利润2.07亿元，同比+45%。2018年1-8月份，甲醇市场均价3155.13元/吨，同比+19%。支撑甲醇价格高位运行因素主要为：（1）原料端上涨；（2）检修；（3）下游MTO需求旺盛；（4）人民币贬值；（5）冬季天然气紧缺，预计天然气路线产能受限。**公司20万吨/年稳定轻烃项目主装置6月29日一次开车成功，中间产品60万吨甲醇已投产，生产成本低，盈利良好。
- **4.天然气产业链大有可为，煤制气集团自主技术示范值得期待**
- **我们认为“降煤稳油提气”依然是“十三五”乃至“十四五”我国能源结构发展趋势。天然气发展再次迎来黄金发展期，反推2018-2020年，我国天然气消费增速CAGR高达15.2%。2018年1-7月份，我国天然气表观消费量1572亿立方米，同比+18.8%，对外依存度43.4%。2018年1-8月LNG均价4493元/吨，同比+40.29%，淡季不淡。随着冬季用气高峰来临，预计LNG维持供不应求态势，享受市场化价格红利。**
- **公司现有沁水新奥、新奥北海LNG权益产能约2.1亿立方米/年。同时20万吨/年稳定轻烃项目联产2亿方天然气装置，采用集团自主催化气化和加氢气化技术，能效及水耗指标领先，测算天然气成本低于鲁奇炉，计划2018年底打通全流程。若示范成功，前景广阔，受益我国天然气发展红利。**
- **5.受益集团项目投资叠加工程市场复苏，新地工程利润持续增长**
- **新地工程背靠新奥集团，订单有保障，同时受益工程市场底部复苏，未来有望持续增长。2018年H1，新地工程实现净利润2.38亿元，同比+75.72%。**



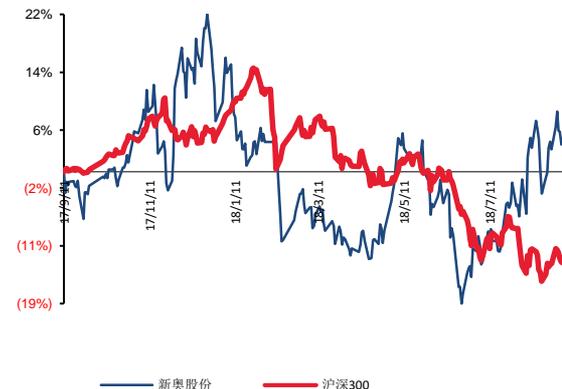
6. 投资建议:

- 我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为15.03亿元、17.67亿元和20.17亿元，对应EPS 1.22元、1.44元和1.64元，PE 10.9X、9.3X和8.1X。公司定位清洁能源中上游平台，聚焦天然气，主营煤炭、甲醇、天然气生产销售、能源技术工程等。受益能源价格普涨，业绩拐点向上，给与2018年PE 12X，对应目标价17.3元，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标:

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,036	11,549	12,741	13,881
(+/-%)	56.9%	15.1%	10.3%	8.9%
净利润(百万元)	631	1,503	1,767	2,017
(+/-%)	21.7%	138.1%	17.6%	14.2%
摊薄每股收益(元)	0.51	1.22	1.44	1.64
市盈率(PE)	24.9	10.9	9.3	8.1

资料来源: Wind, 太平洋证券



7. 股价催化因素

- (1) 油气价格上涨; (2) 冬季, 甲醇及天然气价格上涨; (3) 自主煤制气装置成功投产;
- (4) 煤炭价格上涨

- 风险提示: 宏观经济不及预期; 油气、煤炭、甲醇等能源价格大幅下降; 新项目投产进度不及预期

1、打造新奥集团清洁能源中上游平台

2、各大业务板块齐发力，引领未来成长

2.1 低油价时期收购Santos股权，受益油气价格中枢向上

2.2 煤炭供给侧结构改革，产品盈利预期稳定

2.3 多因素支撑，甲醇价格高位运行

2.4 内外部业务处于扩张期，新地工程利润持续增长

2.5 环保叠加成本上涨，农兽药行业景气度预计提升

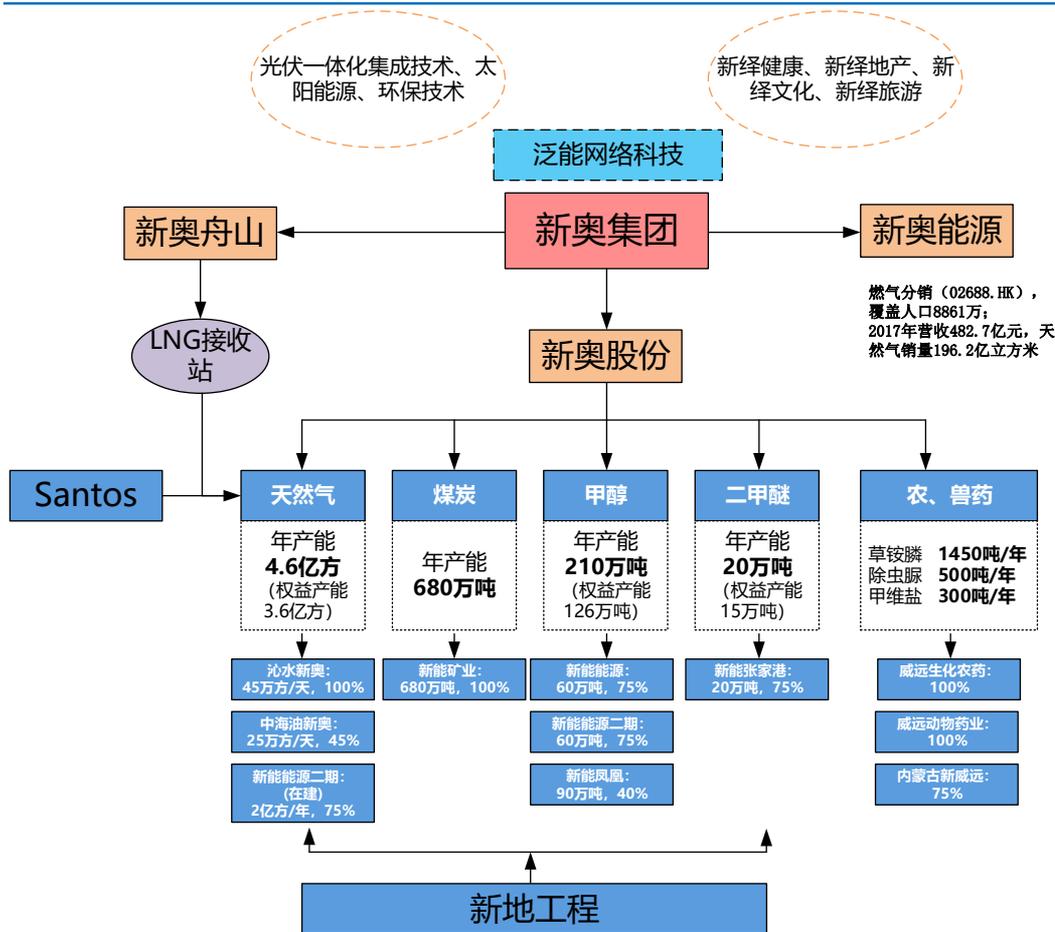
3、天然气产业链大有可为，煤制气自主技术示范值得期待

4、盈利预测及评级

5、风险提示

- 公司隶属于新奥集团，是河北省第一家上市公司
- 2010年以来，公司通过一系列资本运作，完善“能源、化工、工程”的全面布局
- 2016年公司以低价收购澳洲油气巨头Santos股份（**目前作为第一大股东占比10.07%**），开启了公司实施清洁能源国际化布局的步伐。
- 公司定位清洁能源中上游平台，聚焦天然气，主营油气（参股）、煤炭、甲醇、天然气生产销售、能源技术工程、农兽药等各大板块。
- 新奥集团旗下新奥能源，2017年天然气分销量196亿立方米，同比+36.9%。总投资100亿元的舟山LNG接收站项目1000万吨/年，分三期建设，其中一期300万吨于8月7日顺利投产。打造集团天然气全产业链布局。

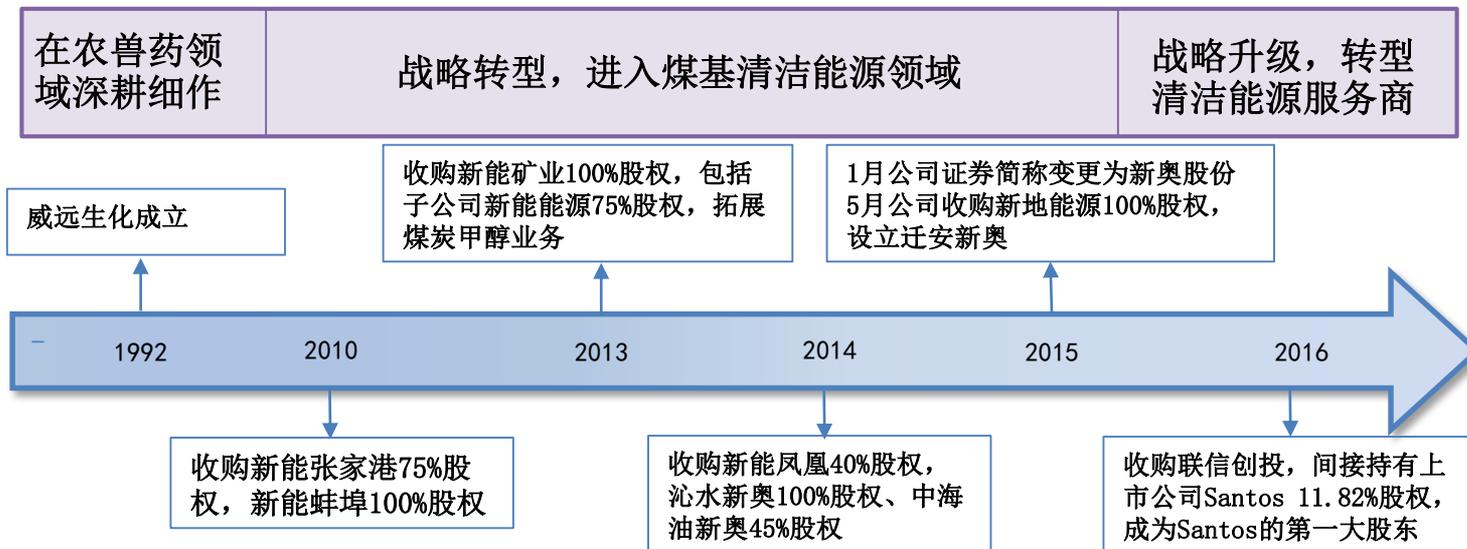
图表：公司打造新奥集团清洁能源中上游平台



资料来源：公司公告，太平洋证券

- 公司前身威远生化，成立于1992年，主营为**农兽药**；
- 2010年注入二甲醚资产，开始进入**能源化工领域**；
- 2013年注入**煤炭和甲醇**，发行价格10.98元；
- 2014年再次注入**甲醇和LNG业务**；
- 2015年完成新地工程收购，进入**工程服务领域**；
- 2016年收购澳洲油气巨头Santos公司股权，完善“**能源、化工、工程**”全面布局

图表：公司发展历史简图



资料来源：公司公告，太平洋证券

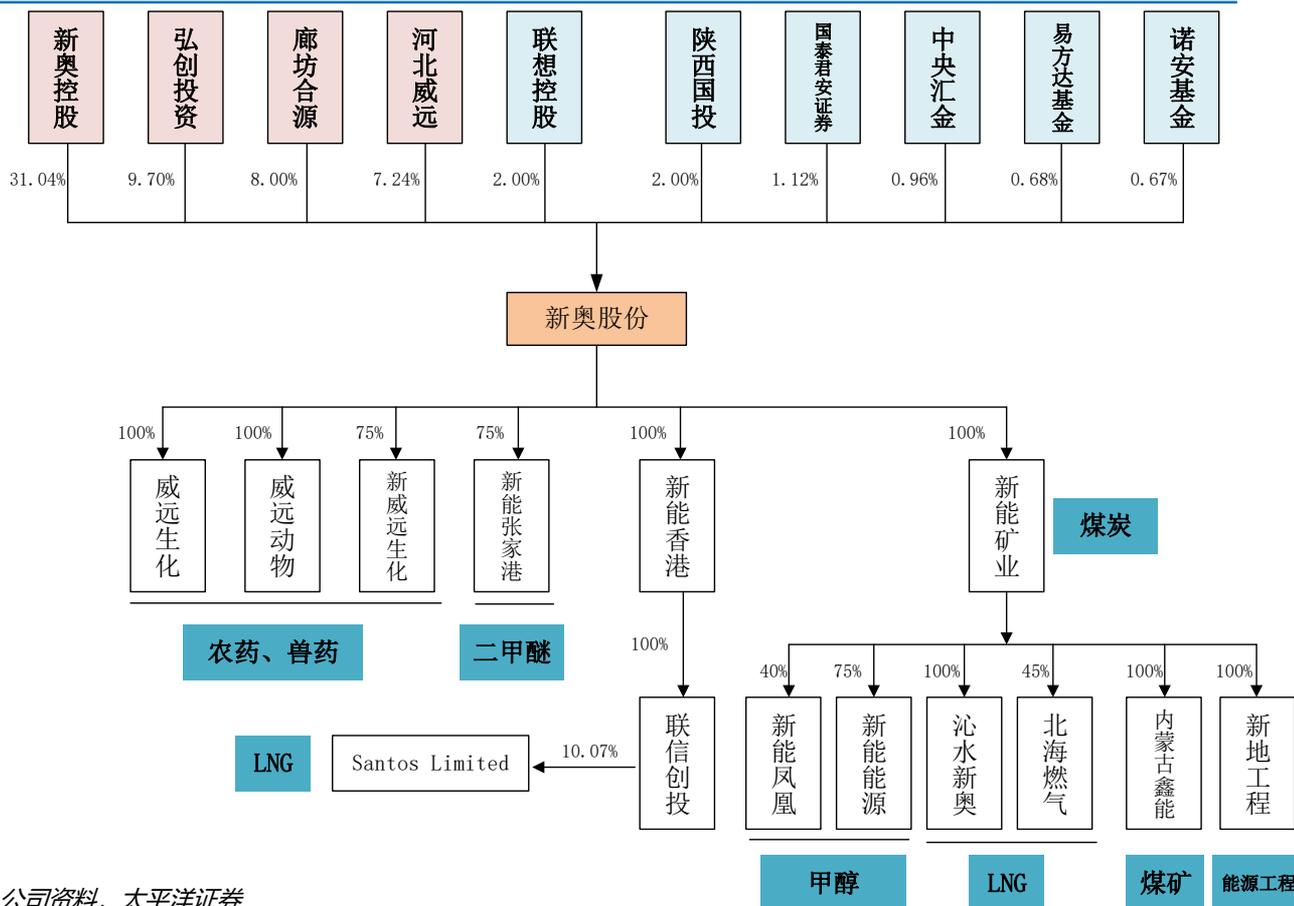

图表：公司持续资本运作，完善清洁能源产业链布局

时间	资本运作	要点
2010年12月	布局二甲醚：发行股份购买新能（张家港）75%股份，新能（蚌埠）100%股份	对价5.5亿元，向大股东新奥控股发行7538万股，每股7.31元
2013年3月，2014年1月	布局煤炭和甲醇：发行股份和配套融资购买新能购买新能矿业（煤炭产品）100%股份，间接取得其子公司新能能源（煤制甲醇）75%股份	对价72亿元，以10.98元/股价格向新奥控股等发行股份募集67亿元，向天弘基金等定增7亿元
2014年8月	布局甲醇和LNG：认购新能凤凰（煤制甲醇）40%股份，沁水新奥（煤层气制LNG）100%股份，中海油新奥（石油伴生气制LNG）45%股份	新奥凤凰：对价3.6亿元； 沁水新奥：对价1.6亿元； 中海油新奥：对价0.7亿元
2015年4月	布局工程业务：子公司新能矿业收购新地能源100%股份	人民币17.68亿元现金收购
2015年6月	布局焦炉气制LNG：设立迁安新奥	出资6000万，持股60%
2015年10月	布局轻烃项目：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2亿方天然气和4.4万吨/年LPG等产品	联产2亿方天然气装置，采用新奥集团自主催化气化和加氢气化技术
2016年4月	布局LNG上游生产：收购联信创投100%的股权，间接持有澳大利亚上市公司 Santos Limited 10.07%的股份	实际支付股权购买价款为75481万美元
2018年2月	优化财务结构：以2018年2月1日新奥股份股本总数985,785,043股为基数，按每10股配2.5股的比例向全体股东配售	配股价格9.33元/股，实际募集资金22.725亿元

资料来源：公司公告，太平洋证券

■ 公司控股股东为新奥控股。

图表：公司股权结构



资料来源：公司资料，太平洋证券

- 公司现有年总产能煤炭680万吨、甲醇210万吨（权益产能126万吨，实际权益产量近140万吨）、二甲醚20万吨（权益15万吨）、LNG 4.6亿方（权益3.6亿方，另在建2亿方，占比75%）、草铵膦1450吨。

图表：公司产能一览表

产品	主体	总产能	权益比例	权益产能	备注
煤炭	新能矿业	680	100%	680	万吨/年
油气资源	Santos	4.7	10.07%	0.47	亿油桶当量（1P储量）
甲醇	新能能源一期	60	75%	45	万吨/年；设计60万吨，实际产量可达78万吨/年
	新能凤凰	90	40%	36	万吨/年
	小计	150		81	万吨/年
	新能能源二期	60	75%	45	万吨/年，中间产物，已投产，最终20万吨轻烃
	在产合计	210		126	万吨/年
二甲醚	新能张家港	20	75%	15	万吨/年
	在产合计	20		15	万吨/年
LNG	沁水新奥	45	100%	45	万方/天
	新奥北海（中海油新奥）	25	45%	11.25	万方/天
	小计	70		56.25	万方/天
	新能能源（联产，在建）	2	75%	1.5	亿方/年，联产，预计2018年11月投产
新奥股份农药产能情况（在公司营收占比越来越小）					
类别	产品	总产能	权益比例	权益产能	备注
除草剂	草铵膦	1450	100%	1450	吨/年
杀菌剂	啶菌酯	100	100%	100	吨/年
杀虫剂	阿维菌素	100	100%	100	吨/年
	甲维盐	300	100%	300	吨/年
	除虫脲	500	100%	500	吨/年
	吡虫啉	200	100%	200	吨/年
	吡蚜酮	500	100%	500	吨/年
	噻唑膦	200	100%	200	吨/年

资料来源：公司公告，太平洋证券

- 公司2017年实现营业收入100.36亿元，同比增长56.91%；归母净利润为6.31亿，同比增长21.35%；业绩改善，主要原因是公司甲醇、煤炭贸易业务、能源工程业务增幅较大，煤炭、甲醇的价格同比上涨，农药业务收入同比增长所致。
- 2018年H1，实现营业收入66.45亿元，同比+44.01%；归母净利润7.06亿元，同比+612.25%。其中二季度实现归母净利润3.62亿元，同比+532.94%，环比+5.12%。

图表：2012-2018H1公司营业收入走势图



资料来源: Wind, 太平洋证券

图表：2012-2018H1公司归母净利润走势图



资料来源: Wind, 太平洋证券

■ 上半年公司业绩增长主要由于：各板块联合发力

(1) 联营公司新能滕州甲醇产销量及毛利率较上年同期有大幅增长，净利润同比增加2.36亿元，对应公司投资收益约0.9亿元。

(2) 联营公司Santos 2018年H1净利润为1.04亿美元（上年同期Santos因资产减值净亏损5.06亿美元，对应投资损失3.5亿元），对应公司投资收益约0.7亿元，同比增加4.2亿元。

(3) 甲醇价格上涨，新能能源净利润2.07亿元，同比增加约0.59亿元。

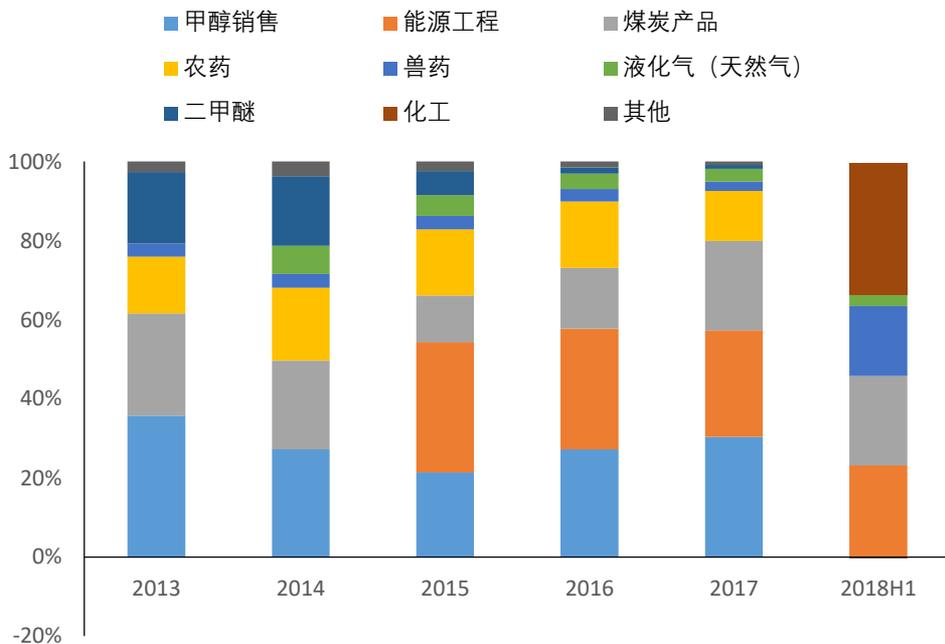
(4) 新地工程净利润2.38亿元，同比增加1.03亿元。

(5) 农兽药板块，总计净利润1.03亿，同比增加0.53亿元。

(6) 公司财务费用同比增加1.19亿元，但三费率从11.08%下降至10.63%。

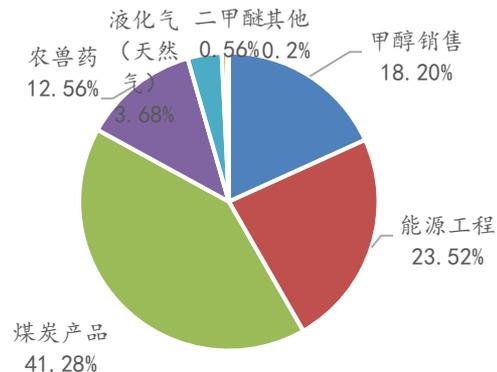
■ 从公司各业务结构看，营收及毛利主要来自甲醇销售、能源工程及煤炭产品。2018年H1，公司甲醇（化工）、能源工程、煤炭、农兽药营收及毛利占比分别为34%/21%、23%/25%、23%/34%、18%/17%。

图表：2013-2018H1各业务营收占比

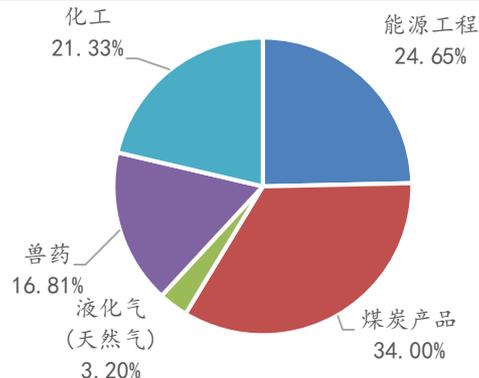


资料来源：Wind，太平洋证券

图表：2017年各业务毛利占比

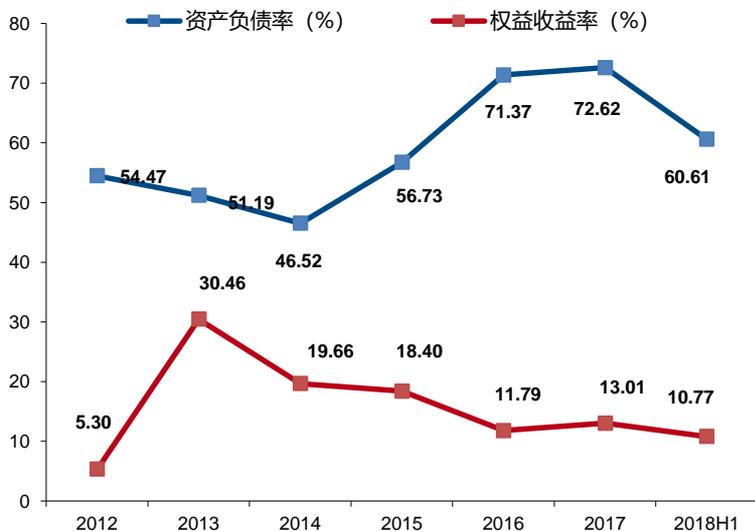


图表：2018年H1各业务毛利占比



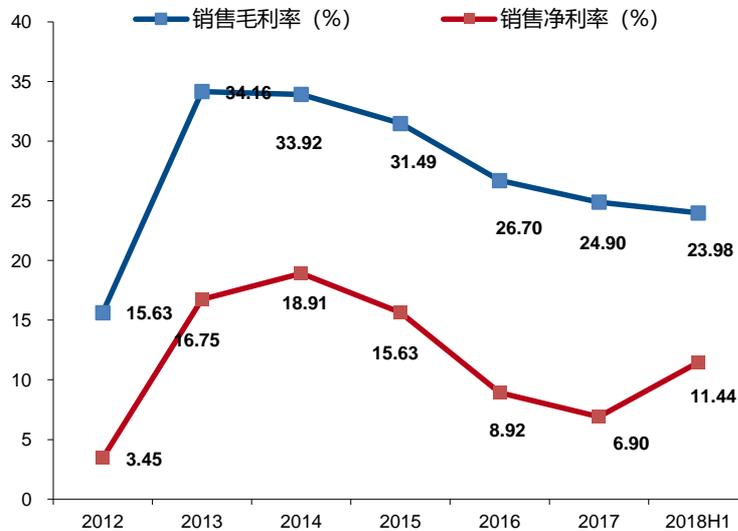
- 2018年H1公司资产负债率从2017年的72.62%下降至60.61%，权益收益率从2017年的13.01%下降至10.77%。
- 2017年公司整体毛利率小幅降低至24.90%，主要由于能源工程业务结构变化，低毛利率的甲醇贸易、煤炭贸易占比增加。
- 2018年H1，公司整体毛利率为23.98%，但公司净利率从2017年的6.9%提升至11.44%。

图表：2012-2018H1公司负债率及权益收益率



资料来源：Wind, 太平洋证券

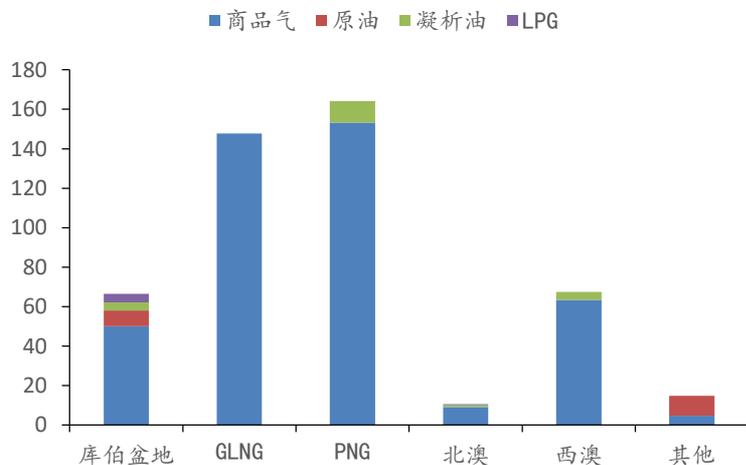
图表：2012-2018H1公司毛利率及净利率



资料来源：Wind, 太平洋证券

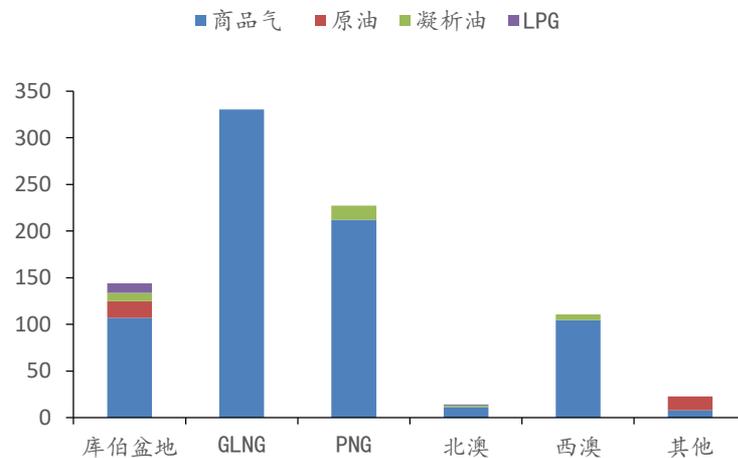
- 2016年4月，公司在低油价时期，以49.06亿元收购澳大利亚油气生产商Santos公司11.72%股份，成为第一大股东。收购Santos是公司继2015年收购新地工程后，进一步完成公司向清洁能源产业链中上游转型的布局。**融资稀释后，公司目前股权占比10.07%。**
- Santos以天然气业务为主，拥有5大核心资产，储量丰富：**库伯盆地、GLNG、PNG、北澳和西澳气田。**
- 截止2017年12月31日，Santos拥有油气探明储量（1P）4.7亿桶油当量，探明加概算储量（2P）8.48亿桶油当量。其中1P、2P储量中已开发储量比例分别为总储量的74.41%和56.89%。

图表：Santos探明储量（1P）分布（单位：百万油桶当量）



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表：Santos探明加概算储量（2P）分布（单位：百万油桶当量）



资料来源：公司公告，太平洋证券

- **全球很可能由“中油价”迈向“中高油价”时代**
- 2017年，Brent均价54.74美元/桶，同比+21.4%；WTI均价50.89美元/桶，同比+17.2%，呈“V”型走势。
- 2018年H1，Brent均价71.16美元/桶，同比+35.1%；WTI均价65.46美元/桶，同比+31.1%，震荡上扬。
- **2018年以来，受益政治及突发事件催化，国际油价一度延续强势，Brent突破80美元/桶，WTI突破70美元/桶。**
- **我们认为本轮油价上涨的驱动因素主要包括：（1）数据显示供需基本面持续改善。（2）各大产油国期待油价上涨，符合各方利益。（3）地缘政治及突发事件催化超预期：如库尔德地区公投、沙特反腐、利比亚输油管道爆炸、叙利亚问题升级、委内瑞拉问题、美国退出伊核协议等等。（4）资本助力。（5）美国页岩油边际成本支撑。**
- **需求端：**受益低油价以及全球经济复苏，2017年全球石油需求同比增长160万桶/天，至9730万桶/天，而2016年增量为130万桶/天。其中增量主要来自中国、美国、印度等。预计2018年全球石油需求同比持续增长160万桶/天。（IEA/EIA/OPEC预测值分别为139/172/165万桶）
- **供给端：**2017年OPEC平均减产执行率100%，非OPEC减产国减产执行率83%。全球石油供给同比增长60万桶/天，至9700万桶/天，2016年增量50万桶/天。其中OPEC石油供给减少10万桶/天，非OPEC供给增加70万桶/天。2018年OPEC减产执行率维持高位，一度在150%，7月份为109%。
- **库存端：**2017年OECD国家商业石油库存降至29.42亿桶，相比2016年高点减少1.5亿桶。18年6月下降720万桶至28.23亿桶，比五年均值低3200万桶。2017年美国商业原油库存降至4.24亿桶，近期降至4.08亿桶，处于近五年平均水平。
- **供给平衡：**2017年全球石油供小于求30万桶/天，而2014-2016年分别供过于求80万桶/天、170万桶/天、70万桶/天，造成大量库存累积。预计未来几年，全球石油供给平衡震荡中修复。
- **下一步需紧密跟踪的变量是：（1）贸易战对全球经济的影响。（2）伊朗制裁重启的影响。（3）美国及沙特增产情况。（4）各种不稳定事件进展情况。**

- 2018年H1，受地震（影响PNG）及计划内Bayu Undan/Darwin LNG 1个月停产影响，Santos公司产销量分别有所减少，约5%。
- 但能源价格上涨，Santos公司实现油价75.37美元/桶，同比+38%；实现LNG价格8.96美元/百万英热，同比+24%。
- 实现营业收入16.80亿美元，同比+16%

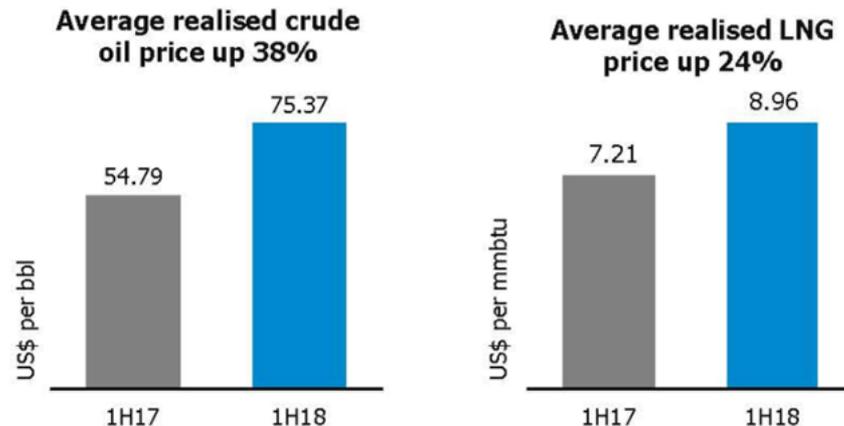
图表：国际原油及天然气价格走势



资料来源：Wind，太平洋证券

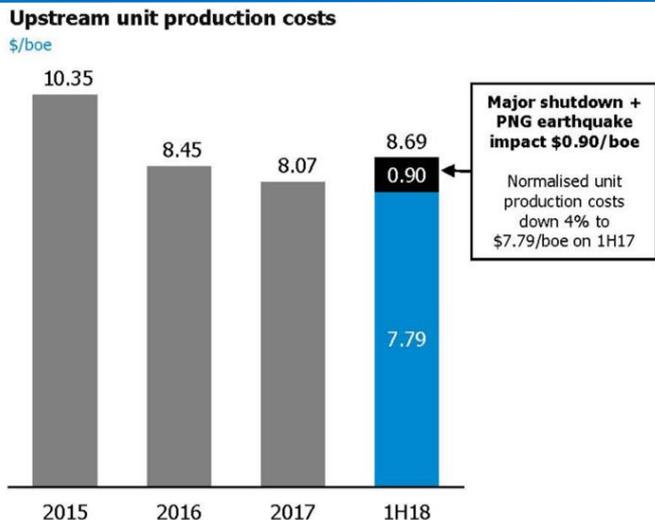
\$million	1H18	1H17	Var
Sales Revenue (incl. third party)			
Gas, ethane and liquefied gas	1,114	1,049	6%
Crude oil	400	262	53%
Condensate and naphtha	132	106	25%
Liquefied petroleum gas	34	32	6%
Total¹	1,680	1,449	16%

¹ Total product sales include third-party product sales of \$523 million (1H17: \$392 million)



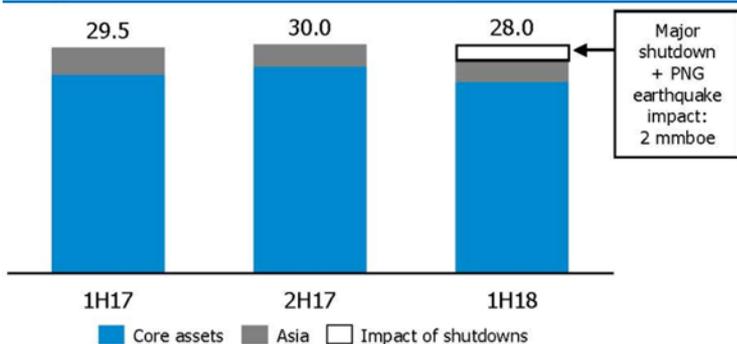
- Santos公司自2016年起，采取一系列以降低成本为核心的措施改善经营状况，开展业务重组，降低债务，出售非核心资产，取消了大量成本。
- 2017年Santos公司EBITDAX 14.28亿美元，同比+19%；净负债27.31亿美元，同比-22%；基础利润3.36亿美元，同比+433%；受资产减值拖累（减值9.38亿元），税后净利润-3.6亿美元，对应公司投资收益约-2.4亿元。
- 2018年Santos公司单位生产成本目标从8.2-8.8美元/桶油当量，进一步下降至8.0-8.6美元/桶油当量。**预计2018年自由现金流盈亏平衡点为35美元/桶。**
- 2018年H1，Santos公司EBITDAX 8.83亿美元，同比+23%；净负债24.37亿美元，同比-17%；基础利润2.17亿美元，同比+99%；**税后净利润1.04亿美元，对应公司投资收益约0.7亿元，大幅反转。**

图表：Santos公司单位生产成本

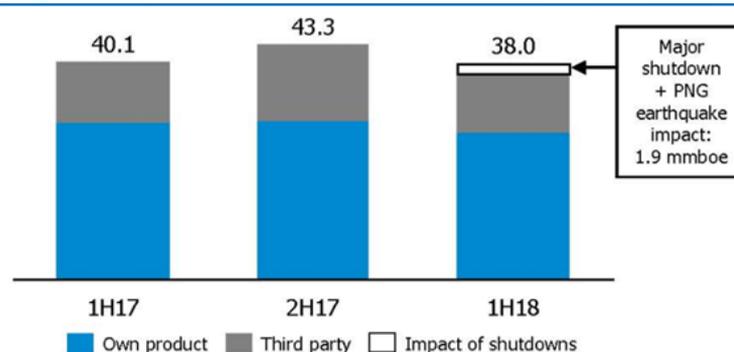


资料来源：公司公告，太平洋证券

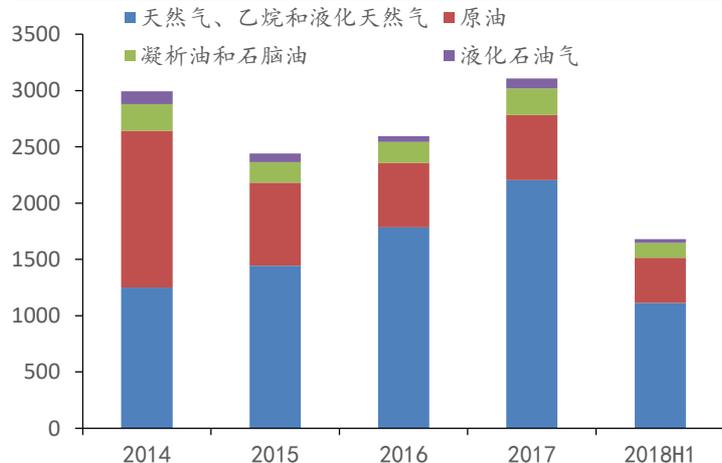
Production
mmboe



Sales volume
mmboe

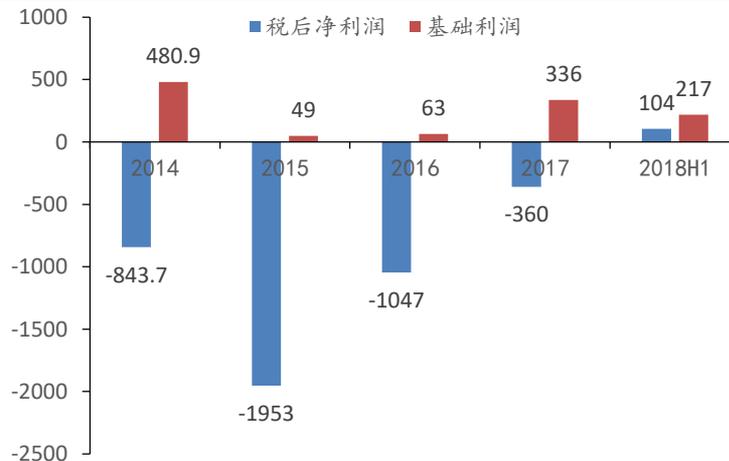


图表：Santos营收结构（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表：Santos净利润和基础利润（单位：百万美元）



资料来源：公司公告，太平洋证券

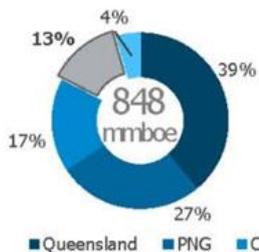
- 2018年8月22日，Santos宣布与Quadrant Energy所有人达成协议，以21.5亿美元外加Bedout盆地相关的或有支付收购Quadrant 100%的股权。
- Quadrant拥有面积达52,000平方公里的油气区块及资产，其大部勘探开发区块位于澳大利亚最大的海上油气产区Carnarvon盆地。本次收购完成后：
 - (1) Santos公司将获得具有长寿命和稳定现金流的西澳常规天然气资产，提升海上作业经验和能力。
 - (2) 根据2017年底数据，预计Santos公司2P储量从8.48亿桶增加2.2亿桶至10.68亿桶（增长约26%），年产量从6000万桶增加1900万桶至7900万桶（增长约32%）。
 - (3) 预计带来0.3-0.5亿美元/年的协同效应（不包括业务整合和其他一次性费用）。
 - (4) 使Santos公司2018年预测的自由现金流平衡油价，再降低4美元/桶，达到约32美元/桶。
 - (5) 预计到2018年底，净负债率约为34%，到2019年底降至约30%以下。
 - (6) 预计取得所有权第一年，全年每股自由现金流增加17%。本次收购预计2018年底完成。资金来自自有现金及债务融资（6月底拥有现金15亿美元）。
- 我们认为本次收购将有利于提高Santos公司盈利水平，同时巩固天然气行业领先地位。

■ 收购Quadrant后，储量增加、产量增加、负债率下降：

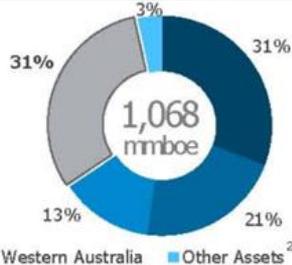
2017 Reserves¹

mmboe

Santos standalone

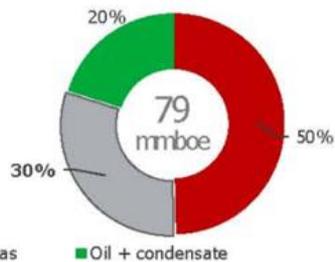
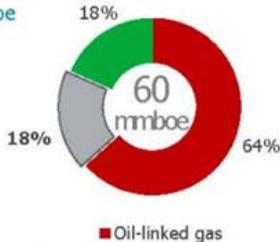


Santos + Quadrant



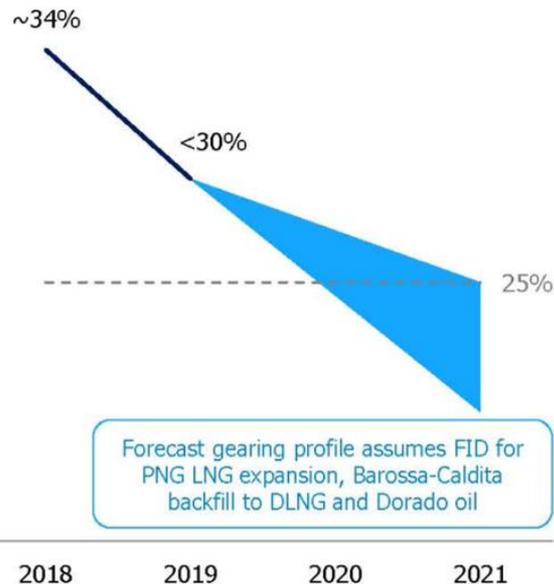
2017 Production¹

mmboe



Rapid de-gearing profile including Quadrant Energy acquisition, growth funding and dividends¹

Net debt / (Net debt + Equity)



Forecast gearing profile assumes FID for PNG LNG expansion, Barossa-Caldita backfill to DLNG and Dorado oil

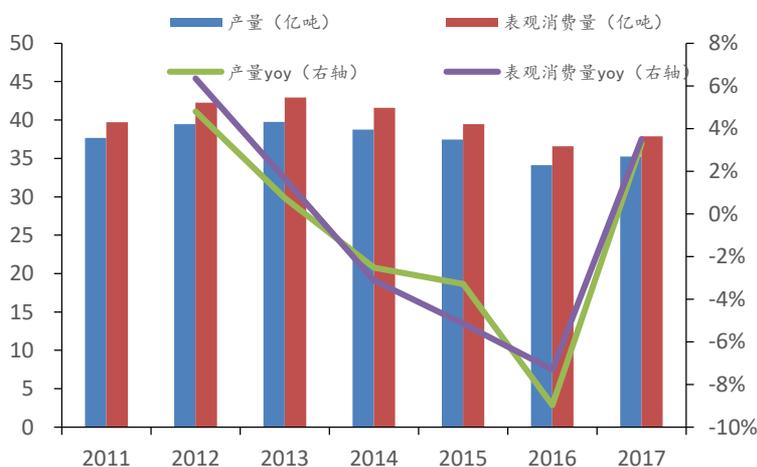
¹ Assumes US\$65 per barrel oil price in 2019 and full year of ownership.

资料来源：公司公告，太平洋证券

资料来源：公司公告，太平洋证券

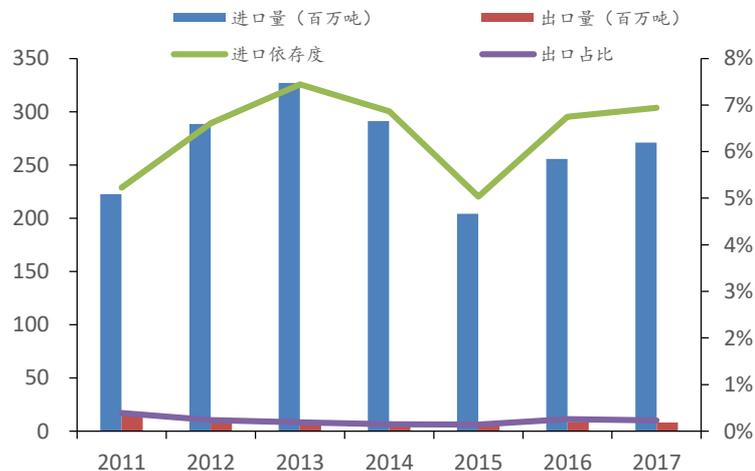
- 2015年、2016年我国原煤产量连续下降2.2%、2.8%，2016年2月国务院下发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，行业进入去产能周期，煤炭价格大幅上涨。2017年，我国煤炭行业政策开始偏向宽松，从去产能转向了保供应；能源消费回暖，煤炭在能源消费结构中的主导地位没有改变。2017年我国煤炭产量、表观消费量分别同比增长3.30%和3.51%。
- 2017年整体煤炭市场延续供需紧平衡状态，进口依存度接近7%水平。

图表：2011-2017年我国煤炭供需情况



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：2011-2017年我国煤炭进出口情况



资料来源：Wind，太平洋证券

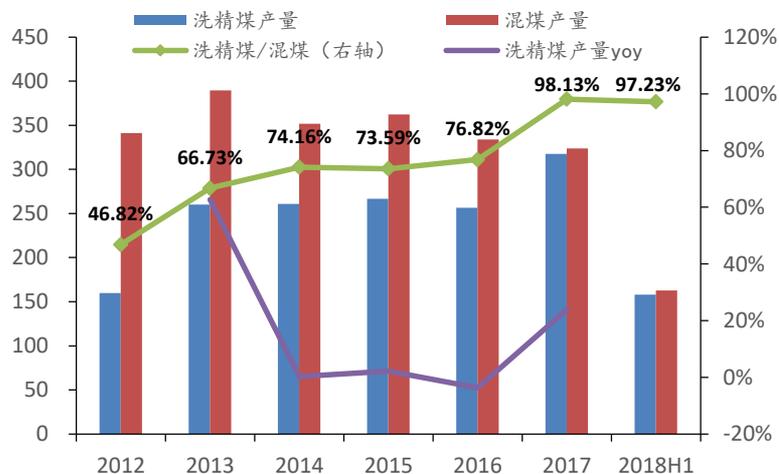
- 公司控股的新能矿业位于鄂尔多斯市境内，资源储量10.35亿吨，可采储量为5.88亿吨，地理位置优越，拥有便利的铁路和公路运输条件，煤产能680万吨/年。王家塔矿区地质构造简单，其主要煤种为不粘煤。
- 2017年，混煤、洗精煤、贸易煤销量分别为328.46/317.13/170.2万吨，总计815.79万吨，同比+37.71%；毛利10.33亿元，同比+101.17%。公司洗精煤/混煤比例大幅提升，从2016年的76.82%升至98.13%。
- 2018年H1，混煤、洗精煤、贸易煤销量分别为163.22/158.05/135.65万吨，总计456.92万吨，同比+12.88%；毛利5.38亿元，同比-10.50%。

图表：近期煤炭价格情况



资料来源：Wind, 太平洋证券

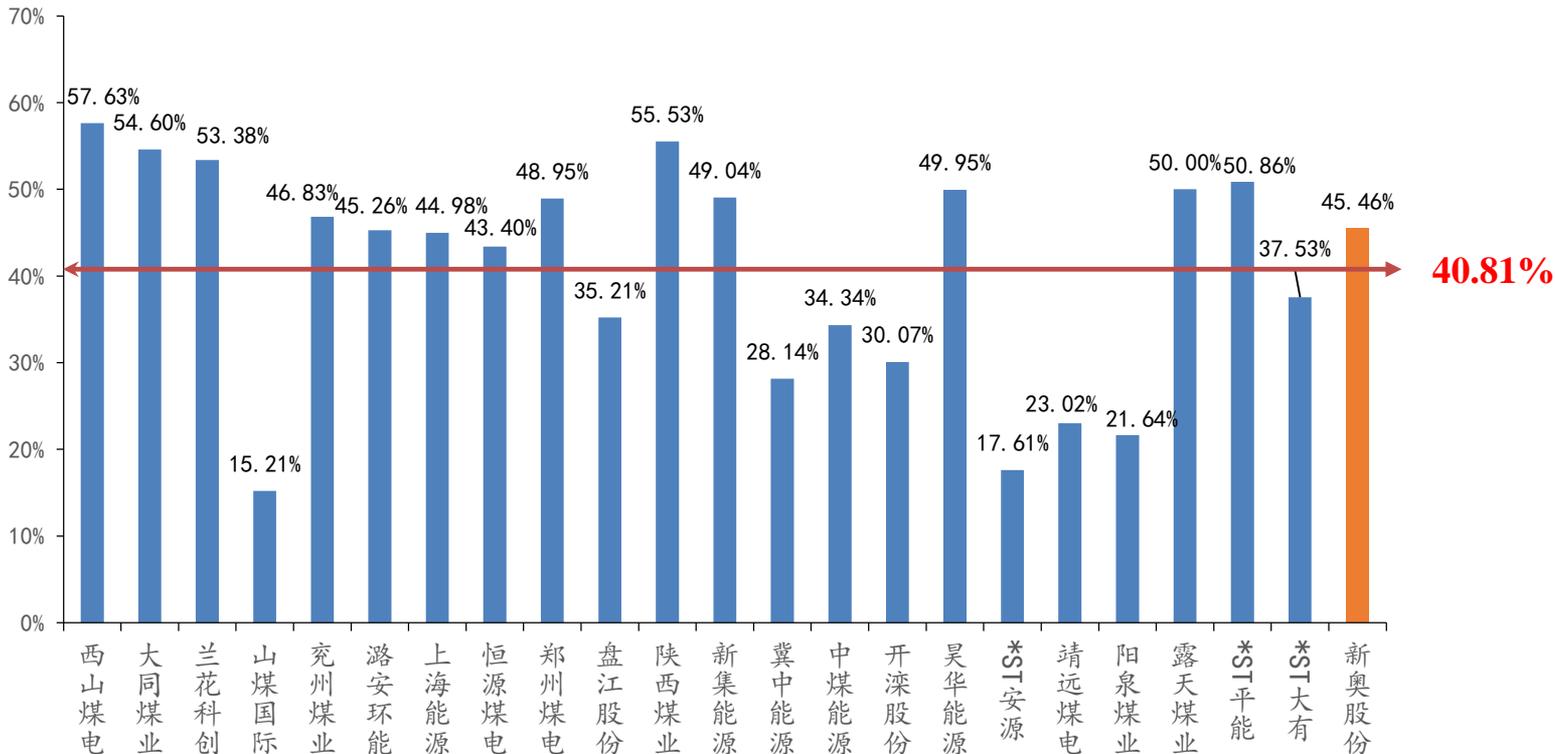
图表：2012-2018年H1公司煤炭生产情况（万吨）



资料来源：公司公告, 太平洋证券

- 2017年，尽管由于贸易煤销量增加，公司煤炭业务总体毛利率45.46%，有所下降（2016年为52.20%），但在行业内长期处于较高水平，高于均值40.81%，在煤价复苏稳定的预期下，预计公司煤炭产品贡献利润稳定。

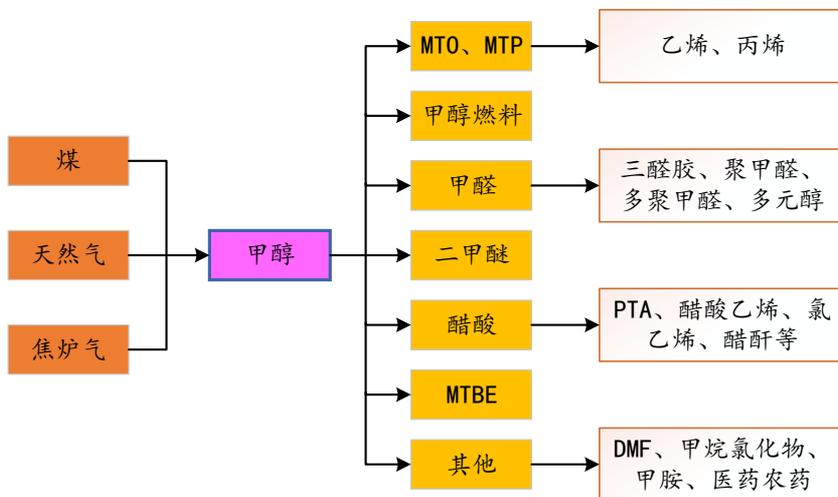
图表：公司煤炭产品毛利率高



资料来源：Wind，太平洋证券

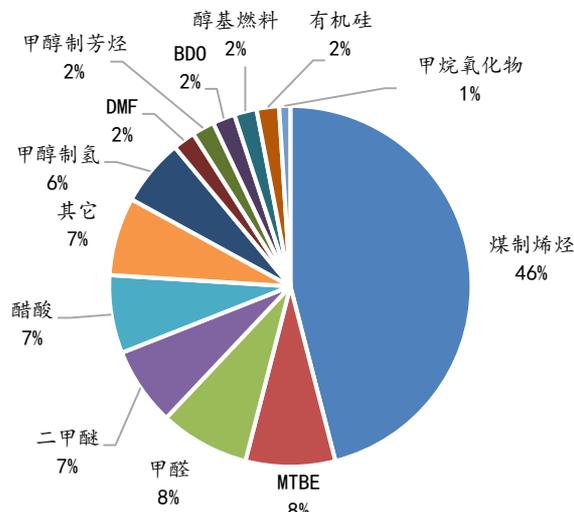
- **甲醇产业链：**其主要用途是生产甲醛、二甲醚、醋酸、烯烃等产品，广泛的应用于有机合成、染料、合成纤维、涂料等领域。
- **甲醇消费结构：**2017年国内甲醇消费结构主要为制烯烃（46%）、甲醛（8%）、MTBE（8%）、二甲醚（7%）、醋酸（7%）等。

图表：甲醇产业链



资料来源：太平洋证券

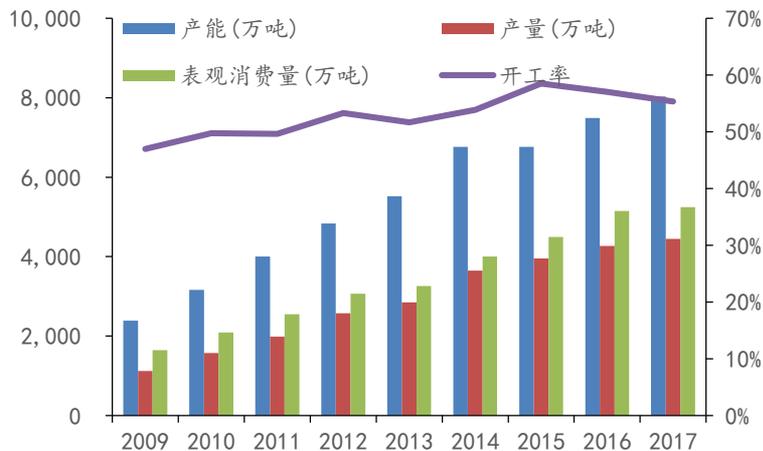
图表：2017年甲醇消费结构



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

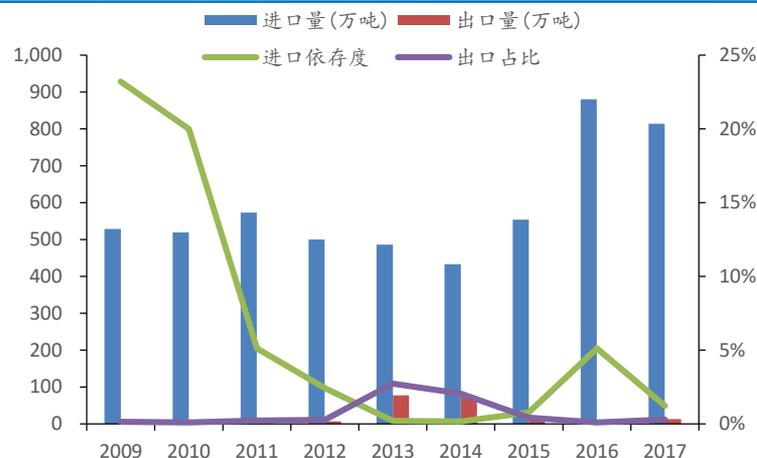
- 全球甲醇产能约1.4亿吨，消费量9000万吨，中国是全球最大的甲醇生产国与消费国。
- 近年来，由于甲醇下游应用领域发展较快，尤其是甲醇制烯烃、甲醇制汽油和甲醇燃料等领域快速增长，使甲醇生产和消费也大幅增长。
- **供给：**2017年国内甲醇产能约8033万吨，同比+7.29%；其中原料结构中，煤炭占比71.25%、天然气占比11.29%、焦炉气占比16.08%。产量4443万吨，同比+4.03%。净进口甲醇802万吨，同比-8.57%。预计2020年增至9000万吨左右。
- **需求：**表观消费量5245万吨，同比+1.89%。预计2020年增至7500万吨左右，其中新增需求的80%来自制烯烃项目原料需求。
- **开工率：**2018年上半年，受“煤改气”工业限气和价格回调的影响，甲醇开工率在58%-70%左右波动，平均开工率61.79%。我们判断甲醇产能过剩的情况依然存在，但有所好转。核心在于甲醇生产成本，企业竞争力。

图表：2009-2017年我国甲醇供需情况



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

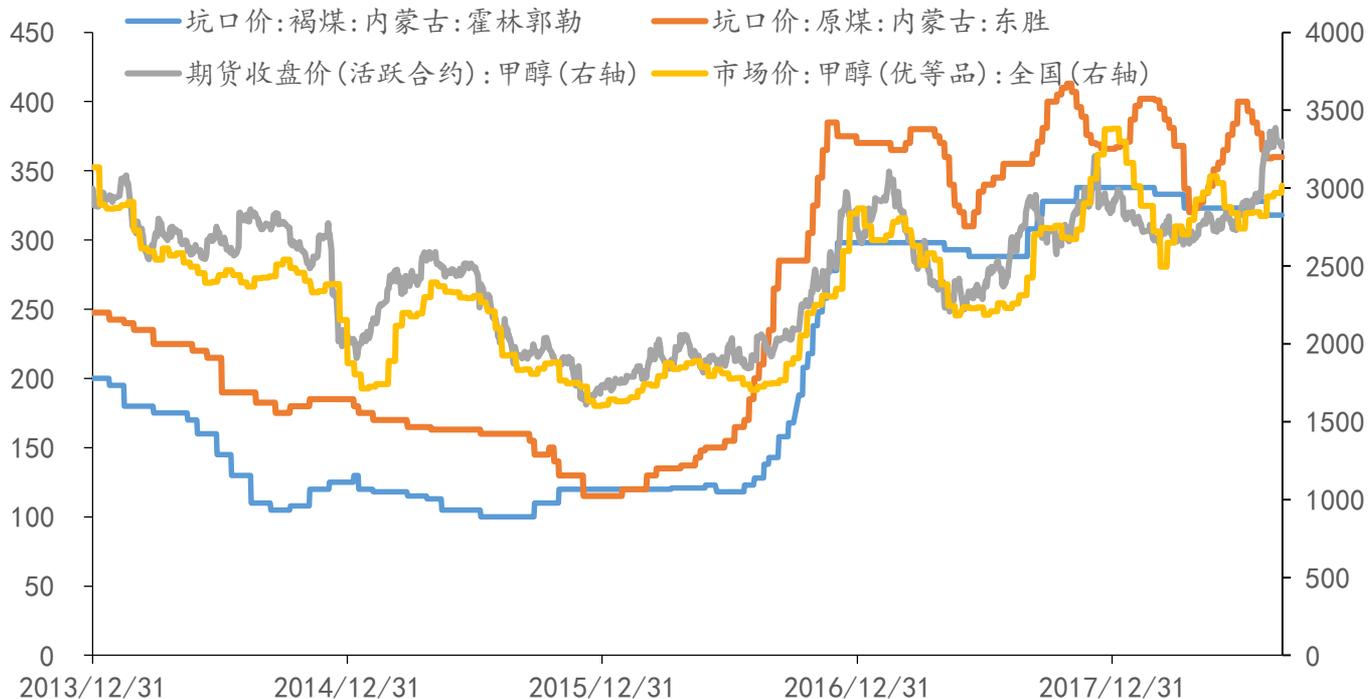
图表：2009-2017年我国甲醇进出口情况



资料来源：卓创资讯，太平洋证券

- 2017年甲醇期货均价2689.77元/吨，同比+40%；甲醇市场均价2775.08元/吨，同比+37%。2018年1-8月份，甲醇期货均价2920.872元/吨，同比+10%；甲醇市场均价3155.13元/吨，同比+19%。
- 支撑甲醇价格高位运行因素主要为：**(1) 原料端上涨；(2) 检修；(3) 下游MTO需求旺盛；(4) 人民币贬值；(5) 冬季天然气紧缺，预计天然气路线产能受限。**

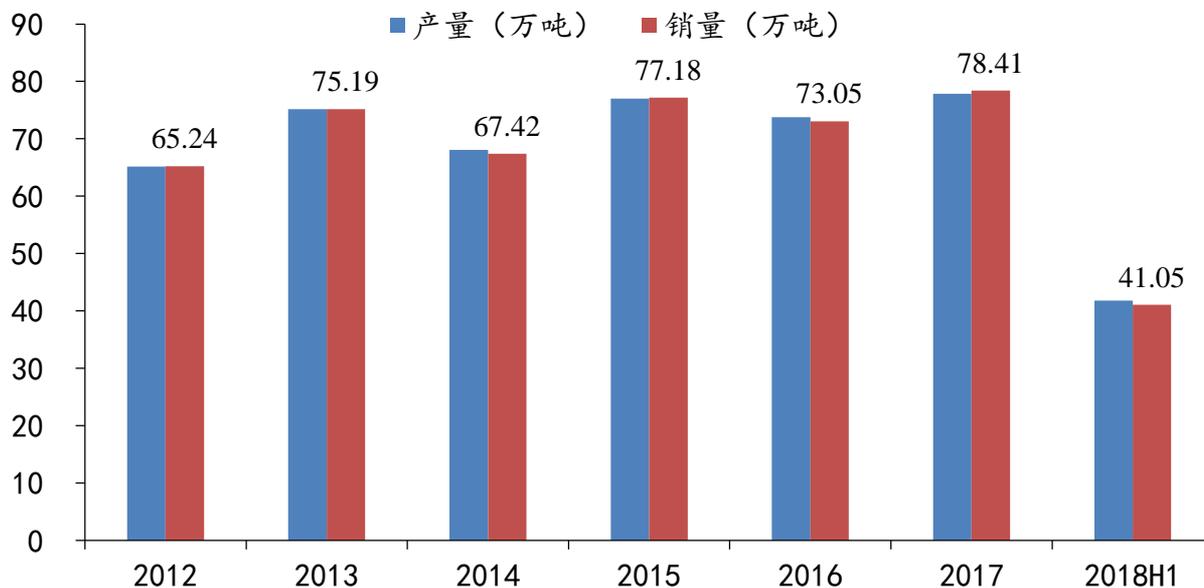
图表：煤炭价格与甲醇价格走势



资料来源: Wind, 太平洋证券

- 2017年公司甲醇产销量分别为77.86/78.41万吨，同比+5.57%/+7.34%；开工率129.77%，远高于行业平均水平。
- 2018年H1，公司甲醇产销量分别为41.79/41.05万吨，同比+1.31%/+2.36%；年化开工率139%，远高于行业平均水平。

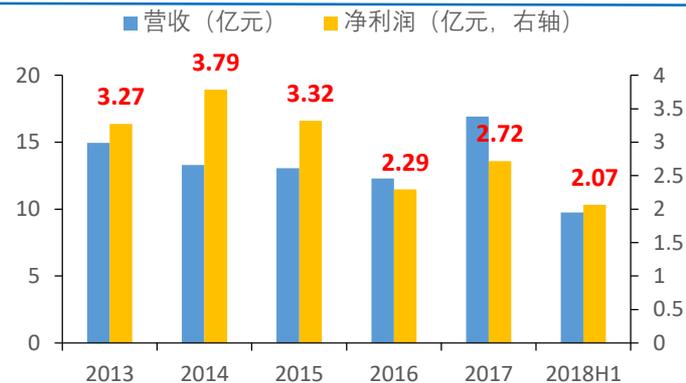
图表：2012-2018H1公司甲醇产销量



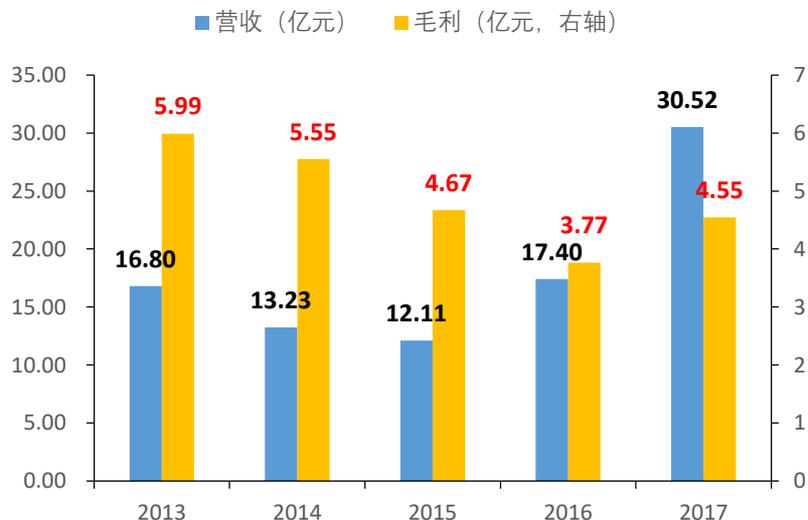
资料来源：公司公告，太平洋证券

- 公司甲醇业务2017年大幅增长，实现营收30.52亿元，同比+75%；毛利4.55亿元，同比+21%。
- 新新能源系新能矿业的控股子公司，主要从事甲醇、硫磺等的生产与销售，2018H1实现净利润2.07亿元，同比+45%。
- 新能凤凰滕州系新能矿业的参股子公司，主要从事甲醇、液氧等的生产，2018H1营收12.14亿元，同比+100%，同比扭亏为赢，实现净利润2.24亿元。

图表：新新能源营收及净利润情况



图表：甲醇业务营收及毛利情况



资料来源：公司公告，太平洋证券

图表：新能凤凰滕州营收及净利润情况



资料来源：公司公告，太平洋证券

- **新地能源工程2015年被公司全资收购，是集团内打通能源生产和利用全产业链的工程类企业。新地工程依托在技术开发、咨询设计、工程总包方面的业务能力，市场定位于天然气、节能环保以及新型化工三大板块。**
- **两项主要的差异化优势：**
 - **一是背靠新奥集团不断在内部实现技术转化；**
 - **二是全面覆盖工程研发、设计和施工，工程业务产业链完整。**

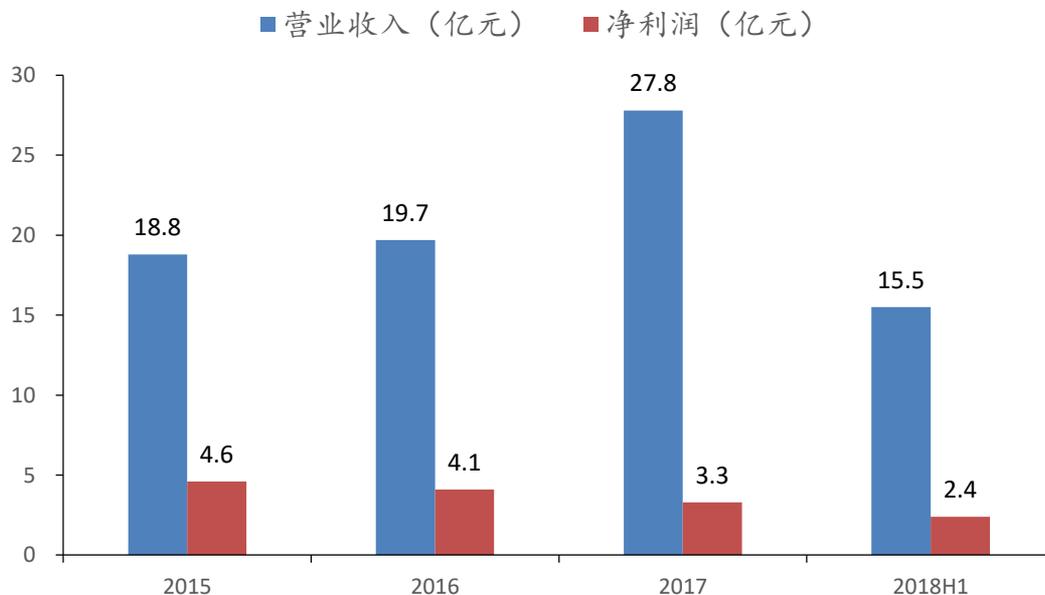
图表：新地工程主营业务

业务	核心技术	应用范围
技术研发	焦炉气制天然气	化工、燃气净化、液化、输配及应用、催化剂研制、技术集成、支持及推广应用
	煤基合成气制天然气	
	煤层气脱氧制天然气	
	天然气净化处理、液化处理、储存运输	
	乙醇加氢制乙醇	
	二甲醚	
	超临界污泥处理	
咨询和设计		总图、化工工艺、燃气工艺等二十余个专业
专业采购		燃气、石油化工、煤化工
装备集成	压力能利用	市政工程、石油化工、煤化工及节能环保
	单点直供撬	
	焦炉气甲烷化	
	CNG撬装站	
	可移动脱重烃装置	
	小型LNG工厂	
	LNG加注站	
装车泵装车臂		
项目管理	综合、开车、穿越、常规	燃气（LNG液化工程、LNG储运/接收）、石油化工、煤化工（焦炉煤制LNG）
工程建设		项目建设

资料来源：公司资料、太平洋证券

- 新奥集团总投资100亿元的舟山LNG接收站项目分三期建设，正在按计划推进，预计2020年建成达到每年1000万吨接收能力。一期工程包括2*16万方LNG接收站，年周转能力300万吨，已建成投产。
- 作为集团内部技术转化载体，新地工程将承接大量舟山LNG接收站业务，相关收入将成为总营收中增速最快、占比最大的部分。
- 2018年H1，新地工程实现净利润2.38亿元，同比+75.72%。

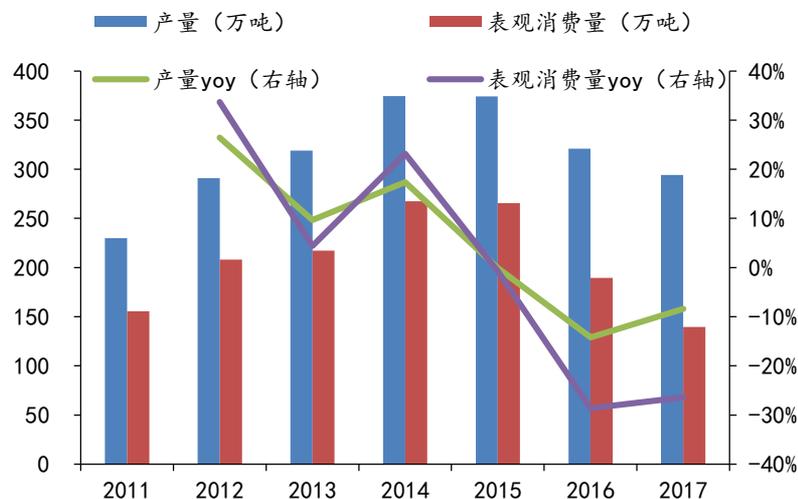
图表：新地工程营收及净利润情况



资料来源：公司公告，太平洋证券

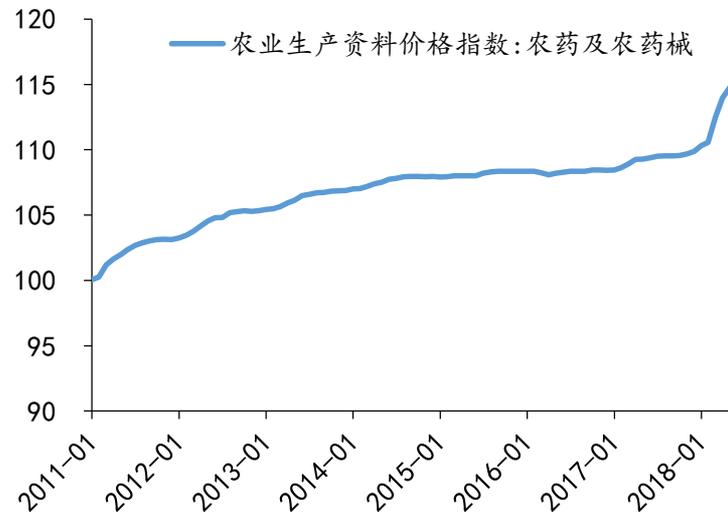
- 农兽药业务主要由农药公司、动物药业以及新威远生产经营，目前原料药和制剂协同发展。
- 农业供给侧改革初见成效，去产能和结构性调整，供给过剩情况初步得到改善。2017年全国累计生产农药294.1万吨，同比下降8%。
- 由于环保压力，许多企业未开工，致使农兽药生产的原材料、中间体和产品紧缺，供不应求。
- 上游基础化工原料价格上涨，成本支撑作用下，农药价格抬升。

图表：我国农药供需情况



资料来源：Wind，太平洋证券

图表：农药价格呈上涨趋势



资料来源：Wind，太平洋证券

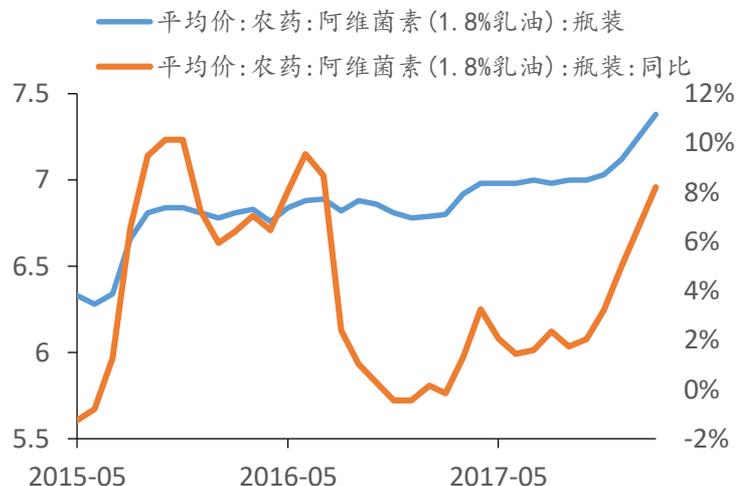
- 公司在国内外农药行业有一定影响力，目前已经形成以阿维菌素和甲氨基阿维菌素系列产品、草铵膦产品的“双龙头”产品发展模式。
- 公司产品出口位于中国农药出口30强，其中阿维菌素系列产品的市场占有率和出口连续多年排名第一；草铵膦产品出口国内前三名。
- 公司在国内建立起覆盖28个省、1200多个县的市场营销和技术服务网络，拥有近万家零售商。国际销售产品已覆盖亚洲、欧洲、澳洲、非洲和美洲等70余个国家和地区。

图表：草铵膦价格走势



资料来源：百川资讯，太平洋证券

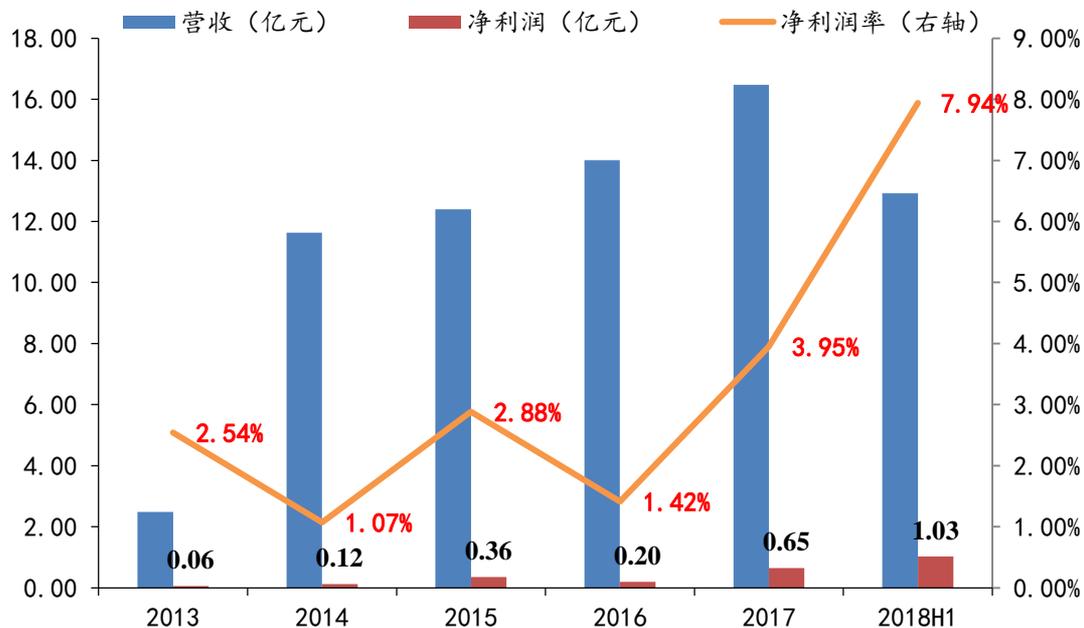
图表：阿维菌素价格走势



资料来源：Wind，太平洋证券

- 受益于行业景气提升，公司农兽药业务营收及净利润稳步增长。2017年农兽药业务总计营收16.48亿元，同比+17.6%，总计净利润0.65亿元，同比+228%。2018H1总计净利润1.03亿，同比增加+106%，净利润率上升至8%。

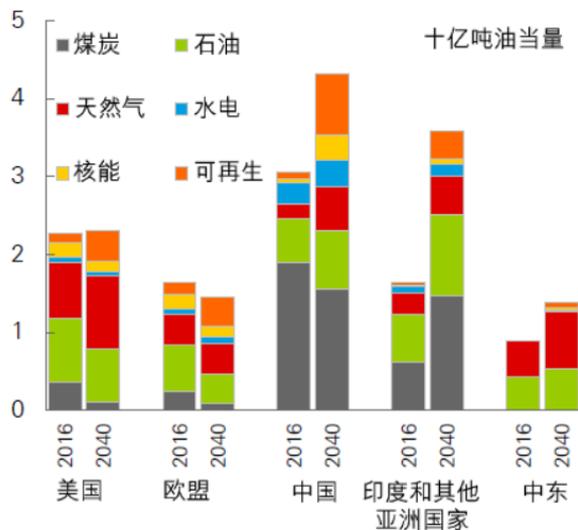
图表：农兽药业务营收及盈利情况



资料来源：公司公告，太平洋证券

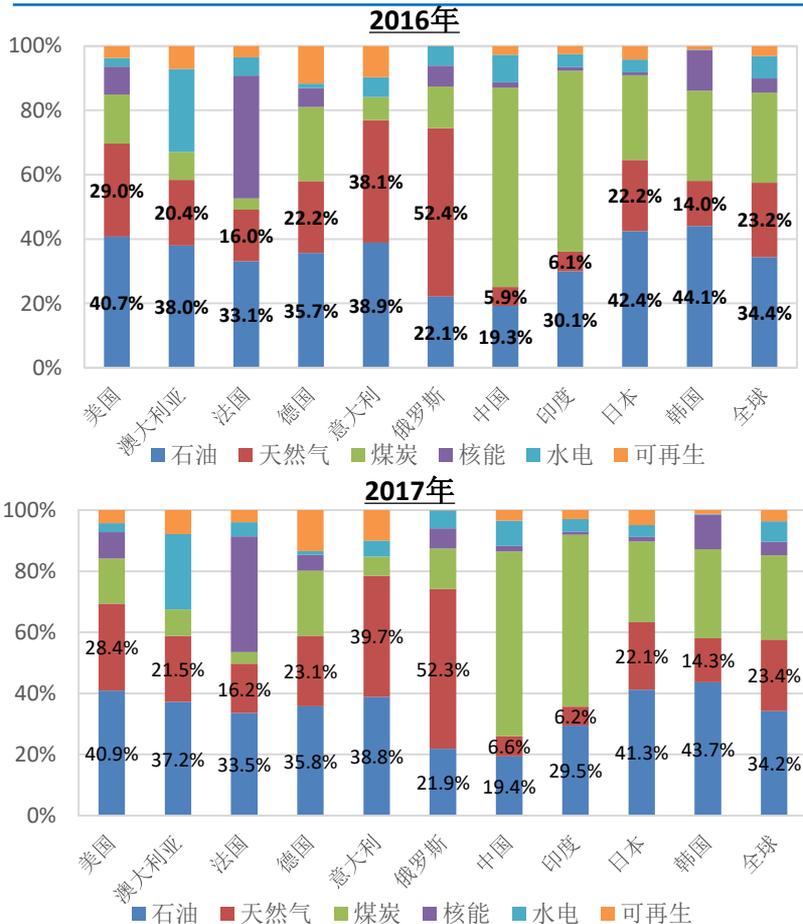
■ **“降煤稳油提气”**：2017年我国能源消费总量44.9亿吨标煤，同比+2.9%，增速提高1.5个百分点。其中，煤炭消费占比60.4%，下降1.6个百分点；天然气消费占比6.6%，提升0.7个百分点（**但远低于世界平均水平23%**）；能源消费结构不断优化，但仍有较大提升空间。**我们认为“降煤稳油提气”依然是“十三五”乃至“十四五”我国能源结构发展趋势。**

图表：能源消费结构展望



资料来源：BP, 太平洋证券

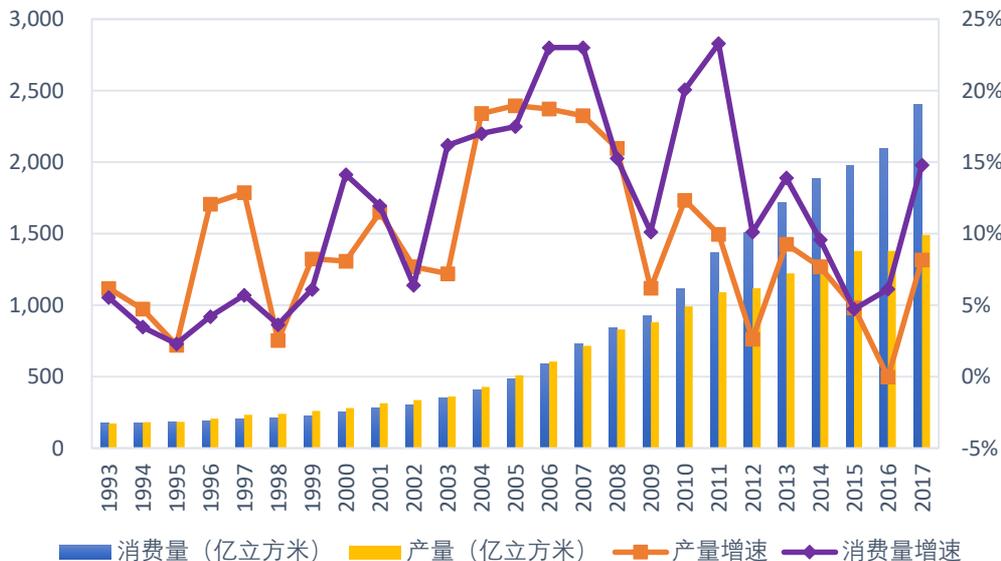
图表：2016年和2017年世界各国能源消费结构



资料来源：BP, 太平洋证券

- **天然气发展再次迎来黄金发展期：**2005-2015期间，我国天然气产量由493亿立方米增至1350亿立方米，表观消费量由468亿立方米增至1975亿立方米，十年CAGR分别达10.6%和15.2%，供应缺口不断扩大。经历2015-2016年低速增长，我国天然气重回两位数以上增长。2017年我国天然气表观消费量2373亿立方米，同比+15.3%，对外依存度38.9%；2018年1-7月份表观消费量1572亿立方米，同比+18.8%，对外依存度43.4%。根据《能源发展“十三五”规划》及《天然气发展“十三五”规划》，到2020年我国一次能源消费量不超过50亿吨标准煤，天然气消费占比力争8.3-10%，我们测算到2020年中国天然气消费量目标3260-4000亿立方米，中位数约3630亿立方米。**为实现这一目标，反推2018-2020年，我国天然气消费增速CAGR高达15.2%。**

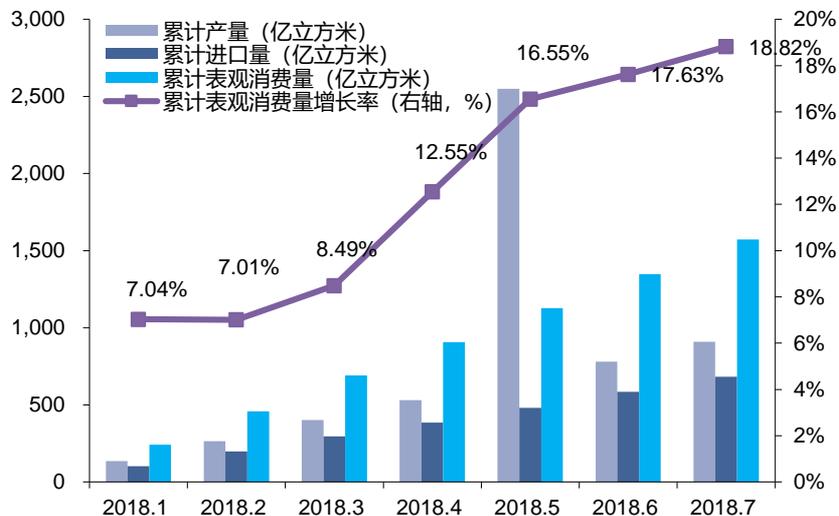
图表：1993-2017年国内天然气供需情况



资料来源：Wind、太平洋证券

- 2017年，“煤改气”政策引发需求激增，同时北方“2+26”城市冬季取暖全面禁用煤，国内天然气供不应求。LNG市场价2017年9月起一路暴涨。2017年LNG国内市场均价3665元/吨，同比+20.72%；2018年1-8月LNG均价4493元/吨，同比+40.29%，淡季不淡。
- 2018年“煤改气”进一步实施，叠加环保持续高压，促进天然气发展政策推进，冬季用气高峰来临，**预计LNG维持供不应求态势，享受市场化价格红利。**

图表：2018年以来国内天然气供需情况



资料来源：发改委官网，太平洋证券

图表：国内液化天然气价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，太平洋证券

上游



- 参股LNG巨头Santos
- 沁水新奥煤层气制LNG工厂
- 中海油新奥LNG工厂

中游



- 舟山LNG接收站
 - 总投资超100亿元
 - 三期建成接收能力1000万吨

下游



- 新奥能源 (2688.HK)
 - 国内规模最大的清洁能源分销商
 - 香港联交所上市



新地工程

- 新奥集团工程服务承接方

项目	Santos股权比例	设计产能(万吨/年)	权益产能(万吨/年)
昆士兰 (GLNG)	30%	780	234
巴新 (PNG LNG)	13.50%	800	108
北澳 (DLNG)	11.50%	370	42.55

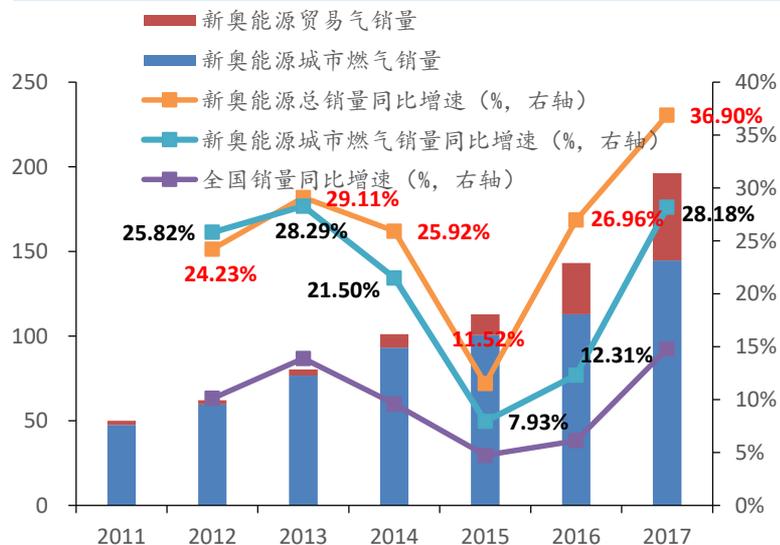
资料来源：公司资料、太平洋证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

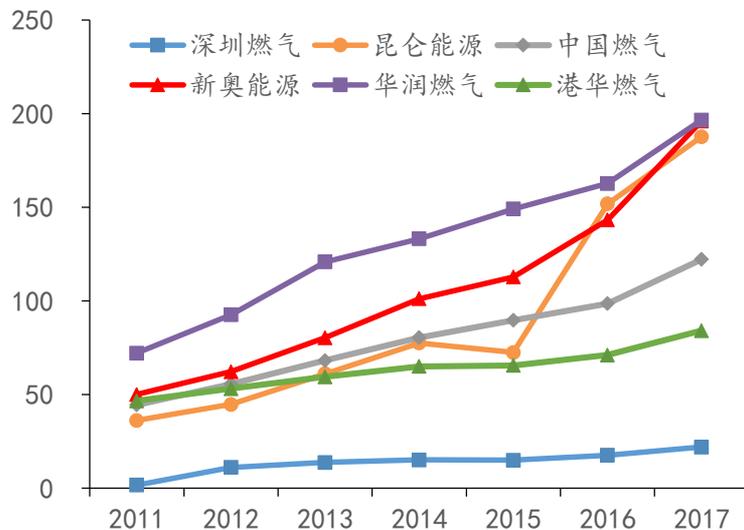
- 新奥集团旗下新奥能源，在燃气分销领域占据重要地位，可供接驳城区人口8861万，CNG加气站325座，LNG加气站281座，现有中输及主干管道4.2万公里。公司销量增速明显高于全国平均水平，而且在各大燃气公司中名列前茅。
- 2017年天然气分销总量196亿立方米（其中城市燃气144.75亿方，全国表销总量占比6.1%），同比+36.9%。2018年H1，销售给工商业、居民和加气站用户气量分别为62.6亿方、16.1亿方和6.3亿方，同比分别增长24.3%、35.8%和7.2%，总计85亿方（不含贸易气），同比+22.8%。
- 2018年H1，实现营业收入265.3亿元，同比+23.8%；归母净利润17.8亿元，同比+8.1%；扣除其他收益及亏损影响，核心净利润23.9亿元，同比+25.3%。

图表：新奥能源天然气销量情况（单位：亿立方米）



资料来源：公司公告，Wind，太平洋证券

图表：2011-2017年各大燃气公司销气量情况（单位：亿立方米）

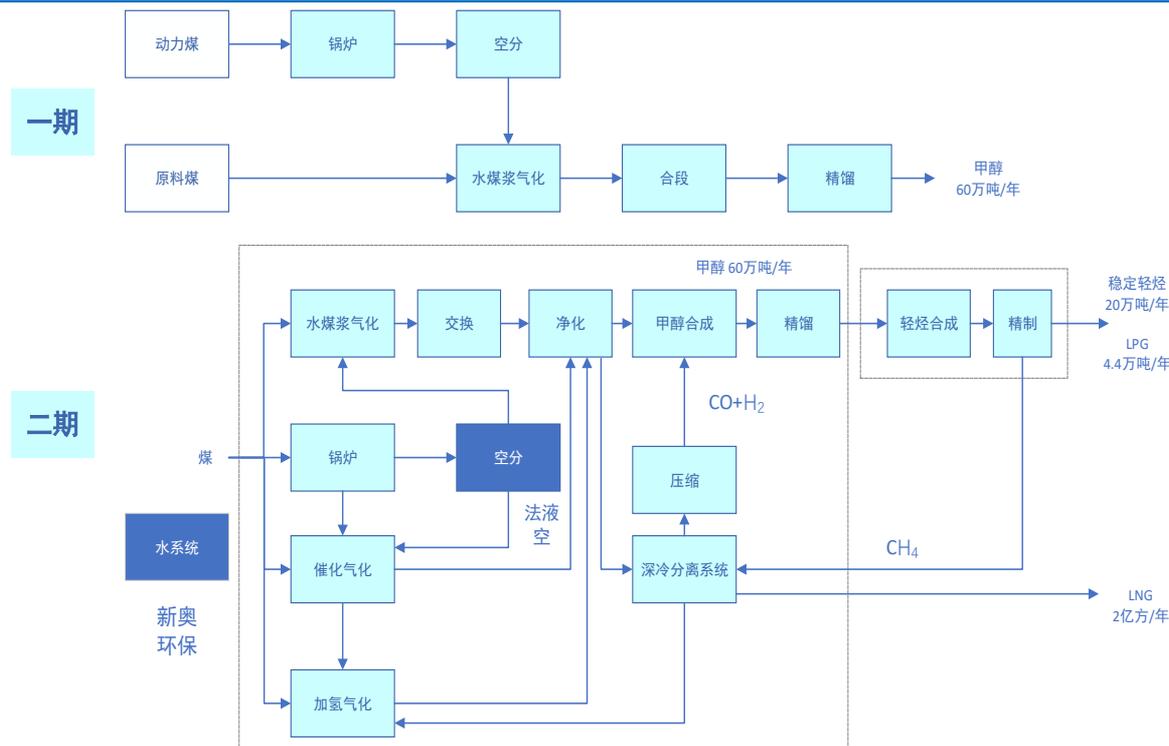


资料来源：公司公告，太平洋证券

- 公司20万吨/年稳定轻烃项目主装置2018年6月29日一次开车成功，中间产品60万吨甲醇已投产，生产成本低，盈利良好。甲醇产品业绩弹性进一步扩大，剩余装置稳步推进中。

- 其中联产2亿方天然气装置，采用新奥集团自主催化气化和加氢气化技术，能效及水耗指标领先，测算天然气成本低于鲁奇炉，计划9月逐步试开车，2018年底打通全流程，19年5月18日完成性能考核。若示范成功，前景广阔。

图表：新能源甲醇、20万吨轻烃、LNG项目流程图



项目	一期	二期
设计产能	60万吨/年甲醇	20万吨/年稳定轻烃
建设时间	2006.6-2009.7	2015.12-2018.11
占地面积	1平方公里	1.16平方公里
运营状况	稳定运行（近三年平均年产量76万吨）	主装置稳定试生产

资料来源：公司资料，太平洋证券

- **新奥集团依托煤基低碳能源国家重点实验室和“研发-设计-工程-运维-产业化”技术平台，历经十年的技术创新，自主开发了煤催化气化和煤加氢分级转化新型煤清洁转化/煤气化技术。据报道，各项技术指标达到国际领先水平，已进入产业化示范阶段。**

图表：新奥集团自主技术情况介绍

技术	催化气化	加氢分级转化
目标	针对我国低阶煤资源，聚焦煤制天然气产业技术需求，实现煤高效清洁转化和全价开发利用	
技术特点	碎煤加压流化床催化，实现甲烷直接合成	粉煤高压气流床加氢，直接转化芳烃和甲烷
适用煤种	高灰熔点劣质煤	高挥发分低阶煤
核心技术	A.加压流化床；B.催化剂；C.关键内构件	A.氢气密相输送煤粉；B.氢氧高温喷嘴；C.半焦显热回收
技术优势	1.加压催化，并分段耦合，甲烷直接产率高，出口甲烷高达24%；	1.芳烃、甲烷直接产率高：芳烃10-15%（干基），甲烷0.5-0.8Nm ³ /kg·C，甲烷成本0.89元/Nm ³ ，经济性好；
	2.与传统煤制天然气技术相比，效率提升10%，水耗降低40%，成本降低25%；	2.工艺灵活，目标产物易调控，解决传统热解油尘分离等难题；
	3.三废排放大幅降低，废水近零排放，二氧化碳减排30%。	3.废水产量少，无挥发酚，COD含量低，处理工艺简单。

资料来源：公司资料，太平洋证券

- **估值核心假设：**（1）公司海外油气田生产稳定，保守预计2018-2020年Brent均价70美元/桶、75美元/桶、75美元/桶；（2）煤炭、甲醇价格稳定；（3）新地工程毛利率及营收稳定；（4）暂不考虑收购Quadrant影响
- **我们预计公司2018-2020年归母净利润分别为15.03亿元、17.67亿元和20.17亿元，对应EPS 1.22元、1.44元和1.64元，PE 10.9X、9.3X和8.1X。公司定位清洁能源中上游平台，聚焦天然气，主营煤炭、甲醇、天然气生产销售、能源技术工程等。受益能源价格普涨，业绩拐点向上，给与2018年PE 12X，对应目标价17.3元，维持“买入”评级。**

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10,036	11,549	12,741	13,881
(+/-%)	56.9%	15.1%	10.3%	8.9%
净利润(百万元)	631	1,503	1,767	2,017
(+/-%)	21.7%	138.1%	17.6%	14.2%
摊薄每股收益(元)	0.51	1.22	1.44	1.64
市盈率(PE)	24.9	10.9	9.3	8.1

资料来源：Wind，太平洋证券

- 宏观经济增长不及预期；
- 油气、煤炭、甲醇等能源价格大幅下降；
- 新项目投产进度不及预期。

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。



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) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566