

评级：买入 首次评级

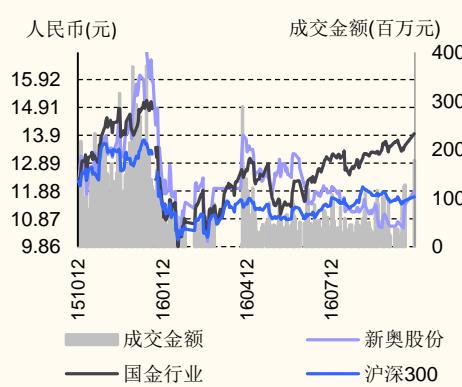
公司深度研究

市场价格（人民币）：11.87元

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	985.79
总市值(百万元)	11,701.27
年内股价最高最低(元)	16.90/9.91
沪深300指数	3293.87
上证指数	3048.14

**新奥股份：业绩拐点已至，LNG贸易航母蓄势待发**

## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.821	0.817	0.444	0.843	1.068
每股净资产(元)	4.79	4.53	4.66	6.99	8.06
每股经营性现金流(元)	1.03	1.11	1.26	1.20	1.28
市盈率(倍)	14.85	19.41	24.23	12.77	10.08
行业优化市盈率(倍)	37.84	65.49	64.71	64.71	64.71
净利润增长率(%)	16.80%	-0.47%	-45.62%	145.43%	26.69%
净资产收益率(%)	17.15%	18.05%	9.53%	12.07%	13.26%
总股本(百万股)	985.79	985.79	985.79	1,275.26	1,275.26

来源：公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **并购 Santos 进军油气上游，产业链协作显雏形。**公司并购澳洲 LNG 巨头 Santos11.72% 股权，Santos 参股近 2000 万吨 LNG 产能，公司借此进军 LNG 上游，与母集团 LNG 接收站，城市燃气分销组成上中下游完整产业链，为产业链协同奠定了良好基础。
- **Santos 减值已充分计提，业绩将反转带来利润贡献。**Santos 上半年减值损失 11 亿美元，对新奥股份业绩造成影响 -2.57 亿元。减值主要由于澳洲国内气价上升和气田产量不达标，我们预计油价回升背景下公司减值已经充分计提，新管理层上台后将单桶成本从 10.12 美元降到 8.8 美元，现金流平衡油价从 47 美元降低到 43.5 美元，预期一年内将再降到 35-40 美元/桶。SantosLNG 海外合约全为油价关联合约，将受益于上半年来的油价上涨，预计 Santos 下半年扭亏，16-18 年贡献利润 -2.57, 1.79, 3.53 亿元。
- **大股东 LNG 接收站项目带来工程业务爆发机会。**母集团 LNG 接收站项目已经开建，计划投资 3 年 50 亿，5 年 70 亿，未来将有大量 LNG 相关工程承包给新地工程，公司工程板块将有业务爆发机会。2016 年仅集团内部关联交易将达 20 亿元，随着 LNG 接收站工程逐步展开，未来两年预计工程业务将实现快速增长。
- **煤炭，甲醇价格回暖，业绩弹性大。**公司煤炭甲醇成本优势显著，行业低谷仍有较高盈利水平。煤炭行业连续去产能刺激下，供需关系改善，价格已出现连续回升，近两月上涨 29%。甲醇供给增速放缓，15 年产能增速 1.7%，需求端甲醇制烯烃投产带动新增需求，16 年前 7 个月消费增速达 16.6%。四季度依然预计有百万吨甲醇制烯烃投产，预计将进带进一步动需求上升。甲醇价格上半年上涨 21%，公司 680 万吨煤炭 60 万吨甲醇产能业绩弹性大。

## 投资建议

- 公司并购 Santos 进军 LNG 上游，奠定未来集团产业链协作基础；Santos 减值完毕将贡献业绩；母集团 LNG 接收站项目将给工程业务带来超预期增长；煤炭甲醇价格回暖，公司享受巨大业绩弹性。
- Santos 减值不影响公司基本面，公司股价超跌，目前股价处于以往定增价格附近，具有很高安全边际。
- 预计公司 2016-2018 年摊薄 EPS 为 0.44, 0.85, 1.068 元。对应 PE 倍数为 24, 13, 10 倍。给予买入评级。

**风险：**油气价格低迷；LNG 接收站建设进度不及预期；增发项目未能顺利过会；煤炭、甲醇景气度再度回落。

**郭一凡** 联系人  
(8621)60230247  
guoyf@gjzq.com.cn

**贺国文** 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001  
(8621)60230235  
hegw@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、公司情况：业务布局五大板块，成就能源化工巨头 .....	4
二、积极布局 LNG 上游，产业链协作显雏形 .....	5
三、大股东 LNG 接收站带来工程业务爆发机会 .....	13
四、煤炭甲醇价格回暖，坐拥巨大业绩弹性 .....	14
五、Santos 减值导致股价超跌，安全边际较高 .....	20
六、投资建议.....	21

## 图表目录

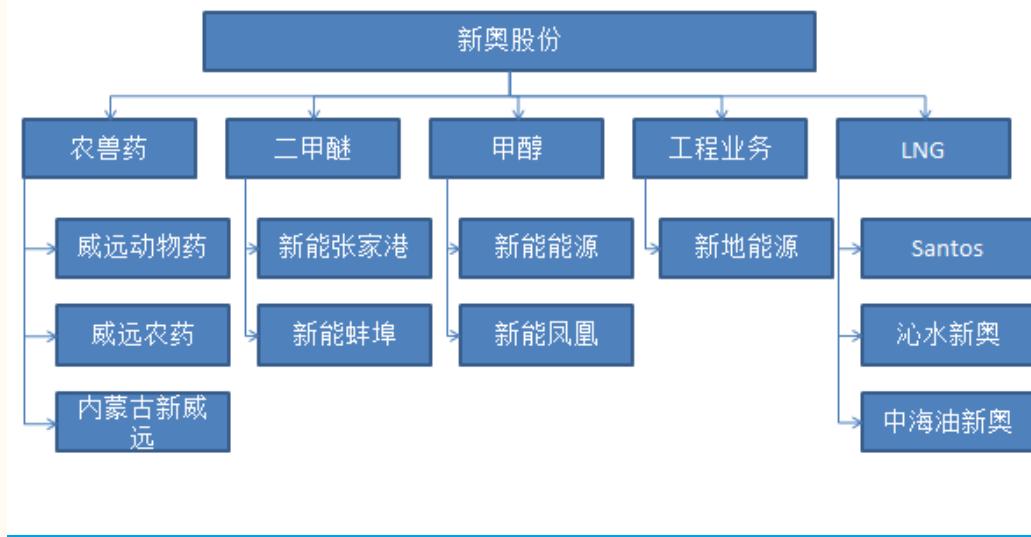
图表 1：新奥股份 5 大板块布局 .....	4
图表 2：新奥股份能源布局历程 .....	4
图表 3：近年来公司收入组成变动.....	5
图表 4：近年来公司毛利组成变动.....	5
图表 5：公司营业收入情况.....	5
图表 6：公司归母净利润情况.....	5
图表 7：公司主要项目投产时间 .....	6
图表 8：公司主要 LNG 项目.....	6
图表 9：santo 近年来营业收入变化 .....	6
图表 10：Santos 近年来利润变化 .....	6
图表 11：Santos 油气储量 .....	7
图表 12：2015 年 Santos 油气储量分布 .....	7
图表 13：Santos2015 年 LNG 产量提高 68%.....	7
图表 14：2016 年上半年 LNG 产量增长 37% .....	7
图表 15：2015-2016 进行减值测试时所选用的油价预期.....	8
图表 16：2015 年减值情况.....	8
图表 17：2014 年减值情况.....	8
图表 18：2016 年产品实现价格降低.....	8
图表 19：第三方气源占比 GLNG43%.....	8
图表 20：过去澳大利亚国内气价是上升过程 .....	9
图表 21：公司大部分产品与油价挂钩 .....	9
图表 22：公司连续削减投资控制支出 .....	9
图表 23：现金流平衡成本目标为 35-40 美元/桶 .....	9
图表 24：2015 全球能源消费结构中天然气占比 24%.....	10
图表 25：2015 中国能源消费结构中天然气占比 6%.....	10
图表 26：我国天然气产量近五年平均增速 6% .....	11
图表 27：我国天然气近 5 年表观消费量平均增速 10% .....	11
图表 28：近五年净进口增速平均值为 21%.....	11

图表 29: 天然气进口依赖度提升至 33% .....	11
图表 30: 我国 LNG 进口量大增 .....	11
图表 31: 我国 LNG 接收站版图 .....	11
图表 32: 集团背景下全产业链协作 .....	12
图表 33: 中国历年煤层气产量 .....	13
图表 34: 中油气三交煤层气项目已到突破期, 未来产能突破 5 亿方 .....	13
图表 35: 新地能源工程主要业务 .....	14
图表 36: 新地工程收入情况 .....	14
图表 37: 新奥集团 LNG 接收站工程节点及投入 .....	14
图表 38: 新地能源公司 16 年预计关联交易收入可达 20 个亿 .....	14
图表 39: 原煤产量在加速下滑 .....	15
图表 40: 煤炭消费量连续三年下滑 .....	15
图表 41: 2010-2015 共淘汰煤炭落后产能 7.9 亿吨 .....	15
图表 42: 煤炭库存开始下降 .....	15
图表 43: 煤炭价格底部回暖 .....	16
图表 44: 新奥股份煤炭业务毛利率较高 .....	16
图表 45: 甲醇产能增速放缓 .....	17
图表 46: 国内甲醇开工率较低 .....	17
图表 47: 2014 甲醇下游需求 .....	17
图表 48: 2015 甲醇下游需求 .....	17
图表 49: 我国规划甲醇制烯烃项目 .....	18
图表 50: 甲醇表观消费量维持较高增速 .....	18
图表 51: 进口依存度不断提升 .....	18
图表 52: 2016 年甲醇进口量大增 .....	19
图表 53: 内蒙新奥出厂价提高 .....	19
图表 54: 公司甲醇板块毛利率略有下滑 .....	19
图表 55: 新能源主营甲醇净利润水平上升 .....	19
图表 56: 煤炭甲醇 EPS 弹性 .....	19
图表 57: 公司进军烯烃项目 .....	20
图表 58: 二甲醚主要用于燃料 .....	20
图表 59: 二甲醚与 LPG 价差变小 .....	20
图表 60: 公司股价低于过去增发价格 .....	21
图表 61: 盈利预测 .....	21

## 一、公司情况：业务布局五大板块，成就能源化工巨头

公司原名威远生化，主要业务为生物农药及兽药，第一大股东为河北威远集团。2011年，新奥集团入主，成为第一大股东，经过一系列资本运作，业务板块不断丰富。截至2015年底，公司已经形成了农兽药，化工，煤炭，能源工程四大业务板块，LNG也在快速布局中，预期会成为未来公司主要增长点。

图表 1：新奥股份 5 大板块布局



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：新奥股份能源布局历程

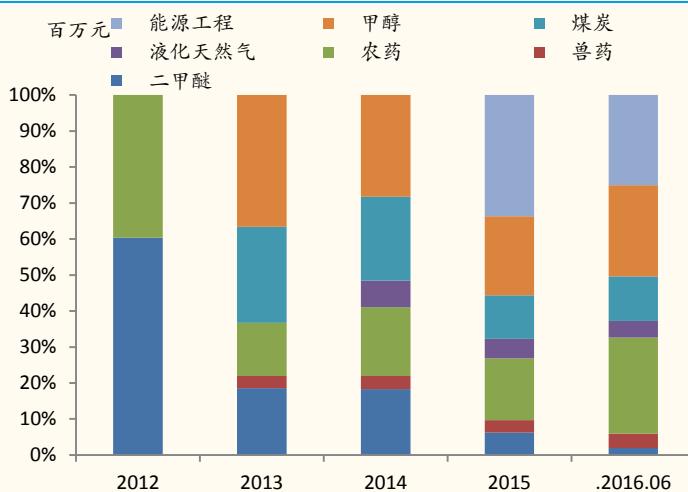
	资本运作	备注
2010.12	发行股份购买新能（张家港）75%股权，新能（蚌埠）100%股权，注入二甲醚资产	对价 5.5 亿元，新奥股份以 7.31 元的价格向大股东新奥控股发行股票
2013.03； 2014.01	发行股份和配套融资购买新能矿业（王家塔矿井）100%股权（子公司新能源（煤制甲醇）75%股权，注入煤炭和甲醇资产	对价 72 亿元，新奥股份以 10.98 元的价格发行 67 亿元，同时向天弘基金和平安大华定增了 7 亿元，其中 5 亿支付购买新能矿业，剩余补充流动资金
2014.08	收购新能凤凰（煤制甲醇）40%股权，沁水新奥（煤层气制 LNG)100%股权，中海油新奥（石油伴生气 LNG)100%股权，中海油新奥（石油伴生气 LNG)45%，注入甲醇和 LNG 资产	新能凤凰 40% 股价对价 3.6 亿，沁水新奥 100% 股权对价 1.6 亿，中海油新奥 45% 股权对价 0.7 亿
2015.01	设立新能龙山，布局焦炉气制 LNG	出资 5610 万，持股 51%，龙山制焦持股 49%，税后投资回收期 5.59 年（含建设期）
2015.04	子公司新能矿业收购新地能源 100%股权，注入清洁能源工程服务公司	出价 17.68 亿元现金收购，对应 2014 年 6.2 倍 PE
2015.06	设立迁安新奥，布局焦炉气制 LNG	出资 6000 万，持股 60%，天物迁安持股 30%，驿旺投资持股 10%，税后投资回收期 7.17 年（含建设期）
2016	收购澳洲 LNG 巨头 Santos	11.4 元 / 股 定增 33 亿元，收购 Santos 11.7% 股权

来源：国金证券研究所

**持续并入新板块实现业绩飞跃。**公司通过不断并入新业务实现了公司业绩高速增长。公司 2012 年主要业务为农兽药业务，2013 年并入煤炭甲醇业务，

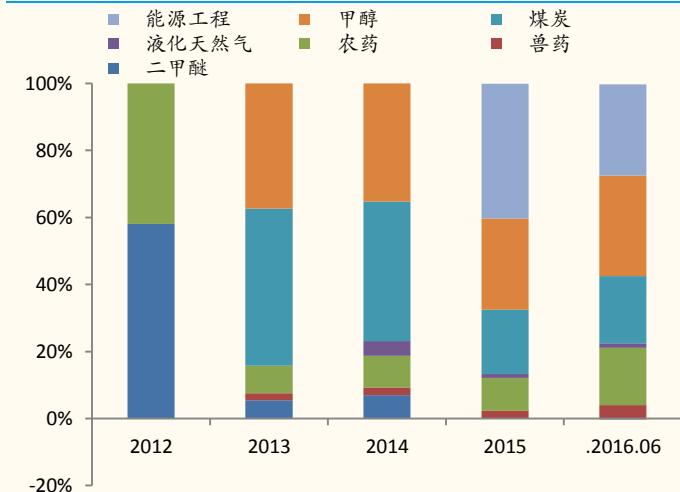
实现收入大幅增长 28 亿元，毛利增长 13 亿元，煤炭甲醇业务当年收入占比 63%，毛利占比 84%。2015 公司又并入能源工程业务，实现收入增长近 9 亿元(17%)，毛利增长 9%，当年能源工程业务毛利占比达到 40%。2016 年公司收购 LNG 巨头 Santos，致力于将公司打造成为 LNG 上游资源平台，为未来与母集团下游 LNG 接收贸易分销业务形成全产业链协同奠定基础。Santos 是澳洲 LNG 巨头，并购 Santos 完善了公司“能源、化工、工程”的全面布局，也为公司未来业绩继续高速增长奠定了基础。

图表 3：近年来公司收入组成变动



来源：ifind，国金证券研究所

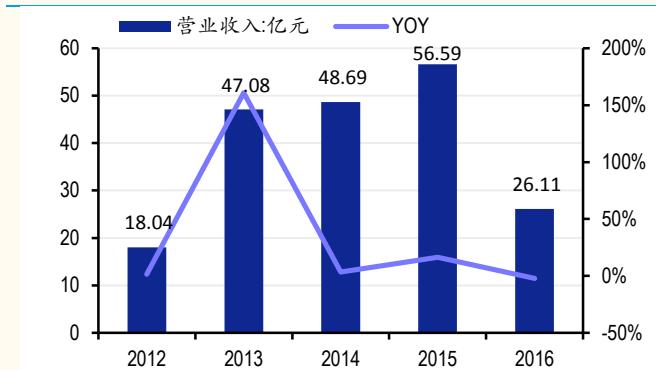
图表 4：近年来公司毛利组成变动



来源：ifind，国金证券研究所

2016 年上半年业绩主要受到 Santos 减值影响。2016 年上半年收入 26 亿元，同比减少 2%，归母净利润为 -4350 万元，同比下滑 116%。主要由于今年新并入 Santos 11.72% 股份带来 2.8 亿投资损失，拖累了公司实际业绩。公司主营业务上半年毛利 6.95 亿，与去年同期基本相同。

图表 5：公司营业收入情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 6：公司归母净利润情况



来源：wind，国金证券研究所

## 二、积极布局 LNG 上游，产业链协作显雏形

### 2.1、收购澳大利亚 LNG 巨头 Santos，强势进军油气上游领域

- **联姻 Santos，进军产业链上游。**2016 年 4 月，公司 49.06 亿元（非公开募集 33 亿元）收购澳大利亚上市公司 Santos 11.72% 的股份，成为其第一大股东。Santos 公司拥有澳大利亚最大的勘探与生产面积，是澳大利亚领先的 LNG 供应商，参股产能近 2000 万吨。公司入股 Santos，有利于直接掌控 LNG 气源，占据未来 LNG 贸易上游。

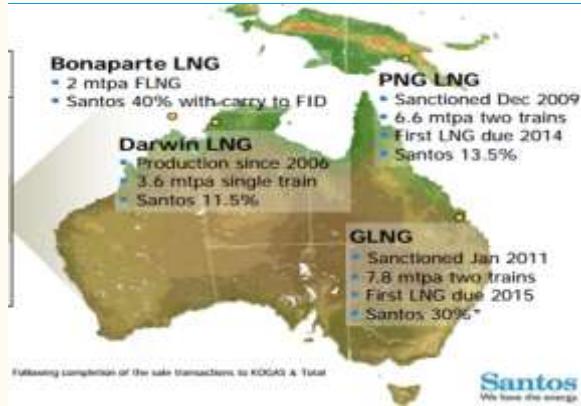
■ Santos—当之无愧的 LNG 巨头。Santos 是澳大利亚第三大油气生产商。公司成立于 1954 年，早期主要区块是本土澳洲 cooper 盆地的区块，90 年代以后开始开发东南亚，先后在印度，印尼和越南进行区块开发。2006 年后将 LNG 作为业务主线，先后进行四个 LNG 项目建设，目前 LNG 参股产能已经达到近 2000 万吨，权益产能 445 万吨，是当之无愧的 LNG 巨头。

图表 7：公司主要项目投产时间



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 8：公司主要 LNG 项目

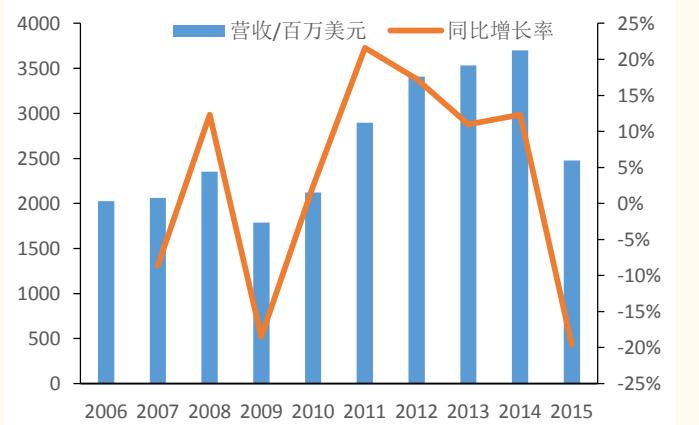


来源：公司公告，国金证券研究所

公司以天然气为立身之本。2015 年公司产量 5770 万桶油当量，其中天然气产量 3020 万桶油当量，折合 49 亿方，占比 52%，LNG 产量 1460 万桶油当量，折合 24 亿方，占比 25%。公司 2015 年探明+潜在储量天然气 1370 亿方，原油 6100 万桶，凝析油 5300 万桶，LPG300 万吨。2015 年收入 24.8 亿美元，同比下降近 20%，净利润 7500 万美元，同比下降 86%。

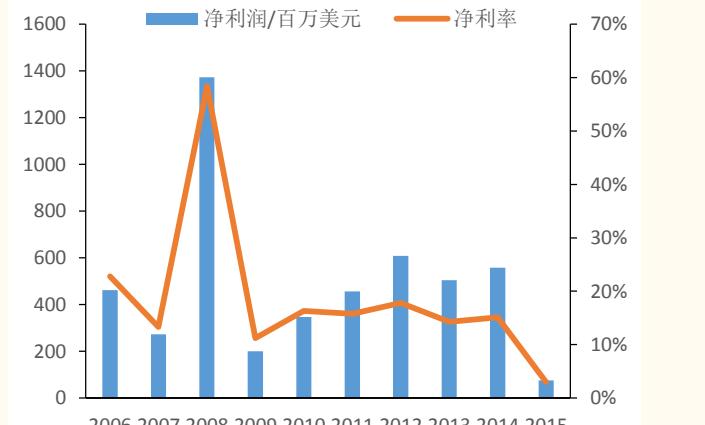
2016 年上半年产量 3110 万桶油当量，同比增长 280 万桶油当量。其中 LNG 产量上涨 37%，主要由于 2016 年 5 月 GLNG 项目第二条线投产，LNG 产量增加。收入 12 亿美元，减值损失近 10.6 亿美元，扣除减值后的经营利润为 -500 万美元。

图表 9：santo 近年来营业收入变化



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 10：Santos 近年来利润变化



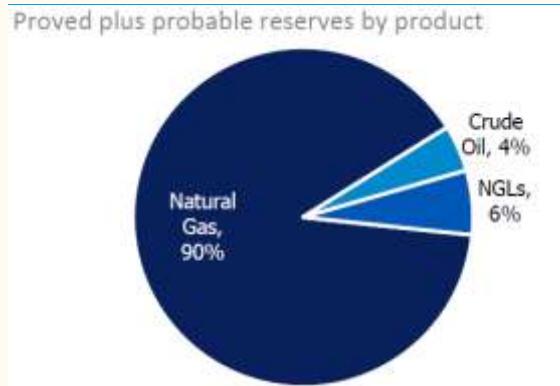
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 11: Santos 油气储量



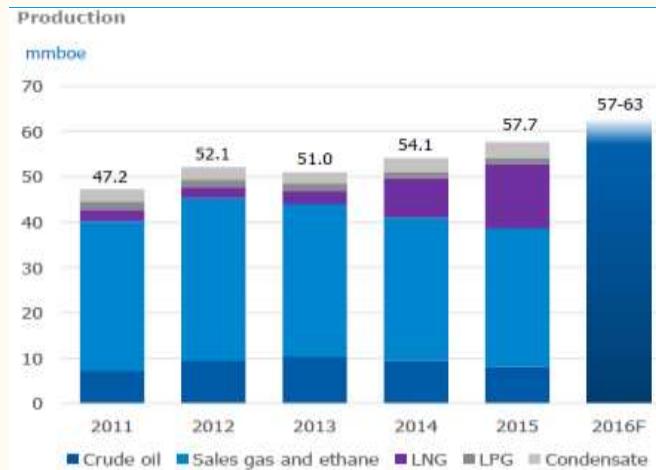
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 12: 2015 年 Santos 油气储量分布



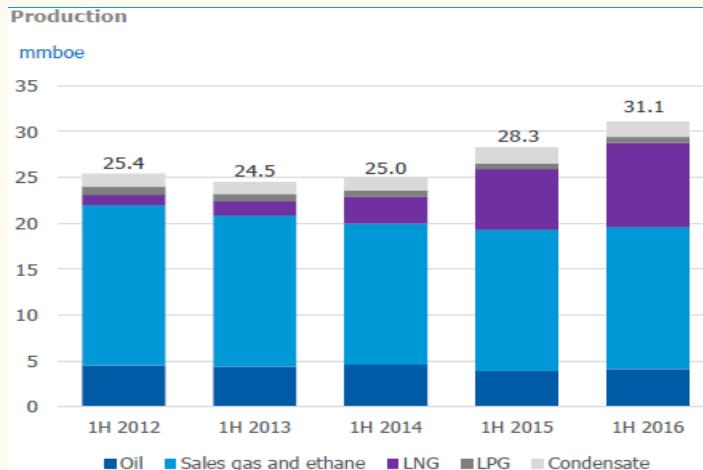
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 13: Santos 2015 年 LNG 产量提高 68%



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 14: 2016 年上半年 LNG 产量增长 37%

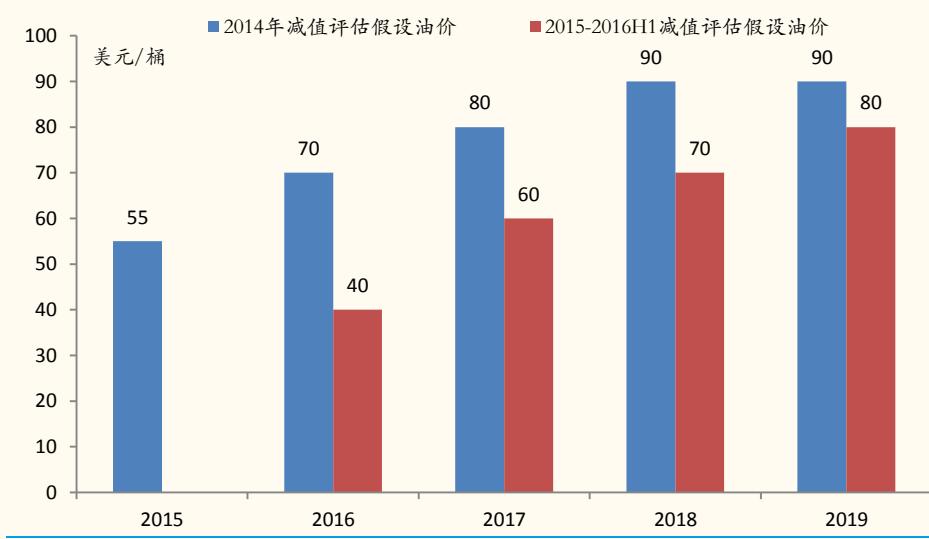


来源：公司公告，国金证券研究所

- **2014-2015 减值损失的主要原因是油价下滑。**2014-2015 由于油价下跌较为严重，对未来油价预期一再降低，导致公司进行大幅资产减值。2014 总计税后减值 20 亿美元。2015 年同样由于油价的低迷预期，总计税后减值 32.28 亿美元。
- **2016 年减值损失的主要原因是 GLNG 产量不足，向第三方购气价格上升。**公司 2016 年上半年税后减值损失达 11 亿美元，其中 10.5 亿来自于公司 GLNG 项目，主要原因是持续低油价限制了资本支出，导致 GLNG 天然气井产量不足，必须增加向第三方购气量。而向第三方购买天然气的价格上升，所以公司在评估中调低了未来 GLNG 天然气产量，调高了未来第三方供气价格，导致 GLNG 项目净值出现大幅度缩减。

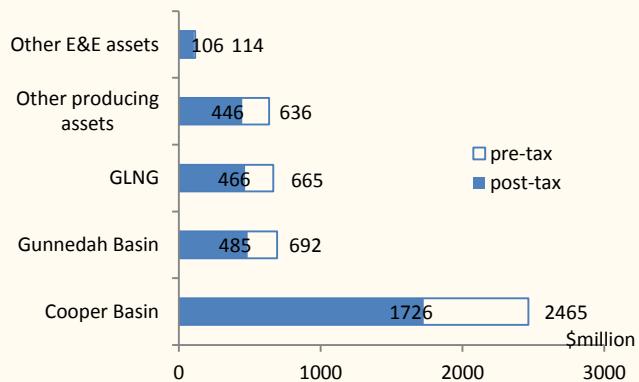
**根据对澳大利亚市场研究，澳大利亚国内天然气价格上升的原因。**1、供给受限，由于国内环保组织越来越激进，导致在岸天然气开发项目几乎停滞，无法保障天然气持续供给。2、LNG 出口增多，澳大利亚鼓励天然气出口，近年大量 LNG 项目竣工，LNG 出口长约增多进一步导致了国内天然气短缺。3、成本上升，低成本天然气开发殆尽，新增项目开发成本上升，导致天然气价格上升。澳大利亚居民现在国内价格已经上升至 4.5 美元/百万英热单位以上，预计未来将进一步上升至 7 美元/百万英热单位。

图表 15：2015-2016 进行减值测试时所选用的油价预期



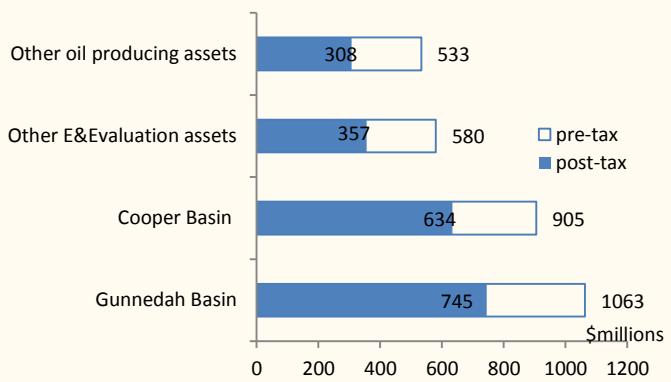
来源：Santos 公告，国金证券研究所

图表 16：2015 年减值情况



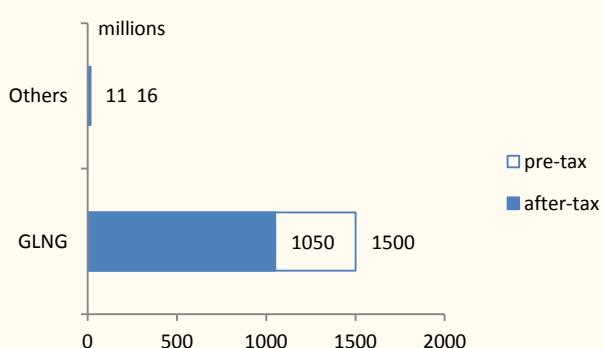
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 17：2014 年减值情况



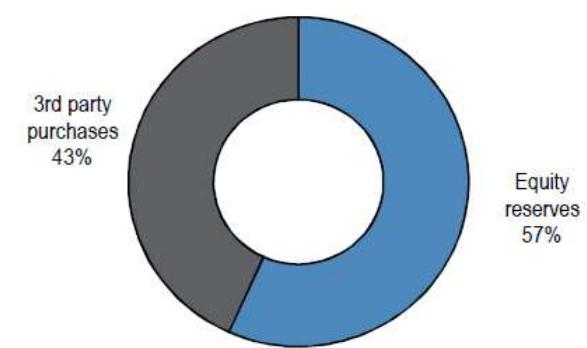
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表 18：2016 年产品实现价格降低



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 19：第三方气源占比 GLNG43%



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司产品定价大多与油价关联，将受益于油价回升。公司 LNG 项目一般在开建前即已经与下游公司合作签订长约，LNG 定价公式与油价相关联。2010 年公司 27% 产品定价与油价相关，按照公司 LNG 规划项目完全达产情况下，2015 年公司将有 70% 以上的产品定价与油价相关。但目前项目不满足，按照 2016 年产量测算，非油价关联定价产品大约不超过总产量的 50%。国内的天然气销售板块收入 2016 年上半年 4.16 亿美元，同比逆势增长 10%。主要原因澳大利亚国内的天然气销售价格上涨，公司国内业绩上升。与此同时，公司 LNG 出口业务将受益于油价回升，业绩上涨。

图表 20：过去澳大利亚国内气价是上升过程



来源：公司公告，国金证券研究所

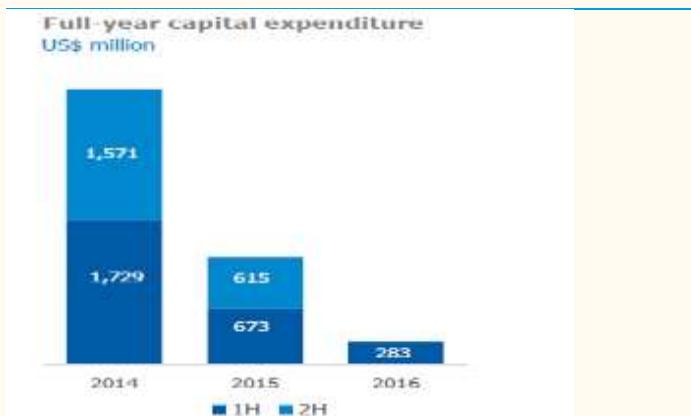
图表 21：公司大部分产品与油价挂钩



来源：公司公告，国金证券研究所

- 新任管理层痛下决心降成本，现金流平衡价将低于 40 美元。公司新任管理层上半年上台后，实施全方位的降低成本战略，追求低油价下现金流平衡。削减公司资本支出，上半年资本支出同比降低了 60%。单桶油成本同比下降 15%，从 10.12 美元/桶降至 8.8 美元/桶。公司 2016 年上半年现金流平衡油价已经从 47 美元降到 43.5 美元，预计未来进一步降低到 35-40 美元。

图表 22：公司连续削减投资控制支出



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 23：现金流平衡成本目标为 35-40 美元/桶



来源：公司公告，国金证券研究所

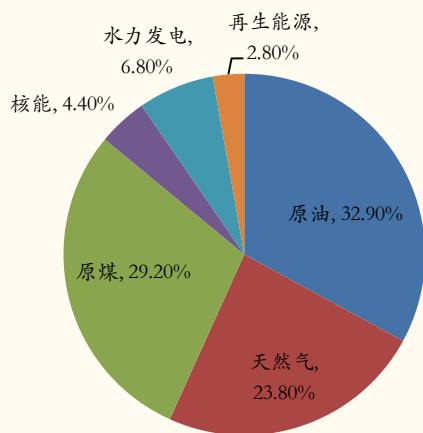
- **Santos 将迎业绩拐点。** Santos 上半年计提减值较为充分，预计下半年不会再有大规模减值计提。随着油价恢复，公司 LNG 收入水平将上升，加之公司新管理层降低成本措施见效，预期 Santos 业绩将扭亏为盈，迎来业绩拐点。预计 2016-2018 年盈利为 -10.64 亿美元，2.33 亿美元，4.57 亿美元。按照公司 11.72% 股权，假设人民币兑美元汇率

6.6, 2016-2018 新奥对应投资收益为-2.57 亿元, 1.79 亿元, 3.53 亿元。

## 2.2、LNG 贸易将迎来黄金时代，全产业链协作雏形已现

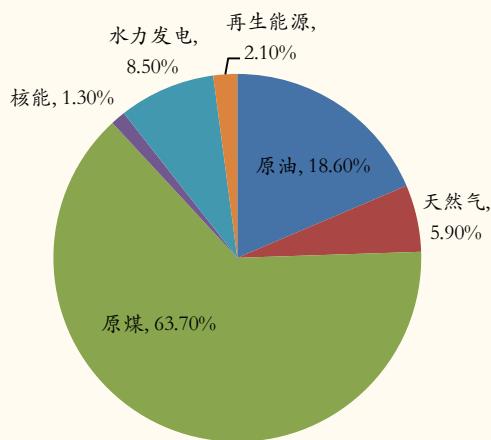
- 天然气是未来我国清洁能源重点发展方向。天然气属于清洁能源，对于环保具有重要意义，我国政策上一直鼓励提高天然气使用比例。根据 BP 数据，我国 2015 天然气在一次能源中使用比例 5.8% 左右，远低于全球 24% 的天然气使用比例。随着“价格、供应和垄断”这三大瓶颈逐步打破，天然气市场将涅槃重生。未来（1）随着天然气价改推进，天然气价格进入下行通道，比价关系将逐步改善；（2）随着进口气增加，天然气市场从供不应求向供需宽松转换，供应对需求的抑制消失；（3）随着市场化改革的推进、中上游产业链向民营企业放开，天然气市场供应主体将更加多元化，激发行业发展活力。预计十三五期间天然气消费年均增长 8%-10%。

图表 24：2015 全球能源消费结构中天然气占比 24%



来源：BP，国金证券研究所

图表 25：2015 中国能源消费结构中天然气占比 6%



来源：BP，国金证券研究所

- **LNG 将迎来黄金时代。**2016 前 6 个月我国 LNG 进口 1153 万吨，同比增速达 25%。预计十三五期间我国 LNG 贸易将持续高增长：1) **亚太区域 LNG 供给增加。**近来，亚太地区 LNG 产能快速增加，仅澳大利亚即有大约 9000 万吨 LNG 即将投产，未来 LNG 供给将高速增长。2) **我国天然气缺口较大。**近五年来我国天然气产量增速为 6%，表观消费量增速为 10%，进口增速平均值为 21%。截止 2016 年 1-7 月，天然气进口依赖度为 33%，净进口 408 亿立方米，同比增速 21%，处于历史新高点。3) **管制放松，民营企业进入 LNG 贸易市场。**2014 年起，政府放开市场，允许民营企业进口 LNG 和建设 LNG 接收站。民营企业未来可以灵活利用 LNG 低价现货，有利于 LNG 进口高速增长。

图表 26：我国天然气产量近五年平均增速 6%



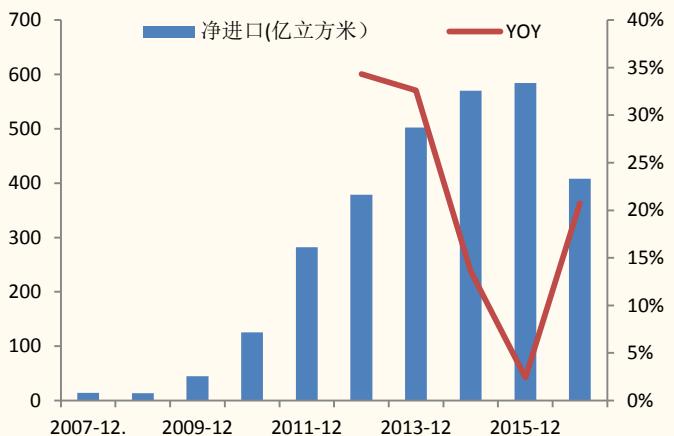
来源：wind，国金证券研究所

图表 27：我国天然气近 5 年表观消费量平均增速 10%



来源：wind，国金证券研究所

图表 28：近五年净进口增速平均值为 21%



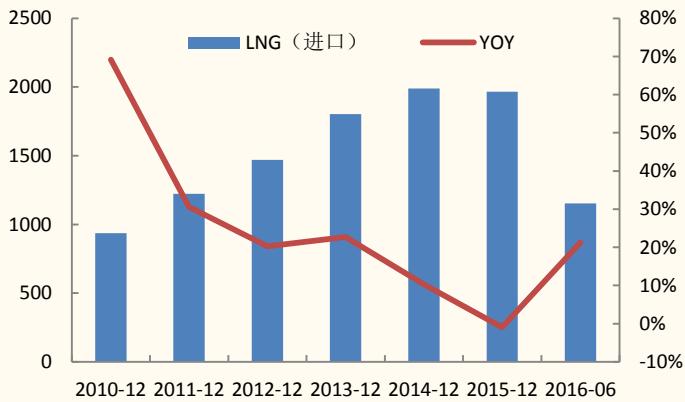
来源：wind，国金证券研究所

图表 29：天然气进口依赖度提升至 33%



来源：wind，国金证券研究所

图表 30：我国 LNG 进口量大增



来源：Wind,国金证券研究所

图表 31：我国 LNG 接收站版图



来源：Wind,国金证券研究所

- **新奥集团已获 LNG 接收站路条。**母公司新奥集团已经拿到 LNG 接收站路条。正在规划建设新奥(舟山)LNG 接收及加注站，项目计划总投资 100 亿元，分三期实施，其中，一期总投资 50 亿元，计划于 2018 年 6 月竣工并投入运营，二期增加 20 亿元，三期再增加 30 亿元。项目规模为一期 LNG 接收能力为 300 万吨/年，二期建成后接收能力为 600 万吨，计划 2020 年完成。三期建成后达到 1000 万吨。未来新奥集团将拥有自己的 LNG 进口接收枢纽。
- **新奥集团全产业链协作雏形已现。**新奥股份拥有澳洲 LNG 巨头 Santos 11.72% 股份，掌控上游气源。新奥集团接收站也正在建设中，将拥有 LNG 进口枢纽。新奥能源作为城市燃气分销商，在上百个城市拥有业务，为上百万居民提供燃气。新奥集团从上游，中游，下游已经掌握 LNG 贸易全产业链，未来集团层面产业链协作雏形已现。

图表 32：集团背景下全产业链协作

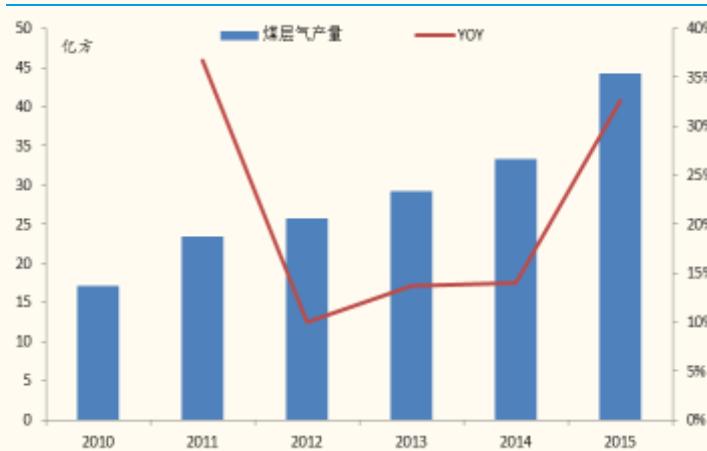


来源：wind，国金证券研究所

### 2.3、沁水新奥：煤层气将迎来高速发展期，沁水 LNG 项目有充裕气源保障

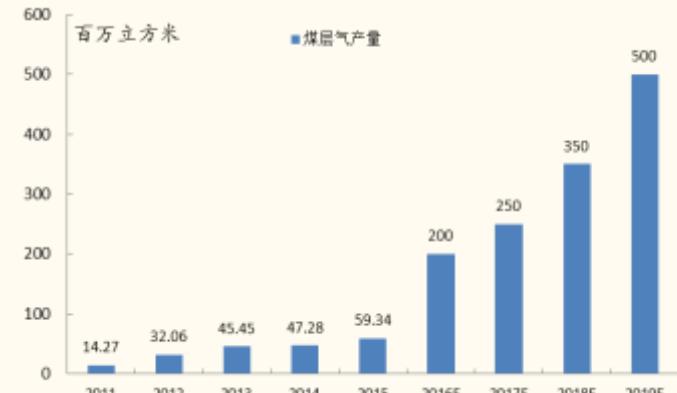
- **我国煤层气储量非常丰富。**煤层气主要是指来源于煤层的甲烷气体，俗称“瓦斯”。煤层气热值与天然气相同，但比天然气更加清洁。我国煤层气储量极大，仅地层 2000 米以内可采资源量即达 36.8 万亿立方米，地质储量与常规天然气地质储量基本相当，我国煤层气资源量约占世界总量的 13%，仅次于俄罗斯和加拿大，居第三位。

图表 33：中国历年煤层气产量



来源：国金证券研究所

图表 34：中油气三交煤层气项目已到突破期，未来产能突破 5 亿方



来源：公司公告，国金证券研究所

- **煤层气将迎来高速发展期。**1) **政策补贴加码：**2016 年 2 月 14 日根据《国务院办公厅关于进一步加快煤层气(煤矿瓦斯)抽采利用的意见》将煤层气补贴从 0.2 元/方提高到 0.3 元/方，同时，将审批权下放地方，避免矿权不清晰。2) **龙头企业煤层气进入成熟期：**煤层气龙头中国油气控股山西三交项目多年开发，已经完成技术突破，去年产量近 6000 万方，增速超过 30%，未来年产量将达 5 亿方。煤层气作为非常规气，专属开采技术是开发主要障碍，三交项目进入成熟期意味着相关技术已经成熟，我国未来煤层气将迎来大发展。
- **沁水 LNG 工厂靠近气源地，有低价气源保障。**公司沁水新奥 LNG 拥有 40 万方 LNG 日产能，处于沁水盆地。沁水盆地煤层气储量过万亿方，开发经济性强，是我国煤层气主产区。随着我国煤层气发展迈上高速路，沁水盆地煤层气产量高速增长，公司 LNG 工厂有低价气源保障。

### 三、大股东 LNG 接收站带来工程业务爆发机会

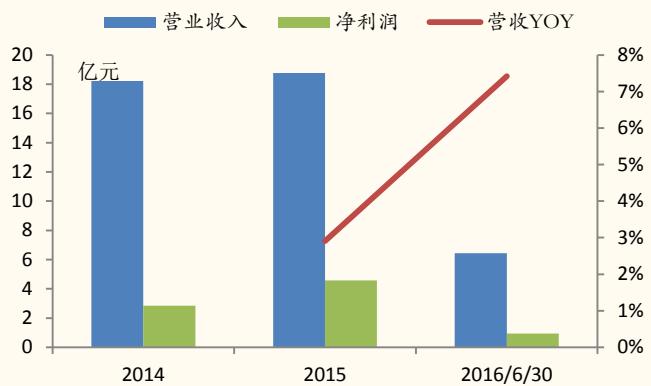
- **工程业务已成公司核心业务。**2015 年 4 月公司 17 亿元对价并入新地能源 100% 股权。新地能源工程主营以天然气工程服务为主，是母集团新奥集团工程服务的主要承接方。新地背靠新奥集团，工程业务收入增速有保障，成为公司业绩增长源泉，将是未来公司重要新增长点。2015 年新地工程毛利占比 40%，已成公司核心业务。
- **百亿 LNG 接收站带来巨量工程业务机会。**母集团舟山 LNG 接收站工程项目总投资总额达百亿，其中一期 50 亿 300 万吨预计 18 年 6 月完工，二期增加 300 万吨接收能力，20 亿元投资，三期增加 400 万吨接收能力，30 亿元投资，计划总投资百亿，总接收能力 1000 万吨。新地工程作为新奥集团工程业务承包企业，未来将承接大量 LNG 接收站相关工程，公司工程业务有望超预期增长。
- **接收站建设逐步展开，工程业务将逐步爆发。**2016 年上半年，公司工程业务板块收入 6.43 亿，利润 0.93 亿。2016 年预计新地工程关联收入预计 20 亿元，其中 5 亿元来自于新奥舟山项目。上半年新奥舟山还处于填海阶段，因此释放业务量相对有限。未来随着建设项目逐步展开，公司工程业务将加速爆发。

图表 35：新地能源工程主要业务

业务板块	业务简介
技术研发中心	主要从事煤化工，焦炉气综合利用，气化采煤，燃气配输及应用，生物能源利用技术攻关研究，技术集成，技术支持，产品研发及推广应用
工程咨询与设计	拥有各类专业设计人员 700 余人，中高级设计人员 260 人，各类注册设计人员 120 人，涵盖总图，化工工艺，燃气工艺，热工工艺，管道，设备，机械，自控，电气，通讯，建筑，结构，给排水，暖通，环保，技术经济，概预算等二十余个专业
安装施工与项目管理	拥有专业施工人员 1500 余人，一级建造师 60 余人，高级项目管理师 20 余人
燃气工程	从事燃气，电力，电信，自来水，污水，有限电商，绿化等行业的管道穿越及地下管网探测业务
装备集成	主要从事清洁能源，节能环保领域设备的研发，设计，制造与集成，技术服务等业务，通过技术研发，技术成果转化与设备集成，在市政工程，石油化工，煤化工，节能环保等领域形成了领先的专有技术和装备制造能力。

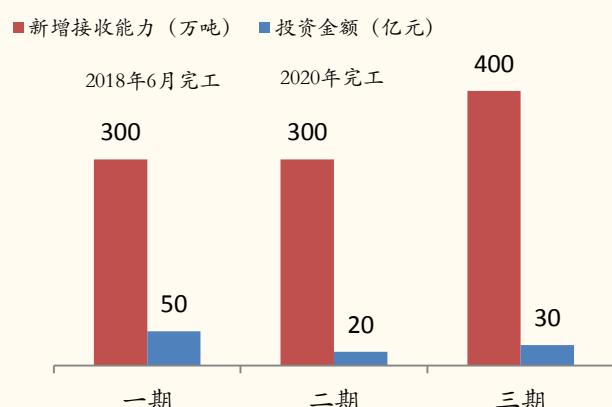
来源：新地能源官网，国金证券研究所

图表 36：新地工程收入情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 37：新奥集团 LNG 接收站工程节点及投入



来源：wind，国金证券研究所

图表 38：新地能源公司 16 年预计关联交易收入可达 20 个亿

关联公司	2015 关联交易收入(万元)	2016 预计关联交易 (万元)
新奥能源控股有限公司	102,431.50	141,106.71
霸州市新胜供水有限公司	9,226.26	12,975.00
廊坊市新智污泥处理技术有限公司	3,260.77	908
北京永新环保有限公司	1,972.79	535.68
新奥（舟山）液化天然气有限公司	7,783.48	50,151.71
收入小计	148,044.55	205,677.10

来源：公司公告，国金证券研究所

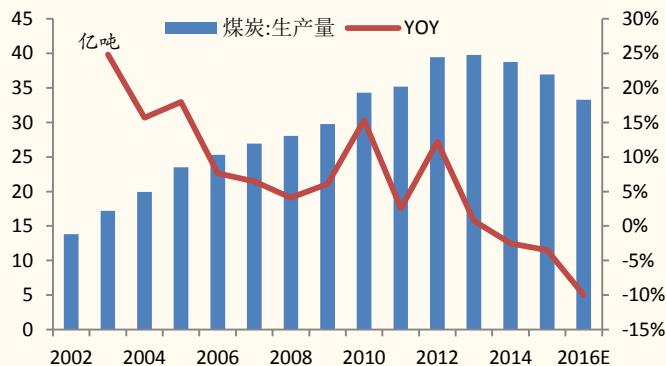
#### 四、煤炭甲醇价格回暖，坐拥巨大业绩弹性

公司拥有优质煤矿，煤炭成本较低。行业低迷期依然有较高盈利水平。2016 年来，由于行业供需出现一定幅度好转，煤炭、甲醇价格均一定幅度回暖。公司拥有 680 万吨煤炭产能，60 万吨甲醇产能，体量巨大，若煤炭、甲醇行业持续回暖，将享受巨大业绩弹性。煤炭每上涨 100 元，对应 EPS 上涨 0.45 元，甲醇上涨 100 元，对应 EPS 上涨 0.05 元。

##### 4.1、煤炭：去产能带动价格回暖

- 煤炭依然处于去产能周期。我国煤炭受宏观经济转型影响，供给过剩严重。消费量连续两年下滑，全国煤炭消费量在 2014 年下降 2.9%，2015 年下降 3.7% 的基础上，测算今年前 7 个月消费 21.5 亿吨，同比下降 4%。消费量下滑将煤炭行业拖入产能过剩泥潭，行业进入去产能周期。

图表 39：原煤产量在加速下滑



来源：Wind，国金证券研究所

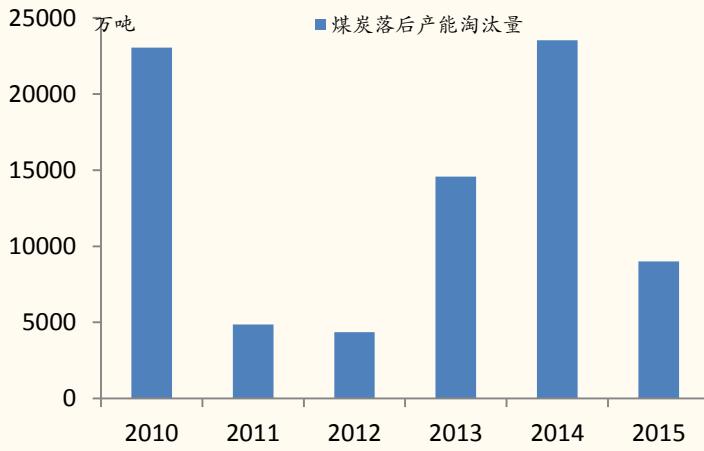
图表 40：煤炭消费量连续三年下滑



来源：Wind，国金证券研究所

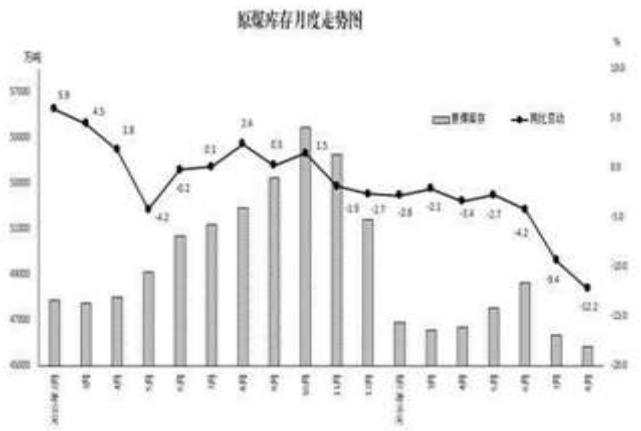
- 2015 年淘汰落后产能 9000 万吨，未来将再淘汰 5 亿吨。各个省份正在积极淘汰煤炭落后产能，2010 年-2015 年共淘汰落后产能 7.9 亿吨。2015 年淘汰落后产能完成 9000 万吨，行业去产能效果明显。全国原煤产量 2014 年下滑 2.5%，2015 年下滑 3.5%，2016 年前 8 个月，产量再度同比下滑 10%。2016 年 2 月，国务院下发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，拟在未来 3 至 5 年期间退出煤炭产能 5 亿吨左右。煤炭行业的产能出清将会持续进行下去。

图表 41：2010-2015 共淘汰煤炭落后产能 7.9 亿吨



来源：wind，国金证券研究所

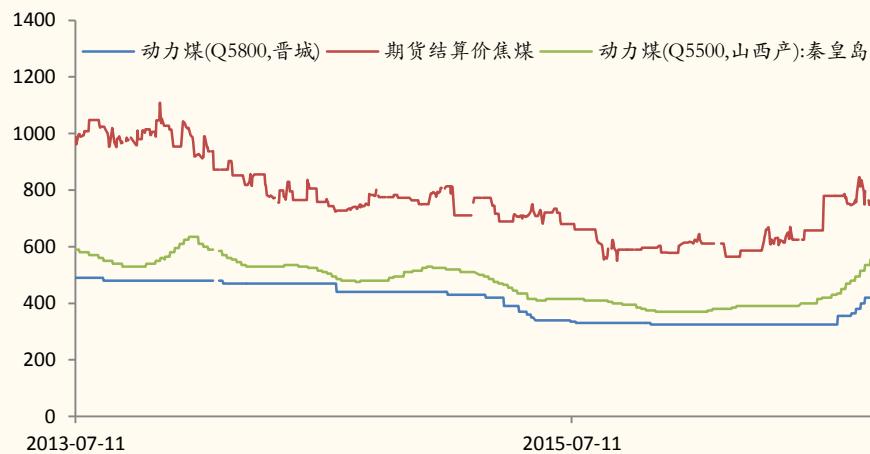
图表 42：煤炭库存开始下降



来源：国家统计局，国金证券研究所

- 去产能改善供给，煤炭价格回暖。在持续的去产能过程中，煤炭库存下滑，供需开始逐步改善，煤炭价格已经出现了部分复苏迹象。煤炭价格晋城动力煤从 8 月初 325 元/吨上涨到最近的 420 元/吨，涨幅达 29%。焦煤期货和秦皇岛动力煤价格也均有明显上升。
- 煤炭行业存在继续复苏可能。1、煤炭价格处于大多数煤企现金流成本以内，不具备长期可维持性。2、政府推动煤炭去产能决心较大，预计未来可以继续看到明显的产能出清。3、原油价格触底回升，目前已经到 40-50 美元区间，作为替代性能源，油价上升利好煤价。因此未来有望看到价格的继续回升。

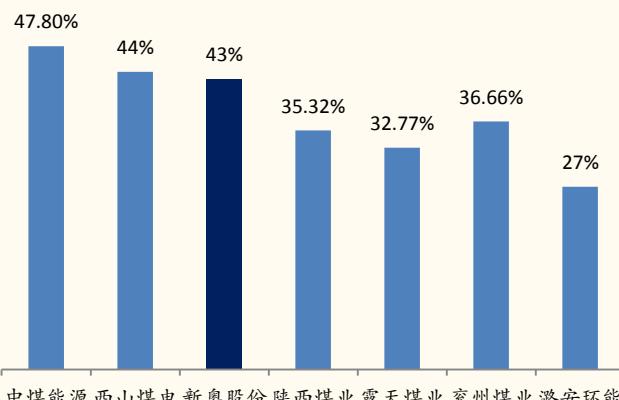
图表 43：煤炭价格底部回暖



来源：wind，国金证券研究所

- 公司拥有优质煤矿，享受极高业绩弹性。新能矿业王家塔矿井位于内蒙古鄂尔多斯市，2016 年核定能力 680 万吨/年，煤层埋深 150-456m，地质条件简单，开采成本较低，运输交通便利。在 2016 年煤炭价格进入低谷的情况下，上半年煤炭产品毛利率依然达到 43%，毛利率处于 A 股较高水平。16 年以来煤炭价格反弹，板块业绩将进入上行通道。根据测算，公司煤炭实现均价上升 10 元，公司将增加 6800 万毛利，公司 EPS 上涨 0.05 元。

图表 44：新奥股份煤炭业务毛利率较高



来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2、甲醇——甲醇制烯烃成为新增需求，未来景气提高可期

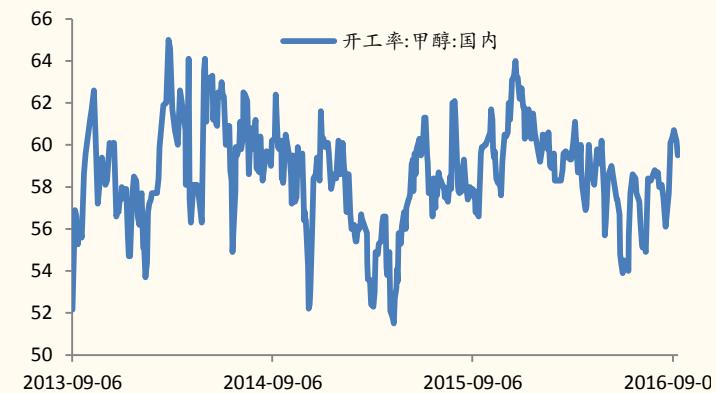
- 国内甲醇产能增速放缓。中国现有甲醇产能 6000 万吨以上，但由于大多数小产能，设备落后，因此不能完全开工，导致开工率常年在 50%-60% 之间。2015 年甲醇产能增加 115 万吨，增速为 1.7%，产能增速已经大为放缓。

图表 45：甲醇产能增速放缓



来源：Wind，国金证券研究所

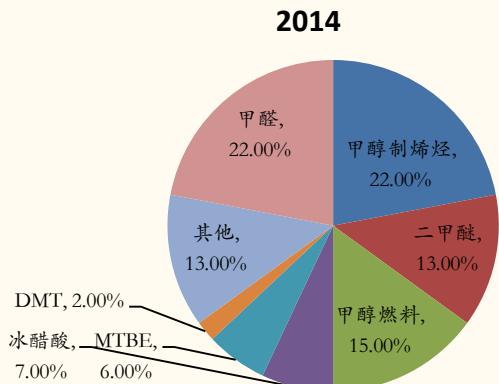
图表 46：国内甲醇开工率较低



来源：Wind，国金证券研究所

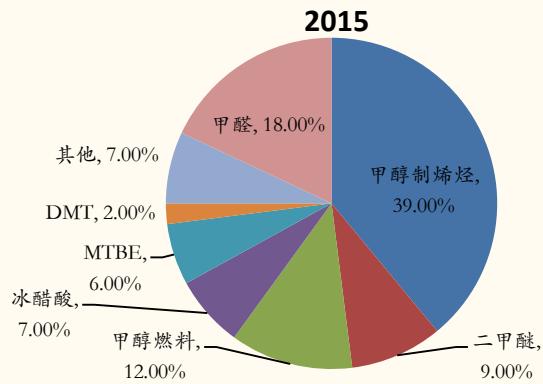
- **烯烃成为甲醇需求的新兴增长点。** 甲醇新增需求主要来自于东部区域甲醇制烯烃装置，我国目前已经投产装置 348 万吨，在建装置 326 万吨。从 2014 年到 2015 年烯烃对于甲醇的需求占下游比重从 22% 提高到了 39%。2016 年前 7 个月，甲醇表观消费量 2945 万吨，同比增长 16.6%。同时我国甲醇进口依存提高，从 2014 年 10% 提高到 2015 年 17%，2016 年前 7 个月进口 515 万吨，同比增加 68%。**16 年 4 季度甲醇制烯烃有望投产百万吨，进一步带动甲醇需求。** 16 年 4 季度常州富德 33 万吨和江苏盛虹 70 万吨甲醇制烯烃开车可能性大，月度将新增 25 万吨甲醇需求，因此将对甲醇需求有较大带动。进一步刺激甲醇景气度回升。
- **甲醇价格回升，将提振公司业绩。** 由于供给侧的改善和油价回升的影响，上半年公司甲醇价格从 1400 元左右提高到了 1700 元左右。价格提高将带动业绩上升。后续随着油价持续回升，新甲醇制烯烃产能投产，甲醇价格有望进一步回升，将大幅提升公司业绩。

图表 47：2014 甲醇下游需求



来源：wind，国金证券研究所

图表 48：2015 甲醇下游需求



来源：wind，国金证券研究所

图表 49：我国规划甲醇制烯烃项目

公司	MTO	投产时间	装置位置
中原石化 (中原乙烯)	60	2011	河南濮阳
富德能源化工 (宁波)	40	2013	浙江宁波
神达化工	37	2014	山东滕州
沈阳蜡华	10	2014	辽宁沈阳
山东玉皇	10	2014	山东菏泽
山东寿光鲁青	20	2014	山东潍坊
山东华滨	60	2015	山东东营
山东高密永辉	10	2015	山东高密
鲁深发	20	2015	山东东营
山东瑞昌	12	2015	山东东营
兴兴新能源	69	2015	浙江嘉兴
富德能源化工 (常州)	32	2016	江苏常州
山东大泽	16	2016	山东菏泽
山东东润	30	2016	山东东营
江苏盛虹斯尔邦	83.3	预计 2016	江苏连云港
山东贝特尔	30	预计 2016 年底	山东东营
惠生二期	60	预计 2017 年底	江苏南京
宁夏恒有	45	在建	宁夏银川
新疆胜星	30	在建	新疆铁门关
聊城煤武	60	前期工作	山东聊城
中海油	60	前期工作	海南东方
山东百瑞	7	前期工作	山东东营

来源：国金证券研究所；附注：低油价背景下山东小产能未开工，新投产能也往往推迟投产

图表 50：甲醇表观消费量维持较高增速



来源：WIND，国金证券研究所

图表 51：进口依存度不断提升



来源：WIND，国金证券研究所

图表 52: 2016 年甲醇进口量大增



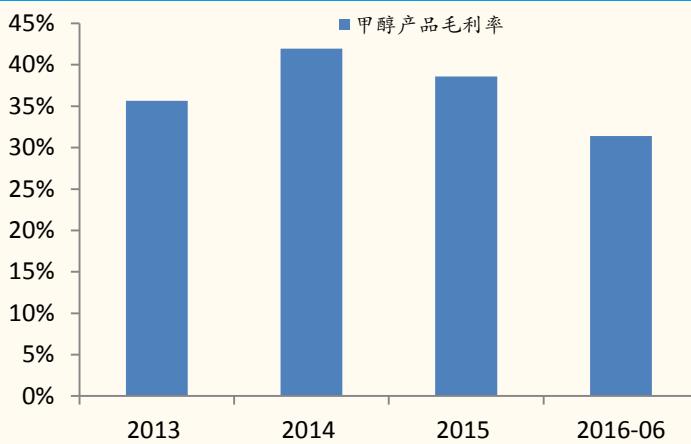
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 53: 内蒙新奥出厂价提高



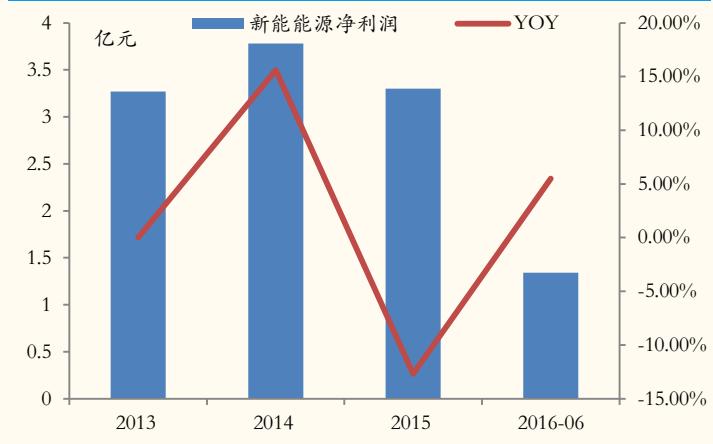
来源: WIND, 国金证券研究所

图表 54: 公司甲醇板块毛利率略有下滑



来源: WIND, 国金证券研究所

图表 55: 新能源主营甲醇净利润水平上升



来源: WIND, 国金证券研究所

- **公司煤制甲醇具备成本优势, 价格回升带动业绩弹性。**公司甲醇产量突破 77 万吨, 是国内目前已建成的单套生产能力最大的煤基甲醇装置之一。由于公司拥有“煤-煤化工”一体化的整体产业链优势, 煤原料来自同一地区优质煤矿, 节省了原料和燃料的运输成本, 因此公司甲醇具备成本优势。2016 年毛利水平依然维持在 31%, 主营甲醇分公司新能源上半年净利润 1.34 亿元, 同比增长 5%。后市甲醇价格若进一步上升, 公司甲醇板块利润水平将进一步提高。根据测算, 价差价格上涨 100 元, 公司毛利将上升 6000 万元, EPS 上涨 0.05 元。

图表 56: 煤炭甲醇 EPS 弹性

	产能 (万吨)	价格上涨 100 元 EPS 弹性
煤炭	680	0.45
甲醇	70	0.05

来源: 国金证券研究所

- **兴建烯烃项目, 发挥一体化优势。**公司子公司新能源建设 20 万吨烯烃项目, 是一期工程 60 万吨煤制甲醇项目基础上的产业链延伸, 项目完成后公司即实现了煤炭-甲醇-烯烃的全产业链布局。全产业链布局完成将会大大提高企业抗风险能力和利润实现能力。根据规划, 项目 2018 年中投产, 公司负责煤制甲醇和 LNG 项目投资运营, 投资 31 亿元, 预计项目未来年税后利润 1.8 亿元。

图表 57：公司进军烯烃项目

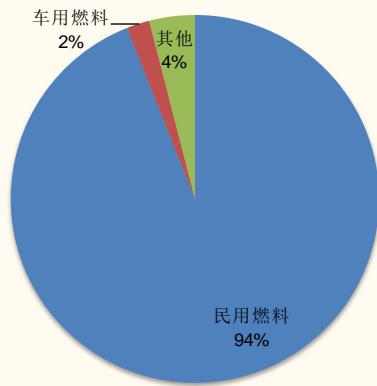
产品名称	产量(万吨/年)	产品名称	产量(万吨/年)
稳定轻烃	20	粗酚	0.49
LNG	2亿方/年	液氨	0.09
LPG	4.4	中油	0.81
石脑油	1.17	粗苯油	0.51
硫磺	0.84	粗苊油	0.17
重油	0.29	硫胺	1.09
均四甲苯	0.35		

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 4.3、二甲醚——行业景气度已处于底部，进一步恶化可能性较小

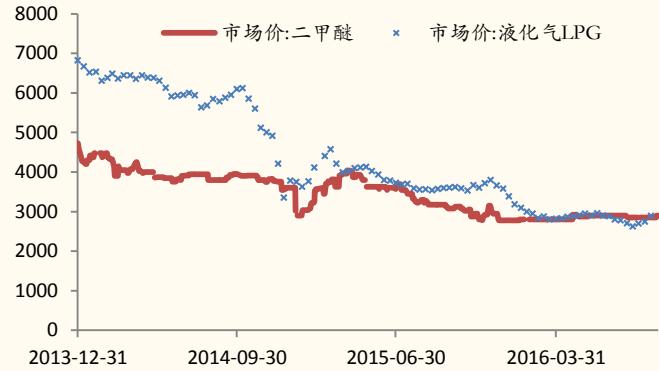
- **煤炭成本决定二甲醚价格下降空间有限。** 甲醇成本占二甲醚成本的 90%，煤头甲醇是国内主要甲醇工艺，煤炭占甲醇生产成本的 60%以上。因此二甲醚生产受甲醇，煤炭成本影响很大。

图表 58：二甲醚主要用于燃料



来源：国金证券研究所

图表 59：二甲醚与 LPG 价差变小



来源：Wind，国金证券研究所

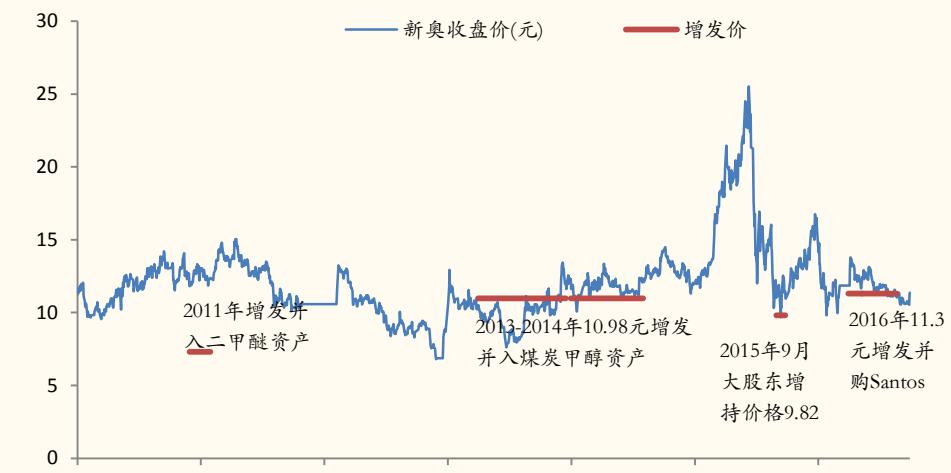
- **LPG 价格低迷，拖累二甲醚景气度下滑。** 中国二甲醚主要用于混掺 LPG，二甲醚和 LPG 热值替代比为 1.6:1。但由于二甲醚混掺后燃烧效率比单纯的 LPG 更高，因此二甲醚的实际价格比按照等热值换算的价格更高。一般来说，只要二甲醚实际价格比 LPG 价格低 10%左右，下游企业就有动力混掺，因此二甲醚价格受到 LPG 制约。由于美国页岩气革命，全球 LPG 市场供给宽裕，价格低迷，已经基本与二甲醚价格相仿，二甲醚混掺经济价值变弱，需求下滑，景气度下滑。

二甲醚价格已经长期低迷，处于底部。LPG 价格也已经处于三年低点，未来公司二甲醚版块儿进一步恶化可能性小。

#### 五、Santos 减值导致股价超跌，安全边际较高

- **公司股价处于低位，安全边际较高。** 由于 Santos 减值损失拖累半年报业绩，公司股价低迷。目前处于拟定增发价 11.3 元附近。相对于上次增发价格（10.98 元）和大股东增持价格（9.82 元）而言，公司股价处于较低区间，凸显较高安全边际。

图表 60：公司股价低于过去增发价格



来源：Wind，国金证券研究所；注释：公司股价前复权，公司未经历过配股

## 六、投资建议

### 6.1、盈利预测

预测假设 1：2016-2018 年公司煤炭实现均价分别上涨 8 元、15 元、5 元，单吨毛利上涨 0 元、7 元、3.7 元；甲醇实现均价分别上涨 31 元、100 元、50 元，单吨毛利上涨 3 元、72 元、29 元。

预测假设 2：草铵膦 1000 吨 2017 年投产，2018 年满产。

预测假设 3：母公司 LNG 接收站进展顺利，工程业务主要由能源工程业务承接，毛利率稳定。

预测假设 4：Santos 下半年扭亏，假设 2017-2018 年布伦特平均油价 46 美元，55 美元，63 美元情况下 Santos 贡献相应利润为 1.79，3.53 亿元。

预测假设 5：公司定增于 2017 年一季度末完成。

预测假设 6：20 万吨烯烃装置投产在 2018 年年中，考虑到投产和转固进度，暂不考虑 2018 年的利润贡献。

图表 61：盈利预测

报告期	2014 A	2015 A	2016E	2017E	2018E
<b>能源工程</b>					
收入		1,862	2,048	2,561	3,073
成本		1,170.80	2,048	2,561	3,073
毛利		691.44	717	896	1045
毛利率(%)		37%	35%	35%	34%
<b>煤炭甲醇</b>					
产量(万吨)	681.27	701.39	701	710	715
单价(元/吨)	355	268	278	296	304
收入	2418.31	1879.77	1949.6	2100.5	2176.5
成本	1208.8	1082.6	1151.3	1210.8	1238.9
毛利	1209.5	797.2	798.3	889.7	937.6
毛利率(%)	50%	42%	41%	42%	43%
<b>农药兽药</b>					
产量(吨)	16720	17755	18231	18780	19300
单价(万元/吨)	6.39	6.42	6.45	6.58	6.75
收入(百万元)	1067.67	1139.72	1175.866	1235.58	1302.8
成本	882.6	931.69	970.2128	1019.649	1075.39
毛利	185.07	208.03	205.6532	215.931	227.41

毛利率(%)	17%	18%	17%	17%	17%
<b>液化气(天然气)</b>					
产量(万标方)	12,886.00	14,168.00	15000	15500	16000
单价(元/方)	2.67	2.11	2.15	2.15	2.2
收入	343.68	298.69	322.5	333.25	352
成本	273.93	279.18	298	310	327
毛利	69.75	19.51	24	23	25
毛利率(%)	20%	7%	8%	7%	7%
<b>其他</b>					
收入	859.61	342.01	50.28	50.28	50.28
成本	750.53	343.95	52.16	52.16	52.16
毛利	109.07	-1.93	-1.88	-1.88	-1.88
毛利率(%)	13%	0%	0%	0%	0%
总收入	4,689	5,522	5,547	6,075	6,591
YOY		17.8%	0.4%	13.2%	10.7%
总毛利	1,573	1,714	1,743	2,023	2,232
YOY		9.0%	1.7%	16.1%	10.3%
Santos 贡献利润			-2.57	1.79	3.53
净利润(百万元)	809	806	438	1,075	1,362
EPS	0.821	0.817	0.444	0.843	1.068

来源：国金证券研究所

## 6.2 投资观点

**投资逻辑：**一是 LNG 并购 Santos 进军 LNG 上游，奠定未来母集团产业链协作基础；二是 Santos 减值完毕即将贡献利润；三是母集团 LNG 接收站项目将给工程板块带来超预期增长；四是煤炭甲醇价格上涨将享受巨大业绩弹性；五是股价超跌，凸显安全边际。预计公司 2016-2018 年归母净利润为 4.38, 10.75, 13.62 亿元。对应摊薄 EPS 为 0.44, 0.85, 1.068 元。对应 PE 倍数为 24, 13, 10 倍。

综合判断公司业绩拐点已至，LNG 贸易航母蓄势待发，属于低估值 LNG 贸易稀缺标的，上游资产受益于油气价格反弹。给予“买入”评级。

**风险：**油气价格下滑，Santos 利润恶化；LNG 接收站建设进度慢于预期；煤炭、甲醇景气度再度回落。

### 附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
<b>主营业务收入</b>	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	<b>货币资金</b>	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
增长率	4,708	4,869	5,659	5,547	6,280	6,954	应收账款	1,601	1,569	1,930	3,000	1,860	1,960
主营业务成本	-3,099	-3,217	-3,877	-3,800	-4,257	-4,722	存货	244	258	983	1,152	1,270	1,369
%销售收入	65.8%	66.1%	68.5%	68.5%	67.8%	67.9%	其他流动资产	364	357	706	677	758	841
<b>毛利</b>	1,608	1,652	1,782	1,747	2,023	2,233	<b>流动资产</b>	231	222	380	595	612	668
%销售收入	34.2%	33.9%	31.5%	31.5%	32.2%	32.1%	<b>总资产</b>	2,440	2,405	4,000	5,424	4,500	4,837
营业税金及附加	-56	-59	-110	-67	-75	-83	%总资产	28.5%	25.4%	35.2%	31.1%	24.8%	26.0%
%销售收入	1.2%	1.2%	1.9%	1.2%	1.2%	1.2%	<b>长期投资</b>	17	496	561	5,366	5,365	5,365
营业费用	-107	-99	-117	-111	-126	-139	<b>固定资产</b>	5,029	5,239	5,425	5,516	7,194	7,297
%销售收入	2.3%	2.0%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	%总资产	58.6%	55.4%	47.7%	31.6%	39.6%	39.2%
管理费用	-305	-302	-377	-366	-414	-459	<b>无形资产</b>	1,087	1,189	1,256	927	919	910
%销售收入	6.5%	6.2%	6.7%	6.6%	6.6%	6.6%	<b>非流动资产</b>	6,136	7,057	7,375	12,010	13,678	13,773
<b>息税前利润（EBIT）</b>	1,140	1,191	1,179	1,203	1,408	1,551	%总资产	71.5%	74.6%	64.8%	68.9%	75.2%	74.0%
%销售收入	24.2%	24.5%	20.8%	21.7%	22.4%	22.3%	<b>资产总计</b>	8,576	9,462	11,375	17,433	18,178	18,610
财务费用	-177	-172	-213	-322	-214	-189	<b>短期借款</b>	1,439	1,413	1,743	4,777	1,954	2,104
%销售收入	3.7%	3.5%	3.8%	5.8%	3.4%	2.7%	<b>应付款项</b>	964	876	1,871	1,955	2,093	2,209
资产减值损失	-7	0	1	-10	-1	-1	其他流动负债	55	181	343	371	406	429
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>流动负债</b>	2,457	2,470	3,957	7,103	4,453	4,742
投资收益	0	40	75	-257	179	353	<b>长期贷款</b>	1,720	1,298	819	1,719	719	19
%税前利润	0.0%	3.7%	7.1%	n.a	13.0%	20.6%	其他长期负债	214	412	1,470	3,270	3,270	2,670
<b>营业利润</b>	957	1,059	1,042	614	1,372	1,714	<b>负债</b>	4,390	4,180	6,246	12,092	8,442	7,432
营业利润率	20.3%	21.7%	18.4%	11.1%	21.9%	24.6%	<b>普通股股东权益</b>	3,735	4,720	4,464	4,596	8,911	10,274
营业外收支	4	36	16	3	3	3	<b>少数股东权益</b>	451	562	665	745	825	905
<b>税前利润</b>	961	1,094	1,058	617	1,375	1,717	<b>负债股东权益合计</b>	8,576	9,462	11,375	17,433	18,178	18,610
利润率	20.4%	22.5%	18.7%	11.1%	21.9%	24.7%							
所得税	-172	-174	-173	-99	-220	-275							
所得税率	17.9%	15.9%	16.4%	16.0%	16.0%	16.0%							
净利润	789	921	885	518	1,155	1,442							
少数股东损益	0	0	0	0	0	0							
非现金支出	303	328	360	336	342	416							
非经营收益	226	140	162	617	82	-127							
营运资金变动	-639	-372	-316	-225	-44	-98							
<b>经营活动现金净流</b>	678	1,016	1,091	1,246	1,534	1,633							
资本开支	-279	-316	-196	-158	-2,006	-507							
投资	-201	-564	-1,709	-4,805	0	0							
其他	-49	54	15	-257	179	353							
<b>投资活动现金净流</b>	-529	-826	-1,890	-5,220	-1,827	-154							
股权筹资	658	0	24	0	3,240	0							
债权筹资	-265	-59	277	5,750	-3,823	-1,150							
其他	-158	-170	642	-706	-264	-229							
<b>筹资活动现金净流</b>	235	-229	943	5,043	-847	-1,379							
<b>现金净流量</b>	384	-39	144	1,070	-1,140	100	<b>回报率</b>	18.56%	17.15%	18.05%	9.53%	12.07%	13.26%
							<b>每股指标</b>	0.703	0.821	0.817	0.444	0.843	1.068
							<b>每股收益</b>	3.789	4.788	4.529	4.663	6.988	8.056
							<b>每股净资产</b>	0.688	1.031	1.106	1.264	1.203	1.280
							<b>每股股利</b>	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
							<b>比率分析</b>	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
							<b>每股指标</b>						
							<b>每股收益</b>						
							<b>每股净资产</b>						
							<b>每股股利</b>						
							<b>增长</b>						
							<b>主营业务收入增长率</b>	160.92%	3.42%	16.24%	-1.99%	13.22%	10.73%
							<b>EBIT 增长率</b>	857.47%	4.42%	-1.03%	2.10%	16.99%	10.17%
							<b>净利润增长率</b>	1543.23%	16.80%	-0.47%	-45.62%	145.43%	26.69%
							<b>总资产增长率</b>	321.37%	10.33%	20.22%	53.25%	4.27%	2.38%
							<b>资产管理能力</b>						
							<b>应收账款周转天数</b>	10.1	9.1	31.5	67.0	65.0	63.0
							<b>存货周转天数</b>	34.0	40.9	50.0	65.0	65.0	65.0
							<b>应付账款周转天数</b>	33.6	51.9	66.8	95.0	90.0	85.0
							<b>固定资产周转天数</b>	361.3	375.4	329.9	316.4	289.8	345.8
							<b>偿债能力</b>						
							<b>净负债/股东权益</b>	37.22%	29.12%	35.58%	119.62%	38.06%	21.97%
							<b>EBIT 利息保障倍数</b>	6.5	6.9	5.5	3.7	6.6	8.2
							<b>资产负债率</b>	51.19%	44.18%	54.91%	69.36%	46.44%	39.93%

来源：公司年报、国金证券研究所

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

### 最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD