



2017 年 11 月 20 日

买入(维持)

当前价: 14.31 元

目标价: 19.62 元

石油化工行业研究组

分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001

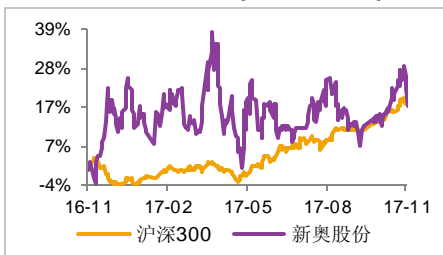
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 韦家煜

电话: 010-66235689

邮箱: weijiayu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
主营收入	6396	10561	11982	13757
(+/-)	13.0%	65.1%	13.5%	14.8%
归母净利润	519	789	1339	1551
(+/-)	-36%	52%	70%	16%
EPS(元)	0.42	0.64	1.09	1.26
P/E	35.40	23.28	13.71	11.83

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯化工公司点评】新奥股份: 主营业务稳增长, 投资 Santos 收益或大增》

2017-03-31

《【联讯石化季报点评】新奥股份 (600803.SH): 业务经营良好, 前三季度业绩同比翻番》2017-10-31

新奥股份(600803.SH)

【联讯石化公司研究】新奥股份 (600803.SH): 发力天然气上游, 看好全产业链布局

投资要点

✧ 发力天然气/LNG 业务, 协同构建天然气全产业链

公司通过布局国内 LNG 加工及收购海外天然气资产 Santos, 逐步形成了天然气上游资源的核心业务能力, 与新奥集团、新奥能源共同构建天然气全产业链, 包括上游天然气开发、中游以 GLNG 为代表的天然气液化工厂、新奥集团在建的舟山 LNG 接收终端、新奥能源遍布全国的燃气分销系统, 未来天然气需求高速增长, 公司有望充分受益。

✧ “煤-煤化工”业务再延伸, 一体化优势突显

公司煤炭年产能 680 万吨, 由于产量限制, 2016 年煤炭产销量为 590 万吨左右, 2017 年限产逐步放开后, 上半年实现满产满销, 加之煤炭市场需求回暖, 公司煤炭产品量价齐升。新能能源目前拥有 60 万吨/年煤制甲醇产能, 年产量 73 万吨。公司正建的稳定轻烃项目投产后, 将新增 60 万吨/年甲醇产能用于生产 20 万吨/年稳定轻烃。公司业务在“煤-煤化工”产业链进一步延伸, 增厚业绩, 也有利于发挥一体化优势, 降低成本, 提高抗风险能力。

✧ 依托新奥集团, 能源工程业务持续受益

公司能源工程业务 2016 年毛利占比为 32%, 以承接关联公司业务为主, 2017 年的关联交易收入预计约 34 亿元, 其中舟山 LNG 接收站及新奥能源的天然气工程两个项目收入分别为 17 亿和 14 亿元。除了主要承接关联公司的工程建设服务, 新地工程未来将开拓非关联项目, 降低关联交易占比。

✧ 农兽药业务稳健发展, 新增草铵膦项目逐步达产

近四年公司农药收入复合增速 15%, 兽药收入复合增速 8.5%。主要产品有阿维菌素、伊维菌素、草铵膦等。新增 1000 吨/年草铵膦项目于 2016 年底建成, 总产能达 1450 吨/年, 新项目目前处于试生产阶段, 产能在 2017、2018 年逐步释放。受前期环保督查、企业停限产、市场需求增加等多重因素影响, 上半年农药行业逐步回暖, 公司生物制药业绩有望持续稳健增长。

✧ 盈利预测与投资评级

我们预计 2017-2019 年, 公司营业收入分别为 106 亿元、120 亿元、138 亿元, 归母净利润分别为 8.67 亿元、14.73 亿元、17.07 亿元, 以配股完成后的 12.32 亿股本计算, EPS 分别为 0.64 元、1.09 元、1.26 元。给予公司 2018 年 18 倍 PE, 得到目标价 19.62 元, 维持“买入”评级。

✧ 风险提示

煤炭、甲醇、原油、LNG、农兽药等主要产品价格大幅下跌, Santos 大幅计提资产减值损失, 稳定轻烃项目建设进度不达预期



目 录

一、天然气、煤炭化工、能源工程、农兽药四轮驱动.....	4
二、天然气业务是公司未来发展的重心.....	4
(一) 煤层气制 LNG.....	5
(二) Santos.....	5
1、五块核心资产，主营油气田开发及 LNG 生产.....	5
2、大幅计提减值影响业绩，进一步减值的概率小.....	6
3、经营业绩持续改善.....	7
三、“煤-煤化工”业务再延伸，一体化优势突显.....	8
(一) 煤炭开采与洗选业务量价齐升.....	8
(二) 化工：煤制甲醇景气，稳定轻烃项目将成为业绩增长点.....	9
1、甲醇及二甲醚.....	9
2、稳定轻烃项目.....	9
四、依托新奥集团，能源工程业务持续受益.....	11
五、农兽药业务稳健发展，新增草铵膦项目逐步达产.....	12
六、盈利预测及估值.....	13
七、风险提示.....	15

图表目录

图表 1： 2016 年新奥股份营收分项占比.....	4
图表 2： 2016 年新奥股份毛利分项占比.....	4
图表 3： Santos 各资产探明加概算储量.....	5
图表 4： Santos 油品产量.....	5
图表 5： Santos 油品销量及销售收入.....	6
图表 6： Santos2016 年利润表摘要.....	6
图表 7： Santos2017 年上半年利润表摘要.....	7
图表 8： 2016 年公司煤炭产销情况.....	8
图表 9： 2017H1 公司煤炭产销情况.....	8
图表 10： 2016 年公司甲醇产销情况.....	9
图表 11： 2017 年 H1 公司甲醇产销情况.....	9
图表 12： 稳定轻烃项目销售收入.....	10
图表 13： 稳定轻烃原材料及燃料动力消耗.....	10
图表 14： 稳定轻烃项目投资收益.....	10
图表 15： 新地工程 2017 年预计关联交易收入.....	11
图表 16： 2016 年公司主要农兽药产销情况.....	12
图表 17： 农药销售收入（亿元）及增速、毛利率.....	12
图表 18： 兽药销售收入（亿元）及增速、毛利率.....	12



图表 19: 新奥股份分业务毛利预测.....	13
图表 20: 可比公司 PE.....	15
附录: 公司财务预测表 (百万元)	16



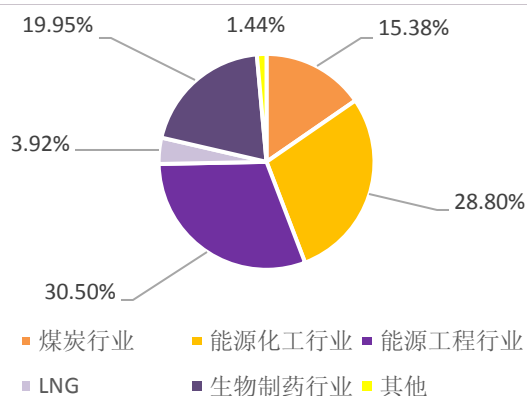
一、天然气、煤炭化工、能源工程、农兽药四轮驱动

新奥股份业务涵盖天然气加工和投资、能源技术工程服务、甲醇、二甲醚能源化工产品生产和销售，煤炭开采与洗选，生物制农兽药原料药及制剂研发、生产与销售。

2016 年，公司实现营业收入 63.96 亿元，同比增长 13.01%，其中主营业务收入 63.04 亿元，同比增长 14.14%。公司煤炭业务收入增长 47.09%至 9.84 亿元，占比同比提高 3.50 个百分点至 15.61%；能源化工业务收入同比增长 18.61%至 18.42 亿元，农兽药业务收入同比增长 11.93%至 12.76 亿元，液化天然气业务收入同比下降 16.05%至 2.51 亿元。2017 年上半年，公司化工板块实现收入 14.44 亿元，煤炭业务收入同比增长 244.6%至 10.89 亿元，能源工程业务收入同比增长 61.28%至 10.37 亿元，农药业务收入同比增长 33%至 9.11 亿元，液化天然气业务收入同比增长 12.7%至 1.33 亿元。

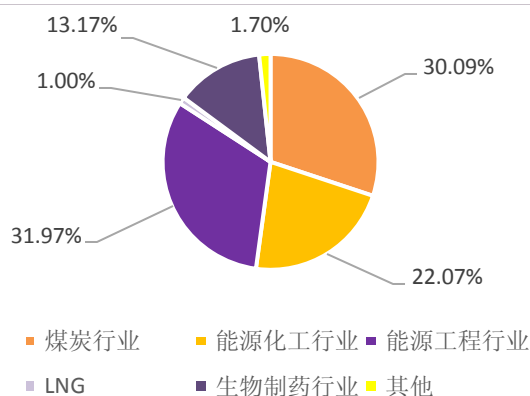
2016 年，公司主营业务综合毛利率为 26.62%，同比降低 4.41 个百分点。其中，公司煤炭业务毛利率同比提高 2.84 个百分点至 52.20%，能源化工业务毛利率同比降低 9.48 个百分点至 20.47%，能源工程业务毛利率同比降低 9.16 个百分点至 27.97%，LNG 业务毛利率同比提高 0.29 个百分点至 6.82%，农兽药业务毛利率同比降低 0.65 个百分点至 17.60%。

图表1： 2016 年新奥股份营收分项占比



资料来源：公司公告、联讯证券

图表2： 2016 年新奥股份毛利分项占比



资料来源：公司公告、联讯证券

二、天然气业务是公司未来发展的重心

公司的天然气加工和投资业务可分为国内投资建设 LNG 工厂、煤层气技术产业化及海外天然气战略投资两大部分。国内项目主要包括：沁水新奥煤层气制 LNG，新能源正在建设的 20 万吨稳定轻烃项目中的联产天然气项目、公司所持中海油北海 NG 工厂的 45%股权。海外天然气战略投资主要指公司作为澳大利亚第二大油气上市公司 Santos 所持有的其 10.07%的股权。

天然气业务是公司核心业务也是未来的重点发展方向。新奥股份在能源板块的优势主要在于：首先依托于新奥集团旗下另一平台新奥能源在能源分销下游的强大分销网络及布局，未来公司定位是在能源（尤其围绕天然气）上游的产业布局与新奥能源的下游城市燃气形成整体产业链。产业优势方面，国内通过沁水有 LNG 工厂获取部分气源，国外 Santos 海外战略布局也开拓了在国外的天然气气源。



(一) 煤层气制 LNG

公司从事煤层气制 LNG 业务的子公司主要是沁水新奥，公司持有其 100% 股份。沁水新奥与中联煤层气签署为期 15 年的长期采购合同，通过管输将煤层气直接输送至沁水新奥工厂，沁水新奥将原料气经缓冲罐稳压、分离、过滤、增压、净化等一系列生产工艺加工后制成 LNG，通过专用运输槽车运输销售。一期日处理 LNG15 万方，二期 30 万方，合计平均 45 万方/天。2016 年，沁水新奥实现 LNG 产销量均为 1.5 亿方左右，实现营业收入 2.51 亿元，净利润 114.46 万元；2017 年上半年实现营业收入 1.33 亿元，净利润 900 万元。

(二) Santos

1、五块核心资产，主营油气田开发及 LNG 生产

2016 年 4 月，公司以 49 亿元对价收购了澳大利亚上市公司 Santos 约 2.1 亿股股份，占目前已发行流通股的 10.07%，成为其第一大股东。Santos 有巴布亚新几内亚 (PNG-LNG)、GLNG、库珀盆地 (Cooper basin)、北澳 (达尔文 LNG) 及西澳 (WA Gas) 五块核心资产。其中，GLNG、PNG、北澳 (达尔文 LNG) 是三个 LNG 液化出口终端，Santos 是 GLNG 的作业者。库珀盆地 (Cooper basin) 是澳大利亚内陆东澳地区的最大的传统天然气气田，已运营很长时间，为 Santos 提供了比较稳定的现金流。西澳则主要包括海上和内陆的天然气田。

截至 2016 年底，Santos 探明加概算储量累计为 8.9 亿桶油当量，其中商品气储量达 4730 拍焦，凝析油储量约为 3300 万桶，原油储量约为 3300 万桶，LPG142.9 万吨。

图表3: Santos 各资产探明加概算储量

Santos 份额	单位	巴布亚新几内亚 (PNG)	GLNG	库珀盆地	北澳	西澳	其他资产	合计
商品气	拍焦耳	1215	1980	672	72	641	150	4730
凝析油	百万桶	14	-	10	2	7	-	33
原油	百万桶	-	-	18	-	-	15	33
LPG	千吨	-	-	1288	141	-	-	1429
总计	百万桶油当量	222	341	154	15	117	41	890

资料来源：公司公告、联讯证券

2016 年全年，Santos 实现油气产量分别为 6160 万桶油当量，同比提升 7%，其中商品气和乙烷产量为 174.4 拍焦，商品气加工成液化天然气 112 拍焦，凝析油 354 万桶，液化石油气为 14.7 万吨，原油 782.5 万桶。2017 年上半年各产品产量分别为 63.6 拍焦、76.5 拍焦、166.6 万桶、7.06 万吨和 321 万桶。

图表4: Santos 油品产量

油品	单位	2016A	2017H1
商品气和乙烷	拍焦	174.4	63.6
商品气加工成液化天然气	拍焦	112	76.5
凝析油	千桶	3539.2	1666.4
液化石油气	千吨	147.2	70.6
原油	千桶	7825.3	3299.8
总产量	百万桶油当量	61.6	29.5

资料来源：公司公告整理、联讯证券



2016 年, Santos 实现油品销售 8410 万桶油当量, 同比提升 31%。实现油气销售收入 25.94 亿美元, 同比增长 6.22%, 各产品中, 天然气、乙烷和液化天然气占比 68.77%, 原油占比 22.17%, 凝析油和石脑油占比 7.05%, 液化石油气占比 2%。天然气、乙烷和液化天然气构成公司油气销售业务收入的主要部分。

图表5: Santos 油品销量及销售收入

	2016A		2017H1	
油品	销量	销售收入 (百万美元)	销量	销售收入 (百万美元)
商品气和乙烷 (拍焦)	232.5	897	108.5	491
液化天然气 (千吨)	2799.5	887	1483.8	562
凝析油 (千桶)	4228.5	183	2038.3	106
液化石油气 (千吨)	137.4	52	69.5	32
原油 (千桶)	12375	575	4771.3	262
合计 (百万桶油当量)	84.1	2594	40.1	1453
自产油品 (百万桶油当量)			29.1	1061
第三方油品 (百万桶油当量)			11	392

资料来源: 公司公告整理、联讯证券

2、大幅计提减值影响业绩, 进一步减值的概率小

2016 年, Santos 实现总收入 26.27 亿美元, 基础利润为 6300 万美元, 净亏损 10.47 亿美元, 亏损的主要原因是全球油气价格持续走低背景下, 公司计提减值损失 11.01 亿美元。2017 年上半年, Santos 计提减值损失导致净利润为-5.06 亿美元, 按照公司持股 10.07%的比例计算, 上半年确认投资收益为-3.50 亿元, 侵蚀了公司大部分净利润。

Santos 在每个报告日 (年报和半年报) 评估石油和天然气资产的账面金额, 确定是否存在可能发生减值的迹象。如果存在减值迹象, 则正式评估资产可回收金额, 测算未来现金流依据若干要素、变量与假设评估, 其中最重要的是储备、未来生产情况、第三方油品采购、商品价格、成本与汇率的估计值。

图表6: Santos2016 年利润表摘要

		2016	2015
平均实现油价	美元/桶	46.4	53.8
产量	百万桶油当量	61.6	57.7
销量	百万桶油当量	84.1	64.3
总收入	百万美元	2627	2478
EBITDAX	百万美元	1199	1454
净减值亏损	百万美元	-1561	-2854
EBIT	百万美元	-1204	-2381
当期净利润 (亏损)	百万美元	-1047	-1953
+减值损失	百万美元	1101	2014
+资产出售净收入	百万美元	-17	-1
+其他	百万美元	26	-11
当期基础利润	百万美元	63	49

资料来源: 公司公告、联讯证券



图表7: Santos2017 年上半年利润表摘要

项目	2017H1	2016H1	变化率
	百万桶油当量	百万桶油当量	%
产量	29.5	31.1	-5
销量	40.1	40.9	-2
	百万美元	百万美元	%
油品销售	1453	1191	22
税息折旧摊销和勘探前利润 (EBITDAX)	718	491	46
勘探与评估费用	-53	-47	-13
折旧和损耗	-348	-399	13
净减值亏损	-920	-1516	39
税息前利润	-603	-1471	59
净融资成本	-139	-131	-6
税收优惠/(开支)	236	498	-53
业绩期内的净利润/(亏损)	-506	-1104	54
业绩期内基础营业利润/(亏损)	156	-5	3220

资料来源: 公司公告、联讯证券

Santos 此前对 2017 年油价预测为 60 美元/桶, 并在 2017 年中报将预测使用的 2017-2021 年的未来原油价格假设修正为 50、55、60、65、70 美元/桶而导致 2017 年中报计提减值。年初至今, 布油均价为 53.49 美元/桶, 自 9 月中旬突破 55 美元/桶后一路涨至 63 美元/桶, 短期内跌破 50 美元/桶概率较小, 2017 年大概率不会进一步计提减值, 业绩有望摆脱资产减值影响, 净利润扭亏。

在 Santos 目前的会计政策下, 如果之前计提减值损失资产的估计可收回金额增加, 则资产减值损失是能够在该资产账面价值不超出已被确认的账面价值的范围内予以转回。Santos 2017 年目标销量为 7700-8200 万桶油当量, 目标产量为 5700-6000 万桶油当量, 与 2016 年实际产销量变动不大。在当前油价温和复苏背景下, 后期油价走势有一定概率能高于预测时采用的油价假设, Santos 计提的减值损失有望转回。

3、经营业绩持续改善

2017 年三季度, Santos 净负债由 2016 年底的 35 亿美元降至 28 亿美元, 预测 2017 年自由现金流盈亏平衡点的平均油价为 33 美元/桶, 远低于 2016 年初的 47 美元/桶。Santos 业绩改善的内部动因来自于新任 CEO 采取的改善措施, 包括优化资本支出投向低成本气田, 削减钻机数并提升打井效率及产量效率等, 这些措施使得生产成本大大降低, 经营业绩得到优化。

未来 Santos 还存在的两个增加盈利的机会分别为达尔文 LNG 回填和巴布亚新几内亚的 PNG-LNG 项目。达尔文 LNG 回填是指利用现有的 LNG 发掘更多的周边天然气田, 利用现有设施重新签订 LNG 销售合同, 此前达尔文项目的供气协议到期时间为 2022 年, 到期后进行回填能够利用现有的设施, 仅需要增加一部分上游的开采和管道, 开采成本将大大降低; Santos 在巴布亚新几内亚的 PNG-LNG 项目周边拥有在全球范围内也有低成本优势的天然气田, 未来有望为 PNG-LNG 供气。

公司通过布局国内 LNG 加工及收购海外天然气资产 Santos, 逐步形成了天然气上游资源的核心业务能力, 与新奥集团、新奥能源共同构建天然气全产业链, 包括上游天



然气开发、中游以 GLNG 为代表的天然气液化工厂、新奥集团在建的舟山 LNG 接收终端、新奥能源遍布全国的燃气分销系统，公司逐步形成了天然气上游资源的核心业务能力，并积累了海外油气勘探开发-天然气液化的作业经验，为未来进一步拓展海外天然气业务打下基础。未来国内天然气需求高速增长，公司有望充分受益。

Santos 董事会于 2017 年 6 月 26 日任命新奥股份董秘史玉江先生为 Santos 非执行董事。该任命增强了公司对 Santos 的影响，进一步搭建了公司与 Santos 之间的沟通合作机制。未来公司有望与其在国际能源业务领域展开更多合作，有助于完善公司在清洁能源产业的国际化布局，在更广阔的领域和潜在项目中加深与国际油气公司的合作，实现国际化的发展战略。

三、“煤-煤化工”业务再延伸，一体化优势突显

(一) 煤炭开采与洗选业务量价齐升

公司煤炭开采与洗选业务主要由新能矿业开展与实施，持有的矿区为王家塔煤矿，矿区地质构造简单，煤种主要为不粘煤，极少数为长焰煤，井田的不粘煤是良好的动力煤和化工用煤。公司建有配套洗煤厂，洗精煤占商品煤产率 40%左右，主要产品包括：混煤（13mm 以下），热值 4700-4900 大卡/公斤；洗大块（80-150mm），热值 5150-5250 大卡/公斤；洗中块（80mm 以下），热值 5120-5200 大卡/公斤。

王家塔矿井矿产资源储量为 10.91 亿吨，可采储量为 6.61 亿吨，初始设计产能 500 万吨/年，2016 年初批复核定能力为 680 万吨/年，因 276 天限产政策，公司 2016 年煤炭产销量分别为 590.64 万吨和 592.39 万吨。2017H1 因限产政策逐步放开，煤炭产销量（不包含贸易煤）分别达到 347.29 万吨和 349.86 万吨，实现满产满销。

图表8： 2016 年公司煤炭产销情况

产品	产量（万吨）	销量（万吨）	销售均价（元/吨）	销售收入（亿元）	毛利率
混煤	334.04	335.61	126.17	5.59	56.01%
精煤	256.6	256.78	165.77	4.25	66.35%

资料来源：公司债券评级报告、联讯证券

注：1、上表数据均不含税；2、上表煤炭销量为自产自销量，销售均价为自产自销价。3、销售收入中包含煤炭贸易收入。

图表9： 2017H1 公司煤炭产销情况

煤炭品种	产量/购进量（万吨）	销量（万吨）	销售收入（万元）	销售成本（万元）	毛利（万元）	平均售价（元/吨）	毛利率
混煤	176.54	179.81	36488.29	10783.16	25705.13	202.93	70.45%
洗精煤	170.75	170.05	46216.43	12286.91	33929.52	271.78	73.41%
贸易煤	58.64	54.92	28083.04	27583.45	499.59	511.34	1.78%
合计	405.93	404.78	110787.76	50653.52	60134.24	273.70	54.28%

资料来源：公司公告、联讯证券；注：混煤、洗精煤、贸易煤销量中含内部销售量

2017 年上半年，政府逐步放开 276 个工作日的限产规定，供给侧改革逐步推进，煤炭市场需求回暖，煤价呈现上涨趋势，中国煤炭价格指数由 2016 年的平均 133.77 上升至 2017 年上半年的 157.06，仍有继续上升趋势。新能矿业混煤和精煤均价分别提升至 203 元/吨、272 元/吨，毛利率也分别提升至 70.45%和 66.35%。公司拥有“煤-煤化工”一体化的整体产业链优势，新能矿业能为处于同一地区的新能能源提供稳定的动力煤供



应，有助于形成协同效应，提高公司的整体收益。新能矿业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，随着煤炭市场回暖，以及贸易煤业务规模的扩大，我们认为未来公司煤炭业务增长稳健。

(二) 化工：煤制甲醇景气，稳定轻烃项目将成为业绩增长点

1、甲醇及二甲醚

公司能源化工业务主要以煤为原料通过技术和加工手段生产替代石化产品和清洁燃料，产品主要有煤制甲醇和甲醇制二甲醚。其中，煤制甲醇业务由新能能源开展与实施，甲醇制二甲醚业务由公司旗下的新能（张家港）开展，二甲醚主要用于清洁燃料以及部分气雾剂、制冷剂。公司通过全资子公司新能矿业持有新能能源 75% 股份，直接持有新能（张家港）75% 股份。

新能能源目前拥有设计产能为 60 万吨甲醇的生产装置，2016 年甲醇产量 73.75 万吨，实现营业收入 12.3 亿元，实现净利润 2.29 亿元；2017 年上半年，自产精甲醇产量达 41 万吨，实现营业收入 7.8 亿元，实现净利润 1.48 亿元。该项业务净利率保持在 18% 左右，明年稳定轻烃项目投产后，公司产业链将继续向下游延伸，拓展业绩增长点的同时带来利润大幅提升。

图表10： 2016 年公司甲醇产销情况

项目	单位	2016
产能	万吨/年	60
产量	万吨	73.75
产能利用率		122.91%
平均成本	元/吨	975.52
销量	万吨	73.05
产销率		99.06%
平均售价	元/吨	1483.11
销售收入	亿元	17.4
毛利率		21.65%

资料来源：公司公告、联讯证券；注：上表甲醇收入中包括贸易收入，2016 年贸易收入 7.27 亿元。

图表11： 2017 年 H1 公司甲醇产销情况

产品名称	产量/购进量（吨）	销量（吨）	销售收入（万元）	平均价格（元/吨）
自产精甲醇	412484.8	401036.74	72928.52	1818.50
贸易甲醇	335046.75	331746.19	73237	2207.62

资料来源：公司公告、联讯证券；注：自产精甲醇和贸易甲醇的销量中含内部销售量

2、稳定轻烃项目

公司子公司新能能源于 2015 年开始建设稳定轻烃项目，总投资额 42.63 亿元，其中新能能源投资额由原来的 31.63 亿元变更为 37.63 亿元，公司预计 2018 年年中建成投产。稳定轻烃原材料为煤制甲醇，主要用作清洁油品的添加剂和溶剂，项目主要产品有 20 万吨稳定轻烃，以及 2 亿方 LNG、4.4 万吨 LPG 年、1.17 万吨石脑油等副产品。

项目部分利用新能能源现有年产 60 万甲醇项目的供电、给水、交通等公用工程设施，



以当地丰富的煤为原料，采用水煤浆气化、催化气化、加氢气化、变换、低温甲醇洗、稳定轻烃合成等技术共同生产。催化气化及加氢气化技术为新奥集团自主开发的新型气化技术，通过该项目实施完成技术的工业化示范。公司测算项目合计可产生约 20.56 亿税后收入，其中 20 万吨稳定轻烃税后收入 12.62 亿元，2 亿方 LNG 税后收益 5.05 亿元。

图表12： 稳定轻烃项目销售收入

名称	产量	单位	价格（含税价、元）	增值税	税后总价（亿元）
稳定轻烃	200000	t	7605	17%	12.62
LNG	200000000	Nm ³	2.9	13%	5.05
LPG	44000	t	3400	17%	1.24
石脑油	11700	t	5500	17%	0.53
中油	8136	t	7000	17%	0.47
粗茛油	1728	t	4500	17%	0.06
粗苯油	5098	t	3300	17%	0.14
液氨	871	t	3800	17%	0.03
粗酚	4946	t	8000	17%	0.33
硫磺	8370	t	1200	17%	0.08
税后合计					20.56

资料来源：公司公告、联讯证券

稳定轻烃项目预计消耗煤 140.53 万吨/年，动力煤 64.8 万吨/年，电 4.16 亿千瓦时/年、生产用水 32 万吨/年，合计每年产生税后费用 6.44 亿元。

图表13： 稳定轻烃原材料及燃料动力消耗

名称	单位	消耗量（年）	价格	增值税率	税后总价（亿元）
煤	t	1405296	320	17%	3.73
动力煤	t	648000	180	17%	0.97
电	Kw.h	416124000	0.5	17%	1.73
生产用水	t	320000	5	13%	0.013
税后合计					6.44

资料来源：公司公告、联讯证券

项目总投资 42.63 亿元，公司测算的年均利润总额达 6.42 亿元，年均税后利润总额为 4.81 亿元，年均所得税为 1.6 亿元，项目财务内部收益率税前为 18.38%，税后为 13.8%。

图表14： 稳定轻烃项目投资收益

项目	单位	数额	备注
总投资	万元	426306	
建设投资	万元	399428	
建设期利息	万元	23675	
30%流动资金	万元	3203	
全额流动资金	万元	10676	
年均营业收入	万元	226298	
年均营业税金及附加和增值税	万元	22987	
年均总成本费用	万元	139145	
年均利润总额	万元	64166	
年均所得税	万元	16042	



项目	单位	数额	备注
年均税后利润	万元	48125	
贷款偿还期	年	10	含建设期
项目投资财务内部收益率			ic=12%
所得税前	%	18.38	
所得税后	%	13.8	所得税率 25%
投资回收期			
所得税前	年	7.13	含建设期
所得税后	年	8.37	含建设期
盈亏平衡点 (BEP)	%	48.03	生产能力利用率表示

资料来源：公司公告、联讯证券

公司拟公司 2017 年 6 月 30 日的总股本 9.86 亿股为基数，按每 10 股配售 2.5 股的比例向全体股东配售股份，共计可配售股份数量为 2.46 亿股。本次配股拟募集资金总额不超过人民币 23 亿元，扣除发行费用后的净额将全部用于投资年产 20 万吨稳定轻烃项目。2017 年 11 月 13 日，配股申请获得证监会审核通过。

四、依托新奥集团，能源工程业务持续受益

公司的能源工程业务由新地能源技术工程公司承接，公司于 2015 年自关联方新奥集团及新奥光伏收购新地工程 100% 股权，新地工程具有涵盖了市政公用工程咨询甲级、市政行业设计甲级、化工石化医药设计甲级、市政公用工程施工总承包壹级、化工石油工程施工总承包壹级等多项资质，在 LNG 液化工程、焦炉气制 LNG 以及节能环保等业务领域拥有领先的全流程工艺技术，依托公司“煤-煤化工”一体化的产业链布局和政府资源，开展能源工程的设计、施工及建设等服务。

2016 年，新地工程实现营业收入 19.69 亿元，实现净利润 3.06 亿元，净利率达 15.54%；2017 年上半年新地工程实现营业收入 10.89 亿元，实现净利润 1.36 亿元，净利率为 12.49%。2017 年，新地工程的关联交易收入将达到 34 亿元左右，其中新奥（舟山）的 LNG 加注站及新奥能源的天然气工程两个项目收入分别为 17 亿和 14 亿元，合计占关联交易收入的 91%。

图表15： 新地工程 2017 年预计关联交易收入

关联方	内容	交易类别	预计金额（百万元）
新奥（舟山）液化天然气有限公司	浙江舟山国际航运船舶液化天然气（LNG）加注站、浙江舟山国际航运船舶液化天然气-管线项目	设计、施工、销售	1700
新奥能源控股有限公司	设计、工程施工、销售设备及材料	设计、施工、销售	1400
新奥环保技术有限公司及下属子公司	南水北调霸州市配套工程--胜芳净水厂及配水管网工程等项目	设计、施工、销售	200
河北省金融租赁有限公司	20 万吨稳定轻烃项目，设备销售	销售	80
新奥科技发展有限公司	设备销售	设计、施工、销售	17
新奥集团股份有限公司	设计、工程施工、销售设备	设计、施工、销售	6
石家庄昆仑新奥燃气有限公司	设计	设计、施工、销售	2.5
北京永新环保有限公司	新能能源有限公司 20 万吨/年稳定轻烃项目水系统工程等项目	设计	0.6
合计			3406.1

资料来源：公司公告、联讯证券



新奥舟山 LNG 接收及加注站项目工程总投资超过 100 亿元人民币，其中一期总投资 58.5 亿元，LNG 处理规模 300 万吨/年，计划 2018 年 6 月投产；二期规模扩展到 600 万吨/年，计划 2020 建成投产；远期规模扩建至 1000 万吨/年。该项目将给新奥股份未来几年带来稳定的收益。

除了主要承接关联公司的工程建设服务，新地工程未来将开拓非关联项目，降低关联交易占比。通过建立“公司-分公司-项目部/设计部”三级市场开发体系及对管理层进行激励，新地工程外部市场开发取得初步效果，市场信息和渠道明显增多，外部市场大幅增加，市场应对能力显著提升。目前，新地工程在焦炉气综合利用业务的市场占有率达到 38%。未来，新地工程有望依托在工程及技术装备方面的优势及此前交易累积的项目经验，继续在天然气、节能环保、煤基清洁利用和小型液化撬装等领域拓展市场。

五、农兽药业务稳健发展，新增草铵膦项目逐步达产

公司农兽药业务主要产品包括：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、以嘧菌酯为代表的杀菌剂等。2016 年，公司实现农药产销量分别为 2 万吨、1.98 万吨，实现兽药产销量分别为 3542 吨和 3741 吨，其中，阿维菌素、伊维菌素及草铵膦产量分别为 287、84、491 吨，销量分别为 285、96、365 吨。

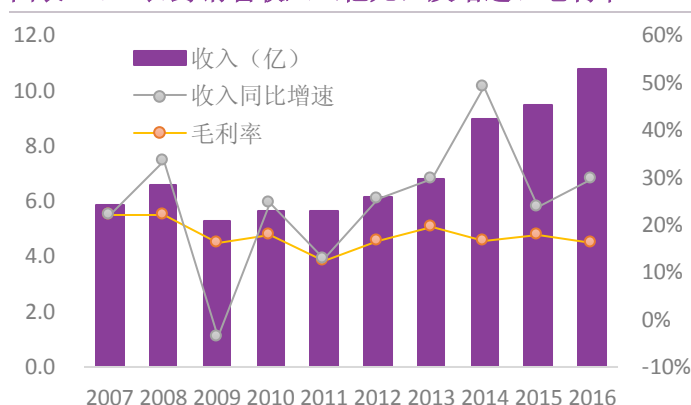
图表16： 2016 年公司主要农兽药产销情况

产品种类	产能（吨/年）	产量（吨）	销量（吨）	销售均价（元/公斤）
阿维菌素	200	286.97	285.39	369.26
伊维菌素	80	84.44	96.49	643.81
草铵膦	450	490.77	365.19	12.13

资料来源：公司债券评级报告、联讯证券

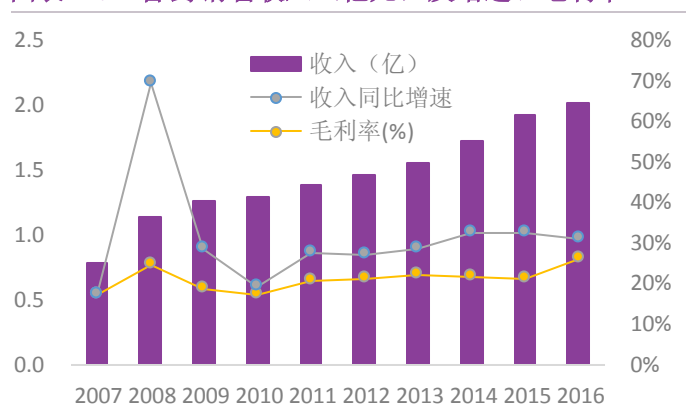
2016 年，公司农兽药销售收入分别为 10.74 亿、2.02 亿，毛利率分别稳定在 16% 和 26% 左右。自 2012 年至今，公司农兽药销售均保持在 5% 以上的增速水平，农药收入复合增长率达 15%，兽药收入复合增长率达 8.5%，农兽药业务收入继续保持稳健增长。

图表17： 农药销售收入（亿元）及增速、毛利率



资料来源：wind、联讯证券

图表18： 兽药销售收入（亿元）及增速、毛利率



资料来源：wind、联讯证券

公司已有草铵膦产能 450 吨，新增 1000 吨草铵膦项目已于 2016 年底建成，总产能达到 1450 吨/年。新项目目前处于试生产阶段，2017 年前三季度草铵膦开工率约为 70% 左右，到年底将达到 80% 左右，未来产能将逐步释放。随着转基因大豆种子的推广和



百草枯退出市场，在环保趋严的大趋势下，草铵膦小企业产能有望持续退出，利好供给改善，公司有望占据更大市场份额。

受前期环保督查、企业停限产、市场需求增加等多重因素影响，加之农药行业相关政策推进，2017 年上半年农药行业回暖趋势明显，农药价格指数反弹，截至 2017 年 11 月农药价格指数回升至 86.97，环比增长 3.79%，同比增长 29.03%。公司农药业务在整体市场环境回暖背景下有望带来业绩持续增长。

六、盈利预测及估值

我们预计 2017-2019 年，公司营业收入分别为 105.61 亿元、119.82 亿元、137.57 亿元，归母净利润分别为 8.67 亿元、14.73 亿元、17.07 亿元，以配股完成后的 12.32 亿股本计算，EPS 分别为 0.64 元、1.09 元、1.26 元。

图表19： 新奥股份分业务毛利预测

业务	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
煤炭产品	收入（亿元）	9.84	24.10	26.32	29.00
	成本（亿元）	4.70	12.67	14.70	16.86
	毛利（亿元）	5.13	11.43	11.62	12.14
	毛利率(%)	52.20%	47.43%	44.16%	41.86%
	自产煤收入（亿元）		16.10	16.32	17.00
	产能（万吨）	680.00	680.00	680.00	680.00
	销量（万吨）	592.39	700.00	680.00	680.00
	单价（元/吨）		230.00	240.00	250.00
	自产煤成本（亿元）		4.83	4.90	5.10
	自产煤毛利（亿元）		11.27	11.42	11.90
	自产煤毛利率(%)		70.00%	70.00%	70.00%
	贸易煤收入（亿元）		8.00	10.00	12.00
	贸易煤毛利（亿元）		0.16	0.20	0.24
	贸易煤毛利率(%)		2%	2%	2%
能源工程	收入（亿元）	19.51	34.00	35.70	37.49
	成本（亿元）	14.05	26.18	27.85	29.61
	毛利（亿元）	5.46	7.82	7.85	7.87
	毛利率(%)	27.99%	23.00%	22.00%	21.00%
LNG	收入（亿元）	2.51	2.85	3.15	3.45
	成本（亿元）	2.34	2.33	2.33	2.34
	毛利（亿元）	0.17	0.52	0.83	1.11
	毛利率(%)	6.82%	18.42%	26.19%	32.17%
	产量（万方）	15032	15000	15000	15000
	销量（万方）	15000	15000	15000	15000
	单价（元/方）	1.67	1.90	2.10	2.30
	单位成本（元/方）	1.56	1.55	1.55	1.56
甲醇	收入（亿元）	17.40	28.14	31.87	34.60
	成本（亿元）	13.63	22.72	25.96	28.36
	毛利（亿元）	3.77	5.42	5.91	6.24
	毛利率(%)	21.65%	19.28%	18.54%	18.03%



	自产甲醇收入(亿元)		13.14	13.87	14.60
	产量(万吨)	73.75	73.00	73.00	73.00
	销量(万吨)	73.05	73.00	73.00	73.00
	销售单价(元/吨)		1800	1900	2000
	自产甲醇成本(亿元)		8.02	8.32	8.76
	自产甲醇毛利(亿元)		5.12	5.55	5.84
	自产甲醇毛利率		39.00%	40.00%	40.00%
	贸易收入		15.00	18.00	20.00
	贸易甲醇毛利		0.30	0.36	0.40
	贸易甲醇毛利率		2.00%	2.00%	2.00%
二甲醚	收入(亿元)	0.94	0.94	0.94	0.94
	成本(亿元)	0.94	0.94	0.94	0.94
	毛利(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
农药	收入(亿元)	10.74	12.57	12.83	13.09
	成本(亿元)	9.01	10.56	10.78	10.99
	毛利(亿元)	1.72	2.01	2.09	2.16
	毛利率(%)	16.03%	16.00%	16.00%	16.00%
兽药	收入(亿元)	2.02	2.02	2.02	2.02
	成本(亿元)	1.50	1.50	1.50	1.50
	毛利(亿元)	0.52	0.52	0.52	0.52
	毛利率(%)	25.96%	25.96%	25.96%	25.96%
稳定轻烃	收入(亿元)			6	16
	成本(亿元)			4.20	11.20
	毛利(亿元)			1.80	4.80
	毛利率(%)			30.00%	30.00%
其他	收入(亿元)	0.99	0.99	0.99	0.99
	成本(亿元)	0.70	0.69	0.69	0.69
	毛利(亿元)	0.30	0.31	0.31	0.31
合计	收入(亿元)	63.95	105.61	119.82	137.57
	成本(亿元)	46.87	77.58	88.93	102.50
	毛利(亿元)	17.08	28.03	30.88	35.08
	毛利率(%)	26.71%	26.54%	25.78%	25.50%

资料来源：公司公告、联讯证券

我们选取了 9 家上市公司进行比较，包括：与公司整体业务结构相似的广汇能源、煤炭企业冀中能源和中煤能源、能源工程企业中国化学和中油工程、农兽药企业扬农化工、煤化工企业华鲁恒升和阳煤化工、天然气/LNG 企业中天能源，得到 PE (TTM)、2017 年 PE、2018 年 PE 平均值分别为 28 倍、26 倍、18 倍。以公司 2018 年 EPS 预测值 1.09 元及 18 倍 PE 计算，得到目标价 19.62 元，维持“买入”评级。



图表20: 可比公司 PE

股票代码	股票名称	最新收盘价	总市值	PE(TTM)	EPS			当前股价对应 PE	
					2016A	2017E	2018E	2017E	2018E
600256.SH	广汇能源	4.13	216	75	0.04	0.07	0.13	58	31
000937.SZ	冀中能源	5.69	201	20	0.07	0.33	0.38	17	15
601898.SH	中煤能源	5.59	741	21	0.15	0.28	0.32	20	18
601117.SH	中国化学	6.27	309	19	0.36	0.45	0.56	14	11
600339.SH	中油工程	6.15	343	15	0.23	0.26	0.29	24	21
600486.SH	扬农化工	45.56	141	26	1.42	1.89	2.44	24	19
600426.SH	华鲁恒升	13.49	219	20	0.54	0.73	0.97	19	14
600691.Sh	阳煤化工	3.13	55	-82	-0.52	0.08	0.18	39	17
600856.SH	中天能源	10.50	143	28	0.32	0.48	0.74	22	14
平均值								26	18

资料来源: wind、联讯证券; 注: EPS 为 wind 一致预测

七、风险提示

煤炭、甲醇、原油、LNG、农兽药等主要产品价格大幅下跌, Santos 大幅计提资产减值损失, 稳定轻烃项目建设进度不达预期



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	6396	10561	11982	13757	净利润	571	867	1473	1707
营业成本	4688	7758	8893	10250	折旧摊销	370	697	747	623
营业税金及附加	137	227	257	295	财务费用	427	372	291	289
销售费用	146	240	273	313	经营性应收项目变动净额	-204	987	-660	1044
管理费用	384	549	659	757	经营活动净现金流	1045	2497	1775	2668
财务费用	427	372	291	289	投资活动净现金流	-5906	-927	-927	-1427
资产减值损失	30	10	10	10	筹资活动净现金流	5331	-1216	-406	-433
营业利润	387	1145	1799	2094	现金净增加额	451	355	442	808
营业外收入	339	100	100	100	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
营业外支出	6	2	2	2	成长能力				
利润总额	720	1243	1897	2192	营业收入增长率	13%	65%	13%	15%
所得税	150	376	424	486	营业利润增长率	-63%	196%	57%	16%
净利润	571	867	1473	1707	归属母公司净利润增长率	-36%	52%	70%	16%
少数股东损益	52	79	134	155	获利能力				
归属母公司净利润	519	789	1339	1551	毛利率	26.70%	26.54%	25.78%	25.50%
EPS（元）	0.42	0.64	1.09	1.26	净利率	8.92%	8.21%	12.29%	12.41%
资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	总资产净利率	6.10%	8.45%	10.79%	11.00%
货币资金	2416	2771	3213	4021	ROE	11.41%	7.94%	12.08%	12.49%
应收账款	1483	1151	1847	1599	偿债能力				
存货	750	1305	1050	1664	资产负债率	70%	55%	52%	50%
流动资产合计	4089	4667	5550	6724	流动比率	59%	101%	119%	123%
固定资产	6126	6718	7261	8254	营运能力				
无形资产	1043	926	810	693	总资产周转率	0.36	0.58	0.61	0.63
资产总计	17718	18329	19656	21948	应收账款周转率	6.09	16.70	9.39	15.03
应付账款	2932	3587	3623	4419	每股指标(元)				
短期借款	3003	0	0	0	每股收益	0.42	0.64	1.09	1.26
流动负债合计	5935	3587	3623	4419	每股经营现金	0.85	2.03	1.44	2.16
长期借款	4031	4031	4031	4031	每股净资产	3.69	8.06	9.00	10.08
负债合计	12457	10109	10145	10942	估值比率				
所有者权益	5261	10723	12014	13509	P/E	35.40	23.28	13.71	11.83
负债和所有者权益合计	17718	20832	22159	24451	P/B	4.04	1.85	1.66	1.48

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com