

2018年2月26日

十年磨一剑，煤气化破局在即

买入（首次）

投资要点

- 依托技术创新和天然气市场优势，定位清洁能源中上游：**公司前身是农化类公司，近年来开始向能源化工业务方向拓展。作为新奥集团的重要组成部分，公司业务主要归口在天然气和煤基清洁能源开发的中上游，下有煤炭及煤化工板块、LNG 板块、工程公司板块和生物制药板块。
- 以煤为基，煤炭及煤化工业务提供重要的业绩支撑：**公司拥有核定能力 680 万吨/年的王家塔煤矿及达旗 60 万吨煤制甲醇装置。公司通过配股募集资金 22.39 亿元（净额）用于投资年产 20 万吨的稳定轻烃项目（联产 60 万吨甲醇），主要用于高清洁油品的添加剂和溶剂。未来随着供给侧结构性改革的深入，煤价大概率将延续上涨趋势，同时油价稳步上行叠加下游 MTO 市场的回暖，甲醇等相关业务的业绩也将增厚明显。
- 以气为本，LNG 板块有望成为发展新引擎：**除在煤层气、油田伴生气和焦炉气制备 LNG 业务上有稳定盈利外，公司还成为了澳大利亚油气上市公司 Santos 的第一大股东。受到前两年全球油气价格走低的影响，公司在 2015、2016 及 2017 上半年均计提了油气资产减值。我们预计未来公司进一步计提减值的可能性较小，同时随着油价的上涨，Santos 有望开始贡献业绩。
- 以工程为矛，工程公司是实现战略目标的重要抓手：**自从 2015 年公司获得新奥集团工程资产注入以来，能源工程业务收入贡献占比持续超过 30%。作为新奥集团舟山 LNG 接收站项目总承包商，一期项目预计今年年中实施完毕，二期扩产项目将按计划启动。另外，随着煤气化技术的投产，相信相关业务板块会有一个质的突破。
- 以技术为盾，煤气化项目的投产值得重点关注：**公司根据我国煤质特点，通过十年的研发和积累，已完成因煤因地制宜的多种煤气化技术开发。我们认为催化气化和加氢气化工业装置的投产将有重要意义，不仅帮助公司打通了产业链，实现了现有业务的有机整合，而且对于中国北方地区的煤炭高效、高附加值综合利用和北方的供热问题提供了一个全新的更优解决方案。
- 以药为辅，生物制药业务仍有提升空间：**公司生物制药业务包括农药和兽药原药及制剂的研发、生产和销售，拥有农药杀虫剂、杀菌剂、除草剂和兽药等多个品种。受前期环保督察、企业停限产、市场需求增加等多重因素影响，公司的农兽药业务呈现出全面复苏的趋势，随着通过精细化的运营管理，农兽药业务有进一步提升的空间。

投资建议

预计公司 17-19 年营业收入为 70.01、88.29 和 112.06 亿元，净利润为 6.16、14.98 和 19.91 亿元，EPS 为 0.62、1.22 和 1.62 元，PE 为 20X、10X 和 8X，考虑到可比公司估值水平(煤化工及油气能源类标的公司 2018 年 PE 平均 15 倍)，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原油、煤炭、甲醇等大宗商品价格大幅下跌；Santos 进一步大幅计提减值损失；稳定轻烃项目投产进度、煤气化技术稳定运行程度及 LNG 接收站建设进度不达预期。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6396	7001	8829	11206
同比(%)	13%	9%	26%	27%
净利润(百万元)	519	616	1498	1991
同比(%)	-36%	19%	143%	33%
每股收益(元/股)	0.53	0.62	1.22	1.62
P/E	23.8	20.1	10.3	7.7

资料来源：Wind，东吴证券研究所

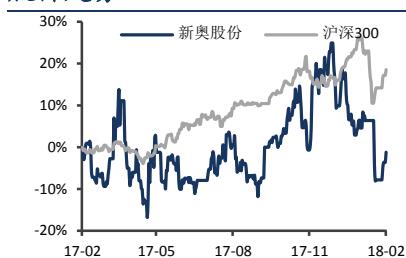
证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199761

chaiqh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	12.54
一年最低/最高价	11.25/16.51
市净率(倍)	3.39
流通市值(百万元)	15,416.12

基础数据

每股净资产(元)	4.9631
资产负债率(%)	72.019
总股本(百万股)	1,229.36
流通股(百万股)	1,229.36

相关研究

目 录

1. 公司概况	4
1.1. 提供天然气产品和煤基清洁能源整体解决方案是公司的战略目标	4
1.2. 主营业务发展平稳，能源化工业务贡献较大利润	5
1.3. 配股发行成功，募资投向稳定轻烃项目	5
2. 以煤为基，煤炭及加工业务提供盈利支撑	5
2.1. 煤炭及煤化工板块迎来新发展	6
2.1.1. 煤炭市场回暖，王家塔煤矿具备扩产潜力	6
2.1.2. 受益于 MTO 产业向好，甲醇业务有望再加码	7
2.2. 稳定轻烃项目有望形成新的业绩增量	11
3. 以气为本，LNG 板块有望成为发展新引擎	11
3.1. 煤层气及油田伴生气利用盈利稳定	12
3.2. 焦炉气制备 LNG 项目运行顺利	12
3.3. 油价上行背景下 Santos 有望贡献业绩	12
4. 以工程为矛，新地工程是战略版图的关键一环	13
5. 以技术为盾，十年专注研发打造核心竞争力	14
5.1. 催化气化及加氢气化技术值得关注	14
5.1.1. 相比传统工艺，催化气化技术的甲烷产率有显著优势	14
5.1.2. 加氢气化技术分级分质利用煤炭，联产芳烃成最大亮点	16
5.1.3. 因煤、因地制宜，提供量体裁衣式技术解决方案	17
5.2. 煤制天然气意义深远，成长空间或被打开	18
5.2.1. 煤气化技术兼具战略意义和经济效益	18
5.2.2. 煤气化或是解决雾霾问题的帕累托更优路径	18
5.2.3. 十年磨一剑，打通产业链成破局关键	19
6. 以药为辅，生物制药板块仍有提升空间	20
6.1. 环保限产和刚性需求提振农兽药行业	20
6.2. 公司对农兽药业务的定位是做精做细	20
7. 盈利预测与财务分析	22
7.1. 核心假设	22
7.2. 盈利预测与财务分析	22
7.3. 风险提示	23
公司财务报表数据预测汇总	24

图表目录

图表 1: 公司的组织结构示意图	4
图表 2: 公司营收及净利润变化趋势	5
图表 3: 2016 年公司各业务营收占比	5
图表 4: 公司煤炭产销情况	7
图表 5: 中国的甲醇产能增速较高	7
图表 6: 海外甲醇原料供应结构	8
图表 7: 中国甲醇的原料供给结构	8
图表 8: 甲醇下游产业链示意	8
图表 9: 2010-2015 我国乙烯产能产量及利用率	9
图表 10: 2010-2015 我国丙烯产能产量及利用率	9
图表 11: MTO 装置已投产情况	9
图表 12: 2009 年至今甲醇-煤炭价差变化 (元/吨, 价差=甲醇-1.35*煤炭)	10
图表 13: 未来几年, 全球甲醇产能扩张速度仍然较快	10
图表 14: 公司甲醇产销情况	11
图表 15: 新地工程 2016 年关联交易项目情况	14
图表 16: 催化气化工艺流程	15
图表 17: 公司催化气化研发思路	16
图表 18: 公司加氢气化研发思路	17
图表 19: 不同煤种特点及应用分布	17
图表 20: 公司开发的煤气化技术适用于全国大部分煤种	18
图表 21: 公司规划的业务版图	20
图表 22: 草铵膦原药价格走势 (万元/吨)	21
图表 23: 阿维菌素精粉的价格走势 (万元/吨)	21
图表 24: 农兽药业务收入情况(亿元)	21
图表 25: 公司分板块盈利预测 (单位: 百万元)	22
图表 26: 可比公司估值表	22

1. 公司概况

新奥生态控股股份有限公司（简称新奥股份，600803），总部位于河北石家庄，前身为威远生化，传统业务为农药、兽药原料药及制剂。

2004年，新奥集团和新奥投资借壳威远生化，在继续做好传统农兽药业务的同时，公司逐步向能源化工产业延伸。

2011年1月份，威远生化向新奥控股发行股份，购买新奥控股拥有的新能（张家港）能源有限公司75%的股权和新能（蚌埠）能源有限公司100%的股权，标志着公司正式进军能源化工产业。此后经过4年的努力，能源化工板块雏形初具，目前形成覆盖煤炭、煤化工、LNG等方向的包含清洁能源开采、清洁能源转化的能源化工新板块。

2014年12月份，公司正式更名为“新奥生态控股股份有限公司”，标志着公司业务整合告一段落，成功从一个农、兽药公司变更为围绕煤基、天然气能源布局的控股型公司。

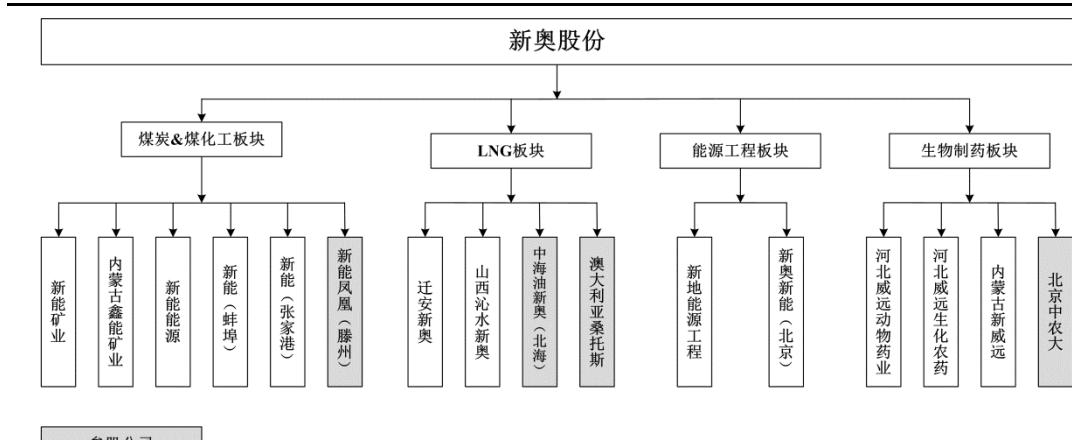
1.1. 提供天然气产品和煤基清洁能源整体解决方案是公司的战略目标

新奥股份是新奥集团清洁能源产业链重要的组成部分。

公司明确提出，新奥股份的战略方向是致力于清洁能源中上游的核心竞争力打造，将以现有产业为基础，依托技术创新和天然气市场优势，为客户提供天然气产品和煤基清洁能源整体解决方案，并依托丰富的化工基地运营管理经验，创新众投模式，构建产业发展新常态，成为创建美丽生态的清洁能源产品和服务商。未来公司的发展将源于三个方面：一是产业领域由煤化工转为深耕清洁能源上游；二是增长动力由原先的投资拉动向技术创新型转变；三是业务模式由过去简单的产品制造商向技术服务、整体解决方案的服务商转变。

目前，新奥股份下属子公司数量较多，大体可以分为天然气、煤炭及煤化工以及生物制药（农兽药）三个板块。几个版块的定位也比较清晰，在农兽药传统业务提供基础的前提下，天然气的生产和开采是根本，而围绕这一目标致力于煤炭及煤化工产业链的布局和拓展则有助于打造出公司的核心竞争力。

图表1：公司的组织结构示意图



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

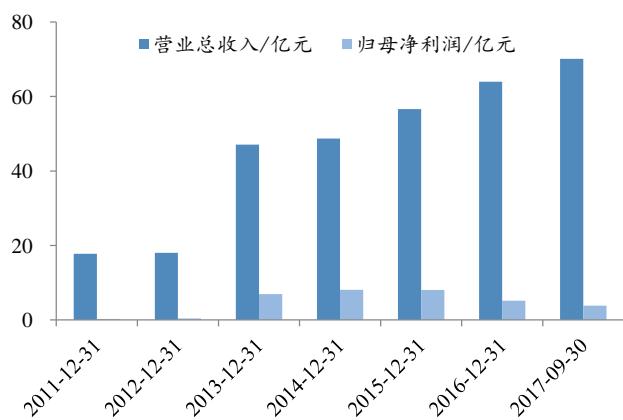
1.2. 主营业务发展平稳，能源化工业务贡献较大利润

目前，公司的主要业务涵盖天然气加工和销售、生产和销售，煤炭开采与洗选，甲醇、二甲醚能源化工产品生产和销售，能源技术工程服务，以及生物制农兽药原料药及制剂研发等。

近几年来，公司营业收入稳步提高。2016年，公司实现营业收入63.96亿元，同比增长13%，其中能源化工板块贡献了绝大部分收入，煤炭、甲醇和能源工程合计占比超70%，剩余农、兽药约占20%。归属于母公司所有者的净利润5.19亿元，同比减少36%，主要系财务费用扩大使得期间费用增加及持有的Santos公司经营亏损导致投资损失所致。

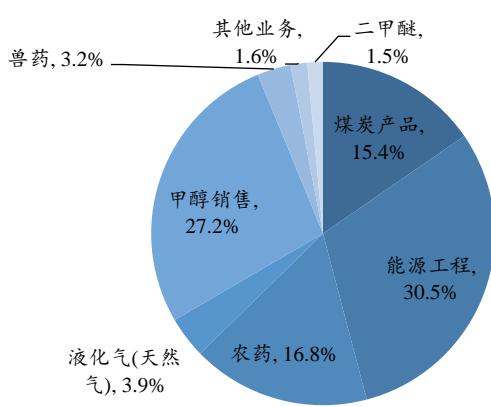
2017年上半年，公司实现营业收入46亿，同比增加77%，主要原因是煤炭、甲醇价格较上年同期有一定幅度的上涨，同时能源工程、农药业务量较2016年同期也有所增加。

图表2：公司营收及净利润变化趋势



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表3：2016年公司各业务营收占比



资料来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 配股发行成功，募资投向稳定轻烃项目

公司以股权登记日2018年2月1日上海证券交易所收市后公司总股本985,785,043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。公司配股价格为9.33元/股，实际配售243,570,740股，募集资金总额人民币2,272,515,004.20元，扣除发行费用后实际募集资金净额为人民币2,238,830,433.46元，将全部用于投资年产20万吨稳定轻烃项目。

稳定轻烃项目由公司控股子公司新能能源有限公司负责实施，项目建设地点位于内蒙古自治区达拉特旗新奥工业园区。

该项目利用当地丰富的煤原料，分别采用水煤浆气化、催化气化、加氢气化，配套低温甲醇洗、变换、合成、稳定轻烃等装置生产20万吨/年的稳定轻烃（联产60万吨甲醇），并副产2亿标准立方米/年的液化天然气和4.4万吨/年的液化石油气等副产品。

通过实施该项目，公司将进一步打通煤基能源清洁生产与利用产业链，推动公司重点发展清洁能源及精细化工产品的战略方向。

2. 以煤为基，煤炭及加工业务提供盈利支撑

公司煤矿及煤化工板块主要归口在新能矿业，进一步细分，又可以细分为煤炭开采业务和煤化工业务。

煤炭业务主要是伊旗的王家塔煤矿和达旗的板洞梁煤矿，其中王家塔煤矿在产，板洞梁煤矿还处在勘探阶段。

煤化工业务主要是甲醇业务，包括达旗的 60 万吨煤制甲醇业务和滕州新能凤凰的 72 万吨煤制甲醇业务。此外，公司还在达旗计划新建 60 万吨煤制甲醇扩产项目，预计 18 年中项目投产。

公司对煤化工版块的定位是做精做细，强调煤炭的清洁生产、清洁转化。

随着政府主导的供给侧改革的持续深入，油价的上涨，煤炭以及煤制甲醇业务逐步回暖，预计未来行业将维持较高的景气度。

2.1. 煤炭及煤化工板块迎来新发展

2.1.1. 煤炭市场回暖，王家塔煤矿具备扩产潜力

王家塔矿位于内蒙古鄂尔多斯市伊金霍洛旗，属东胜煤田万利矿区。

矿区面积 56.67 平方公里，主要矿种为不粘煤，极少数长焰煤零星分布。煤层埋深 150-456m，基本为单斜构造，近水平煤层，倾角一般 3-5 度，地质条件简单，瓦斯含量低。备案资源储量 10.9099 亿吨，矿井保有资源储量 10.5099 亿吨，可采储量 6.1722 亿吨。2010 年取得采矿许可证，开采工艺为长臂综采，开采深度在 1219 米标高至 920 米标高之间，煤矿的初始设计年产能为 500 万吨，2016 年初内蒙古自治区煤炭工业局批复核定能力 680 万吨/年，中远期该矿井可能具备年产 800 万吨的能力。

王家塔矿的煤炭生产外包给专业公司天地华泰进行开采，天地华泰根据公司月度经营计划进行煤炭开采。煤矿配套有洗煤厂，13mm 以上入洗，洗精煤占商品煤产率 40% 左右，主要产品有：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。

公司煤炭主要产品包括混煤和洗精煤，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。

王家塔矿区与新能源煤制甲醇厂区相隔不到百公里，在公司循环经济一体化环节中“煤-能源化工”的地理区位优势明显，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。

2016 年，受国家限产要求影响，公司当年煤炭产量、自产煤销量均同比减少 38.12 万吨、31.82 万吨，分别为 590.64 万吨和 592.39 万吨，同时煤炭平均销售价格同比增长 33.72% 至 143.33 元/吨，煤炭业务产能利用率同比减少 5.60 个百分点至 86.86%；产销率同比提高 1.02 个百分点至 100.30%，销售状况良好。

2017 年上半年，由于政府逐步放开了 276 个工作日的限产规定，加之供给侧结构化改革的深入，煤价总体呈现上涨趋势，目前公司仍处于满产满销的状态。

图表4：公司煤炭产销情况

项目	2015年	2016年	2017年1-3月
产能(万吨/年)	680.00	680.00	170.00
产量(万吨/年)	628.76	590.64	155.03
产能利用率(%)	92.46	86.86	91.19
平均成本(元/吨)	54.29	55.59	73.69
自产煤销量(万吨)	624.21	592.39	156.06
产销率(%)	99.28	100.30	100.66
平均售价(元/吨)	107.19	143.33	226.13
销售收入(亿元)	6.69	9.84	4.29
毛利率(%)	49.36	52.20	55.99

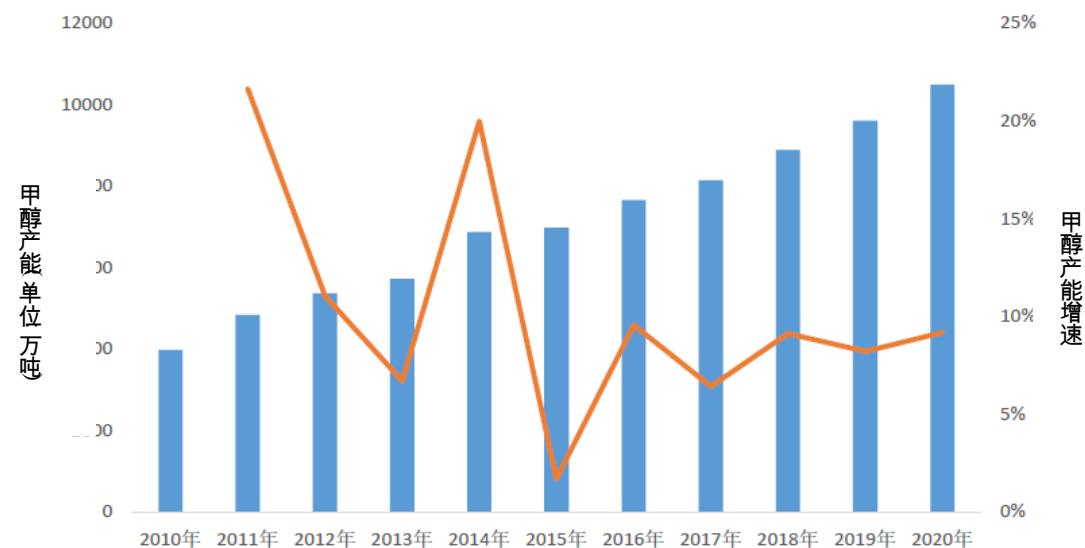
资料来源：公司债券评级报告，东吴证券研究所

另外，新能矿业还取得了由国土资源部换发的东胜煤田铜匠川板洞梁的探矿权《矿产资源勘查许可证》，板洞梁煤矿目前还处在勘察阶段，勘查面积 65.72 平方公里。该矿产系达旗按照自治区煤炭资源配置政策给予新奥集团达旗煤化工产业基地的配套建设项目。虽然进展偏慢，但是考虑到新能集团已经在达旗投资建设了煤制甲醇项目，预计探转采也只是时间问题。

2.1.2. 受益于 MTO 产业向好，甲醇业务有望再加码

中国是全球最大的甲醇生产国。根据隆众石化的统计，2016 年底，国内甲醇的产能 7855.5 万吨，约占全球产能的 58%。未来数年，中国的甲醇产能仍保持接近 10% 的增速稳步增长，但是大部分新增甲醇产能都和下游同步匹配。

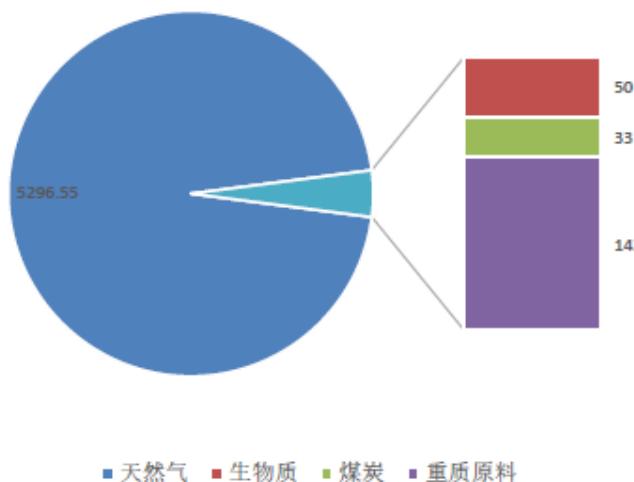
图表5：中国的甲醇产能增速较高



资料来源：IHS，东吴证券研究所

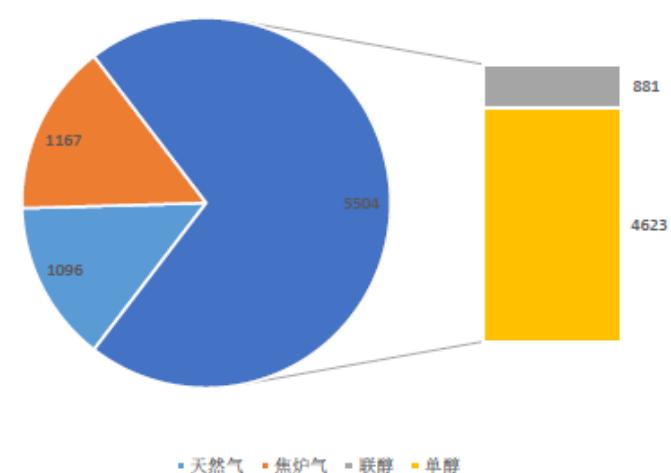
我国甲醇的原料结构和海外的甲醇原料结构存在显著差异，国内的甲醇主要以煤制甲醇为主，占比约为 70%，另外，焦炉气制甲醇占比约为 15%。

图表6：海外甲醇原料供应结构



资料来源：凯丰投资，东吴证券研究所

图表7：中国甲醇的原料供给结构

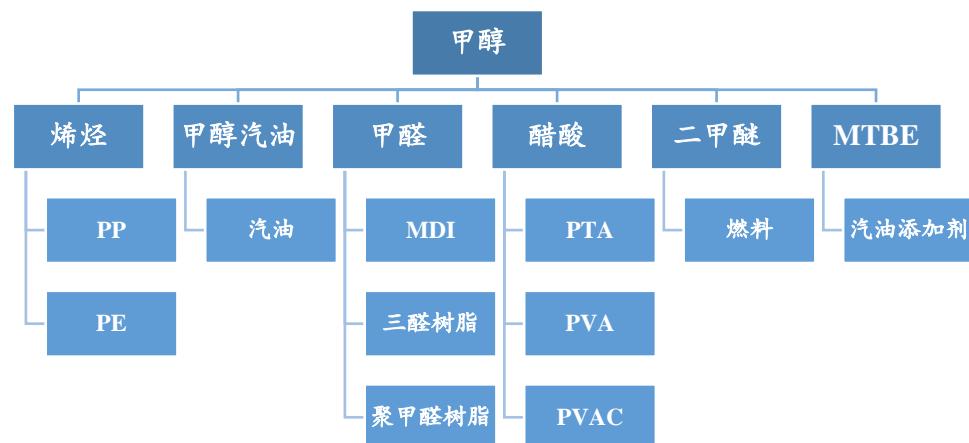


资料来源：凯丰投资，东吴证券研究所

甲醇下游应用广泛，主要包括甲醛、醋酸、二甲醚等。

随着甲醇制烯烃等新兴产业的发展，甲醇下游消费结构开始出现明显变化。国内甲醇制烯烃（MTO）行业自 2010 年开始起步，2011 年此类需求大约消耗甲醇 250 万吨，约占当年甲醇消耗总量的 10%。随后的五年间，每年维持上升，其中，以 2013 年、2015 年需求增幅最大。2016 年此类项目消耗甲醇量已达两千万吨以上，消耗甲醇占比接近 50%，在甲醇下游市场，远高于 12% 的甲醛、7% 醋酸和 6% 的二甲醚等传统消费以及 13% 的新兴消费甲醇燃料。

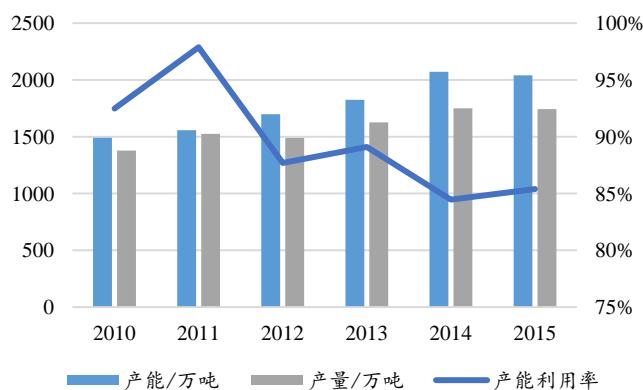
图表8：甲醇下游产业链示意



资料来源：东吴证券研究所整理

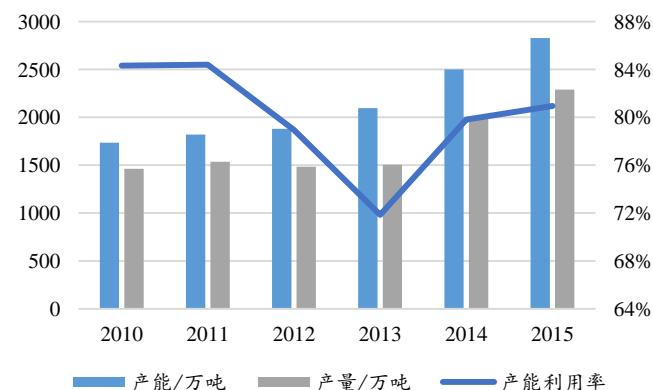
MTO 行业快速发展的动力主要来自下游需求。近几年来，我国烯烃需求逐年增加，当量缺口不断扩大。2015 年，我国烯烃整体需求达到 6800 万吨/年，而国内产量只有 3800 万吨/年，近一半缺口需要依靠从国外大量进口来弥补。其中，我国乙烯、丙烯的产能均在 2000 万吨以上，受到下游聚乙烯、聚丙烯需求增长的影响，乙烯、丙烯装置的开工率正在逐年攀升，乙烯装置的产能利用率接近 90%，丙烯装置的产能利用率也超过了 80%。

图表9：2010-2015 我国乙烯产能产量及利用率



资料来源：卓创资讯，东吴证券研究所整理

图表10：2010-2015 我国丙烯产能产量及利用率



资料来源：卓创资讯，东吴证券研究所整理

甲醇制烯烃技术或成我国甲醇需求增长的主要驱动力。尽管中低油价削弱了煤化工的竞争，但国内的能源结构与产业政策依然为 MTO 提供了生存空间，相关项目建设仍在进行，尤其是前期已在建设中的项目更是在加快推进。未来随着油价的上涨及烯烃行业需求的增长，来自 MTO 装置的甲醇需求有望进一步提升。

图表11：MTO 装置已投产情况

企业	烯烃产能(万吨/年)	甲醇产能(万吨/年)	甲醇缺口(万吨/年)	投产时间
神华包头	60	180	0	2010年7月
宁煤一期	50	150	0	2010年10月
大唐多伦	46	138	0	2011年6月
宁波禾元	60	0	180	2013年1月
延长中煤榆林	60	180	0	2014年7月
中煤榆林	60	180	0	2014年7月
宁煤二期	50	80	70	2014年9月
宁夏宝丰	60	150	30	2014年11月
山东联泓	34	0	100	2014年12月
蒲城清洁能源	70	180	30	2015年2月
浙江兴兴能源	60	0	180	2015年4月
阳煤恒通	30	0	90	2015年6月
神华榆林	60	0	180	2015年12月
中煤蒙大	60	0	180	2016年4月
神华新疆	72	216	0	2016年10月
中天合创	65	180	0	2016年11月
合计	897	1634	1040	-

资料来源：智研咨询，东吴证券研究所

图表12：2009 年至今甲醇-煤炭价差变化（元/吨，价差=甲醇-1.35*煤炭）



资料来源：中国产业信息网，东吴证券研究所

公司的煤制甲醇业务主要由新能能源开展，目前拥有鄂尔多斯达旗的 60 万吨在产甲醇装置，该装置的气化技术为 GE 水煤浆加压气化，设计年操作日为 300 天。

公司的甲醇主要销售区域为河北、山东地区，以现金和银行承兑汇票结算为主。2014 年 9 月份公司公告计划对新能能源进行扩产，扩产后的甲醇产能为 120 万吨/年，扩建装置预计 2018 年中投产。

短期来看，甲醇的盈利较好，主要原因是为了改善、华东、华北地区的大气质量，我国政府一方面在稳步推进煤改气，一方面加大环保督查力度，在采暖季对一些潜在影响大气质量的行业进行季节性限产，受此影响，甲醇的供应收缩幅度约为 50 万吨/月。

中期展望，未来几年，全球甲醇产能扩张势头明显，目前比较确定的主要是北美和伊朗的装置，供给约占全球总产能的 4% 左右。

图表13：未来几年，全球甲醇产能扩张速度仍然较快

	设计产能	2018	2019	2020	备注
Natgasline	175	175	175	175	17年11月初试车
Kaven	230	230	230	230	18年上半年试车
Marjan	165	82.5	165	165	18年一季度试车
Bushehy	165	-	-	165	
全球产能，万吨		13488	14058	14793	
占比		3.61%	4.05%	4.97%	

资料来源：Wind，东吴证券研究所

具体到公司的甲醇项目，我们认为短期最大的利好在于吉林康乃尔的 30 万吨甲醇制烯烃，该项目的甲醇全部外采，达旗是距离最近的甲醇供给基地。

整体而言，虽然中期的甲醇走势或略有下滑，但是公司在达旗生产的甲醇价格中枢会稳步上移。

图表14：公司甲醇产销情况

项目	2015年	2016年	2017年1-3月
产能(万吨/年)	60.00	60.00	15.00
产量(万吨/年)	77.01	73.75	20.30
产能利用率(%)	128.35	122.91	133.33
平均成本(元/吨)	894.86	975.52	1,289.79
自产煤销量(万吨)	77.18	73.05	18.59
产销率(%)	100.22	99.06	91.56
平均售价(元/吨)	1,461.45	1,483.11	1,915.35
销售收入(亿元)	12.11	17.40	5.46
毛利率(%)	38.57	21.65	21.56

资料来源：公司债券评级报告，东吴证券研究所

2.2. 稳定轻烃项目有望形成新的业绩增量

公司通过配股募集资金总额人民币 2,272,515,004.20 元，扣除发行费用后实际募集资金净额为人民币 2,238,830,433.46 元，全部用于投资年产 20 万吨稳定轻烃项目。稳定轻烃项目的产品主要以优质、清洁的石化产品为主，包括稳定轻烃、液化天然气及液化石油气。

稳定轻烃是以戊烷及更重的烃类为主要成分的液态烃类产品，俗称天然汽油，主要用于高清洁油品的添加剂和溶剂，和汽油市场的未来发展趋势密切相关。

2016 年我国汽油产量为 1.29 亿吨，进口量为 20.80 万吨，出口量为 969.70 万吨，表观消费量为 1.20 亿吨，卓创资讯预计到 2020 年，汽油需求将达到 1.5 亿吨左右。

随着出行方式的多元化，预计汽油消费增速趋缓。但是，随着环保要求的提高，汽油标准越来越严格，要求汽油中硫含量越来越低，自 2018 年 1 月 1 日起，我国将全面实现国五标准（硫含量不大于 10mg/kg）。

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、高标准汽油添加剂，具有良好的蒸发性和抗腐蚀性，且可以对汽油进行调和，升级汽油质量。公司的产品稳定轻烃具有硫含量低的特点，产品环保性能优越，符合国家产业政策，具有较大的市场空间。

3. 以气为本，LNG 板块有望成为发展新引擎

燃气分销是新奥集团的核心业务。

新奥集团拥有完备的能源运输网络，在非管道燃气的运输能力居国内首位。目前，新奥集团共拥有天然气运输车 500 余辆，CNG、LNG 运输能力超过 10 亿立方米/年，一次最大运输能力超过 1,405 万立方米，能源物流方面在国内率先取得危险货物运输资质。

受制于国内产业政策滞后，上游领域开放较晚，上游燃气资源的锁定一直是新奥集团的短板。虽然新奥集团先后在广西北海、山西晋城、河南平顶山建有自备 LNG 工厂，年生产能力近 3 亿方；在河北唐山、江西九江、云南曲靖投资建设天然气加工厂，建成后整体年生产能力将达 8 亿。但是这些燃气资源成本偏高，供应不稳定，和巨大的下游市场相比仍有较大差距。

2014 年 8 月份公司公告，将山西沁水新奥燃气有限公司 100% 的股权及中海油新奥（北海）燃气有限公司 45% 的股权注入新奥股份。考虑到沁水项目和北海项目归属于新

奥(中国)燃气投资有限公司，而后者又是新奥能源控股有限公司的全资子公司，我们有理由认为这是新奥集团梳理业务板块的开始。从这个角度合理推断，燃气分销相关业务主要划分在新奥能源，燃气中、上游业务则归口于新奥股份。

3.1. 煤层气及油田伴生气利用盈利稳定

沁水新奥以煤层气制 LNG，其中一期日处理 LNG 15 万方/天、二期 30 万方/天，合计 45 万方/天，满负荷运转。生产 LNG 所需的原料气为煤层气，沁水新奥与中联煤层气有限责任公司签署了期限为 15 年的长期采购合同，煤层气通过管输形式直接输送至沁水新奥工厂。2016 年，沁水新奥实现营业收入 2.5 亿元、净利润 114 万元；2017 年通过对收率的提升和增加进气量使产量比计划有所增加，上半年实现营业收入 1.3 亿元，净利润 900 万元。

北海项目系参股项目，目前公司有 45% 的股权，其余股权为中海油所有。中海油北海 LNG 工厂设立于北海涠洲岛，LNG 加工的原料气为中海油海上石油伴生气，产品主要销往珠三角地区。

3.2. 焦炉气制备 LNG 项目运行顺利

焦炉煤气制 LNG 主要指焦炉煤气通过升压净化、甲烷化和低温液化等工序后，得到甲烷体积分数 99% 以上的 LNG。该工艺能够将焦炉煤气中的碳氧化物、氢气转化为无害且经济效益高的市场需求从产品，是目前开辟的天然气资源的新方向。

焦炉煤气的利用途径广泛，制 LNG 工艺的能量转化率高于 64%，其产品市场容量大，并且可以联产氢气，具有投资小、产品综合利用率高、经济效益高等优势。焦炉煤气制 LNG 技术符合国家节能减排政策，是国家鼓励发展的新技术。

公司在焦炉气综合利用业务的市场占有率达到 38%。目前，河南京宝焦炉气制液化天然气项目从 2013 年 5 月开车成功，至今稳定运行，达到日产 30 万立方米 LNG 的设计能力，是国内首套稳定运行超过一年的焦炉煤气制 LNG 装置，是长周期稳定运行的典范工程。此外，唐山古冶焦炉气制 LNG 项目、曲靖云头焦炉气制 LNG 项目以及鹤岗佳润能源有限公司焦炉煤气制 LNG 等项目均已投产运行。

3.3. 油价上行背景下 Santos 有望贡献业绩

在天然气中上游领域实施产业布局是公司清洁能源发展规划，该规划的实施除了国内投资建设 LNG 工厂、煤制气技术产业化以外，还包括海外天然气战略投资，即成为澳大利亚第二大油气上市公司 Santos 的第一大股东。

2016 年 4 月，公司全资子公司新能香港以现金方式收购懋邦投资持有的联信创投 100% 股权，收购价格 754,809,895 美元（《股权转让协议》约定：按照 1 美元=6.5 元人民币的汇率换算成人民币约为 490,626.43 万元）。公司通过收购联信创投 100% 股权，持有澳大利亚上市公司 Santos 209,734,518 股的股份，截至 2017 年 2 月 17 日该等股份占 Santos 已发行流通股股份总数比例为 10.07%，为 Santos 第一大股东。

Santos 的业务领域为碳氢化合物的勘探、开发、生产、输送和营销，其生产的天然气输往澳大利亚，印度尼西亚以及其它亚洲市场。Santos 总证实储量 4.85 亿桶油当量，证实已开发储量 2.95 亿桶，目前运营 DLNG 项目、PNG-LNG 项目、GLNG 项目等，天然气储存量丰富，且具有领先的开发生产技术。作为澳大利亚领先的油气生产商，

Santos 具备丰富的地下作业项目、常规和非常规天然气勘探开发经验，其亦作为运营方参与大型 LNG 项目及相关基础设施建设，与大型国际油气公司建立有良好的合作关系。通过本次收购，公司有望与 Santos 在国际能源业务领域展开合作，有助于完善上市公司天然气全产业链布局，加深与国际油气公司的合作，实现国际化的发展战略。

2016 年 Santos 税后法定净亏损 10.47 亿美元(包括 GLNG 项目资产减值损失 10.5 亿美元)，主要原因是全球油气价格持续走低背景下公司计提油气资产减值所致。2017 年，Santos 在半年业绩中确认约 6.9 亿美元的税后非现金减值，从而导致公司净利润本期较上年同期减少 35.5%。

由于 Santos 之前降低了对布伦特原油价格的预测值，即 2017~2021 年对应的预测油价分别为 50、55、60、65、70 美元/桶。在这样的假设下，公司在 2017 年中报时计提减值。实际上，2017 年全年布油均价达到了 54 美元/桶，未来公司进一步计提减值的可能性较小。

随着油价的回升，Santos 有望开始贡献业绩。受到石油输出国组织及其盟国减产以及需求增加的提振，布伦特原油在 2018 年初就已经升破了每桶 70 美元的整数关口。受益于坚实的基本面和紧缩的平衡，以及欧佩克平衡市场的意愿，我们认为原油 2018 年的全年均价有望从 2017 年的 54 美元/桶上涨至 65 美元/桶。由于 Santos 2015~2016 年的产量分别是 58 百万桶油当量和 62 百万桶油当量，未来几年如果按 60 百万桶油当量的产量计算，那么油价每上升 10 美元，将为公司带来约 1 亿元的投资收益。

4. 以工程为矛，新地工程是战略版图的关键一环

2015 年，新奥集团正式将新地能源工程技术有限公司（新地工程）注入新奥股份。新地工程主要从事天然气、节能环保及新型化工等领域的技术研发、工程设计、设备制造与集成、项目管理与工程建设等的一体化服务业务，是一家能源清洁利用及节能环保领域的高新技术企业。

新地工程拥有市政公用工程咨询甲级，市政行业设计甲级，化工石化医药行业设计甲级、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资质。多年来，积累了丰富的业绩与行业经验，并获得中国土木工程詹天佑等奖项。凭借优异的技术创新能力与专业实力，新地工程持续为客户提供优质、高效、安全、环保的整体解决方案及一体化服务。

新地工程的核心业务是 LNG 液化工程、焦炉气制 LNG 以及煤化工相关的节能环保业务。截至 2016 年底，公司工程能源施工主要项目包括：唐山新奥永顺焦炉煤气制 LNG 项目、陕西北强能源有限公司 10 万吨/年焦炉煤气制 LNG 项目、山西华阳燃气有限公司焦炉煤气制合成天然气项目、秦皇岛安丰钢铁有限公司焦炉煤气制液化天然气项目等。目前，公司已拥有授权发明专利 23 项、软件著作 27 项等，整体技术实力较强，同时公司项目建设管理经验丰富，使得能源工程业务的毛利率维持在较高水平。

依托于集团一体化发展和扩张的优势，新地工程主要背靠集团的建设开展业务。2016 年，新地工程实现营业收入 19.69 亿元，净利润 3.06 亿元，其中关联交易部分占比很高。

图表15：新地工程 2016 年关联交易项目情况

关联方	内容	发生金额/万元
新奥能源控股有限公司	设计、工程施工、销售设备及材料	83,725.55
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	74,915.13
北京永新环保有限公司	新能源有限公司浓盐水减排EPC项目；南京、石家庄、黄骅危废处理项目、鄂尔多斯废水软化	847.16
霸州市新胜供水有限公司	南水北调霸州市配套工程--胜芳净水厂及配水管网工程	1,954.91
石家庄昆仑新奥燃气有限公司	设计费	38.36
廊坊市新智污泥处理技术有限公司	廊坊危废处理二期（集成撬+安装）、36吨/天移动危废处理项目	1,074.17
南京新奥环保技术有限公司	超临界氧化处理工业固体废物项目	4,853.73
新奥科技发展有限公司	加氢气化改造	544.52
上海泛智能源装备有限公司	设计费	9.43
石家庄新奥环保科技有限公司	石家庄危废项目等	89.62

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

新奥舟山液化天然气（LNG）接收及加注站项目，是中国首个民营企业投资建设的 LNG 接收站项目，总投资 100 亿元，占地面积约 65 万平方米，分两期建设，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。作为新奥集团舟山 LNG 接收站项目总承包商，未来随着项目的推进，预计将为新地工程带来持续稳定的收益。

目前，市场对新地工程注入新奥股份的意义或有低估，我们认为，新奥股份的战略定位是为下游客户提供天然气、煤基等清洁能源的解决方案，上有能源研究院，下有销售公司，随着业务的扩张和发展，工程公司将成为实现这一战略企图的重要抓手。

5. 以技术为盾，十年专注研发打造核心竞争力

新奥集团下属的新奥能源研究院聚焦煤基低碳能源技术、可再生能源多联产技术、环保零污染技术和泛能网技术领域，致力于为新奥清洁能源整体解决方案提供技术支撑。在煤气化技术领域，研究院于 2008 年就开始了新型煤制天然气项目的立项，经过十年的研发和攻关，在基础研究、小试到中试开发验证阶段取得了关键技术的突破。

目前已经形成催化气化、加氢气化、浆粉耦合气化、超临界气化等核心技术的专利群，相关项目进入到全面产业化的示范阶段。

5.1. 催化气化及加氢气化技术值得关注

所谓催化气化，是将煤催化气化制天然气技术是在多功能催化剂作用下，煤和气化介质在一个反应器内同时发生煤气化、变换和甲烷化三个反应，将放热反应和吸热反应结合起来，大幅提高甲烷产率和系统能效，是煤制天然气最有效的工艺途径之一。

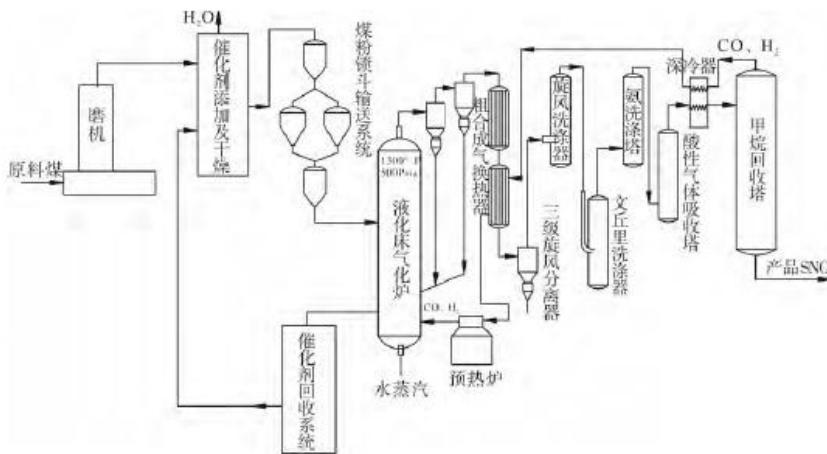
5.1.1. 相比传统工艺，催化气化技术的甲烷产率有显著优势

常规的煤气化工艺会经历煤气化、水气变换、甲烷化三阶段，其中 $C + H_2O \rightarrow CO + H_2$ 、 $2C + CO_2 \rightarrow 2CO$ 为吸热反应，但同时发生的 $C + 2H_2 \rightarrow CH_4$ 是非常慢的放热反应，速率仅

为前者的千分之一, 所以气化反应动力学决定了粗合成气中通常只含少量 CH_4 (8-10%), 主要成分是 H_2 和 CO , 而且反应吸热量极大。

在传统气化工艺中，往往需要向反应器注入大量纯氧与煤发生燃烧反应，提供前两个吸热反应所需的热量。但在催化气化反应里，碱金属催化剂对上述放热反应有惊人的促进作用，一步法完成气化、甲烷化反应，产生大量 CH_4 （最终产率 24%），大大减少整个气化反应的吸热量，而且催化剂还可以提高气化反应速度，降低反应温度，大幅提高甲烷产率和系统能效，是煤制天然气最有效的工艺途径之一。

图表16: 催化气化工艺流程



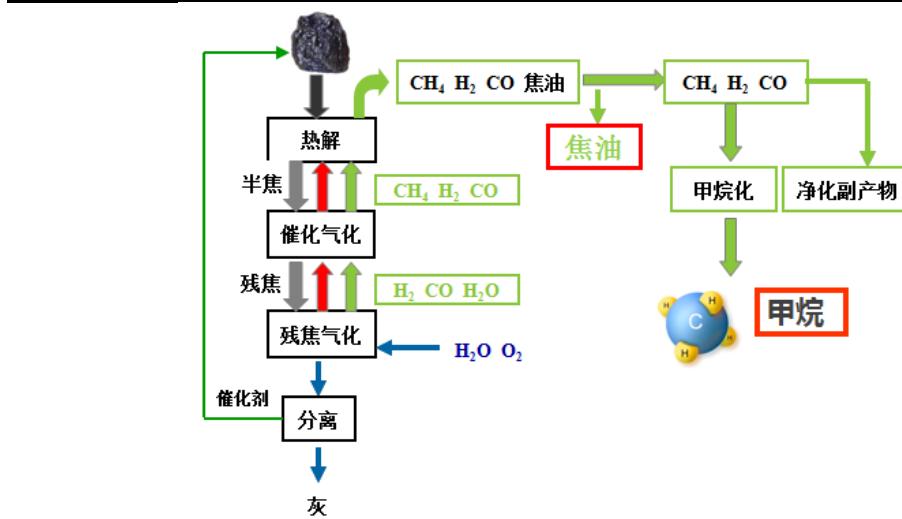
资料来源：CNKI，东吴证券研究所

值得注意的是，这种催化气化工艺最早来自于埃克森美孚，但新奥创造性的对反应器内部结构进行了改进，把反应器分为上、中、下三个区。上部为煤的热解区，中部为煤的催化气化区，下部为残渣气化区。气化剂从气化炉底部通入，原料煤从反应器上部加入，在热解区与下面催化气化区、残渣气化区产生的高温粗合成气接触，发生热解反应，生成富含甲烷的热解气体及焦油等产物从反应器顶部排出；经热解反应的煤粉通过溢流装置进入催化气化区，在碱金属催化剂的作用下发生催化甲烷化等反应；未充分反应的煤残渣进入最下面的残渣气化区，在气化剂水蒸气和氧气作用下继续反应。

这种设计的好处在于将热解、气化、燃烧耦合于多层次流化床中，实现分级转化，既可提高能效，也可减少设备投资。另外，新奥也对催化剂体系进行了改进，针对不同品类的原料煤可提供不同的催化剂组合。

由于相比固定床，流化床产生的三废很少，其中废气送火炬燃烧，净化后达标排放；废水零排放；废固（气化灰渣和锅炉灰渣）资源化利用，副产焦油2-5%。同时，能源整体转化效率59.98%，达到先进级（56%）以上。

图表17：公司催化气化研发思路



资料来源：新奥能源研究院，东吴证券研究所

目前看，公司研发的催化气化技术具有显著优势，一是煤种适应性广。烟煤、次烟煤和褐煤均可采用该技术实现高效利用。二是能量利用效率高。采用煤热解、催化气化、燃烧相结合的分级转化技术，过程热效率高达 72%，比常规技术高 10% 左右，提高甲烷产率的同时，减少二氧化碳排放。三是过程经济性好。甲烷和焦油联产，大幅提高过程经济性。四是环境友好。煤气降温采用间接冷凝技术，不产生洗焦废水，炉内未分解水用于催化剂回收，无废水排放问题。该技术在煤炭高效清洁利用、大气污染防治等方面具有广阔的市场前景和社会效益。

公司已完成催化气化技术已经完成 5 吨/天投煤量的中试装置开发，计划于 2018 年完成 1500 吨/天投煤量的工业示范装置的建设和试验。

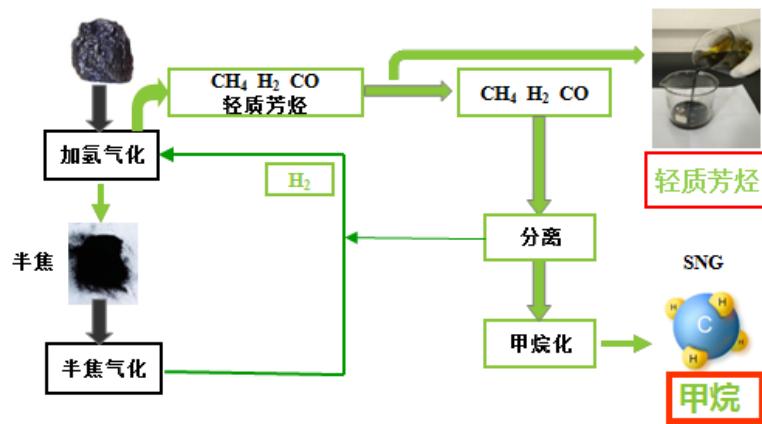
5.1.2. 加氢气化技术分级分质利用煤炭，联产芳烃成最大亮点

煤加氢气化，是指在一定温度（800-1000°C）和压力（5-7MPa）条件下，将煤粉和氢气同时加入气化炉内，依靠氢气对煤热解阶段释放自由基的稳定作用和气化阶段与半焦中活性碳的反应得到富含甲烷的气体、同时副产高附加值的芳烃油品(BTX、PCX 等)以及清洁半焦的过程。

与其他煤制甲烷工艺相比，加氢气化的技术优越性在于反应温度相对较低，工艺系统效率高（高达 75%-80%），产品气中甲烷含量高（高达 60%-80%），生成的二氧化碳少（小于 3%）；同时加氢气化副产苯、萘、苊、菲、芴等高附加值的液相芳烃产品，其技术经济性优于其他气化工艺路线。加氢气化立足于煤制天然气并联产高附加值芳烃油品，通过对煤分级、分质、梯级利用实现煤炭的全价、高效、清洁转化，是新型清洁煤气化技术，与传统煤焦油产品相比，芳烃含量高；分离回收工艺简单易行，兼具煤制气和煤制油的技术优势。

目前，公司已完成加氢气化技术已经完成中试装置开发，计划在 2018 年中完成 400 吨/天投煤量的工业示范装置的建设和试验。

图表18：公司加氢气化研发思路



资料来源：新奥能源研究院，东吴证券研究所

5.1.3. 因煤、因地制宜，提供量体裁衣式技术解决方案

不同地区的煤炭资源的资源禀赋、煤质特征差别较大，合理的煤炭清洁利用方案必须因煤、因地制宜。

按照中国煤炭分类标准 GB/T 5751-2009 体系中，根据干燥无灰基挥发分等指标，可以将我国的煤种分为无烟煤、烟煤和褐煤，其中烟煤占比达到 75%，褐煤和无烟煤分别占比 12% 和 13%。

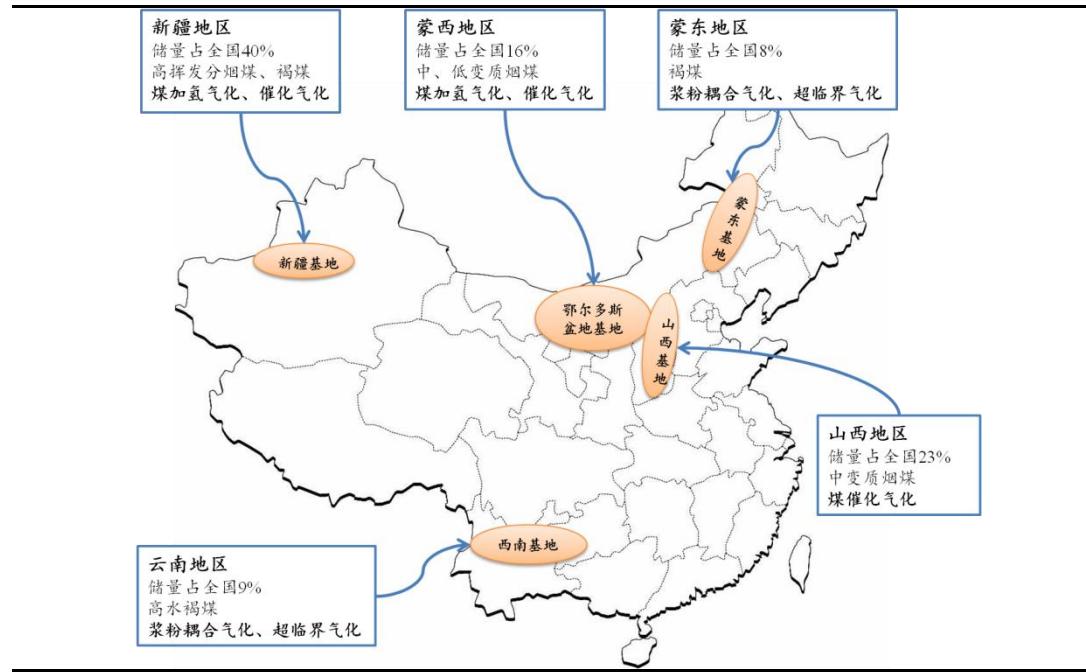
图表19：不同煤种特点及应用分布

煤种	特点	应用	分布地区
无烟煤	煤化程度最高，含碳量高达 90-98%，含氢量较少，一般小于 4%，硬度高，燃点高，火焰短，化学反应弱	主要生产氮肥和民用，部分用作电厂动力煤、钢厂烧结煤和喷吹煤	主要分布在山西和贵州，其次是河南、四川
烟煤	含碳量为 75%-90%，不含游离的腐殖酸，大多数具有粘结性，发热量较高，多数能结焦	主要用于动力和民用	主要分布在新疆、山西、内蒙等地
褐煤	煤化程度最低的煤，含原生腐植酸，高水分高挥发分，低发热量低灰熔点，热稳定性差，化学反应性强，在空气中容易风化，不易储存和运输	主要是发电和动力用煤，也可作化工原料、催化剂载体、吸附剂、净化污水和回收金属等	主要分布在内蒙地区，占比超全国褐煤资源的 3/4

资料来源：东吴证券研究所整理

公司开发的催化气化技术可以适用于烟煤、次烟煤和褐煤等多种煤质。加氢气化技术则对于高效利用占我国储量 40% 以上的低阶煤资源，尤其是高挥发份的次烟煤资源有重要作用。再加上对高含水褐煤有显著效果、同时已完成技术储备的浆粉耦合气化和超临界气化技术，公司根据我国煤质特点，已完成四种新型煤制气技术的开发，真正做到了因煤因地制宜，高效清洁利用。

图表20：公司开发的煤气化技术适用于全国大部分煤种



资料来源：新奥能源研究院，东吴证券研究所

5.2. 煤制天然气意义深远，成长空间或被打开

如前所述，在新奥集团的业务体系内，新奥股份的定位应该是天然气和煤基清洁能源中上游，但是公司目前的几大业务板块彼此之间缺乏必然的有机联系，部分制约了公司估值的提升。随着今年年中先进煤气化技术的试车，公司的各大业务板块有望构成一个有机整体，服务集团给新奥股份的中国清洁能源解决方案提供商的战略定位。

5.2.1. 煤气化技术兼具战略意义和经济效益

作为富煤贫油少气的国家，我国是全球最大的煤炭生产国和消费国，长期以来煤炭一直占据一次能源消费的绝对主导地位。然而，随着大气污染防治方案等环保政策的出台，以及各地煤改气和油改气项目的推进，煤炭资源的过剩和天然气的旺盛需求成为鲜明对照。在这一背景下，发展煤制气技术，一方面有利于消化煤炭行业持续增长的产能，便于对煤炭分散消费过程中产生的污染进行集中控制；另一方面也成为解决天然气紧缺问题的有效途径之一。

一般来说，煤的利用路线主要有直接燃烧发电、转化制油、制天然气、制甲醇、制烯烃等技术，其中煤制天然气效率最高，理论上可超过60%，因此从综合能源利用效率看，煤用于转化成天然气作为清洁能源是最高效节能的。另一方面，从经济性的角度来看，当煤炭价格为500元/吨时，煤制天然气的成本约为1.9~2元/立方米，而进口气到达中国口岸价普遍超过2元/立方米，入管网价在2.48元/立方米以上，与进口液化天然气相比，煤制气优势更是扩大到1.5元/立方米以上。

目前，我国天然气供给的对外依存度比较高，在国内需求市场日益扩大的情况下，我国在国际能源市场上的谈判能力比较弱。如果能在煤制气领域有所突破，成功降低煤制天然气生产成本，将有助于压低天然气进口价格；同时在供给保障方面，一旦进口天然气资源骤减，煤制气可以作为一种补充手段保障社会与经济的正常运行。

5.2.2. 煤气化或是解决雾霾问题的帕累托更优路径

雾霾治理是关系到国计民生的热点话题，经过近几年的努力，环保部对雾霾成因的分析更加切中肯綮。

2017年政府工作报告开始提出系统化的多渠道治理手段，把雾霾治理细化到五个方面的工作，限于篇幅，我们不予展开。2017年的政府工作报告首次提出散煤综合治理是雾霾治理的抓手。“要加快解决燃煤污染问题。全面实施散煤综合治理，推进北方地区冬季清洁取暖，完成以电代煤、以气代煤300万户以上，全部淘汰地级以上城市建成区燃煤小锅炉。”

原煤散烧和燃煤小锅炉是中国华北地区雾霾的重要抓手，但是实践过程中，很容易出现片面化倾向。在提出我们的观点之前，我们先提出几个重要的假设。

首先，雾霾治理必须跨区域治理，城乡一体统筹，PM2.5的影响范围大体是千公里的尺度，如果只是将焦点集中在大城市，忽略城镇，可能会劳而无功。

其次，基于中国的资源禀赋，多能并举可能是解决中国华北地区雾霾治理的重要抓手。目前北京地区的天然气供应的峰谷差已经接近16:1，这种极度畸形的峰谷差给上游的生产和管输带来极大的考验。

再者，解决华北地区的生产、生活用能，必须坚持全生命周期最优的观点，从全局的角度入手，寻找出帕累托最优的解决方案。

最后，如果从污染管控的角度看，无论是煤炭还是燃气，规模利用、集中利用都比分散利用的环境影响好，但是燃气分散利用的副作用相对较小，可以酌情适度分散。

基于上述原则，我们认为在大规模煤改气和煤改电之外，煤气化技术可能是解决华北地区雾霾治理的更优路径，该技术不仅能有效解决天然气巨大的峰谷差问题，而且能够抑制劣质散煤的利用。

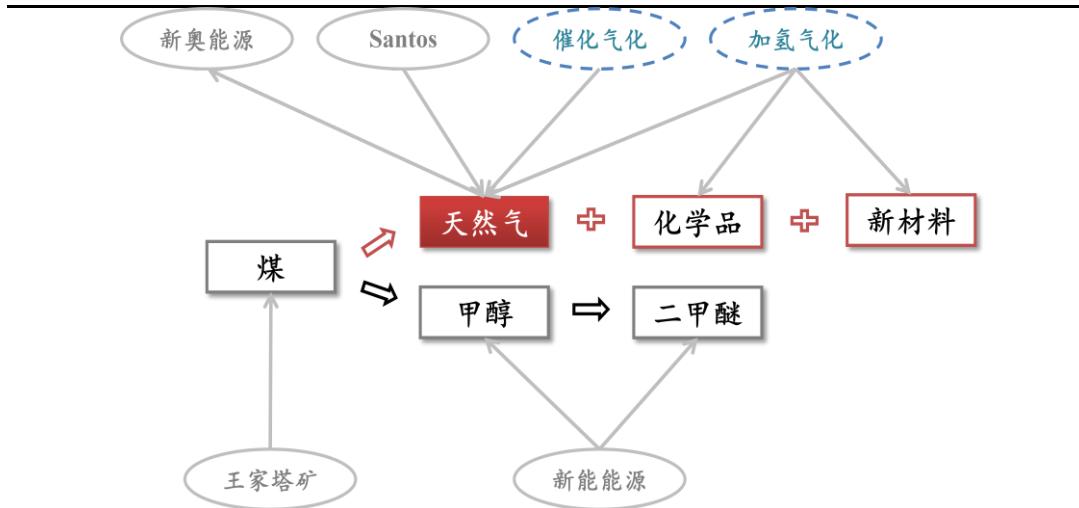
5.2.3. 十年磨一剑，打通产业链成破局关键

我们认为，公司研发煤气化技术已有十年的积累和沉淀，此次催化气化和加氢气化工业装置的投产有着重要意义。

首先，于行业而言，工业装置的成功运行等于找到了一条煤清洁化利用的高壁垒路线（投资高技术难），而且是针对性的解决了天然气资源紧张的问题，示范效应不言而喻；

其次，对公司而言，从天然气贸易商起步向上游发展，围绕煤基开展清洁能源的开发和利用，目前“煤→甲醇→化学品”的产业链已经稳定和成熟，如果再实现煤制天然气的突破，则在 Santos 油气田之外依靠自有技术将产业链打通，解决了气源的问题，同时“煤→天然气+化学品+新材料”的发展路线渐渐明晰，未来的发展空间正在被打开。

图表21：公司规划的业务版图



资料来源：东吴证券研究所整理

6. 以药为辅，生物制药板块仍有提升空间

6.1. 环保限产和刚性需求提振农兽药行业

2017年上半年农药价格指数反弹，行业回暖趋势明显。受前期环保督察、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的推进，农药行业逐步走出低谷。据中国农药工业协会统计数据，2017年以来，农药价格指数较去年同期大幅增加，4月份中国农药价格指数为83.03，环比上涨3.20%，同比上涨18.33%；5月份农药价格指数持续上涨，为83.62，环比增加0.71%，同比大涨19.87%，行业利润增幅进一步扩大，行业回暖明显。

另一方面，随着国家对动物食品安全的重视程度逐步提高，兽药行业监管的日趋严格，未来几年仍将是我国兽药行业快速整合和发展的时期，兽药产量增幅放缓或将成为常态，但刚性需求不会改变，我国始终是全国兽药企业竞争的最大潜在市场，随着养殖规模化水平的进一步提升，环保和安全压力持续加大，行业整合力度加大，产能集中度逐步提升。

在环保限产和需求端提升的共同刺激下，公司的产品价格都有较大幅度的上扬。草铵膦价格在2016年年中开始一路上涨，至2017年10月草铵膦价格已突破20万元/吨。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，小企业产能有望持续退出，利好供给改善，同时受原材料成本增加和外贸需求逐渐旺盛的影响，我们预计草铵膦价格会延续上涨趋势。另一方面，作为杀虫、杀螨的主要复配成分之一的阿维菌素，目前已是全球用量最大、使用技术最成熟的农药品类之一，2017年受环保限产的影响，内蒙古、宁夏、河北等阿维菌素生产企业产能不断降低，与此同时其在终端的需求量却没有下降，反而受钻心虫的爆发而销量猛增，截至2017年底，阿维菌素精粉价格已达到75万元/吨。

6.2. 公司对农兽药业务的定位是做精做细

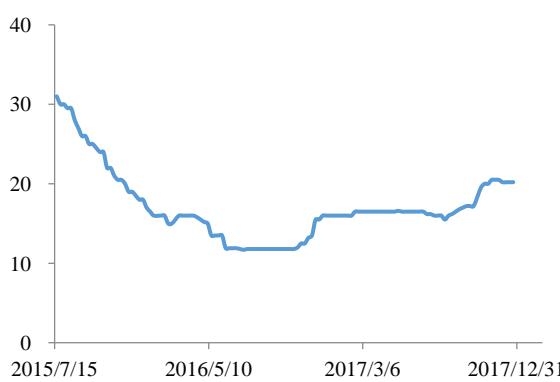
公司的农兽药业务主要由子公司河北威远生化农药有限公司（持股100%）、河北威远动物药业有限公司（持股100%）和内蒙古新威远生物化工有限公司（持股75%）生产经营。公司农兽药业务包括农药和兽药原药及制剂的研发、生产和销售，拥有农药杀虫剂、杀菌剂、除草剂和兽药等多个品种，主要产品是以阿维菌素系列产品为代表的杀

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。

公司的农药业务主要集中在石家庄经济技术开发区，2012年，利用城市搬迁改造的契机，公司在石家庄循环经济化工示范基地进行了农化业务的异地重建工作。循环化工园区的农化业务占地448亩，一期计划投资3.44亿元。特色品种是草铵膦，目前有产能1450吨/年，产品的氯离子含量远低于同类产品。

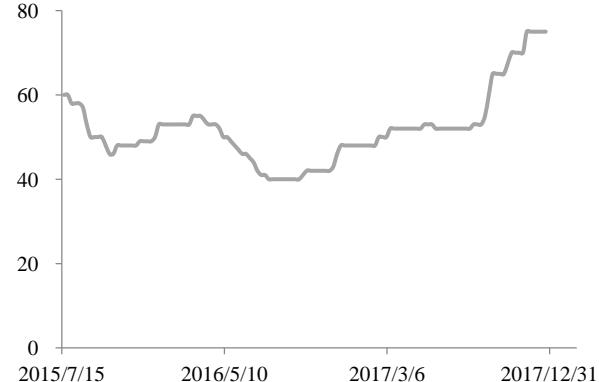
公司的兽药业务集中在石家庄以及达拉特旗两个生产基地，主要是河北威远动物药业有限公司以及内蒙古新威远生物化工有限公司，核心品种是阿维菌素、伊维菌素，产能分别为200吨和80吨。公司作为国内阿维菌素的主要生产商，阿维菌素、甲氨基阿维菌素和伊维菌素产品工业生产技术水平属世界领先。

图表22：草铵膦原药价格走势（万元/吨）



资料来源：中农立华原药，东吴证券研究所

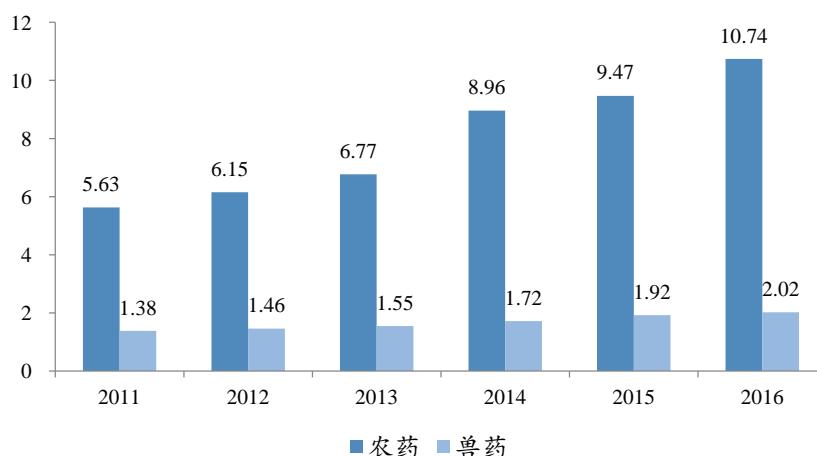
图表23：阿维菌素精粉的价格走势（万元/吨）



资料来源：中农立华原药，东吴证券研究所

2016年，公司农兽药业务产销量同比均明显增长，农药产销量分别为2万吨、1.98万吨，兽药产销量分别为3542吨和3741吨。其中，伊维菌素和草铵膦销量增幅较大，主要是由于2016年公司扩大销售渠道，加大去库存力度所致。虽然2016全年农药行业整体低迷，产品价格大幅下滑，但得益于国外农化巨头去库存接近尾声，需求量正恢复性增长，公司积极开拓国际市场，使得产品价格下行压力得到了有效缓解，农兽药业务的毛利率继续维持在15-20%，收入稳步增长。

图表24：农兽药业务收入情况(亿元)



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司对农兽药业务的定位是做精做细。目前，公司为中国阿维菌素产品协作组组长单位，“威远生化”农兽药品牌在行业内有较强影响力，同时配有自己的销售网络。公司已建立起覆盖 28 个省 1200 多个县的市场营销和技术服务网络，拥有 400 余家经销商，近万家零售商。为拓展农兽药产品销售渠道，威远农药也上线了自己的电商平台“禾美网”，目标客户精准锁定种植大户、合作社等。未来随着环保限产力度的加大及下游需求的复苏，公司有望通过精细化的运营继续推动农兽药业务的进一步发展。

7. 盈利预测与财务分析

7.1. 核心假设

王家塔煤矿的产量维持在 600 万吨，20 万吨稳定轻烃项目（含配套的 60 万吨甲醇）预计 2018 年中投产，公司的农化业务维持现有体量不变。

2018 年的原油均价中枢为 60 美元/桶，Santos 不再计提减值。

暂不考虑煤气化工业示范项目的盈利贡献。

图表25：公司分板块盈利预测（单位：百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
煤炭	收入	984	1082	1000	1000
	毛利率	52%	53%	53%	53%
煤化工	收入	1842	2026	3039	4254
	毛利率	20%	20%	20%	20%
能源工程	收入	1951	2088	2819	3946
	毛利率	28%	28%	28%	28%
LNG	收入	251	301	300	300
	毛利率	7%	15%	10%	10%
农兽药	收入	1276	1403	1544	1544
	毛利率	18%	21%	21%	21%

资料来源：Wind，东吴证券研究所预测

7.2. 盈利预测与财务分析

基于以上假设预计公司 17-19 年营业收入为 70.01、88.29 和 112.06 亿元，净利润为 6.16、14.98 和 19.91 亿元，EPS 为 0.62、1.22 和 1.62 元，PE 为 20X、10X 和 8X，考虑到可比公司估值水平（煤化工及油气能源类标的公司 2018 年 PE 平均 15 倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

图表26：可比公司估值表

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
新奥股份	154.16	12.54	0.53	0.62	1.22	23.83	20.08	10.29	3.39
华鲁恒升	305.28	18.84	0.70	0.75	1.04	18.87	25.07	18.12	3.74
鲁西化工	358.16	24.45	0.09	1.23	1.90	32.42	19.82	12.87	4.24
中天能源	155.66	11.39	0.38	0.48	0.74	36.00	23.50	15.44	6.73
远兴能源	114.25	2.88	-0.16	0.17	0.20	-24.19	16.82	14.16	1.41

资料来源：Wind(除新奥股份外为万得一致预测)，东吴证券研究所

7.3. 风险提示

若全球经济复苏进程曲折，煤炭、甲醇等大宗商品价格大幅下跌，公司的煤炭、甲醇板块业绩存在低于预期的风险；

若美国页岩油产量超预期，减产协议提前结束，导致油价下跌，Santos 有进一步大幅计提减值损失的风险；

稳定轻烃项目投产进度、煤气化技术稳定运行程度以及 LNG 接收站建设进度存在不达预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4000	4736	2913	3974	6807
现金	1930	2416	494	923	2935
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	85	96	105	133	168
应收款项	851	954	1023	1289	1637
其它应收款	47	41	45	57	72
存货	706	750	753	950	1206
其他	380	479	493	622	790
非流动资产	7375	13640	13239	12877	12550
长期股权投资	486	5670	5670	5670	5670
固定资产	5115	5131	4905	4692	4494
无形资产	936	1043	938	845	760
其他	839	1796	1726	1670	1626
资产总计	11375	18376	16153	16851	19357
流动负债	3957	7418	5010	4003	4768
短期借款	1091	3003	1596	0	0
应付账款	974	1229	1248	1573	1997
预收账款	368	530	539	679	862
其他	1524	2656	1628	1750	1909
长期负债	2495	5697	5697	5697	5697
长期借款	819	1540	1540	1540	1540
其他	1676	4157	4157	4157	4157
负债合计	6453	13115	10708	9700	10465
股本	986	986	986	1229	1229
资本公积	0	(173)	(173)	(173)	(173)
留存收益	3172	3593	3716	5028	6570
少数股东权益	665	716	778	928	1127
归属于母公司所有者权益	4258	4544	4667	6223	7764
负债及权益合计	11375	18376	16153	16851	19357

现金流量表(百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1091	979	1838	2135	2525
净利润	806	519	616	1498	1991
折旧摊销	361	370	501	463	429
财务费用	233	379	495	269	163
投资收益	(75)	197	230	(200)	(200)
营运资金变动	(313)	(533)	(67)	(51)	(66)
其它	79	46	62	157	209
投资活动现金流	(1890)	(5906)	(330)	100	100
资本支出	(197)	(979)	(100)	(100)	(100)
其他投资	(1693)	(4927)	(230)	200	200
筹资活动现金流	943	5331	(3430)	(1807)	(613)
借款变动	1290	3942	(2442)	(1596)	0
普通股增加	0	0	0	243	0
资本公积增加	(684)	(173)	0	0	0
股利分配	(493)	(493)	(493)	(185)	(449)
其他	830	2055	(495)	(269)	(163)
现金净增加额	144	403	(1922)	429	2012

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

利润表(百万元)

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	5659	6396	7001	8829	11206
营业成本	3877	4688	4761	6003	7620
营业税金及附加	110	137	140	177	224
营业费用	117	146	147	185	235
管理费用	377	384	385	486	616
财务费用	213	427	495	269	163
资产减值损失	(1)	30	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	75	(197)	(230)	200	200
营业利润	1042	387	843	1909	2547
营业外收入	23	339	0	0	0
营业外支出	7	6	6	6	6
利润总额	1058	720	838	1903	2541
所得税	173	150	160	255	351
净利润	885	571	678	1648	2190
少数股东损益	79	52	62	150	199
归属于母公司净利润	806	519	616	1498	1991
EPS (元)	0.82	0.53	0.62	1.22	1.62

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	16%	13%	9%	26%	27%
营业利润	-2%	-63%	118%	126%	33%
净利润	0%	-36%	19%	143%	33%
获利能力					
毛利率	31.5%	26.7%	32.0%	32.0%	32.0%
净利率	14.2%	8.1%	8.8%	17.0%	17.8%
ROE	18.9%	11.4%	13.2%	24.1%	25.6%
ROIC	13.8%	6.3%	13.3%	21.3%	22.1%
偿债能力					
资产负债率	56.7%	71.4%	66.3%	57.6%	54.1%
净负债比率	22.5%	30.4%	19.4%	9.1%	8.0%
流动比率	1.0	0.6	0.6	1.0	1.4
速动比率	0.8	0.5	0.4	0.8	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.3	0.4	0.5	0.6
存货周转率	7.3	6.4	6.3	7.1	7.1
应收帐款周转率	11.6	7.1	7.1	7.6	7.7
应付帐款周转率	5.5	4.3	3.8	4.3	4.3
每股资料 (元)					
每股收益	0.82	0.53	0.62	1.22	1.62
每股经营现金流	1.11	0.99	1.86	1.74	2.05
每股净资产	4.32	4.61	4.73	5.06	6.32
每股股利	0.50	0.50	0.19	0.37	0.49
估值比率					
PE	15.3	23.8	20.1	10.3	7.7
PB	2.9	2.7	2.6	2.5	2.0
EV/EBITDA	14.3	19.8	12.3	8.6	7.2

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>