

## 产品价格高位, 业绩拐点向上

### 投资要点

- **煤、甲醇价格高位震荡, 产业链打通盈利能力较强。**煤: 煤炭仍处于去产能周期, 需求端增速略高于供给端, 预计中短期煤价以高位震荡调整为主。公司拥有王家塔矿井矿区采矿权, 矿井保有资源储量为 10.35 亿吨, 当前产能 680 万吨/年, 盈利能力保持在高位。**甲醇:** 甲醇下游主要需求方甲醇烯烃装置开工良好, 基本维持 70% 以上, 而供给端中焦炉气制甲醇以及天然气制甲醇受环保政策影响和供暖季天然气供应短缺影响, 存在限产压力, 2018 年四季度甲醇价格有望保持高位运行。公司采用煤制甲醇方案, 甲醇装置产能为 60 万吨/年, 长周期满负荷运行, 近三年平均产量为 76 万吨; 2018 年上半年甲醇平均售价 2117.75 元/吨, 同比增长 16.4%, 制售业务营收 8.69 亿元, 同比增长 19.2%, 预计盈利持续保持高位。**煤-甲醇-烯烃产业链打通:** 公司达旗 20 万吨甲醇制稳定轻烃项目于 7 月进入试生产, 投产后可实现生产 20 万吨稳定轻烃, 2 亿立方米/年 LNG 和 4.4 万吨/年 LPG, 并伴有 60 万吨甲醇作为中间产品。公司煤、甲醇、轻烃项目均位于内蒙古, 距离较近, 实现了煤炭清洁化利用产业链的顺利打通, 从原材料(煤)到中间产品(甲醇)到最终产品(烯烃)的完全自产能够最大限度的挖掘产业链利润, 盈利能力有望再上新台阶。
- **掌握油气资源, Santos 和 LNG 有望贡献显著利润。**海外油气资产: 由于 OPEC 及非 OPEC 集团的联合减产协议, 原油供需结构反转, 2018 年上半年 Brent 原油连续期货结算均价为 71 美元/桶, 同比上涨 35%, 全球进入“中高油价时代”。公司持有澳大利亚上市公司 Santos Limited 10.07% 的股份。2018 年上半年 Santos 油、气产量 28 百万桶油当量, 销售量 38 百万桶油当量, 实现销售收入 16.8 亿美元, 同比增长 16%, 税后净利润 1.04 亿美元, 公司实现投资收益 0.7 亿元(2017 年基于对油价的较低假设, Santos 计提税后资产减值 6.89 亿美元, 导致公司投资损失 1.91 亿元), 后续 Santos 有望持续贡献业绩。**LNG 制备:** 公司目前运营两套煤层气制 LNG 装置, 生产工艺成熟稳定, 合计平均日产 LNG 45 万方, 年 LNG 产能约为 10 万吨。同时, 20 万吨/年稳定轻烃项目配套的 LNG 装置年底投运, 叠加公司拥有的中海油北海 LNG 工厂 45% 股权, 公司合计 LNG 产能将达到 25 万吨/年, 天然气业务体量将逐步提升。考虑到供暖季天然气存在地域性缺口, LNG 成为地域性补缺主力, 供暖季 LNG 有望量价齐升, 公司充分受益国内天然气景气周期。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑资产出售影响, 预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.30、1.37、1.60 元, 对应 PE 9、9、8 倍, 当前煤价高位震荡; 甲醇价格受益环保和天然气紧缺有望维持高位; 中高油价时代 Santos 扭亏为盈贡献业绩, LNG 制备和轻烃项目受益天然气景气周期, 给予 2018 年 12 倍 PE, 对应股价 15.6 元/股, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 油气、煤炭、甲醇等能源价格大幅下降风险; 在建项目和能源工程进度不及预期风险。

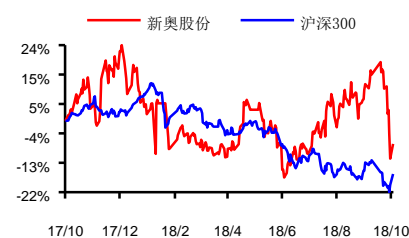
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	10035.63	12221.74	13313.77	14191.81
增长率	56.91%	21.78%	8.94%	6.59%
归属母公司净利润(百万元)	631.04	1597.30	1684.78	1970.38
增长率	21.66%	153.12%	5.48%	16.95%
每股收益 EPS(元)	0.51	1.30	1.37	1.60
净资产收益率 ROE	11.73%	21.84%	18.95%	18.62%
PE	24	9	9	8
PB	2.91	2.21	1.80	1.50

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 王颖婷  
 执业证号: S1250515090004  
 电话: 023-67610701  
 邮箱: wyting@swsc.com.cn  
 联系人: 沈猛  
 电话: 021-58351679  
 邮箱: smg@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	12.29
流通 A 股(亿股)	12.29
52 周内股价区间(元)	10.52-17.07
总市值(亿元)	152.32
总资产(亿元)	222.31
每股净资产(元)	6.47

### 相关研究

## 目 录

1 公司概况：聚焦能源领域，产业链完备.....	1
2 煤、甲醇价格高位震荡，产业链打通盈利能力较强.....	4
2.1 煤价高位震荡，盈利能力较强 .....	4
2.2 甲醇价格处于高位，利润水平持续回升 .....	6
2.3 煤-甲醇-烯烃产业链打通，盈利能力有望进一步增强 .....	8
3 掌握油气资源，Santos 和 LNG 有望贡献显著利润.....	8
3.1 油价、气价强势，Santos 开始贡献业绩.....	8
3.2 上游 LNG 制备规模扩张，受益天然气景气周期.....	10
4 背靠集团，能源工程业务表现突出.....	11
5 盈利预测与估值.....	12
6 风险提示 .....	13

## 图 目 录

图 1: 公司股权及业务结构 .....	2
图 2: 公司 2012 年以来营业收入及增速 .....	2
图 3: 公司 2012 年以来归母净利润及增速 .....	2
图 4: 公司分类业务收入 (亿元) .....	3
图 5: 公司 2017 年主营业务占比 .....	3
图 6: 公司分类业务毛利率情况 (%) .....	3
图 7: 公司期间费用率 .....	3
图 8: 2012 年来我国煤炭产量及增速 .....	4
图 9: 2012 年来我国煤炭消费量及增速 .....	4
图 10: 公司煤炭开采业务营收情况 (亿元) .....	5
图 11: 公司煤炭开采毛利率情况 (%) .....	5
图 12: 甲醇供需情况 (万吨) .....	6
图 13: 甲醇价格走势 (元/吨) .....	6
图 14: 公司甲醇业务营收及毛利情况 (亿元) .....	7
图 15: 公司甲醇制售业务成本和售价情况 (元/吨) .....	7
图 16: 煤-甲醇-烯烃流程图 .....	8
图 17: 全球油价走势 (美元/桶) .....	9
图 18: Santos 油气产销量情况 .....	9
图 19: Santos 业绩情况 .....	9
图 20: Santos 油气产品产量拆分 .....	10
图 21: Santos 油气产品销售收入拆分 .....	10
图 22: LNG 业务营收情况 (亿元) .....	11
图 23: LNG 毛利率情况 (%) .....	11
图 24: 工程业务营收和利润情况 (亿元) .....	11
图 25: 工程业务毛利率情况 (%) .....	11

## 表 目 录

表 1: 公司产业链延伸详情 .....	1
表 2: 公司煤炭开采业务详细数据 .....	5
表 3: 公司煤炭贸易业务详细数据 .....	6
表 4: 公司甲醇产销情况 .....	7
表 5: 公司甲醇贸易情况 .....	7
表 6: 分业务收入及毛利率 (单位: 百万元) .....	12
表 7: 同行业公司估值对比 .....	13
附表: 财务预测与估值 .....	14

## 1 公司概况：聚焦能源领域，产业链完备

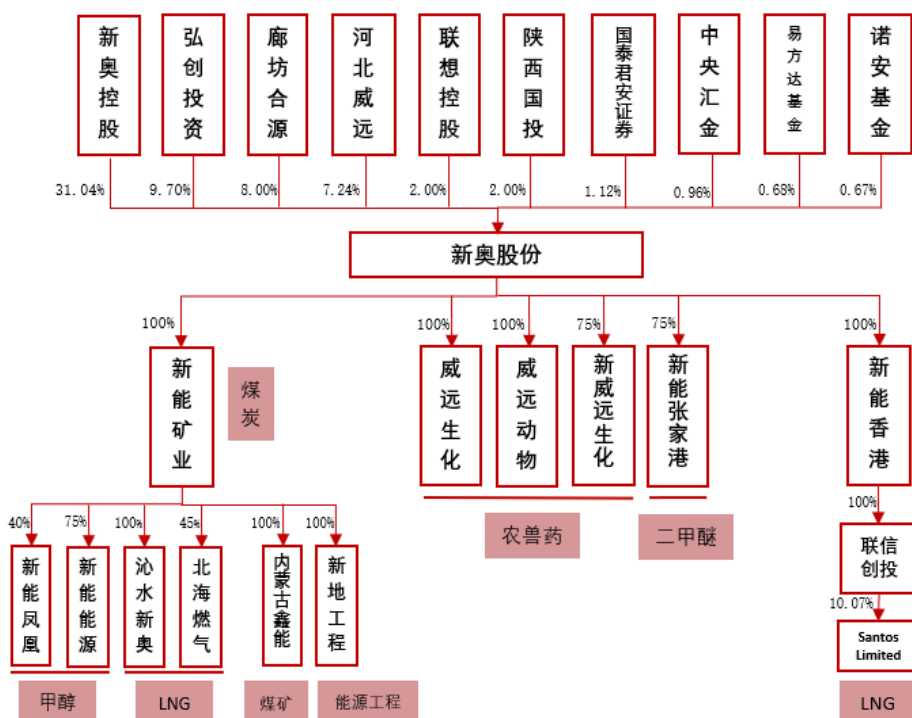
新奥股份隶属于新奥集团，总部位于河北石家庄，2004 年借壳威远生化（主营农兽药）上市。2010 年，公司发行股份购买集团旗下新能(张家港)能源 75%的股权和新能(蚌埠)能源 100%的股权，注入二甲醚资产；2013 年收购集团旗下新能矿业 100%的股权并通过新能矿业间接获得新能能源 75%的股权，注入煤炭及甲醇业务；2014 年子公司新能矿业收购集团旗下山西沁水新奥清洁能源 100%股权、中海油新奥(北海)燃气 45%股权，进入以天然气为源头的清洁能源领域，注入 LNG 业务；2015 年股票名称由“威远生化”变更为“新奥股份”，同年，子公司新能矿业收购新地能源工程技术 100%股权，进入能源工程服务领域。2016 年子公司新能(香港)收购联信创投 100%股权，间接持有澳大利亚上市公司 Santos Limited 11.82%的股份，掌握上游油气资源，目前持股比例 10.07%。至此，公司业务涵盖上游煤炭、油气开采，中游能源工程，下游甲醇、二甲醚等能源化工领域，能源平台逐步完备。2018 年 10 月，公司计划以 7.5-8 亿元出售河北威远生物化工 100%股权、威远动物药业 100%股权、内蒙古新威远生物化工 100%股权，剥离农兽药业务，进一步聚焦能源产业。

表 1：公司产业链延伸详情

时间	事项	交易价格	备注
2010 年 12 月	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，7.31 元/股	注入二甲醚业务
2013、2014 年	发行股份和配套融资购买新能购买新能矿业 100%股份（煤炭开采），间接取得其新能能源 75%股份（煤制甲醇）	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。	注入煤炭和煤制甲醇业务
2014 年 8 月	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： 3.6 亿元；沁水新奥： 1.6 亿元；中海油新奥： 0.7 亿元。	再次注入甲醇和 LNG 业务
2015 年 4 月	子公司新能矿业收购新地能源 100%股份	17.68 亿元现金收购	拓展能源工程服务
2016 年 4 月	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 7.55 亿美元	掌握上游油气资产
2018 年 10 月	计划出售河北威远生物化工 100%股权、威远动物药业 100%股权、内蒙古新威远生物化工 100%股权	7.5-8 亿元现金	剥离农兽药业务，进一步聚焦能源产业

数据来源：公司公告，西南证券整理

图 1：公司股权及业务结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

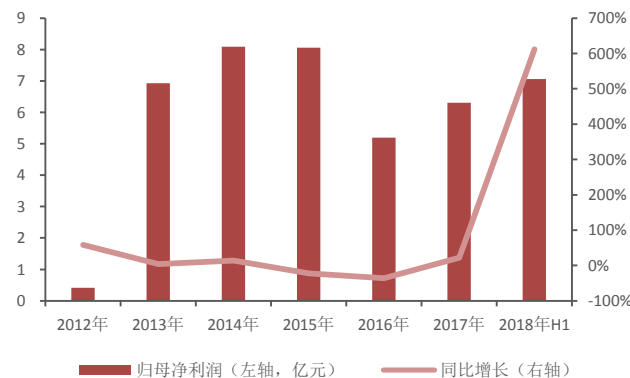
主业趋势向好，投资收益弹性显著：2015-2017 年公司营收 56.59、63.96 和 100.36 亿元，同比增长-7.47%、13.01%和 56.91%，实现归母净利润 8.06、5.19 和 6.31 亿元，同比增长-22.04%、-35.62%和 21.66%。2018 年上半年，公司实现营业收入 66.45 亿元，同比增加 44.01%；实现归母净利润 7.06 亿元，同比增加 612.25%，其中联营企业新能凤凰（持股 40%）和海外油气公司 Santos（持股 10.07%）分别贡献投资收益 0.9 亿元和 0.71 亿元（上年同期新能凤凰亏损 1202 万元，对应投资损失 481 万元；Santos 因资产减值净亏损 5.06 亿美元，对应投资损失 3.5 亿元），剔除投资收益后 2018 年上半年净利润为 5.42 亿元，同比增长 19.7%，整体业绩稳中有增。

图 2：公司 2012 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

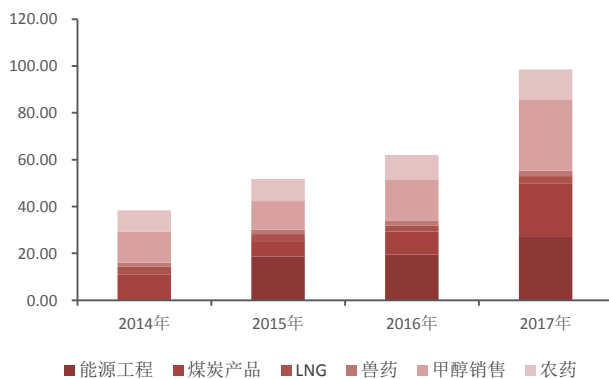
图 3：公司 2012 年以来归母净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

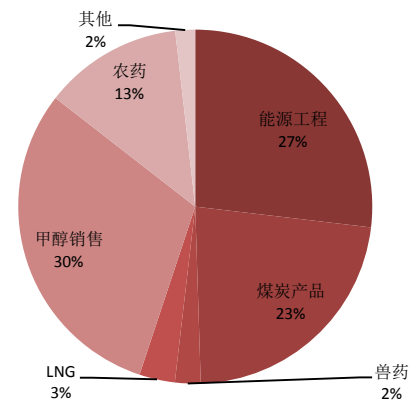
**各项业务增长良好:**公司业务分类主要为甲醇销售、能源工程、煤炭产品、农兽药和 LNG 等,其中 2017 年甲醇、煤炭和能源工程分别营收 30.52、22.71 和 26.97 亿元,分别占总营收的比例为 30.41%、22.63%和 26.87%,为主要收入来源和利润来源。2017 年甲醇销售、煤炭、能源工程和 LNG 业务营收分别同比增长 75.40%、130.79%、38.24%和 30.28%,增长良好。

图 4: 公司分类业务收入 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

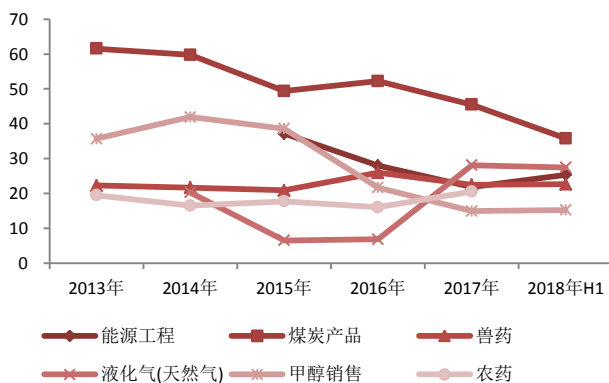
图 5: 公司 2017 年主营业务占比



数据来源: WIND, 西南证券整理

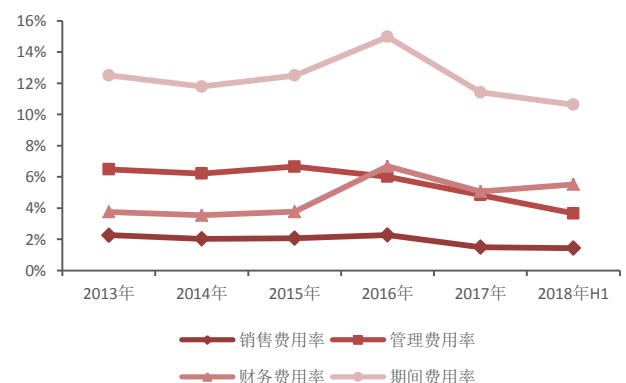
**盈利能力良好:**2015-2017 年公司毛利率分别为 31.49%、26.70%和 24.90%，2018 年上半年整体毛利率为 23.98%，趋势下滑主要系毛利率较低的煤炭贸易业务占比提升和煤制甲醇生产成本提升所致。期间费用率方面,2015-2017 年期间费用率分别为 12.49%、14.97%和 11.41%，2018 年上半年为 10.62%，管控良好。

图 6: 公司分类业务毛利率情况 (%)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 7: 公司期间费用率



数据来源: WIND, 西南证券整理

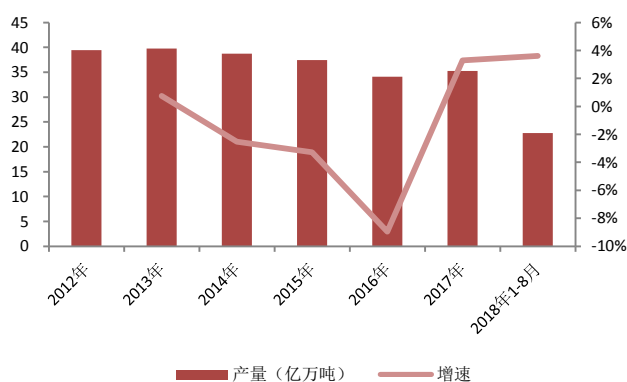


## 2 煤、甲醇价格高位震荡，产业链打通盈利能力较强

### 2.1 煤价高位震荡，盈利能力较强

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》，《意见》提出用 3~5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右，行业由此进入去产能周期。从政策实施效果看，2016 年去产能目标为 2.5 亿吨，最后实际完成 2.9 亿吨，2017 年目标 1.5 亿吨以上，到 11 月已经提前完成。去产能的有效实施带动煤价快速上涨，由 2016 年 2 月的 370 元/吨最高上涨至 650 元/吨，当前价格在 580 元/吨附近高位震荡调整，景气度较高。

图 8：2012 年来我国煤炭产量及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

图 9：2012 年来我国煤炭消费量及增速



数据来源：WIND，西南证券整理

#### ➤ 根据当前供需形势，预计未来煤价难有较大幅度下调，或以高位震荡调整为主

**供给端：**截至 2017 年末，全国煤矿总产能 53.08 亿吨，较 2015 年末的 57 亿吨减少 3.92 亿吨。2016 年全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%；2017 年由于“276 个工作日”的逐步放开，全年原煤产量有所回升，较上年同比增长 3.20%至 35.20 亿吨。2018 年 1-8 月全国原煤产量 22.75 亿吨，同比增长 3.6%。考虑到目前仍处于去产能周期，预计煤炭产量整体增长有限。

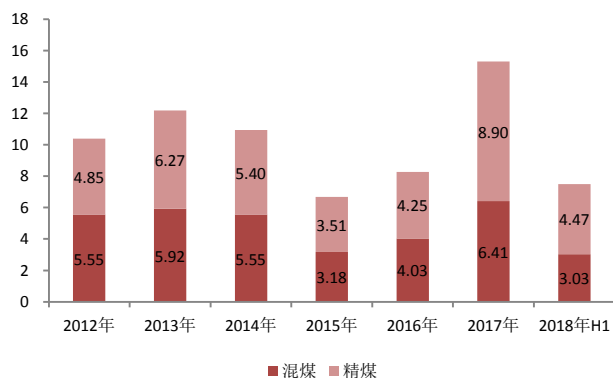
**需求端：**煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其煤炭消费量分别占煤炭消费总量的 51%、11%、12%和 4%。2017 年火电发电量 4.61 万亿千瓦时，同比增长 4.60%，2018 年 1-8 月份，全国规模以上电厂火电发电量 3.31 万亿千瓦时，同比增长 7.2%，增速与上年同期基本持平。2017 年，粗钢产量有所回升，为 8.32 亿吨，增速较上年的 0.56%提高到 2.97%，2018 年 1-8 月产量 6.17 亿吨，同比增长 5.8%，需求端增速略高于供给端，预计中短期煤价难有较大幅度下调，或以高位震荡调整为主。

#### ➤ 公司煤炭开采和贸易盈利能力较强

公司煤炭开采与洗选业务生产经营主体为全资子公司新能矿业。新能矿业是内蒙古自治区上规模的煤炭生产企业之一，拥有王家塔矿井矿区采矿权，主要煤种为不粘煤，极少数为长焰煤，主要产品包括混煤和洗精煤。截至 2017 年底，矿井保有资源储量为 10.35 亿吨，其中探明的经济基础储量 5.61 亿吨，控制的经济基础储量 1.10 亿吨，推断的内蕴经济资源

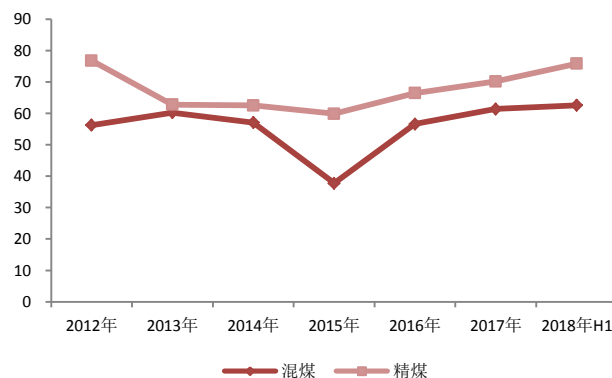
量 3.65 亿吨, 当前产能 680 万吨/年, 煤炭产能利用率、产销率均约为 100%。2017 年公司煤矿未受“276 个工作日”制度限制, 并通过技术改造, 对洗煤工艺进行了改进, 洗煤入洗下限由 9mm 改为 6mm 入洗, 提高了精煤产率, 全年煤炭开采与洗选业务实现收入 15.31 亿元, 同比增长 84.90%; 实现毛利润 10.18 亿元, 同比增长 99.37%, 毛利率达 66.49%。

图 10: 公司煤炭开采业务营收情况 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 11: 公司煤炭开采毛利率情况 (%)



数据来源: WIND, 西南证券整理

表 2: 公司煤炭开采业务详细数据

项目	产品	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 H1	2017 年	2018 年 H1
产能 (万吨)	-	500.00	500.00	680.00	680.00	340.00	680.00	340.00
产量 (万吨)	混煤	389.63	351.66	362.20	313.87	176.54	323.86	162.56
	精煤	260.00	260.78	266.56	256.24	170.75	317.81	158.05
销量 (万吨)	混煤	388.62	353.25	357.35	315.45	179.81	317.81	163.22
	精煤	262.80	260.60	266.87	256.41	170.05	316.85	158.05
销售均价 (元/吨)	混煤	152.36	157.07	88.98	126.17	202.93	196.91	185.41
	精煤	238.50	207.27	131.52	165.77	271.78	281.01	283.07
销售收入 (亿元)	混煤	5.92	5.55	3.18	4.03	3.65	6.41	3.03
	精煤	6.27	5.40	3.51	4.25	4.62	8.90	4.47
毛利率 (%)	混煤	60.21	57.07	37.74	56.61	70.45	61.41	62.57
	精煤	62.79	62.54	59.86	66.47	73.41	70.16	75.83

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司煤炭产品贸易业务主要由新能(天津)能源有限公司开展, 采取上下游同时锁单的贸易模式, 有效规避了价格波动风险, 但毛利率也较低。结算方式分为两种, 第一种为上游供应商为煤矿企业, 公司先全额预付货款, 在账期内再收取下游货款, 账期一般为一个月; 第二种为上游供应商为贸易商, 公司先预付货款的 20%, 待下游客户在账期内支付全部货款后, 再支付上游剩余款项。2017 年公司加大煤炭贸易规模, 采销量均同比大幅增长, 毛利率较上年变动不大, 全年煤炭贸易业务实现收入 7.39 亿元, 同比增长 373.72%; 实现毛利润 0.14 亿元, 同比增长 0.11 亿元, 煤炭贸易业务对公司的毛利润整体贡献有限。



表 3：公司煤炭贸易业务详细数据

项目	2016 年	2017 年 H1	2017 年	2018 年 H1
采购量 (万吨)	44.09	58.64	155.45	136.46
销售量 (万吨)	44.09	54.92	155.41	135.65
采销比 (%)	100.00	93.66	99.97	99.41
销售收入 (亿元)	1.56	2.81	7.39	7.56
销售毛利率 (%)	1.74	1.78	1.91	1.27

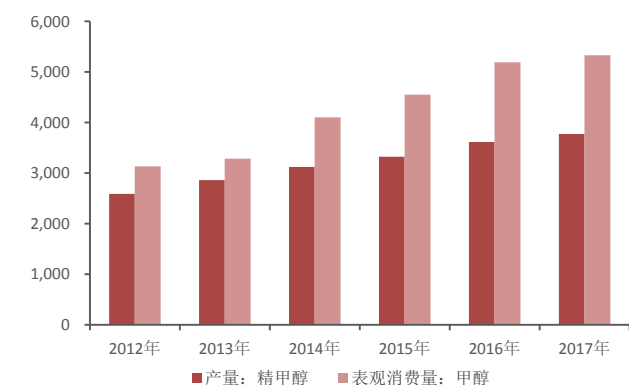
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2.2 甲醇价格处于高位，利润水平持续回升

目前甲醇/煤制烯烃（占比 45%）及甲醇燃料需求（占比 16%）已经成为下游甲醇需求的绝对主力，占比 60% 以上。甲醇/煤制烯烃方面，截至 2017 年底，我国甲醇/煤制烯烃装置达 27 套，产能合计 1235 万吨，其中有配套甲醇产能的装置 15 套，涉及产能 884 万吨，占比 71%；没有配套甲醇产能的装置 12 套，涉及产能 369 万吨，占比 29%。2017 年甲醇烯烃装置开工良好，基本维持 70% 以上。整体看，甲醇/煤制烯烃装置的投产使用成为甲醇需求增加的主要动力。甲醇燃料方面，由于推广“煤改气”工程，甲醇锅炉因其环保、绿色等特点，需求量增加较为明显，甲醇汽油也逐步推广。此外，甲醇制甲醛、醋酸、MTBE、二甲醚等虽体量不大，但利润回升，也带动甲醇需求进一步提升。

从供给端来看，受供给侧改革影响 2017 年我国甲醇新增产能 467 万吨，增长率为 4.32%，增速已连续 3 年低于 10%，产能整体增幅不大。2017 年精甲醇产量 3771 万吨，同比增长约 4.4%，进口甲醇 813.35 万吨，增速较去年的 59% 下降至 -7.60%，对外依存度约为 15%，整体供给处于紧平衡状态。考虑到国内甲醇生产工艺主要包括煤制甲醇、焦炉气制甲醇以及天然气制甲醇，其占比分别约为 58%、17% 和 14%。受环保政策影响和供暖季天然气供应短缺影响，焦炉气制甲醇和天然气制甲醇装置存在限产压力，2018 年四季度甲醇价格有望保持高位运行。

图 12：甲醇供需情况（万吨）



数据来源：WIND，西南证券整理

图 13：甲醇价格走势（元/吨）



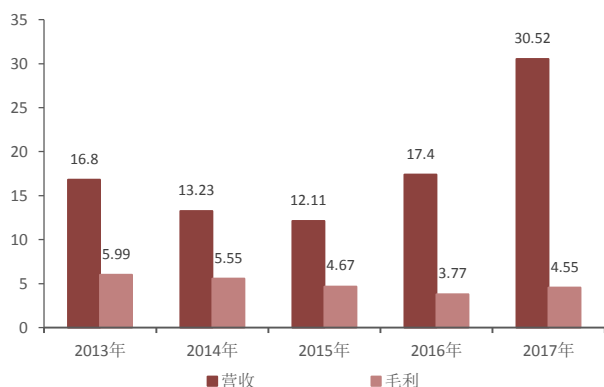
数据来源：WIND，西南证券整理

公司甲醇生产业务以煤为原料，由控股子公司新能源开展，其位于煤炭资源丰富的内蒙古自治区。新能源甲醇装置采用国内外先进成熟的工艺技术，生产过程中所使用的主要原材料为煤炭和水煤浆添加剂。一期甲醇装置产能为 60 万吨/年，长周期满负荷运行，近三

年平均产量为 76 万吨;二期稳定轻烃项目主装置甲醇装置已于 2018 年 6 月底进入试生产阶段并产出合规甲醇产品。新能能源目前客户集中于大中型化工贸易企业,并已逐步开拓烯烃、甲醇汽油等新兴下游客户和终端客户。

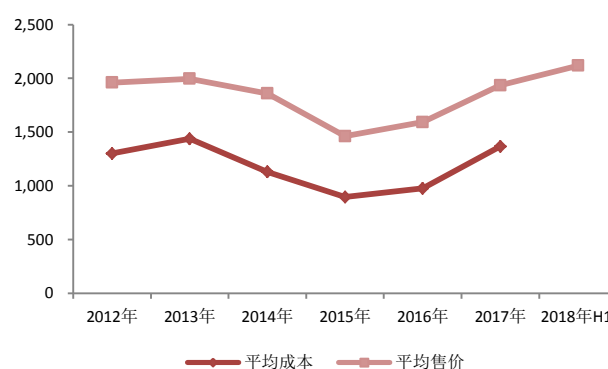
2017 年公司甲醇业务实现营收 30.52 亿元,同比增长 75%;毛利 4.55 亿元,同比增长 21%。其中甲醇制售业务营收 15.14 亿元,同比增长 30.18%,毛利 4.45 亿元,同比增长 19.91%,贡献较大利润;甲醇贸易业务营收 15.38 亿元,同比增长 166.55%,毛利约 900 万元,利润贡献有限。2018 年上半年甲醇制售业务营收 8.69 亿元,同比增长 19.2%,平均售价 2117.75 元/吨,同比增长 16.4%,预计盈利持续保持高位。

图 14: 公司甲醇业务营收及毛利情况 (亿元)



数据来源: WIND, 西南证券整理

图 15: 公司甲醇制售业务成本和售价情况 (元/吨)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 4: 公司甲醇产销情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 H1	2017 年	2018 年 H1
产能 (万吨)	60.00	60.00	60.00	60.00	30.00	60.00	30.00
产量 (万吨)	75.14	68.06	77.01	73.75	41.25	77.88	41.78
产能利用率 (%)	125.23	113.43	128.35	122.92	137.50	129.80	139.27
平均成本 (元/吨)	1438.05	1128.84	894.86	975.52	-	1365.27	-
销量 (万吨)	84.18	71.17	77.18	73.05	40.10	78.27	41.05
产销率 (%)	112.03	104.57	100.22	99.06	97.21	100.50	98.25
平均售价 (元/吨)	1995.72	1859.33	1461.45	1592.54	1818.50	1934.36	2117.75
销售收入 (亿元)	16.80	13.23	12.11	11.63	7.29	15.14	8.69
毛利率 (%)	35.66	41.94	38.57	31.94	-	29.42	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

表 5: 公司甲醇贸易情况

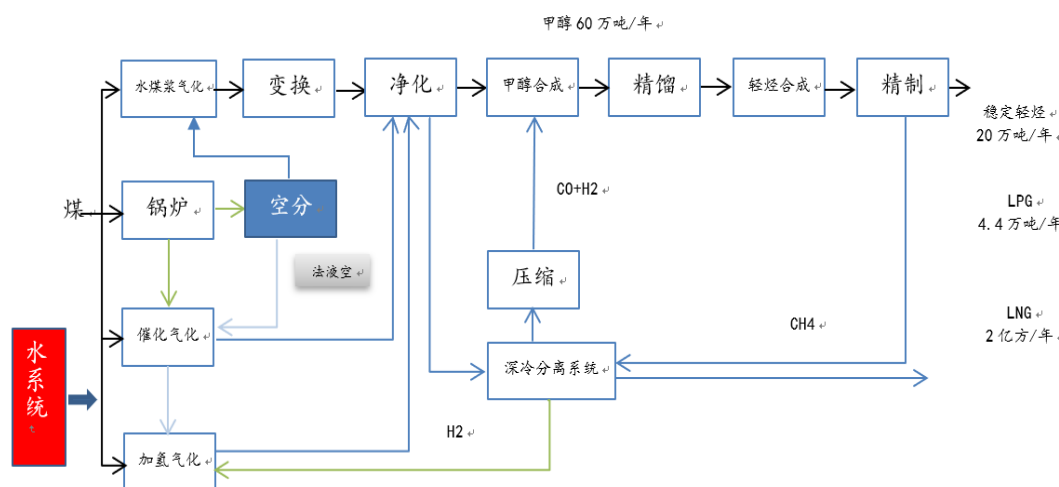
项目	2016 年	2017 年 H1	2017 年	2018 年 H1
采购量 (万吨)	38.85	33.5	69.12	51.29
销售量 (万吨)	38.85	33.17	69.12	51.21
产销比 (%)	100.00	99.01	100.00	99.84
销售收入 (亿元)	5.77	7.32	15.38	11.87
销售毛利率 (%)	0.87	-	0.60	-

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 2.3 煤-甲醇-烯烃产业链打通，盈利能力有望进一步增强

目前公司拥有 680 万吨煤炭产能，60 万吨煤制甲醇产能，2017 年配股募投达旗 20 万吨甲醇制稳定轻烃项目于 7 月进入试生产，项目总投资 37.6 亿元，投产后可实现生产 20 万吨稳定轻烃，2 亿立方米/年 LNG 和 4.4 万吨/年 LPG，并伴有 60 万吨甲醇作为中间产品。公司煤、甲醇、轻烃项目均位于内蒙古自治区，距离较近，实现了煤炭清洁化利用产业链的顺利打通，从原材料（煤）到中间产品（甲醇）到最终产品（烯烃）的完全自产能够最大限度的挖掘产业链利润，烯烃项目正式投产后公司盈利能力有望再上新台阶。

图 16：煤-甲醇-烯烃流程图



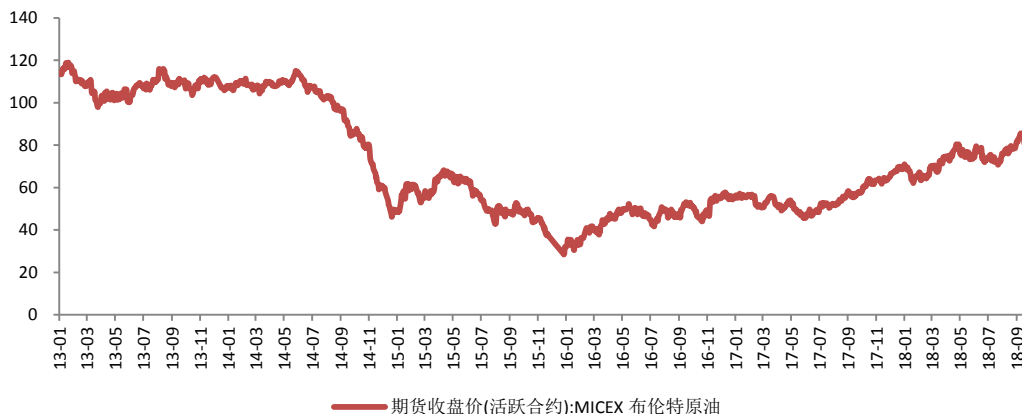
数据来源：公司公告，西南证券整理

## 3 掌握油气资源，Santos 和 LNG 有望贡献显著利润

### 3.1 油价、气价强势，Santos 开始贡献业绩

2016 年起，由于 OPEC 及非 OPEC 集团的联合减产协议，全球原油基本面由 16 年的过剩 70 万桶/天反转至 17 年出现约 30 万桶/天的需求缺口。同时，据 IEA 数据显示 OECD 商业库存持续下降，2018 年 4 月份已下降至三年以来的低点 28.09 亿桶，并回归至过去五年平均水平之下。供需结构反转后，2017 年 Brent 原油连续期货结算均价为 55 美元/桶，2018 年上半年 Brent 原油连续期货结算均价为 71 美元/桶，同比上涨 35%，全球进入“中高油价时代”。

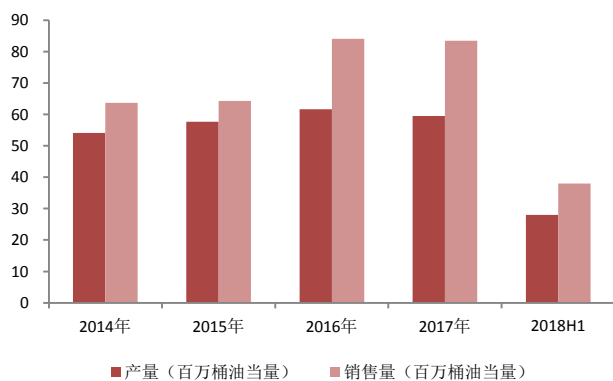
图 17: 全球油价走势 (美元/桶)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

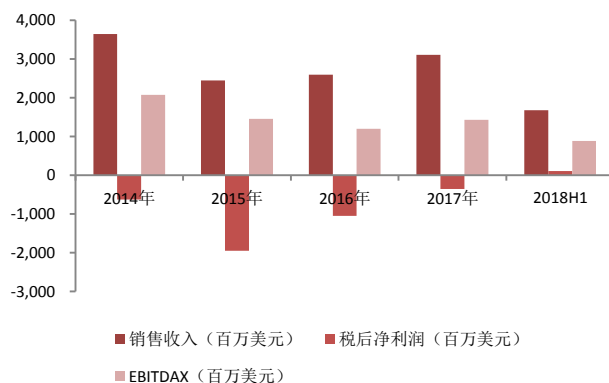
2016 年 4 月, 公司以 7.55 亿美元 (折合当时人民币 49.1 亿元) 收购联信创投 100% 的股权, 间接持有澳大利亚上市公司 Santos Limited 10.07% 的股份。Santos 是澳大利亚第二大油气生产商, 拥有库伯盆地、昆士兰和新南威尔士项目、巴布新几内亚项目、北澳大利亚气田和西澳大利亚州气田 5 项核心资产, 石油探明储量 (1P) 为 4.70 亿桶油当量, 主要产品包括 LNG、LPG、原油等。2017 年油气产量 59.5 百万桶油当量, 销售量 83.4 百万桶油当量, 实现销售收入 31.1 亿美元, 2017 年基于对油价的较低假设, Santos 计提税后资产减值 6.89 亿美元, 实现税后净利润-3.6 亿美元, 导致公司投资损失 1.91 亿元。

图 18: Santos 油气产销量情况



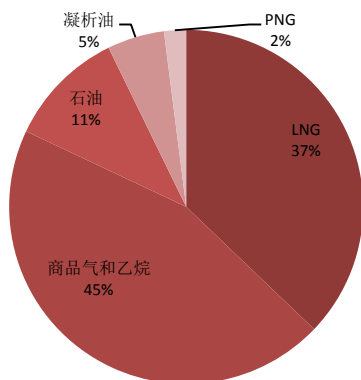
数据来源: Santos 公告, 西南证券整理

图 19: Santos 业绩情况



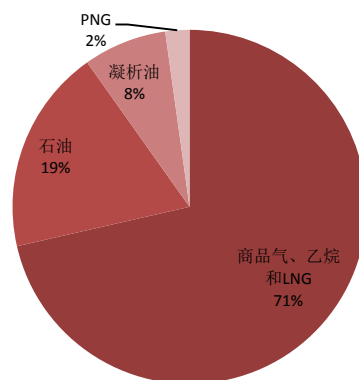
数据来源: Santos 公告, 西南证券整理

图 20: Santos 油气产品产量拆分



数据来源: Santos 公告, 西南证券整理

图 21: Santos 油气产品销售收入拆分



数据来源: Santos 公告, 西南证券整理

当前能源价格持续上涨, 2018 年上半年 Santos 石油销售均价 75.37 美元/桶, 同比上涨 38%, LNG 销售均价 8.96 美元/百万英热, 同比上涨 24%。油气产量 28 百万桶油当量, 销售量 38 百万桶油当量, 实现销售收入 16.8 亿美元, 同比增长 16%, 税后净利润 1.04 亿美元, 且支付了约 0.73 亿美元的 2018 年中期股息, 公司实现投资收益 0.7 亿元。后续 Santos 有望持续贡献业绩。

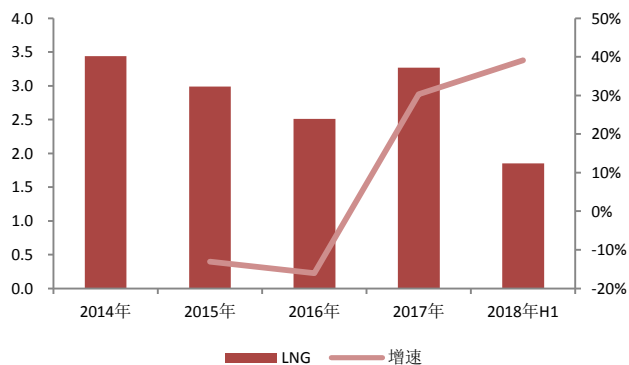
### 3.2 上游 LNG 制备规模扩张, 受益天然气景气周期

2017 年以来, 大气治理政策逐步调整主攻方向, 侧重点转向能源结构、产业结构、物流运输结构和用地结构调整等源头治理, 居民和工业“煤改气”快速推进, 2017 年我国天然气消费量 2373 亿立方米, 同比增长 15.3%, 明显加速, 2018 年 1-7 月天然气表观消费量 1572 亿立方米, 同比增长 17.8%, 高于去年同期的 16.2%, “蓝天保卫战”推动效果显著。《天然气发展“十三五”规划》、《加快推进天然气利用的意见》等最新政策均明确提出, 逐步将天然气培育成为我国现代清洁能源体系的主体能源之一, 到 2020 年天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10% 左右, 到 2030 年力争将天然气在一次能源消费中的占比提高到 15% 左右。根据规划测算 2020 年、2030 年天然气消费量有望达到 3600 亿方、6600 亿方, 复合增速分别为 14.9% 和 8.2%, 国内天然气行业迎来“黄金十年”。

公司拥有全资子公司沁水新奥作为公司 LNG 产品生产和销售主体, 以煤层气为原料通过分离、净化、液化等工艺流程生产 LNG, 位于煤炭资源以及煤层气资源丰富的山西, 目前运营两套煤层气制 LNG 装置, 生产工艺成熟稳定, 合计平均日产 LNG 45 万方, 年 LNG 产能约为 10 万吨。同时, 20 万吨/年稳定轻烃项目配套的 LNG 装置年底投运, 计划年产 2 亿方天然气, 叠加公司拥有的中海油北海 LNG 工厂 45% 股权, 产能约 4.4 万吨/年; 公司合计 LNG 产能将达到 25 万吨/年, 天然气业务体量将逐步提升。

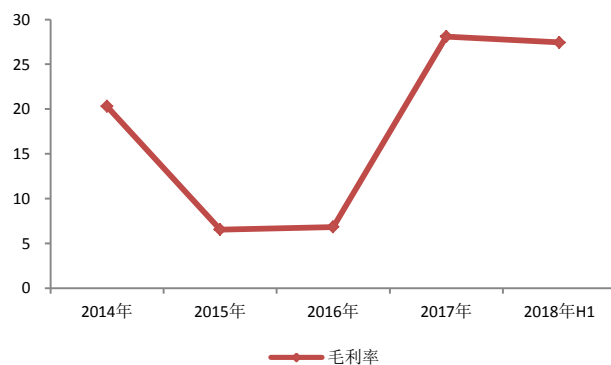
考虑到供暖季天然气存在地域性缺口, LNG 成为地域性补缺主力, 供暖季 LNG 量价齐升。2017 年公司 LNG 业务营收 3.27 亿元, 同比增长 30.59%, 毛利率由 6.82% 快速提升至 28.11%。2018 年上半年 LNG 营收 1.85 亿元, 同比增长 39.1%, 毛利率维持在 27.44% 的较高水平, 充分受益国内天然气景气周期。

图 22: LNG 业务营收情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 23: LNG 毛利率情况 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

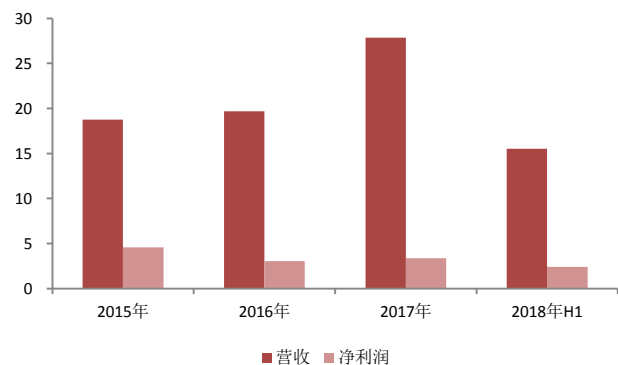
此外, 集团旗下还拥有新奥舟山 LNG 接收及加注站项目, 是中国首个民营企业投资建设的 LNG 接收站项目, 总投资 100 亿元, 占地面积约 65 万平方米, 分两期建设, 其中一期总投资 58.5 亿元, LNG 接收规模 300 万吨/年, 现已投产; 二期规模扩展到 600 万吨/年, 计划 2020 建成投产。集团 LNG 接收站也有望与公司 LNG 制备业务以及 Santos 公司的 LNG 产生协同效应。

## 4 背靠集团, 能源工程业务表现突出

公司能源工程业务由新地工程承接, 其主要从事天然气、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, 是集团内打通能源生产和利用全产业链的工程类企业, 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。

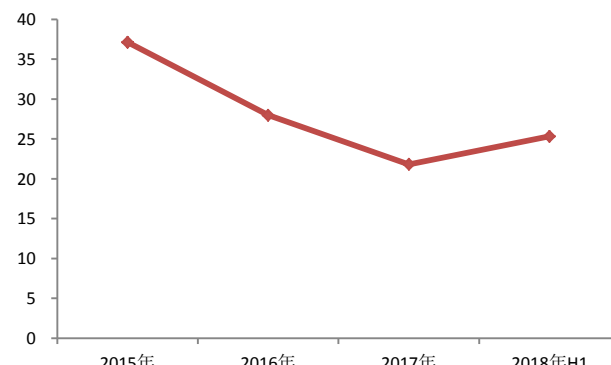
依托于集团一体化发展和扩张的优势, 新地工程主要背靠集团的建设开展业务, 如承接大量舟山 LNG 接收站建设业务。2017 年, 新地工程实现营业收入 27.85 亿元, 同比增长 38.24%; 净利润 3.35 亿元, 同比增长 9.52%。2018 年上半年营收 15.52 亿元, 同比增长 42.61%, 净利润 2.38 亿元, 同比增长 75.72%, 表现突出, 后续集团业务扩张有望进一步做大公司能源工程业务体量。

图 24: 工程业务营收和利润情况 (亿元)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 25: 工程业务毛利率情况 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理



## 5 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：公司海外油气田生产稳定，预计 2018-2020 年 Brent 均价 70 美元/桶；

假设 2：四季度天然气供给紧平衡，假设天然气制甲醇存在限产，甲醇价格保持高位，公司煤制甲醇业务利差保持在 600 元/吨，毛利率保持稳定；

假设 3：公司持续承接集团能源工程业务，工程体量预计小幅增长，毛利率保持稳定；

假设 4：煤炭供给侧改革持续，新增供给有限，预计煤价在当前价格高位震荡；假设公司混煤平均价格在 180 元/吨、精煤平均价格在 280 元/吨附近震荡。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率（单位：百万元）

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
合计						
营业收入	5659.2	6395.6	10035.6	12221.7	13313.8	14191.8
yoy	16.2%	13.0%	56.9%	21.8%	8.9%	6.6%
营业成本	3876.9	4687.8	7537.0	8891.9	9709.5	10327.7
毛利率	31.5%	26.7%	24.9%	27.2%	27.1%	27.2%
能源工程						
收入	1862.24	1951.34	2696.9	2966.6	3263.3	3426.4
yoy		4.8%	38.2%	10.0%	10.0%	5.0%
成本	1170.8	1405.46	2108.9	2284.3	2545.4	2672.6
毛利率	37.1%	28.0%	21.8%	23.0%	22.0%	22.0%
煤炭产品						
收入	669.11	983.74	2270.6	2316.0	2362.3	2409.5
yoy		47.0%	130.8%	2.0%	2.0%	2.0%
成本	338.87	470.26	1238.3	1273.8	1299.3	1325.3
毛利率	49.4%	52.2%	45.5%	45.0%	45.0%	45.0%
化工						
收入	1210.66	1739.91	3051.7	4577.5	4806.4	5046.7
yoy		43.7%	75.4%	50.0%	5.0%	5.0%
成本	743.7	1363.3	2597.1	3890.9	4085.4	4289.7
毛利率	38.6%	21.6%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
农药						
收入	947.5	1073.6	1271.5	1462.3	1681.6	1933.8
yoy		13.3%	18.4%	15.0%	15.0%	15.0%
成本	779.6	901.5	1010.7	775.0	891.2	1024.9
毛利率	17.7%	16.0%	20.5%	47.0%	47.0%	47.0%
兽药						

百万元	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	192.3	202.1	234.5	258.0	283.8	312.2
yoy		5.1%	16.0%	10.0%	10.0%	10.0%
成本	152.1	149.6	181.9	167.7	184.5	202.9
毛利率	20.9%	26.0%	22.4%	35.0%	35.0%	35.0%
<b>LNG</b>						
收入	298.7	250.7	327.4	458.4	733.4	880.1
yoy		-16.1%	30.6%	40.0%	60.0%	20.0%
成本	279.2	233.6	235.4	339.2	542.7	651.3
毛利率	6.5%	6.8%	28.1%	26.0%	26.0%	26.0%
<b>其他</b>						
收入	478.7	194.2	183.0	183.0	183.0	183.0
yoy		-59.4%	-5.8%	0.0%	0.0%	0.0%
成本	412.7	164.0	164.6	161.0	161.0	161.0
毛利率	13.8%	15.5%	10.0%	12.0%	12.0%	12.0%

数据来源：西南证券

暂不考虑资产出售影响，预计 2018-2020 年 EPS 分别为 1.30、1.37、1.60 元，对应 PE 9、9、8 倍，当前煤价高位震荡；甲醇价格受益环保和天然气紧缺有望维持高位；中高油价时代 Santos 扭亏为盈贡献业绩，LNG 制备和轻烃项目受益天然气景气周期，给予 2018 年 12 倍 PE，对应股价 15.6 元/股，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 7：同行业公司估值对比

代码	证券简称	总市值(万元)	市盈率 PE			市净率 PB(MRQ)
			TTM	18E	19E	
600803.SH	新奥股份	1498584.70	12.11	9.38	8.89	2.21
最高值	最高值	9902594.36	31.92	23.69	14.29	4.73
中位值	中位值	3108130.00	12.11	10.41	7.99	2.44
平均值	平均值	4377904.24	14.62	11.99	8.84	2.56
600309.SH	万华化学	9902594.36	7.49	7.44	6.50	3.29
002493.SZ	荣盛石化	6423221.01	31.92	23.69	11.93	3.07
002450.SZ	康得新	6023071.38	22.04	18.27	14.29	3.08
000703.SZ	恒逸石化	3383226.16	13.66	11.19	7.87	2.36
603260.SH	合盛硅业	3108130.00	12.90	10.67	8.71	4.73
002601.SZ	龙蟠佰利	2712747.89	10.71	9.42	7.99	2.01

数据来源：WIND，西南证券整理

## 6 风险提示

油气、煤炭、甲醇等能源价格大幅下降风险；在建项目和能源工程进度不及预期风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	10035.63	12221.74	13313.77	14191.81	净利润	692.48	1657.30	1744.78	2030.38
营业成本	7537.00	8891.90	9709.53	10327.74	折旧与摊销	399.97	451.14	545.41	626.30
营业税金及附加	202.95	250.59	273.86	97.92	财务费用	508.95	611.09	665.69	709.59
销售费用	150.22	183.33	199.71	212.88	资产减值损失	72.94	70.00	70.00	70.00
管理费用	485.41	592.75	639.06	681.21	经营营运资本变动	-0.20	-58.60	131.30	96.04
财务费用	508.95	611.09	665.69	709.59	其他	-683.90	-399.83	-369.46	-370.30
资产减值损失	72.94	70.00	70.00	70.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>990.23</b>	<b>2331.10</b>	<b>2787.72</b>	<b>3162.00</b>
投资收益	-191.42	330.00	300.00	300.00	资本支出	-2240.38	-1500.00	-1500.00	-1500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1433.04	280.00	200.00	250.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-807.34</b>	<b>-1220.00</b>	<b>-1300.00</b>	<b>-1250.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>890.36</b>	<b>1952.08</b>	<b>2055.93</b>	<b>2392.48</b>	短期借款	73.74	-527.24	-1735.06	-814.63
其他非经营损益	32.25	-2.32	-3.24	-3.80	长期借款	15.64	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>922.60</b>	<b>1949.76</b>	<b>2052.68</b>	<b>2388.68</b>	股权融资	-17.11	190.59	243.57	0.00
所得税	230.13	292.46	307.90	358.30	支付股利	-98.58	-126.21	-319.46	-336.96
净利润	692.48	1657.30	1744.78	2030.38	其他	216.46	-141.73	585.31	290.41
少数股东损益	61.44	60.00	60.00	60.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>190.16</b>	<b>-604.59</b>	<b>-1225.63</b>	<b>-861.18</b>
归属母公司股东净利润	631.04	1597.30	1684.78	1970.38	<b>现金流量净额</b>	<b>368.26</b>	<b>506.51</b>	<b>262.09</b>	<b>1050.82</b>
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	2426.70	2933.22	3195.31	4246.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1800.07	2467.31	2625.28	2779.84	销售收入增长率	56.91%	21.78%	8.94%	6.59%
存货	1614.73	1905.07	2079.84	2212.69	营业利润增长率	130.34%	119.25%	5.32%	16.37%
其他流动资产	275.28	307.73	335.23	357.34	净利润增长率	21.35%	139.33%	5.28%	16.37%
长期股权投资	5359.66	5359.66	5359.66	5359.66	EBITDA 增长率	51.97%	67.53%	8.38%	14.12%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	8209.00	9331.47	10359.68	11307.00	毛利率	24.90%	27.25%	27.07%	27.23%
无形资产和开发支出	1062.42	1024.22	986.03	947.83	三费率	11.41%	11.35%	11.30%	11.30%
其他非流动资产	806.76	821.34	885.92	900.51	净利率	6.90%	13.56%	13.11%	14.31%
<b>资产总计</b>	<b>21554.63</b>	<b>24150.03</b>	<b>25826.94</b>	<b>28110.99</b>	ROE	11.73%	21.84%	18.95%	18.62%
短期借款	3076.93	2549.69	814.63	0.00	ROA	3.21%	6.86%	6.76%	7.22%
应付和预收款项	4076.20	4888.99	5307.62	5657.36	ROIC	13.74%	22.86%	22.09%	24.20%
长期借款	1555.19	1555.19	1555.19	1555.19	EBITDA/销售收入	17.93%	24.66%	24.54%	26.27%
其他负债	6945.02	7567.07	8940.51	9996.04	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>15653.34</b>	<b>16560.95</b>	<b>16617.96</b>	<b>17208.59</b>	总资产周转率	0.50	0.53	0.53	0.53
股本	985.79	1229.36	1229.36	1229.36	固定资产周转率	1.96	2.01	1.72	1.57
资本公积	-190.59	-243.57	0.00	0.00	应收账款周转率	9.69	9.02	8.10	8.17
留存收益	4125.06	5596.15	6961.47	8594.89	存货周转率	6.37	5.05	4.87	4.81
归属母公司股东权益	5153.13	6780.93	8340.82	9974.24	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.18%	—	—	—
少数股东权益	748.15	808.15	868.15	928.15	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5901.28</b>	<b>7589.08</b>	<b>9208.97</b>	<b>10902.40</b>	资产负债率	72.62%	68.58%	64.34%	61.22%
负债和股东权益合计	21554.63	24150.03	25826.94	28110.99	带息债务/总负债	40.43%	50.13%	45.53%	39.24%
					流动比率	0.59	0.71	0.78	0.95
					速动比率	0.43	0.53	0.59	0.73
					股利支付率	15.62%	7.90%	18.96%	17.10%
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	1799.28	3014.31	3267.03	3728.36	每股收益	0.51	1.30	1.37	1.60
PE	23.75	9.38	8.89	7.61	每股净资产	4.19	5.52	6.78	8.11
PB	2.91	2.21	1.80	1.50	每股经营现金	0.81	1.90	2.27	2.57
PS	1.49	1.23	1.13	1.06	每股股利	0.08	0.10	0.26	0.27
EV/EBITDA	10.04	6.59	5.74	4.52					
股息率	0.66%	0.84%	2.13%	2.25%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn