

2019年02月22日

新奥股份 (600803.SH)

公司分析

正在向天然气产业链转型的低估值标的

投资要点

- ◆ **主业向天然气产业链转型。**2019年1月份公告，公司经营范围变更为天然气产业相关的业务。2018年已经剥离蚌埠二甲醚资产，并开始剥离农药资产，预计回笼8亿元左右的现金。依靠集团天然气产业链优势（国内份额约10%），欲全面进军天然气等清洁能源产业链。
- ◆ **公司估值具有安全边际：**公司核心资产有 SANTOS 10.07%股权、能源工程、沁水和北海的 LNG、20万吨轻烃、煤炭及煤化工甲醇资产，受益于油气煤等行业走出低谷，盈利出现反转。我们测算，如果这些资产全部投产（不含煤炭），将贡献19-20亿元的利润，目前120亿市值，估值在6倍左右。
- ◆ **受益油气价格上行：**现有资产天然气、煤炭和甲醇本质上都是能源，与油价相关性高。全球原油供需格局在变好，油价大幅下行的概率较低。如中国石化经济技术研究院近日发布的《2019中国能源化工产业发展报告》报告预计2019年布油价格60-70美元/桶之间，美林预计为70美元/桶，EIA预计61美元/桶等。公司现有资产将长期受益这些资产价格的上涨。
- ◆ **投资建议：**我们预测2018至2020年每股收益分别为1.11、1.33和1.61。对应PE分别为9.7、8.1、6.6倍，低于同行业的平均估值水平和中值水平；并且也大幅低于2019年基础化工行业14.9的中位数估值水平。如果现有资产在当前条件下完全投产，预计带来19-20亿以上的利润，考虑煤炭带来3亿元左右的净利润，合计22-23亿元净利润，当前市值为120亿左右，对应PE只有5-6倍。给予买入-A评级。
- ◆ **风险提示：**在建项目建设或项目投产进度不及预期；油气、煤炭、甲醇价格大幅下跌；能源工程订单大幅下滑等。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	6,395.6	10,035.6	9,922.2	11,454.1	13,014.9
同比增长(%)	13.0%	56.9%	-1.1%	15.4%	13.6%
营业利润(百万元)	386.5	890.4	1,776.5	2,097.9	2,549.5
同比增长(%)	-62.9%	130.3%	99.5%	18.1%	21.5%
净利润(百万元)	518.7	631.0	1,361.4	1,630.8	1,978.1
同比增长(%)	-35.6%	21.7%	115.7%	19.8%	21.3%
每股收益(元)	0.42	0.51	1.11	1.33	1.61
PE	25.4	20.8	9.7	8.1	6.6
PB	2.9	2.6	2.1	1.7	1.4

数据来源：贝格数据华金证券研究所

基础化工 | 农药 III

投资评级

买入-A(首次)

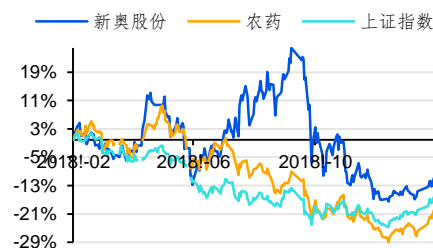
股价(2019-02-21)

10.70元

交易数据

总市值(百万元)	13,154.11
流通市值(百万元)	13,154.11
总股本(百万股)	1,229.36
流通股本(百万股)	1,229.36
12个月价格区间	0.00/15.40元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.33	-5.62	6.16
绝对收益	4.09	-1.83	-7.83

分析师

 谭志勇
 SAC 执业证书编号: S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20377198

报告联系人

 陈南荣
 chennanrong@huajinsc.cn

相关报告

内容目录

一、投资逻辑.....	4
二、公司概况.....	4
（一）历史沿革.....	4
（二）主营业务分析.....	6
（三）盈利能力分析.....	7
三、现有资产进入业绩释放期.....	9
（一）天然气：被确定为主体能源，处于快速增长期.....	9
（二）能源工程保持平稳增长.....	15
（三）煤炭：去产能接近尾声，价格维持高位小幅波动.....	17
（四）煤化工技术成熟，未来将以技术输出为主.....	21
1、甲醇：受益 MTO 销售良好.....	21
2、稳定轻烃增厚业绩.....	26
四、盈利预测.....	28
五、估值分析和投资建议.....	29
六、风险提示.....	30

图表目录

图 1：公司外延方式的发展路程.....	5
图 2：公司重大事项一览.....	5
图 3：SANTOS2018 年业绩摘要.....	6
图 4：2018 年中期收入构成.....	6
图 5：2018 年中期毛利构成.....	6
图 6：2010-2018 年 1-9 月份收入及增速情况.....	7
图 7：2010-2018 年 1-9 月份净利润情况.....	7
图 8：SANTOS 毛利情况（单位：美元）.....	8
图 9：SANTOS 毛利率情况.....	8
图 10：新奥股份 ROE 情况.....	8
图 11：2013-2018 年国内天然气月度消费量情况.....	10
图 12：国内 LNG 价格走势.....	10
图 13：中国已经成为全球第一大天然气进口国.....	11
图 14：LNG 进口量及同比.....	11
图 15：我国天然气表观消费量及同比（截止到 2018.12）.....	11
图 16：国内天然气对外依存度.....	11
图 17：国内新建 19 座 LNG 接收站.....	12
图 18：2016 年我国一次能源消费结构.....	13
图 19：LNG 收入情况（亿元）.....	14
图 20：LNG 收入同比增速（%）.....	14
图 21：LNG 毛利率情况（%）.....	15
图 22：新地工程资质.....	16
图 23：能源工程历年的收入及增长情况.....	17
图 24：能源工程行业业务的毛利率情况.....	17
图 25：我国煤炭产量及增速.....	18

图 26: 火电发电量及同比增速 (截至到 2018 年 12 月)	19
图 27: 2017、2018 年前三季度新奥股份煤炭产销数据	19
图 28: 不同情境下的折现值 (煤炭含税价格: 元/吨)	20
图 29: 煤炭股本弹性	20
图 30: 动力煤价格走势	20
图 31: 煤炭行业估值水平	20
图 32: 煤炭业务营业收入及其增长率变动图	20
图 33: 煤炭业务毛利率变动图	20
图 34: 甲醇产业链结构	21
图 35: 甲醇开工率情况	21
图 36: 甲醇市场价格	21
图 37: 甲醇内陆库存回落	22
图 38: 甲醇港口库存出现区域性分化	22
图 39: 煤制甲醇利润情况	22
图 40: 2018-2019 年的甲醇产能投放	23
图 41: 海外甲醇的投放情况	23
图 42: 甲醇表观消费量及同比数据 (截止到 2018 年 11 月份)	24
图 43: 甲醛、MTBE、PTA、醋酸价格走势	25
图 44: PP 月度产量情况	25
图 45: 不同工艺路线甲醇生产成本	26
图 46: 甲醇股本弹性	26
图 47: 国内汽油表观消费量	27
图 48: 内蒙古汽油产量下滑	28
图 49: 内蒙古汽油消费量	28
图 50: 盈利预测分项(单位: 百万元)	29
图 51: 可比公司估值比较	30
图 52: 新奥股份 PE 区间	30
图 53: 新奥股份 PB 区间	30

未找到图形项目表。

一、投资逻辑

外延战略

新奥集团在国内天然气市场占有率接近 10%，2030 年国内天然气消费量将是现在消费量的 3 倍左右；但国内天然气资源几乎全部是由三桶油供应，且产量明显不足以满足国内需求，天然气对外依存度超过 40%，并保持上升态势；集团为了保持份额，只能向外寻找气源；作为中上游资产运作平台的新奥股份，将担负起外延扩张的重要任务。公司现有的天然气资产有沁水和北海 LNG、SANTOS，以及正在并购的东芝在美国的液化气加工厂。

低估值

公司核心资产受益油气价格上涨。自 2014 年底以来，受全球经济放缓、供应增加影响，国际油价在 2016 年跌破 30 美元/桶，后来在减产的约束下，上涨到 2018 年 10 月份的 86.74 美元/桶；然后在全球经济下滑的预期影响下，快速回落到 50 美元/桶附近，反弹到当前 61 美元/桶（2019-1-28）。以 OPEC 为首的产油国仍然执行减产政策，市场主流大行对 2019 年 Brent 油价预计 60-70 美元/桶之间。中国石化经济技术研究院近日发布的《2019 中国能源化工产业发展报告》报告预计 2019 年 Brent 油价 60-70 美元/桶之间，美林预计为 70 美元/桶，EIA 预计 61 美元/桶等。如果按照这个价格测算，假设公司现有资产全部达产，其业绩将达到 19-20 亿元，ROE 回到 20%以上；考虑煤炭带来 3 亿元左右的净利润，合计 22-23 亿元净利润，当前市值为 120 亿左右，对应 PE 只有 5-6 倍，具有较高的安全边际。

风险点在于国际油价大幅下跌，带动相关资产价格大幅下跌。

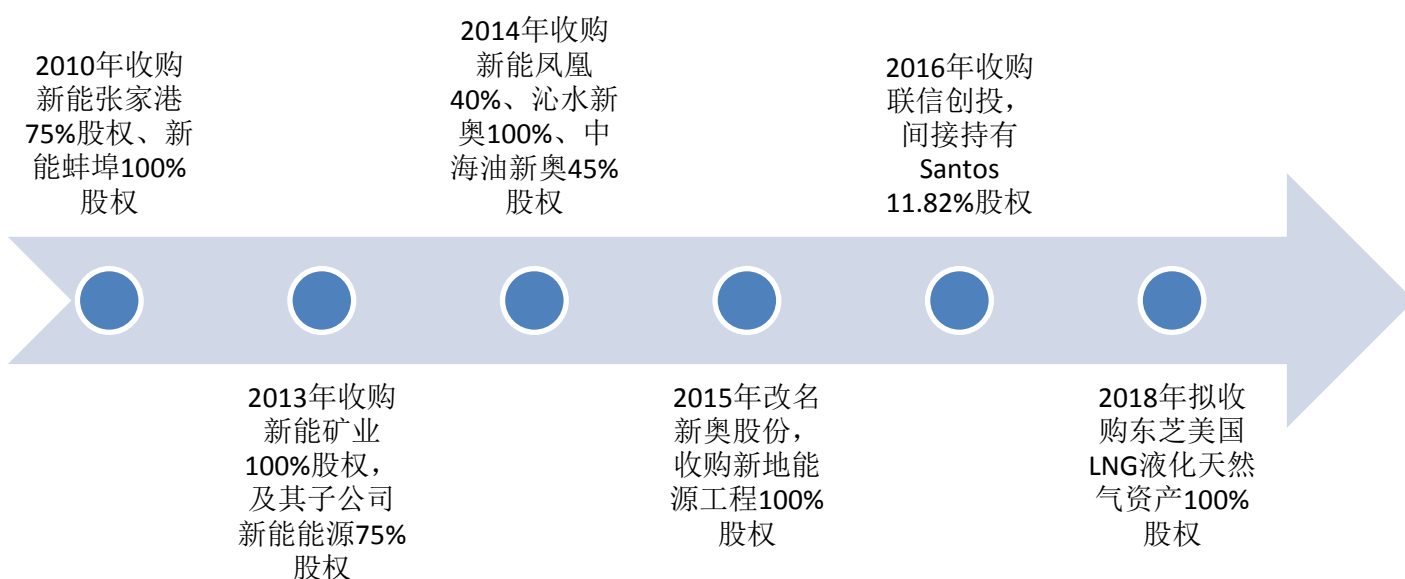
二、公司概况

新奥生态控股股份有限公司是河北省第一家上市公司，其前身是威远生化，2011 年通过借壳上市。现拥有煤炭、煤基化工、LNG 和能源技术工程集成服务等业务板块。核心业务涵盖天然气加工和投资、能源技术工程服务、甲醇、煤炭开采与洗选。未来将主要打造具有核心竞争力的清洁能源中上游平台，从三个方面致力于公司的发展：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。公司将以现有产业为基础，依托品牌、技术以及天然气市场巨大优势，致力成为创建美丽生态的清洁能源产品的供应和服务商。

（一）历史沿革

公司是河北省第一家上市公司，拥有煤炭、烷基化工、LNG、能源工程集成服务等业务板块，核心业务涵盖天然气加工和投资、能源技术工程服务、甲醇等化工品的生产与销售。未来将致力于发展具有核心竞争力的、具有中上游资源的清洁能源行业。

图 1：公司外延方式的发展路程



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：公司重大事项一览

日期	资本运作	备注
2010.12	收购二甲醚资产：新能张家港 75%股份和新能蚌埠 100%股权	对价 5.5 亿，向大股东定增 7538 万股， 股价 7.31 元
2013.3—2014.1	收购煤炭和甲醇：增发购买新能矿 业煤炭 100%股权、间接持有新能 能源 75%甲醇资产股权	对价 72 亿，对价 10.98 元/股向新奥控股、 联想控股、泛海、天弘基金等募集资金
2014.8	收购甲醇和 LNG：收购新能凤凰 40%煤制甲醇资产、山西沁水煤层 气制 LNG 100%股权、中海油北 海石油伴生气制 LNG 45%股权	新奥凤凰对价 3.6 亿元 沁水对价 1.6 亿元 中海油北海 0.7 亿元
2015.4	收购工程公司 100%股权	17.68 亿元现金
2015.6	焦炉气制 LNG：设立迁安新奥	出资 6000 万元，持股 60%
2015.10	启动 20 万吨轻烃项目，副产 2 亿 方天然气和 4.4 万吨 LPG	拟通过银行贷款方式，计划投资规模 42.5 亿元
2016.4	收购 SANTOS 资产 10.07%股权	对价 7.5 亿美元
2018.2	配股融资用于 20 万吨轻烃项目	10 配 2.5 股，募集 22.725 亿元，配股价 9.33 元/股
2018.10	开始剥离威远生化农药资产	如果剥离完成，将回笼资金 8 亿元
2018.11	拟收购美国液化气加工厂 100% 股权	拟以 1500 万美元对价购买东芝美国 LNG 业务 100%股权，正在洽谈中

资料来源：公司公告，华金证券研究所

(二) 主营业务分析

2018 年 1-9 月份收入 98 亿，增长 40%；扣非净利润为 10.26 亿，增长 201.48%。参股子公司 SANTOS 投资收益预估为 1.67 亿，导致投资总收益为 3.59 亿，同比增加 6.67 亿元，占当期扣非净利润比例为 35%左右。SANTOS 年报已经出来，全年业绩 6.3 亿美元，按 6.72 汇率计算，对应 42.3 亿人民币，10.07%的投资收益为 4.26 亿元，这样第四季度确认投资收益为 2.59 亿元；公司预告业绩范围 12.8-13.7 亿元之间。

图 3: SANTOS2018 年业绩摘要

2018 Full-year financial snapshot

Santos

Underlying profit up 129% to \$727 million

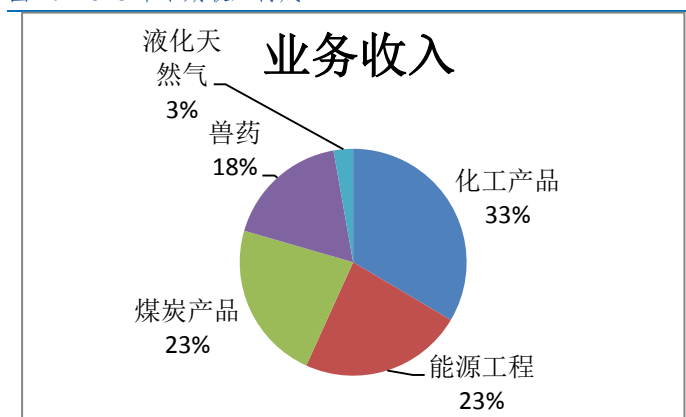
\$ million	2018	2017	Change
Product sales revenue	3,660	3,100	↑ 18%
EBITDAX	2,160	1,428	↑ 51%
Underlying profit ¹	727	318	↑ 129%
Net profit (loss) after tax	630	(360)	↑ nm
Operating cash flow	1,578	1,248	↑ 26%
Free cash flow ²	1,006	618	↑ 63%
Full-year dividend (UScps) ³	9.7	-	↑ 9.7 cps

¹ For a reconciliation of 2018 Full-year net profit to underlying profit, refer to Appendix.
² Operating cash flow less investing cash flows net of acquisitions and disposals.
³ Incorporates final dividend of US6.2 cents per share.

资料来源：公司官网，华金证券研究所

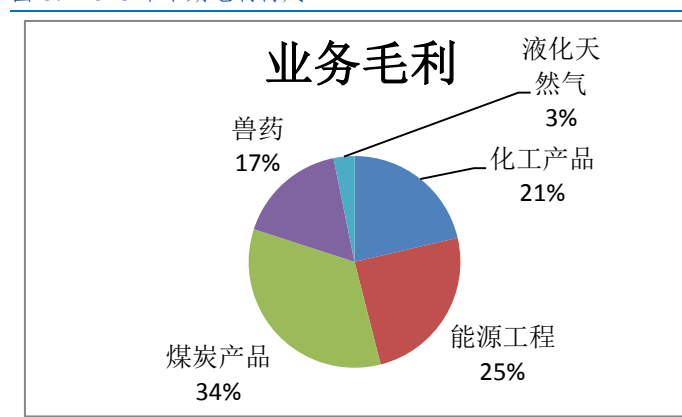
由于蚌埠二甲醚资产已经剥离，农药资产正在剥离过程中，目前公司主业有 4 大块：天然气板块（LNG）、能源工程、煤炭及煤化工。其中能源工程、SANTOS、LNG 等业务是通过外延式方式进入公司的，20 万吨轻烃是新建的项目，这些资产稳定运行后，业绩释放，支撑了公司收入的快速增长。

图 4: 2018 年中期收入构成



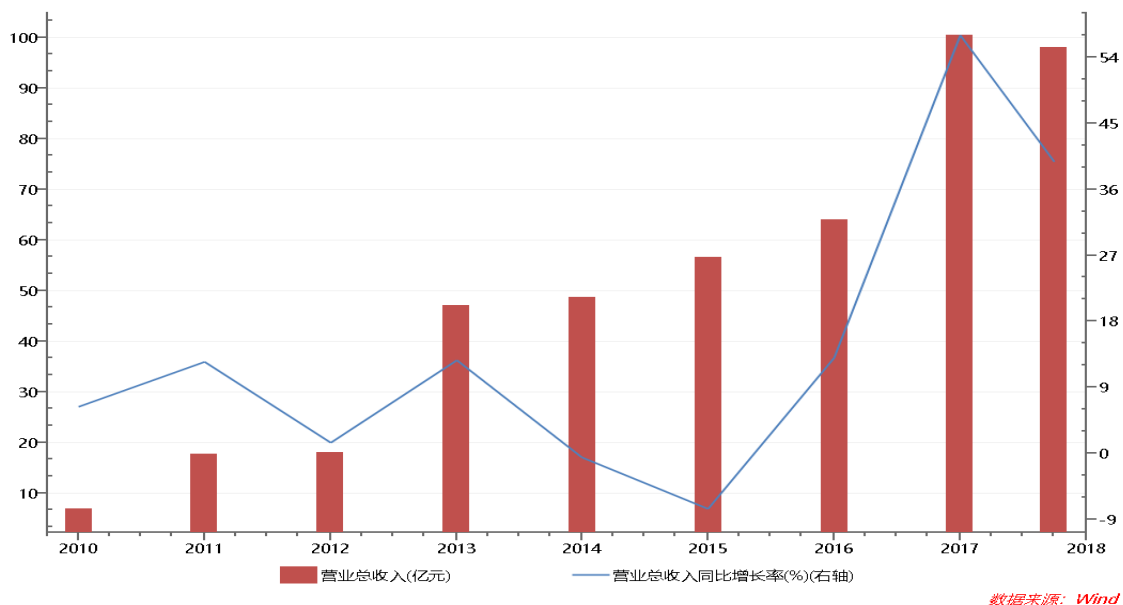
资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 5: 2018 年中期毛利构成



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 6: 2010-2018 年 1-9 月份收入及增速情况

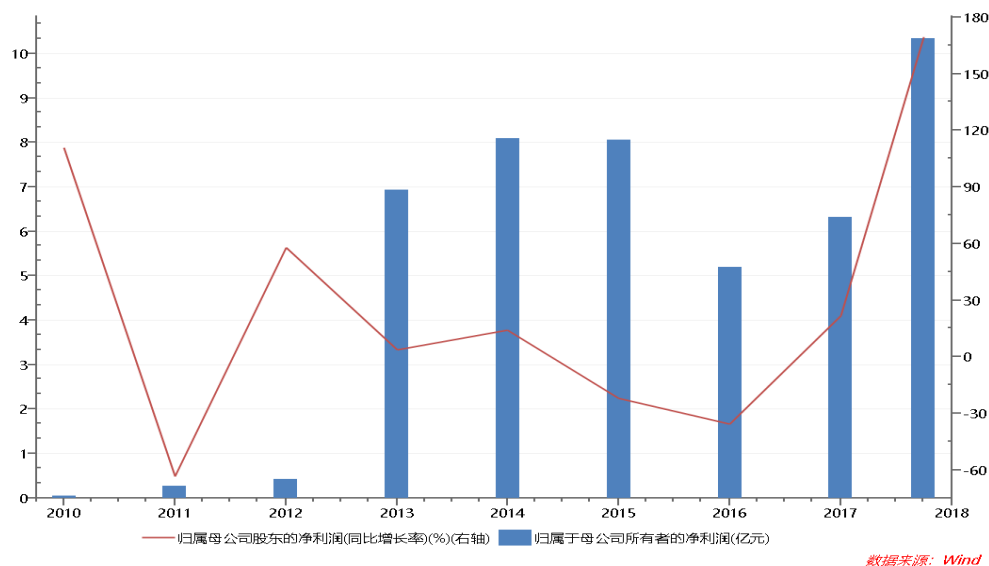


资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

2010-2017 年, 年收入复合增速为 46%; 预计 2018 年将创历史新高。收入大幅增长来源于公司持续的外延扩张, 从注入甲醇、二甲醚资产, 到煤炭资产、LNG 资产、能源工程资产等, 这些资产并购后, 都保持了稳定的收入增长。2018 年, 公司开始剥离跟天然气产业链不相关且业绩不佳的资产——农药和二甲醚资产, 如果农药资产剥离完成, 将回笼约 8 亿元的现金资产。正在进行收购的美国液化化工厂如果顺利投产, 按目前的价格水平, 预计收入 10 亿美元左右, 2018 年前三季度收入为 100 亿元, 增幅高达 60%以上。

(三) 盈利能力分析

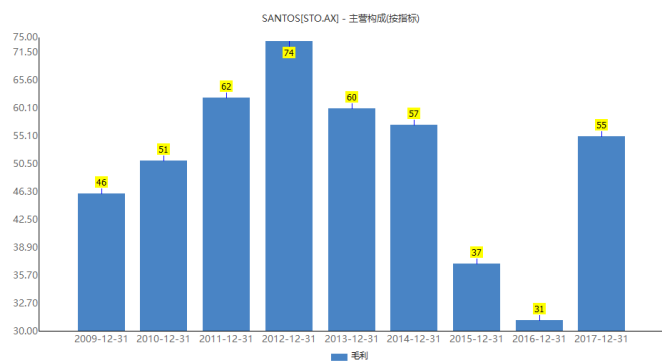
图 7: 2010-2018 年 1-9 月份净利润情况



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

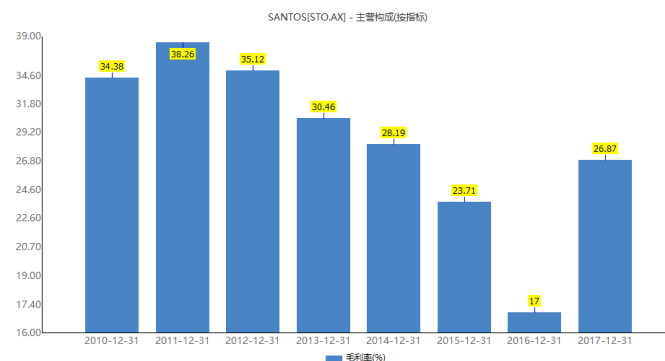
自从收购威远生化后，公司注入中上游资产，如煤炭、二甲醚、甲醇、能源工程、SANTOS、正准备收购的东芝在美国的液化加工厂等；收购完成后，大部分资产盈利稳定，净利润水平也有一个质的飞跃。业绩持续增长到 2015 年，2016 年出现了业绩拐点，主要是收购的 SANTOS 减值导致会计利润的损失，但随着 SANTOS 的内部结构调整，债务水平大幅降低，使得其自由现金流盈亏平衡点从 2016 年上半年 42 美元/桶下降至 32 美元/桶，降幅为 23.8%，并逐渐开始盈利。

图 8: SANTOS 毛利情况 (单位: 美元)



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 9: SANTOS 毛利率情况

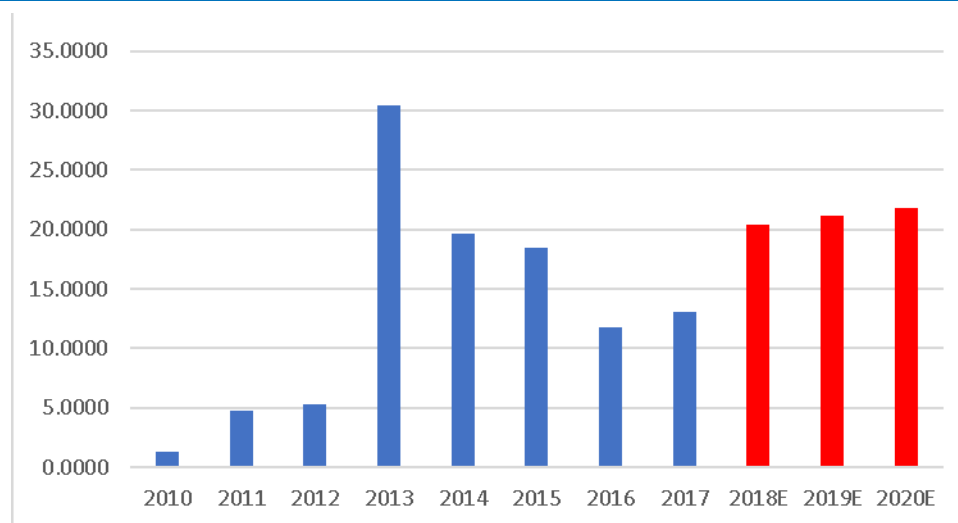


资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

2018 年, SANTOS 年度 EBITDAX (息税折旧摊销前利润) 上涨 51%, 达到 21.6 亿美元; 自由现金流上涨 63%, 达到 10.06 亿美元。收购 Quadrant 能源 100% 股权后, 产量提高 31%, 达到 7780 万桶油当量, 非常接近澳洲大油气公司 Woodside 8400 万桶的产能。而且 2018 年中期开始分红, 每股红利是 3.5 美分, 全年分红 9.7 美分。这标志着 SANTOS 已经提前完成了债务削减目标, 其低成本、高现金流的业务可以支撑进一步增长的同时, 还可以派发股息回报股东。

2019 年 1 月份公司公告了经营范围变更, 明确向天然气产业链转型。并且, 2018 年剥离了蚌埠的二甲醚资产, 并正在处理农药资产, 预计将回笼 8 亿元的现金资产。资产质量将改善明显, ROE 也开始显著提升, 并将突破 20% 关口。

图 10: 新奥股份 ROE 情况



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

20 万吨轻烃项目已经在 2018 年中期投产，计划在 2019 年中期开始稳定生产，预计自 2020 年开始，稳定轻烃将贡献业绩。按当前的价格测算，全部产能出来将贡献约 4 亿元的利润。

60 万吨甲醇项目也是以低成本优势占领市场，预计其完全成本不超过 1500 元/吨（行业成本在 2000 元/吨左右），下游客户用甲醇制烯烃，产销稳定。

正在洽谈收购的东芝在美国的液化加工厂，年加工能力为 220 万吨，如果完全投产，在当前的价格水平下，预计年收入 10 亿美元左右，10%净利率对应 1 亿美元的净利润，即 6-7 亿元的利润，一旦投产，将增厚 2018 年 1-9 月份净利润 60%左右。

三、现有资产进入业绩释放期

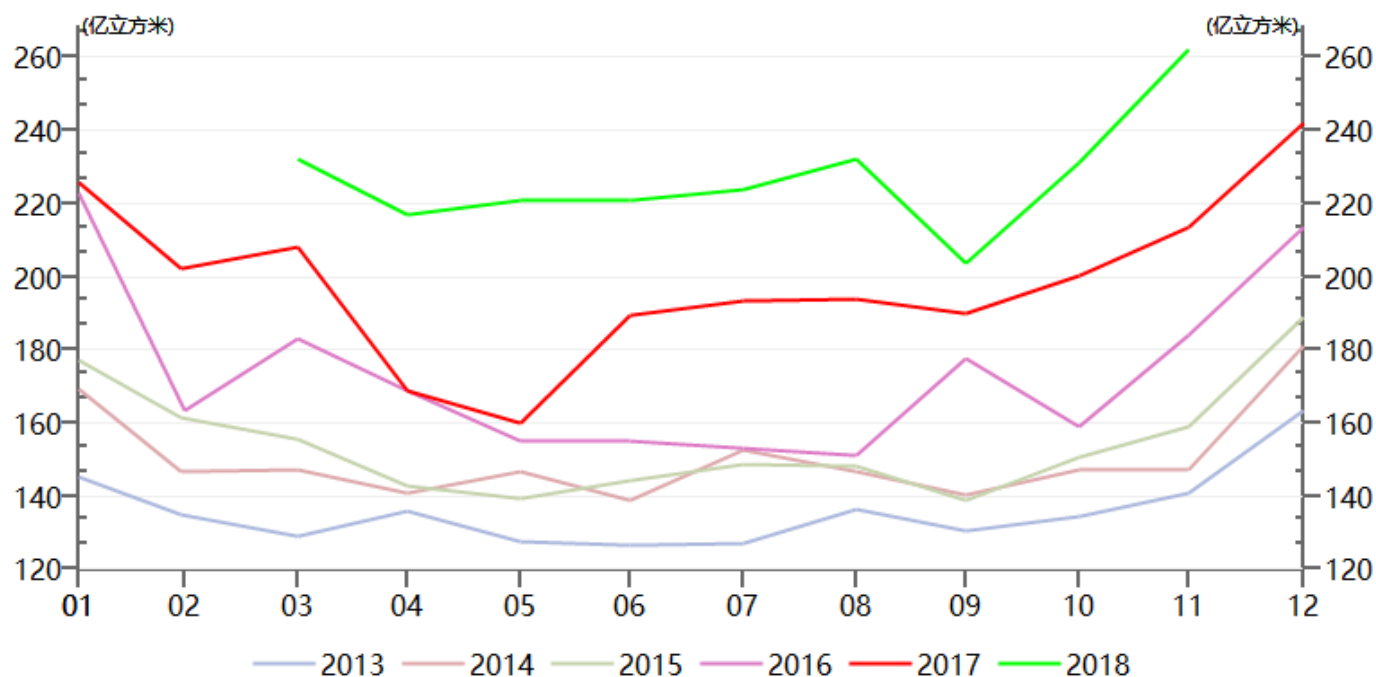
（一）天然气：被确定为主体能源，处于快速增长期

跟煤炭和石油相比，天然气具有清洁环保、安全性高、燃烧效率高等优势。根据埃克森美孚石油公司预测，2030 年前，全球天然气消费需求年均增长率保持 2%，而石油和煤炭的增速仅为 0.7%。国际能源署中长期预计 2035 年，全球天然气需求总量达到 5.1 万亿立方米，占全球总能源需求的 25%，占世界一次能源消费的比例将超过石油和煤炭，天然气被确定为主体能源。

然而国内天然气供应短缺；而且最近 5 年来，消费旺季集中在一季度和四季度，主要是采暖需求影响。尤其是 2017 和 2018 年冬季用气高峰时都出现气荒，刺激国内天然气价格快速上涨。

图 11: 2013-2018 年国内天然气月度消费量情况

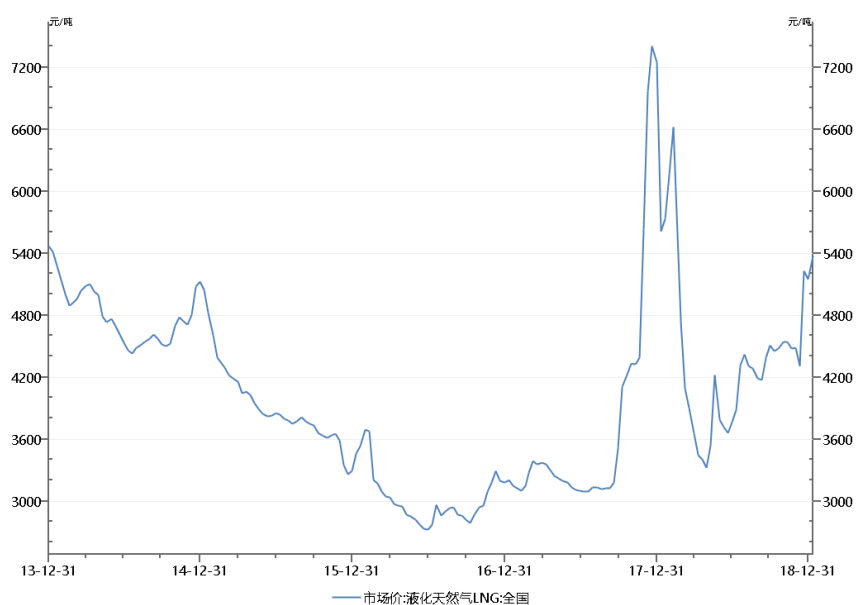
消费量:天然气:当月值



数据来源: Wind

资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 12: 国内 LNG 价格走势



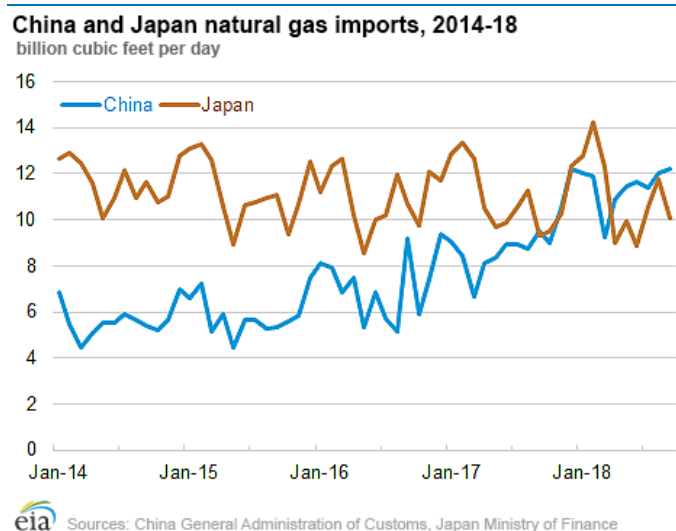
数据来源: Wind

资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

为了弥补缺口, 进口天然气成为一个重要的手段。相比管道气, LNG 运输更灵活, 因此 LNG 进口量增速持续保持在高位。截止到 2018 年 11 月, 我国进口 LNG 4752 万吨, 同比增长 43.6%;

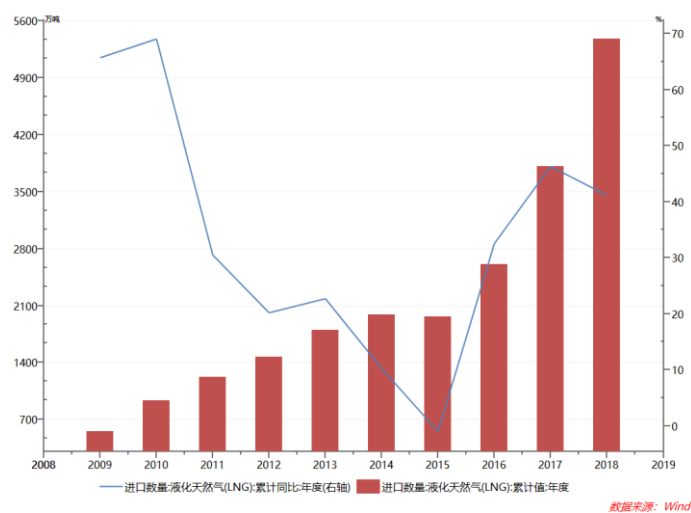
而天然气表观消费量为 2536 亿方，同比增长 17.91%。目前，中国已经成为全球第一大天然气进口国。天然气对外依存度提高到 43.3%，相比 2017 年的 38.43%，提高了 4.87 个百分点。

图 13: 中国已经成为全球第一大天然气进口国



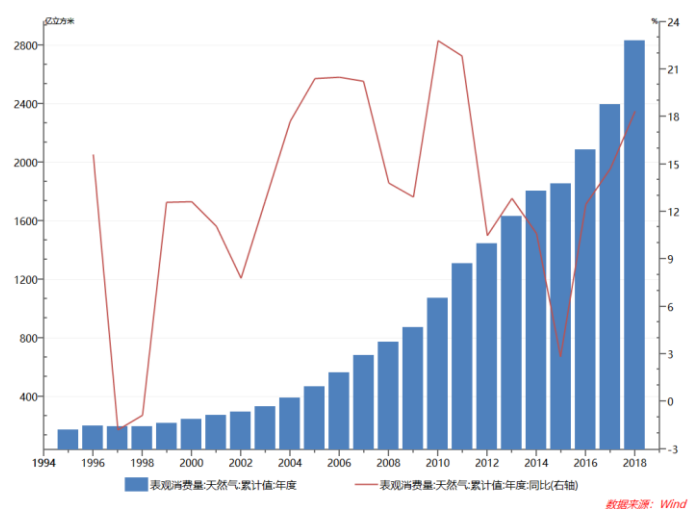
资料来源: EIA, 华金证券研究所

图 14: LNG 进口量及同比



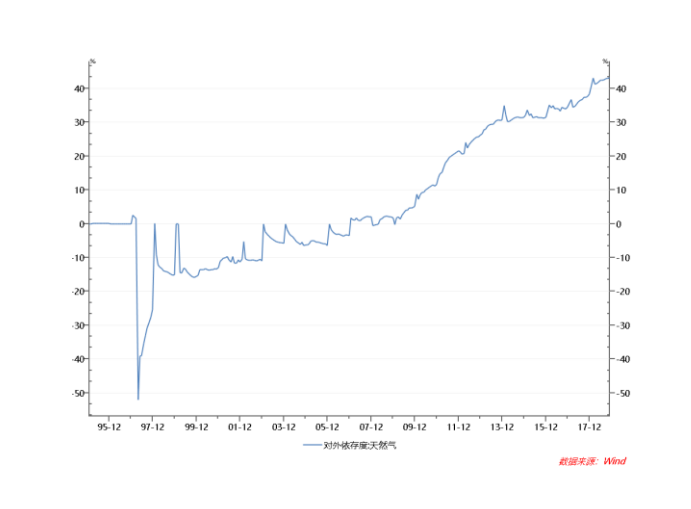
资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 15: 我国天然气表观消费量及同比 (截止到 2018.12)



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 16: 国内天然气对外依存度



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

根据发改委印发的《关于加快推进天然气利用的意见》规划,到 2020 年,我国天然气在一次能源消费结构中的占比力争达到 10%;2030 年达到 15%。2018 年预计 2766 亿方,占比不到 8%;如果是 10%,则消费量达到 4000 亿方;如果是 15%,则消费量达到 6000-7000 亿方。

为了实现这个目标,需要配套管网和接收站。

管输能力。截止到 2017 年底,中国天然气管道输送里程为 7.4 万公里,干线管网总输送能力为 3100 亿方/年,基本满足天然气运输的需求。根据前瞻产业研究院预测,到 2020 年,国内天然气长输管线长度将达到 10-12 万公里,输气能力达到 3700-4000 亿方,地级市管网覆盖率超过 90%。2030 年长输管网长度达到 17-20 万公里,输气能力达到 6000-7000 亿方,地级市覆盖率达到 95%以上。

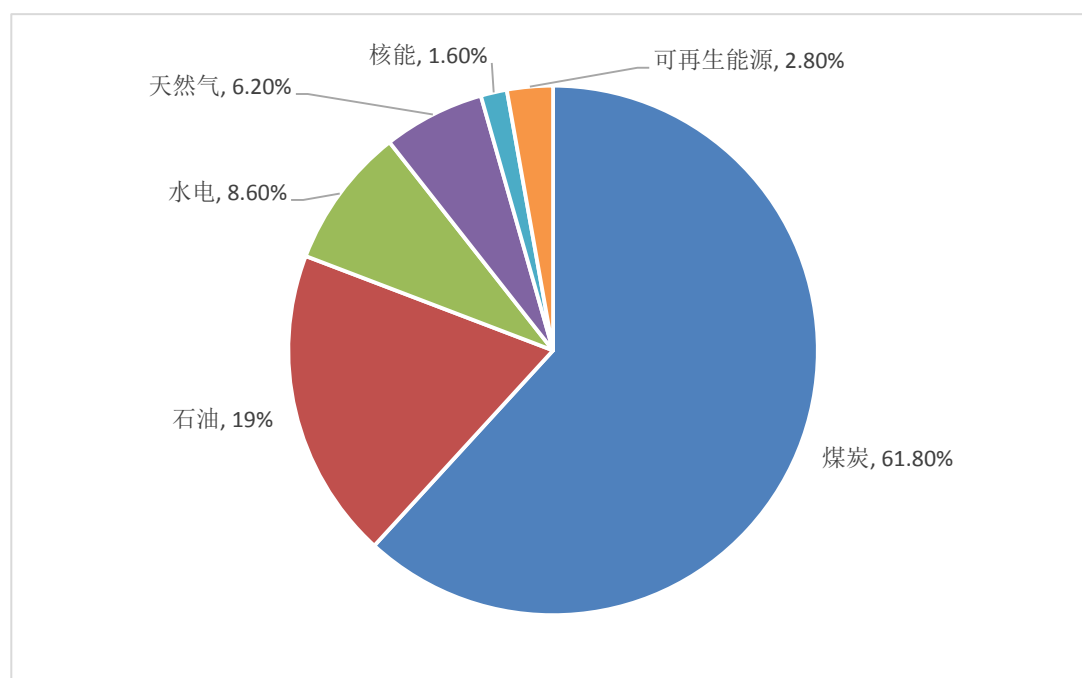
LNG 接收站对接海外气源。截止到 2018 年底,我国已经建成 19 座 LNG 接收站,具备 6000 万吨以上 LNG 进口能力。2018 年全年 LNG 进口量为 5377.6 万吨,增长 41.2%。

图 17: 国内新建 19 座 LNG 接收站

名称	年接收能力(万吨)	备注
大连	600	中石油
唐山	一期 350、二期 650	中石油
中海油天津	220	
中石化天津	300	
青岛董家口	300	中石化
如东	一期 350、二期 650	中石油江苏液化天然气公司
启东	一期 60、二期 115	广汇能源
上海五号沟	150	申能集团
上海洋山港	300	申能集团、中海石油气电集团
舟山	300	新奥集团
宁波	300	中海石油气电、浙能燃气、宁波开发投资
莆田	630	中海石油气田、福建投资开发
粤东	200	中海油粤东液化天然气
广东大鹏	680	中海石油气田等 10 家合资
深圳迭福	400	中海石油气田、深圳能源
九丰	150	东莞市九丰天然气储运公司
珠海	350	中海石油气田等 8 家合资
广西	300	中石化、广西北部湾国际港务集团
海南洋浦	300	中海石油气田、国电海控新能源

资料来源: 公开资料, 华金证券研究所

图 18：2016 年我国一次能源消费结构



资料来源：前瞻产业研究院，华金证券研究所

国内天然气需求分析

从消费结构看：2018 年，天然气占一次能源总消费量的 7.8%，全年消费淡季不淡特点突出。预计全年消费量为 2766 亿方，年增量 390 亿方，增速 16.6%。其中，工业燃料用气约 911 亿方，+20%；城市燃气（简称城燃）和天然气发电分别为 990 亿方、615 亿方，增长分别为 16.2%、23.4%；化工用气低迷，约 250 亿方，降幅 5.1%。

中东部消费量增速较快，西部较慢。2018 年，河北、江苏、广东等省天然气消费量呈阶梯增长，年增量超过 30 亿方。分区域看，环渤海消费量 590 亿方，远高于其他地区，增速为 22.9%；长三角为 480 亿方，增长 20%；中南地区为 290 亿方，增长 19.3%；东南沿海、东北、西南和中西部地区天然气消费量增速分别为 16.7%、16.3%、12.1%和 11.2%；西北地区只有 6.7%。

展望 2019 年，预计需求保持较快增长，增速可能回落。预计全年消费量为 3080 亿方，增长 11.4%。其中，城市燃气和工业用气保持较快增长。预计城燃保持 12.1%增速，至 1110 亿方。用气结构中，城燃占 36%，工业燃料占 33.8%，发电占 21.9%，化工用气占 8.3%。工业燃料将继续保持高增长，并有望超过城燃的占比，至少 2+26 城市煤改气就新增 230 亿方气。

天然气价格分析

价格市场化步伐加快。政府坚持“关注中间、放开两头”的原则，出台多项政策加快天然气价格市场化进程，加强省内管道运输和配气价格监管，广东、广西、宁夏、山西等多省下调城市管网配气费。2018 年 5 月份国家发改委出台《关于理顺居民用气门站价格的通知》，实施居民和非居民用气门站价格并轨，制定上下游天然气价格联动机制，允许一年后居民用气门站价格可上浮不超过 20%比例。

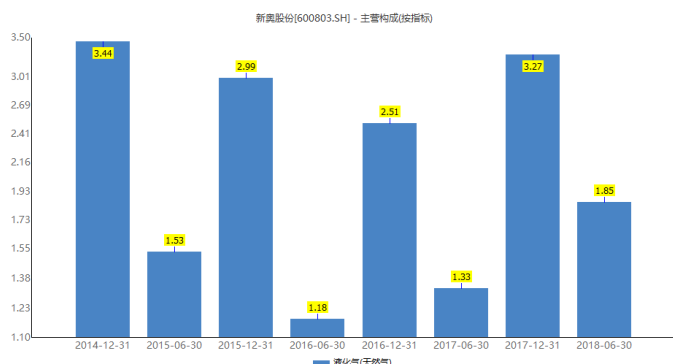
多地调整终端价格，实施上下游价格联动机制。天然气进口均价大幅上涨，2018年1-11月份，进口LNG到岸价为2.19元/方，同比增长19.2%，完税后为2.46元/方。进口管道气到岸均价1.49元/方，同比增长9.7%，完税后为1.65元/方。同年，上海石油天然气交易中心开展LNG接收站窗口期交易，助推我国天然气市场化改革。截止2018年12月底，管道气单边交易量为240亿方，均价为2.06元/方；LNG交易量为228万吨，均价为4752元/吨。重庆石油天然气交易中心5月开始正式交易，截止12月底，管道气单边交易量为63亿方，均为2.12元/方；LNG交易量为3.8万吨，均价为3797元/吨。

公司天然气资产

公司天然气资产有两家全资子公司：沁水10万吨LNG，以及20万吨轻烃副产2亿方天然气液化加工厂，合计产能24万吨/年LNG。长期投资的企业有中海油北海45%股权LNG 5775万方产能，以及澳大利亚第二大油气上市公司SANTOS 10.07%股权。

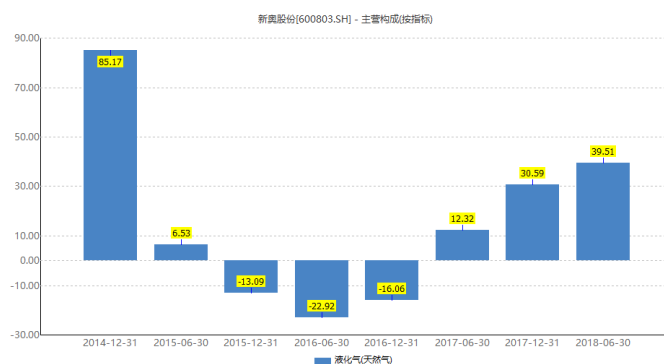
2017年LNG营收增长超过30%，得益于LNG销售价格大幅上涨所致，且涨幅超过原料气价格采购价格涨幅，导致毛利率也提高，达到了28%。考虑到国内未来几年天然气的快速增长，以及供给不足，预计该行业的盈利能力仍然较强。如果东芝在美国的液化加工厂顺利完成并购，按双方约定的方案，预计收入在10亿美元，对应当前6.8汇率，对应人民币收入68亿；股份公司2018年1-9月份收入规模为100亿，增厚接近70%；假如净利率水平为10%，对应6.8亿的净利润；股份公司2018年1-9月份净利润为10.35亿，预计增厚66%。

图 19: LNG 收入情况 (亿元)



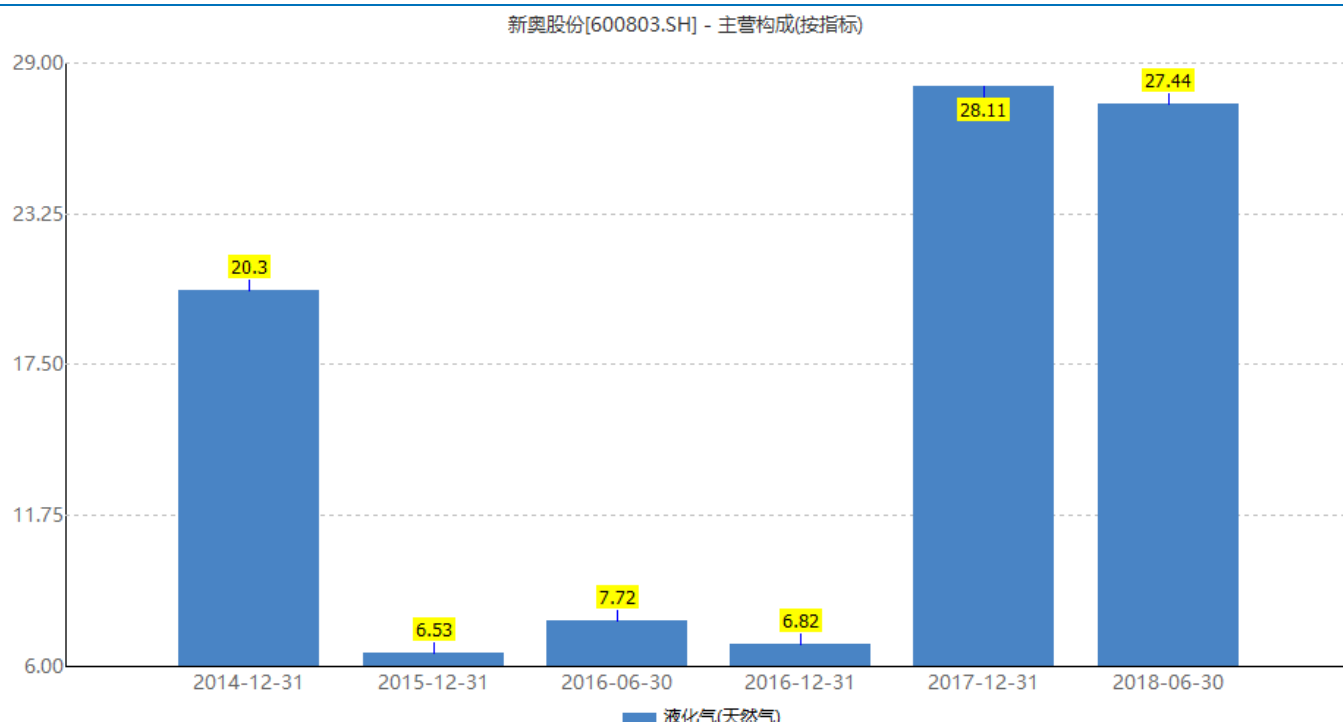
资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 20: LNG 收入同比增速 (%)



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 21: LNG 毛利率情况 (%)



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

(二) 能源工程保持平稳增长

能源工程业务隶属于能源行业上游行业,涵盖了电力、煤化工、石油化工、新能源、基础工程等行业的设计、技术咨询以及工程施工业务。目前,能源工程行业已经是成熟行业。近几年来,我国因为煤炭行业过剩,煤炭固定资产投资受到抑制,但是煤矿改造、煤炭清洁利用以及各种清洁能源的迅速扩张,有利于能源工程的发展。

按国家《能源发展战略行动计划》,2020 年天然气一次能源消费占比将超过 10%。预计十三五期间,国内天然气消费仍将保持快速增长。《天然气基础设施建设与运营管理办法》鼓励各类资本参与建设天然气基础设施建设,未来天然气基础设施(支线管线、城镇管网、储气调峰设施、车船用 LNG 加气站等)将保持快速增长,预计工程服务市场规模达到 4500 亿元,天然气工程业务仍处于增长期。

煤化工的环保问题一直是我国环保工作的重点,煤化工在清洁生产、节能降耗、以及三废(废气、废水、废渣)的处理等安全环保方面需要与能源工程进行合作,进行新技术、新工艺和新装备等的研究开发与应用,能源工程前景不错。目前,我国每年煤焦行业产生的富余焦炉气多达 800 多亿方,通过焦炉气甲烷化等技术,可以生产 300 多方的天然气,在煤炭清洁利用以及深加工政策的鼓励下,焦炉气利用工程前景良好,预计未来 5 年的工程投资达到 600 亿元左右。

随着能源消费战略的转型,天然气将确立为主体能源,与天然气配套的管网建设是重点工程。我国计划 2020 年建成千亿方跨省管网,带动大规模的支线管网建设。目前东部基本完成,逐步

向城乡延伸，未来建设集中在中西部地区，最终随着城市管网的饱和，未来市场转向老旧管线的改造。同时 LNG 接收站扩建、应急储气设施建设、车船用 LNG 加注站等方向的市场空间也较大。

新地能源工程技术有限公司（简称新地工程）

新地工程成立于 1999 年，主要从事市政工程、石油化工、煤化工等领域的技术研发、工程设计、装备制造与集成、工程施工与管理的一体化服务业务，是一家能源清洁综合利用领域的高新技术企业。公司拥有专业的科研机构，在煤基催化、气化、甲烷化、天然气净化、液化及系统能效等方面拥有多项国家专利，并有自主知识产权；另外，公司还拥有市政工程咨询甲级、市政行业甲级、化工石化医药行业设计甲级、市政公用工程施工总承包一级、石油化工工程施工总承包一级等资质。业务遍布 25 个省 100 多个城市，积累了丰富的业绩和经验，并获得第十届中国土木工程詹天佑奖。

图 22：新地工程资质

公司资质

公司拥有市政公用、化工石化医药等行业的咨询、设计及工程施工总承包等多项资质和国家专业认证。

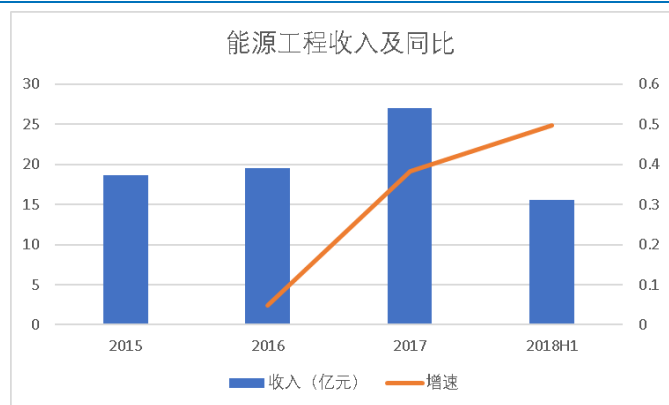
咨询资质	设计资质	施工资质	制造资质
<ul style="list-style-type: none"> 市政公用工程（燃气、热力）咨询甲级资质 化工行业咨询乙级资质 石油天然气、医药咨询丙级 	<ul style="list-style-type: none"> 市政行业（城镇燃气工程、热力工程）设计甲级资质 化工石化医药行业设计甲级资质 石油天然气（海洋石油）行业（管道输送）专业设计甲级资质 电力行业（新能源发电）专业乙级 压力管道（GA、GB、GC、GD）类设计资质 	<ul style="list-style-type: none"> 市政公用工程施工总承包壹级 石油化工工程施工总承包壹级 消防设施工程专业承包贰级 机电工程施工总承包壹级 压力管道（GA1、GB1、GB2、GC1）类安装资质 	<ul style="list-style-type: none"> ASME认证 压力管道元件组合装置A级资质 压力容器（A1、A2）制造资质

资料来源：公司官网，华金证券研究所

公司过往业绩优秀，如在 LNG 接收站有舟山项目（1000 万吨/年），中石油海南 LNG 储备库项目（约 132 万吨/年）。新奥集团舟山液化天然气 LNG 接收及加注站项目是由新地工程总包，一期项目已经于 2018 年 8 月投产。2018 年 8 月 7 日，由卡塔尔开航，携带 14.5 万立方米液化天然气的巴拿马籍运输船，号称最美 LNG 航船之一的“蓝天（STENA BLUE SKY）”号顺利靠泊舟山港。舟山接收站总投资规模在 100 亿元左右，项目计划在 2022 年完工，一期已经完工，二期、三期仍然在进行中。

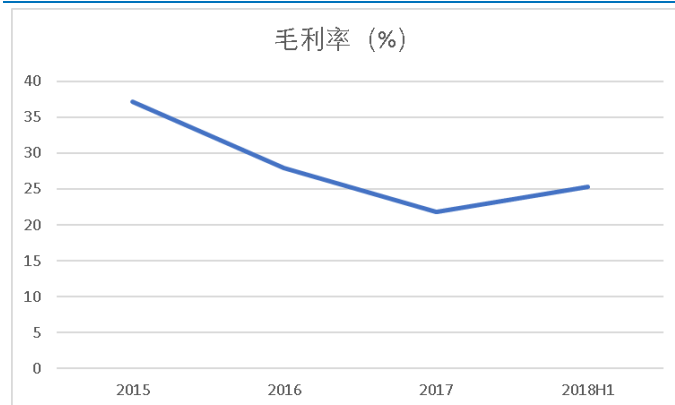
其他的案例还有节能减排及环保工程、分布式能源、生物质能源、野化工程、焦炉气制液化天然气、长输管道、气化采煤工程，以及国际项目。公司目前大部分订单都是跟集团相关，去年内部结构调整，从孙公司调整为子公司，独立核算，并加大对外接单能力。我们预计未来 3 年，公司收入平稳增长，毛利率维持在 25%附近。

图 23：能源工程历年的收入及增长情况



资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

图 24：能源工程行业业务的毛利率情况



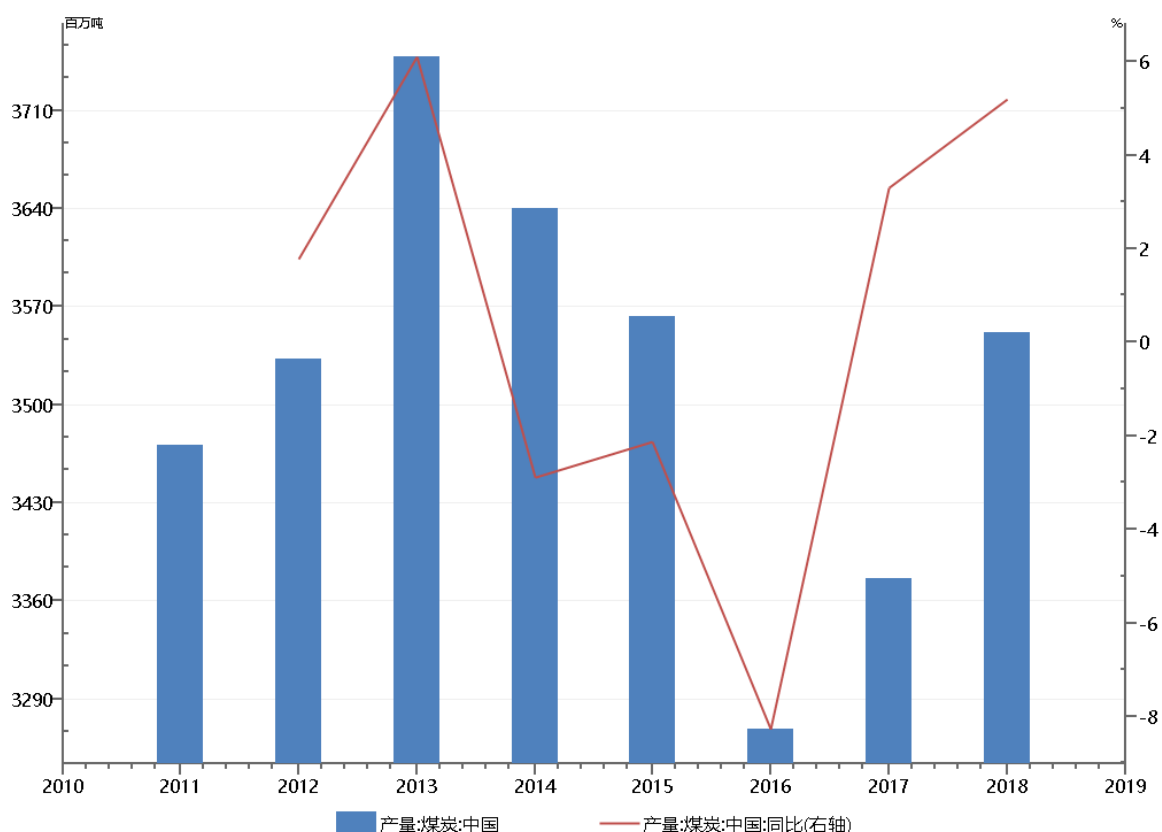
资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

（三）煤炭：去产能接近尾声，价格维持高位小幅波动

2015 年到 2018 年，煤炭行业处于去产能周期，各期原煤产量和对应下游产业每月产量增速明显放缓。2016-2018 年已经去掉了超过 6 亿吨的产能，2019-2020 年还要每年去掉 1 亿吨的产能。同时，通过“产能置换”政策，调节煤炭产能结构，实现产能结构优化。

2018 年 1-11 月份，国内累计消费量 32 亿吨，年化为 34.9 亿吨，1 亿吨产能占比 2.86%；而火电厂发电量却增长 6.2%；另外，进口煤炭 1142.54 万吨，占比很小；2018 年产量为 35.5 亿吨，增速为 5.2%，低于火电发电增速。2018 年，世界经济增速放缓，贸易战爆发，美元走强，外部压力大，中国经济增速放缓，结构性问题突出，金融风险加剧，下行压力加大的背景下，煤炭行业依然平稳运行，实属不易。

图 25：我国煤炭产量及增速



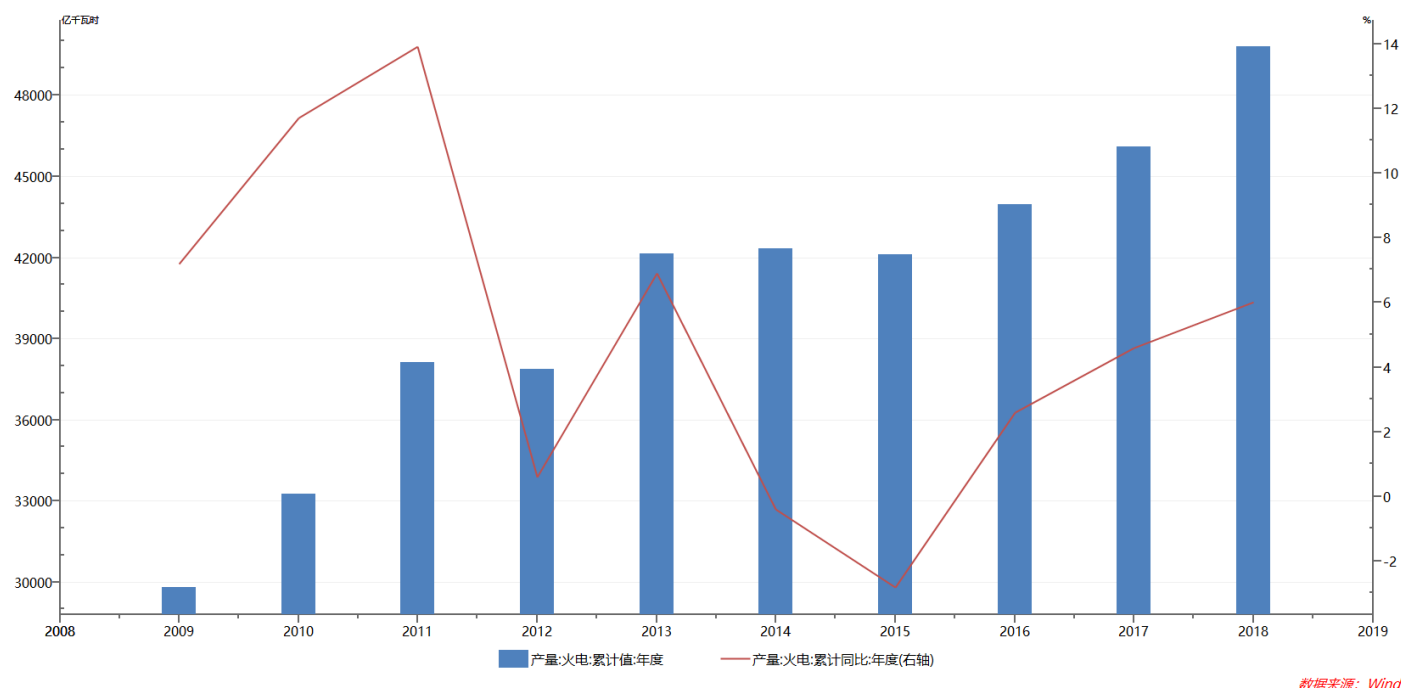
数据来源: Wind

资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

这说明，国内煤炭行业政策及时调整，为煤炭行业平稳运行提供了稳定的宏观环境。再就是供给侧改革的深入推进。自供给侧改革以来，已累计化解过剩产能近 7 亿吨，累积的产能过剩问题基本化解。以债转股为主要手段的去杠杆举措，使企业资产负债率不断攀升的势头得到遏制，企业成本降低，缓解成本高居不下的矛盾。

另外，需求端，2018 年全社会用电量增速同比提高。钢铁行业发展向好，尤其是一带一路政策刺激了钢铁产能的有效需求，水泥行业在环保整治下，错峰限产、集中停产、优化产能和加强产能置换等政策驱动下，价格上扬。

图 26：火电发电量及同比增速（截至到 2018 年 12 月）



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 27：2017、2018 年前三季度新奥股份煤炭产销数据

煤炭品种	2018 年 1-9 月				2017 年 1-9 月			
	产量/购进量 (万吨)	销量 (万吨)	销售收入 (万元)	毛利 (万元)	产量/购进量 (万吨)	销量 (万吨)	销售收入 (万元)	毛利 (万元)
混煤	234.41	236.63	46195.04	23794.25	255.18	258.23	50264.57	32755.30
洗精煤	253.06	252.91	73012.96	53145.24	249.46	248.96	69045.76	49988.28
贸易煤	234.64	233.83	125702.11	1943.06	104.86	102.86	48457.87	908.85

资料来源: 公司财报, 华金证券研究所

公司煤炭产销情况良好, 煤炭完全成本不超过 110 元/吨, 可采储量 5.9 万吨, 产能 680 万吨, 如果按 8%折现率、200 元/吨的均价计算, 煤炭资产相当于约 4 元/股的股价。按这个价格测算, 公司煤炭年贡献业绩 4.9 亿元利润。目前煤炭行业平均估值水平为 8.4 倍, 对应 41 亿市值。

图 28：不同情境下的折现值（煤炭含税价格：元/吨）

折现率 \ 煤炭价格	170	180	190	200	210	220	230
5.00%	3.56	4.39	5.23	6.07	6.91	7.75	8.59
6.00%	3.02	3.73	4.44	5.15	5.86	6.57	7.28
7.00%	2.62	3.24	3.85	4.47	5.09	5.71	6.33
8%	2.32	2.86	3.41	3.96	4.50	5.05	5.60
9.00%	2.08	2.57	3.06	3.55	4.04	4.53	5.02
10.00%	1.89	2.34	2.78	3.23	3.67	4.12	4.56
11.00%	1.73	2.14	2.55	2.96	3.37	3.78	4.19

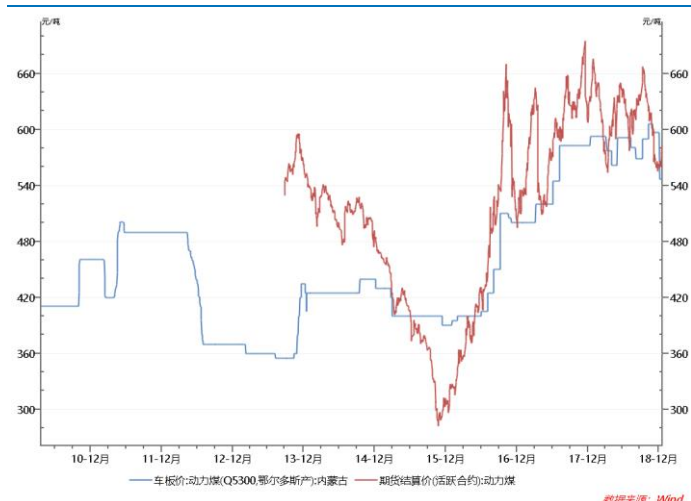
资料来源：公开资料，华金证券研究所

图 29：煤炭股本弹性

煤炭价格	EPS
188.00	1.27
193.00	1.29
198.00	1.31
203.00	1.33
208.00	1.34
213.00	1.36
218.00	1.38

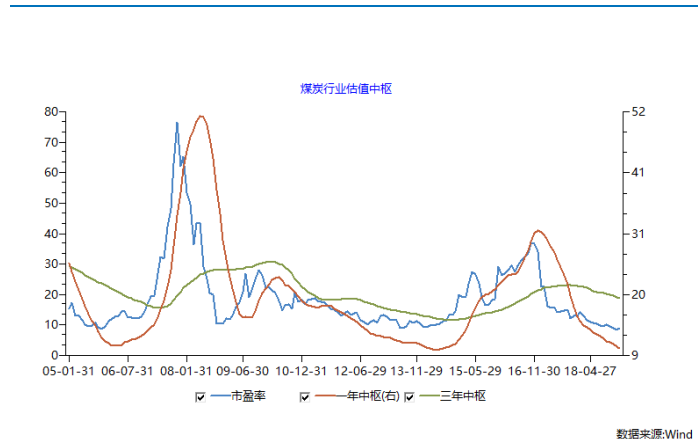
资料来源：公开资料，华金证券研究所

图 30：动力煤价格走势



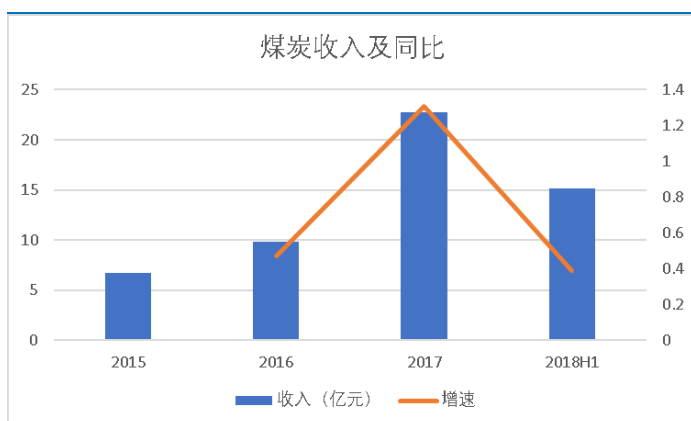
资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 31：煤炭行业估值水平



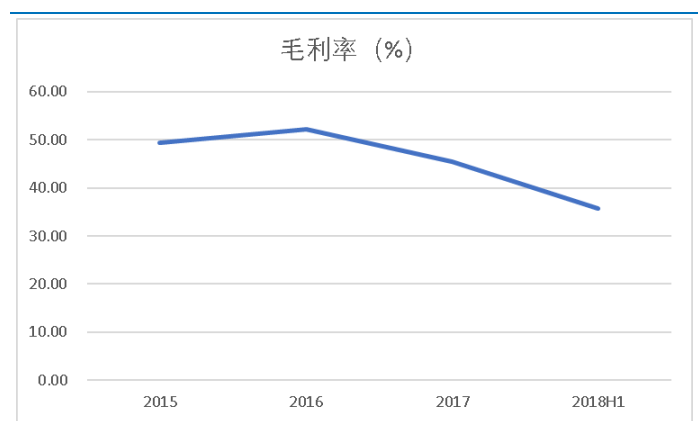
资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 32：煤炭业务营业收入及其增长率变动图



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 33：煤炭业务毛利率变动图



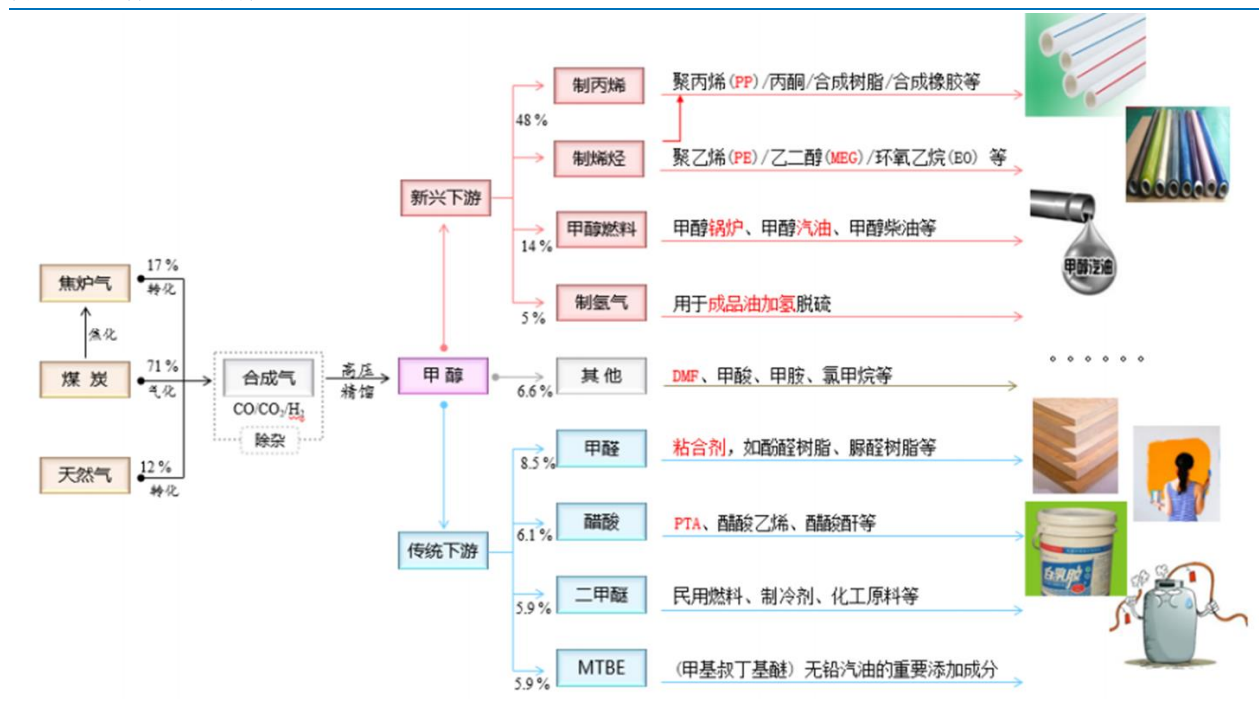
资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

（四）煤化工技术成熟，未来将以技术输出为主

公司煤化工技术成熟，对国内不同地区的煤种进行区分，开发了适应不同煤种的气化技术，公司 20 万吨煤制轻烃项目就是利用加氢气化和催化气化实现煤炭气化。公司煤化工业务不再扩张，将变成以输出煤化工技术为主要方式。

1、甲醇：受益 MTO 销售良好

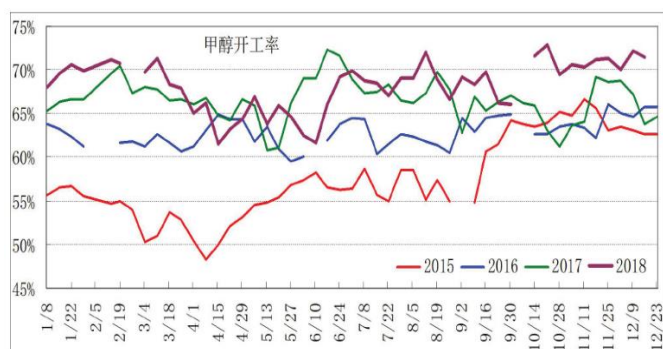
图 34：甲醇产业链结构



资料来源：卓创资讯，信达期货，华金证券研究所

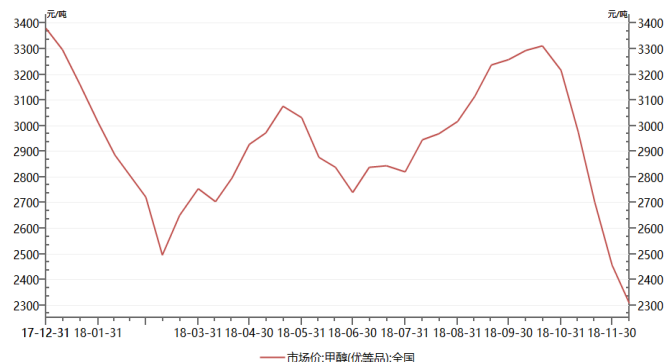
甲醇行业供给分析

图 35：甲醇开工率情况



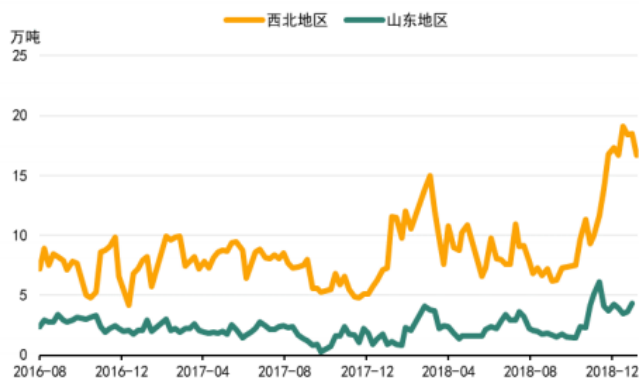
资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

图 36：甲醇市场价格



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 37: 甲醇内陆库存回落



资料来源: 前海期货, 华金证券研究所

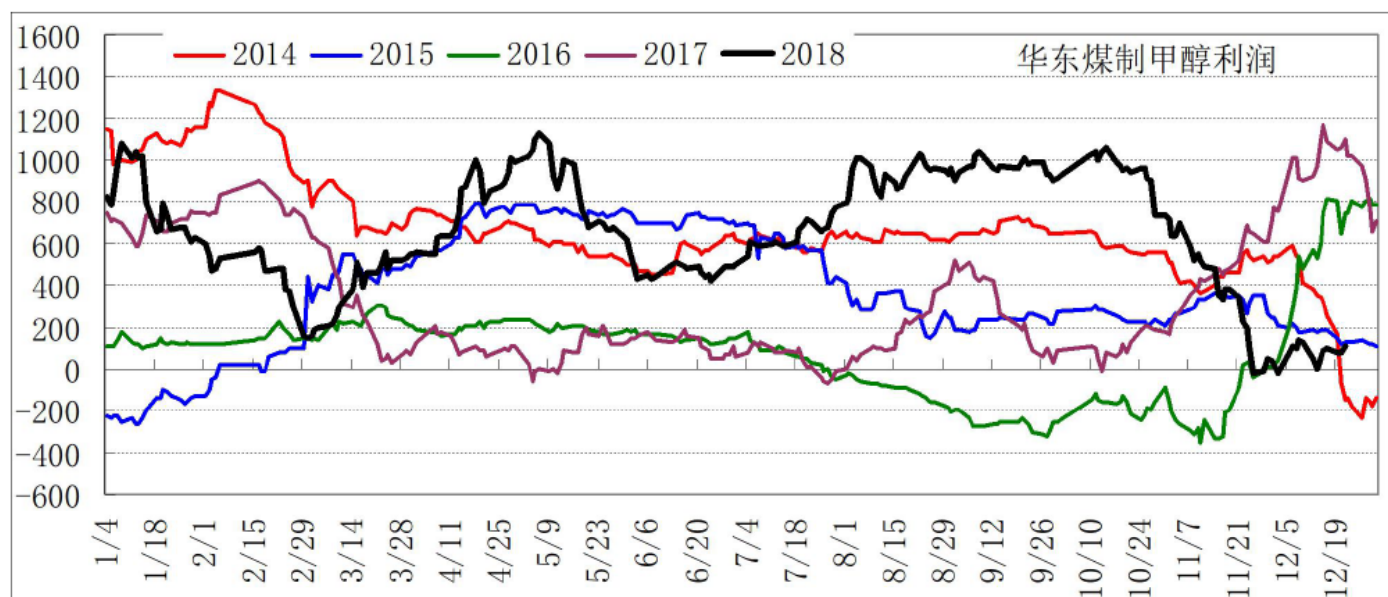
图 38: 甲醇港口库存出现区域性分化



资料来源: 前海期货, 华金证券研究所

2015-2018 年, 甲醇开工率呈现逐年上行态势, 并超过了 70%。2018 年底, 随着开工率的提高和库存的增加, 供给增加; 10 月中旬开始, 因为甲醇价格较高, 同期油价回落拖累烯烃价格, 从而抑制了 MTO 的利润空间, 导致 MTO 开工率下降, 甲醇需求下滑, 引发甲醇价格下跌, 煤制甲醇利润下滑。

图 39: 煤制甲醇利润情况



资料来源: 卓创资讯, 华金证券研究所

图 40：2018-2019 年的甲醇产能投放

企业	产能	净增产能	原料	投产时间	备注
河北金石	10	10	煤炭	2018年1月	已投
新能凤凰	20	20	煤炭	2018年2月	已投
山东金能	20	20	焦炉气	2018年3月	已投, 相当于产能置换
安徽昊源	80	80	煤炭	2018年5月	已投
内蒙新奥	60	60	煤炭	2018年6月	已投
晋煤华昱	60	20	煤炭	2018年8月	运行正常; 后续配套50万吨MTG
延安能化	180	0	天然气、煤	2018年9月	已投(配套60万吨MTO)
安徽红四方	10	10	煤制	2018年10月	
合计已投产	430	210			
山东鲁西	80	0	煤炭	2018年12月	预计12月出料, 配套30万吨MTO(12月)
恒力石化	50	0	煤炭	2018年12月	配套35万吨醋酸, 82万吨MTBE等
黑龙江宝泰隆	60	60	煤炭	2018年12月	新建装置计划12月份试车
建涛瑞宝	30	30	焦炉气	2018年12月	
18年预计投产	220	90			
山东新泰正大	25	25	焦炉气	2019. Q1	有条不紊进行中
兖矿煤业(榆林)	70	20	煤炭	2019年Q2	50万吨甲醇制DMMn(柴油添加剂)
宁夏宝丰二期	180	0	煤炭	2019年Q3	配套MTO
中安联合煤业	170	0	煤炭	2019年9月	配套MTO, 有望在18/10/30中交
内蒙古金诚泰	60	60	煤炭	2019年10月以后	暂无配套计划
兖矿煤业(荣信)	60	0	煤炭	2019	40万吨乙二醇及30万吨DMMn(柴油添加剂)
神华榆林	200	200	煤炭	2019年底	MTO装置已经投产, 目前外采
2019年预计投产	765	305			

资料来源：信达期货，华金证券研究所

图 41：海外甲醇的投放情况

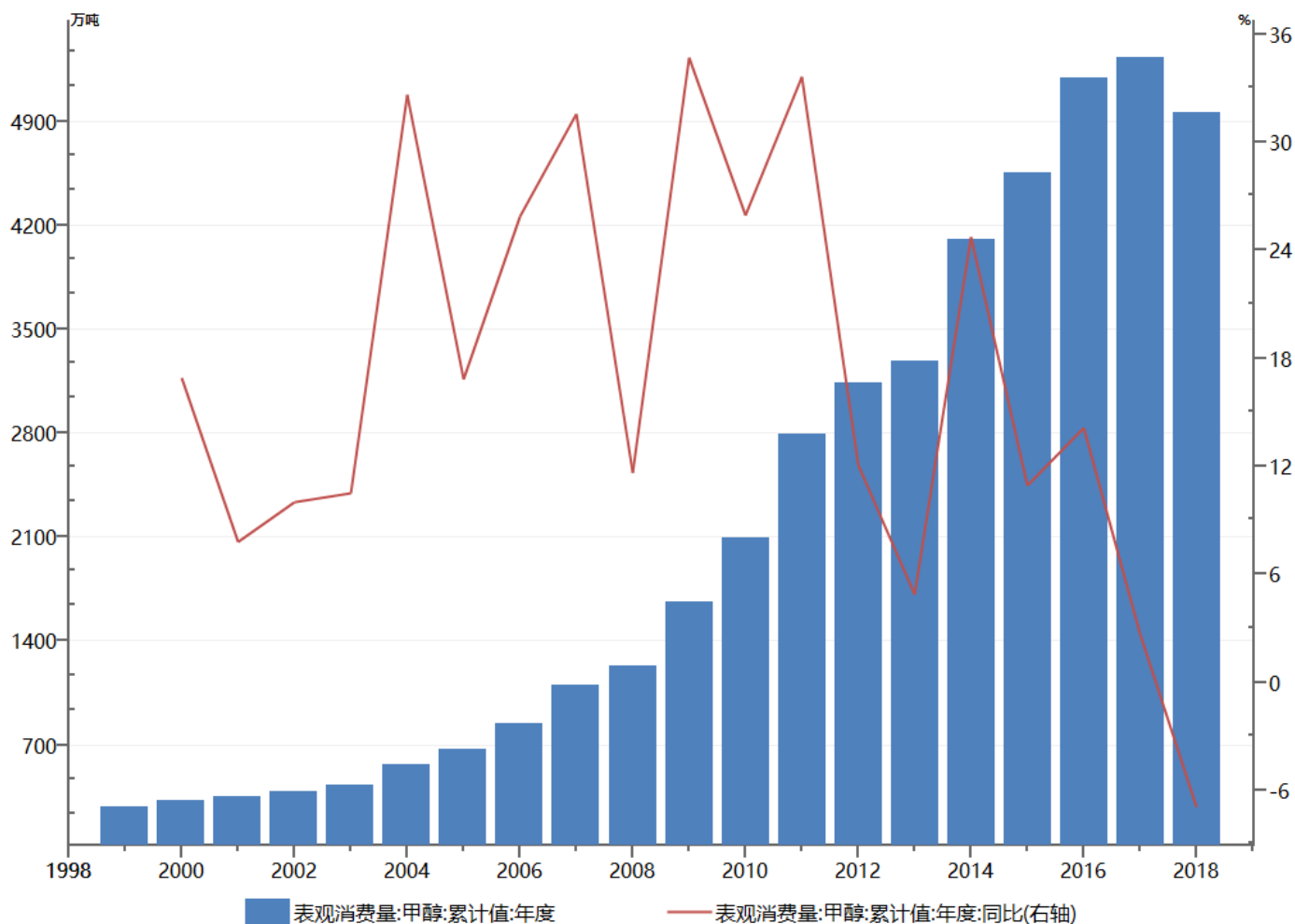
地区	国家	公司	产能(万吨)	投产时间	备注
北美	美国	汉姆	175	2018年6月底	
中东	伊朗	Marjan	165	2018年8月底	
南美洲	委内瑞拉	Supermetanol	79	2018年9月底	复产
南美洲	智利	Methanex	60	2018年11月	久停重启
2018年合计			479		
中东	伊朗	Kaveh	230	2019年Q2	
南美洲	特巴	Caribbean Gas Cl	100	2019年Q3	
欧洲	俄罗斯		24	2019年	
中东	伊朗	Busher	165	2019年底	
2019年合计			519		

资料来源：信达期货，华金证券研究所

从供给的角度看，2018年净新增产能约210万吨，相比2017年甲醇4445万吨产量增长4.7%；2019年净新增产能为305万吨，但由于是年底投产，预计新产能贡献将在2020年发生作用。我们推算，2019年净产能增加大约在230万吨左右，相比2018年增长约5%左右。由于国内对新建产能有约束，未来的增量更多的应该关注海外。2018年，美国和伊朗有两套装置，合计340万吨，在全球范围内，增长6.5%，这也是近5年来产能增速最大的年份。2019年关注伊朗Kaveh的230万吨装置的情况，该装置计划在Q2开车，主要外销到印度和中国。

甲醇行业需求分析

图 42：甲醇表观消费量及同比数据（截止到 2018 年 11 月份）

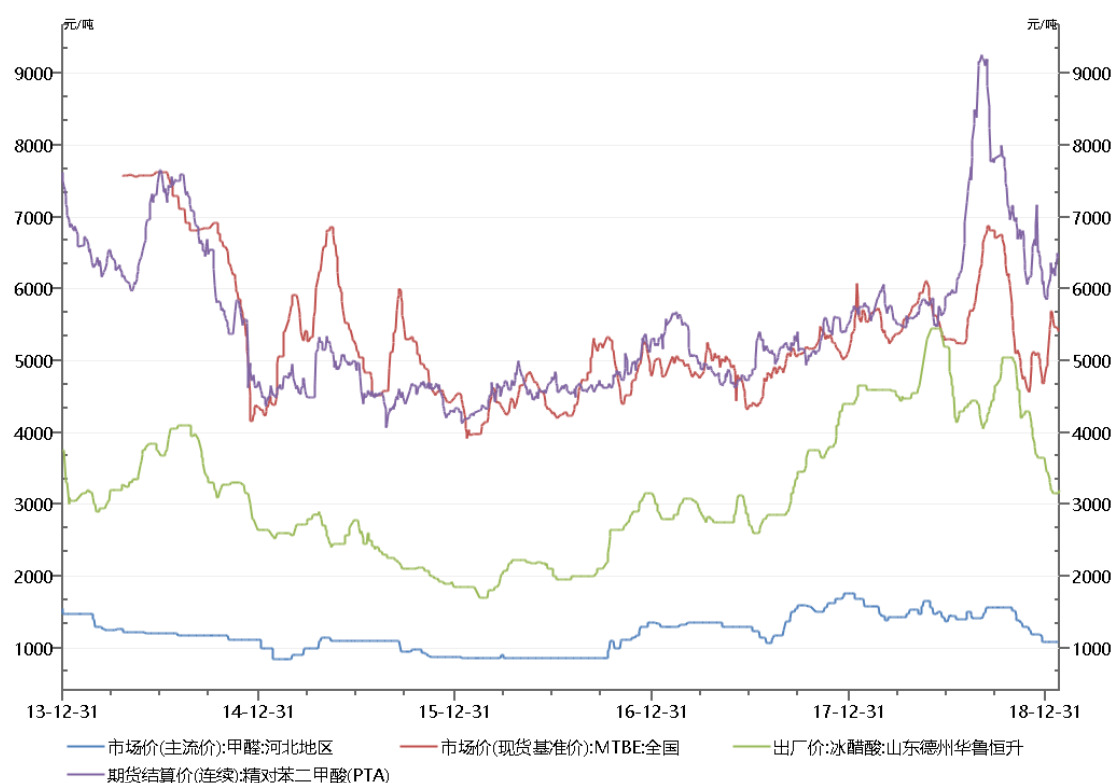


数据来源: Wind

资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

从需求端看，传统下游不佳。2018 年，传统下游甲醛受制于地产销售下滑影响，景气度下行。二甲醚主要需求是掺烧液化气，由于产业缺乏政策引导，并且二甲醚具有毒性，受制于环保压力，行业持续低迷。醋酸受益于 PTA 以及聚酯行业，期间表现不错，但在一定程度上透支了未来需求，出现库存积压情况，预计 2019 年需求偏弱。MTBE 需求来源于汽油调油，由于油品升级，MTBE 需求受到抑制，并且跟随原油价格在年底大跌，部分 MTBE 被其他油品替代，预计 MTBE 后市不容乐观。

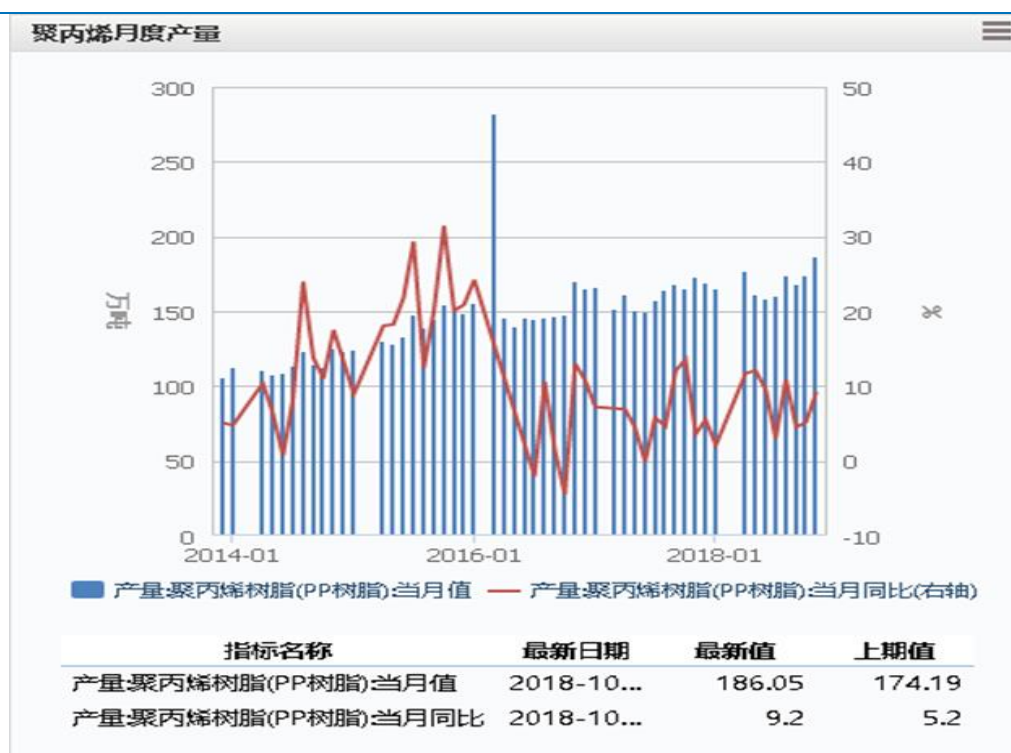
图 43: 甲醛、MTBE、PTA、醋酸价格走势



数据来源: Wind

资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 44: PP 月度产量情况



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

甲醇主要下游是新兴需求，如甲醇制烯烃、甲醇燃料和甲醇制氢气等，尤其是 MTO 甲醇制烯烃，占总需求接近 50%。MTO 的盈利情况决定行业开工率，而烯烃价格受国际油价影响较大，只是其供求状况好于原油，因此甲醇制烯烃仍然有一定的生存空间。考虑到 OPEC 减产持续，中美贸易战缓和有利于全球经济走好，预计国际油价维持震荡上行的概率大。OPEC 预计 2019 年原油需求增量为 129 万桶/天，IEA 预测为 140 万桶/天；同时 IEA 预计，如果 OPEC 严格执行减产协议，2019 年将出现供不应求的局面，或推升国际油价。

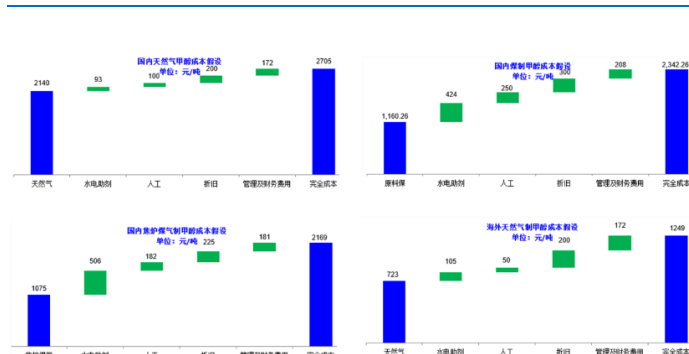
如果原油价格上涨，将带动大部分化工品涨价，烯烃价格也将上涨，甲醇价格将受到双重迭加上涨。相反，如果国际油价持续下跌，化工品价格也将受到影响。

甲醇价格有成本支撑

国内甲醇绝大部分来源于煤制甲醇，煤炭价格受供给侧改革影响，有望维持小幅波动，从而对甲醇价格形成支撑。目前的煤炭价格对应全行业成本在 2000 元/吨附近，我们测算公司甲醇完全成本不超过 1500 元/吨，具有明显的成本优势。同时公司甲醇的售价略低于市场价，产能消化没有问题。从财报披露的数据看，产销两旺。2018 年 Q3，产量 25.48 万吨，销量 25.73 万吨；2018 年 Q2，产量 21 万吨，销量 20 万吨。

如果市场均价在 2300 元/吨，按 126 万吨权益产能测算，甲醇的盈利 4-5 亿元左右。价格每波动 100 元/股、对应净利润变动 1 亿元，EPS 为 0.08 元/股。

图 45：不同工艺路线甲醇生产成本



资料来源: Wind 资讯, 华金证券研究所

图 46：甲醇股本弹性

甲醇价格(元/吨)	EPS
1923	1.02
2023	1.12
2123	1.22
2223	1.33
2323	1.43
2423	1.53
2523	1.63

资料来源: 公开资料, 华金证券研究所

2、稳定轻烃增厚业绩

稳定轻烃(俗名轻质油、凝析油)是列入国家产品名录中的一种石化产品,质量标准 GB9053-2013,是以戊烷及更重的烃类为主要成分的液态烃类产品,其终沸点不高于 190℃,在规定的蒸气压下,允许含有少量丁烷,也称天然汽油。

稳定轻烃主要用于石化原料和汽油调和油,按蒸汽压范围分为 1#和 2#两种,其中 1#用于石化原料,2#产品用于汽油调和原料。公司产品主要用于高清洁油品的添加剂和溶剂。

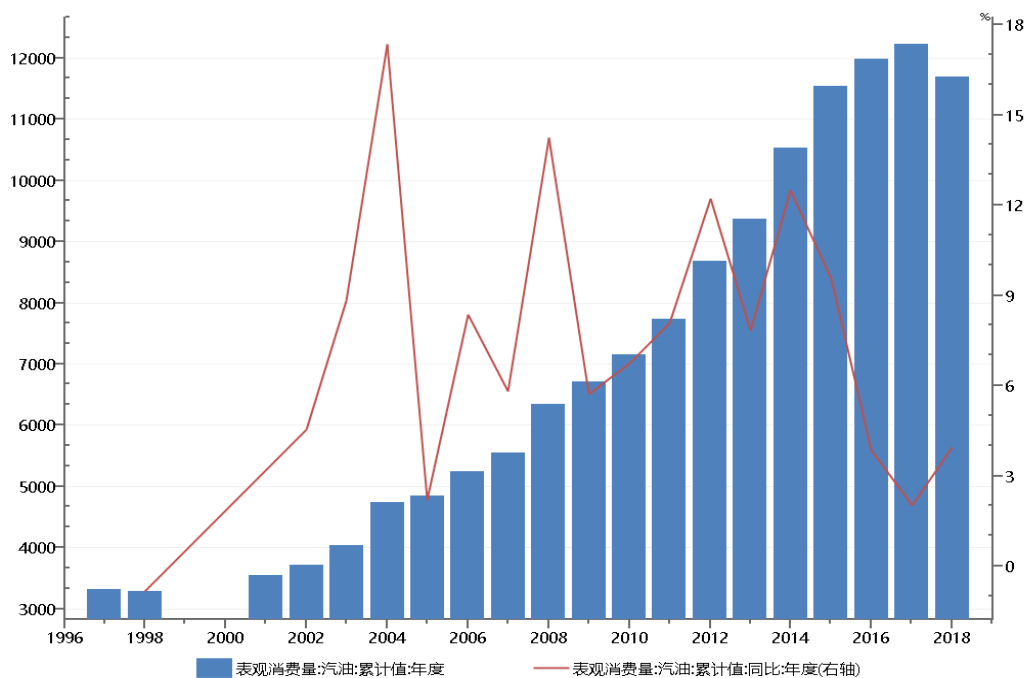
生产工艺是利用高活性催化剂将甲醇脱水、聚合反应生成轻烃组分。采用中国昆仑工程公司开发的甲醇制轻烃的固定床反应器。该工艺在内蒙古丰汇 10 万吨/甲醇稳定轻烃装置成功运行。

该项目利用新能源现有年产 60 万吨甲醇的供电、供水、交通等公用工程设施，以当地丰富的煤炭为原料，年产 20 万吨稳定轻烃，副产 2 亿立方米的 LNG 和 4.4 万吨的液化石油气等产品。

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，具有良好的蒸发性和抗腐蚀性，优于国四汽油标准，甚至超过欧五标准。高品质的汽油，既可以直接做发动机燃料，更是非标汽油的优质调和剂。甲醇制高清洁燃料生产的汽油当调节剂市场空间巨大。其出厂价可以对标 93 号汽油。2019 年 1 月 16 日，国内汽油批发价 7140 元/吨；公司甲醇制稳定轻烃的成本跟现有 60 万吨甲醇的成本相当，完全成本不超过 1500 元/吨，按 2.5 吨甲醇生产 1 吨稳定轻烃计算，对应甲醇成本在 3750 元/吨附近。从这个角度看，稳定轻烃的盈利应该不错。2018 年 1-11 月份，国内汽油表观消费量 1.17 亿吨，增长 3.96%。国内成品油消费市场属于万亿级别的市场，因此 20 万吨轻烃的消化难度不大。

考虑到内蒙古的汽油产量同比下滑，但消费量增速强劲，显示自治区内的汽油供应不足。因此，20 万吨轻烃的销售应该是没有问题的。

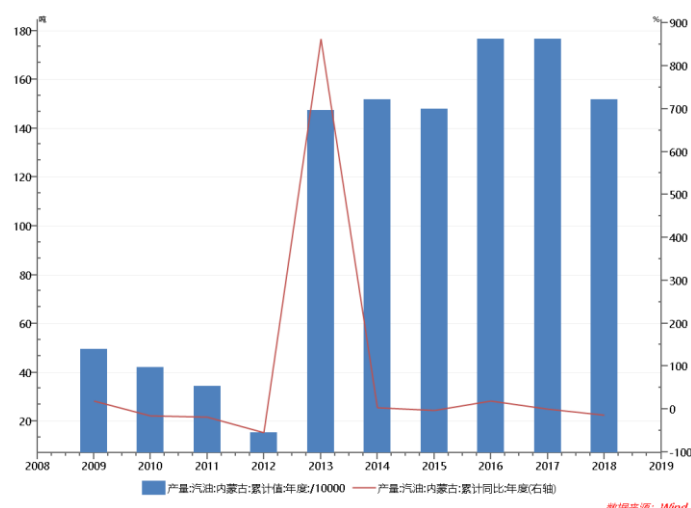
图 47：国内汽油表观消费量



数据来源：Wind

资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

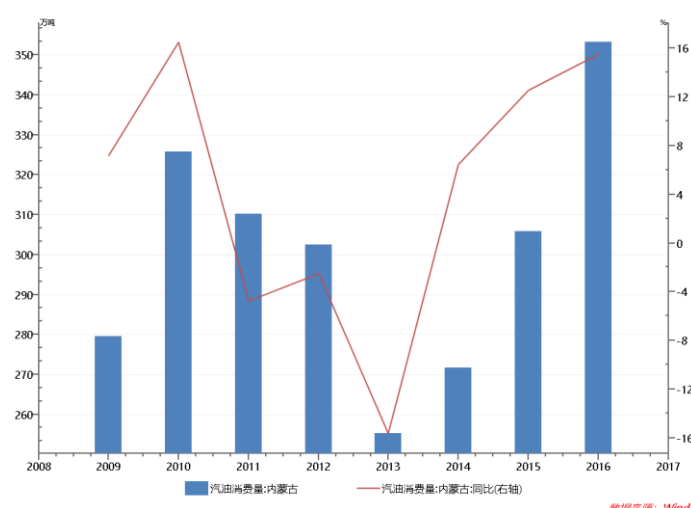
图 48：内蒙古汽油产量下滑



数据来源：Wind

资料来源：wind 资讯，华金证券研究所

图 49：内蒙古汽油消费量



数据来源：Wind

资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

20 万吨轻烃项目

2015 年 7 月 9 日，新能能源取得《关于新能能源有限公司年产 20 万吨稳定轻烃项目备案的通知》（达发改产业发【2015】181 号），项目在达拉特旗发展和改革局完成备案。2018 年 6 月 30 日，项目主装置——甲醇产品生产合格。目前该装置运行稳定，已经实现满负荷运行。这些甲醇将作为 20 万吨轻烃的原材料。

2018 年 12 月 13 日公告称：稳定轻烃已经完成单元单体调试、联动试车，具备投料条件，因冬季试车可能存在冻堵等安全生产风险，同时基于经济性原因考虑，公司计划在 2019 年 5 月份对甲醇装置停车检修期间，实施稳定轻烃装置的安全验收和投料试车工作，以降低当前因甲醇主装置、LNG 装置停车而发生额外费用和损失。

另外，公司已经打通了催化气化、加氢气化两项核心煤气化技术工艺流程，LNG 装置成功投料试车并产出合格的 LNG 产品。

考虑到稳定运行和工艺优化，预计该项目的产出贡献将集中在 2020 年后。

四、盈利预测

考虑到公司收购东芝在美国的液化加工厂正在进行中，即使收购成功，其业绩释放也要到 2020，因此，暂不考虑美国液化加工厂对当前的盈利影响。不过，如果成功收购，按约定和当前价格测算，年收入在 10 亿美元左右，如果按 10%净利率，对应有 1 亿美元的净利润贡献。

假设条件：1）煤炭价格保持小幅波动，公司 4000 大卡煤炭均价按 220 元/吨；2）国际油价均价在 60 美元/桶以上；3）20 万吨轻烃在 2019 年下半年能稳定运行。

图 50: 盈利预测分项(单位: 百万元)

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
	收入合计	5,659.17	6,395.59	10,035.63	9,922.27	11,454.14	13,014.94
	成本合计	3,876.91	4,687.81	7,537.00	7,118.27	8,201.47	9,318.02
	综合毛利率	31.49%	26.70%	24.90%	28.26%	28.40%	28.41%
化工产品	收入小计	1,552.67	1,739.91	3,051.69	4,210.88	4,222.22	4,180.00
	成本小计	1,087.65	1,363.30	2,597.14	3,442.99	3,442.99	3,442.99
	毛利率	29.95%	21.65%	14.90%	18.24%	18.46%	17.63%
	收入增速		12.06%	75.39%	37.99%	0.27%	-1.00%
能源工程	收入小计	1,862.24	1,951.34	2,696.93	3,881.10	4,648.32	5,572.94
	成本小计	1,170.80	1,405.46	2,108.94	2,898.18	3,477.81	4,173.37
	毛利率	37.13%	27.97%	21.80%	25.33%	25.18%	25.11%
	收入增速		4.78%	38.21%	43.91%	19.77%	19.89%
煤炭产品	收入小计	669.11	983.74	2,270.57	1,430.00	1,319.50	1,300.00
	成本小计	338.87	470.26	1,238.26	508.11	508.11	508.11
	毛利率	49.36%	52.20%	45.46%	64.47%	61.49%	60.91%
	收入增速		47.02%	130.81%	-37.02%	-7.73%	-1.48%
液化天然气	收入小计	298.69	250.72	327.43	400.30	634.10	874.00
	成本小计	279.18	233.63	235.39	269.00	423.42	572.87
	毛利率	6.53%	6.82%	28.11%	32.80%	33.23%	34.45%
	收入增速		-16.06%	30.60%	22.26%	58.41%	37.83%
轻烃	收入小计					630.00	1,088.00
	成本小计					349.14	620.69
	毛利率					44.58%	42.95%
	收入增速						72.70%

资料来源: 华金证券研究所

SANTOS 盈利主要看国际油价, 我们假设国际油价未来几年均价在 60 美元/桶以上, 权益油当量在 6000 万桶/年, 2019 年指引销量在 7600 万桶。2018 年 SANTOS 业绩为 6.3 亿美元, 按 6.72 汇率计算, 对应 42.34 亿元, 10.07% 股权投资收益为 4.26 亿元, 平均实现油价 75 美元/桶; 2017 年平均实现油价 57.8 美元/桶, 税后基础净利润为 3.36 亿美元; 如果 2019 年均价为 60 美元, SANTOS 税后基础净利润应该在 3.36 亿美元以上, 其投资收益预计在 2-3 亿元人民币。

我们预计 2018-2020 年业绩分别为 1.11、1.33、1.61 元/股, 同比增长分别为 115.7%、20%、21.5%, ROE 分别为 21.6%、21.3%、21.2%, 超过 20%。

五、估值分析和投资建议

我们选取了中天能源、广汇能源、远兴能源为对标企业。截止到 2019 年 2 月 22 日, 2018-2020 年平均估值分别为 15.7、9.6、7.5, 中值分别为 13.2、9.2、7.0; 新奥股份的估值分别为 9.7、

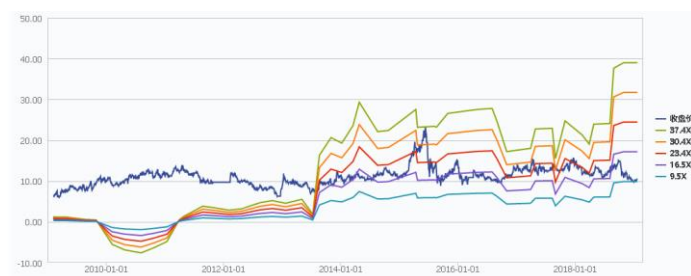
8.1、6.6，均低于同行均值和中值，考虑到公司所处的行业地位，以及天然气产业的发展前景，给予买入-A 评级。

图 51：可比公司估值比较

代码	简称	收盘价	市值 (亿元)	PB	PS	EPS			PE		
						2018	2019	2020	2018	2019	2020
600803.sh	新奥股份	10.76	132.28	1.56	1.03	1.11	1.33	1.61	9.7	8.1	6.6
600856.sh	中天能源	4.19	57.26	1.08	0.94	0.16	0.42	0.59	26.6	9.9	7.1
600256.sh	广汇能源	4.21	286.03	1.85	2.15	0.26	0.36	0.45	16.3	11.8	9.3
000683.sz	远兴能源	2.77	110.15	1.12	1.19	0.28	0.32	0.40	10.0	8.6	6.9
均值				1.40	1.33				15.7	9.6	7.5
中值				1.34	1.11				13.2	9.2	7.0

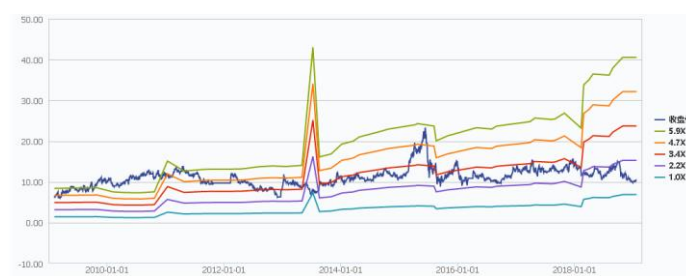
资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 52：新奥股份 PE 区间



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

图 53：新奥股份 PB 区间



资料来源：Wind 资讯，华金证券研究所

六、风险揭示

油气、煤炭、甲醇等能源价格大幅下跌风险；

在建项目达产、稳产不及预期风险；

能源工程订单大幅萎缩风险等。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	6,395.6	10,035.6	9,922.2	11,454.1	13,014.9	年增长率					
减:营业成本	4,687.8	7,537.0	7,118.2	8,201.2	9,317.3	营业收入增长率	13.0%	56.9%	-1.1%	15.4%	13.6%
营业税费	137.3	202.9	181.6	209.6	238.2	营业利润增长率	-62.9%	130.3%	99.5%	18.1%	21.5%
销售费用	145.6	150.2	145.9	168.4	180.9	净利润增长率	-35.6%	21.7%	115.7%	19.8%	21.3%
管理费用	384.3	485.4	421.7	462.7	481.5	EBITDA 增长率	-27.4%	52.0%	62.5%	12.5%	11.9%
财务费用	426.9	509.0	720.5	756.5	689.6	EBIT 增长率	-35.2%	71.6%	78.9%	14.3%	13.5%
资产减值损失	30.2	72.9	36.1	36.1	36.1	NOPLAT 增长率	-38.6%	62.9%	95.0%	14.3%	13.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	62.6%	15.2%	8.6%	-14.6%	5.5%
投资和汇兑收益	-197.0	-191.4	478.3	478.3	478.3	净资产增长率	6.9%	12.2%	21.6%	20.4%	20.7%
营业利润	386.5	890.4	1,776.5	2,097.9	2,549.5	盈利能力					
加:营业外净收支	333.6	32.2	22.6	22.6	22.6	毛利率	26.7%	24.9%	28.3%	28.4%	28.4%
利润总额	720.2	922.6	1,799.1	2,120.5	2,572.0	营业利润率	6.0%	8.9%	17.9%	18.3%	19.6%
减:所得税	149.5	230.1	323.8	381.7	463.0	净利润率	8.1%	6.3%	13.7%	14.2%	15.2%
净利润	518.7	631.0	1,361.4	1,630.8	1,978.1	EBITDA/营业收入	18.1%	17.6%	28.9%	28.1%	27.7%
						EBIT/营业收入	12.7%	13.9%	25.2%	24.9%	24.9%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	71.4%	72.6%	69.6%	66.5%	61.9%
货币资金	2,416.1	2,426.7	6,335.3	6,494.5	10,197.1	负债权益比	249.3%	265.3%	228.5%	198.9%	162.3%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	0.64	0.59	0.95	0.83	1.10
应收帐款	994.7	1,162.2	1,142.1	1,695.3	1,319.3	速动比率	0.54	0.43	0.89	0.68	1.03
应收票据	96.1	123.1	153.5	144.2	184.2	利息保障倍数	1.91	2.74	3.47	3.77	4.70
预付帐款	392.0	514.8	314.1	711.4	412.3	营运能力					
存货	749.7	1,614.7	517.1	2,008.2	852.6	固定资产周转天数	288	184	180	145	118
其他流动资产	87.1	275.3	162.0	174.8	204.0	流动营业资本周转天数	-34	-38	-25	-28	-28
可供出售金融资产	0.1	-	0.1	0.1	0.0	流动资产周转天数	246	195	267	312	337
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	53	39	42	45	42
长期股权投资	5,670.2	5,359.7	5,359.7	5,359.7	5,359.7	存货周转天数	41	42	39	40	40
投资性房地产	72.3	-	-	-	-	总资产周转天数	837	716	819	776	736
固定资产	5,131.4	5,122.8	4,779.3	4,435.9	4,092.4	投资资本周转天数	460	390	441	369	307
在建工程	963.2	3,086.2	3,086.2	3,086.2	3,086.2	费用率					
无形资产	1,042.8	1,062.4	1,038.3	1,014.2	990.1	销售费用率	2.3%	1.5%	1.5%	1.5%	1.4%
其他非流动资产	760.1	806.8	682.5	705.6	665.2	管理费用率	6.0%	4.8%	4.3%	4.0%	3.7%
资产总额	18,375.7	21,554.6	23,570.3	25,830.1	27,363.2	财务费用率	6.7%	5.1%	7.3%	6.6%	5.3%
短期债务	3,003.2	3,076.9	5,091.2	5,624.5	6,574.7	三费/营业收入	15.0%	11.4%	13.0%	12.1%	10.4%
应付帐款	2,087.5	2,939.1	1,271.8	4,021.2	1,891.8	投资回报率					
应付票据	314.0	183.7	681.4	255.7	681.8	ROE	11.4%	12.2%	21.6%	21.3%	21.2%
其他流动负债	2,013.4	4,230.0	2,062.0	3,624.0	2,824.9	ROA	3.1%	3.2%	6.3%	6.7%	7.7%
长期借款	1,539.6	1,555.2	4,121.7	-	1,457.1	ROIC	10.4%	10.4%	17.6%	18.5%	24.6%
其他非流动负债	4,157.5	3,668.4	3,167.4	3,664.4	3,500.1	分红指标					
负债总额	13,115.1	15,653.3	16,395.6	17,189.8	16,930.3	DPS(元)	0.08	0.08	0.17	0.22	0.26
少数股东权益	716.5	748.2	862.0	970.0	1,101.0	分红比率	19.0%	15.6%	15.6%	16.7%	16.0%
股本	985.8	985.8	1,229.4	1,229.4	1,229.4	股息收益率	0.7%	0.7%	1.6%	2.1%	2.4%
留存收益	3,419.1	3,934.5	5,083.3	6,440.9	8,102.6						
股东权益	5,260.6	5,901.3	7,174.7	8,640.3	10,432.9						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	570.6	692.5	1,361.4	1,630.8	1,978.1	EPS(元)	0.42	0.51	1.11	1.33	1.61
加:折旧和摊销	370.5	400.0	367.5	367.5	367.5	BVPS(元)	3.70	4.19	5.13	6.24	7.59
资产减值准备	30.2	72.9	-	-	-	PE(X)	25.4	20.8	9.7	8.1	6.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.9	2.6	2.1	1.7	1.4
财务费用	378.9	441.7	720.5	756.5	689.6	P/FCF	14.0	-249.1	3.4	37.9	3.4
投资损失	197.0	191.4	-478.3	-478.3	-478.3	P/S	2.1	1.3	1.3	1.1	1.0
少数股东损益	51.9	61.4	113.9	108.0	131.0	EV/EBITDA	13.9	9.7	6.8	5.1	4.2
营运资金的变动	830.5	-666.9	-1,221.1	1,452.2	-920.6	CAGR(%)	45.0%	45.0%	18.6%	45.0%	45.0%
经营活动产生现金流量	2,429.5	1,193.0	863.9	3,836.8	1,767.3	PEG					
投资活动产生现金流量	978.6	990.2	863.9	3,836.8	1,767.3	ROIC/WACC	0.6	0.5	0.5	0.2	0.1
融资活动产生现金流量	-5,906.1	-807.3	478.2	478.3	478.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn