

新奥股份 (600803)

甲醇涨价具备持续性、业绩环比大幅改善

	肖洁 (分析师)	傅锴铭 (研究助理)
	0755-23976115	0755-23976516
	xiaojie@gtjas.com	fukaiming@gtjas.com
证书编号	S0880513080002	S0880114080039

本报告导读:

原油、煤炭、甲醇轮番暴涨超过市场预期,我们预计甲醇高景气将维持,上调 2017 年盈利预测 47%,2017 年 PE 降至 10 倍以下。

投资要点:

原油、煤炭、甲醇价格的轮番暴涨,我们上调 2016-2018 年的业绩至 5.26 亿、13.11 亿、16.63 亿, EPS 分别为 0.53 元、1.33 元、1.59 元,上调幅度分别为 8%、47%、50%,维持“增持”评级,维持目标价 18 元。

公司受益于原油、煤炭、甲醇价格的轮番暴涨,弹性巨大。公司具备 600 万吨煤炭产能,具备 73.8 万吨煤制甲醇权益产能,具备 700 万桶桶油当量的权益油气资源产量。煤炭每上涨 100 元/吨,eps 增厚 0.39 元;甲醇价格上涨 1000 元/吨,eps 增厚 0.48 元;原油价格上涨 10 美元/桶,eps 增厚 0.17 元。

我们认为 2016Q4-2017Q1 甲醇行业大概率能维持高景气。我们按照 2016 年冬季天然气完全停产,焦炉气保持 60%的开工率来测算,行业实际开工率在 70%以上;如果剔除进口量,以 5000 万吨总需求量完全自己生产来测算开工率可以达到 83%;叠加联醇工艺冬季氮储需求、煤头工艺环保因素,实际开工率可能更高。2017-2018 年新增产能无几,行业盈利向好。

风险因素:原油、煤炭、甲醇等大宗商品暴跌。

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4,869	5,659	5,809	7,208	7,656
(+/-)%	3%	16%	3%	24%	6%
经营利润 (EBIT)	1,191	1,179	1,051	1,824	1,947
(+/-)%	4%	-1%	-11%	74%	7%
净利润	809	806	526	1,311	1,563
(+/-)%	17%	0%	-35%	149%	19%
每股净收益 (元)	0.82	0.82	0.53	1.33	1.59
每股股利 (元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	24.5%	20.8%	18.1%	25.3%	25.4%
净资产收益率 (%)	18.0%	18.9%	11.7%	16.4%	16.8%
投入资本回报率 (%)	16.4%	15.9%	12.1%	20.6%	21.6%
EV/EBITDA	9.1	9.1	14.3	8.8	7.8
市盈率	15.2	15.2	23.3	9.4	7.8
股息率 (%)	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.00

上次预测: 18.00

当前价格: 13.34

2016.12.12

交易数据

52 周内股价区间 (元)	9.80-17.13
总市值 (百万元)	13,150
总股本/流通 A 股 (百万股)	986/986
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	616.73
日均成交值 (百万元)	74.77

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,402
每股净资产	4.47
市净率	3.0
净负债率	160.35%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.05	0.05
Q2	0.22	0.12
Q3	0.24	0.02
Q4	0.31	0.34
全年	0.82	0.53

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	7%	22%	-10%
相对指数	4%	17%	-4%

相关报告

《Santos 负面影响消除,四季度业绩爆发》
2016.11.01

《悲观预期拐点》2016.09.04

《收购 Santos,打造清洁能源中上游平台》
2016.04.06

《工程公司注入是转型坚实的第一步》
2015.11.16

《工程公司订单充足》2015.10.29

模型更新时间: 2016.12.12

股票研究

原材料
基础化工

新奥股份 (600803)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 18.00

上次预测: 18.00

当前价格: 13.34

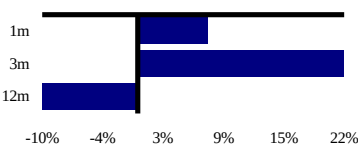
公司网址

www.enn-ec.com.cn

公司简介

公司是河北省第一家上市公司,拥有煤炭、煤基化工、LNG、生物制药和能源技术工程集成服务五大业务板块。在新的产业发展背景和市场形势下,公司以“创新清洁能源、改善生存环境、提高生活品质”为使命,正在快速推动战略升级和业务转型,聚焦煤基清洁能源中上游,构建低碳、生态、循环的产业基础,产业领域逐步向煤基清洁能源转变。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

9.80-17.13

市值 (百万)

13,150

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

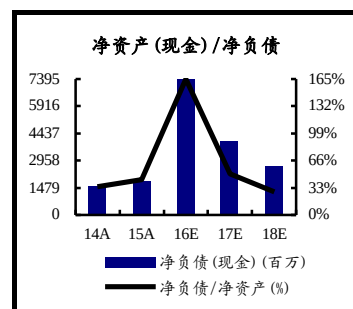
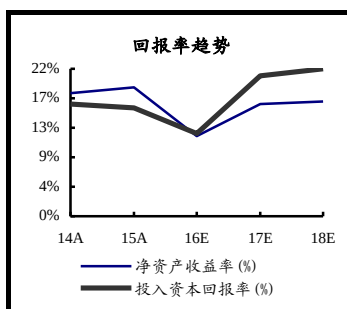
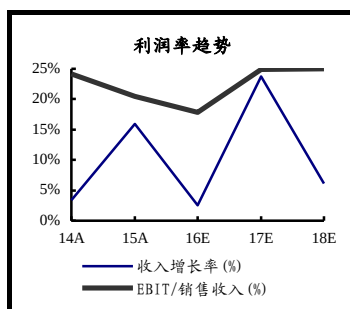
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	4,869	5,659	5,809	7,208	7,656
营业成本	3,217	3,877	4,113	4,645	4,948
税金及附加	59	110	113	140	149
销售费用	99	117	145	180	191
管理费用	302	377	387	418	421
EBIT	1,191	1,179	1,051	1,824	1,947
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	40	75	-720	240	430
财务费用	172	213	445	358	340
营业利润	1,059	1,042	-114	1,706	2,037
所得税	174	173	113	282	336
少数股东损益	111	79	52	128	153
净利润	809	806	526	1,311	1,563
货币资金、交易性金融资产	1,569	1,930	1,028	2,065	3,413
其他流动资产	127	124	0	0	0
长期投资	496	561	5,365	5,365	5,365
固定资产合计	5,239	5,425	5,406	5,536	5,667
无形资产及其他资产	1,320	1,384	1,268	1,280	1,292
资产合计	9,462	11,375	15,684	17,805	18,846
流动负债	2,470	3,957	5,748	4,246	3,812
非流动负债	1,932	2,495	4,632	4,632	4,632
股东权益	4,498	4,258	4,487	7,982	9,304
投入资本(IC)	6,118	6,202	7,235	7,421	7,548
NOPLAT	1,002	986	879	1,525	1,628
折旧与摊销	328	361	326	322	322
流动资金增量	168	-110	-1,058	-88	16
资本支出	-316	-196	614	-449	-449
自由现金流	1,182	1,041	761	1,311	1,517
经营现金流	1,016	1,091	279	1,776	1,948
投资现金流	-826	-1,890	-4,910	-209	-19
融资现金流	-229	943	3,729	-531	-581
现金流净增加额	-39	144	-903	1,037	1,348
收入增长率	3.4%	16.2%	2.6%	24.1%	6.2%
EBIT 增长率	4.4%	-1.0%	-10.8%	73.6%	6.7%
净利润增长率	16.8%	-0.5%	-34.7%	149.1%	19.2%
利润率					
毛利率	33.9%	31.5%	29.2%	35.6%	35.4%
EBIT 率	24.5%	20.8%	18.1%	25.3%	25.4%
净利率	16.6%	14.2%	9.1%	18.2%	20.4%
净资产收益率(ROE)	18.0%	18.9%	11.7%	16.4%	16.8%
总资产收益率(ROA)	8.6%	7.1%	3.4%	7.4%	8.3%
投入资本回报率(ROIC)	16.4%	15.9%	12.1%	20.6%	21.6%
存货周转天数	41	50	60	60	60
应收账款周转天数	9	32	50	50	50
总资产周转天数	676	672	850	848	874
净利润现金含量	1.26	1.35	0.53	1.36	1.25
资本支出/收入	6%	3%	-11%	6%	6%
资产负债率	46.5%	56.7%	66.2%	49.9%	44.8%
净负债率	34.2%	42.9%	164.8%	49.6%	28.1%
PE	15.2	15.2	23.3	9.4	7.8
PB	2.7	2.9	2.7	1.9	1.6
EV/EBITDA	9.1	9.1	14.3	8.8	7.8
P/S	2.5	2.2	2.1	2.1	2.0
股息率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%



目 录

1. 甲醇价格上涨和盈利改善具备持续性	4
1.1. 2016Q4-2017Q1 行业将维持高景气	4
1.2. 2017-2018 新增产能无几、甲醇盈利向好	5
2. 中短期受益原油、煤炭、甲醇价格上涨	7
3. 中长期打造清洁能源中上游平台	7
4. 上调 2016-2017 年业绩，维持“增持”评级	8
5. 风险因素	8

1. 甲醇价格上涨和盈利改善具备持续性

公司具备 73.8 万吨煤制甲醇权益产能,是 a 股煤制甲醇唯一的弹性标的。

表 1: 公司甲醇弹性大

	产能	持股比例
新能能源	60 万吨	75%
新能凤凰	72 万吨	40%
权益产能	73.8 万吨	
甲醇弹性 (1000 元/吨)	0.48 元 EPS	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

1.1. 2016Q4-2017Q1 行业将维持高景气

甲醇行业严重过剩,名义开工率不高,一直维持在 50-60%,导致市场预期甲醇价格上涨和盈利扩张很难持续,但甲醇行业在 2013H2-2014Q1 出现长达 8-10 个月的盈利暴涨,主要基于气头工艺在天然气短缺的冬季全部停产、焦炉气工艺开工不足等多因素。

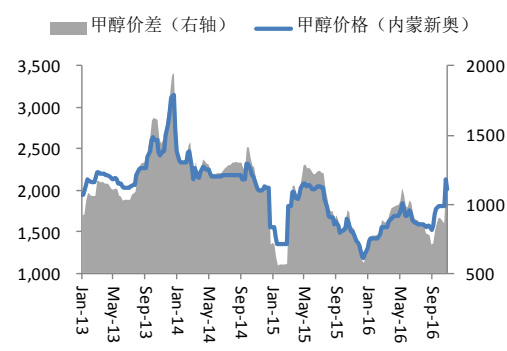
我们按照 2016 年冬季天然气完全停产,焦炉气保持 60%的开工率来测算,行业实际开工率在 70%以上;如果剔除进口量,以 5000 万吨总需求量完全自己生产来测算开工率可以达到 83%;叠加联醇工艺冬季氮储需求、煤头工艺环保因素,我们认为 2016Q4-2017Q1 甲醇行业大概率能维持高景气。

图 1 甲醇行业名义开工率偏低

	甲醇产能 (万吨)	甲醇产量 (万吨)	开工率
2010年	3080	1574	51.11%
2011年	4190	2227	53.15%
2012年	5222	2640	50.57%
2013年	5687	2879	50.62%
2014年	6500	3741	57.55%
2015年	7120	4010	56.33%
2016E	7513	4234	56.36%

数据来源: 百川资讯、wind、国泰君安证券研究

图 2 甲醇盈利波动剧烈



数据来源: wind、国泰君安证券研究

表 1: 2016 年产能中天然气工艺占比 15%

工艺	产能 (万吨)	百分比
煤制	4295.5	57.18%
联醇	1070.5	14.25%
焦炉气	1044.5	13.90%
天然气	1102	14.67%
合计	7512.5	100%

数据来源: 百川资讯国泰君安证券研究

1.2. 2017-2018 新增产能无几、甲醇盈利向好

2000-2016 年，甲醇行业的复合增速高达 20%，远远超过市场的预期，我们认为跟甲醇掺混汽油（地炼的最高掺混比例不超过 20%，甲醇制轻烃调油无限制）、甲醇制烯烃的快速发展是分不开的，尤其成品油、烯烃都是巨无霸市场（油品亿吨级、烯烃千万吨级）。

表 3: 甲醇消费增速 16 年复合增速 20%

	进口数量 (万吨)	产量 (万吨)	产量同比 (%)	出口数量 (万吨)	消费量 (万吨)	累计增速 (%)
2000 年	130.65	197.67	37.75	0.05	328.28	
2001 年	152.13	202.77	2.58	0.96	353.94	7.82%
2002 年	179.96	209.48	3.31	0.09	389.35	10.00%
2003 年	140.16	295.01	40.83	5.08	430.10	10.47%
2004 年	135.85	438.01	48.47	3.29	570.58	32.66%
2005 年	136.03	536.21	22.42	5.45	666.79	16.86%
2006 年	112.73	745.75	39.08	19.00	839.48	25.90%
2007 年	84.50	1,076.40	41.90	56.27	1,104.64	31.59%
2008 年	143.39	1,126.30	6.40	36.78	1,232.91	11.61%
2009 年	528.80	1,133.40	1.60	1.38	1,660.82	34.71%
2010 年	518.95	1,574.30	26.20	1.24	2,092.00	25.96%
2011 年	573.20	2,226.90	36.30	4.39	2,795.71	33.64%
2012 年	500.11	2,640.46	15.08	6.73	3,133.84	12.09%
2013 年	485.85	2,878.54	9.05	77.28	3,287.11	4.89%
2014 年	433.23	3,740.67	26.19	74.93	4,098.97	24.70%
2015 年	553.86	4,010.48	8.30	16.29	4,548.05	10.96%
2016 年 1-10 月	737.39	3,529.58	7.20	2.59	4,264.39	14.90%

数据来源：wind、国泰君安证券研究。

2016 年以来，我们发现 MTO/P 技术成熟度大幅提高，除了东部煤炭、甲醇价格高的小装置开不起来，资源优势明显的中西部装置运转顺利，甚至开到 110% 的负荷，粗算下来，运转正常的 MTO/P 产能在 800 万吨左右，消耗甲醇 2160 万吨，占到 5000 万吨甲醇需求的 40% 以上，成为未来甲醇最为稳定最大的需求。

表 4: 800 万吨 MTO/P 装置常年运转顺利

企业名称	地区	装置产能 (万吨/年)	原料甲醇装置产 能 (万吨/年)	装置运行情况
神华宁夏煤业	宁夏	100	352	100 万吨 MTP 及 167 万吨甲醇运行正常, 新建 100 万吨装置负荷在 8 成左右烯烃负荷在 9 成
大唐国际发电公司	内蒙	46	168	装置运行正常
神华包头煤化工	内蒙	60	180	甲醇和烯烃装置均运行平稳
中石化中原石化公司	濮阳	20	无	装置满负荷运行
宁波富德	宁波	60	无	运行基本稳定
南京惠生清洁能源	南京	29.5	50	负荷 9 成
延长中煤榆林能化	靖边	60	180	MTO 装置运行正常
中煤榆林能源化工	横榆	60	180	甲醇及 MTO 装置运行正常
中煤蒙大	乌审旗	50	无	2016 年新增产能, 烯烃装置负荷降低至 9 成
山东寿光鲁清	寿光	20	无	装置停车中
陕西蒲城清洁能源化	蒲城	70	180	甲醇及烯烃开工稳定
宁夏宝丰	宁夏	60	172	甲醇不稳, MTO 装置运行正常
山东神达	滕州	34	无	装置负荷降低至 85 成
山东大泽	菏泽	20	无	停车中
山东鲁深发	东营	20	无	装置停车
山东玉皇	菏泽	10	无	停车, 重启待定
山东瑞昌石化	东营	10	无	停车, 重启时间待定
沈阳蜡化	沈阳	10	无	装置停车, 重启待定
山东华滨科技	东营	18	无	装置停车
兴兴能源	嘉兴	69	无	装置运行正常
阳煤恒通	山东	30	无	装置满负荷运行
神华榆林	榆林	60	无	2016 年新增产能, 负荷目前维持在九五成左右

数据来源: 百川资讯、国泰君安证券研究 (灰色基本为东部产能成本高导致开工不顺)

据百川资讯统计, 2016、2017、2018 年甲醇新增产能分别在 400 万吨、500 万吨、300 万吨, 80%都匹配了下游烯烃或轻烃, 天然气工艺的退出将使行业逐渐走向供需平衡, 我们看好甲醇行业中期的盈利改善。

2. 中短期受益原油、煤炭、甲醇价格上涨

公司具备 600 万吨煤炭产能，具备 73.8 万吨煤制甲醇权益产能，具备 700 万桶桶油当量的权益油气资源产量。煤炭每上涨 100 元/吨，eps 增厚 0.39 元；甲醇价格上涨 1000 元/吨，eps 增厚 0.48 元；原油价格上涨 10 美元/桶，eps 增厚 0.17 元。

2016Q4，我们预计煤炭甲醇的单季度盈利高达 2.34 亿，环比大幅改善，叠加原油价格上涨和能源工程量确认高峰，我们预计 2016H2、2017 年净利润水平分别在 3.5 亿、13 亿，环比增速 103%、86%。

表 5: 公司各项业务盈利测算

	2015	2016h1	2016q3	2016q4	2017E
能源工程 (亿元)	4.58	0.93		2.00	3.50
甲醇 (亿元)	2.90	1.27	0.00	0.95	3.82
煤炭 (亿元)	5.10	0.77	0.79	1.39	5.55
农药、兽药 (亿元)	0.36	0.38		0.18	0.56
二甲醚 (亿元)	(0.20)	(0.10)	(0.10)		(0.20)
santos (油气资源)		0.22	0.50		2.40
合计(含母公司三费/亿元)	12.74	3.47	5.71		15.62
实际净利润 (亿元)	8.06	1.72	约 3.5		约 13

表 6: 核心产品价格和价差变化

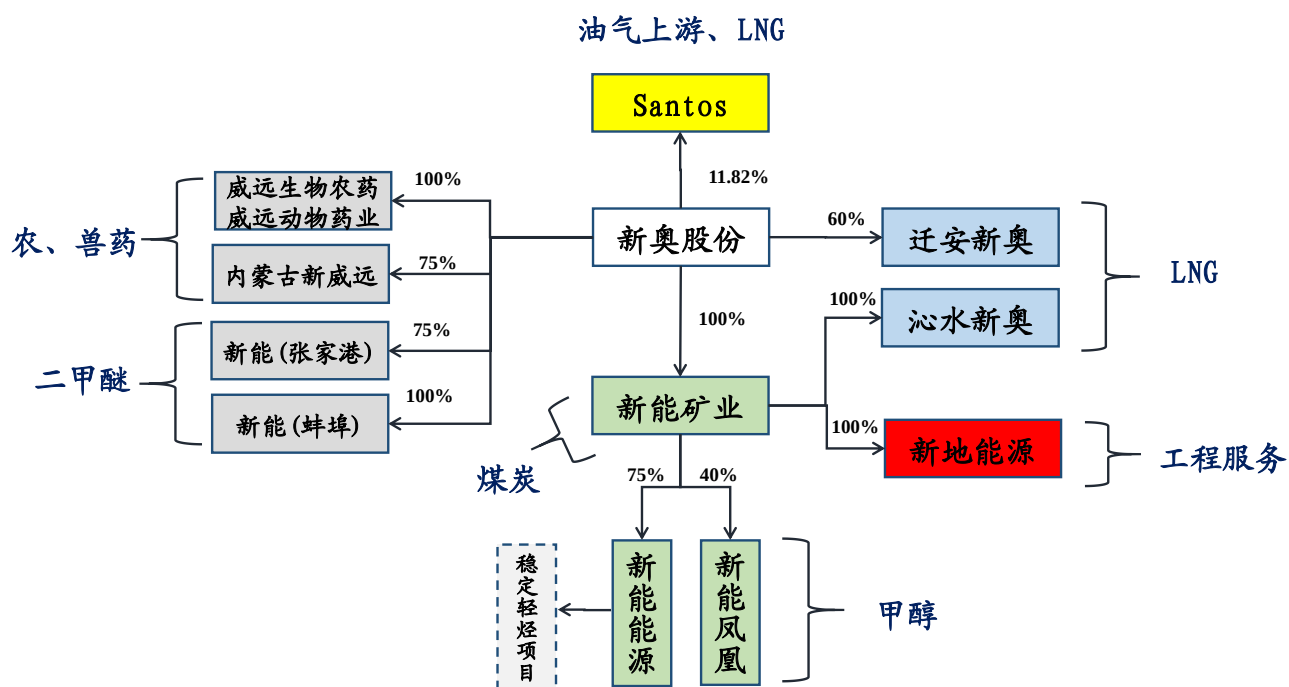
原油价格 (美元/桶)			
2016Q4 至今	2016Q3	2016H1	2015
49	47	41.2	53.5
动力煤价格 (元/吨)			
2016Q4 至今	2016Q3	2016H1	2015
275	200	150	150
甲醇价差 (甲醇--1.3*无烟煤) (元/吨)			
2016Q4 至今	2016Q3	2016H1	2015
675	377	405	511

数据来源: wind、国泰君安证券研究

3. 中长期打造清洁能源中上游平台

公司除了具备甲醇、煤炭、原油的价格弹性之外，中长期战略致力于打造以天然气为代表的青年能源中上游平台。2014 年开始收购 LNG 工厂、2015 年注入能源工程、2016 年收购澳洲最大的油气资源公司 Santos 11.72% 的股权，加上集团将于 2018 年中期投产的舟山海上 LNG 接气站（一期 300 万吨，三期共 1000 万吨），有助于完善集团 LNG 全产业链布局，打造国际化的清洁能源中上游平台。

图 3 新奥集团天然气中上游资产证券化平台



数据来源：国泰君安证券研究

4. 上调 2016-2017 年业绩，维持“增持”评级

基于原油、煤炭、甲醇价格的轮番暴涨，我们上调 2016-2018 年的业绩至 5.26 亿、13.11 亿、16.63 亿，EPS 分别为 0.53 元、1.33 元、1.59 元，上调幅度分别为 8%、47%、50%，维持“增持”评级，维持目标价 18 元。

5. 风险因素

原油、煤炭、甲醇等大宗商品暴跌

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

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。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，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		