

信用等级公告

联合[2015] 128 号

联合资信评估有限公司通过对新奥生态控股股份有限公司及其拟发行的 2015 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估, 确定

新奥生态控股股份有限公司

主体长期信用等级为

AA

新奥生态控股股份有限公司

2015 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

新奥生态控股股份有限公司

2015 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 8 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次性还本

发行目的: 偿还银行贷款, 补充流动资金

评级时间: 2015 年 1 月 28 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
资产总额(亿元)	73.97	82.91	85.76	90.69
所有者权益(亿元)	25.44	32.90	41.86	48.11
长期债务(亿元)	26.40	22.10	17.20	14.87
全部债务(亿元)	38.90	38.55	33.70	32.02
营业收入 (亿元)	41.09	41.76	47.08	35.34
利润总额 (亿元)	6.97	8.69	9.61	7.22
EBITDA(亿元)	12.39	13.98	14.71	--
经营性净现金流(亿元)	9.79	6.57	6.78	6.88
营业利润率(%)	29.51	33.32	32.97	31.49
净资产收益率(%)	22.53	22.83	18.84	--
资产负债率(%)	65.60	60.32	51.19	46.95
全部债务资本化比率(%)	60.46	53.96	44.60	39.96
流动比率(%)	83.51	89.22	99.29	111.59
全部债务/EBITDA(倍)	3.14	2.76	2.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.66	5.76	6.85	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.55	1.75	1.84	--

注: 公司 2011~2013 年财务数据均经审计, 其中 2011 年和 2012 年度报表为模拟数据。2014 年三季报未经审计。

分析师

盛东巍 过国艳

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对新奥生态控股股份有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为煤炭、煤化工(甲醇、二甲醚)、以及农兽药生产企业, 经过资产重组后, 在资源禀赋、区位优势、市场渠道、盈利能力等方面所具备的综合竞争优势。同时, 联合资信也关注到, 公司涉及到的煤炭、煤化工行业存在周期性风险, 2014 年四季度以来甲醇、二甲醚价格快速下滑以及公司期间费用占营业收入比重较高等因素可能对公司信用基本面产生的不利影响。

近年来, 公司煤炭及甲醇产品生产稳定, 盈利能力较好。同时, 公司对债务水平控制较好, 债务负担不断减轻。未来随着新工厂的投产, 公司农兽药收入规模及盈利能力有望得到提升。此外, 公司通过收购天然气业务尝试进入清洁能源领域亦将对经营业绩产生积极影响。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据无担保, 基于对公司主体信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析, 联合资信认为, 本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司煤矿储量多、煤质好、产能利用率高, 盈利能力较好。
2. 公司甲醇项目区位优势显著, 原料供应充足, 运输成本低, 竞争能力强。
3. 农兽药行业景气持续, 为公司相关产品的提供了较好的市场需求。
4. 公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

关注

1. 公司所涉及的煤炭、煤化工行业存在周期性风险，国家政策及下游行业供需变化对公司盈利能力影响大。
2. 随着 2014 年四季度甲醇及二甲醚价格的快速下降，公司甲醇及二甲醚产品销售收入规模或将受到一定影响。
3. 公司期间费用占营业收入比重较高，公司对期间费用控制力度有待加强。
4. 公司于 2014 年 11 月发行了 4 亿元中期票据，距离本期中期票据拟发行时间较为接近，公司未来可能存在一定集中偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与新奥生态控股股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与新奥生态控股股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因新奥生态控股股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由新奥生态控股股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、新奥生态控股股份有限公司 2015 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

新奥生态控股股份有限公司（以下简称“公司”）原名为河北威远实业股份有限公司，于1992年7月经河北省体改委以冀体改委（1992）1号文和40号文批准设立，并于1994年1月3日在上海证券交易所挂牌交易，股票代码600803。1999年3月，河北威远实业股份有限公司更名为河北威远生物化工股份有限公司。2014年12月，经公司临时股东大会审议通过，公司更为现名，公司证券简称更为“新奥股份”，股票代码保持不变。

2004年5月12日，根据国资产权[2004]365号文件的批复，同意公司控股股东河北威远集团有限公司产权变动方案及公司国有股权性质变更，新奥集团股份有限公司及石家庄新奥投资有限公司通过整体收购河北威远集团有限公司而导致公司实际控制人变动。

2010年12月27日，中国证券监督管理委员会向公司下发证监许可[2010]1911号批复文件，同意公司向新奥控股投资有限公司（为新奥集团股份有限公司的控股股东）发行股份用于购买其拥有的新能（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。发行完成后，公司股本总数变更为3.12亿股。

根据公司2012年第二次临时股东大会决议，公司与新奥控股投资有限公司（以下简称“新奥控股”）、联想控股有限公司（以下简称“联想控股”）、泛海能源投资股份有限公司（以下简称“泛海投资”）、廊坊合源投资中心（有限合伙）（以下简称“合源投资”）、北京新奥建银能源发展股权投资基金（有限合伙）（以下简称“新奥基金”）、涛石能源股权投资基金（上海）合伙企业（有限合伙）（以下简称“涛石基金”）及深圳市平安创新资本投资有限公司（以下简称“平安资本”）签订收购其共同持有的新能矿业有限公司（以下简称“新能矿业”）100%股权的框架协议及补充协议，作为

收购新能矿业100%股权（由于新能矿业持有新能能源有限公司75%股权，上述收购完成后，公司将通过新能矿业间接获得新能能源有限公司75%的股权）的对价，公司将对上述七家公司非公开发行A股股份合计6.10亿股，每股面值人民币1元，每股发行价人民币10.98元。同时公司采取非公开发行股票方式进行配套货币融资满足股权转让对价支付及重组完成后公司资金需求，其中配套货币融资取得的部分资金将作为受让新能矿业股权的部分对价支付给新奥控股。

2013年7月4日，公司完成非公开发行股份的股权登记变更手续。2013年8月12日，办理完成新股东向公司合计增资6.10亿元的工商变更登记手续，公司变更后的注册资本为人民币9.22亿元，累计股本人民币9.22亿元。根据威远生化2012年第二次临时股东大会决议及中国证券监督管理委员会证监许可（2013）211号《关于核准河北威远生物化工股份有限公司向新奥控股投资有限公司等发行股份购买资产的批复》，核准公司非公开发行6375.23万股，截至2013年12月26日，公司已完成非公开发行。截至2014年9月底，公司实收资本为9.86亿元，新奥控股持有公司30.97%的股份，为公司控股股东。公司实际控制人为王玉锁。

公司主要经营范围为：生物化工产品、精细化工产品（法律法规、国务院决定禁止或限制经营的除外）的生产及自产产品销售；化工产品（法律法规、国务院决定禁止或限制经营的除外）、日用化学品的批发零售；经营发行人产品及技术的出口业务；经营发行人生产、科研所需的原辅材料、仪器仪表、机械设备、零配件及技术的进口业务（国家限定经营和禁止进口的商品除外）；经营进料加工和“三来一补”业务，化肥销售，微生物肥料的生产和销售（限分支机构经营）。

截至2014年9月底，公司下设两个分公司：生物药业三厂和鹿泉制剂分公司；四个全资子公司：新能矿业有限公司、新能（蚌埠）能源

有限公司（以下简称“新能（蚌埠）”）、河北威远动物药业有限公司（以下简称“动物药业”）、河北威远生化农药有限公司；两个控股子公司：内蒙古新威远生物化工有限公司和新能（张家港）能源有限公司（以下简称“新能（张家港）”）；三个控股或全资孙公司：新能能源有限公司（以下简称“新能能源”）、新奥新能（北京）科技有限公司、内蒙古鑫能矿业有限公司（以下简称“鑫能公司”）。

截至2013年底，公司（合并）资产总额85.76亿元，所有者权益合计41.86亿元（含少数股东权益4.51亿元）；2013年公司实现营业收入47.08亿元，利润总额9.61亿元。

截至2014年9月底，公司（合并）资产总额90.69亿元，所有者权益合计48.11亿元（含少数股东权益5.20亿元）；2014年1~9月公司实现营业收入35.34亿元，利润总额7.22亿元。

公司住址：石家庄市和平东路393号；法定代表人：王玉锁。

二、本期中期票据概况

公司于2014年注册12亿元中期票据，并于2014年11月发行2014年第一期4亿元中期票据，本期拟发行2015年第一期8亿元的中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行期限3年。本期中期票据所募资金中5亿元将用于偿还银行贷款，其余3亿元将用于补充流动资金。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2014年前三季度，中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值419908亿元，按可比价格计算，同比增长7.4%。分季度看，一季度同比增长7.4%，二

季度增长7.5%，三季度增长7.3%。虽然GDP增速放缓，但结构调整稳步推进，主要表现为：①产业结构更趋优化：第三产业增加值占国内生产总值的比重为46.7%，比上年同期提高1.2个百分点，高于第二产业2.5个百分点；②需求结构继续改善：最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为48.5%，比上年同期提高2.7个百分点。

从消费、投资和进出口情况看，2014年前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额189151亿元，同比名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.8%），增速比上半年回落0.1个百分点；固定资产投资（不含农户）357787亿元，同比名义增长16.1%（扣除价格因素实际增长15.3%），增速比上半年回落1.2个百分点；进出口总额194223亿元人民币，同比增长3.3%，增速比上半年加快2.1个百分点。

2. 政策环境

2014年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入106362亿元，比去年同期增加7973亿元，增长8.1%。其中税收收入90695亿元，同比增长7.4%。全国财政支出103640亿元，比去年同期增加12107亿元，增长13.2%，完成预算的67.7%，比去年同期提高1.5个百分点。

2014年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9月末，广义货币（ M_2 ）余额120.21万亿元，同比增长12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额32.72万亿元，增长4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额5.88万亿元，增长4.2%。9月末，人民币贷款余额79.58万亿元，人民币存款余额112.66万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款

结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总体来看，2014 年前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司的主要产品涉及煤炭、甲醇、二甲醚以及农兽药等。

（一）煤炭采选行业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中占据重要的战略地位，具有高投入、高风险、高产出现、政策导向性强等特点。建国以来，中国煤炭工业发展较快，目前已具备设计、建设、装备及管理千万吨级露天煤矿和大中型矿区的能力，综合机械化采煤等现代化成套设备广泛使用。2013 年中国煤炭消费总量合计 36.1 亿吨，约占全国一次能源消费总量的 65.7%，行业地位突出。

2. 供需格局

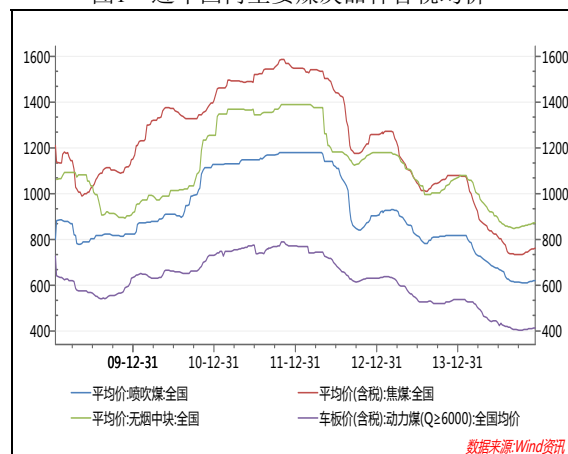
从行业供需格局角度看，国内煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响，近年煤炭进口对国内煤炭供需影响逐步增大。2002~2008 年，国内煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，国内煤炭年度总供给首次高于年度总

需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国产煤炭及进口煤炭的持续增长，下游社会库存的逐步饱和，国内煤炭供给过剩快速扩大，2013 年度煤炭总供给过剩量达 3.32 亿吨。

3. 煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

图1 近年国内主要煤炭品种含税均价



资料来源: Wind资讯

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了20世纪90年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了本世纪初煤炭价格持续上扬的“黄金十年”，并于2011年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格在近三年出现深度调整。

据WIND资讯统计，截至2014年12月12日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为620元/吨、761元/吨、

872元/吨和414元/吨，同比分别下跌24.11%、29.47%、17.89%和22.76%，较2012年同期分别下跌31.49%、39.56%、26.10%和34.39%，较2011年同期（本轮周期价格高点）分别下跌47.41%、50.97%、37.27%和46.51%。

4. 行业关注

进口煤持续冲击

中国能源消费结构决定了煤炭在国民经济中的重要地位，但以煤炭资源目前的开发利用速度，将难以支持中国经济未来持续发展，因此鼓励煤炭进口，减少煤炭出口，加大国际煤炭资源运用是保障中国能源安全的重要举措。受关税、国内外经济环境等多种因素影响，2009年来中国进口煤数量大幅增长，进口煤占中国煤炭消费量的比重由2008年的1.44%上升至目前8.18%。

随着煤炭价格下跌，煤炭企业经济效益显著弱化，目前煤炭企业基本处于亏损（微利）态势。鉴于煤炭行业就业人数众多，煤炭行业持续低迷将影响就业和社会稳定，为化解煤炭行业风险和社会风险，政府加大对国有煤炭企业补贴，清理和减少规费，并于2014年10月上调了煤炭进口关税。从政府近期的政策取向来看，短期就业政策和长期能源战略之间的博弈加剧。

资源税改革

2014年9月29日，国务院常务会议公布实施煤炭资源税改革，会议决定，在做好清费工作的基础上，从今年12月1日起，在全国将煤炭资源税由从量计征改为从价计征，税率由省级政府在规定幅度内确定。会议要求，停止征收煤炭价格调节基金，取消原生矿产品生态补偿费、煤炭资源地方经济发展费等，严肃查处违规收费行为，确保不增加煤炭企业总体负担。

在当前煤炭下游需求低迷、行业整体供大于求、煤炭价格低位运行的背景下，煤炭企业向下游转嫁成本的能力有限，资源税改导致的

新增税负很可能主要由煤炭企业承担，从而进一步加重煤企的成本压力，但商品煤终端价格上升幅度有限，预计对下游行业及整体物价水平的影响较小。

在前期大量集中清理地方规费后，煤企的税费负担已经有所下降，为从价征收资源税预留了一定的政策空间。考虑到当前煤炭行业已处于历史性低谷期，业内企业出现持续大面积亏损，大量企业出现减发、欠发、缓发工资现象，煤企内部成本控制空间已极为有限，为支持当地煤企发展并保障经济平稳运行，在完善清费工作的基础上，各省在制定从价计征税率方面应会较为谨慎。短期内，资源税改对煤炭企业的影响有限。长期看，资源税改有助于理顺煤炭价格形成机制，促进资源合理利用，对抑制无效需求、优化产业结构均有正面意义。同时，清费立税也有利于政府对涉煤税费的集中管理，避免行业内收费乱象，引导行业健康发展，税收调节的灵活性和针对性有望得以增强。

5. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

根据“十二五”规划，“十二五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，14个基地煤炭总产量占比由87%提升至90%以上，形成10个亿吨级、10个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国60%以上。煤炭企业控制在4000家以内，加快推进资源整合，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组，具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

2011年四季度以来，受资源整合产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金

回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水

平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

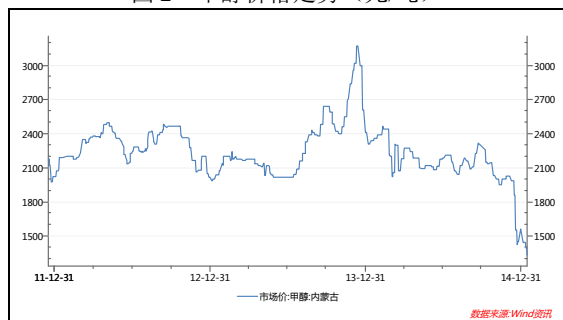
（二）甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

近年来，国内甲醇产能、产量、需求量呈现逐年递增态势。根据数据显示，2014年中国甲醇生产企业330家，较去年新增18家，新增产能超900万吨，总产能超过6400万吨，产能增长率16.07%，同比保持稳定增长。2014年全年国内甲醇开工率维持在60%以上或附近的水平，产量保持增长。预计2015年国内甲醇产能将达到7000~7500万吨。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

图2 甲醇价格走势（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

价格方面，以内蒙古甲醇市场价为例，2012年，国内甲醇价格在2000~2500元/吨区间震荡，振幅较大；2013年上半年受下游需求的不振和上游产能的扩张的影响，甲醇价格出现了一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬；2014年以来下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，导致甲醇价格呈下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。

进口方面，海外的甲醇主要以天然气为原料，具有成本较低的优势。在甲醇价格上升阶段，进口甲醇具有一定的成本优势。中国甲醇进口量自2009年开始维持在五百万吨以上水平，但自2013年开始有所下滑，2013年中国累计进口甲醇485.85万吨；2014年1~11月累计进口甲醇394.65万吨，同比减少59.26万吨，累积平均进口价格397.69美元/吨，较去年同期上涨17.42美元/吨。出口方面，2010年开始甲醇出口量维持递增态势，2013年则由6.73万吨迅速增长至77.28万吨；2014年1~11月中国累计出口甲醇71.30万吨，较去年同期略有增长，甲醇累积平均出口价格433.60美元/吨，较去年同期下降38.00美元/吨。2014年1~11月份国内甲醇表观消费量3708.88万吨，较上年同期增长23.58%。

未来发展方面，经过数年培育和发展，甲醇燃料、甲醇制烯烃等新应用领域的规模不断

扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，国内目前建成投产的甲醇制烯烃共6套，合计烯烃产能266万吨，按平均85%负荷率计算，年消耗甲醇约670万吨。2014年还将有6套合计300万吨的甲醇制烯烃项目投产，国内对甲醇需求数量将继续增加。

总体看，现阶段国内甲醇产能过剩严重，2014年四季度以来，受多重因素影响甲醇价格快速下滑。未来随着甲醇下游应用领域不断拓宽，国内甲醇需求将呈缓慢回升态势。

（三）二甲醚

二甲醚又称甲醚，简称DME。作为液化石油气（“LPG”）和石油类的替代燃料，二甲醚是具有与LPG的物理性质相类似的化学品，在燃烧时不会产生破坏环境的气体，能便宜而大量地生产。目前，国内主要采用甲醇气相催化脱水法，以甲醇为原料制造二甲醚。

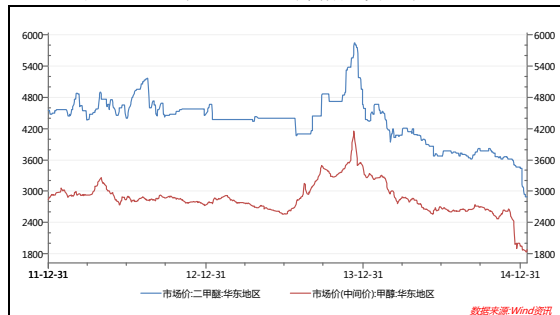
近几年，基于对二甲醚前景的良好预期，国内二甲醚产能呈井喷式增长。根据卓创资讯的不完全统计，截至2013年底，中国二甲醚产能已达到1348万吨。目前二甲醚主要用于掺烧液化气，在胶黏剂、气雾剂、制冷剂 and 医药麻醉剂等新领域拓展及应用的很少。

随着人们对二甲醚性能和使用效果的深入了解，以及价格的攀升，原来笼罩在二甲醚头上的“热值高、价格低、经济实惠”的光环逐渐黯淡。就热值而言，同等条件下，二甲醚热值为31450千焦/千克，不足液化石油气45760千焦/千克的70%。考虑到液化石油气不能燃尽的残液部分，二甲醚实际热值约为液化石油气的80%。这意味着，同等价格二甲醚无法与液化石油气竞争。而与天然气相比，二甲醚又无管道长距离输送的便利；与焦炉煤气和城市混合燃气相比，二甲醚亦无“废气综合利用，获取政府补贴”的优势。

国家标准化管理委员会网站发布标准号为GB25035-2010的《城镇燃气用二甲醚》已于2012年7月1日起正式实施。此次国家标准规定，城镇燃气用二甲醚质量分数≥99.0%，

甲醇<1.0%，也就是要求纯烧，而且专瓶专用。二甲醚 90%以上是用于与液化气掺烧，并且目前市场上用的都是液化气钢瓶掺混二甲醚。2012 年，随着宏观经济景气度的走弱、新增产能的投产及相关部门对国内瓶装液化气掺混二甲醚混合气监察力度的加大，行业景气度持续下行，市场价格波动回落。

图 3 甲醇、二甲醚价格走势（元/吨）



资料来源：Wind资讯

价格方面，甲醇作为二甲醚的主要原料，两者价格走势有着极强的相关性，随着上游甲醇价格的震荡下行，2014 年以来二甲醚价格快速下滑。

总体来看，2014 年以来受下游需求减弱，二甲醚行业景气度低迷，加上上游甲醇价格不断下滑，二甲醚价格亦呈不断下滑趋势，但两者仍保持着一定价差，从而避免了对二甲醚盈利空间的进一步挤压。

（四）农药

农药按照能否直接使用可以分为原药和制剂，原药是以石化产品为主要原料，通过化学合成技术得到，一般不可直接施用；在原药基础上，加上分散剂和助溶剂等原辅料，可产出制剂产品。按照用途不同，农药主要分为杀虫剂、杀菌剂和除草剂等。

随着生产能力的国际转移，中国已是世界上最大的农药原药生产国。目前中国农药原药产能供过于求，过剩产品主要出口。从产品结构来看，中国农药主要以杀虫剂和除草剂为主，杀菌剂产量较少。农药具有很高的投入产出比，在维持或提高单位面积产量方面具有显著效果，需求刚性突出。随着近年中国对农业

的政策倾斜，农业种植积极性大幅提高，并带动了农药产品的需求量增长。江苏、山东、浙江、湖南、安徽等省份是最主要的生产地区，上述省份农药产量合计占中国农药总产量的 70%以上。2012 年，全国化学农药原药产量 354.90 万吨，同比增长 34.03%。2013 年，中国化学农药原药产量 318.95 万吨，同比下降 10.13%。2014 年，受国内农药市场景气度转好，加上除草剂和杀菌剂等产品出口量保持增长，截至 2014 年 11 月底中国化学农药原药产量已达 338.35 万吨，同比增长 13.91%。

表 1 中国化学农药原药产量情况（万吨）

分类	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1~11 月
除草剂	117.30	164.80	179.98	162.28
杀虫剂	71.10	81.34	61.27	54.01
杀菌剂	15.03	14.39	20.35	20.92
其他	61.37	94.37	57.35	101.14
合计	264.80	354.90	318.95	338.35

资料来源：Wind 资讯

目前，中国大部分的农药原药产品仍为仿制品，主要依靠生产国外专利保护过期产品，自创品种数量不足 10%，原药生产企业尽管规模相对较大，但原创性方面缺乏竞争力，且由于近年国内产能过剩压力，利润空间受到挤压。农药行业利润正呈现从原药向制剂和销售渠道转移的态势。以草甘膦除草剂为例，中国企业以原药形式出口，价格低廉，而一些世界级农药企业通过销售不同浓度的制剂、稀释助剂和施药器材往往能够获得几倍甚至几十倍的收入或毛利，中国农药企业的盈利能力仍处于低水平。

2013 年，中国农药制造企业实现收入 2812.60 亿元、实现利润总额 229.26 亿元，分别同比增长 19.08%和 30.76%。2014 年 1~10 月，农药制造企业收入、利润规模同比保持较快增长（实现收入 2441.73 亿元，同比增长 8.59%；实现利润总额 170.07 亿元，同比增长 5.85%），利润增幅低于收入增幅，行业盈利能力仍有待提升。

总体看，得益于巨大的市场容量和稳定的

消费需求，中国农药产业有望保持稳定的增长趋势。但受行业集中度、科研和行业产能过剩等因素的影响，产业结构性矛盾突出，面临行业整合。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为上海证券交易所上市公司。经过历次股本变更，截至 2014 年 9 月底，公司实收资本为 9.86 亿元，新奥控股投资有限公司持有公司 30.97% 的股份，为公司控股股东。公司实际控制人为王玉锁。

2. 企业规模

煤矿方面，公司煤矿业务经营主体为子公司新能矿业有限公司（以下简称“新能矿业”），2011 年、2012 年和 2013 年原煤产量分别为 532.26 万吨、500.97 万吨和 649.63 万吨，主采 3-1 煤层，煤层赋存稳定。公司建有配套洗煤厂，13 mm 以上入洗，洗精煤占商品煤产率约为 40%。新能矿业 2012 年度荣获“国家级安全质量标准化煤矿”荣誉称号。

甲醇方面，公司拥有设计产能 60 万吨的甲醇厂，2011 年实现产能 63 万吨，2012 年实现产量 65 万吨，随着技术的熟练 2013 年产量已突破 70 万吨。公司甲醇生产工艺采用 GE 德士古水煤浆加压气化技术，水煤浆和氧气经烧嘴喷入气化炉内，在 6.5Mpa，1300-1400℃ 下燃烧，激冷和洗涤后，水煤气进入变换工段，工艺先进节能。

二甲醚方面，公司二甲醚产能为 23.50 万吨/年。公司采用自主开发的新型气化、二甲醚净化分离等专利技术，其各项技术水平均居国内领先地位，与国内已投产的工业装置相比节能达 20% 左右，同时实现三废“零排放”。采用 XAD-101 型甲醇制二甲醚催化剂，甲醇转化率 80% 以上，选择性 99.8% 以上，低温活性好，具有耐水合抗积炭功能，寿命 3 年以上。公司 I 型高纯度二甲醚纯度可以达到 99.99%，

无异味，关键杂质指标：水分和甲醇都可以控制在极低水平，产品质量完全满足各类型用户需求。

农兽药方面，公司是全国最早生产阿维菌素的企业之一，阿维菌素设计产能为 480 吨/年，分两期建成，但从 2013 年开始公司阿维菌素产能大幅下降，主要受公司所属分公司河北威远生物化工股份有限公司生物药业三厂（阿维菌素的产能为 280 吨/年）因阿维菌素的市场不景气，生产设备老化，从 2012 年开始停产。公司拥有总发酵体积 3260m³，建有亚洲最大的 550m³ 发酵罐 2 台；是自治区级农牧业产业化重点龙头企业。近年来不断通过菌种筛选、科研小试、工艺优化等提高产品品质及稳定性，阿维菌素产品质量达到国内领先水平。

目前农药公司草铵膦生产能力年产 150 吨。草铵膦除了具有除草活性外，还具有杀虫杀菌活性，可以与杀虫剂等混配，达到同时防治的效果。该除草剂具有高效、低毒、易降解等特点，水为基剂，使用安全方便，是目前世界上大吨位农药品种之一，与草甘膦相比，草铵膦对部分多年生恶性杂草的去除效果更好，在高经济价值作物领域更有市场竞争力，业内视草铵膦为百草枯加草甘膦。

总体看，公司资源禀赋较好，技术水平先进，综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司董事长王玉锁先生，1964 年 3 月生，博士研究生。现任第十二届全国政协委员，曾任第十一届全国政协常委。1992 年 12 月至今任廊坊市天然气有限公司董事长；1993 年 5 月至今任廊坊新奥燃气有限公司董事长；1998 年 12 月至今任新奥集团股份有限公司董事局主席；2000 年 7 月至今任新奥能源控股有限公司董事长；2000 年 1 月至今任新奥控股投资有限公司董事长；2006 年 7 月至今任新能能源有限公司董事长；2008 年 3 月至今任新奥光伏能

源有限公司董事长；2008年5月至今任新能矿业有限公司董事长；2008年11月至今任公司董事长。

公司 CEO 赵义峰先生，1954 年 11 月生，大学学历，高级工程师。曾任河北承德市城建局市政处技术员；承德市市政工程公司科长；承德市供热筹建处副厂长；承德高新技术产业开发区管理委员会副主任、主任；承德市人民政府副秘书长；承德市建设委员会副主任；承德市公用事业管理局局长。2002 年 3 月至 2004 年 3 月任北京祥华置业发展有限公司常务副总经理；2004 年 3 月至 2011 年 12 月历任新能能源有限公司副总经理、新奥集团股份有限公司总裁助理、新能能源有限公司总经理、新能（张家港）能源有限公司董事等职务；2011 年 9 月至今任新能能源有限公司董事；2012 年 12 月至今任新奥集团股份有限公司副总裁；2013 年 7 月起任公司董事、CEO。

公司总裁马元彤先生，1964 年 2 月生，大学本科学历，高级工程师。1987 年 7 月至 1998 年 2 月历任哈尔滨气化厂技术员、车间主任、副厂长；1998 年 2 月至 2003 年 2 月历任河南省煤气集团公司副总工程师、总工程师、副总经理；2003 年 2 月至 2007 年 2 月历任葫芦岛新奥燃气公司副总经理、新乡新奥燃气公司副总经理、新奥燃气 LPG 事业部副总经理、蚌埠新奥燃气发展有限公司气源分公司总经理；2007 年 3 月至 2010 年 7 月担任新能（张家港）能源有限公司总经理，2010 年 8 月至 2013 年 10 月任新能凤凰（滕州）能源有限公司总经理，2013 年 11 月至 2014 年 2 月担任新奥集团股份有限公司重大项目推进组执行组长。2014 年 4 月起任公司董事、总裁。

截至 2014 年 9 月底，公司员工总数 3208 人。其中拥有高级职称的占 1.70%、中级职称的占 4.70%、初级职称的占 6.00%；从学历来看，大学本科及以上学历的占 22.91%、大专学历的占 25.65%，中专及以下学历的占 51.44%；从年龄来看，29 岁及以下的占 35.80%、30~

49 岁的占 55.00%、50 岁及以上的占 9.20%。

总体看，公司高级管理人员具有较长时间的行业从业经历和丰富的管理经验，人脉资源较广，但高管年龄结构偏大；员工构成以中年为主，文化素质符合业务经营需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》等法律法规及河北省有关政策规定，制定了公司章程。根据章程，公司治理结构如下：

公司设立股东大会，股东会由全体股东组成，是公司的权力机构。股东会决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案等重大事项。

董事会由 9 名董事构成，其中董事长 1 人，副董事长 1 人，董事会组成中设不少于三分之一的独立董事。董事会对股东大会负责，召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等事项。

监事会是公司的监督机构，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事会应当对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务等职责。

公司设首席执行官 1 名、总裁 1 名，由董事长提名，董事会聘任或解聘。首席执行官、总裁每届任期三年，与公司董事会任期相同，首席执行官、总裁连聘可以连任。首席执行官对董事会负责，负责组织拟定公司战略规划；负责战略联盟和重要投资关系维护；拟定公司年度投资计划；拟定公司组织机构设置；负责公司风险体系建设等职权。公司总裁对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作等职权。

公司治理结构完善，为公司的稳定发展奠定基础。

2. 管理水平

公司制定了一系列内部管理制度，以规范公司内部管理工作。其中较为重要的制度包括供应商管理制度、生产运营管理制度、实物资产管理规定、应收账款风险管理办法、职能部门可控管理费用管理办法和劳动合同管理办法等。

供应商管理方面，公司规定采购部门的主要职责：对入选新供应商的评价工作，生产、技术和质量管理部门参与审核工作；负责供应商的日常管理和年度评价工作。明确公司供应商需具备相应合法的运营资质；供应商是否通过了相应的质量管理体系、职业健康安全管理体系、环境管理体系认证。以确保产品质量的稳定，确保职工享有安全的工作场所；供应商应遵守国家及当地劳动法规和当地社会责任标准，并接受公司要求的现场审核。公司与重要的、有发展潜力的、符合公司发展方向的供应商建立战略合作伙伴关系。

生产运营方面，公司经营模式的调整、组织机构的变革、经营职能的转移，已经形成了各分公司、基地的内部运营循环与独立运作，各分子公司、基地在生产组织经营中应体现出威远生化经营模式变革思路，完成内部的组织模式和经营管理的匹配与统一。内部市场化的运营机制实施，要求各分子公司、基地要树立市场意识和客户意识，要时时关注市场、客户需求及行业变化，紧紧围绕经营目标达成途径，利用现有资源，做精产品、做细工作、做好经营，满足客户需求，实现各分公司、基地的组织定位；公司定期组织召开月度经营计划会，各分子公司、基地和职能部门按照通知和《威远生化经营计划会管理制度》的要求，完成本单位各项经营计划的编制工作，按时参加会议，在公司整体资源统筹平衡的过程中，实现价值最大化。各分子公司、基地要按各月的

经营计划会通知要求，组织计划各项资料编制，按时间交运营管理部，以提前进行计划平衡、资金平衡和生产经营决策等其它相关规定。

实物资产管理方面，公司财务管理部门为产业集团一级资产管理单位，负责制定产业集团实物资产管理制度，指导、检查各成员企业实物资产管理工作，负责对产业集团和各成员企业的各类实物资产的综合管理，负责公司总部实物资产日常管理工作。财务部门设立专职（或兼职）实物资产管理，具体负责产业集团实物资产综合管理台账的登统、数据维护、资产报表的审核汇总和对专业管理部门、各成员企业实物资产管理的检查与考核，组织产业集团实物资产的全面清查等工作。

应收账款风险管理方面，公司明确应收账款结算方式、账期及风险区间划分。国际业务：以信用证的形式结算，或以其他方式结算但在中国信保全额投保形成的应收账款，其账期原则上应控制在 90 天以内（可做福费廷的信用证可延长到 180 天）；国际应收账款逾期 60 天以内，且客户以往信用较好的，划为轻度风险；国际应收账款逾期 60 天以上等其他特殊情况为高度风险。国内业务：自 2009 年 1 月 1 日起，国内业务（含原药）实行现款现货和在中国信保全额投保 90 天赊销模式运行，其应收账款按下列情况划分风险：应收账款逾期 60 天以内且未跨年度，客户以往信用较好的，划为轻度风险；应收账款逾期 60 天以上且未按约定时间清零，或其他特殊情况划为高度风险等其它相关规定。

总体看，作为上市公司，公司建立了完善的基本管理制度，并形成了良好的管理机制。公司管理较规范，对下属公司管理和控制能力强，整体管理风险较低。

七、经营分析

1. 经营现状

公司成立之初主营业务为建材产品和高压电器的生产与销售。1997 年经石家庄市国有资产管理委员会办公室批准，公司与威远集团进行资产置换，公司主营业务由原来的“建材产品、高压电器”的生产与销售，转变为“精细生物化工、农药及建材产品”的生产与销售。

2003 年公司将拥有的建材厂资产出售给威远集团，主营业务变更为农药及兽药。2011 年 1 月向新奥控股发行股份购买资产，公司增加新能（张家港）、新能（蚌埠）两家子公司，主营业务增加二甲醚的生产与销售、甲醇销售。

2013 年 5 月公司实施重大资产重组，通过注入优质煤矿及能源化工资产，目前主营业务为煤炭、化工产品和农兽药三大板块业务。

表 2 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

产品	2011			2012			2013			2014 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭	9.96	24.25	52.70	9.85	23.58	63.91	12.19	25.89	61.54	8.37	23.68	59.52
甲醇	12.85	31.28	35.91	13.32	31.89	36.46	16.80	35.68	35.66	9.65	27.31	39.29
二甲醚	10.61	25.83	14.13	9.37	22.43	14.85	8.51	18.08	10.20	6.77	19.16	11.55
农药	5.63	13.70	12.02	6.15	14.72	16.98	6.77	14.37	19.47	7.83	22.16	15.59
兽药	1.38	3.36	20.78	1.46	3.50	21.05	1.55	3.30	22.28	1.30	3.68	22.33
技术转让	0.04	0.10	82.65	0.03	0.07	1.97	--	--	--	0.04	0.11	69.22
其他	0.61	1.48	22.79	1.59	3.81	29.58	1.26	2.68	7.78	1.38	3.90	31.47
合计	41.08	100.00	30.43	41.77	100.00	34.39	47.08	100.00	34.16	35.34	100.00	32.62

资料来源：公司提供

收入构成方面，煤炭、煤化工（甲醇、二甲醚）以及农兽药是公司的主要收入来源。2011~2013 年，公司营业收入年均复合增长 7.04%，2013 年公司实现营业收入 47.08 亿元，其中化工板块占 53.76%、煤炭占 25.89%、农兽药占 17.67%。

毛利率方面，农兽药板块毛利率稳定上升，2013 年农药毛利率上升至 19.47%，兽药毛利率上升至 22.28%。2013 年煤炭板块的毛利率较 2012 年略有下降，但仍稳定在较高水平。其中 2012 年，尽管煤炭行业整体效益出现下滑，但凭借较好的地理位置、开采条件、煤炭产品结构优化以及管理水平的提升，公司煤炭板块毛利率高达 63.91%，较 2011 年同期增加 11.21%。公司化工板块中甲醇的毛利率则在甲醇市场回暖、售价上升的背景下维持波动上升趋势；同期二甲醚毛利率呈波动下降趋势，主要受二甲醚行业标准缺失、产能过剩行业竞争激烈影响；总体上，近年来公司综合毛

利率水平相对稳定，整体盈利能力较好。

2014 年前三季度，公司实现营业收入 35.34 亿元，同比小幅增长 3.14%，受上半年农药销售处于旺季影响，农药板块收入快速增长，截至 9 月底已超过去年全年板块收入。毛利率方面，受煤炭板块及农药板块毛利率下滑的影响，公司前三季度综合毛利率较 2013 年略有下降。

总体看，近年来公司营业收入规模基本保持稳定，综合毛利水平虽有所波动，但与同类企业相比始终保持较高水平。

2. 煤炭板块

2013 年 5 月，公司实施重大资产重组取得新能矿业 100%股权。煤炭板块主要由公司旗下新能矿业运营。新能矿业拥有王家塔矿井矿区采矿权及板洞梁煤矿矿区探矿权，王家塔矿井的可采储量约 6.61 亿吨，地质储量约为 11 亿吨，是内蒙古自治区上规模的煤化工企业之

一，2013 年煤炭产量为 649.63 万吨。新能矿业于 2010 年 1 月 15 日取得由国土资源部颁发的《采矿许可证》（证号：C1000002010011110054312），根据该证记载，新能矿业为王家塔矿井的采矿权人，有效期限自 2010 年 1 月 15 日至 2040 年 1 月 15 日，开采矿种为煤，开采方式为地下开采，矿区面积 56.6733 平方公里。公司建有配套洗煤厂，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。

公司煤炭生产通过外包方式进行开采，承包方为北京天地华泰采矿工程技术有限公司（简称“天地华泰”）。作为中国煤矿生产技术集成商和中国煤矿管理技术供应商，天地华泰运营和承建的项目覆盖内蒙古、陕西、山西、宁夏等众多优质煤炭能源基地，社会效益和经济效益成效显著。天地华泰目前与伊泰集团公司合作开发的纳林庙二矿，全部采用国产设备一次采全高煤厚 5.3 米的综采机械化工作面，实现年生产能力 600 万吨；与伊东集团公司合作的扶贫煤矿，广泛应用综采放顶煤工艺，年生产能力由 15 万吨提高到 180 万吨；与鄂绒集团公司合作，在复杂地质条件下，使阿尔巴斯二矿年生产能力达到 90 万吨。

表 3 公司煤炭综合产销情况
(不含税, 单位: 万吨、元/吨、%、亿元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
产量	532.26	500.97	649.63	468.02
平均成本	89.89	71.08	72.00	72.33
销量	526.88	499.90	651.42	468.33
平均售价	189.04	197.04	187.13	178.70
销售收入	9.96	9.85	12.19	8.37
毛利率	52.70	63.91	61.54	59.52

资料来源：公司提供

注：2011 年新能矿业与新能源的内部交易金额为 1.87 亿元；2012 年新能矿业与新能源的内部交易金额为 0.53 亿元；2013 年新能矿业与新能源的内部交易金额为 0.27 亿元。2014 年 1-9 月新能矿业与新能源的内部交易金额为 0.08 亿元。

自 2011 年全面投产以来，公司煤炭产能利用率一直较高，2011 年、2012 年和 2013 年煤炭产量分别为 532.26 万吨、500.97 万吨和 649.63 万吨；2014 年 1~9 月，公司煤炭产量 468.02 万吨，产量保持稳定。受煤炭行业景气度下行影响，近年来公司混煤和精煤销售均价均下降较快，毛利水平有所下滑，但与同类企业相比仍属于较高水平。

表 4 公司煤炭销售情况
(不含税, 单位: 万吨、元/吨、亿元)

产品	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
混煤产量	438.30	341.21	389.63	266.72
混煤销量	433.22	341.58	388.62	267.05
混煤销售均价	214.80	162.51	152.36	156.73
混煤销售收入	9.31	5.55	5.92	4.19
混煤毛利率	58.15%	56.26%	60.21%	56.31%
精煤产量	93.95	159.76	260.00	201.30
精煤销量	93.66	158.32	262.80	201.27
精煤销售均价	298.99	306.58	238.50	207.85
精煤销售收入	2.80	4.85	6.27	4.18
精煤毛利率	69.94%	76.81%	62.79%	62.74%

资料来源：公司提供

公司煤炭低硫、低灰，煤质稳定。煤矿产能大，能满足客户采购数量要求。自投产以来，已拥有 200 多家客户，现已形成稳定的合作客户群体。

公司煤矿交通便利，区位优势明显。万利矿区铜匠川铁路专用线（与包西铁路相接通往高家梁矿井），从井田北部东西向穿过，在井田北部设有王家塔矿井铁路装车站，煤炭产品可经输煤栈桥直接装车外运。铜匠川铁路专用线主要规划运输本矿和高家梁井田原煤，专用线规划运力超过 1000 万吨/年。铁路可发运大列、小列，实现快速装车（小列 100 分钟），可发往京津冀、山东等地，未来还可到港口交易。地销交通方便，与包茂高速、包府路相连。距敖包沟、沙圪台集装站仅 7.5 公里。

总体看，公司煤炭煤质好，储量较大，区位优势明显，整体盈利能力强。

3. 煤化工板块（甲醇、二甲醚）

甲醇

公司甲醇生产经营主体为子公司新能能源，位于内蒙古鄂尔多斯煤炭主产区及国家规划的煤化工产业聚集区，煤炭资源丰富，能够确保煤炭的稳定供应，公司优选煤质较好、煤价偏高的煤种和煤质较差、价格较低的煤种混掺使用，在保证气化炉产气量的基础上，降低原料煤成本。公司甲醇装置是以煤为原料的甲醇生产企业，采用当时国内最先进的洁净生产工艺。主要工艺装置包括气化、变换、低温甲醇洗、甲醇合成、甲醇精馏、甲醇罐区、硫回收、冷冻站、空分以及相配套的公用工程等。项目工艺技术采用两套内压缩流程的45000Nm³/h的空分装置；煤气化采用GE公司水煤浆加压气化技术；气体净化采用低温甲醇洗工艺；甲醇合成采用卡萨利合成技术；甲醇精馏采用三塔精馏工艺。年操作日为300天，生产规模为年产60万吨甲醇。甲醇项目以煤为原料，工艺先进、节能、技术成熟可靠、生产成本低、经济效益好。

表5 公司甲醇产销情况
(单位: 万吨/年、万吨、元/吨、亿元、%)

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1-9月
产能	60.00	60.00	60.00	60.00
产量	62.36	65.13	75.14	47.23
平均成本	1536.11	1245.40	1284.15	1173.87
销量	64.71	67.93	84.18	49.92
平均售价	1985.78	1960.84	1995.72	1933.49
销售收入	12.85	13.32	16.80	9.65
毛利率	35.91	36.46	35.66	39.29

资料来源：公司提供

注：1.2012年、2013年和2014年3季度的销量中包括张家港采购并销售的2.69万吨、8.99万吨和3.75万吨甲醇；

2.表中价格均为不含税单价。

公司甲醇主要销售区域以河北、山东为主，北京、天津、内蒙的销量逐步扩大。甲醇的结算以现金和银行承兑汇票为主。近年来，受益于煤炭价格快速下跌，公司甲醇产品盈利能力不断提升。但2014年以来下游甲醛、醋酸

等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，导致甲醇价格呈现缓慢下行趋势，而2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑，公司甲醇产品未来销售收入规模或将受到一定影响。

表6 甲醇用原料采购情况
(不含税, 单位: 万吨、元/吨)

项目	2011年	2012年	2013年	2014年1-9月
原料煤采购量	130.73	111.78	123.56	74.20
原料煤采购均价	434.71	372.95	330.45	275.48
燃料煤采购量	45.05	52.52	48.65	28.76
燃料煤采购均价	240.76	205.68	180.67	151.68

资料来源：公司提供

由于生产甲醇用煤炭对成浆性、灰分、含硫量、热值等指标要求较高，而公司开采的煤炭还无法达到自身甲醇生产所需条件，因此公司甲醇生产所需煤炭主要依赖外购，仅有很少量的燃料煤按市场价格内部采购。公司甲醇生产所需煤炭包括原料煤和燃料煤，主要供应商为鄂尔多斯市富源煤炭经销有限公司、内蒙古赛蒙特煤业有限责任公司和新能矿业有限公司，两家外部供应商的煤炭产能分别达到500万吨/年和300万吨/年。公司采用的结算方式为电汇月结。

二甲醚

公司二甲醚业务主要由旗下新能（蚌埠）能源有限公司（简称“新能（蚌埠）”）和新能（张家港）能源有限公司（简称“新能（张家港）”）经营。新能（张家港）二甲醚产品的生产工艺采用其子公司新能（北京）科技有限公司的专利申请技术，该专利技术已经实现工业化生产，装置运行稳定。该技术采用甲醇气相脱水法生产二甲醚，在国际上属于先进的生产工艺，与国内同类二甲醚生产装置相比节能达20%以上，生产每吨二甲醚消耗甲醇单耗处于同行业领先水平。

表 7 公司二甲醚产销情况
(不含税, 单位: 万吨/年、吨)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
产能	23.50	23.50	23.50	23.50
产量	26.07	24.30	21.58	17.87
其中: 张家港	22.99	21.31	18.50	15.49
蚌埠	3.08	2.98	3.08	2.38
销量	25.99	23.77	21.87	17.87
其中: 张家港	22.95	20.78	18.76	15.48
蚌埠	3.04	2.99	3.11	2.39
销售均价	4146.17	3945.48	3891.20	3786.52

资料来源: 公司提供

由于公司甲醇生产地位于内蒙古鄂尔多斯, 而二甲醚生产地位于江苏, 因此考虑到运输成本等因素, 公司二甲醚的生产原料主要依靠外购。公司从 2011 年 9 月份以后开始改变采购策略, 从以前的单一长约供应为主的采购模式逐渐转变成多渠道、多供应商的采购模式。进入 2013 年, 随着进口甲醇价格的倒挂, 进口资源的紧缺等多个方面的因素影响, 公司开始逐步寻求国内甲醇资源。通过资源的组织及强大的仓储优势, 针对甲醇市场行情做出及时有效的判断, 公司还进行了甲醇贸易工作, 一方面为公司创造了效益, 最重要的是可以更加深入地了解原料甲醇市场的最近变化情况, 采取有效地应对措施。

公司二甲醚核心市场主要集中在安徽以及江浙沪一带。其他福建、江西等远程市场仅作为调节公司销售压力的渠道市场。由于二甲醚行业标准缺失、产能过剩导致行业秩序混乱, 价格近几年来持续呈递减状态, 而在建产能陆续增加, 装置建设过度集中致使下游选择余地大, 二甲醚产业结构的不合理性逐渐凸显。标准缺失、市场无序导致部分液化气经销商为追求利润, 高比例与液化气掺混, 造成用户不满情绪上涨, 从 2013 年 3 月起国内有关部门又开始了新一轮的查处行动, 查处力度之大, 范围之广, 都是往年所不能及的, 产业结构矛盾愈加明显。

近年来, 公司二甲醚装置生产稳定, 产能

利用率以及产销率均保持较高水平, 但整体盈利能力有所下滑。随着 2014 年三季度以来上游甲醇价格的快速下行, 二甲醚价格相应下跌, 公司未来二甲醚产品销售收入及盈利能力或将受到一定影响。

总体来看, 受益于区位优势, 近年来公司甲醇产品盈利能力不断提升; 而受行业景气度不佳的影响, 公司二甲醚产品盈利能力有所下滑。随着 2014 年四季度甲醇及二甲醚价格的快速下降, 公司甲醇及二甲醚产品销售收入及盈利能力或将受到一定影响。

4. 农兽药板块

公司农兽药主要由公司本部以及河北威远动物药业有限公司、内蒙古新威远生物化工有限公司生产经营。公司农兽药主要从事精细化工生产, 包括农药和兽药原料药及制剂的研发、生产和销售, 拥有农药杀虫剂、杀菌剂、除草剂和兽药共 140 多个品种。采用先进节能的工艺技术, 重视能量的综合利用, 减少能源对环境的污染。公司农兽药板块的代表性产品主要是阿维菌素和伊维菌素。近年来由于市场产能的扩大, 产品销售价格一度走低, 公司通过不断调整产品结构、加强产品成本管理以及开拓新市场等措施使得公司农兽药板块毛利率相对稳定。

表 8 公司部分主要农兽药产品产销情况

阿维菌素	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
产能(吨/年)	480.00	480.00	200.00	200.00
产量(吨)	288.00	248.00	233.89	202.45
销量(吨)	319.00	222.00	250.21	206.15
销售均价 (元/公斤)	490.00	380.00	486.62	533.07
伊维菌素	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-9 月
产能(吨/年)	60.00	80.00	80.00	80.00
产量(吨)	55.00	78.00	52.20	39.89
销量(吨)	73.00	90.00	92.80	69.21
销售均价 (元/公斤)	667.00	586.00	767.08	771.34

资料来源: 公司提供

(注: 2013 年开始公司阿维菌素产能大幅下降, 主要受公司所属分公司河北威远生物化工股份有限公司生物药业三厂(阿维菌素的产能为 280 吨/年)从 2012 年开始停产)

原料采购方面，玉米淀粉是生产阿维菌素的主要原材料，且玉米淀粉的生产过程对环境影响较大，企业开工率低。目前公司主要从河北、内蒙古购进，多采用预付账款方式进行结算，主要供货厂家年产量较大，能稳定满足生产需求。按照质优价格合理优先采购，玉米淀粉价格趋势也受玉米影响。

销售方面，公司依托多年积累的品牌和渠道优势，积极推进深度技术营销模式，加强技术指导与终端服务，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。2008 年公司成功的将核心产品阿维菌素推向大田市场，在国内开辟了生物农药大田应用的新局面。

总体看，公司农兽药产品丰富，市场需求平稳增长，整体盈利能力较为稳定。

5. 经营效率

2011~2013 年，受公司存货和应收类款项

呈波动下降趋势影响，公司总体经营效率指标呈波动略上升。2013 年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 18.07 次、8.25 次和 0.56 次。整体看，公司经营效率处于一般水平。

6. 在建项目

公司目前的主要在建项目有：农药搬迁工程和新能矿业生产期开拓工程。农药扩能改造为农药搬迁工程后续工程。公司所属石家庄生产基地位于石家庄市主城区，自 2012 年起进行整体搬迁升级，新址位于石家庄循环经济化工示范基地。公司将以此迁建为契机，对现有产品进行升级改造，同时进行新产品规划，基本实现公司产品结构调整。通过原处于主城区石家庄基地的迁建改造，实现企业现有的升级改造和新产品产业化。该工程已在石家庄市发展和改革委员会进行备案，备案证号为“石发改工业备字[2010]125 号”。

表 9 截至 2014 年 9 月底公司重点在建及拟建工程情况（单位：亿元）

项目名称	建设期	总投资金额	资金筹措方案		截至 2014 年 9 月底已投资金额	计划投资金额	
			贷款	自筹		2014 年 10-12 月	2015 年
新能矿业生产期开拓工程	二年	2.10	--	2.10	1.70	0.10	
农药扩能改造	一年	0.90	--	0.90	0.70		0.20
达旗二期甲醇技改	四年	23.84	16.92	6.92			
合计	--	26.84	16.92	9.92	2.40	0.10	0.20

资料来源：公司提供

注：其中新能矿业生产期开拓工程预计实际投资额将低于项目前期规划总投资额。

总体看，公司未来投资以达旗二期甲醇技改为主，预计总投资金额较大，但公司近期内并未急于对该项目进行投资，因此暂不存在较大投资支出压力。

7. 未来发展

2013 年，公司实施重大资产重组，通过注入优质煤矿及能源化工资产，形成较为完整的“煤-煤化工”一体化产业链条。未来公司将借

力于资本市场的发展，继续完善能源化工上下游产业链战略布局，拓展新的业务领域，实现产业整合，构建新的盈利增长点。

2014 年 8 月，子公司新能矿业与新奥（中国）燃气投资有限公司签订了《股权转让协议》，新能矿业以 1.61 亿元收购新奥燃气持有的山西沁水新奥燃气有限公司 100% 股权，以 6860.7 万元收购其持有的中海油新奥（北海）燃气有限公司 45% 股权。同年 10 月，经临时

股东大会批准，子公司新能矿业完成收购新能凤凰（滕州）能源有限公司 40% 股权。通过收购和参股上述公司，公司将新增加天然气业务，而煤制甲醇业务也相应扩大。未来公司将以现有产业为基础，依托技术创新和清洁能源——天然气的市场优势，为客户提供天然气产品和煤基清洁能源整体解决方案，并基于丰富的化工基地运营管理经验，构建产业发展新生态。

总体来看，在相继收购二甲醚、甲醇、天然气等资产后，公司将进入能源产品生产的新领域，为最终成为清洁能源化工产品的供应商奠定基础。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司2013年5月通过向新奥控股等七家公司发行股份购买资产方式，取得新能矿业100%的股权，于2013年7月4日完成向七家公司发行股份的股权登记变更手续。根据实质重于形式原则，公司对新能矿业的合并日确定为2013年6月30日。按照《企业会计准则第20号—企业合并》中同一控制下的企业合并的会计处理原则，编制合并当期的财务报表，视同参与合并各方在最终控制方开始实施控制时即以目前的状态存在。故公司2010年1月1日至2012年12月30日模拟合并财务报表范围包括了同一控制下合并取得的子公司新能矿业、孙公司新能能源和鑫能公司。且该模拟财务报表经中喜会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留的审计结论。公司2013年度也经中喜会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具了标准无保留审计结论的审计报告。另公司2014年三季报未经审计。以下财务分析以2013年和2014年三季报数据分析为主。

截至2013年底，公司(合并)资产总额85.76亿元，所有者权益合计41.86亿元(含少数股东权益4.51亿元)；2013年公司实现营业收入

47.08亿元，利润总额9.61亿元。

截至2014年9月底，公司(合并)资产总额90.69亿元，所有者权益合计48.11亿元(含少数股东权益5.20亿元)；2014年1~9月公司实现营业收入35.34亿元，利润总额7.22亿元。

2. 资产质量

2011~2013年，公司资产总额不断增长，年均复合增长7.68%。截至2013年底，公司资产总额85.76亿元，其中流动资产占28.45%，非流动资产占71.55%。

流动资产

流动资产方面，2011~2013年，公司流动资产快速增长，年均复合增长16.99%。截至2013年底，公司的流动资产合计24.40亿元，同比增长8.07%，主要由货币资金(占65.60%)、应收票据(占4.30%)、应收账款(占4.72%)、预付款项(占9.28%)和存货(占14.94%)组成。

2011~2013年，公司货币资金波动增长，年均复合增长23.79%。截至2013年底，公司货币资金16.01亿元，同比增长64.63%，主要受非公开募集资金的到位和委托贷款的收回影响，其中主要为银行存款(占73.97%)，另受限制的货币资金为3.01亿元。

2011~2013年，公司应收票据波动增长，年均复合增长38.88%。截至2013年底，公司应收票据1.05亿元，同比下降5.33%，已质押但尚未到期的应收票据共计0.17亿元，已背书给他方但尚未到期的票据金额为3.57亿元。

2011~2013年，公司应收账款波动中有所下降，年均复合变动率为-6.35%。截至2013年底，公司应收账款合计1.15亿元，同比下降39.27%，主要为应收货款。应收账款主要分为按组合计提坏账准备的应收账款(占94.91%)和单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的应收账款(占5.09%)。按组合计提坏账准备的应收账款中，账龄组合占60.57%，账龄主要为

1年以内，占应收账款总额的59.47%；关联应收款项占34.34%，主要为应收关联方新奥能源供应链有限公司账款0.41亿元。应收账款共计提坏账准备0.08亿元，计提比例6.23%。

2011~2013年，公司预付款项波动中有所增长，年均复合增长3.21%。截至2013年底，公司预付款项2.26亿元，同比下降12.36%，主要原因为款项已到结算期所致，账龄1年以内的占64.95%，1-2年的占3.21%，2-3年的占4.01%，3年以上的占27.83%，3年以上占比较多，主要是预付土地款等未结算款项。

2011~2013年，公司其他应收款快速下降，年均复合变动率为-30.62%，截至2013年底，公司其他应收款为0.24亿元，同比下降39.28%。其中，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款占4.99%，全部为资产处置款，坏账计提比例为100.00%；按组合计提坏账准备的其他应收款占81.89%，全部为按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款，账龄1年以内的占35.06%，1-2年的占2.51%，2-3年的占20.03%，3年以上的占24.29%，坏账计提比例为20.46%；单项金额虽不重大但单项计提坏账准备的其他应收款占13.12%，全部为业务往来款，坏账计提比例为100.00%。

2011~2013年，公司存货波动中有所增长，年均复合增长12.04%，截至2013年底，公司存货3.64亿元，同比下降5.88%，其中原材料占61.73%，库存商品占33.30%，在途物资占4.97%。

2012年底，公司其他流动资产为3.00亿元，为公司外借的委托贷款，款项截至2013年6月已收回。

非流动资产

非流动资产方面，2011~2013年，公司非流动资产不断增长，年均复合增长4.55%，截至2013年底，公司非流动资产合计61.36亿元，同比增加1.71%。非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产组成，分别占75.95%、5.32%和14.37%。

2011~2013年，公司长期股权投资保持相对稳定，年均复合变动率为-1.01%。截至2013年底，公司长期股权投资0.17亿元，同比下降2.09%，主要为对联营企业北京中农大生物技术股份有限公司的投资（权益法核算，持股比例42.50%）和对赞皇县南邢郭信用社的投资（成本法核算），分别为1668.51万元和10万元。

2011~2013年，公司固定资产规模保持相对稳定，年均复合增长2.99%。截至2013年底，公司固定资产46.60亿元，同比增加7.39%，主要为房屋、建筑物（占28.07%）、机械设备（占54.83%）和矿井建筑物（占12.89%）。固定资产2013年计提折旧2.62亿元。

2011~2013年，公司在建工程波动增长，年均复合增长83.02%，截至2013年底，公司在建工程3.27亿元，同比下降3.55%。在建工程主要为农药搬迁工程、兽药搬迁工程、矿建工程和生产期开拓工程，其中农药搬迁工程本期增加0.70亿元，转入固定资产1.65亿元，兽药搬迁工程本期增加0.71亿元，矿建工程本期增加2.42亿元，转入固定资产3.46亿元，生产期开拓工程本期增加0.94亿元。

2011~2013年，公司工程物资波动增长，年均复合增长15.33%，截至2013年底，公司工程物资合计0.39亿元，同比下降1.62%。公司工程物资主要为专项设备和专用材料，分别占35.14%和64.86%。

2011~2013年，无形资产波动中有所下降，年均复合变动率为-3.37%，截至2013年底，公司无形资产为8.81亿元，同比下降10.11%，主要为土地使用权和采矿权，分别占比25.53%和73.63%，2013年无形资产减少主要系土地使用权减少，一部分是公司石家庄基地整体搬迁土地收储，使土地使用权净值减少0.65亿元，另一部分是子公司新能（蚌埠）能源有限公司因国有土地收储，使土地使用权净值减少0.22亿元。

2011~2013年，公司长期待摊费用快速增长，年均复合增长55.18%，截至2013年底，为

2.05亿元，同比增加46.92%，主要系生态环境恢复与搬迁补偿费本期增加0.78亿元。长期待摊费用中生态环境恢复与搬迁补偿费占59.91%，公路使用权占14.34%，新奥大道扩建支出占20.56%。

截至2012年底，公司其他非流动资产为1.60亿元，全部为公司所属石家庄基地整体搬迁资产清理，由于项目已基本完工，2013年度将已发生的清理支出转入营业外支出，原列入专项应付款的政府搬迁补偿同时结转相同金额记入营业外收入。

截至2014年9月底，公司资产合计90.69亿元，较上年底增长5.75%；其中流动资产占31.12%，较上年底增加15.66%，截至2014年9月底，公司货币资金15.25亿元，其中受限资金2.54亿元。同期公司预付账款为6.41亿元，较2013年底增加4.15亿元，主要系新能矿业预付新凤凰（滕州）能源有限公司、山西沁水新奥燃气有限公司和中海油新奥（北海）燃气有限公司的股权收购价款所致。非流动资产占68.88%，较上年底增长1.71%。

总体看，公司资产以非流动资产为主，符合所在行业特征。公司流动资产主要为货币资金，资金利用率较低，非流动资产主要为固定资产，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2011~2013年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长28.27%，截至2013年底，所有者权益合计41.86亿元（含少数股东权益4.51亿元），同比增长27.24%。其中实收资本占23.68%，资本公积占17.99%，盈余公积占2.65%，未分配利润占44.84%。

2011~2013年，公司实收资本快速增长，年均复合增长77.80%，截至2013年底，公司实收资本9.86亿元，同比增长216.13%，主要系公司向新奥控股等七家公司增发股份6.10亿股，购买上述七家公司持有的新能矿业有限公司

100%的股权（此次股本变更已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）出具中喜验字【2013】第09001号验资报告验证），同期，公司向天弘基金管理有限公司和平安大华基金管理有限公司非公开发行股份0.64亿股（此次股本变更已经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）出具中喜验字【2013】第09017号验资报告验证）所致。

2011~2013年，公司资本公积快速下降，年均复合变动率为-23.76%，截至2013年底，公司资本公积7.49亿元，同比下降41.88%。2013年，公司非公开发行股票所致股本溢价增加6.36亿元，其他资本公积增加0.03亿元，同期，资本公积减少11.79亿元，其中0.69亿元是从股本溢价中核减的增发费用，11.10亿元是公司因同一控制下的企业合并本期合并增加了新能矿业有限公司，对前期比较报表进行追溯调整，增加的净资产在比较报表中调整所有者权益项下资本公积，在企业合并完成后，原资本公积期初余额中6.10亿元转入了股本、5.00亿元支付给新奥控股投资有限公司。

2011~2013年，公司盈余公积快速增长，年均复合增长95.32%，截至2013年底，公司盈余公积1.10亿元，同比增加281.50%。

2011~2013年，公司未分配利润快速增长，年均复合增长78.32%，截至2013年底，公司未分配利润18.66亿元，同比增长48.76%。

截至2014年9月底，公司所有者权益合计48.11亿元（含少数股东权益5.20亿元），较2013年底增长14.94%，增长主要来源于未分配利润的增加。

总体看，受2013年公司增发股票以及合并范围变化的影响，导致所有者权益结构变动较大。目前公司所有者权益中未分配利润占比较高。

负债

2011~2013年，公司负债合计波动中有所下降，年均复合变动率为-4.88%，截至2013年底，公司负债合计为43.90亿元，同比下降12.22%，其中流动负债占55.97%，非流动负债

占44.03%。

流动负债方面，2011~2013年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长7.29%。截至2013年底，公司的流动负债为24.57亿元，同比下降2.90%，其中短期借款占39.33%、应付票据占8.61%、应付账款占19.10%、预收款项占7.54%、其他应付款占3.96%、一年内到期的非流动负债占19.24%。

2011~2013年，公司短期借款不断增长，年均复合增长11.53%，截至2013年底，公司短期借款9.67亿元，同比增长24.18%，其中保证借款9.15亿元，信用借款0.52亿元。

2011~2013年，公司应付票据波动增长，年均复合增长45.90%，截至2013年底，公司应付票据2.12亿元，同比下降49.29%。主要为银行承兑汇票2.00亿元。

2011~2013年，公司应付账款不断下降，年均复合变动率为-10.56%，截至2013年底，公司应付账款4.69亿元，同比下降7.19%。

2011~2013年，公司预收款项波动中有所增长，年均复合增长3.83%，截至2013年底，公司预收款项同比下降30.56%，为1.85亿元。

2011~2013年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合变动率为-3.72%，截至2013年底，公司其他应付款为0.97亿元，同比减少23.84%，其他应付款金额前五名主要为应付技术服务费及工程款、律师费、土地出让金和劳务费，占其他应付款总额的37.36%。

2011~2013年，公司一年内到期的非流动负债不断增长，年均复合增长12.42%，截至2013年底，为4.73亿元，同比增长5.52%。其中抵押加保证加质押借款3.93亿元，占83.08%，保证借款占16.92%。

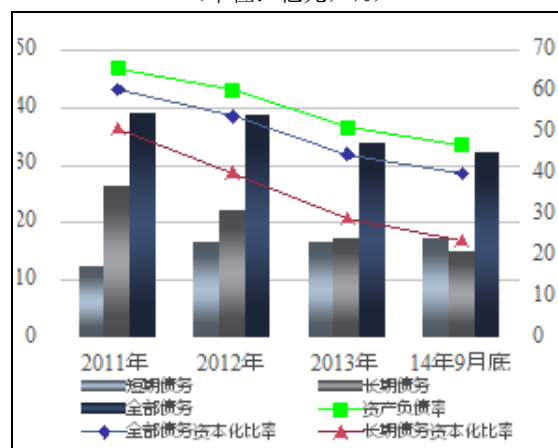
非流动负债方面，2011~2013年，受公司长期借款下降影响，公司非流动负债快速下降，年均复合变动率为-15.66%。截至2013年底，公司非流动负债为19.33亿元，同比下降21.76%，非流动负债主要为长期借款和专项应付款构成，分别占88.95%和8.00%。

2011~2013年，公司长期借款快速下降，年均复合变动率为-19.29%，截至2013年底，公司长期借款为17.20亿元，同比下降22.19%，长期借款全部为抵押加保证加质押借款。

2011~2013年，公司专项应付款波动增长，年均复合增长119.89%，截至2013年底，公司专项应付款1.55亿元，同比下降23.41%，全部为搬迁项目补偿金。

从债务规模看，公司全部债务逐年下降，其中短期债务不断增长，长期债务快速下降，截至2013年底，公司全部债务33.70亿元，其中短期债务占48.98%，长期债务占51.02%。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年下降，2011~2013年平均值为56.81%、50.58%和36.80%，截至2013年底，分别为51.19%、44.60%和29.12%。

图4 公司债务情况
(单位：亿元，%)



资料来源：公司2011~2013年度审计报告及2014年1~9月财务报表

截至2014年9月底，公司负债合计42.58亿元，较上年底下降3.02%，主要由于长期借款和专项应付款的减少，其中公司专项应付款减少系将搬迁补偿款调至其他非流动负债科目所致。其中流动负债25.29亿元，非流动负债17.29亿元。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为46.95%、39.96%和23.61%，债务负担较2013年底继续减轻。

总体看，公司的负债结构较为合理，近年来债务负担不断减轻，目前债务负担适宜。

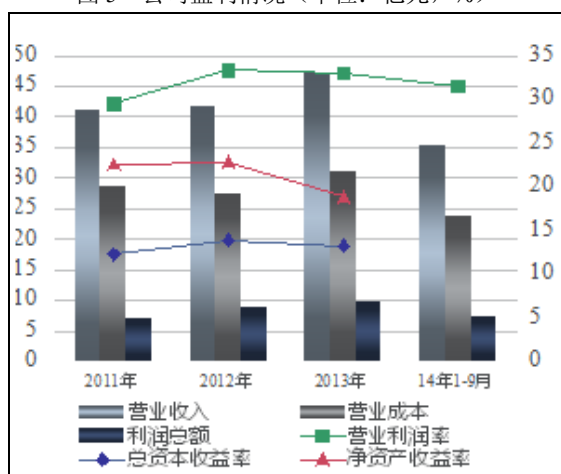
4. 盈利能力

2011~2013年，受益于化工及煤炭板块的扩张，公司营业收入逐步增长，年均复合增长7.04%，2013年，公司实现营业收入47.08亿元，同比增长12.73%。

期间费用方面，2011~2013年，公司期间费用波动中有所增长，年均复合增长5.52%，2013年为5.88亿元；公司期间费用主要为管理费用，2013年为3.05亿元，同比增长41.48%，主要系公司大修费用增加以及计提绩效奖金所致。2011~2013年，公司的期间费用占其营业收入的比重分别为12.86%、12.50%和12.50%。公司期间费用占比较高，费用控制能力有待加强。

营业外收入及支出方面，2011~2013年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长303.63%，2013年，公司营业外收入为2.83亿元，其中2.77亿元系石家庄政府对于公司生产基地搬迁及清理土地及地上资产给予的补偿。同期，公司营业外支出亦呈大幅增长态势，主要系公司清理石家庄基地及动物药业搬迁支出所致。

图5 公司盈利情况（单位：亿元，%）



资料来源：公司 2011~2013 年度审计报告及 2014 年 1~9 月财务报表

盈利指标方面，公司营业利润率较为稳定，2011~2013年分别为29.51%、33.32%和32.97%，总资本收益率和净资产收益率平均值分别为13.25%和20.78%，2013年分别为13.28%和18.84%。

2014年1~9月，公司实现营业收入35.34亿元，同比增长3.14%，利润总额7.22亿元，营业利润率为31.49%。

总体看，近年来公司营业收入规模稳步增长，主要经营板块盈利能力较强，但公司费用控制能力有待提高。

5. 现金流

经营活动方面，2011~2013年公司经营活动现金流入量和经营活动现金流出量均呈逐年增长态势，年均复合增长分别为5.69%和11.36%。2011~2013年公司经营活动产生的现金流量净额分别为9.79亿元、6.57亿元和6.78亿元，现金收入比分别为104.54%、100.84%和101.34%，现金收入质量良好。

投资活动方面，2011~2013年，公司投资活动现金流入波动中有所下降，年均复合变动率为-12.95%，投资活动现金流出快速增长，年均复合增长42.77%，近两年，公司投资活动现金近主要体现为投资活动现金净流出。2011~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为2.06亿元、-3.86亿元和-5.29亿元。2013年，公司收回投资收到的现金新增3.00亿元，系子公司新能矿业有限公司委托贷款到期收回现金所致，投资支付的现金5.01亿元，系公司为购买新能矿业有限公司股权及购买河北威远动物药业有限公司少数股东股权支付的现金增加所致。

筹资活动方面，2011~2013年，公司筹资活动现金流入量和流出量均波动下降，年均复合下降分别为28.52%和36.40%。2011~2013年，公司筹资活动现金流量净额分别为-5.71亿元、-3.76亿元和2.35亿元。2013年，公司筹资活动现金流入量同比增加48.41%，为22.37亿元，主

要因公司增发股份吸收投资收到的现金新增6.58亿元所致；筹资活动现金流出量同比增加6.32%，为20.02亿元，主要因偿还债务支付的现金增加所致。

2014年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为32.29亿元（用间接法验证该科目余额与营业收入和应收款项等科目不匹配系票据贴现影响），公司经营活动现金流入合计金额为32.89亿元；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为16.78亿元（用间接法验证该科目余额与营业成本、应付账款等科目不匹配系票据背书影响），公司经营活动现金流出合计金额为26.01亿元，公司经营活动产生的现金流量净额为6.88亿元。2014年1-9月公司投资支付的现金为3.90亿元，主要系新能矿业预付新能凤凰（滕州）能源有限公司、山西沁水新奥燃气有限公司和中海油新奥（北海）燃气有限公司的股权收购价款，投资活动产生的现金流量净额为-4.80亿元。筹资活动产生的现金流净额为-2.36亿元。

总体看，公司经营活动的现金流状况较好，每年均产生一定的净现金流入，随着公司投资规模增大，投资活动现金流出快速增长，筹资规模亦有所增长；目前经营性活动产生的现金能够满足公司投资活动的需要，整体现金流状况良好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2011~2013年，公司的流动比率和速动比率加权平均值分别为93.11%和78.39%，经营现金流动负债比分别为45.85%、25.98%和27.59%。截至2014年9月底，公司的流动比率和速动比率分别为111.59%和96.51%。公司现金类资产较为充裕，总体上，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2011~2013年，公司的EBITDA分别为12.39亿元、13.98亿元和14.71亿元；随着EBITDA的上升以及有息债务规模的下降，公司全部债务/EBITDA逐年下

降，2013年为2.29倍。2011~2013年，公司EBITDA利息倍数逐年上升，2013年为6.85倍。总体上，公司的长期偿债能力较好。

截至2014年9月底，公司无对外担保。

截至2014年9月底，公司获得多家银行授信总额约45.65亿元，已用额度30.41亿元，公司间接融资通道有待拓宽。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的公司《企业基本信用信息报告（报告编号：B201501150063382325）》，截至2015年1月15日，公司无未结清不良信贷信息记录；已结清信贷记录中，存在67笔贷款、13笔贸易融资、1笔保理和754笔银行承兑汇票的不良和关注类信息，主要系相关银行系统进行升级，导致公司还款信息未及时传输至中国人民银行征信系统所致。

8. 抗风险能力

作为煤炭、煤化工及农兽药生产企业，公司资源禀赋较好、区位优势、市场渠道通畅、盈利能力较强。基于以上分析，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司拟发行本期中期票据的额度为8亿元，占2014年9月底公司长期债务和全部债务的比重分别为53.80%和24.98%，对公司现有债务结构影响较大。

截至2014年9月，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为23.61%、39.96%和46.95%，考虑到公司于2014年11月发行的4亿元中期票据，本期中期票据发行后，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率将分别上升为35.84%、47.78%和53.15%，公司债务负担

有所加重。由于本期中期票据所募资金中将有部分用于偿还银行借款，公司实际债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2011~2013年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据的5.44倍、5.46倍和6.08倍；公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据的1.22倍、0.82倍和0.85倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据保障能力较强。

2011~2013年，公司EBITDA快速增长，分别是本期中期票据的1.55倍、1.75倍和1.84倍，EBITDA对本期中期票据的保护能力较强。

此外，考虑到公司于2014年11月发行了4亿元中期票据，距离本期中期票据拟发行时间较为接近，公司未来可能存在一定集中偿付压力。2011~2013年，公司经营活动现金流入量分别为两期中期票据总额的3.63倍、3.64倍和4.05倍；公司经营活动现金净流量分别为两期中期票据总额的0.82倍、0.55倍和0.56倍。同期，公司EBITDA分别是两期中期票据总额的1.03倍、1.16倍和1.23倍。

总体看，公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据的保护能力较强。

十、结论

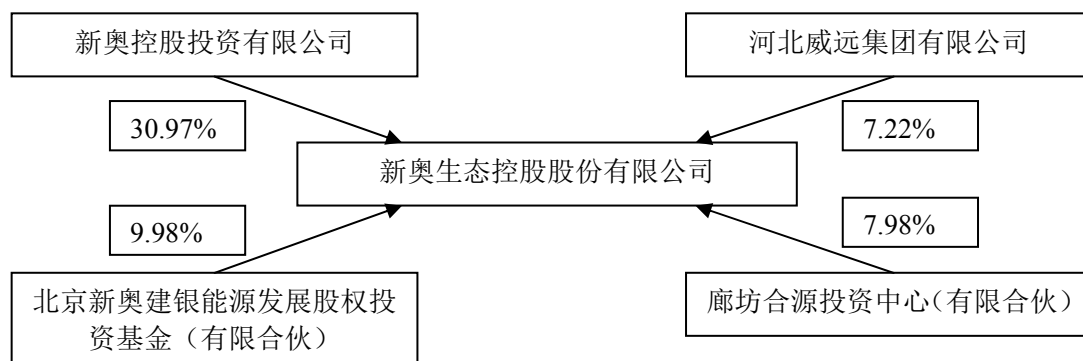
公司作为煤炭、煤化工及农兽药产品生产企业，经过资产重组后，在资源禀赋、区位优势、市场渠道、盈利能力等方面具备较强的综合竞争优势，目前形成较为完整的“煤-煤化工”一体化产业链条。在相继收购二甲醚、甲醇、天然气等资产后，公司将进入能源产品生产的新领域，未来将逐步向清洁能源化工产品的供应商转型。

公司煤炭及甲醇产品生产稳定，盈利能力较好。但随着2014年四季度甲醇及二甲醚价格的快速下降，公司甲醇及二甲醚产品销售收入及盈利能力或将受到一定影响。

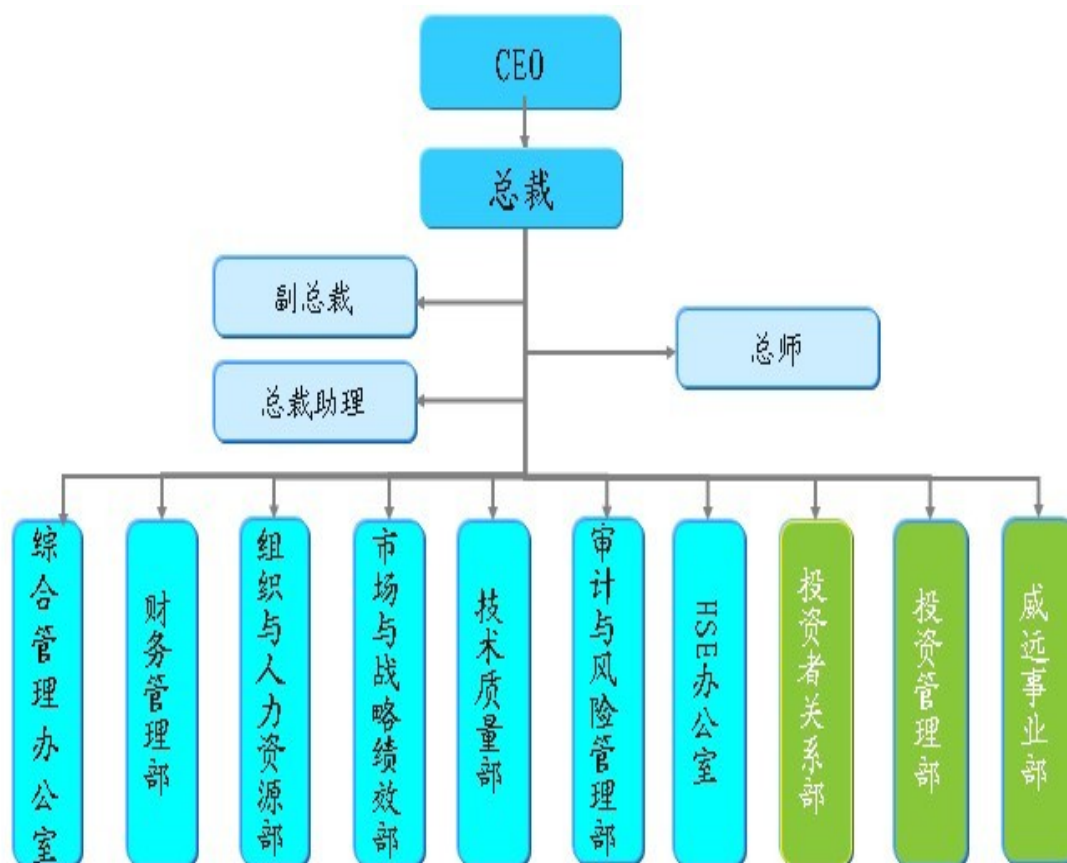
公司经营稳定，资产质量较好，盈利能力较好，债务负担不断减轻。公司经营活动现金流入量及EBITDA对本期中期票据的保障能力较强。

基于对公司主体基本信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合分析，联合资信认为，本期中期票据到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.99	10.83	17.06	16.00
资产总额(亿元)	73.97	82.91	85.76	90.69
所有者权益(亿元)	25.44	32.90	41.86	48.11
短期债务(亿元)	12.50	16.45	16.51	17.15
长期债务(亿元)	26.40	22.10	17.20	14.87
全部债务(亿元)	38.90	38.55	33.70	32.02
营业收入(亿元)	41.09	41.76	47.08	35.34
利润总额(亿元)	6.97	8.69	9.61	7.22
EBITDA(亿元)	12.39	13.98	14.71	--
经营性净现金流(亿元)	9.79	6.57	6.78	6.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.97	17.16	18.07	61.12
存货周转次数(次)	11.15	8.09	8.25	25.54
总资产周转次数(次)	0.52	0.53	0.56	1.60
现金收入比(%)	104.54	100.84	101.34	91.37
营业利润率(%)	29.51	33.32	32.97	31.49
总资本收益率(%)	12.24	13.90	13.28	--
净资产收益率(%)	22.53	22.83	18.84	--
长期债务资本化比率(%)	50.92	40.18	29.12	23.61
全部债务资本化比率(%)	60.46	53.96	44.60	39.96
资产负债率(%)	65.60	60.32	51.19	46.95
流动比率(%)	83.51	89.22	99.29	111.59
速动比率(%)	69.91	73.92	84.46	96.51
经营现金流动负债比(%)	45.85	25.98	27.59	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.66	5.76	6.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.14	2.76	2.29	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	5.44	5.46	6.08	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.22	0.82	0.85	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.55	1.75	1.84	--

注：公司 2011-2013 年财务数据均经审计，其中 2011 年和 2012 年度报表为模拟数据。2014 年三季度未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 新奥生态控股股份有限公司 2015 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

新奥生态控股股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。新奥生态控股股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，新奥生态控股股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新奥生态控股股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现新奥生态控股股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如新奥生态控股股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送新奥生态控股股份有限公司、主管部门、交易机构等。

