

2020年04月10日

阳煤化工 (600691.SH)

置出化工资产，布局氢能源领域

■事件：2020年4月7日，公司公告称拟将持有的丰喜集团100%股权、正元集团100%股权、深州化工54.6%股权及寿阳化工100%股权转让予阳煤化工集团。公司拟出售标的企业资产的资产总额约为205.75亿元、营业收入约为83.54亿元、净资产20.10亿元（以上数据为初步测算，未经审计），占公司经审计的2018年合并财务报告相应指标的比例分别为49.57%、38.36%和33.90%。同时，相关财务指标占未经审计的2019年合并财务报告的比例也未达到50%以上，上述出售资产行为不构成上市公司重大资产重组。

点评

■置出乙二醇产能与大部分尿素产能：据公告，资产置出前公司拥有下属6家化工生产企业，合计尿素产能395万吨/年，甲醇产能81万吨/年，PVC产能30万吨/年，烧碱产能40万吨/年，双氧水产能30万吨/年，丁，辛醇产能21万吨/年以及乙二醇产能42万吨/年。将四家公司股权置出后，公司仅剩平原化工有限公司（51%权益）与山东阳煤恒通化工（81.68%权益），剩余产能为年产90万吨尿素，40万吨甲醇，年产40万吨烧碱，PVC30万吨，烯烃29.3万吨，双氧水30万吨。对比发现，剥离产能主要为乙二醇产能与大部分尿素产能，据公告，主要原因1)为阳煤化工集团的控股子公司平定化工的20万吨/年乙二醇项目一直处在基建期，未能正式投入运营且资产注入存在较大不确定性，为规避同业竞争，公司拟将公司控股的两家乙二醇生产企业深州化工54.6%股权及寿阳化工100%股权转让予阳煤化工集团。2)由于传统固定床工艺尿素企业工艺及设备老旧，环保及停产检修压力较大，运营维护成本较高，为集中公司资源发展气化尿素工艺，公司拟将所持有的固定床工艺尿素企业丰喜集团100%股权、正元集团100%股权转让予阳煤化工集团。

■2019年业绩整体亏损，置出资产有利于优化公司资产结构，提升公司盈利能力：据公告，2019年公司实现归属于上市公司股东的净利润-4.459亿到-5.39亿元。主要由于化工行业2019年整体市场环境不好，产品价格普遍偏低，公司主要产品中除尿素外，乙二醇、甲醇、烧碱、烯烃、三聚氰胺等价格均有较大幅度下降，其中乙二醇的价格持续处于历史低位，严重削弱公司的盈利能力。此外，受年度检修和环保限产的影响，企业开工率不足，加重了公司的亏损局面。公司将亏损资产剥离，有助于优化公司资产结构，提升公司盈利能力。

■拟成立合资氢能企业，布局燃料电池发动机业务：据公告，公司与深圳市氢雄重驱动力科技有限公司拟成立双阳氢雄运营科技有限公司

公司快报

证券研究报告

综合

投资评级 中性-A

首次评级

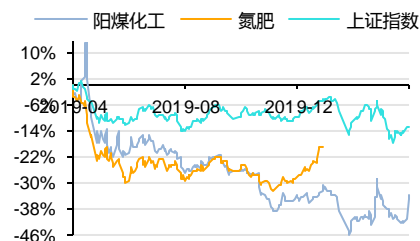
6个月目标价：2.43元

股价(2020-04-09) 2.13元

交易数据

总市值(百万元)	5,060.84
流通市值(百万元)	3,741.11
总股本(百万股)	2,375.98
流通股本(百万股)	1,756.39
12个月价格区间	1.73/3.64元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	4.46	5.51	-23.84
绝对收益	0.47	-3.18	-36.61

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
zhoutai@essence.com.cn

相关报告

和氢雄双阳燃料电池科技有限公司。双阳氢雄（公司持股 80%），经营范围为氢气提纯、生产、销售，加氢站的研发、建设及相关设备批零兼营等。氢雄双阳（公司持股 20%）经营范围为氢燃料电池发动机及其核心零部件、核心材料的研发、生产、销售等。此前公司公告，河北正元氢能科技有限公司（股权划转至上市公司，不随正元集团剥离）接受了总额不超过 17 亿元的增资，拟规划建设新建煤炭清洁高效综合利用项目（年产 6.48 亿 m³ 氢气），建成后正元氢能将成为华北地区最大的氢气供应商。

■**投资建议：**首次覆盖，给予中性-A 投资评级，6 个月目标价 2.43 元。暂不考虑资产置出的背景下，我们预计公司 2019 年-2021 年的净利润分别为 -5.12 亿元、-7.47 亿元、-5.43 亿元，对应 EPS 分别为 -0.22/-0.31/-0.23，公司若成功置出化工资产，业绩表现有望好于预期。

■**风险提示：**产品价格下降，资产置出存在不确定性，氢能源业务进展慢于预期

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	20,261.7	21,774.6	17,637.4	15,873.7	16,191.2
净利润	116.1	128.8	-512.3	-747.4	-543.2
每股收益(元)	0.05	0.05	-0.22	-0.31	-0.23
每股净资产(元)	1.61	2.50	2.28	1.96	1.73

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	43.6	39.3	-9.9	-6.8	-9.3
市净率(倍)	1.3	0.9	0.9	1.1	1.2
净利润率	0.6%	0.6%	-2.9%	-4.7%	-3.4%
净资产收益率	3.0%	2.2%	-9.5%	-16.0%	-13.2%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	0.2%	3.6%	-0.5%	-1.8%	-0.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,261.7	21,774.6	17,637.4	15,873.7	16,191.2	成长性					
减:营业成本	17,651.8	18,599.7	16,478.7	15,386.4	15,190.6	营业收入增长率	22.1%	7.5%	-19.0%	-10.0%	2.0%
营业税费	118.4	157.0	144.6	146.0	132.8	营业利润增长率	-112.9%	122.8%	-623.7%	46.4%	-27.3%
销售费用	314.9	340.6	298.1	276.2	273.6	净利润增长率	-112.8%	10.9%	-497.9%	45.9%	-27.3%
管理费用	948.8	935.8	948.9	901.6	871.1	EBITDA 增长率	113.4%	16.6%	-53.1%	-30.5%	59.6%
财务费用	1,250.2	1,339.6	1,331.2	1,433.0	1,390.3	EBIT 增长率	-2012.8	26.6%	-116.2%	234.2%	-65.3%
资产减值损失	259.8	39.9	40.0	80.0	40.0	NOPLAT 增长率	-139.3%	1924.2%	-117.1%	234.2%	-65.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-12.0%	24.9%	-9.7%	4.6%	-18.2%
投资和汇兑收益	373.9	-2.2	-2.0	-2.0	-2.0	净资产增长率	9.5%	34.8%	-8.5%	-13.4%	-11.2%
营业利润	137.6	306.7	-1,606.0	-2,351.6	-1,709.1	利润率					
加:营业外净收支	27.9	14.5	5.0	15.8	11.8	毛利率	12.9%	14.6%	6.6%	3.1%	6.2%
利润总额	165.5	321.2	-1,601.0	-2,335.8	-1,697.4	营业利润率	0.7%	1.4%	-9.1%	-14.8%	-10.6%
减:所得税	161.7	196.1	-960.6	-1,401.5	-1,018.4	净利润率	0.6%	0.6%	-2.9%	-4.7%	-3.4%
净利润	116.1	128.8	-512.3	-747.4	-543.2	EBITDA/营业收入	15.3%	16.6%	9.6%	7.4%	11.6%
						EBIT/营业收入	6.6%	7.8%	-1.6%	-5.8%	-2.0%
资产负债表						运营效率					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	357	363	477	525	499
货币资金	9,336.2	8,185.7	7,055.0	6,032.0	6,152.6	流动营业资本周转天数	-116	-91	-104	-104	-109
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	260	248	262	260	237
应收账款	1,467.9	1,319.0	744.6	950.4	607.6	应收帐款周转天数	31	23	21	19	17
应收票据	727.5	228.7	381.7	186.1	102.7	存货周转天数	37	41	45	47	46
预付帐款	1,851.9	799.9	1,407.3	576.7	1,291.7	总资产周转天数	736	690	820	852	791
存货	2,321.6	2,584.1	1,857.8	2,324.7	1,820.6	投资资本周转天数	340	333	435	469	427
其他流动资产	760.4	422.7	733.4	638.8	598.3						
可供出售金融资产	-	-	1.7	0.6	0.7	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	3.0%	2.2%	-9.5%	-16.0%	-13.2%
长期股权投资	13.9	11.8	11.8	11.8	11.8	ROA	0.0%	0.3%	-1.6%	-2.6%	-1.9%
投资性房地产	21.3	20.7	20.7	20.7	20.7	ROIC	0.2%	3.6%	-0.5%	-1.8%	-0.6%
固定资产	20,587.4	23,342.8	23,435.0	22,904.8	22,016.6	费用率					
在建工程	2,357.2	2,175.8	1,087.9	544.0	272.0	销售费用率	1.6%	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%
无形资产	1,771.8	1,851.6	1,778.9	1,706.3	1,633.6	管理费用率	4.7%	4.3%	5.4%	5.7%	5.4%
其他非流动资产	682.4	567.7	344.0	352.0	331.1	财务费用率	6.2%	6.2%	7.5%	9.0%	8.6%
资产总额	41,899.5	41,510.6	38,859.7	36,248.6	34,860.1	三费/营业收入	12.4%	12.0%	14.6%	16.4%	15.7%
短期债务	14,368.9	16,036.6	15,618.5	17,675.7	14,796.3	偿债能力					
应付帐款	3,697.0	3,651.7	3,202.2	2,786.6	3,026.3	资产负债率	86.4%	81.6%	82.0%	83.3%	84.5%
应付票据	6,803.6	4,560.9	5,347.4	3,408.3	5,611.5	负债权益比	637.4%	442.1%	454.7%	497.2%	546.6%
其他流动负债	6,932.2	3,828.1	5,629.7	5,217.9	4,868.6	流动比率	0.52	0.48	0.41	0.37	0.37
长期借款	3,554.0	4,855.3	569.0	-	-	速动比率	0.44	0.39	0.35	0.29	0.31
其他非流动负债	861.8	921.0	1,487.5	1,090.1	1,166.2	利息保障倍数	1.07	1.27	-0.21	-0.64	-0.23
负债总额	36,217.6	33,853.6	31,854.3	30,178.7	29,468.9	分红指标					
少数股东权益	1,852.8	1,726.6	1,598.5	1,411.6	1,275.8	DPS(元)	-	-	-	-	-
股本	1,756.8	2,376.0	2,376.0	2,376.0	2,376.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	2,037.9	3,544.9	3,030.9	2,282.4	1,739.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	5,681.9	7,657.0	7,005.4	6,070.0	5,391.2						
						现金流量表					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E						
净利润	3.8	125.1	-512.3	-747.4	-543.2	业绩和估值指标					
加:折旧和摊销	1,907.5	2,146.5	1,973.4	2,099.4	2,204.1	EPS(元)	0.05	0.05	-0.22	-0.31	-0.23
资产减值准备	259.8	39.9	-	-	-	BVPS(元)	1.61	2.50	2.28	1.96	1.73
公允价值变动损失	-	1,454.5	-	-	-	PE(X)	43.6	39.3	-9.9	-6.8	-9.3
财务费用	1,321.1	-	1,331.2	1,433.0	1,390.3	PB(X)	1.3	0.9	0.9	1.1	1.2
投资损失	-373.9	2.2	2.0	2.0	2.0	P/FCF	1.4	-1.6	-4.2	-6.1	21.4
少数股东损益	-112.4	-3.7	-128.1	-186.9	-135.8	P/S	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3
营运资金的变动	-795.0	-2,130.8	1,392.9	-2,093.7	2,610.0	EV/EBITDA	6.6	6.2	11.7	18.2	9.7
经营活动产生现金流量	2,354.0	2,166.1	4,059.2	506.5	5,527.4	CAGR(%)	-727.7%	-275.7%	-16.9%	-727.7%	-275.7%
投资活动产生现金流量	-1,538.5	-957.3	-903.7	-950.9	-972.2	PEG	-0.1	-0.1	0.6	0.0	0.0
融资活动产生现金流量	226.0	-2,198.3	-4,286.2	-578.5	-4,434.6	ROIC/WACC	0.0	0.8	-0.1	-0.4	-0.1
						REP	33.0	1.2	-9.0	-2.5	-7.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

周泰声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司(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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzhi1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034