

# 上半年业绩承压，关注集团层面高灰熔点煤气化技术的产业化

## ——阳煤化工(600691.SH) 2019年半年报点评

公司简报

◆事件：公司近期公告2019年半年报，上半年实现营收90.84亿元，同减7.53%；实现归母净利2573万元，同减82.29%；EPS0.011元；扣非后的归母净利-879万元；经营性净现金流4.83亿元，同减58.99%。其中单Q2实现营收43.16亿元，实现归母净利1892.71万元，扣非后408.8万元，尽管乙二醇等主营产品价格大幅下降，但公司盈利仍维持一定韧性。

◆主营业务仍然承压，财务费用下降：公司上半年尿素等主营产品产销稳定，但受化工行业景气下行影响，除尿素外大部分产品价格同比大幅下滑：乙二醇价格受煤制路线产能投放、进口量增加影响同比下滑38%，子公司寿阳化工和深州化工净利均录得亏损；烧碱、丙烯、三聚氰胺和甲醇价格同比分别下滑20%、8%、21%和17%，PVC价格同比基本稳定，三氯化磷价格同比上涨15%左右。期间费用方面销售费用受液氯处置费用减少影响，同比减少11.76%，财务费用受非公开发行完成影响，同比减少14.09%

◆高灰熔点煤气化技术产业化加速，公司有望率先受益：6月份由控股股东阳煤集团和美国GTI合作开发的全球首台R-GAS气化炉在阳煤化机制造成功，日投煤量800吨，可解决高灰熔点、高灰分的劣质煤气化问题。国内新型煤化工发展迅速，但主流的气流床气化技术只能采用灰熔点1300°C左右的蒙煤或陕煤，目前技术条件下低灰熔点的神木煤或将成为稀缺性资源，而晋城和两淮矿区的无烟煤造气受环保和成本影响，用量趋于下降。后期R-GAS技术的推广有助于解决山西、河南和安徽等地劣质无烟煤的应用问题，并实现气化原料的本地化。未来R-GAS和晋华炉的技术迭代将率先应用于上市公司的气化平台，除了吨氨成本的下降之外，我们认为更大的意义在于：R-GAS技术推动的成功与否，将成为除蒙华铁路北煤南运之外，影响未来全国化工用煤格局的另外一个重要变量。

◆盈利预测与投资评级：乙二醇等产品的低迷程度超出我们之前的预期，而未来两三年内全球乙烯景气周期下行仍将对煤制乙二醇盈利造成较大压力，下调公司2019~2021年盈利预测，预测净利润分别为0.83、2.46、5.39亿元（前次为3.05、5.11、6.78亿元）。公司目前PB仅为0.97倍，且统购统销和降本增效推行后资产质量有望持续改善，维持“增持”评级。

◆风险提示：产品价格下滑，宏观经济下滑风险，技术研发推广不及预期。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,262	21,775	19,379	20,348	21,976
营业收入增长率	22.12%	7.47%	-11.00%	5.00%	8.00%
净利润(百万元)	116	129	83	246	539
净利润增长率	-112.78%	10.86%	-35.52%	196.24%	119.34%
EPS(元)	0.05	0.05	0.03	0.10	0.23
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.03%	2.17%	1.38%	3.97%	8.25%
P/E	50	45	69	23	11
P/B	1.5	1.0	1.0	0.9	0.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年8月30日

### 增持(维持)

当前价：2.42元

### 分析师

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)

010-58452072

[zhaogc@ebsecn.com](mailto:zhaogc@ebsecn.com)

肖亚平 (执业证书编号：S0930519050006)

021-52523809

[xiaoyaping@mail.ebsecn.com](mailto:xiaoyaping@mail.ebsecn.com)

裘孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)

021-52523535

[qiuxf@ebsecn.com](mailto:qiuxf@ebsecn.com)

### 市场数据

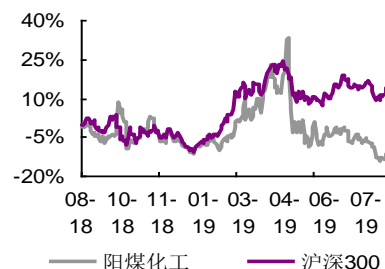
总股本(亿股)：23.76

总市值(亿元)：57.50

一年最低/最高(元)：2.28/3.99

近3月换手率：36.21%

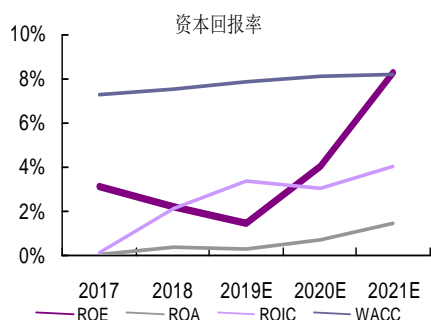
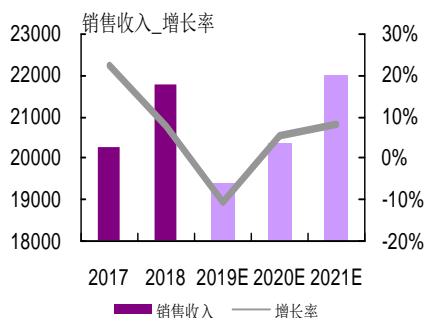
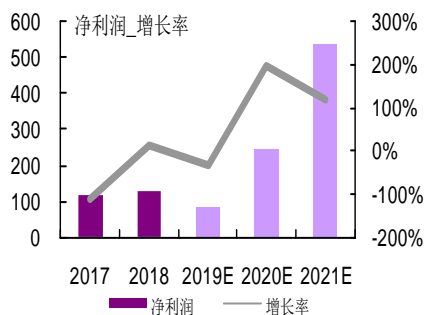
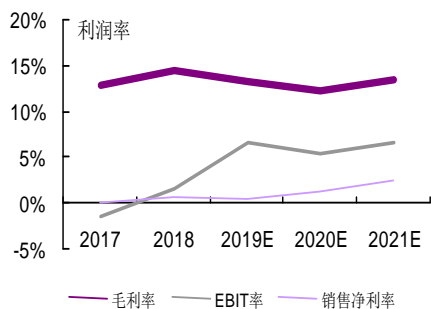
### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-3.77	-10.87	-23.29
绝对	-4.70	-6.19	-9.35

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>20,262</b>	<b>21,775</b>	<b>19,379</b>	<b>20,348</b>	<b>21,976</b>
营业成本	17,652	18,600	16,802	17,846	19,009
折旧和摊销	1,907	2,146	2,029	2,121	2,251
营业税费	118	157	110	116	125
销售费用	315	341	266	279	301
管理费用	949	936	930	977	1,055
财务费用	1,250	1,340	1,210	823	780
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	374	-2	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>138</b>	<b>307</b>	<b>83</b>	<b>300</b>	<b>691</b>
<b>利润总额</b>	<b>166</b>	<b>321</b>	<b>111</b>	<b>328</b>	<b>719</b>
少数股东损益	-112	-4	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>116</b>	<b>129</b>	<b>83</b>	<b>246</b>	<b>539</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>41,899</b>	<b>41,511</b>	<b>39,319</b>	<b>38,705</b>	<b>39,031</b>
流动资产	16,465	13,540	12,677	13,084	13,661
货币资金	9,336	8,186	7,285	7,650	8,262
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	936	742	661	694	749
应收票据	728	229	204	214	231
其他应收款	532	577	513	539	582
存货	2,322	2,584	2,333	2,479	2,641
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	14	12	12	12	12
固定资产	20,587	23,343	22,356	21,636	21,497
无形资产	1,772	1,852	1,954	1,954	1,857
<b>总负债</b>	<b>36,218</b>	<b>33,854</b>	<b>31,579</b>	<b>30,785</b>	<b>30,769</b>
无息负债	14,011	10,396	10,325	10,869	11,502
有息负债	22,206	23,457	21,254	19,916	19,267
<b>股东权益</b>	<b>5,682</b>	<b>7,657</b>	<b>7,740</b>	<b>7,920</b>	<b>8,262</b>
股本	1,757	2,376	2,376	2,376	2,376
公积金	3,012	4,406	4,414	4,439	4,493
未分配利润	-974	-861	-787	-632	-343
少数股东权益	1,853	1,727	1,727	1,727	1,727

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,354</b>	<b>2,166</b>	<b>3,186</b>	<b>3,702</b>	<b>4,257</b>
净利润	116	129	83	246	539
折旧摊销	1,907	2,146	2,029	2,121	2,251
净营运资金增加	1,558	2,466	-764	-148	-75
其他	-1,227	-2,575	1,838	1,483	1,541
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-1,539</b>	<b>-957</b>	<b>-700</b>	<b>-1,100</b>	<b>-2,001</b>
净资本支出	1,759	1,847	700	1,100	2,001
长期投资变化	14	12	0	0	0
其他资产变化	-3,311	-2,816	-1,400	-2,200	-4,002
<b>融资活动现金流</b>	<b>226</b>	<b>-2,198</b>	<b>-3,386</b>	<b>-2,238</b>	<b>-1,644</b>
股本变化	0	619	0	0	0
债务净变化	965	1,251	-2,204	-1,337	-649
无息负债变化	-501	-3,615	-71	544	633
<b>净现金流</b>	<b>1,040</b>	<b>-990</b>	<b>-900</b>	<b>364</b>	<b>612</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	22.12%	7.47%	-11.00%	5.00%	8.00%
净利润增长率	-112.78%	10.86%	-35.52%	196.24%	119.34%
EBITDA 增长率	188.77%	54.33%	-13.68%	-2.33%	14.75%
EBIT 增长率	-73.98%	-228.29%	-24.02%	-13.14%	31.02%
<b>估值指标</b>					
PE	50	45	69	23	11
PB	2	1	1	1	1
EV/EBITDA	10	8	9	9	8
EV/EBIT	29	19	24	26	19
EV/NOPLAT	1,286	49	31	35	26
EV/Sales	1	1	2	1	1
EV/IC	1	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	12.88%	14.58%	13.30%	12.30%	13.50%
EBITDA 率	8.02%	11.52%	17.14%	15.94%	16.94%
EBIT 率	-1.39%	1.66%	6.67%	5.52%	6.69%
税前净利润率	0.82%	1.48%	0.57%	1.61%	3.27%
税后净利润率 (归属母公司)	0.57%	0.59%	0.43%	1.21%	2.45%
ROA	0.01%	0.30%	0.21%	0.64%	1.38%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.03%	2.17%	1.38%	3.97%	8.25%
经营性 ROIC	0.08%	2.13%	3.35%	3.03%	4.01%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.52	0.48	0.49	0.52	0.54
速动比率	0.44	0.39	0.40	0.42	0.44
归属母公司权益/有息债务	0.17	0.25	0.28	0.31	0.34
有形资产/有息债务	1.79	1.67	1.74	1.82	1.91
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.05	0.05	0.03	0.10	0.23
每股红利	0.00	0.00	0.03	0.08	0.18
每股经营现金流	0.99	0.91	1.34	1.56	1.79
每股自由现金流(FCFF)	-0.47	-0.62	1.28	0.85	0.61
每股净资产	1.61	2.50	2.53	2.61	2.75
每股销售收入	8.53	9.16	8.16	8.56	9.25

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼