

## 出售资产交割完成，重整河山待涅槃

——阳煤化工（600691.SH）2020年三季报及出售资产进展公告点评

### 要点

**事件：**公司公告2020年三季报，前三季度实现营收130.4亿元，同比-5.54%；归母净利润-7.02亿元，扣非后-7.76亿元；经营性净现金流-3.09亿元，同比-144.54%；报告期末归属于上市公司股东的净资产达到46.9亿元，相比上年度末-13.30%。单Q3归母净利-8445.5万元，扣非后-1.18亿元。

此外公司公告《关于出售资产暨关联交易进展及签订补充协议》，公司已于10月29日与阳煤化工集团签署《股权转让协议之补充协议》，将2020年10月31日作为交割基准日，公司将持有阳煤丰喜肥业（集团）有限责任公司100%的股权、河北阳煤正元化工集团有限公司100%的股权、阳煤集团寿阳化工有限公司100%的股权、阳煤集团深州化工有限公司54.6%的股权（以下简称‘标的股权’），自补充协议签订之日交付给阳煤化工集团，并约定交割基准日之后的损益由阳煤集团承担，最终交易价格以评估基准日约26.45亿元加过渡期间损益确定，公司目前已收到阳煤化工集团支付的第一次款项13.5亿元。

**剥离低质资产后轻装上阵，盈利能力将发生质变：**公司是国内规模最大的煤化工企业之一，主营业务以尿素、乙二醇和甲醇制烯烃等为主。尽管2016年后尿素等传统煤化工行业经历供给侧改革之后景气度大幅回升，但公司整体尿素产能中以固定床小氮肥为主，较高的生产成本严重影响公司整体盈利能力。虽然公司近年通过资产置换完成三维丰海、深州化肥、中冀正元、和顺化工以及齐鲁一化等低效资产或者存在环保压力的资产的剥离，并注入寿阳化工煤制乙二醇资产，但2018年后国内化工行业景气下行叠加乙二醇进入产能周期，公司盈利能力再次受到考验，2019年归母净利润大幅亏损5.24亿元，2020年前三季度亏损7.03亿元。此次大规模资产剥离完成后存留资产为以恒通化工、正元氢能、丰喜泉稷和阳煤化工等经历周期底部考验的优质资产为主，盈利能力将发生质变。

**关注公司参与山西省国资重组改革：**根据山西日报报道，在山西省属国企新一轮战略性重组过程中，按照资产重组方案，预计华阳新材料科技集团（原阳煤集团）将以权益性资产出资方式，以持有的阳煤化工股份、部分煤矿、电力、煤机企业股权增资入股潞安化工集团与晋能控股集团，参与两大集团组建，关注公司在山西省国资企业重组改革进程中扮演的角色。

**盈利预测、估值与评级：**根据公司三季报，公司通过加大统购统销力度、资产出售等措施，下一报告期末有望扭亏为盈。上调2020-2022年盈利预测，预计EPS分别为0.01/0.18/0.23元（原值为-0.36/0.06/0.08元），公司资产剥离后盈利能力大幅提升，维持‘增持’评级。

**风险提示：**宏观经济下滑，山西国资重组改革进展不及预期。

### 公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,775	17,929	15,446	9,561	10,709
营业收入增长率	7.47%	-17.66%	-13.85%	-38.10%	12.00%
净利润（百万元）	129	-524	13	418	538
净利润增长率	10.86%	-507.13%	-102.47%	3120.88%	28.90%
EPS（元）	0.05	-0.22	0.01	0.18	0.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.17%	-9.69%	0.24%	7.15%	8.44%
P/E	36	-9	361	11	9
P/B	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2020-10-30

### 增持（维持）

当前价：1.97元

### 作者

分析师：赵启超

执业证书编号：S0930518050002

010-58452072

zhaoqc@ebsecn.com

分析师：裘孝锋

执业证书编号：S0930517050001

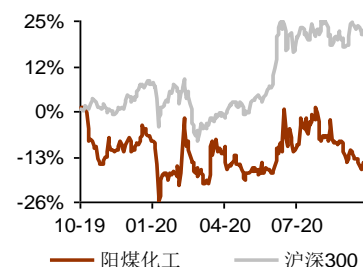
021-52523535

qiuxf@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(亿股)	23.76
总市值(亿元)	46.81
一年最低/最高(元)	1.62/2.40
近3月换手率	43.72%

### 股价相对走势



### 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.35	-7.03	-31.14
绝对	-2.00	-6.19	-10.48

资料来源：Wind

### 相关研报

盈利大幅下滑，积极推进资产整合与剥离——阳煤化工（600691.SH）2020年半年报点评（2020-08-30）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,775	17,929	15,446	9,561	10,709
营业成本	18,600	15,768	14,324	7,936	8,674
折旧和摊销	1,920	1,924	2,214	2,301	2,378
税金及附加	157	146	119	73	82
销售费用	341	329	263	163	182
管理费用	936	956	744	460	516
研发费用	116	135	99	61	69
财务费用	1,340	1,282	841	747	680
投资收益	-2	-1	0	0	0
营业利润	307	-627	-101	219	539
利润总额	321	-600	-76	244	565
所得税	196	106	4	-37	141
净利润	125	-706	-80	280	423
少数股东损益	-4	-182	-93	-137	-115
归属母公司净利润	129	-524	13	418	538
EPS(按最新股本计)	0.05	-0.22	0.01	0.18	0.23

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,166	488	2,727	1,557	3,697
净利润	129	-524	13	418	538
折旧摊销	1,920	1,924	2,214	2,301	2,378
净营运资金增加	2,593	-1,106	-894	-933	312
其他	-2,476	194	1,394	-229	470
投资活动产生现金流	-957	-1,676	-3,006	-2,020	-1,020
净资本支出	-1,847	-1,676	-3,006	-2,020	-1,020
长期投资变化	12	11	0	0	0
其他资产变化	877	-11	0	0	0
融资活动现金流	-2,198	1,069	-2,366	-2,242	-2,150
股本变化	619	0	0	0	0
债务净变化	1,251	1,681	-1,525	-1,495	-1,470
无息负债变化	-3,615	-108	-502	-3,719	507
净现金流	-990	-120	-2,645	-2,705	528

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.6%	12.1%	7.3%	17.0%	19.0%
EBITDA 率	17.4%	15.9%	14.1%	33.7%	33.7%
EBIT 率	7.6%	4.2%	-0.2%	9.6%	11.5%
税前净利润率	1.5%	-3.3%	-0.5%	2.6%	5.3%
归母净利润率	0.6%	-2.9%	0.1%	4.4%	5.0%
ROA	0.3%	-1.7%	-0.2%	0.8%	1.2%
ROE (摊薄)	2.2%	-9.7%	0.2%	7.1%	8.4%
经营性 ROIC	1.9%	2.9%	-0.1%	3.6%	3.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	82%	84%	83%	80%	78%
流动比率	0.48	0.48	0.42	0.31	0.36
速动比率	0.39	0.41	0.35	0.26	0.31
归母权益/有息债务	0.25	0.22	0.23	0.26	0.31
有形资产/有息债务	1.67	1.60	1.61	1.50	1.58

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	41,511	42,382	40,274	35,341	34,802
货币资金	8,186	9,747	7,101	4,396	4,924
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	742	1,024	705	439	529
应收票据	229	2	239	83	87
其他应收款 (合计)	577	421	363	234	255
存货	2,584	2,165	1,955	1,090	1,190
其他流动资产	423	667	667	667	667
流动资产合计	13,540	14,902	12,003	7,350	8,169
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	12	11	11	11	11
固定资产	23,343	23,535	22,868	22,036	20,845
在建工程	2,176	1,547	2,735	3,101	2,851
无形资产	1,852	1,799	1,783	1,767	1,752
商誉	46	46	46	46	46
其他非流动资产	146	86	86	86	86
非流动资产合计	27,970	27,480	28,272	27,990	26,633
总负债	33,854	35,427	33,399	28,185	27,223
短期借款	16,037	19,040	17,514	16,019	14,550
应付账款	3,070	2,585	2,349	1,301	1,422
应付票据	4,561	4,393	4,341	2,187	2,479
预收账款	1,095	986	986	528	609
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	28,077	30,909	28,881	23,667	22,704
长期借款	4,855	3,281	3,281	3,281	3,281
应付债券	436	0	0	0	0
其他非流动负债	118	165	165	165	165
非流动负债合计	5,776	4,518	4,518	4,518	4,518
股东权益	7,657	6,955	6,875	7,156	7,579
股本	2,376	2,376	2,376	2,376	2,376
公积金	4,406	4,406	4,407	4,449	4,503
未分配利润	-861	-1,385	-1,374	-998	-514
归属母公司权益	5,930	5,410	5,423	5,841	6,379
少数股东权益	1,727	1,545	1,452	1,315	1,200

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	1.56%	1.84%	1.70%	1.70%	1.70%
管理费用率	4.30%	5.33%	4.81%	4.81%	4.81%
财务费用率	6.15%	7.15%	5.44%	7.82%	6.35%
研发费用率	0.53%	0.75%	0.64%	0.64%	0.64%
所得税率	61%	-18%	-5%	-15%	25%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.91	0.21	1.15	0.66	1.56
每股净资产	2.50	2.28	2.28	2.46	2.68
每股销售收入	9.16	7.55	6.50	4.02	4.51

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	36	-9	361	11	9
PB	0.8	0.9	0.9	0.8	0.7
EV/EBITDA	9.4	11.7	14.3	9.1	7.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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会与，不与，也将不会与本报告中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版权所有。保留一切权利。

## 联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场  
1 期写字楼 48 层

上海



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

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景  
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳