

强烈推荐-A (维持)

亿利洁能 600277.SH

目标估值: 6.5 元

当前股价: 4.5 元

2019 年 08 月 28 日

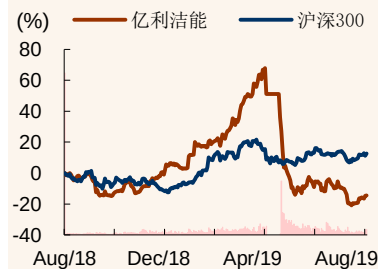
现金流良好, 业务结构优化, 看好长期发展

基础数据

上证综指	2902
总股本 (万股)	273894
已上市流通股 (万股)	267401
总市值 (亿元)	123
流通市值 (亿元)	120
每股净资产 (MRQ)	5.6
ROE (TTM)	6.6
资产负债率	49.7%
主要股东	亿利资源集团有限公司
主要股东持股比例	49.16%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-29	-15
相对表现	-9	-33	-27



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《亿利洁能 (600277) 一拟增发收购亿利生态, 生态修复+绿色产业协同发展》2019-07-26

朱纯阳

010-57601855

zhucy3@cmschina.com.cn

S1090515060001

张晨

010-57601866

zhangchen2@cmschina.com.cn

S1090513100003

陈东飞

chendongfei@cmschina.com.cn

S1090519070001

事件:

亿利洁能发布 2019 年中报, 公司上半年实现营业收入 67.91 亿元, 较上年同期下降 30.75%; 实现归母净利润 6.88 亿元, 同比增长 57.71%; 扣非后归母净利润 2.71 亿元, 同比下降 14.29%。

点评:

一、 利润表及现金流分析: 收入及扣非后归母净利润均下降, 非经常性损益较大, 主要为非流动资产处置所致; 毛利率提升, 预计和业务结构出现较大调整及个别业务毛利率波动相关; 三项费用同比下降, 但费用率水平提升; 现金流情况良好, 收现比提升, 在手货币资金充沛, 应收账款减少, 财务安全性提升。

公司上半年实现营业收入 67.91 亿元, 较上年同期下降 30.75%; 实现归母净利润 6.88 亿元, 同比增长 57.71%; 扣非后归母净利润 2.71 亿元, 同比下降 14.29%。公司上半年非经常性损益 4.17 亿元, 规模较大, 主要为非流动资产处置损益 3.14 亿元, 预计主要与公司报告期内转让东博煤炭和安源西煤炭有关, 根据公司 6 月 18 日公告, 公司转让东博公司 100% 股权预计亏损约 2.9 亿元, 转让安源西公司 100% 股权预计实现投资收益约 8.3 亿元。

公司上半年综合毛利率为 16.02%, 同比提升 4.2pct, 预计与公司报告期间对主营业务结构进行优化调整, 导致收入占比较高但毛利率较低的供应链物流等业务收入比重下滑较多, 以及个别业务毛利率出现一定波动有关。

公司上半年三项费用之和为 6.32 亿元, 同比下降 11.6%; 其中销售费用 1.9 亿元, 同比降低 22.5%, 管理费用(含研发)1.73 亿元, 同比增长 34.6%, 财务费用 2.64 亿元, 同比下降 21.3%; 公司费用水平整体而言管控有效, 但由于公司上半年收入规模下降较多, 费用率水平提升较多, 由上年同期 5.73% 上升至 9.31%。

上半年, 公司销售商品提供劳务收到的现金为 68.35 亿元, 收现比为 100.65%, 较上年同期提升 10.5 个百分点。公司 6 月底在手货币资金 113.18 亿元, 同比增长 15.9%; 应收票据及应收账款为 8.88 亿元, 同比降低 39.2%, 公司积极回款取得较好效果。整体而言, 公司上半年经营性现金流情况较好, 财务安全程度更高, 充沛在手资金为未来业务开展提供良好保障。

二、 受公司主动调整、优化业务结构, 及化工制造业务不利外部环境影响, 收入和业绩出现下滑, 但当前业务结构更优, 盈利质量更高, 前景更好, 有利于公司业务长期稳健发展

上半年公司实现营业收入 67.91 亿元, 同比下降 30.75%; 扣非后归母净利润 2.71 亿元, 同比下降 14.29%。公司报告期内收入利润波动较大, 主要为公司报告期

内积极调整优化公司业务结构,推进公司向绿色发展、生态优先的大战略方向转型,退出部分毛利率较低的边缘业务,叠加个别业务领域所处行业外部环境对盈利水平下降所致;分业务而言:

1. 化工制造业及供应链物流业务

➤ **化工制造业:** 化工制造业上半年平稳发展,保障公司健康持续发展,实现收入为 33.85 亿元,同比下降 3.85%;报告期间实现了产品销售数量增加,但由于部分主要产品市场价格出现了下降,导致盈利能力有所削弱,对收入利润造成一定影响;其中,上半年 PVC 销量为 25.77 万吨,同比增长 6.8%,平均销售单价为 5709 元/吨,同比增长 2.64%;烧碱销量为 17.86 万吨,同比下降 1.2%,平均销售单价为 2249 元/吨,同比大幅下降 24.91%;乙二醇平均销售单价为 3375 元/吨,同比大幅下降 46.0%。

➤ **供应链物流:** 供应链物流业务上半年营业收入为 21.92 亿元,同比下降 56.48%,主要是公司调整优化业务结构,退出非主营业务如建材水泥以及低毛利高风险业务所致,同时,公司聚焦以电子商务为平台,现代物流业务为主,承销的大宗化工商品产品单价下降影响收入。

2. 清洁能源及光伏发电

➤ **清洁能源:** 清洁能源业务上半年收入 5.88 亿元,同比增长 39.1%,主要是公司转型以来清洁热力产能释放增加营业收入所致。截至 2019 年 6 月 30 日,公司清洁热力项目已运营或试运营 14 个,合计 1670T/H,开工在建项目 3 个,合计 300T/H,待开工项目 4 个,合计 525T/H。随着在建项目的推进和已运行项目的陆续投产,产能利用率逐步增加,公司业务发展的战略优势逐渐显现,清洁热力产业进入稳定经营的良性发展阶段,盈利能力稳步提升。

➤ **光伏发电:** 光伏发电上半年收入 1.34 亿元,同比增长 4.11%,主要是发电小时同比增加所致;报告期间,公司拟建的库布其 1GW 生态光伏项目已并网发电 510 兆瓦,随着并网规模持续增加,公司生态光伏经营业绩保持良好增长态势。

3. 煤炭业务

➤ **煤炭采掘:** 煤炭采掘业务收入 1.61 亿元,同比下降 32.32%,主要为公司报告期内转让东博煤矿 100%股权,业务终止所致;公司通过控股、参股的形式,拥有东博煤矿、宏斌煤矿和黄玉川煤矿三处煤田,报告期内,公司已经出售了东博煤矿;公司董事会 2019 年 8 月 24 日公告拟出售宏斌煤矿所有资产和相关业务;黄玉川煤矿由公司持有 49%的股权的参股公司神华亿利能源有限责任公司负责经营。近年来,在未来绿色发展、生态优先的大战略方向下,公司进行了审慎而适宜的战略调整,持续聚焦清洁能源和生态环保产业,逐步退出控股的煤炭采掘业。

➤ **煤炭运销:** 煤炭运销业务收入 2.97 亿元,同比下降 28.63%,主要报告期间发电煤需求量减少所致,上半年公司煤炭销售量为 45.2 万吨,同比下降 37.5%。平均销售单价为 359.2 元/吨,同比增长 9.25%。

由此可见，公司上半年收入及扣非归母净利润出现较大波动主要为业务调整，以及化工制造业务板块受行业景气度波动影响较大所致；在公司聚焦清洁能源和生态环保产业，推进公司向绿色发展、生态优先的大战略方向转型中，公司退出部分传统供应链物流、煤炭等业务，对业务进行优化调整，虽然导致了报告期内公司收入及扣非归母净利润出现了下滑，但公司当前业务结构更优，盈利质量更高，前景更好，有利于公司业务长期稳健发展。

三、 拟增发收购亿利生态，两重折价对上市公司摊薄少，促进市盈率下降带来投资机会；亿利生态技术优势明显，资质较好，在手订单充沛，前景看好，且能实现将生态修复与绿色产业统一于上市公司平台，协同效益明显，有助于推进生态产业服务战略，实现长远发展

公司 7 月 24 日晚公告拟以发行股份及现金相结合的方式购买亿利集团、亿利控股及央企扶贫投资基金持有的亿利生态 100% 股权，预估值 43 亿元；其中发行股份支付 85%，价格为 8.39 元/股，现金支付 15% 约计 6.45 亿元，支付与亿利集团。同时，公司拟发行股份募集配套资金，用于支付本次重组的现金对价及交易相关费用、投入标的资产在建项目建设、补充标的资产流动资金及偿还债务等。

本次对亿利生态的收购有两重折价：（1）亿利生态 100% 股权预估价 43 亿，对应 18 年静态市盈率仅 7.5 倍；（2）股票发行价为 8.39 元/股，较当前股价溢价较多；两重折价带来对上市公司摊薄较少，不考虑发行股份募集配套资金，若以当前市值测算，交易完成后上市公司静态市盈率从 16 倍下降到 11 倍以下，此价格下投资机会凸显。

亿利生态 2018 年实现收入和业绩分别为 43.0、5.75 亿元，同比增长 76%、126%；亿利生态拥有西北地区最大的种子资源库，共持有已授权专利 71 项，持有量较大、覆盖面广，技术水平领先；并在张家口、西藏那曲、青海祁连山等地有大型标杆生态修复项目，截止 3 月末，亿利生态在手订单或合同 37 个，规模约 120 亿。本次方案虽未披露亿利生态业绩承诺，考虑其突出的技术实力，充沛在手订单，及增发完成的有力资金支持，预计业绩将保持良好增长。

亿利集团创新性探索出“生态产业服务”模式，通过规模化生态修复，提升修复土地的增值收益，导入绿色产业，创造出分别由生态修复、土地增值收益、绿色产业导入及运营所带来的“短期”、“中期”、“长期”三个阶段收益及现金流。本次交易完成后，上市公司和亿利生态分别作为绿色产业及生态修复两个核心板块，将实现在同一上市公司平台的统一，有效促进两者业务互补性和协同性，生态修复的环境号召力和绿色产业的强大现金流将形成合力，解决原有模式掣肘，最终提升整体盈利能力，发展的长远前景看好。

四、 盈利预测及投资建议

公司上半年主动调整优化业务结构，退出部分毛利率较低的传统供应链物流、煤炭等业务，积极向绿色发展、生态优先的大战略方向转型，虽然导致短期收入利润出现较大波动，但业务结构更优，盈利质量更高，前景更好，有利于公司长远健康发展。

报告期内，公司的几项核心业务中，化工制造业务平稳发展，保障公司健康持续发展，但由于烧碱、乙二醇等产品的市场环境变化，产品价格下降较多，对公司业绩造成不利

影响，预计未来随着市场景气度及化工品价格回升，利润将得到恢复和增长；清洁热力及生态光伏板块进展良好，产能得到提升，运行效果良好，未来随着产能陆续投放，将有助于公司业绩平稳增长。预计上市公司 2019-2021 年实现归母净利润 8.0、8.8、9.7 亿元，当前股价下对应市盈率为 15.5、14.0、12.7 倍。若考虑收购亿利生态带来的业绩增厚，且暂不考虑后续的配套资金摊薄，则 18 年的静态市盈率为 10.6 倍（亿利生态 19-21 年业绩承诺尚未披露）。

未来，随着对亿利生态 100%股权收购的完成，生态修复的环境号召力和绿色产业的强大现金流将形成合力，解决原有模式掣肘，最终提升整体盈利能力，发展的长远前景看好，维持“强烈推荐-A”评级。

五、 风险提示

方案未获证监会通过风险；增发价格下调风险；项目进展不达预期风险；项目运行不达预期风险；化学品价格下降风险；大盘系统性风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	12529	13048	15290	16979	18890
现金	9442	10403	12102	13537	15148
交易性投资	226	136	136	136	136
应收票据	362	154	189	205	223
应收款项	818	746	894	969	1056
其它应收款	502	104	128	138	151
存货	489	500	605	656	716
其他	691	1005	1236	1339	1460
非流动资产	16656	23640	23265	22907	22567
长期股权投资	5028	5221	5221	5221	5221
固定资产	7638	13321	12909	12518	12146
无形资产	1935	2494	2544	2590	2631
其他	2055	2605	2591	2579	2569
资产总计	29186	36689	38555	39886	41456
流动负债	7685	12980	14248	14922	15747
短期借款	2389	2648	2300	2200	2100
应付账款	1986	2508	3085	3341	3647
预收账款	171	361	444	480	524
其他	3139	7463	8419	8901	9476
长期负债	5749	6226	5826	5426	5026
长期借款	716	1462	1062	662	262
其他	5033	4764	4764	4764	4764
负债合计	13433	19206	20074	20349	20773
股本	2739	2739	2739	2739	2739
资本公积金	9849	9661	9661	9661	9661
留存收益	1744	2398	3031	3681	4383
少数股东权益	1420	2684	3050	3456	3900
归属于母公司所有者权益	14332	14798	15431	16081	16783
负债及权益合计	29186	36689	38555	39886	41456

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1355	3619	4190	3657	3915
净利润	527	771	797	883	967
折旧摊销	387	636	926	908	891
财务费用	643	915	810	850	900
投资收益	(174)	(218)	89	89	89
营运资金变动	(267)	1090	1196	519	622
其它	239	425	371	408	447
投资活动现金流	(1647)	(2572)	(639)	(639)	(639)
资本支出	(1644)	(848)	(550)	(550)	(550)
其他投资	(2)	(1725)	(89)	(89)	(89)
筹资活动现金流	5336	(1721)	(1853)	(1583)	(1665)
借款变动	907	(287)	(878)	(500)	(500)
普通股增加	649	0	0	0	0
资本公积增加	3768	(188)	0	0	0
股利分配	(63)	(110)	(164)	(233)	(265)
其他	74	(1137)	(810)	(850)	(900)
现金净增加额	5045	(674)	1698	1435	1612

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	15746	17371	21367	23140	25223
营业成本	13730	14451	17775	19251	21011
营业税金及附加	127	170	209	226	247
营业费用	300	566	696	754	822
管理费用	237	335	412	446	486
财务费用	571	802	810	850	900
资产减值损失	17	(76)	0	0	0
公允价值变动收益	(78)	(89)	(89)	(89)	(89)
投资收益	183	247	0	0	0
营业利润	868	1281	1376	1524	1669
营业外收入	17	5	0	0	0
营业外支出	21	2	2	2	2
利润总额	864	1283	1373	1522	1666
所得税	108	159	210	233	255
净利润	756	1125	1163	1289	1411
少数股东损益	229	354	366	406	444
归属于母公司净利润	527	771	797	883	967
EPS (元)	0.19	0.28	0.29	0.32	0.35

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	43%	10%	23%	8%	9%
营业利润	136%	48%	7%	11%	9%
净利润	104%	46%	3%	11%	9%
获利能力					
毛利率	12.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.7%
净利率	3.3%	4.4%	3.7%	3.8%	3.8%
ROE	3.7%	5.2%	5.2%	5.5%	5.8%
ROIC	6.2%	7.6%	8.0%	8.4%	8.9%
偿债能力					
资产负债率	46.0%	52.3%	52.1%	51.0%	50.1%
净负债比率	12.9%	15.4%	12.4%	10.7%	9.1%
流动比率	1.6	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	1.6	1.0	1.0	1.1	1.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	26.7	29.2	32.2	30.5	30.6
应收帐款周转率	18.8	22.2	26.0	24.8	24.9
应付帐款周转率	7.4	6.4	6.4	6.0	6.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.19	0.28	0.29	0.32	0.35
每股经营现金	0.49	1.32	1.53	1.34	1.43
每股净资产	5.23	5.40	5.63	5.87	6.13
每股股利	0.04	0.06	0.09	0.10	0.11
估值比率					
PE	23.4	16.0	15.5	14.0	12.7
PB	.9	.8	.8	.8	.7
EV/EBITDA	42.6	28.8	24.1	22.9	21.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心执行董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券研发中心副总裁、环保行业分析师。

谢笑妍：美国乔治华盛顿大学硕士，曾就职于民生证券，2017 年加入招商证券，现为招商环保行业分析师。

陈东飞：美国莱斯大学硕士，2017 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

宋盈盈：清华大学硕士，2018 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。