

## 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

公司简报

◆ **事件：**公司公告2020年半年报，上半年实现营收82.30亿元，同比-9.40%，实现归母净利-6.18亿元，同比-2502%，扣非后-6.59亿元，实现经营性净现金流-6.06亿元，同比-225%，EPS-0.26元。其中Q2营收43.42亿元，归母净利-3.55亿元，扣非后-3.85亿元。

◆ **外部环境影响盈利水平下滑：**2019年化工行业进入景气下行周期，2020年上半年受疫情影响叠加成本端原油价格大幅波动，化工行业迎来近十年来最极端环境，公司主营产品上半年均价同比变化情况：尿素(-12.71%)、乙二醇(-17.84%)、PVC(-7.32%)、丙烯(-11.8%)、烧碱(-24.14%)、三聚氰胺(-18.72%)、甲醇(-15.71%)、双氧水(-12.32%)。公司整体销售毛利率同比下滑6.34pct至5.79%，期间费用率同比上升2.0pct至13.70%，其中受子公司停产停工影响，管理费用同比+9.31%，受融资规模增加影响财务费用同比+8.21%。

◆ **推进资产整合与剥离，存在深度参与山西煤化工业务整合预期：**公司报告期内完成阳煤化机、丰喜泉稷和正元氢能的内部股权划转，上述三家具有一定盈利水平的公司成为公司的二级全资子公司。报告期内公司公告拟将丰喜集团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，上述资产剥离已于报告期内获股东大会审议通过但尚未完成资产交割，上半年上述四家待剥离资产合计净利润-5.26亿元。此外根据中化新网消息，7月份潞安化工集团已经成立，由潞安环能、山西潞安化工有限公司、阳煤化工股份有限公司等5家企业组成，潞安化工集团是经山西省常务会议通过，成立的山西煤炭企业化工业务整合重组平台，公司后期有望深度参与山西省煤化工业务的整合重组。

◆ **盈利预测与投资评级：**2020年化工行业延续景气下滑，新冠疫情带来了较大不确定性，暂不考虑资产剥离的完成，下调2020-2021年并新增2022年盈利预测，预计EPS分别为-0.36/0.06/0.08元(原值为0.10/0.23/-元)，考虑到公司积极推进资产整合剥离，并有望参与山西省煤化工业务整合，仍维持“增持”评级。

◆ **风险提示：**宏观经济下滑，资产剥离进展低于预期，山西省煤化工业务整合进展不及预期。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21,775	17,929	16,915	18,607	20,467
营业收入增长率	7.47%	-17.66%	-5.66%	10.00%	10.00%
净利润(百万元)	129	-524	-848	144	185
净利润增长率	10.86%	-507.13%	—	—	28.74%
EPS(元)	0.05	-0.22	-0.36	0.06	0.08
ROE(归属母公司)(摊薄)	2.17%	-9.69%	-18.60%	3.06%	3.79%
P/E	39	—	—	35	27
P/B	0.9	0.9	1.1	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年8月28日

## 增持(维持)

当前价：2.13元

### 分析师

赵启超 (执业证书编号：S0930518050002)  
010-58452072

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

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)  
021-52523535

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

### 市场数据

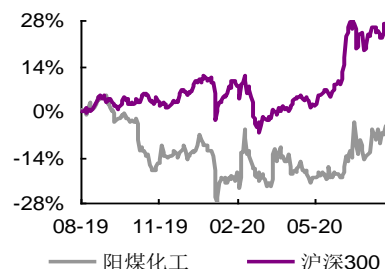
总股本(亿股)：23.76

总市值(亿元)：50.61

一年最低/最高(元)：1.62/2.63

近3月换手率：59.39%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.66	-14.37	-40.55
绝对	1.87	10.90	-12.74

资料来源：Wind

## 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	16,915	18,607	20,467
营业成本	18,600	15,768	15,765	16,374	18,011
折旧和摊销	1,920	1,924	2,214	2,301	2,378
税金及附加	157	146	130	143	157
销售费用	341	329	288	316	348
管理费用	936	956	814	896	985
研发费用	116	135	109	120	132
财务费用	1,340	1,282	866	844	831
投资收益	-2	-1	0	0	0
营业利润	307	-627	-921	-19	69
利润总额	321	-600	-896	6	94
所得税	196	106	45	-1	23
净利润	125	-706	-941	7	70
少数股东损益	-4	-182	-93	-137	-115
归属母公司净利润	129	-524	-848	144	185
EPS(按最新股本计)	0.05	-0.22	-0.36	0.06	0.08

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,166	488	2,264	3,043	3,768
净利润	129	-524	-848	144	185
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	-591	886	366
其他	-2,476	194	1,489	-289	839
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	-1,227	-245	-1,893
股本变化	619	0	0	0	0
债务净变化	1,251	1,681	-361	598	-1,062
无息负债变化	-3,615	-108	289	-127	1,067
净现金流	-990	-120	-1,970	778	855

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	14.6%	12.1%	6.8%	12.0%	12.0%
EBITDA 率	17.4%	15.9%	12.4%	16.9%	16.2%
EBIT 率	7.6%	4.2%	-0.7%	4.6%	4.5%
税前净利润率	1.5%	-3.3%	-5.3%	0.0%	0.5%
归母净利润率	0.6%	-2.9%	-5.0%	0.8%	0.9%
ROA	0.3%	-1.7%	-2.3%	0.0%	0.2%
ROE (摊薄)	2.2%	-9.7%	-18.6%	3.1%	3.8%
经营性 ROIC	1.9%	2.9%	-0.4%	3.1%	2.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	82%	84%	85%	86%	85%
流动比率	0.48	0.48	0.42	0.44	0.49
速动比率	0.39	0.41	0.35	0.37	0.41
归母权益/有息债务	0.25	0.22	0.18	0.19	0.20
有形资产/有息债务	1.67	1.60	1.58	1.56	1.64

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	41,369	41,847	41,922
货币资金	8,186	9,747	7,777	8,555	9,410
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	742	1,024	773	854	1,012
应收票据	229	2	262	162	166
其他应收款(合计)	577	421	397	456	487
存货	2,584	2,165	2,151	2,255	2,473
其他流动资产	423	667	667	667	667
流动资产合计	13,540	14,902	13,097	13,856	15,289
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	35,355	35,826	35,831
短期借款	16,037	19,040	18,679	19,277	18,214
应付账款	3,070	2,585	2,585	2,685	2,953
应付票据	4,561	4,393	4,778	4,513	5,147
预收账款	1,095	986	1,020	1,027	1,163
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	28,077	30,909	30,837	31,308	31,313
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	6,014	6,020	6,091
股本	2,376	2,376	2,376	2,376	2,376
公积金	4,406	4,406	4,406	4,421	4,439
未分配利润	-861	-1,385	-2,234	-2,104	-1,938
归属母公司权益	5,930	5,410	4,562	4,706	4,891
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%	5.12%	4.53%	4.06%
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	0.95	1.28	1.59
每股净资产	2.50	2.28	1.92	1.98	2.06
每股销售收入	9.16	7.55	7.12	7.83	8.61

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	39	—	—	35	27
PB	0.9	0.9	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.5	11.9	15.6	10.5	9.6
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
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

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