

远兴能源 (000683.SZ)

天然制碱龙头，盈利有望显著回升

● 公司概况：天然碱行业龙头，产业链一体化布局

公司是一家以天然碱业务为主导，煤炭业务及新能源化工、精细化工及物流业为发展方向的现代化能源化工企业。15 全年和 16 年前三季度公司归母净利润分别为 5680 万元和 5042 万元，同比分别下降 72.7% 和 34.5%，而 16 全年预计亏损 4.0-5.2 亿元，主要由于计提减值准备约 3.8 亿元。公司主要产品包括纯碱、小苏打、煤炭、尿素、甲醇等产品，16 年上半年占公司营业收入的比重分别为 29.6%、9.4%、16.8%、13.3% 和 25.5%。

● 资源丰富凸显价值，天然制碱毛利率领跑行业

公司是国内唯一一家使用天然碱法的企业，天然碱业务包括纯碱与小苏打两种产品：纯碱产品市占率约为 8% 左右，小苏打市占有率约 50%。公司纯碱年产能 180 万吨，15 年产量为 178 万吨，产销率接近 100%。16 年上半年纯碱业务营收 10.23 亿元，同比上涨 4.71%，纯碱业务毛利率为 50.8%，高于历史平均水平。小苏打产能 50 万吨，15 年产量 52.7 万吨，产销率为 92.96%。16 年上半年小苏打业务营收 3.25 亿元，同比下降 4.13%，毛利率为 54.20%，同比增长 5.11 个百分点，处于历史较高水平。

● 煤炭：权益产能 300 万吨，16 年底部回升

公司现有煤炭产能 450 万吨，权益产能 300 万吨，主要来自公司控股 67% 的湾图沟煤矿。另外公司参股 34% 的纳林河矿业公司设计产能为 800 万吨，目前正在审批中，公司后续煤炭产能有望逐步释放。2016 年上半年公司煤炭业务收入 8.81 亿元，同比增长 37.09%，毛利为 6289.8 万元，同比下降 68.1%。16 年 3 季度以来，公司煤炭价格有所回升，预计下半年煤炭业务盈利状况将有所改善。此外，公司投资建设自有铁路项目，预计该项目投入运营后可以帮助公司煤炭和其他产品有效控制成本，提高行业竞争力。

● 积极布局坑口尿素，甲醇业务亏损收窄至 2 亿

公司尿素产能 95 万吨，15 年产量为 96.35 万吨。受尿素市场产能过剩影响，2016 年上半年公司尿素业务营收 5.79 亿元，同比下降 46.88%，尿素业务毛利 1.59 亿元，同比 46.82%。公司尿素产量增加得益于子公司博大实地的 50/80 项目投产，公司 30 万吨合成氨制 52 万吨尿素项目预计将于 2017 年底达产，项目投产后公司尿素产能有望得到较大提升。

公司甲醇产能为 133 万吨，受甲醇价格低迷及天然气价格上涨影响，15 年公司甲醇业务停产，16 年部分恢复生产。16 年上半年公司甲醇业务收入为 4.70 亿元，同比增长 36.93%，销售情况较 15 年有所回升。考虑到甲醇价格下半年逐步回升，2016 年度公司甲醇业务亏损额有望收窄，预计亏损将由 3 亿元收窄至约 2 亿元。

● 天然碱业务保持领先，煤炭及化工业务有望反弹，远期发展值得期待，上调评级至“谨慎增持”

受益于供给侧改革，2016 年公司纯碱业务盈利增加，煤炭板块有望扭亏为盈，同时甲醇、尿素项目未来业绩有望得到改善。同时 2016 年 9 月公司完成增发募集 29 亿元，其中 22 亿元拟投资建设 50 万吨/年合成氨联产 50 万吨/年尿素、60 万吨/年联碱项目，预计项目投产后有望进一步增厚公司业绩。预计公司 16-18 年 EPS 分别为 -0.11 元、0.15 元和 0.15 元，17-18 年对应 PE 为 21 倍，中长期我们继续看好纯碱业务和煤炭业务的回暖，公司盈利有望显著提升，上调评级至“谨慎增持”。

● **风险提示：**公司 2016 年预亏，业绩受甲醇价格、天然气价格、纯碱价格影响较大。

公司评级

谨慎增持

当前价格

3.21 元

前次评级

持有

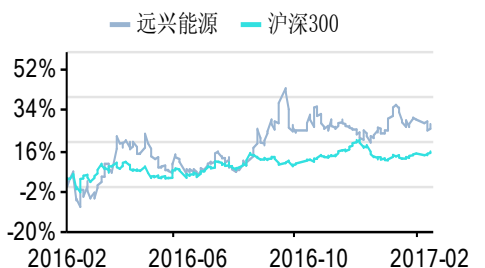
报告日期

2017-02-14

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	3,901/2,093
流通 A 股市值 (百万元)	12,521
每股净资产 (元)	3.74
资产负债率 (%)	57.37
一年内最高/最低 (元)	5.42/2.56

相对市场表现


分析师： 安 鹏 S0260512030008

 021-60750610

 anpeng@gf.com.cn

分析师： 沈 涛 S0260512030003

 010-59136693

 shentao@gf.com.cn

相关研究：

远兴能源 (000683.SZ)：15 2015-04-07

年化肥贡献增量，煤炭甲醇盈

利下滑

远兴能源 (000683.SZ)：中 2014-11-03

源化学并表，第三季度扭亏为

盈

联系人： 姚遥 18521722468

gfyayao@gf.com.cn

目录索引

公司概况：天然碱行业龙头，产业链一体化布局	4
历程：多元化发展的天然制碱龙头国企	4
大股东：博源历经变革，经营涉及多个领域	5
主业：各业务营收保持稳定，盈利质量良好	6
资源丰富凸显价值，天然制碱毛利率领跑行业	7
纯碱总储量丰富，成本优势明显	7
小苏打品质优良，毛利率处于历史较高水平	10
煤炭：权益产能 300 万吨，16 年底部回升	12
现有煤炭权益产能 300 万吨，后续产能有望逐步释放	12
煤炭业务产销均衡，营收同比上升	12
积极布局煤炭运输渠道，在建矿井有望加速推进	14
积极布局坑口尿素，甲醇业务亏损收窄至 2 亿	15
布局煤炭尿素一体化，坑口尿素成本优势明显	15
甲醇业务部分恢复生产，亏损额收窄至约 2 亿	17
天然碱业务保持领先，煤炭及化工业务有望反弹，远期发展值得期待，上调评级至“谨慎 增持”	19
风险提示	19

图表索引

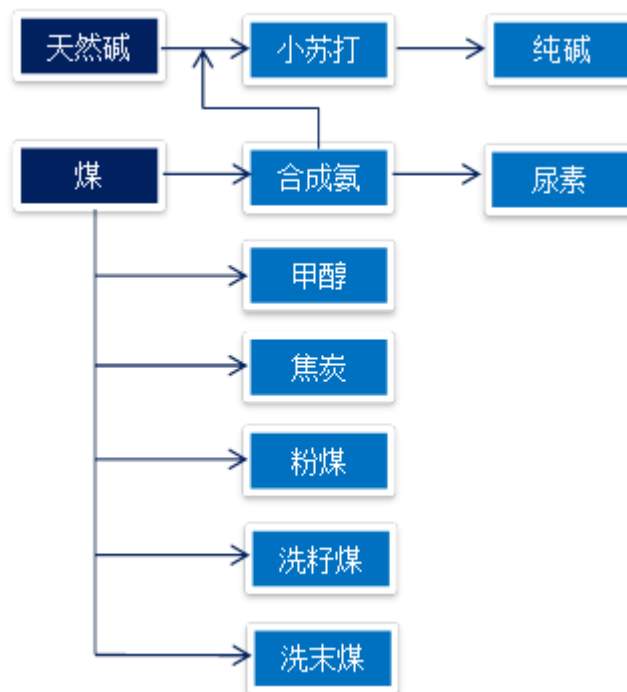
图 1: 公司主要产品产业链示意图	4
图 2: 公司控制权关系图	5
图 3: 集团主要业务及产品链 (业务占比)	6
图 4: 公司 2016 年前三季度净利润为 5041.7 万元, 同比下跌 34.5%.....	6
图 5: 公司布局产品产业链, 天然碱贡献公司近 40%的营业收入	7
图 6: 纯碱价格增长幅度高于煤炭价格增长幅度.....	8
图 7: 2016 年上半年纯碱营业收入同比上涨 4.71%	9
图 8: 公司纯碱毛利率平均值约为山东海化的 2.5 倍.....	10
图 9: 公司 16 年前三季度经营活动现金流为 40.06 亿元.....	10
图 10: 公司小苏打业务营业收入同比下降 0.14 亿元或 4.13%。	11
图 11: 公司煤炭业务产销均衡	12
图 12: 公司煤炭业务毛利同比增长 37.09%	13
图 13: 公司 2015 年公司的吨煤毛利同比下滑 66 元/吨	13
图 14: 2016 年第三季度尿素价格呈现反弹趋势.....	15
图 15: 公司 2016 年上半年尿素业务收入同比下降 46.88%.....	16
图 16: 2016 年 12 月底甲醇市场价反弹至约 2800 元	17
图 17: 2016 年上半年公司甲醇业务收入同比增长 36.93%.....	18
表 1: 公司主要产品产能产量情况 (截止 2016 年 6 月, 单位: 万吨)	7
表 2: 公司及控股集团纯碱储量丰富, 主要分布在桐柏县 (截止 2015 年 9 月末)	8
表 3: 公司纯碱产销量及价格情况 (单位: 万吨)	9
表 4: 公司主要碱业子公司盈利情况 (单位: 百万)	9
表 5: 公司小苏打产销量及价格情况 (单位: 万吨)	11
表 6: 公司近期新建小苏打项目 (截止 2015 年 12 月 31 日, 单位: 万元)	12
表 7: 公司煤炭业务产能明细 (单位: 万吨)	12
表 8: 公司主要煤炭子公司盈利情况 (单位: 百万)	14
表 9: 公司物流运输在建项目 (截止 2016 年 6 月 30 日, 单位: 万元)	14
表 10: 公司尿素产品产销均衡	16
表 11: 公司主要尿素子公司盈利情况 (单位: 百万)	16
表 12: 公司 2014 年与 2015 年前三季度煤炭采购单价低于市场价.....	17
表 13: 公司甲醇产品产销量情况 (单位: 万吨)	18
表 14: 公司主要甲醇子公司盈利情况 (单位: 百万)	18

公司概况：天然碱行业龙头，产业链一体化布局

历程：多元化发展的天然制碱龙头国企

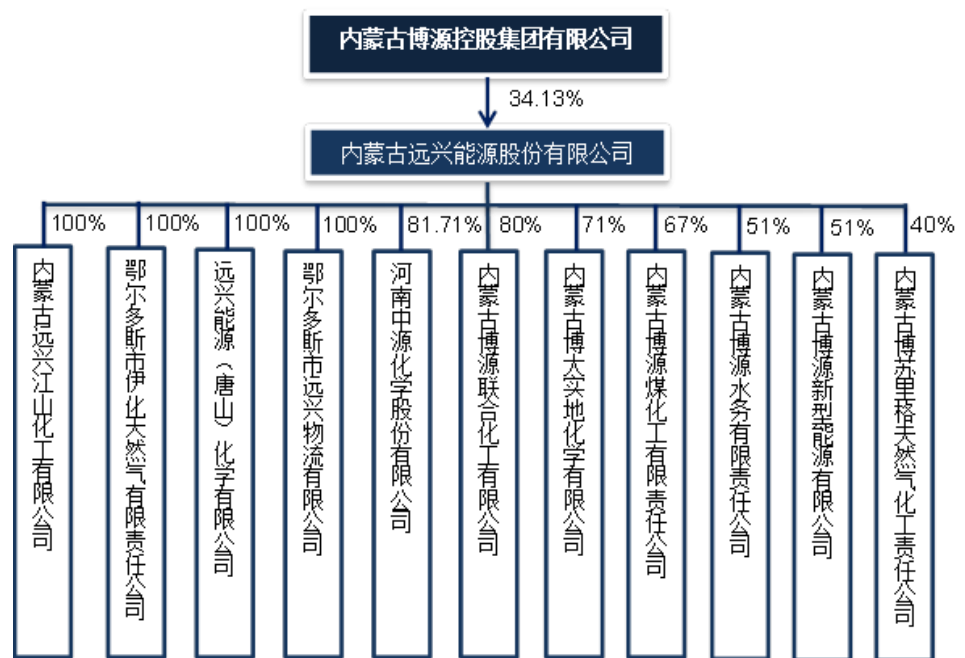
公司是一家以天然碱业务为主导，煤炭业务、新能源化工及精细化工物流业为发展方向的现代化能源化工企业。公司成立于1997年1月23日，并于当年1月31日在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码000683。2007年8月，公司由“内蒙古远兴天然碱股份有限公司”更名为内蒙古远兴能源股份有限公司，股票简称变更为“远兴能源”。公司大股东为内蒙古博源控股集团，实际控制人是戴连荣，其持有公司34.13%的股权。

图1：公司主要产品产业链示意图



数据来源：Wind，公司公告，广发证券发展研究中心

图2：公司控制权关系图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

大股东：博源历经变革，经营涉及多个领域

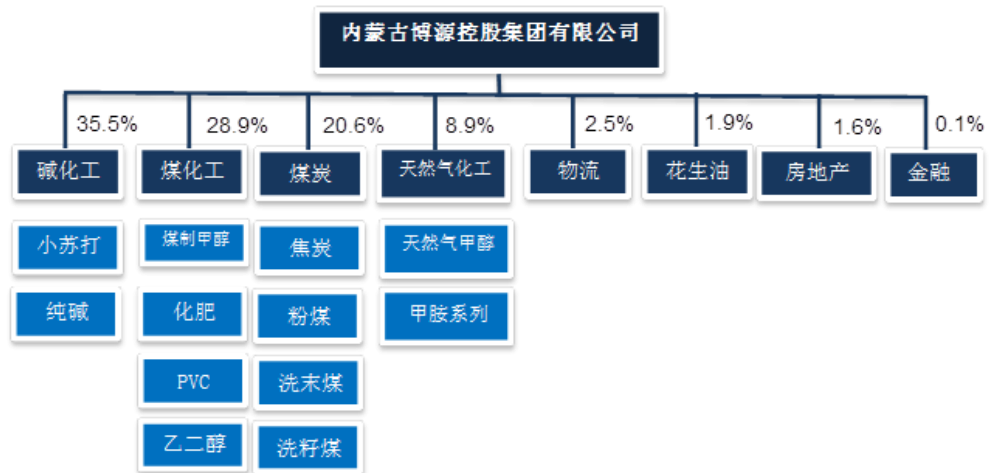
公司大股东内蒙古博源控股集团有限公司由原伊化持股会改制设立而来，2004年4月8日，伊化持股会改制设立为内蒙古博源投资管理有限公司，2008年4月13日，公司更名为内蒙古博源控股集团有限公司。集团公司是一家以天然碱化工、天然气煤化工、煤炭产销产业为主体，以资本经营和石化物流为辅的企业集团。集团公司经营涉足多个领域，其中碱化工、煤化工、煤炭、天然气占比重较大，截至2015年9月底，上述各业务营收占比分别为35.5%、26.9%、20.6%、8.9%，物流、花生油、房地产、金融业占比较小，营业收入占比分别为2.5%、1.9%、1.6%和0.1%。

截至2015年9月30日，博源控股拥有10家全资或控股一级子公司，36家间接控股二级子公司及分公司。煤炭业务方面，除了持有远兴能源34.13%的股份以外，集团参股49%的母杜柴登井田，目前正在审批中，设计产能600万吨；此外集团目前已成功取得蒙古国南戈壁省一个矿区的探矿权，勘探储量大约为2.08亿吨，目前正积极推进煤炭开采的前期工作，预计总投资5亿元。在农产品方面，集团生产三源冷榨花生油；公司在内蒙古拥有两个五星级酒店，现金流状况较好；房地产方面，集团旗下的博源置业集豪华酒店、高档公寓、精品写字楼、宜居商品住宅开发，市政工程建设于一身；此外，集团涉足金融领域，旗下的博源小贷公司主要从事小额贷款、中间业务、资产租赁、信用担保等业务。

16年以来，由于集团甲醇业务停产和下游化工品持续低迷，博源控股盈利能力受到较大负面影响。近期博源控股的资产负债率处于较高水平，2016年3季度末公司资产负债率为70.40%。与此同时，博源控股的现金流状况持续恶化，为净流出状态，导致债务出现违约情况。不过综合考虑集团资源情况与子公司经营情况，集团未来

的长期偿债能力与盈利能力有望提升，偿债能力与持续经营能力仍较为乐观。

图3：集团主要业务及产品链（业务占比）



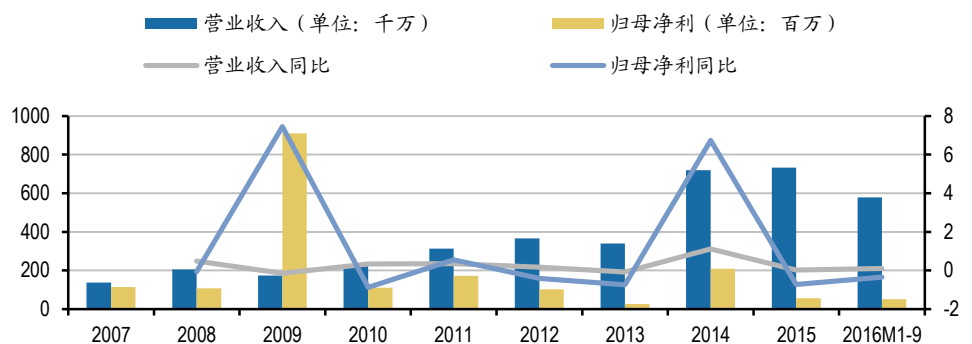
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

主业：各业务营收保持稳定，盈利质量良好

15全年和16年前三季度公司营业收入分别为73.18亿元和57.88亿元，同比分别增长1.6%和9.7%；归属于母公司净利润分别为5680万元和5042万元，同比分别下降72.7%和34.5%。预计16全年归母净利润亏损4.0-5.2亿元，主要由于计提减值准备约3.8亿元。

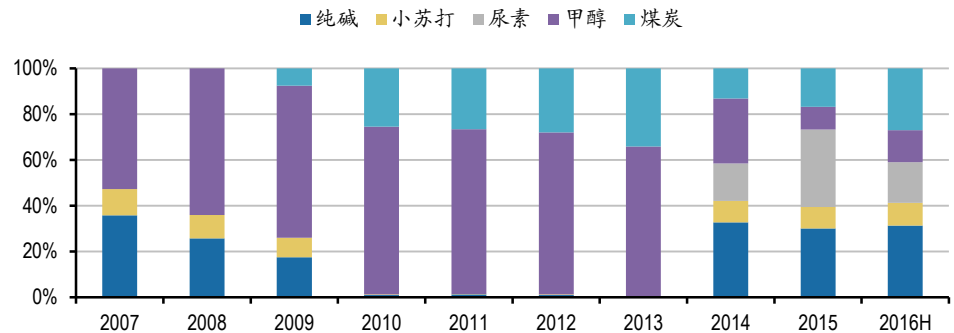
公司主要产品包括纯碱、小苏打、煤炭、尿素、甲醇等产品，产能分别为180万吨、50万吨、450万吨、95万吨、133万吨。16年上半年，公司纯碱、小苏打、尿素、甲醇、煤炭等产品的营业收入分别为10.23亿元、3.25亿元、5.79亿元、4.58亿元、8.81亿元，占公司营业收入的比重分别为29.6%、9.4%、16.8%、13.3%和25.5%。

图4：公司2016年前三季度净利润为5041.7万元，同比下跌34.5%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图5：公司布局产品产业链，天然碱贡献公司近40%的营业收入



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表1：公司主要产品产能产量情况（截止2016年6月，单位：万吨）

产品	产能	权益比例	权益产能	2015年产量
纯碱	180	81%	147	178
小苏打	50	61%	30	52.7
尿素	95	51%	48	96.35
煤炭	450	67%	300	389
甲醇	133	69.63%	95	3.1

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资源丰富凸显价值，天然制碱毛利率领跑行业

公司拥有丰富的天然碱矿，目前矿区已探明未开采的天然碱总储量约为1.6亿吨，根据中国纯碱协会2015年的数据，其占国内已探明储量的95%以上。纯碱生产方法分为合成法和天然碱法两种，其中合成法分为氨碱法和联碱法，而天然碱法使用提纯技术得到物理碱，生产成本最低，公司是国内唯一一家使用天然碱法的公司。

公司的天然碱业务包括纯碱与小苏打两种产品：公司纯碱产品的市场占有率约为8%左右，是国内第四大纯碱生产企业；公司同时是小苏打行业龙头企业，其小苏打产量占据国内市场的42%，贸易量占比8%，市场占有率总计约50%。

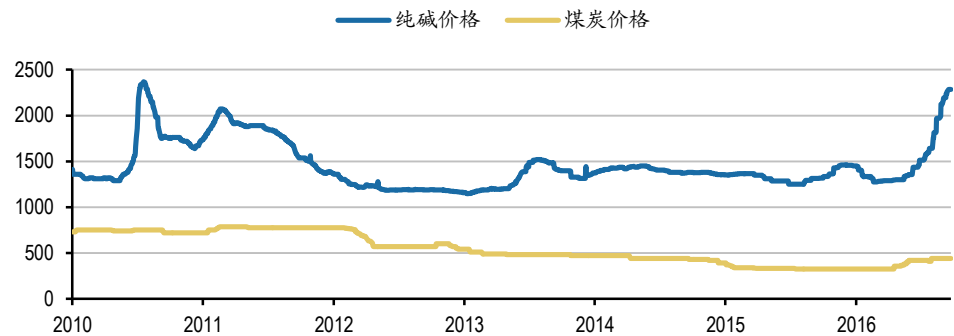
纯碱总储量丰富，成本优势明显

1、纯碱行业周期上行

2016年下半年开始纯碱行业开始呈现上行趋势，煤炭价格虽然有所回升，但纯碱价格上涨幅度超过煤炭价格的涨幅，纯碱产品与煤炭价格的价差进一步增加。2016年6月纯碱价格一度低于1300元，目前纯碱市场价格已经增长至2200元左右，价格较

低点反弹约70%。根据宏观经济环境与纯碱价格趋势，中国纯碱工业协会预计2017年国内纯碱市场平均价格将维持在1600元/吨以上。

图6：纯碱价格增长幅度高于煤炭价格增长幅度



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2、公司纯碱储量丰富，产能利用充分

公司的纯碱储藏在安棚矿区、吴城矿区、查干诺尔碱矿等三大矿区，共计2.28亿吨。其中安棚矿区面积最大，占地32.60平方公里，探明储量15002万吨，剩余可采储量为12491万吨。吴城矿区占地4.90平方公里，探明储量3357万吨，剩余可采储量为1762万吨，安棚、吴城矿区所在地河南桐柏县被中国矿协评为天然碱之都。查干诺尔碱矿探明储量4500万吨，占地面积7.78平方公里，剩余可采储量约为593万吨。

公司纯碱的年产能为180万吨，15年产量为178万吨，纯碱产能利用率约98.9%，产能得到充分利用。同时公司纯碱产品具有稳定的客户群体，销路稳定，2015年前三季度公司纯碱产量为130.62万吨，销量为129.90万吨，产销率接近100%，销售情况良好。

表 2：公司及控股集团纯碱储量丰富，主要分布在桐柏县（截止 2015 年 9 月末）

碱矿	所在地	探明储量（万吨）	占地面积（平方公里）	已开采量	剩余开采年限
安棚矿区	河南桐柏县	15002	32.6	2511	13年
吴城矿区	河南桐柏县	3357	4.9	1595	11年
查干诺尔碱矿	内蒙古锡林郭勒盟	4500	7.78	3907	2年
合计		22859	45.27		

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

3、营业收入稳步增加，毛利率行业领先

公司是全国唯一一家采用天然碱制碱的公司，与国内其他采用氨碱法、联碱法等制碱的公司相比，具有明显的成本优势。公司16年上半年纯碱业务营业收入为10.23亿元，同比上涨0.46亿元或4.71%；16年上半年纯碱业务营业成本为5.04亿元，同比上涨

0.81亿元或19.15%；目前纯碱业务毛利率为50.8%，同比微跌5.93个百分点，但仍高于2007年以来的历史平均水平（42.23%）。

公司控股81.71%的河南中源化学股份有限公司是公司碱业收入的主要来源，子公司多年来盈利保持稳定，2016年上半年子公司营业收入为14.9亿元，营业利润为3.6亿元，净利润为2.76亿元。

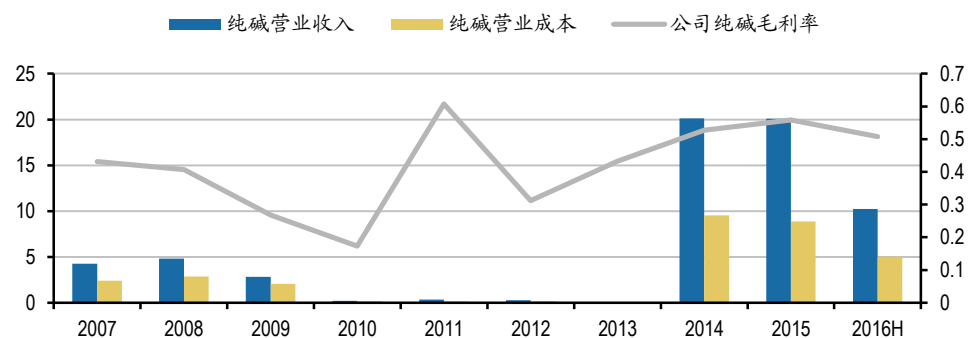
山东海化是我国纯碱行业龙头企业，其纯碱产品毛利率平均约为16.9%。而公司纯碱业务毛利率大幅领先山东海化，约为其2.5倍，主要得益于成本优势明显。

表3：公司纯碱产销量及价格情况（单位：万吨）

项目名称	2014	2015M1-9
产量	172.84	130.62
销量	172.58	129.90
产销率	99.85%	99.45%
售价	1369	1288

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图7：2016年上半年纯碱营业收入同比上涨4.71%



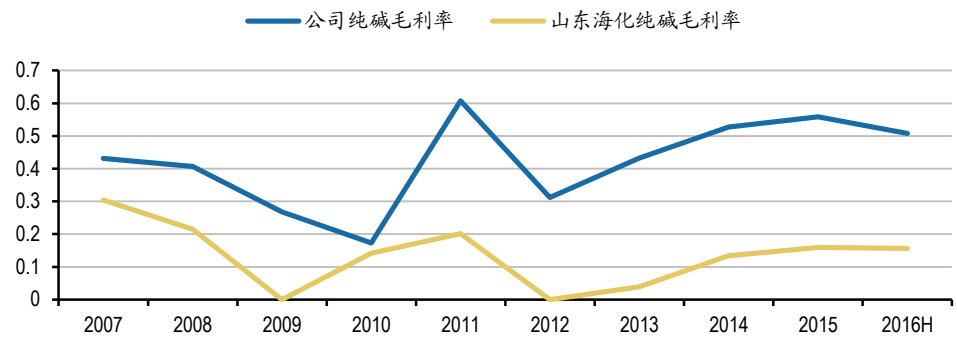
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

表4：公司主要碱业子公司盈利情况（单位：百万）

河南中源化学股份有限公司（81.71%）	2014	2015	2016H
营业收入	2654.9	2753	1490.3
营业利润	760.5	722.6	360.6
净利润	581.7	550.5	276.4

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

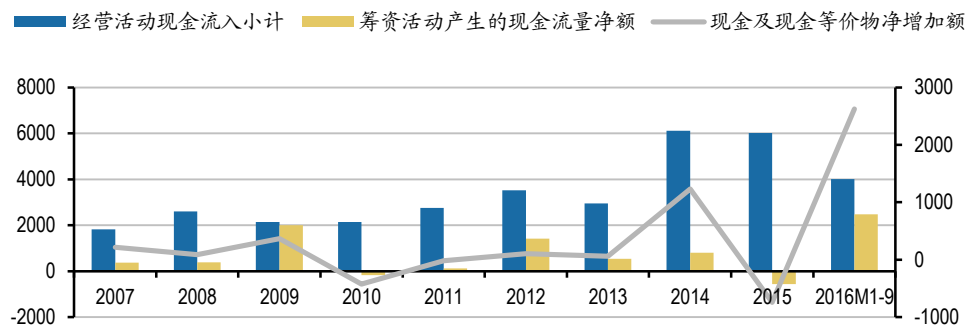
图8: 公司纯碱毛利率平均值约为山东海化的2.5倍



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司纯碱业务的主要结算方式为先款后货(约占公司每月销售额的66%),即先预收账款再发货,从而保证公司的现金流情况处于良好状态;剩余34%的客户采用先货后款方式,该部分客户为重要有稳定交易记录的客户。因为客户较优质,公司应收账款的坏账率和风险较低,通常应收账款回收周期较短,约为1-2个月,且主要集中在年底进行结算。16年前三季度公司经营活动现金流入40.06亿元,筹资活动产生的流量净额为24.72亿元,而15年度公司筹资活动产生的流量净额为-5.56亿元,表明公司募资能力有较大提高。目前公司经营状况良好,现金流较为充沛。

图9: 公司16年前三季度经营活动现金流为40.06亿元



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

小苏打品质优良, 毛利率处于历史较高水平

1、销路稳定, 产能利用充分

公司小苏打产能合计为50万吨/年,从近两年的产量情况来看,小苏打产能得到充分利用。同时小苏打产品销路稳定,每年的产销率均在90%以上,公司2015年前三季度小苏打产量为40.47万吨,销量为37.62万吨,产销率为92.96%,销售情况良好。公司与客户的议价能力较高,与纯碱业务相似,公司的小苏打业务结算方式以先款

后货为主，预收款方式的销售额占收入总额的75%以上，采用先货后款方式结算的客户均为重要、稳定客户，坏账风险较低。

表5: 公司小苏打产销量及价格情况 (单位: 万吨)

项目名称	2014	2015M1-9
产量	51.49	40.47
销量	51.32	37.62
产销率	99.67%	92.96%
售价	1361	1395

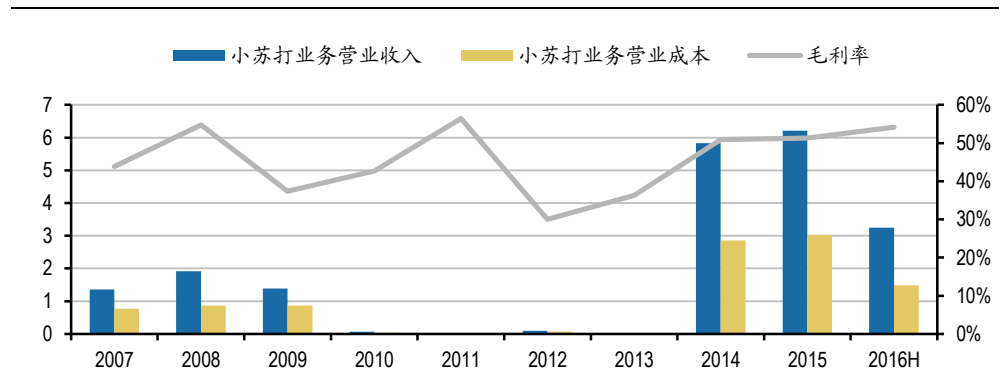
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

2、产品优质毛利率高，小苏打业务稳定拓展

公司采用天然碱法生产小苏打是物理提纯过程，加工过程中没有污染排放，安全环保，与合成法和碳铵法生产小苏打的工艺相比，公司生产的小苏打产品具有明显的成本优势，以天然碱法生产的“马兰牌”小苏打产品中不含有化学合成法所产生的其他杂质，也没有碳铵法产生的残留化肥和氨味，因此质量较高，品质优良，是国内唯一一家获得绿色食品认证的品牌，并在全国小苏打出口总量中占比超过35%。

2016年上半年公司小苏打业务营业收入为3.25亿元，同比下降0.14亿元或4.13%；营业成本为1.49亿元，同比下降0.24亿元或13.87%；小苏打毛利为1.76亿元，同比增长900万元，毛利率为54.20%，同比增长5.11个百分点。近10年公司小苏打产品平均毛利率为45.78%，目前小苏打产品毛利率高出历史均值8.42个百分点，处于历史较高水平。

图10: 公司小苏打业务营业收入同比下降0.14亿元或4.13%。



数据来源: 公司公告，广发证券发展研究中心

公司2015年有两个小苏打在建项目建成或达到预定可使用状态。其中，2015年中源化学控股子公司新型化工年产能15万吨的小苏打项目建成投产，2015年12月底，公司20万吨小苏打项目进度达到100%。2016年伴随以上新建成小苏打项目产能进一步释放，预计公司小苏打产量将进一步提升。

表6: 公司近期新建小苏打项目 (截止2015年12月31日, 单位: 万元)

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	工程进度
20万吨小苏打项目	15000	7498.8	3065.5	100%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

煤炭: 权益产能 300 万吨, 16 年底部回升

现有煤炭权益产能 300 万吨, 后续产能有望逐步释放

公司现有煤炭产能450万吨, 权益产能为300万吨, 主要是公司控股67%的湾图沟煤矿, 其主要生产动力煤, 电煤占2/3。另外公司参股34%、中煤控股66%的纳林河矿业公司设计产能为800万吨, 通过审批后将可以迅速投入生产。公司还全资拥有华远矿资源探矿权, 该探矿权所覆盖的储量达3.3亿吨, 公司积极准备开发。公司后续煤炭产能有望逐步释放, 公司煤炭产能也将有较大提升。

表7: 公司煤炭业务产能明细 (单位: 万吨)

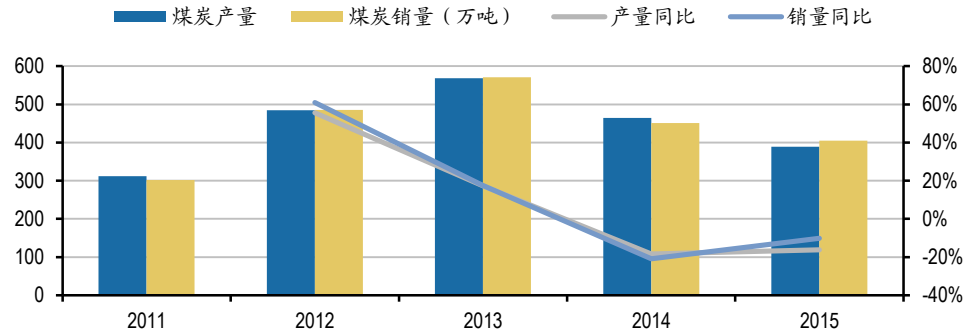
名称	总产能	权益产能
湾图沟煤矿 (67%)	450	300
未投产: 纳林河矿业 (34%)	800	272
合计	1250	572

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

煤炭业务产销均衡, 营收同比上升

公司近年来煤炭产销量均衡, 但受煤炭行业低迷影响, 2014年以来公司煤炭产量连续两年下降。2015年公司煤炭产量为389万吨, 同比下降16.3%; 煤炭销量为405万吨, 同比下降10.21%。2016年煤炭行业年有所回暖, 预计2016年公司煤炭产销量较2015年持平或略微有所上升。

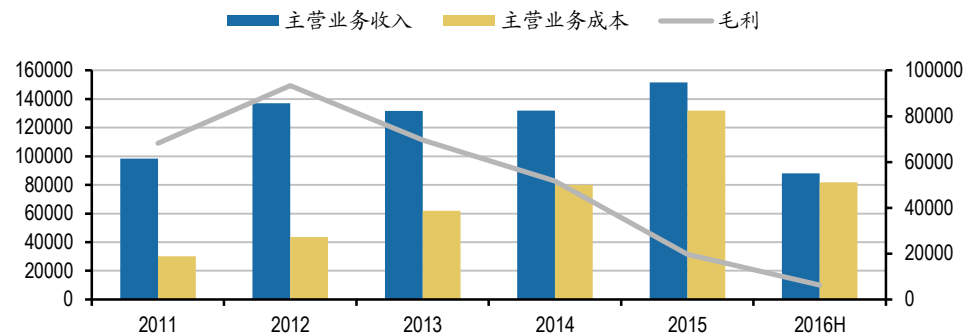
图11: 公司煤炭业务产销均衡



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2016年上半年公司煤炭业务收入8.81亿元，同比增长37.09%，煤炭业务销售情况较2015年有所回升。不过2016年上半年煤炭业务营业成本8.19亿元，同比增长60.10%，导致煤炭业务毛利有一定幅度的下降。2016年上半年公司煤炭业务毛利为6289.8万元，同比下降68.1%。16年第3季度以来，公司煤炭价格有所回升，预计公司下半年煤炭业务盈利状况将有所改善。

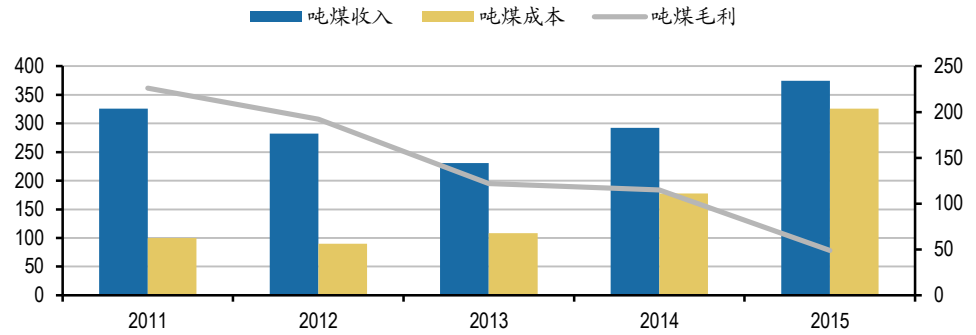
图12: 公司煤炭业务毛利同比增长37.09%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司煤炭产品吨煤收入自2011年以来呈现先降后升的趋势，2015年公司的吨煤收入为374.31元/吨，同比增长81.95元/吨或28.03%。与此同时，公司吨煤成本则呈现不断上升的趋势，2015年公司吨煤成本为325.61元/吨，同比上涨148元/吨或83.32%。公司的吨煤毛利不断下降，自2011年的226.07元下降至2015年的48.70元，下降趋势明显。2015年公司煤炭业务亏损约900万元，吨煤净利约为-3元/吨。

图13: 公司2015年公司的吨煤毛利同比下滑66元/吨



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

公司主要从事煤炭业务的子公司为内蒙古博源煤化工公司，2016年上半年受煤炭市场景气度仍处低位的影响，公司煤炭业务亏损880万元，不过伴随下半年煤价回升，预计公司盈利情况将有所转好。

表 8：公司主要煤炭子公司盈利情况（单位：百万）

内蒙古博源煤化工公司（67%）	2011	2012	2013	2014	2015	2016H
营业收入	966.8	1362.5	1141.6	934.5	573.3	380.3
营业利润	444.9	511.6	315.9	150.5	-19.5	-8.2
净利润	343.9	485.6	253.2	126.2	-13.2	-8.8

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

积极布局煤炭运输渠道，在建矿井有望加速推进

公司积极布局煤炭运输资源，其中铁路项目预计总投资4.34亿元，截止2016年6月30日，工程累计投资金额为1.81亿元，工程进度为22.82%；煤炭储配物流项目顺利开工，工程进度0.29%。公司投资建设自有铁路项目，稳定运输渠道的同时达到稳定成本的效果，由于运输费用在煤炭及其他产品成本中占重要地位，公司自有铁路投入运营后可以帮助公司煤炭和其他产品有效控制成本，提高行业竞争力。

表 9：公司物流运输在建项目（截止 2016 年 6 月 30 日，单位：万元）

项目名称	项目预计总投资	期末余额	工程累计投入占预算	工程进度
铁路项目	43400	18111	41.73%	22.82%
煤炭储配物流项目	566600	4403	0.78%	0.29%
合计	610000			

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

与此同时，公司积极拓展煤炭产能规模，与煤炭央企中煤能源合作开发的纳林河矿业设计产能800万吨，由于先进产能置换，目前正在加快办理手续中，预计2017年上半年完成手续实现投产。公司还拥有华远矿资源探矿权的100%股权，该探矿权的

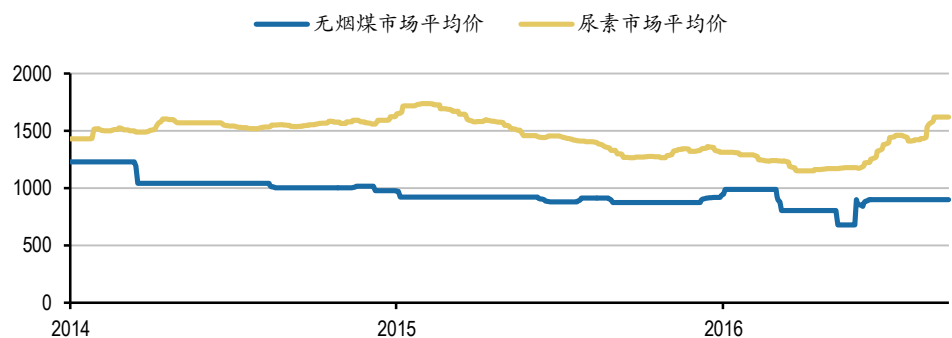
矿储量约为3.3亿吨，公司已经准备开发。2016年下半年以来由于煤价回升，公司煤炭业务盈利状况将有所改善，未来公司在建煤矿项目加快投产后，公司煤炭产能将有较大提升。此外，公司母公司博源集团正在开发或储备的煤炭资源主要分布在鄂尔多斯、锡盟及境外蒙古国，其中在建矿方面，由中煤能源控股51%，集团拥有49%股权的母杜柴登井田也在加快建成的进度；此外集团取得蒙古国南戈壁省一个矿区的探矿权，在已勘探的80平方千米区域内，煤炭总储量约为2.08亿吨。目前集团正积极推进矿的前期建设，预计总投资5亿元。

积极布局坑口尿素，甲醇业务亏损收窄至2亿

布局煤炭尿素一体化，坑口尿素成本优势明显

受尿素市场产能过剩影响，2016年上半年尿素市场价格仍持续下跌，最低点接近10年来最低点。2016年第三季度以来，受行业开工降低、市场供应减少的影响，尿素市场价格呈现反弹上升趋势。2016年下半年煤炭价格虽然有所上升，但是尿素价格上升幅度超过煤炭价格上涨幅度，预计2017年尿素价格有望进一步回升，公司尿素业务盈利情况有望好转。

图14：2016年第三季度尿素价格呈现反弹趋势



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2015年公司50/80项目（50万吨合成氨，80万吨尿素产能，来自控股71%的博大实地）建成投产，化肥业务满负荷生产，产能得到充分利用，因此产量较2014年有较大提升。2015年公司尿素产品的生产量为96.35万吨，销售量为96.49万吨，同比分别增长79.88%和83.47%，尿素产品库存则同比下降13.40%。

2016年上半年公司尿素业务营业收入为5.79亿元，同比下降5.11亿元或46.88%。同期尿素业务营业成本为4.21亿元，同比下降3.7亿元或46.78%，尿素业务毛利为1.59亿元，同比下降1.4亿元或46.82%。而产品毛利率为27.36%，同比微跌0.09个百分点，仍保持较高水平。

公司尿素业务的收入主要来源于子公司内蒙古博大实地公司，2015年公司营业收入

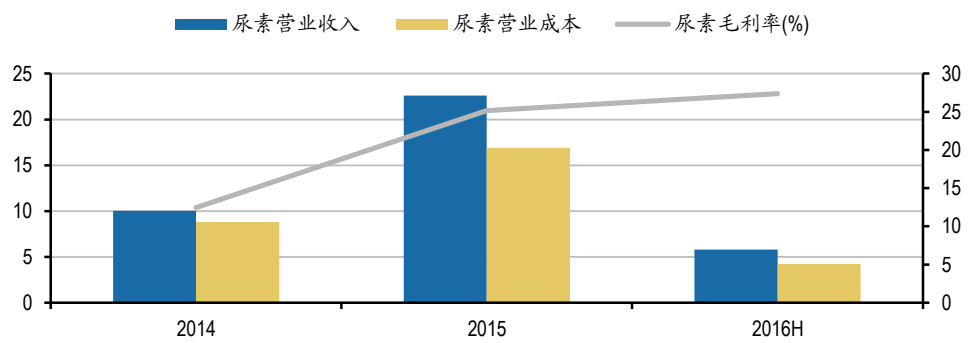
为13.77亿元，营业利润为1.19亿元，净利润为1.05亿元。2016年上半年受尿素市场低迷影响，公司营业收入约为4.69亿元，营业利润为-0.187亿元，净利润为-0.176亿元。

表10: 公司尿素产品产销均衡

项目名称	2015	2014	同比
销售量(吨)	964,851	525,898	83.47%
生产量(吨)	963,543	535,657	79.88%
库存量(吨)	8,451	9,759	-13.40%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图15: 公司2016年上半年尿素业务收入同比下降46.88%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

表11: 公司主要尿素子公司盈利情况 (单位: 百万)

内蒙古博大实地化学有限公司 (71%)	2014	2015	2016H
营业收入	639	1376.8	469.1
营业利润	-5.9	119.3	-18.7
净利润	-5.9	105.4	-17.6

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

公司生产煤制尿素主要原材料为煤炭，约占生产成本的70%。公司尿素产量增加得益于子公司博大实地的50/80项目投产，该项目的原料煤主要由蒙大矿业（中煤集团出资66%，远兴能源出资34%建成）供应，该煤炭矿区距离博大实地厂区4.4公里，煤炭按坑口价采购，因而公司尿素具有一定的成本优势。2016年受去产能政策影响，纳林河煤炭停产，公司外购煤炭生产尿素，煤炭原材料价格上涨，公司成本优势有所下降。不过目前乌审旗蒙大矿业有限责任公司纳林河二号矿800万吨/年煤矿项目正在有序推进，预计该项目投产后，公司尿素业务将比现在更具有成本优势。此外，公司30万吨合成氨制52万吨尿素项目目前已累计投入11.26亿元，工程进度97.28%，该项目属于公司重点在建项目，预计将于2017年底达产，项目投产后公司尿素产能有望得到较大提升。

表 12: 公司 2014 年与 2015 年前三季度煤炭采购单价低于市场价

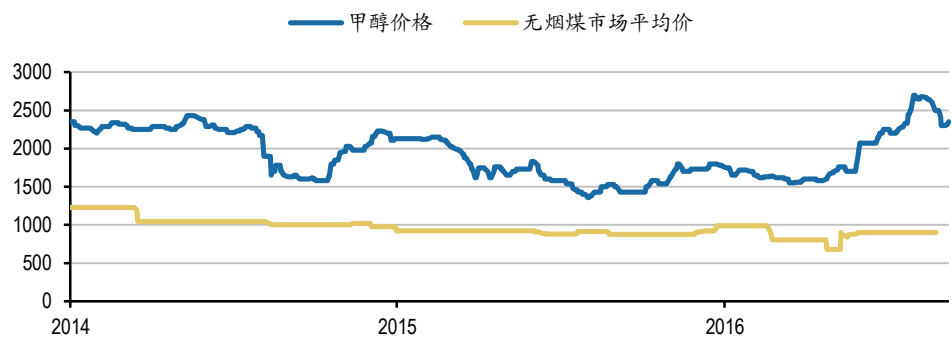
原材料	2014			2015M1-9		
	采购量 (万吨)	采购金额 (万元)	采购单价 (元)	采购量 (万吨)	采购金额 (万元)	采购单价 (元)
煤炭	95	24,179	253.49	92	19,084	207.51
电 (万度)	18,685	5,899	0.32	20,625	7,287	0.35
水 (万吨)	242	1,141	4.71	285	1,272	4.46

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

甲醇业务部分恢复生产, 亏损额收窄至约 2 亿

近年来由于下游市场低迷, 甲醇价格持续下行。2016年初甲醇价格为1600元左右, 低于产品完全成本, 公司甲醇业务仍处于亏损状态。不过从3季度开始, 甲醇市场价格呈现反弹上升趋势, 预计2017年甲醇价格有望逐步回暖, 公司甲醇业务盈利也有望好转。

图 16: 2016 年 12 月底甲醇市场价反弹至约 2800 元



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司甲醇产能为133万吨, 是目前国内最大的天然气制甲醇生产企业。受市场环境持续低迷影响, 公司产能目前尚未得到充分利用, 产能利用率维持在58.57%至78.20%之间。但公司甲醇产品具有稳定的客户群体, 产销率保持在98%以上。公司甲醇销售结算方式为先款后货, 与下游客户有较良好的合作关系。

由于天然气价格上涨至2元/立方以上及天然气供应不足, 2015年公司甲醇业务停产, 甲醇产品产量为零。随着2016年天然气价格下降至1.34元/立方, 公司甲醇业务部分恢复生产, 但受冬季天然气限量和上半年甲醇价格低迷影响, 公司2016年甲醇业务仍难以扭亏为盈。

2016年上半年公司甲醇业务收入为4.70亿元, 同比增长36.93%, 甲醇业务销售情况较2015年有所回升。同期甲醇业务营业成本为4.99亿元, 同比增长48.75%, 2016年上半年甲醇业务毛利为-2970万元, 同比下降3700万元。考虑到甲醇价格下半年

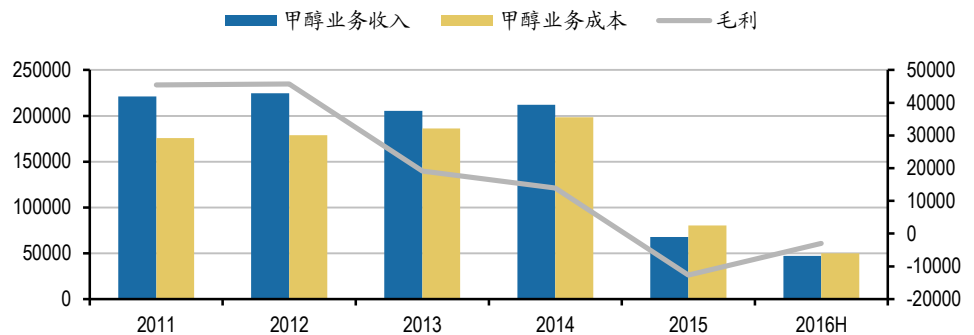
逐步回升，2016年度公司甲醇业务亏损额有望收窄，预计亏损将由3亿元收窄至约2亿元。

表 13: 公司甲醇产品产销量情况 (单位: 万吨)

	2012	2013	2014	2015
产量	103.93	88.74	77.91	3.32
销量	104.67	89.04	76.93	0
产销率	100.71%	100.34%	98.74%	-
产能	133	133	133	133

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图 17: 2016年上半年公司甲醇业务收入同比增长36.93%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

公司从事甲醇业务的子公司主要有内蒙古博源联合化工有限公司和博苏里格天然气化工有限公司,受近年来甲醇行业低迷影响,2014年博源联合营业收入为12.66亿元,而净利润亏损1.24亿元;而2014年博苏里格公司实现营收5.51亿元,净利润则亏损0.99亿元。2015年之后两家子公司则基本处于停产状态。

表 14: 公司主要甲醇子公司盈利情况 (单位: 百万)

公司	项目	2011	2012	2013	2014	2015	2016H
内蒙古博源联合化工有限公司 (80%)	营业收入	1605	1535.4	1453.6	1265.5	112.57	314.2
	营业利润	188	98.5	-171.1	-124.8	-208.1	-76.9
	净利润	158.1	57.2	-170.3	-124.2	-209.5	-77.2
内蒙古博苏里格天然气化工公司 (40%)	营业收入	606.3	650.5	630.7	551.3		
	营业利润	33.4	36.7	-48.3	-99.8		
	净利润	29.3	38.3	-51.7	-99.2		

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

天然碱业务保持领先，煤炭及化工业务有望反弹，远期发展值得期待，上调评级至“谨慎增持”

2015年公司纯碱业务、煤炭、甲醇和尿素分别盈利约5.5亿、-0.09亿元、-3亿元和0.75亿元。受益于供给侧改革，2016年公司纯碱业务盈利增加，煤炭板块有望扭亏为盈，同时甲醇、尿素项目未来业绩有望得到改善。同时2016年9月公司完成定增募集29亿元，其中22亿元拟投资建设50万吨/年合成氨联产50万吨/年尿素、60万吨/年联碱项目，预计项目投产后有望进一步增厚公司业绩。

根据宏观经济环境与纯碱价格趋势，目前纯碱价格已增长至2200元左右，中国纯碱工业协会预计2017年国内纯碱市场平均价格将维持在1600元/吨以上。我们对2017年公司盈利预计如下：1) 纯碱业务：若按照1600元/吨均衡价格计算，公司纯碱板块吨盈利约500元，17年预计盈利约10亿元；2) 煤炭：合理价格下吨煤净利约80-90元，公司权益产量300万吨，预计盈利2-3亿元；3) 甲醇：甲醇业务继续停产则每年亏损2亿元左右；4) 尿素：尿素业务预计2017全年盈利3000万左右。

预计公司16-18年EPS分别为-0.11元、0.15元和0.15元，17-18年对应PE为21倍，中长期我们继续看好纯碱业务和煤炭业务的回暖，公司盈利有望显著提升，上调评级至“谨慎增持”。

风险提示

公司2016年预亏，业绩受甲醇价格、天然气价格、纯碱价格影响较大。

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	4121	3806	6449	5946	6495
货币资金	2781	2438	4867	4421	4795
应收及预付	853	1058	1308	1248	1404
存货	302	194	273	277	296
其他流动资产	185	116	0	0	0
非流动资产	15409	15575	15005	16350	16650
长期股权投资	533	538	538	538	538
固定资产	10163	9962	10595	12190	12418
在建工程	2136	2290	2545	2060	2034
无形资产	1040	998	1199	1434	1531
其他长期资产	1536	1788	129	129	129
资产总计	19530	19382	21454	22297	23144
流动负债	7724	8001	4163	4421	4683
短期借款	2568	2710	0	0	0
应付及预收	4018	3960	4163	4421	4683
其他流动负债	1139	1330	0	0	0
非流动负债	3256	3118	2616	2616	2616
长期借款	1842	1791	1791	1791	1791
应付债券	824	826	826	826	826
其他非流动负债	590	501	0	0	0
负债合计	10981	11118	6779	7038	7300
股本	1619	1619	3900	3900	3900
资本公积	1420	1420	5982	5982	5982
留存收益	2977	2996	2569	3147	3727
归属母公司股东权	6047	6060	12475	13054	13634
少数股东权益	2502	2204	2199	2205	2211
负债和股东权益	19530	19382	21454	22297	23144

至12月31日	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7200	7318	7464	8733	9214
营业成本	5028	5157	5724	5982	6251
营业税金及附加	208	117	304	307	278
销售费用	565	547	491	568	606
管理费用	516	719	635	611	811
财务费用	376	446	458	458	458
资产减值损失	32	69	430	30	30
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	1	12	-2	-2	-2
营业利润	477	276	-580	775	777
营业外收入	13	27	10	10	10
营业外支出	4	6	6	6	6
利润总额	486	297	-576	779	781
所得税	209	192	-144	195	195
净利润	277	105	-432	584	586
少数股东损益	69	48	-4	6	6
归属母公司净利润	208	57	-427	579	580
EBITDA	1504	1630	1216	2390	2555
EPS (元)	0.13	0.04	-0.11	0.15	0.15

	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	764	646	1131	2498	2435
净利润	277	105	-432	584	586
折旧摊销	622	853	906	1125	1288
营运资金变动	-561	-774	-267	315	87
其它	427	463	924	474	474
投资活动现金流	-341	-829	-814	-2499	-1615
资本支出	-345	-817	-811	-2496	-1613
投资变动	3	-12	-2	-2	-2
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	809	-556	2113	-446	-446
银行借款	4009	4797	-2710	0	0
债券融资	-3859	-4790	-1449	0	0
股权融资	1054	0	6843	0	0
其他	-396	-563	-571	-446	-446
现金净增加额	1232	-740	2429	-446	374
期初现金余额	736	2781	2438	4867	4421
期末现金余额	1968	2041	4867	4421	4795

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	111.8	1.6	2.0	17.0	5.5
营业利润增长	546.5	-42.1	-310.1	233.7	0.2
归属母公司净利润增长	673.4	-72.7	-852.6	235.4	0.2
获利能力(%)					
毛利率	30.2	29.5	26.7	30.2	29.5
净利率	3.8	1.4	-5.8	6.7	6.4
ROE	3.4	0.9	-3.4	4.4	4.3
ROIC	4.4	2.4	2.0	7.4	7.3
偿债能力					
资产负债率(%)	56.2	57.4	31.6	31.6	31.5
净负债比率	0.4	0.5	-0.2	-0.1	-0.1
流动比率	0.53	0.48	1.55	1.34	1.39
速动比率	0.47	0.43	1.42	1.23	1.27
营运能力					
总资产周转率	0.46	0.38	0.37	0.40	0.41
应收账款周转率	155.16	74.95	132.59	109.77	100.02
存货周转率	23.24	20.78	20.95	21.60	21.10
每股指标(元)					
每股收益	0.13	0.04	-0.11	0.15	0.15
每股经营现金流	0.47	0.40	0.29	0.64	0.62
每股净资产	3.74	3.74	3.20	3.35	3.50
估值比率					
P/E	38.6	157.9	-28.5	21.0	21.0
P/B	1.3	1.5	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	7.7	7.9	8.2	4.3	3.9

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2014-2016年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2014-2016年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名。
- 姚遥：研究助理，美国普林斯顿大学工学博士，2015年进入广发证券发展研究中心，2015-2016年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。