

远兴能源 (000683.SZ)

17 年上半年净利 3.19 亿，制碱煤炭业务贡献增量

● 17 年上半年归母净利 3.19 亿元，总比增长 691%

公司 17 年上半年归母净利 3.19 亿元，同比增长 691%，分季度看，第 2 季度净利润 1.53 亿元，环比下降 7.6%。17 年上半年每股收益 0.08 元，其中第 1、2 季度 EPS 分别为 0.04 元、0.04 元。

● 上半年制碱、煤炭、化肥业务营收大幅增长，甲醇业务减亏

公司主要产品包括纯碱、小苏打、煤炭、尿素、甲醇等产品，17 年上半年营收占比分别为 24%、8%、28%、22%、7%：

制碱业务：纯碱、小苏打产量分别为 84 万吨、31 万吨。按生产量估算，纯碱吨售价、吨成本、吨毛利分别为 2037 元/吨、952 元/吨、1085 元/吨，小苏打吨售价、吨成本、吨毛利分别为 1357 元/吨、573 元/吨、784 元/吨。

煤炭业务：商品煤产量 154.98 万吨，按生产量估算，17 年上半年吨煤售价、吨煤成本、吨煤毛利分别为 977 元/吨、812 元/吨、164 元/吨。

化肥业务：尿素产量 43.61 万吨，按生产量估算，尿素吨售价、吨成本、吨毛利分别为 2657 元/吨，2193 元/吨、464 元/吨。

甲醇业务：甲醇产量 5.94 万吨，按生产量估算，甲醇吨售价、吨成本、吨毛利分别为 6183 元/吨、6202 元/吨、亏损 19 元/吨。

● 纯碱产能 180 万吨；煤炭权益在产 300 万吨；权益在建 540 万吨

公司是全国唯一采用天然碱制碱的公司，纯碱产能 180 万吨。

据公司公告，现有在产的湾图沟（67%，450 万吨）；另参股母杜柴登煤矿（49%，核定产能 600 万吨），纳林河矿业公司（34%，核定产能为 800 万吨），产能置换工作已获得发改委批复；全资拥有华远矿资源探矿权。随着公司在建产能投产，煤炭产量有望提升。

据公司公告，公司拥有甲醇产能 133 万吨/年，尿素产能 95 万吨/年。同时，在建 30 万吨合成氨制 52 万吨尿素项目及 50 万吨/年合成氨联产 50 万吨/年尿素、60 万吨/年联碱项目，截至 17 年 6 月底分别完工 80%和 2%。

● 预计 17-19 年 EPS 分别为 0.15 元、0.19 元、0.21 元

公司是天然制碱龙头，受益于纯碱和煤炭价格回升，业绩有望增长，同时随着公司煤炭产能逐步释放、合成氨联产尿素及联碱项目投产，业绩有望进一步增厚。目前公司 17 年 PE 为 22 倍，维持“谨慎增持”评级。

风险提示：业绩受甲醇价格、纯碱价格影响较大；在建项目进展低于预期。

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	7,318.09	9,135.94	10,227.41	10,457.94	10,711.51
增长率(%)	1.64%	24.84%	11.95%	2.25%	2.42%
EBITDA(百万元)	1,630.24	1,342.26	1,922.11	2,644.88	2,892.42
净利润(百万元)	56.80	-512.78	567.96	728.33	835.78
增长率(%)	-72.70%	-1,002.72%	210.76%	28.24%	14.75%
EPS（元/股）	0.035	-0.131	0.146	0.187	0.214
市盈率（P/E）	157.89		21.63	16.87	14.70
市净率（P/B）	1.48	1.53	1.41	1.28	1.17
EV/EBITDA	7.85	10.60	6.56	4.41	3.51

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

3.15 元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-08-24

相对市场表现



分析师： 沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师： 安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

相关研究：

远兴能源 (000683.SZ)：天 2017-02-14

然制碱龙头，盈利有望显著回升

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： 徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@gf.com.cn

17 年上半年归母净利 3.19 亿元，总比增长 691%

公司17年上半年归母净利3.19亿元，同比增长691%（2016年上半年归母净利4031万元），公司17年上半年实现营业收入53.4亿元，同比增长55%，主要源于2017年上半年纯碱、小苏打价格维持高位，煤炭市场大幅好转以及天然气制甲醇业务减亏。

分季度看，第2季度净利润1.53亿元，同比增长1551%，环比下降7.6%。17年上半年每股收益0.08元，其中第1、2季度EPS分别为0.04元、0.04元。

表 1: 公司核心财务数据概览（单位：亿元）

	2016Q1	2016Q2	2017Q1	2017Q2	2016H1	2017H1	H1 同比	Q2 环比
营业收入	15.0	19.6	22.3	31.1	34.6	53.4	54.6%	39.6%
营业成本	10.5	15.2	15.8	23.8	25.7	39.6	54.2%	50.3%
毛利率	30.2%	22.2%	29.0%	23.6%	25.6%	25.9%	0.2%	-5.4%
管理费用	1.2	1.5	1.5	1.8	2.8	3.3	19.0%	23.6%
销售费用	1.0	1.1	1.0	1.3	2.1	2.3	8.3%	24.3%
财务费用	1.1	1.0	1.0	1.1	2.1	2.1	-1.6%	16.9%
期间费用率	22.4%	18.5%	15.4%	13.5%	20.2%	14.3%	-5.9%	-2.0%
营业利润	0.8	0.5	2.6	2.5	1.4	5.2	276.2%	-3.5%
净经营现金流	1.6	2.1	3.2	2.4	3.7	5.6	51.9%	-24.7%
销售商品现金/收入	57.8%	56.7%	55.9%	62.1%	57.2%	59.5%	2.3%	6.2%
EPS	0.01	0.00	0.04	0.04	0.01	0.08	691.5%	-7.6%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

上半年制碱、煤炭、化肥业务营收大幅增长，甲醇业务减亏

公司是国内唯一一家以天然碱法制纯碱和小苏打的企业，纯碱产能居全国第四位，占全行业7%左右。小苏打产能居全国第一位，占全行业40%左右。公司主要产品包括纯碱、小苏打、煤炭、尿素、甲醇等产品，17年上半年营收占比分别为24%、8%、28%、22%、7%：

制碱业务：2017年上半年制碱业务实现营业收入17.09亿元，同比增长27%，毛利率53.27%，同比增长1.65个百分点，纯碱、小苏打产量分别为83.92万吨、31.13万吨。按生产量估算，17年上半年纯碱单位售价、单位成本、单位毛利分别为2037元/吨、952元/吨、1085元/吨，小苏打单位售价、单位成本、单位毛利分别为1357元/吨、573元/吨、784元/吨。

煤炭业务：2017年上半年煤炭业务实现营业收入15.14亿元，同比增长72%，毛利率16.83%，同比增长9.69个百分点，商品煤产量154.98万吨，按生产量估算，17年上半年吨煤售价、吨煤成本、吨煤毛利分别为977元/吨、812元/吨、164元/吨。

化肥业务：2017年上半年化肥业务实现营业收入11.59亿元，同比增长100%，毛利

率17.47%，同比减少9.89个百分点，尿素产量43.61万吨，按生产量估算，尿素单位售价、单位成本、单位毛利分别为2657元/吨、2193元/吨、464元/吨。

甲醇及下游产品业务：2017年上半年甲醇及下游产品实现营业收入3.74亿元，同比减少19.83%，毛利率-0.20%，同比增加6.82个百分点，甲醇产量5.94万吨，按生产量估算，甲醇单位售价、单位成本、单位毛利分别为6183元/吨、6202元/吨、亏损19元/吨。

表 2：公司主要业务经营数据（单位：亿元）

		2016A	2016H1	2016H2	2017H1	2017H1 同比	2017H1 环比
碱业							
	营业收入	28.75	13.48	15.27	17.09	27%	12%
	营业成本	15.19	6.52	8.67	7.99	22%	-8%
	毛利	13.56	6.96	6.60	9.11	31%	38%
	毛利率	47.15%	51.62%	43.21%	53.27%	2%	10%
煤炭							
	营业收入	21.14	8.81	12.33	15.14	72%	23%
	营业成本	19.06	8.18	10.88	12.59	54%	16%
	毛利	2.08	0.63	1.45	2.55	305%	76%
	毛利率	9.83%	7.14%	11.76%	16.83%	10%	5%
甲醇及下游产品							
	营业收入	13.91	4.67	9.24	3.74	-20%	-60%
	营业成本	14.56	5.00	9.56	3.75	-25%	-61%
	毛利	-0.65	-0.33	-0.32	-0.01	-98%	-98%
	毛利率	-4.65%	-7.03%	-3.45%	-0.20%	6.8%	3%
化肥							
	营业收入	22.50	5.79	16.71	11.59	100%	-31%
	营业成本	19.74	4.21	15.53	9.56	127%	-38%
	毛利	2.76	1.59	1.18	2.02	28%	72%
	毛利率	12.27%	27.36%	7.04%	17.47%	-9.9%	10%
其他							
	营业收入	4.65	1.60	3.05	5.73	258%	88%
	营业成本	4.61	1.60	3.01	5.61	250%	86%
	毛利	0.04	0.00	0.04	0.13	4025%	227%
	毛利率	0.91%	0.19%	1.29%	2.24%	2.0%	1%

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表 3: 公司 2017 年上半年主要产品经营数据

	纯碱	商品煤	甲醇	尿素	小苏打
营业收入 (亿元)	17.09	15.14	3.67	11.59	4.23
营业成本 (亿元)	7.99	12.59	3.68	9.56	1.78
生产量 (万吨)	83.92	154.98	5.94	43.61	31.13
单位收入 (元/吨)	2,036.94	976.72	6,183.18	2,656.99	1,357.49
单位成本 (元/吨)	951.94	812.37	6,202.07	2,192.89	573.01
单位毛利 (元/吨)	1,085.00	164.35	-18.89	464.10	784.48

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

纯碱产能 180 万吨; 煤炭权益在产 300 万吨; 权益在建 540 万吨

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。公司在河南桐柏县拥有安棚和吴城两个天然碱矿区, 在内蒙古锡林郭勒盟拥有查干诺尔碱矿, 现有纯碱产能180 万吨。

公司控股湾图沟 (67%), 现有煤炭产能450万吨, 权益产能为300万吨, 另参股母杜柴登煤矿 (49%, 核定产能600万吨), 纳林河矿业公司 (参股34%, 核定产能为800万吨), 产能置换工作获得发改委批复, 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。随着公司在建产能投产, 煤炭产量提升。

另外, 公司拥有甲醇产能为133万吨/年, 尿素产能为95万吨/年。同时, 根据公司公告, 公司在建30 万吨合成氨制52 万吨尿素项目及50 万吨/年合成氨联产 50 万吨/年尿素、60 万吨/年联碱项目, 截至17年6月底分别完成工程进度的80%、2%, 预计项目投产后有望进一步增厚公司业绩。

预计 17-19 年 EPS 分别为 0.15 元、0.19 元、0.21 元

公司是天然制碱龙头, 受益于纯碱和煤炭价格回升, 业绩有望增长, 同时随着公司煤炭产能逐步释放、合成氨联产尿素及联碱项目投产后, 业绩有望进一步增厚。目前公司17年PE 为22倍, 维持“谨慎增持”评级。

风险提示

业绩受甲醇价格、天然气价格、纯碱价格影响较大; 在建项目进展低于预期。

资产负债表						单位: 百万元						现金流量表						单位: 百万元					
至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			2015A	2016A	2017E	2018E	2019E			
流动资产		3806	5983	7449	8356	9883	经营活动现金流		646	482	1726	1511	2067	经营活动现金流		646	482	1726	1511	2067			
货币资金		2438	4699	6194	7141	8660	净利润		105	-634	702	900	1033	净利润		105	-634	702	900	1033			
应收及预付		1058	865	844	824	832	折旧摊销		853	896	892	675	690	折旧摊销		853	896	892	675	690			
存货		194	227	221	199	199	营运资金变动		-774	-798	15	-411	-3	营运资金变动		-774	-798	15	-411	-3			
其他流动资产		116	192	192	192	192	其它		463	1018	118	347	347	其它		463	1018	118	347	347			
非流动资产		15575	16251	15513	15165	14803	投资活动现金流		-829	-1150	0	-327	-327	投资活动现金流		-829	-1150	0	-327	-327			
长期股权投资		538	508	508	508	508	资本支出		-817	-842	0	-327	-327	资本支出		-817	-842	0	-327	-327			
固定资产		9962	9748	9063	8765	8449	投资变动		-12	-308	0	0	0	投资变动		-12	-308	0	0	0			
在建工程		2290	2986	2986	2986	2986	其他		0	0	0	0	0	其他		0	0	0	0	0			
无形资产		998	977	925	875	828	筹资活动现金流		-556	2667	-232	-237	-220	筹资活动现金流		-556	2667	-232	-237	-220			
其他长期资产		1788	2031	2031	2031	2031	银行借款		4797	4771	0	0	0	银行借款		4797	4771	0	0	0			
资产总计		19382	22233	22963	23521	24686	债券融资		-4790	-4702	0	0	0	债券融资		-4790	-4702	0	0	0			
流动负债		8001	11117	11105	10652	10657	股权融资		0	2576	0	0	0	股权融资		0	2576	0	0	0			
短期借款		2710	3518	3518	3518	3518	其他		-563	23	-232	-237	-220	其他		-563	23	-232	-237	-220			
应付及预收		3960	5450	5437	4985	4989	现金净增加额		-740	1999	1494	948	1519	现金净增加额		-740	1999	1494	948	1519			
其他流动负债		1330	2150	2150	2150	2150	期初现金余额		2781	2438	4699	6194	7141	期初现金余额		2781	2438	4699	6194	7141			
非流动负债		3118	1357	1357	1357	1357	期末现金余额		2041	4437	6194	7141	8660	期末现金余额		2041	4437	6194	7141	8660			
长期借款		1791	926	926	926	926																	
应付债券		826	0	0	0	0																	
其他非流动负债		501	431	431	431	431																	
负债合计		11118	12474	12461	12009	12014																	
股本		1619	3901	3901	3901	3901																	
资本公积		1420	1723	1723	1723	1723																	
留存收益		2996	2484	3138	3977	4940																	
归属母公司股东权		6060	8125	8733	9572	10535																	
少数股东权益		2204	1634	1768	1940	2137																	
负债和股东权益		19382	22233	22963	23521	24686																	
利润表						单位: 百万元						主要财务比率											
至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	至12月31日		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	成长能力(%)									
营业收入		7318	9136	10227	10458	10712	营业收入增长		1.6	24.8	11.9	2.3	2.4	营业收入增长					1.6	24.8	11.9	2.3	2.4
营业成本		5157	7362	7711	6968	6952	营业利润增长		-42.1	-287.4	210.3	162.8	14.8	营业利润增长					-42.1	-287.4	210.3	162.8	14.8
营业税金及附加		117	168	188	192	197	归属母公司净利润增长		-72.7	-1,002.	210.8	28.2	14.8	归属母公司净利润增长					-72.7	-1,002.	210.8	28.2	14.8
销售费用		547	449	503	514	527	获利能力(%)							毛利					29.5	19.4	24.6	33.4	35.1
管理费用		719	711	796	814	833	毛利率		29.5	19.4	24.6	33.4	35.1	净利率					1.4	-6.9	6.9	8.6	9.6
财务费用		446	411	460	470	482	净利率		1.4	-6.9	6.9	8.6	9.6	ROE					0.9	-6.3	6.5	7.6	7.9
资产减值损失		69	515	0	0	0	ROIC		2.4	5.2	12.8	11.9	13.8	偿债能力									
公允价值变动收益		1	-1	0	0	0	资产负债率(%)		57.4	56.1	54.3	51.1	48.7	净负债比率					0.5	0.2	-	-0.1	-0.2
投资净收益		12	-37	0	0	0	流动比率		0.48	0.54	0.67	0.78	0.93	速动比率					0.43	0.49	0.62	0.74	0.88
营业利润		276	-517	571	1500	1721	营运能力							总资产周转率					0.38	0.44	0.45	0.45	0.44
营业外收入		27	19	0	0	0	应收账款周转率		74.95	48.77	48.77	48.77	48.77	存货周转率					20.78	34.93	34.93	34.93	34.93
营业外支出		6	17	0	0	0	每股指标(元)							每股收益					0.04	-0.13	0.15	0.19	0.21
利润总额		297	-515	571	1500	1721	每股经营现金流		0.40	0.12	0.44	0.39	0.53	每股净资产					3.74	2.08	2.24	2.45	2.70
所得税		192	118	-131	600	688	估值比率							P/E					157.9	-24.2	21.6	16.9	14.7
净利润		105	-634	702	900	1033	P/B		1.5	1.5	1.4	1.3	1.2	EV/EBITDA					7.9	10.6	6.6	4.4	3.5
少数股东损益		48	-121	134	172	197																	
归属母公司净利润		57	-513	568	728	836																	
EBITDA		1630	1342	1922	2645	2892																	
EPS(元)		0.04	-0.13	0.15	0.19	0.21																	

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，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 姚遥：分析师，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 年煤炭行业新财富第一名(团队)，水晶球第一名(团队)，金牛第一名(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	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
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（以下简称“广发证券”）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，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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。