CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

当前股价：8.76 元
2017 年 09 月 14 日

兴化股份 002109.SZ

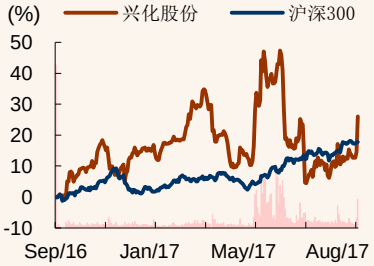
未来3年车用燃料乙醇需求有望大幅增长，看好公司长期成长空间

基础数据

上证综指	3384
总股本（万股）	70196
已上市流通股（万股）	21008
总市值（亿元）	61
流通市值（亿元）	18
每股净资产（MRQ）	4.6
ROE（TTM）	5.1
资产负债率	25.7%
主要股东	陕西延长石油（集团）
主要股东持股比例	48.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	-3	31
相对表现	13	-14	13



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《兴化股份（002109）—异动点评：看好公司未来成长空间》2017-05-19

2、《兴化股份（002109）—重组完成盈利向好，凤凰涅槃浴火重生》2017-05-03

周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn

孙维容
sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

姚鑫
yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

联系人
于庭泽
yutingze@cmschina.com.cn

事件：

2017 年 9 月 13 日，国家发展改革委、国家能源局、财政部等十五部门联合印发《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》。根据方案，到 2020 年全国范围内将基本实现车用乙醇汽油全覆盖；2025 年力争纤维素乙醇实现规模化生产，先进生物液体燃料技术、装备和产业整体达到国际领先水平。

评论：

1、如乙醇添加比例达到 10%，未来 3 年乙醇汽油需求将达近 1300 万吨，供需缺口明显。

1）目前全球燃料乙醇产量近 8000 万吨，其中生产和消费量最大的国家是美国，2015 年产量近 4500 万吨，占全球的 58%。虽然我国现在已成为燃料乙醇的第三大生产和消费国家，但 2015 年产量只有 230 万吨，全球占比仅 3%，发展滞后。2）如果我国 2020 年前全面推广 E10 乙醇汽油（乙醇添加比例达到 10%），那么乙醇汽油未来 3 年市场需求将达到 1284 万吨，自给率仅不到 20%，供需缺口明显。3）高税率导致燃料乙醇进口失去优势，供应转向国内。2017 年初商务部关于原产于美国进口 DDGS 反倾销、反补贴终裁公告发布，DDGS 反倾销税率为 42.2%-53.7%，反补贴税率为 11.2%-12%，自 2017 年 1 月 12 日起实施，期限为 5 年，“双反”政策的落实使美国 DDGS 进口失去优势，进口遭重挫。

2、第一大股东延长石油实现全球首套煤制乙醇装置工业化投产，经济性显著，未来市场空间广阔。

1）兴化股份的第一大股东延长石油集团率先突破 10 万吨煤制乙醇工业生产，全球首例，至今装置已经稳定运行超过 6 个月。2）该技术采用二甲醚羰基化路线，为目前煤制乙醇三种路线里面最具竞争力的工艺，经济性远超之前的醋酸加氢路线，相比传统粮食制乙醇工艺更是有明显成本优势，单吨成本降低 35%以上。在我国粮食乙醇补贴金额逐年走低的背景下，粮食乙醇竞争优势大幅削弱，煤制乙醇未来应用前景广阔。3）通过财务分析测算，10 万吨/年乙醇项目净利润超 1 亿元；兴化集团 50 万吨煤制乙醇的储备项目近期获得立项批复，有望于 2020 年前投产，届时规模化效应有望让单吨生产成本继续下降，经济性极强。目前乙醇项目在兴化集团体内，尚未明确公告百分之百注入上市公司体内，资产注入仍有不确定性。

3、受环保督察高压影响 DMF 涨价有望持续，公司业绩弹性大

1）2017 年 8 月 24 日江山化工有机胺甲胺生产装置发生管道泄漏，18 万吨的装置暂时停产。DMF 价格自 7 月底至今上涨 37%，公司目前拥有 DMF 产能 10 万吨，满负荷生产，上游原材料甲醇大部分自给。2）环保督察趋严将成为常态化，落后产能有望加速出清。DMF 产能 46%均集中于山东，随着 8 月第四批环保督察组入驻浙江、山东、四川等 8 大省份，行业开工率整体下降，落后产能关停，有效供给量减少。三季度是下游需求旺季，供需错配有望支撑价格持续上涨。

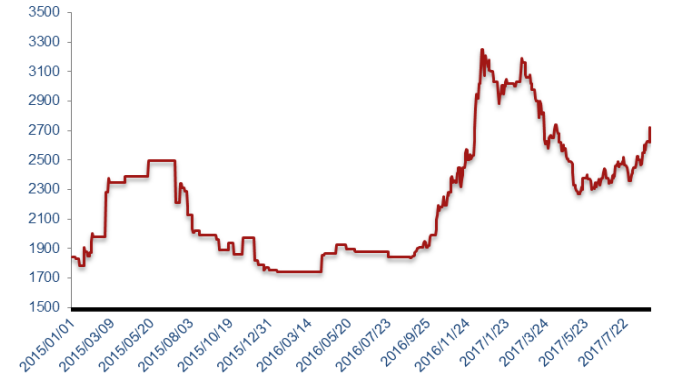
4、投资建议：维持强烈推荐！

预计 2017~2018 年净利润为 2.3/2.4 亿元（不考虑乙醇资产的注入），同比增速 732%/21%。最新收盘价对应 2017 年 PE 为 26 倍，考虑到大股东乙醇资产的技术颠覆和稀缺性，给予 30 倍以上估值。

5、风险提示：

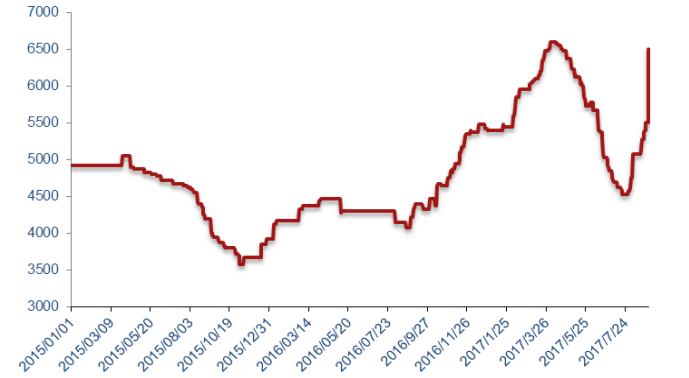
资产注入不确定性（目前乙醇项目在兴化集团体内，尚未明确公告百分之百注入上市公司体内）、大宗产品价格下滑（乙醇、DMF 因新增产能增多导致价格大幅下跌）、50 万吨煤制乙醇储备项目建设进度低于预期。

图 1：甲醇价格走势（元/吨）



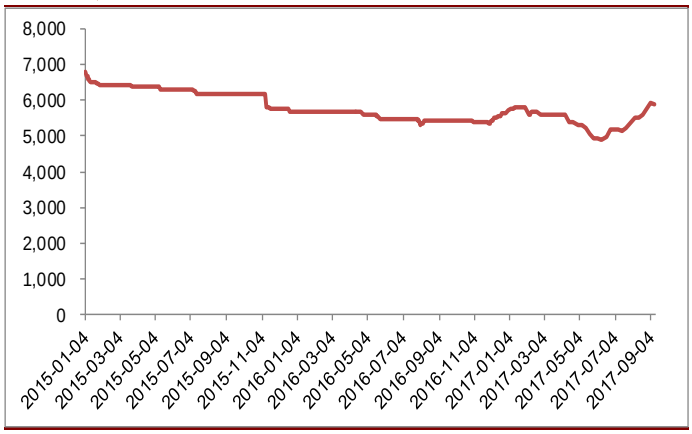
资料来源：百川资讯、招商证券

图 2：DMF 价格走势 （元/吨）



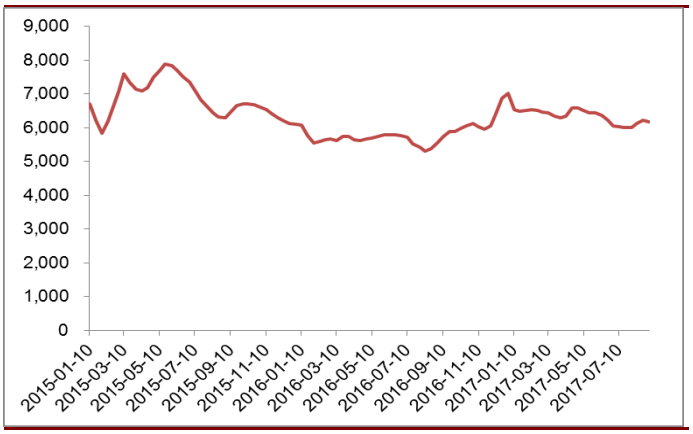
资料来源：百川资讯、招商证券

图 3：华东无水乙醇价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯、招商证券

图 4： 93#汽油价格走势 （元/吨）



资料来源：百川资讯、招商证券

表 1：我国燃料乙醇下游需求测算表

下游用途	具体描述	需求测算（万吨）	测算方法
乙醇汽油	按照我国的国家标准,乙醇汽油是用 90%的普通汽油与 10%的燃料乙醇调和而成	1284	2016 年我国汽油产量 12843 万吨，按照添加比例 10%测算乙醇需求量
乙酸乙酯	国内制备乙酸乙酯的主要方法仍为乙醇乙酸酯化法，即以醋酸和乙醇为原料，硫酸为催化剂直接酯化得乙酸乙酯	200	2015 年我国乙酸乙酯产能约 400 万吨，制备 1 吨乙酸乙酯需要 0.5 吨乙醇
其他化工品	可用于溶剂、油墨、定型剂、涂料等多种产品	300	据知网文献中估算
合计		1784	

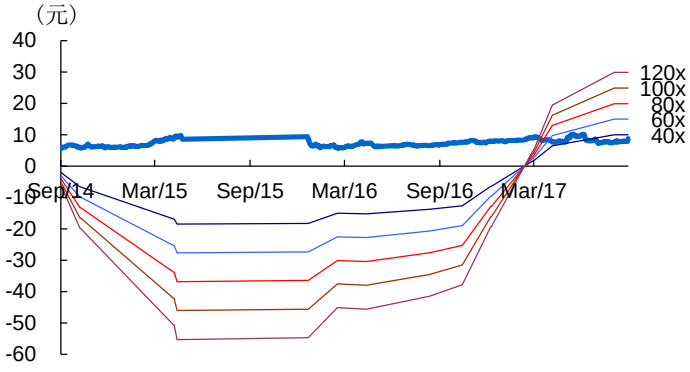
资料来源：wind、知网、招商证券

表 2：我国燃料乙醇主要产能分布

公司	地点	年产量（万吨）	主要原料	销售范围
中粮生化（肇东）有限责任公司	黑龙江	40	玉米	黑龙江
中粮生化（安徽）股份有限公司	安徽	60	玉米	安徽、山东、江苏和河北
吉林燃料乙醇有限公司	吉林	60	玉米	吉林、辽宁
河南天冠企业集团有限公司	河南	70	玉米、小麦	河南、湖北和河北
广西中粮生物质能源公司	广西	20	甘蔗、木薯	广西
国投广东生物能源	广东	15	木薯	广东
山东龙力生物	山东	5	玉米、玉米芯	山东
内蒙中兴能源	内蒙古	3	甜高粱	内蒙古

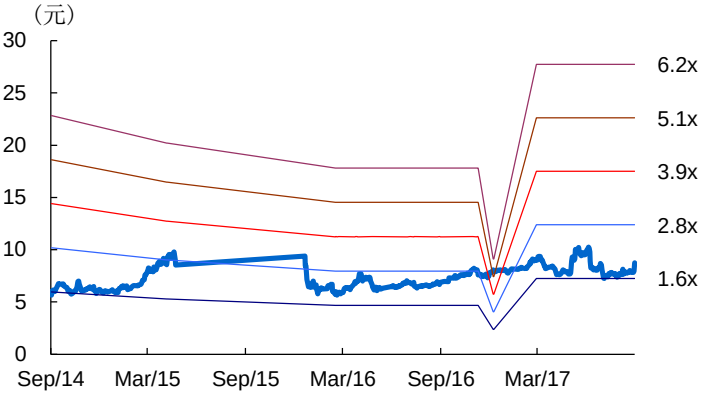
资料来源：公司公告、招商证券

图 5：兴化股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 6：兴化股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	333	749	588	788	886
现金	27	180	85	72	107
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	112	313	270	220	229
应收款项	79	61	47	299	345
其它应收款	0	4	4	5	5
存货	79	76	65	69	72
其他	35	115	117	123	128
非流动资产	1440	3690	3297	3798	3467
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1355	3377	3002	2669	2373
无形资产	37	180	162	146	131
其他	48	133	133	983	963
资产总计	**1773**	**4439**	**3885**	**4586**	**4353**
流动负债	609	1317	529	1057	645
短期借款	255	450	303	818	397
应付账款	249	104	98	104	108
预收账款	19	21	20	21	22
其他	87	741	108	114	118
长期负债	132	0	0	0	0
长期借款	119	0	0	0	0
其他	13	0	0	0	0
负债合计	**741**	**1317**	**529**	**1057**	**645**
股本	358	702	702	702	702
资本公积金	197	2581	2581	2581	2581
留存收益	469	(161)	73	245	425
少数股东权益	8	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1024	3122	3356	3528	3708
负债及权益合计	**1773**	**4439**	**3885**	**4586**	**4353**

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8	213	711	420	709
净利润	(135)	28	234	242	252
折旧摊销	110	271	395	351	482
财务费用	24	74	36	32	34
投资收益	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	11	(199)	59	(282)	(69)
其它	(1)	43	(8)	81	14
投资活动现金流	(14)	(4)	0	(850)	(150)
资本支出	(15)	(15)	0	0	0
其他投资	0	11	0	(850)	(150)
筹资活动现金流	(58)	(204)	(806)	417	(524)
借款变动	(33)	(2851)	(774)	515	(421)
普通股增加	0	344	0	0	0
资本公积增加	0	2384	0	0	0
股利分配	0	0	0	(70)	(73)
其他	(24)	(81)	(32)	(28)	(30)
现金净增加额	(64)	5	(95)	(13)	35

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	857	2038	2079	2200	2287
营业成本	801	1769	1664	1767	1836
营业税金及附加	4	10	10	10	11
营业费用	71	70	21	22	23
管理费用	76	98	79	84	87
财务费用	23	72	36	32	34
资产减值损失	12	5	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	(130)	19	271	287	299
营业外收入	6	58	10	10	10
营业外支出	12	13	8	13	13
利润总额	(136)	64	274	284	296
所得税	(1)	35	40	42	44
净利润	(135)	28	234	242	252
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(135)	28	234	242	252
EPS（元）	(0.38)	0.04	0.333	0.345	0.359

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	138%	2%	6%	4%
营业利润	-13%	-114%	1360%	6%	4%
净利润	-11%	-121%	732%	4%	4%
获利能力					
毛利率	6.5%	13.2%	20.0%	19.7%	19.8%
净利率	-15.7%	1.4%	11.2%	11.0%	11.0%
ROE	-13.1%	0.9%	7.0%	6.9%	6.8%
ROIC	-7.3%	0.9%	7.1%	6.3%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	29.7%	13.6%	23.1%	14.8%
净负债比率	23.8%	24.3%	7.8%	17.8%	9.1%
流动比率	0.5	0.6	1.1	0.7	1.4
速动比率	0.4	0.5	1.0	0.7	1.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	10.7	22.7	23.6	26.4	26.1
应收帐款周转率	11.7	29.1	38.4	12.7	7.1
应付帐款周转率	3.6	10.0	16.5	17.5	17.3
每股资料（元）					
每股收益	-0.38	0.04	0.33	0.34	0.36
每股经营现金	0.02	0.30	1.01	0.60	1.01
每股净资产	2.86	4.45	4.78	5.03	5.28
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.10	0.11
估值比率					
PE	-23.3	219.0	26.3	25.4	24.4
PB	3.1	2.0	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	2906.4	18.1	9.2	9.6	7.9

资料来源：公司数据、招商证券

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。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士，工学学士。2016 年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016 年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016 年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金。

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。