

## 低成本煤化工平台，乙二醇打开未来成长空间

### 投资要点

- **事件:** 公司发布三季度报, 2017年前三季度实现营业收入72.32亿元, 较上年同期增长31.24%; 归属于上市公司股东的净利润8.48亿元, 较上年同期增长31.51%。公司第三季度实现营业收入25.18亿元, 同比增长54.42%, 实现归母净利润3.02亿元, 同比增长95.45%。
- **多产品价格上涨, 盈利能力大幅提升。** 进入2017年以来, 随着环保趋严常态化及供给侧改革的不断推进, 造成供给端收缩明显, 公司多个产品价格上涨。2017年Q3, 正丁醇价格(华北地区市场价)自6月份6000元/吨上涨至目前6700元/吨(涨幅12%)、DMF价格由7月份4525元/吨上涨至目前6850元/吨(涨幅51%)、己二酸价格由7月份8050元/吨上涨至目前10600元/吨(32%)、醋酸价格由7月份2600元/吨上涨至目前3750元/吨(44%)、尿素价格由4月份1500元/吨上涨至目前1740元/吨(16%)、甲醇价格由7月份2350元/吨上涨至2750元/吨(17%)。公司多产品价格出现上涨, 导致公司产品盈利能力大幅提升, 三季度业绩得以高速增长。我们预计尿素等产品4季度价格将持续上涨, 公司全年业绩预计继续高速增长。
- **产业升级+降本增效, 进一步提升公司成长性。** 报告期内, 传统产业升级及清洁生产综合利用项目试车成功, 新煤气化平台已形成, 共折合氨醇生产能力100万吨, 其正式投产后公司的合成气平台总生产能力达320万吨。该项目采用先进的水煤浆气化技术, 建设年生产能力为13.6783亿Nm<sup>3</sup>的羰基合成气(CO+H<sub>2</sub>)生产装置, 替代采用传统UGI固定床气化技术的合成气生产装置, 可进一步降低原料煤和公用工程消耗, 有效减少环境污染。公司作为国内领先的煤化工企业, 水煤浆气化技术促使公司较国内竞争对手具有200-300元/吨成本优势, 新煤气化平台的建成, 将进一步降低公司的产品成本, 增强公司的成本优势, 提升公司成长性。
- **乙二醇明年中期投产, 打开公司成长空间。** 我国乙二醇需求严重依赖进口, 每年进口近750万吨, 对外依存度高达近60%, 国产替代势在必行。公司现有乙二醇产能5万吨, 依托多年在乙二醇生产积累经验, 将于明年新增50万吨乙二醇产能。公司依托现有煤化工平台, 成本优势明显, 完全投产后吨成本低至3500元/吨, 完全成本可有效控制在5000元/吨, 按照目前乙二醇价格7500元/吨(市场价, 含税价), 净利润有望高达7.7亿。我们预计未来油价将趋于震荡上行, 考虑油价上行带来煤制乙二醇经济性提升和助推乙二醇价格上涨, 公司业绩弹性巨大。
- **盈利预测与估值。** 我们预计17-19年EPS分别为0.71元、1.06元、1.36元, 对应动态PE分别为19倍、12倍和10倍, 首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅波动的风险、乙二醇和尿素等投产低于预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	7701.06	9819.25	11674.41	13380.28
增长率	-10.98%	27.51%	18.89%	14.61%
归属母公司净利润(百万元)	875.49	1152.93	1724.75	2208.67
增长率	-3.22%	31.69%	49.60%	28.06%
每股收益EPS(元)	0.54	0.71	1.06	1.36
净资产收益率ROE	10.73%	12.50%	15.93%	17.19%
PE	25	19	12	10
PB	2.63	2.33	1.98	1.67

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

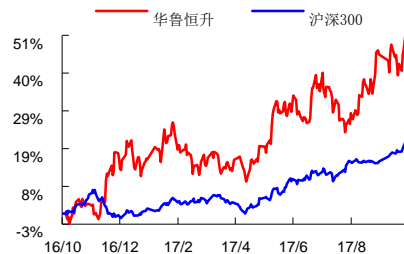
分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

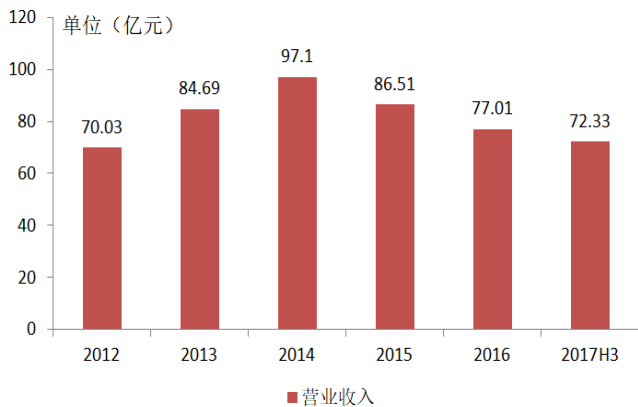
总股本(亿股)	16.20
流通A股(亿股)	16.12
52周内股价区间(元)	10.82-14.49
总市值(亿元)	212.93
总资产(亿元)	153.22
每股净资产(元)	5.48

### 相关研究

## 1 公司概况：“一头多线”打开成长空间的新型煤化工企业

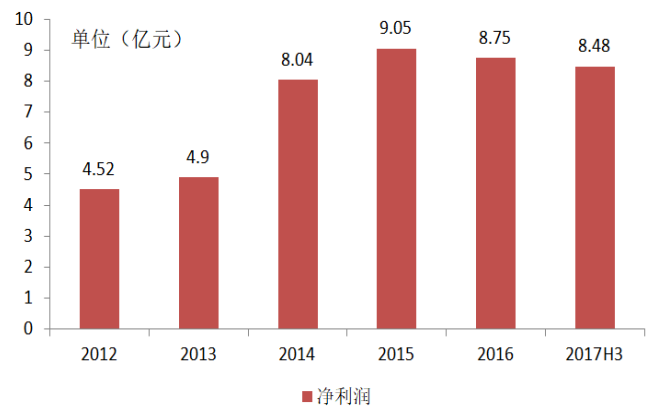
公司依托洁净平台推动产业升级，实现了“化肥”+“化工”的双主线的驱动式迅速成长，创建了“一头多线”的循环经济多联产的新型化工企业，目前公司的主营业务包括化工产品 & 化学肥料的生产销售，发电及供热业务。主要产品包括：肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇等。现具备年产 220 万吨氨醇、180 万吨尿素、50 万吨醋酸、25 万吨 DMF、20 万吨混甲胺、20 万吨多元醇、16 万吨己二酸、5 万吨乙二醇的生产能力。其中，氨醇和尿素产能位于国内前列。公司不断扩大产品规模、延伸产业链条，形成以洁净煤气为龙头辅以煤制乙二醇等新型产品的多元化产品结构的布局。

图 1：公司 2012 年以来营业收入变化



数据来源：wind，西南证券整理

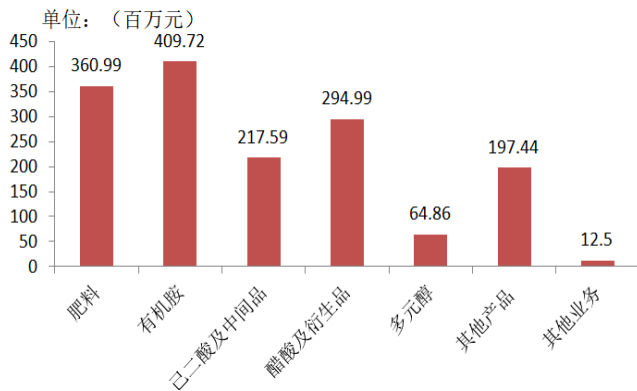
图 2：公司 2012 年以来净利润变化



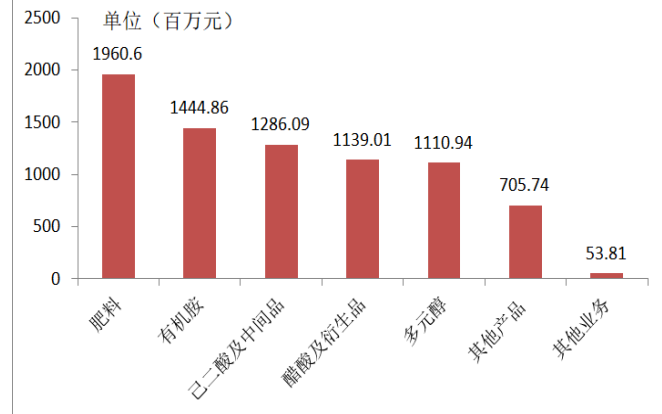
数据来源：wind，西南证券整理

2017 年前三季度，公司积极发展主营业务。氨醇方面，生产的甲醇大约 60-70 万吨自用，17 年下半年投放 100 万吨/年氨醇产能；尿素方面，17 年下半年预计增加 70 万吨产能，新增约 100 万吨先进产能，并淘汰 3 万吨落后产能，新增加 50 万吨功能性复合肥的生产；三聚氰胺方面，公司在 2014 年投产的三聚氰胺项目（一期）形成 5 万吨/年的生产能力，第二期的 5 万吨产能于 2017 年开工建设；混甲胺方面，公司的三甲胺基本用于外售，生产的二甲胺用于生产 DMF，而公司的 DMF 产能在 16 年利用率达到了 90%，17 年有望进一步扩大。

公司三季报实现营收 72.33 亿元，同比增 31.2%，实现净利 8.48 亿元，同比增 31.5%，公司今年上半年的业绩良好增长得益于 2017 年上半年公司大部分产品价格同比增长，各产品同比涨幅分别为：辛醇（31%）、丁醇（29%）、冰醋酸（44%）、尿素（23%）、DMF（34%）、己二酸（57%）、乙二醇（35%）。从第三季度产品均价环比数据看，多数产品价格保持上涨，尿素均价 1554 元/吨，环比增长 1.26%；醋酸均价 2883 元/吨，环比增长 1.48%；辛醇均价 8642 元/吨，环比增长 19.72%；乙二醇均价 7299 元/吨，环比增长 16.81%；己二酸均价 9196 元/吨，环比增长 0.34%。

**图 3：公司 2017 上半年主营产品毛利收入**


数据来源：wind，西南证券整理

**图 4：公司 2017 年上半年主营产品营业收入**


数据来源：wind，西南证券整理

**降本增效助力盈利能力提升。**公司不断实施改造升级，降本降耗，持续推进煤制气过程简化、硝酸等原材料配套，以及技术改进、运营管理等的升级，在合理的范围内有效的减少了成本。在降低成本的同时，公司还在积极实施工艺优化，使得煤制气过程中气化效率进一步提高，进一步巩固了成本优势。

**乙二醇进口替代空间大，盈利能力强。**16 年我国乙二醇消费量 1250 万吨，进口占 60%，还有较大的市场替代空间，近年来，公司积极推进煤质乙二醇项目，16 年筹集 26.7 亿元建设 50 万吨/年煤制乙二醇项目，前期投建的 5 万吨乙二醇项目已实现盈利，预计 2018 年 50 万吨/年煤质乙二醇项目预计投产，按照当前价格计算，可实现净利润约 7.7 亿元，能进一步提升公司的市场竞争力和盈利能力。

## 2 盈利预测

### 关键假设：

**假设 1：**假设 2017 年公司产品价格不含税均价如下，尿素价格 1400 元/吨、复合肥价格 1700 元/吨、有机胺价格 5338 元/吨、己二酸价格 8564 元/吨、醋酸价格 2564 元/吨、乙二醇价格为 6000 元/吨。

**假设 2：**预计公司乙二醇 2017-2019 年销量分别为 5 万吨、35 万吨、48 万吨，产品价格维持强势，但由于成本规模优势下行近 1000 元/吨，预计毛利率将逐步提升。尿素行业底部回暖，价格中枢有望逐步上移，且公司新煤气化平台将建成，成本有望进一步下降，公司化肥业务毛利率有望逐步扩大。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	7,701.06	9,819.25	11,674.41	13,380.28
	增速	-10.98%	27.51%	18.89%	14.61%
	成本	6,142.98	7,639.21	8,725.63	9,780.23
	毛利率	20.23%	22.20%	25.26%	26.91%
化肥	收入	1,960.60	2,431.00	3,700.00	4,500.00
	增速	-29.8%	23.99%	52.20%	21.62%
	成本	1,599.61	1,969.11	2,923.00	3,465.00
	毛利率	18.41%	19.00%	21.00%	23.00%
有机胺	收入	1,444.86	1,921.68	1,872.00	1,836.00
	增速	-0.4%	33.00%	-2.59%	-1.92%
	成本	1,035.14	1,364.39	1,329.12	1,303.56
	毛利率	28.36%	29.00%	29.00%	29.00%
己二酸及中间体	收入	1,286.09	1,785.00	1,785.00	1,785.00
	增速	-0.8%	38.79%	0.00%	0.00%
	成本	1,068.50	1,356.60	1,356.60	1,356.60
	毛利率	16.92%	24.00%	24.00%	24.00%
醋酸及衍生品	收入	1,139.01	1,564.04	480.00	480.00
	增速	-7.6%	37.32%	0.00%	0.00%
	成本	844.03	1,126.11	345.60	345.60
	毛利率	25.90%	28.00%	28.00%	28.00%
多元醇	收入	1,110.94	1,320.00	3,000.00	3,900.00
	增速	-10.4%	18.82%	127.27%	30.00%
	成本	1,046.09	1,240.80	2,160.00	2,667.60
	毛利率	5.84%	6.00%	28.00%	31.60%
其他业务	收入	759.55	797.53	837.41	879.28
	增速	18.8%	5.00%	5.00%	5.00%
	成本	549.61	582.20	611.31	641.87
	毛利率	27.64%	27.00%	27.00%	27.00%

数据来源: 公司公告, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	7701.06	9819.25	11674.41	13380.28	净利润	875.49	1152.93	1724.75	2208.67
营业成本	6142.98	7639.21	8725.63	9780.23	折旧与摊销	949.06	963.94	1008.94	1010.22
营业税金及附加	60.77	98.19	116.74	133.80	财务费用	140.64	253.13	238.19	220.49
销售费用	167.09	213.08	253.33	290.35	资产减值损失	0.46	0.50	0.50	0.50
管理费用	153.69	255.30	303.53	347.89	经营营运资本变动	-232.89	582.57	69.22	5.54
财务费用	140.64	253.13	238.19	220.49	其他	-735.57	0.36	-0.41	-0.69
资产减值损失	0.46	0.50	0.50	0.50	<b>经营活动现金流净额</b>	997.19	2953.44	3041.18	3444.73
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-515.28	-30.00	-40.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-740.08	-368.67	-350.00	-350.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-1255.37	-398.67	-390.00	-350.00
<b>营业利润</b>	1035.42	1359.84	2036.48	2607.01	短期借款	710.00	-140.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.63	1.23	-0.20	0.51	长期借款	272.74	14.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1033.79	1361.06	2036.28	2607.52	股权融资	294.67	0.00	0.00	0.00
所得税	158.30	208.13	311.53	398.86	支付股利	-95.89	-92.80	-122.20	-182.81
净利润	875.49	1152.93	1724.75	2208.67	其他	-734.63	-294.52	-282.19	-254.49
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	446.90	-513.32	-404.39	-437.30
归属母公司股东净利润	875.49	1152.93	1724.75	2208.67	<b>现金流量净额</b>	197.45	2041.45	2246.79	2657.42
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	621.49	2662.94	4909.73	7567.16	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	728.06	929.89	1094.16	1251.15	销售收入增长率	-10.98%	27.51%	18.89%	14.61%
存货	519.40	645.44	737.49	827.11	营业利润增长率	-2.63%	31.33%	49.76%	28.02%
其他流动资产	128.77	160.16	187.40	212.44	净利润增长率	-3.22%	31.69%	49.60%	28.06%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-6.50%	21.26%	27.42%	16.88%
投资性房地产	0.00	18.38	18.38	18.38	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9566.88	8660.35	7718.82	6736.01	毛利率	20.23%	22.20%	25.26%	26.91%
无形资产和开发支出	522.68	503.06	483.44	463.82	三费率	5.99%	7.35%	6.81%	6.42%
其他非流动资产	1118.25	1460.46	1802.67	2144.88	净利率	11.37%	11.74%	14.77%	16.51%
<b>资产总计</b>	13205.54	15040.68	16952.08	19220.95	ROE	10.73%	12.50%	15.93%	17.19%
短期借款	740.00	600.00	600.00	600.00	ROA	6.63%	7.67%	10.17%	11.49%
应付和预收款项	1046.00	1977.95	2321.21	2590.31	ROIC	8.94%	12.44%	19.18%	25.68%
长期借款	2065.02	2079.02	2079.02	2079.02	EBITDA/销售收入	27.60%	26.24%	28.13%	28.68%
其他负债	1193.38	1162.43	1128.02	1101.93	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	5044.40	5819.40	6128.25	6371.26	总资产周转率	0.62	0.70	0.73	0.74
股本	1246.52	1620.48	1620.48	1620.48	固定资产周转率	0.91	1.16	1.43	1.85
资本公积	2368.95	1994.99	1994.99	1994.99	应收账款周转率	327.76	434.98	405.78	407.59
留存收益	4584.66	5644.80	7247.35	9273.20	存货周转率	15.92	13.07	12.57	12.46
归属母公司股东权益	8161.15	9221.28	10823.83	12849.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.68%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	8161.15	9221.28	10823.83	12849.68	资产负债率	38.20%	38.69%	36.15%	33.15%
负债和股东权益合计	13205.54	15040.68	16952.08	19220.95	带息债务/总负债	55.61%	46.04%	43.72%	42.05%
					流动比率	0.68	1.17	1.69	2.26
					速动比率	0.50	1.00	1.51	2.07
					股利支付率	10.95%	8.05%	7.09%	8.28%
业绩和估值指标					<b>每股指标</b>				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2125.12	2576.92	3283.60	3837.72	每股收益	0.54	0.71	1.06	1.36
PE	24.52	18.62	12.45	9.72	每股净资产	5.04	5.69	6.68	7.93
PB	2.63	2.33	1.98	1.67	每股经营现金	0.62	1.82	1.88	2.13
PS	2.79	2.19	1.84	1.60	每股股利	0.06	0.06	0.08	0.11
EV/EBITDA	8.84	8.21	5.65	4.05					
股息率	0.45%	0.43%	0.57%	0.85%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn