

煤化工景气回升，腾笼换鸟再启航

投资要点

- **尿素景气度回升，煤化工产品盈利能力显著提升。**近期，我国尿素标杆价格于2017年8月21日的1500元/吨，上涨至目前1905元/吨，上涨幅度27%。于此同时，海外尿素价格如阿拉伯海湾 FOB（大颗粒）价格于2017年7月10日的168.5美元/吨，上涨至目前247.5美元/吨，上涨幅度46.99%，海内外尿素价格都呈现出快速拉涨状态。我们认为尿素目前成本支撑，加之供给端弹性有限，若2018年农产品持续回升带动需求增加，尿素行业有望迎来中期的景气周期。且大部分煤化工产品如甲醇、液氨、双氧水、三聚氰胺和乙二醇等价格大幅上涨，阳煤化工为煤化工龙头标的，业绩超预期概率仍存。
- **新型煤化工新贵，资产质量持续提升。**新型煤化工是我国煤化工行业今后发展的重点方向，为加快转型升级发展，阳煤化工制定了“逐步缩减传统煤化工产业、重点发展新型煤化工产业”的发展战略，在未来几年内要形成“双100”的生产规模，即100万吨煤制乙二醇、100万吨甲醇制烯烃。截至目前控股股东阳煤集团已经拥有62万吨煤制乙二醇产能，为国内煤制乙二醇龙头企业。因为同业竞争问题，目前集团已着手进行寿阳化工乙二醇资产置入事项，未来上市公司有望成为承接集团新型煤化工项目地平台，后续发展值得期待。
- **负债高企，利润挖掘空间较大。**2017年Q3，公司总资产为403.7亿元，总负债为346亿元，资产负债率为85.7%，处于较高位置。随着贷款规模的提升，公司的融资成本也处于上升通道，侵蚀了公司的营业利润。2016年财务费用之利息支出10.3亿元，较2014年增长47.7%。2017年1-6月财务费用之利息支出6.1亿元，同比仍呈现快速增长态势。从行业的角度来看，我们认为煤化工行业已经进入新一轮的景气周期，公司盈利能力受益于行业的景气度提升的影响，盈利将得到实质性好转，加之公司若能积极地采取多种方式优化资产，调整财务结构，高企的财务费用率存在不断下降的可能，未来可关注该环节对业绩带来的超预期弹性贡献。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑非公开发行，假设18年完成寿阳化工资产的注入，预计2017-2019年EPS分别为0.06元、0.24元、0.40元，对应动态PE分别为69倍、16倍和10倍，首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示：**尿素价格大幅波动的风险、借款利率或负债规模大幅波动的风险、乙二醇资产注入进程或不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	16591.92	19303.39	19876.42	21149.37
增长率	-6.57%	16.34%	2.97%	6.40%
归属母公司净利润（百万元）	-908.52	97.63	427.75	709.41
增长率	-2196.82%	110.75%	338.14%	65.85%
每股收益 EPS（元）	-0.52	0.06	0.24	0.40
净资产收益率 ROE	-21.49%	1.81%	7.48%	11.09%
PE	-7	69	16	10
PB	1.30	1.24	1.16	1.04

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

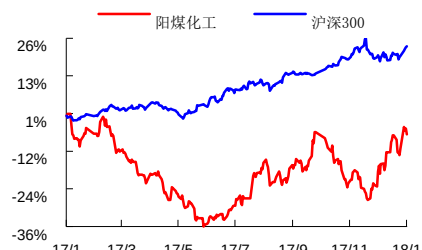
分析师：商艾华
 执业证号：S1250513070003
 电话：021-50755259
 邮箱：shah@swsc.com.cn

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

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

联系人：李海勇
 电话：0755-23605349
 邮箱：lihaiy@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)	17.57
流通A股(亿股)	17.56
52周内股价区间(元)	2.61-4.13
总市值(亿元)	67.64
总资产(亿元)	403.65
每股净资产(元)	2.15

相关研究

目 录

1 公司概况：传统煤化工龙头，新型煤化工在路上.....	1
2 尿素供需格局改善，煤化工产品价格持续回暖.....	3
2.1 尿素产能加速退出，开工率边际变化取决于成本	4
2.2 尿素内需有望触底回升，出口有望改善	7
2.3 煤化工产品价格普涨，价格共振带来较大弹性	8
3 降费增效空间大，业绩有望改善	9
4 新型煤化工新贵，资产质量有望大幅改善	12
5 盈利预测与评级	15
6 风险提示	16

图 目 录

图 1：公司产业链情况	1
图 2：公司 2016 年收入结构	2
图 3：公司 2016 年毛利结构	2
图 4：公司 2014 年以来营业收入及增速	2
图 5：公司 2014 年以来净利润及增速	2
图 6：公司 2014 年以来净利率、毛利率情况	3
图 7：公司 2014 年以来三费率情况	3
图 8：公司股权结构	3
图 9：我国尿素价格开启上涨模式	4
图 10：海外尿素价格快速上涨（美元/吨）	4
图 11：全球尿素产能、产量及开工率	4
图 12：未来几年全球产能增速低于需求增速	4
图 13：我国无烟煤尿素为全球价格提供强支撑	5
图 14：固定床工艺尿素价差降至历史底部	5
图 15：我国尿素产能加速出清	5
图 16：尿素开工率持续低位	6
图 17：2017 年供给大幅收缩 16.5%	6
图 18：液氨和甲醇价格处于上行趋势（元/吨）	7
图 19：秋冬季可能受环保影响的产能占比达 37%	7
图 20：2016 年我国尿素需求下游分布	7
图 21：玉米价格触底回升，小麦和粳稻米价格维持较高水平	7
图 22：我国人造板产量增速较为稳定	8
图 23：我国出口价格相较于阿拉伯湾价格劣势已不明显	8
图 24：双氧水价格上涨	9
图 25：液氨、甲醇价格上涨	9
图 26：乙二醇价格上涨	9
图 27：三聚氰胺价格上涨	9
图 28：公司资产负债率逐年走高	10
图 29：带息负债占全部投入资本的比重较高	10
图 30：我国乙二醇需求强劲，进口依存度仍然较高（万吨）	13
图 31：乙二醇下游产业链	13

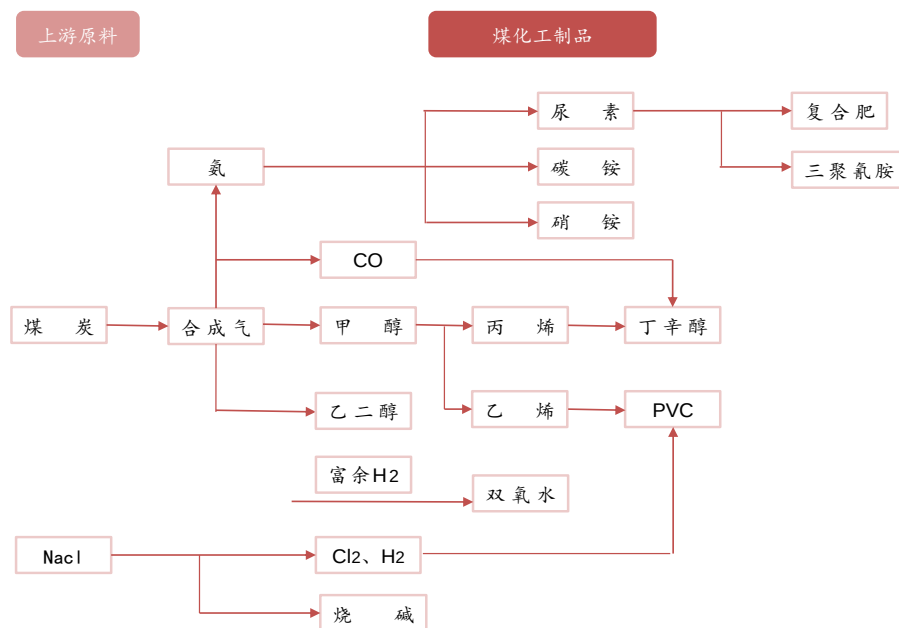
表 目 录

表 1：2017 年尿素长期停车或转产产能	6
表 2：阳煤化工受行业景气度持续低迷影响，有息负债持续高企（万元）	9
表 3：为降低经营负担，公司逐步处置部分亏损及负债高企资产	10
表 4：募集资金拟置换借款明细（万元）	11
表 5：2020 年我国新型煤化工规模发展目标	12
表 6：煤制乙二醇市场空间预测	14
表 7：阳煤化工现有煤化工装置和工艺	14
表 8：分项收入成本预测表（百万元）	15
附表：财务预测与估值	17

1 公司概况：传统煤化工龙头，新型煤化工在路上

公司主要从事煤化工产品（包含农用化工产品、基础化工产品、精细化工产品）和化工设备的生产和销售，化工机械设备制造，化工产品研发等。经过多年的发展，公司形成了以传统煤化工为主、新型煤化工为辅的产业格局。据 2016 年年报披露，公司具备年产 526 万吨尿素、108 万吨甲醇、40 万吨复合肥、40 万吨离子膜烧碱、30 万吨双氧水、30 万吨聚氯乙烯、24 万吨碳铵、24 万吨硝酸铵、21 万吨丁辛醇、10 万吨硝酸铵钙、11 万吨装备制造的生产能力。

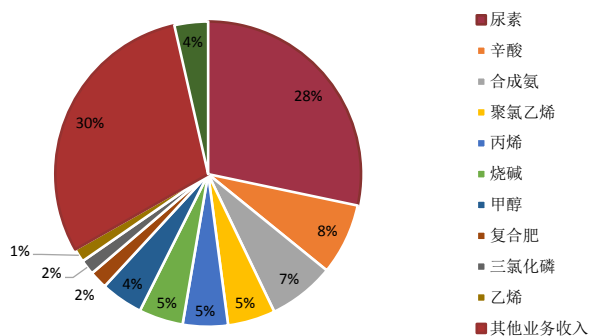
图 1：公司产业链情况



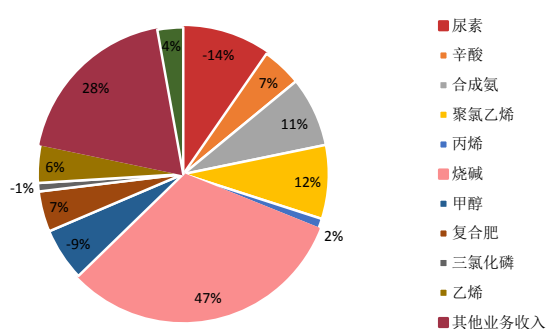
数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要采用原料煤进行深加工，生产一系列的化肥、化工产品。近年来，随着科学技术的进步，煤化工行业内的新技术、新装备、新工艺不断涌现。公司紧密关注行业技术走势，及时革新自身技术工艺，坚持采用新技术、新工艺对现有生产装置进行改造提升，以期提高产品质量、降低物料消耗、强化节能环保。公司的主导产品尿素在国内市场中占有较大份额，2016 年，公司尿素产量达到 451 万吨，占国内总产量的 14.6%。

公司产品丰富，收入以尿素为主。2016 年公司实现尿素营收 47 亿元，占比 28%。甲醇营收为 7.4 亿元，辛醇营收为 12.5 亿元。公司收入结构与毛利结构有很大的不同。烧碱为公司毛利的主要来源，占比 47%。受尿素市场的增值税恢复征收、市场价格持续走低、铁路运费上调、电费优惠取消等因素的影响，16 年尿素的毛利率为-3.3%。此外，公司新增的丙烯营收达 7.9 亿，毛利率为 2.3%，乙烯营收 2.4 亿，毛利率 28.5%。

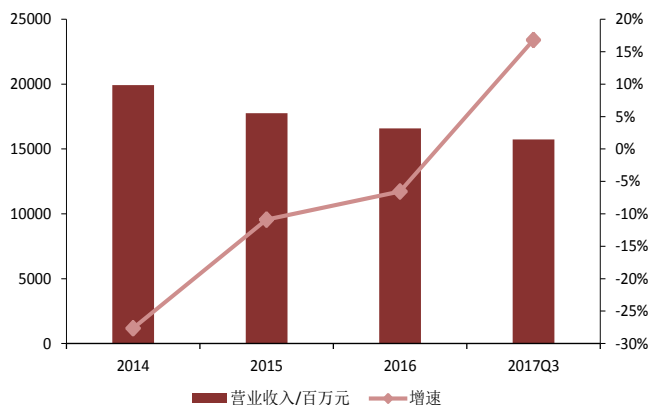
图 2：公司 2016 年收入结构


数据来源：Wind，西南证券整理

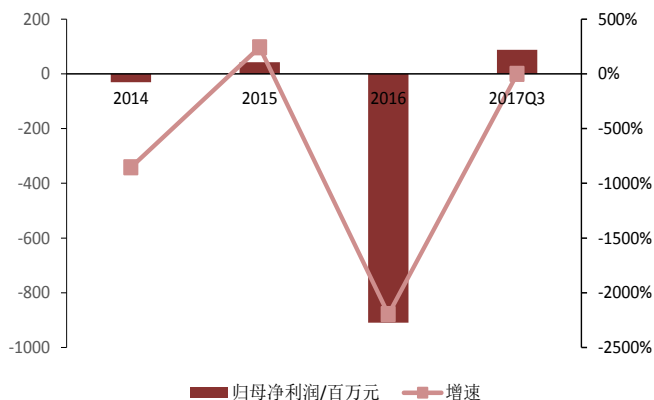
图 3：公司 2016 年毛利结构


数据来源：Wind，西南证券整理

业绩实现由负转正。公司披露的 2017 年 3 季度财务报表显示，公司营业总收入 157.4 亿元，同比增速达 16.8%，为近四年来首次增速由负转正。实现归属母公司股东净利润 0.9 亿元，同比增长 111.7%。

图 4：公司 2014 年以来营业收入及增速


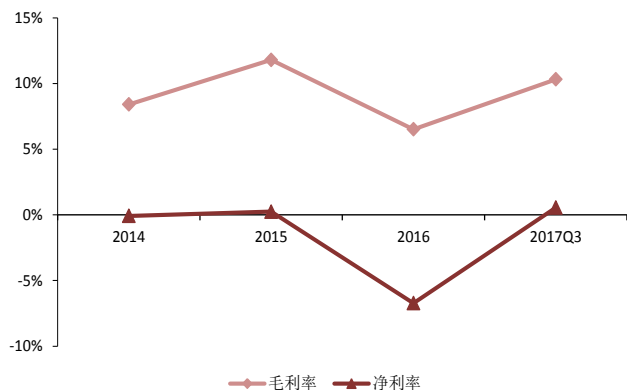
数据来源：Wind，西南证券整理

图 5：公司 2014 年以来净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

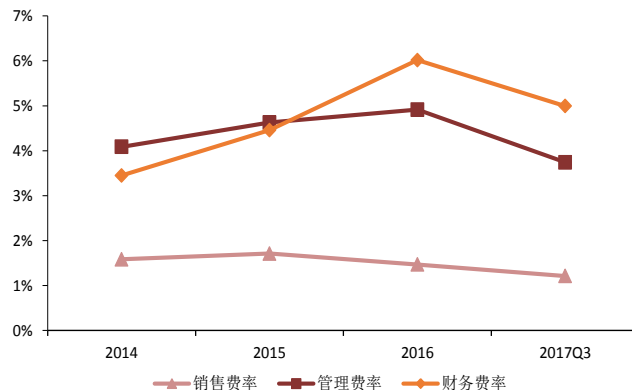
公司净利润 2017 年前三季度增长显著高于营业收入的增长，主要原因在于传统煤化工行业经历了多年的亏损，产能持续出清，且自 2016 年以来，国内供给侧改革持续推进，煤炭去产能效果显著，煤炭价格大幅上涨，带动煤化工产品价格上涨。公司综合毛利率在经受一段时间的低谷后，现在反弹上升。公司三费率基本保持一致性的变化，由于公司所辖子公司多、业务广，财务和管理费用仍相对较高。

图 6：公司 2014 年以来净利率、毛利率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

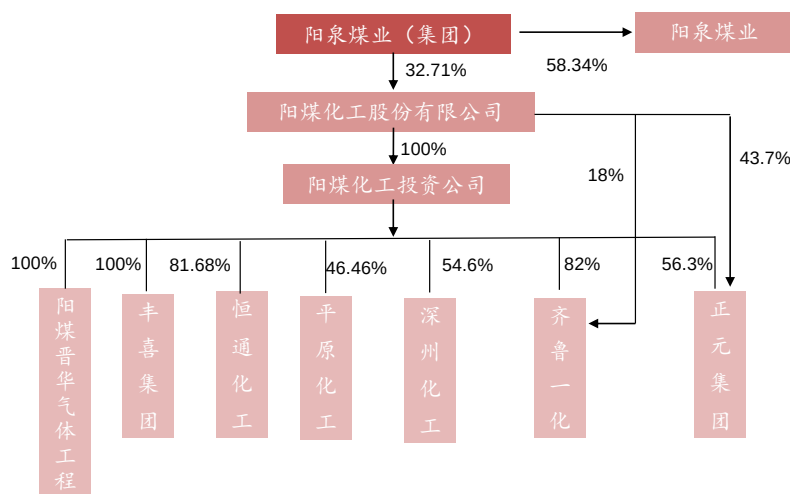
图 7：公司 2014 年以来三费率情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构：，公司股权结构清晰明确，阳泉煤业持有公司 32.4% 的股份，为最大的控股方，排在前十的股东合计持股 40.2%，其他股东合计持股 59.8%。公司旗下拥有一个全资控股子公司，即阳煤化工投资公司。阳煤化工投资公司拥有 9 个子公司，其中 100% 控股的占有 6 家，对其余公司持股都在 50% 以上。

图 8：公司股权结构



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 尿素供需格局改善，煤化工产品价格持续回暖

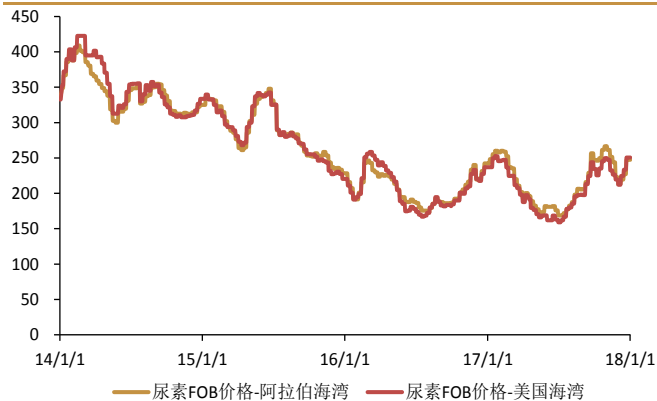
尿素价格开启快速上涨，景气度回升。近期，我国尿素标杆价格于 2017 年 8 月 21 日的 1500 元/吨，上涨至目前 1905 元/吨，上涨幅度 27%。于此同时，海外尿素价格如阿拉伯海湾 FOB（大颗粒）价格于 2017 年 7 月 10 日的 168.5 美元/吨，上涨至目前 247.5 美元/吨，上涨幅度 46.9%，海内外尿素价格都呈现出快速拉涨状态。我们认为尿素目前成本支撑，加之供给端弹性有限，若 2018 年农产品持续回升带动需求增加，尿素行业有望迎来中期的景气周期。

图 9：我国尿素价格开启上涨模式



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：海外尿素价格快速上涨（美元/吨）



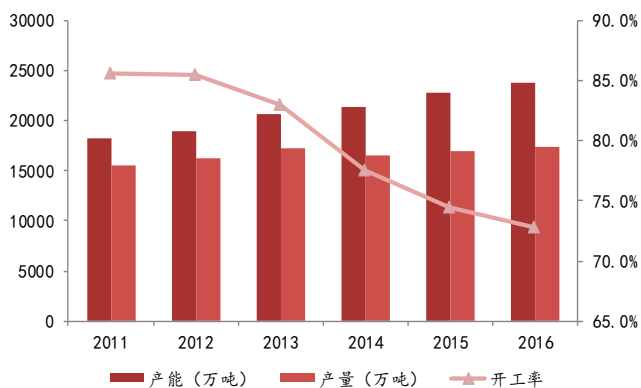
数据来源：wind，西南证券整理

我们通过对尿素供需格局进行分析尿素快速上涨的原因。（1）供给端大幅收缩：由于我国尿素行业自 2012 年以来价格持续回落，虽然自 2016 年价格出现上涨，但价差一直维持在底部徘徊，导致开工率持续下行，近期开工率更是在 60% 以下，2017 年 1-8 月产量同比减少 23%，导致供应量大幅减少。同时由于北方“煤改气”导致用气需求大幅提升，影响气头尿素企业开工率，供给端所受冲击较大。（2）需求端减弱程度低于供给：我国尿素需求减少 14.6%，主要是由于玉米种植面积减少、玉米等农产品价格低迷和天气“南涝北旱”等造成农业需求减弱、人造板受环保一定压制导致工业需求受一定影响，但国内需求减弱速度远低于供给量减少程度。（3）成本上升助推价格上涨：近期我国煤炭价格出现大幅上涨，我国无烟煤价格自 2017 年 7 月 21 日 630 元/吨上涨至目前 883 元/吨，上涨幅度 40%，导致煤头尿素成本大幅上行，对于尿素价格上涨提供极强支撑。

2.1 尿素产能加速退出，开工率边际变化取决于成本

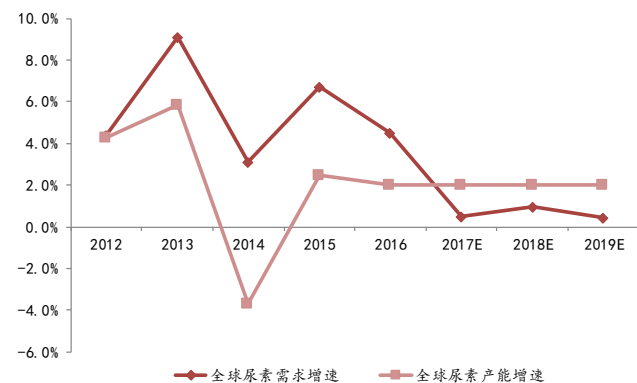
长期来看，全球尿素产能过剩局面缓解。近几年来，全球产能快速投放期在 2015-2016 年，产能大幅扩张造成全球尿素开工率逐年下行。但随着产能投放速度趋缓，同时高成本的产能（包括我国高成本产能）加速退出，而需求维持稳定增长，供需格局持续向好。从尿素价格来看，我国无烟煤尿素为全球尿素价格提供强价格支撑，随着供需格局的向好，尿素景气周期已经渐行渐近。

图 11：全球尿素产能、产量及开工率



数据来源：IFA，西南证券整理

图 12：未来几年全球产能增速低于需求增速



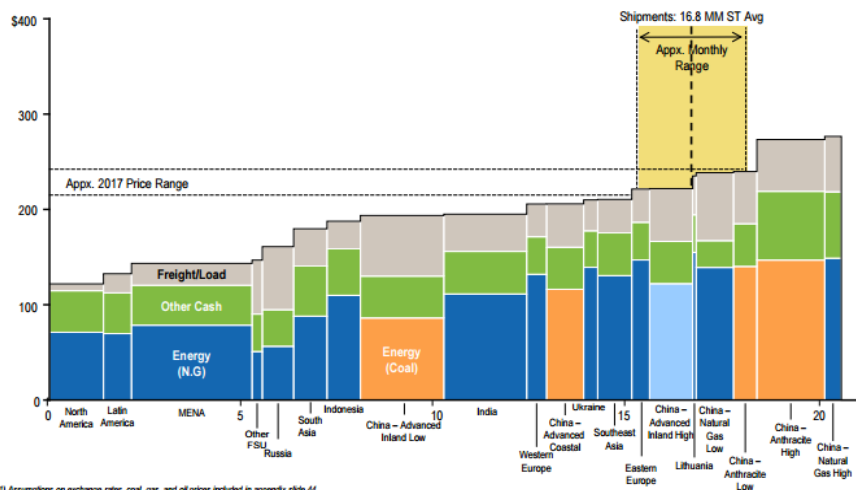
数据来源：IFA，西南证券整理

图 13：我国无烟煤尿素为全球价格提供强支撑

Assuming a 2% growth in demand, the 2017 forecast price range is ~\$210-245 per ton at the US Gulf, with 2018 projected higher

2017 Monthly Delivered U.S. Gulf Urea Cost Curve⁽¹⁾

Y-axis: USD/short ton, X-axis: Monthly Production Capacity at 95% Operating Rate, million short tons

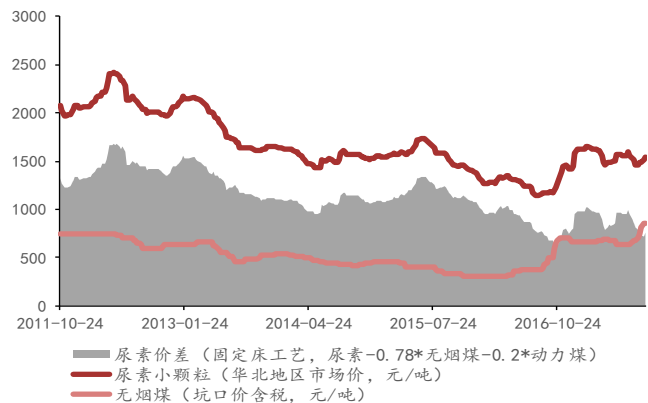


(1) Assumptions on exchange rates, coal, gas, and oil prices included in appendix slide 44

数据来源：IFA，西南证券整理

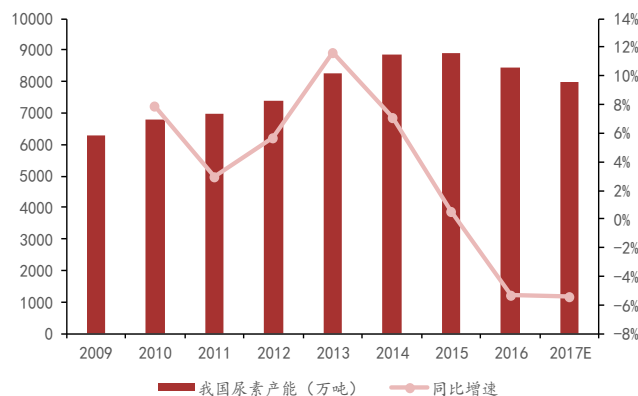
由于我国产能经历快速扩张，海外低成本产能投产压缩出口和国内粮食价格低迷导致内需收缩，同时受煤炭价格等因素的影响，造成产能增速高于需求增速，使尿素价格自 2012 年以来不断下行，价差不断缩小已下降至历史底部区间，造成行业内多数企业处于亏损或者微利状态。

图 14：固定床工艺尿素价差降至历史底部



数据来源：西南证券整理

图 15：我国尿素产能加速出清



数据来源：百川资讯，西南证券整理

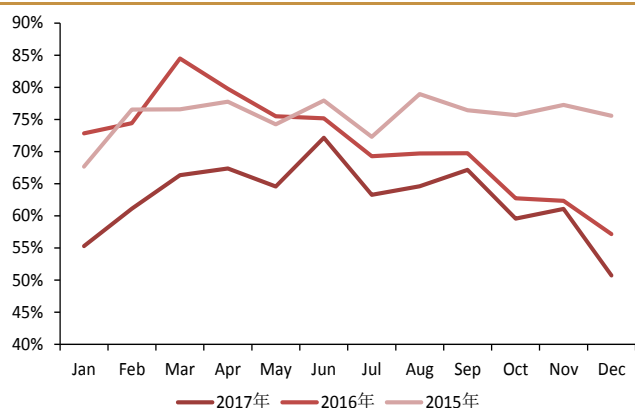
产能加速出清。盈利能力的大幅降低使行业产能去化提速。根据百川资讯，2015-2017 年，我国已退出、长期停车或转产的产能高达 1500 万吨，叠加新产能投放规模大幅减少，从而促使我国尿素产能由 2015 年的 8900 万吨下降至 2017 年的 7900 万吨，产能增速也于 2016 年开始出现负增长，同比减少 5.3%，2017 年预计同比减少 5.4%，产能去清速度呈现出加速趋势。我们预计未来几年，尿素行业产能去化速度将维持在较高水平，从而使行业产能过剩压力逐步减弱。

表 1：2017 年尿素长期停车或转产能

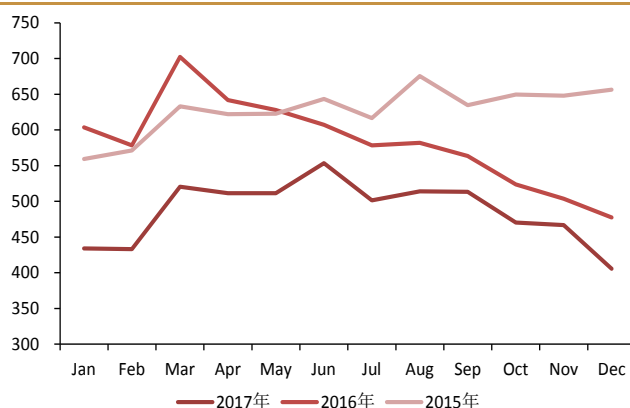
地区	企业	工艺	产能（万吨）	日减产量（吨）	备注
河南	河南绿宇	煤头	15	450	转产液氨
福建	福建顺昌	煤头	30	900	转产液氨
湖北	湖北浠水	煤头	43	450	转产液氨，可能退出
福建	福建三明化工	煤头	42	1200	6 月退出
浙江	巨化	煤头	23	600	2.13 停车，可能退出
安徽	三星	煤头	40	1100	2016.8.18 停车，商议转让参股中
内蒙古	国电赤峰	煤头	52	1500	长期停车
山西	山西霍化	煤头	30	800	停车
内蒙古	乌拉山	煤头	30	900	停车
黑龙江	浩化	煤头	30	900	停车
山东	宁津化工	煤头	30	600	停车已一年

数据来源：百川资讯，西南证券整理

行业开工率下行，供给大幅收缩。由于我国尿素行业自 2012 年以来价格持续回落，虽然自 2016 年价格出现上涨，但价差一直维持在底部徘徊，导致开工率持续下行，近期开工率更是在维持在 50%，2017 年产量同比减少 16.5%，导致供应量大幅减少。

图 16：尿素开工率持续低位


数据来源：百川资讯，西南证券整理

图 17：2017 年供给大幅收缩 16.5%


数据来源：百川资讯，西南证券整理

我们认为开工率较低主要受三种因素影响：1) 农用需求不振，出口受阻；2) 甲醇、液氨价格上涨，尿素产品对自身盈利能力提升的诉求；3) 还有一部分来自于环保的影响。由于尿素行业处于景气周期底部，多数企业选择停车永远退出，加上液氨和甲醇盈利能力持续提升，部分尿素装置实行转产液氨或者甲醇。根据 CNKI，长期停车装置闲置一年，由于设备生锈需要重新清理等因素影响重新开工可能性很低，同时需要考虑成本端影响，根据草根调研，企业复产意愿不强。此外，目前转产液氨或者甲醇的企业由于液氨和甲醇价格处于上行趋势，且盈利能力强于尿素，所以对于转产的企业再转换生产尿素的可能性极低。所以我们认为，对于长期停产或已经转产的产能重新复产尿素的可能性较低。

图 18：液氨和甲醇价格处于上行趋势（元/吨）



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 19：秋冬季可能受环保影响的产能占比达 37%



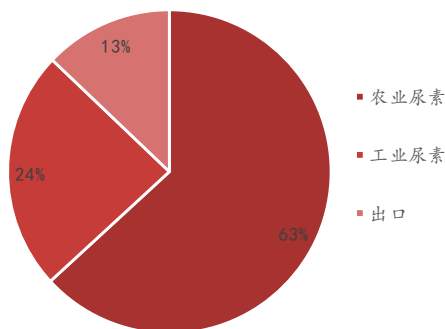
数据来源：西南证券整理

开工率受环保压制。从 2016 年 1 月开始，已经有 4 批中央环保督察组进驻重点环境督察地区，对于重点区域实行严格排查，对于环保不达标企业实行强制关停整顿。特别是进入 8 月之后，第四批环保督察组入驻四川、山东等环保重灾区，随着各地对于环保的严查，尿素行业开工率进一步下行。我国 2017 年 8 月 28 日环保部发布《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，进入到秋冬季以后，由于 2017 年是大气污染防治的收官之年，对于京津冀等地区“2+26”城市环保力度不会放松。根据卓创资讯，环保可能影响尿素总供给的 63%。我国 2017 年尿素产能 7900 万吨，其中河南 872 万吨、山西 81 万吨、山东 834 万吨、河北 406 万吨，占比分别为 11.0%、10.7%、10.6%和 5.1%。随着京津冀地区 4 季度环保督察常态化，接近 37%的产能可能受影响。

2.2 尿素内需有望触底回升，出口有望改善

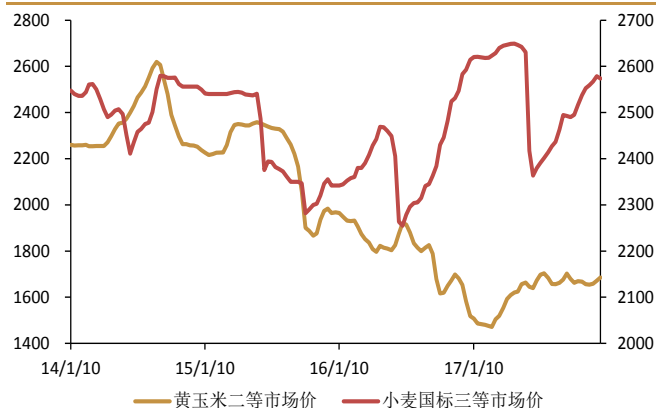
尿素行业下游需求主要包括农用尿素，工业用尿素和出口。根据我们对于尿素行业的持续跟踪数据，2016 年我国尿素总需求约 6885 万吨，其中农业尿素需求约 4350 万吨，工业尿素需求约 1650 万吨，出口约 887 万吨。

图 20：2016 年我国尿素需求下游分布



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 21：玉米价格触底回升，小麦和粳稻米价格维持较高水平

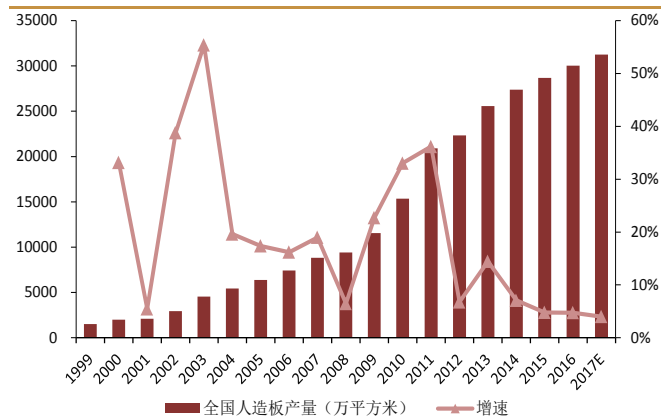


数据来源：Wind，西南证券整理

玉米价格触底回升，小麦和水稻等价格维持较高水平。由于我国在 2016 年取消了玉米临储政策，玉米价格开始大幅走低，虽然国家同时出台了玉米实际种植者补贴政策，但总体导致农民种植面积下降。根据行业数据，预计我国 2017 年玉米种植面积下降 2500 万亩，同比下滑 4%。同时，2017 年受我国天气“南涝北旱”影响，使尿素使用量大幅下滑，造成我国 2017 年上半年国内表观消费量同比下降 14.6%。但随着已由 2017 年 2 月底的 1471 元/吨回升至当前 1677 元/吨，玉米价格的提升可有效提振农民种植意愿，我们预计 2018 年玉米对于尿素需求将维持稳定，总需求量在近 700 万吨。此外小麦、稻谷等农产品价格维持在较高水平，也可以有效保证农业用尿素的刚性需求，促使对于尿素冬储的需求，所以我们预计尿素农业需求 2018 年有望触底回升。

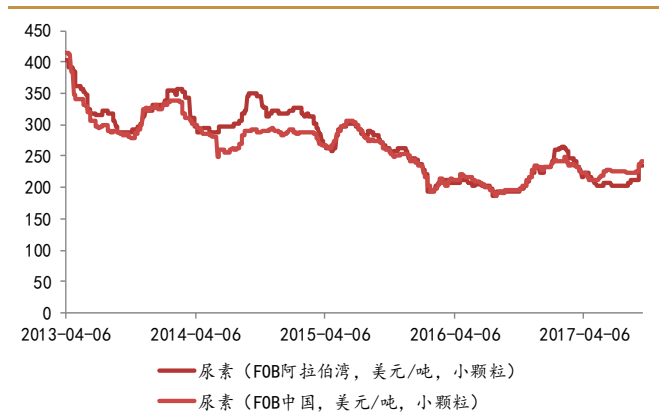
工业需求维持稳健增长。尿素的工业用途主要有板材制胶、汽车尾气处理、电厂脱硫脱硝等，其中人造板需求占比达 60% 以上。由于人造板属于房地产后周期行业，人造板需求与房地产新开工面积高度正相关，但总体保持相对稳定。此外，受益车用尿素、电厂脱销等需求增长较快，带动 2017 年工业尿素需求同比维持较快增速。

图 22：我国人造板产量增速较为稳定



数据来源：国家统计局，西南证券整理

图 23：我国出口价格相较于阿拉伯湾价格劣势已不明显

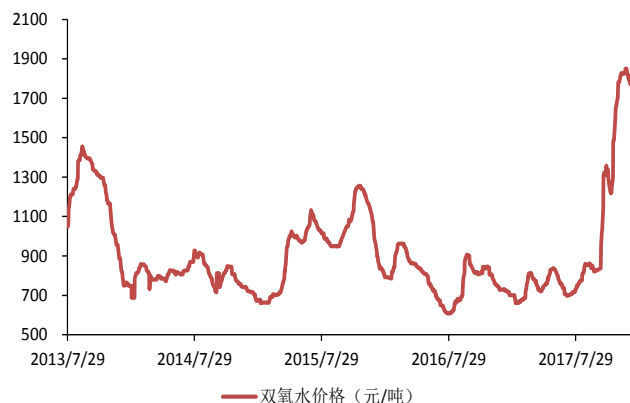


数据来源：国家统计局，西南证券整理

出口有望改善。由于美国、欧洲等地天然气价格较低，海外气头尿素成本优势极其明显，使我国尿素出口大幅承压。但在当前价格下，我国 FOB 尿素价格（280 美元/吨）相较于阿拉伯湾 FOB 价格（261 美元/吨）已相差无几，考虑我国出口到印度具有较低运输成本，所以我国尿素出口至印度劣势已不明显。全球尿素价格的上行对于我国尿素出口有极强提振效应，我们认为尿素出口大概率已阶段性触底。

2.3 煤化工产品价格普涨，价格共振带来较大弹性

2017 年下半年来，大部分煤化工产品如甲醇、液氨、双氧水、三聚氰胺和乙二醇等价格大幅上涨，阳煤化工为煤化工龙头标的，业绩弹性较大。

图 24：双氧水价格上涨


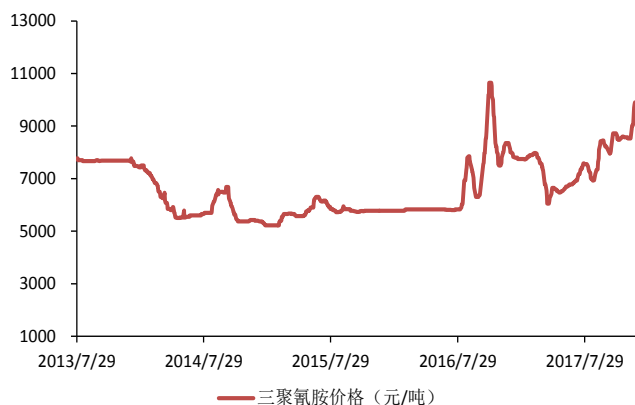
数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 25：液氨、甲醇价格上涨


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 26：乙二醇价格上涨


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

图 27：三聚氰胺价格上涨


数据来源：卓创资讯，西南证券整理

3 降费增效空间大，业绩有望改善

2017 年 Q3，公司总资产为 403.7 亿元，总负债为 346 亿元，资产负债率为 85.7%（合并报表口径），处于较高位置。且受国内外宏观经济影响，前期公司所处煤化工行业普遍亏损或微利，流动资金缺口目前主要由银行贷款满足，导致公司资产负债率近年来一直在提升，最高达到 87.9%。

表 2：阳煤化工受行业景气度持续低迷影响，有息负债持续高企（万元）

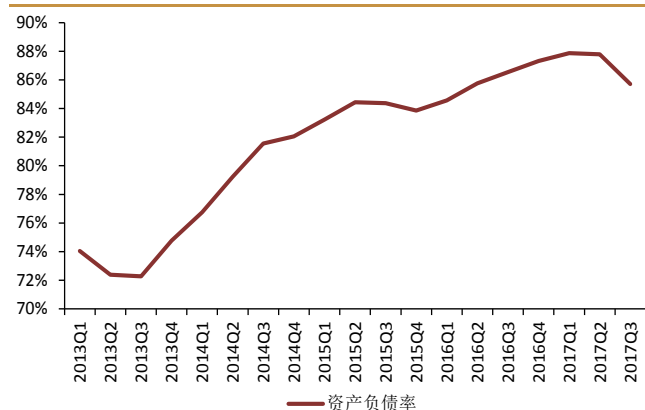
项目	2017H1	2016 年	2015 年	2014 年
短期借款	1214660.0	1098545.0	991396.0	747767.6
一年内到期长期借款	105779.8	115875.5	144653.4	194666.3
长期借款	378037.3	392313.1	384716.6	411478.6
小计	1698477.2	1606733.7	1520766.0	1353912.5
短期应付债券	140000.0	70000.0	120000.0	110000.0
一年内到期应付债券	300000.0	300000.0	80000.0	-
应付债券	-	200000.0	500000.0	300000.0

项目	2017H1	2016 年	2015 年	2014 年
有息负债合计	2138477.2	2176733.7	2140766.0	1763912.5
利息支出	61096.7	102754.1	86786.1	69569.7
有息负债率	5.7%	4.7%	4.1%	3.9%

数据来源：公司公告，西南证券整理

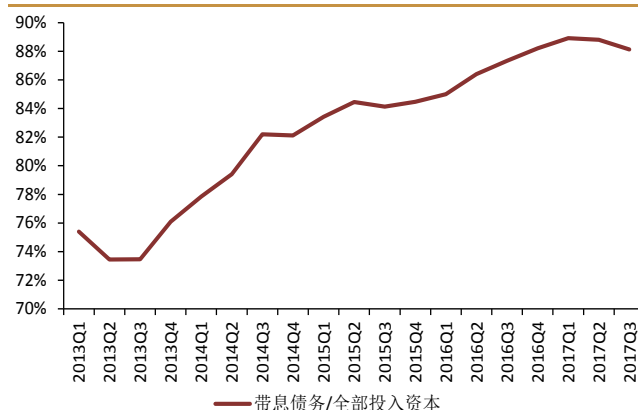
随着贷款规模的提升，公司的融资成本也处于上升通道，有息负债率逐年攀升，恶性循环造成公司财务费用增加速度较快，侵蚀了公司的营业利润。2016 年财务费用之利息支出 10.3 亿元，较 2014 年增长 47.7%。2017 年 1-6 月财务费用之利息支出 6.1 亿元，同比仍呈现快速增长态势。

图 28：公司资产负债率逐年走高



数据来源：Wind，西南证券整理

图 29：带息负债占全部投入资本的比重较高



数据来源：Wind，西南证券整理

为降低大额的财务费用带来的压力，公司目前拟从三个角度解压财务负担：1) 拟将债务负担重、盈利能力弱、环保压力大的子公司予以转让；2) 拟非公开发行募集股权资金置换债务资金，降低财务费用；3) 利用集团低成本负债置换公司高成本负债降低财务费用。

到目前为止，公司已经转让深州化肥、和顺化工和中冀正元等子（孙）公司的股权，从公司第三季度的资产负债情况来看，一共减少有息负债约 11.4 亿元，预计将节约财务费用 6500 万元/年。且公司还将出售所持齐鲁一化股权，从 2017 年半年报的情况来看，齐鲁一化仍有接近 9 亿元的负债。转让上述子公司股权有利于优化公司的资产结构，提升公司的盈利能力，符合公司未来经营发展需要。

表 3：为降低经营负担，公司逐步处置部分亏损及负债高企资产

转让公司	处置状态	总资产	净资产	总负债
深州化肥	已出售	11.2	4.6	6.6
和顺化工	已出售	16.0	-0.7	16.6
中冀正元	已出售	7.0	-1.1	8.1
齐鲁一化	待出售	19.3	10.8	8.6
合计		53.5	13.6	39.9

注：深州化肥、和顺化工、齐鲁一化为 2017.6.30 资产负债表数据，中冀正元资产负债数据截止为 2017.5.21。数据来源：Wind，西南证券整理

公司目前在进行非公开发行事宜，拟以 3.23 元/股的价格募集资金总额不超过人民币 20 亿元，所募集资金在扣除发行费用后，募集资金将全部用于偿还银行贷款。且此次非公开发行的认购方为公司控股股东阳煤集团所控制的阳煤金陵及其一致行动人金陵恒毅、金陵阳明。

表 4：募集资金拟置换借款明细（万元）

序号	借款银行	借款主体	借款金额	拟以募集资金还款金额	用途
1	光大银行	阳煤化投	30000	30000	流资贷款
2	光大银行		30000	30000	流资贷款
3	兴业银行	丰喜集团	10000	10000	买煤炭
4	农业银行		15000	15000	购原材料
5	民生银行		15000	15000	买煤炭
6	民生银行		15000	15000	买煤炭
7	民生银行		18000	18000	买煤炭
8	民生银行		7000	7000	买煤炭
9	农业银行		15000	15000	购原材料
10	华夏银行		10000	10000	买煤炭
11	农业银行	正元集团	6200	3000	流动资金
12	河北银行		5000	5000	支付货款
13	河北银行		7000	7000	支付货款
14	广发银行		8000	8000	支付货款
15	沧州银行		6000	6000	购买原材料
16	沧州银行		6000	6000	购买原材料
合计			203200	200000	-

数据来源：公司公告，西南证券整理

此外，由于集团公司资本实力雄厚（总资产为 2223.9 亿元，净资产 341.2 亿元），融资成本较低，公司拟利用集团低成本负债置换公司高成本负债降低财务费用。目前公司拟使用阳煤集团在光大银行太原分行的 6 亿元授信额度，用于办理融资业务，从而有效调整公司及其所属子公司的融资结构，降低融资成本。

由上述公司的大额财务费用可以看出，若公司主业盈利能力回升且资产负债率降低（有望形成负债规模和借款利率下降的双击），财务费用有望显著降低增厚业绩。从行业的角度来看，我们认为煤化工行业已经进入新一轮的景气周期，公司盈利能力受益于行业的景气度提升的影响，盈利将得到实质性好转，加之公司若能积极地采取多种方式优化资产，调整财务结构，高企的财务费用率存在不断下降的可能，未来可关注该环节对业绩带来的超预期弹性贡献。

4 新型煤化工新贵，资产质量有望大幅改善

新型煤化工是我国煤化工行业今后发展的重点方向。煤化工行业可分为传统煤化工和新型煤化工两类。新型煤化工包括煤制油、煤制天然气、煤制烯烃、煤制乙二醇和煤制芳烃五大类，自“十一五”以来，在国家积极鼓励之下，新型煤化工发展迅速，基本实现了产业化应用。新型煤化工技术先进，是今后发展的重点和方向。

由于我国资源禀赋的特点（富煤，缺油，少气），出于国家能源安全的战略考虑，新型煤化工的发展是我国的必然选择。**油价回暖，新型煤化工行业将迎来暖春。**油价持续回暖，为煤化工的复苏提供了条件。而且我们持续看好油价中长期的涨势，新型煤化工行业将迎来新的发展机遇。加之**利好政策频频释放**。2016 年，煤化工项目环评大门重新打开，随着煤化工项目工艺技术的不断成熟，之前环评不合格的也都已进行了相关改进，达到了环评的要求。2017 年初《煤炭深加工升级示范“十三五”规划》出台，明确提出“十三五”期间重点支持五大类新型煤化工。

表 5：2020 年我国新型煤化工规模发展目标

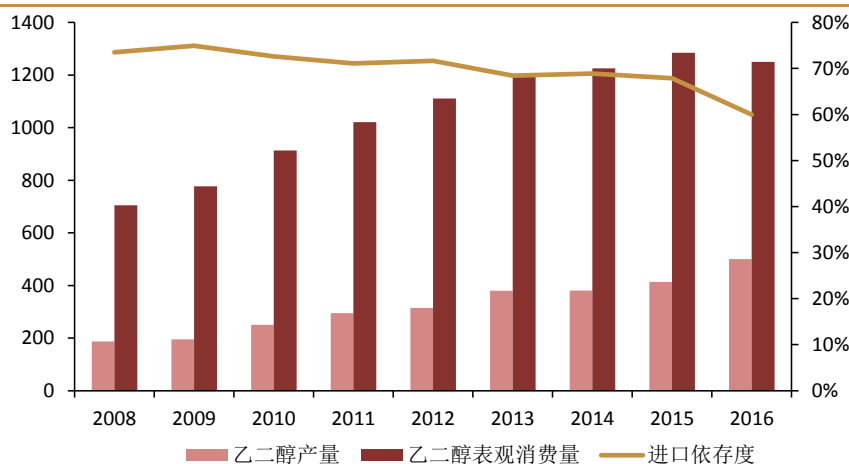
项目类型	2015 年产能	2020 年预计产能	预计新增总投资（亿元）
煤制油（万吨）	278	1200	1268
煤（甲醇）制烯烃（万吨）	792	1600	2424
煤制乙二醇（万吨）	212	600-800	600
煤制天然气（标立方米）	31	200	1086
煤制芳烃（万吨）	0	100	260
总计			5638

数据来源：《现代煤化工“十三五”发展规划纲要》，西南证券整理

公司为传统煤化工龙头，为了提高公司的市场竞争力与盈利能力，贯彻落实山西省《关于深化国有企业改革的指导意见》，加快转型升级发展，公司制定了“逐步缩减传统煤化工产业、重点发展新型煤化工产业”的发展战略，在未来几年内要形成“双 100”的生产规模，即 100 万吨煤制乙二醇、100 万吨甲醇制烯烃。

乙二醇是重要的大宗有机化工原料，用途广泛，可用来合成“涤纶”等高分子化合物，还可用作薄膜、橡胶、增塑剂、干燥剂、刹车油等原料。近年来，乙二醇的消费量持续增长，2016 年我国乙二醇消耗量达 **1250 万吨**，约占世界乙二醇总消耗量的 **50%**。长期以来，我国乙二醇产量远远无法满足国内需求，进口依赖度一直平均保持在 **70% 左右**，是**对外依存度最高的大宗化工产品之一**。尽管国内乙二醇产能也在不断提高，但相对于巨大的需求量而言还远远不够。

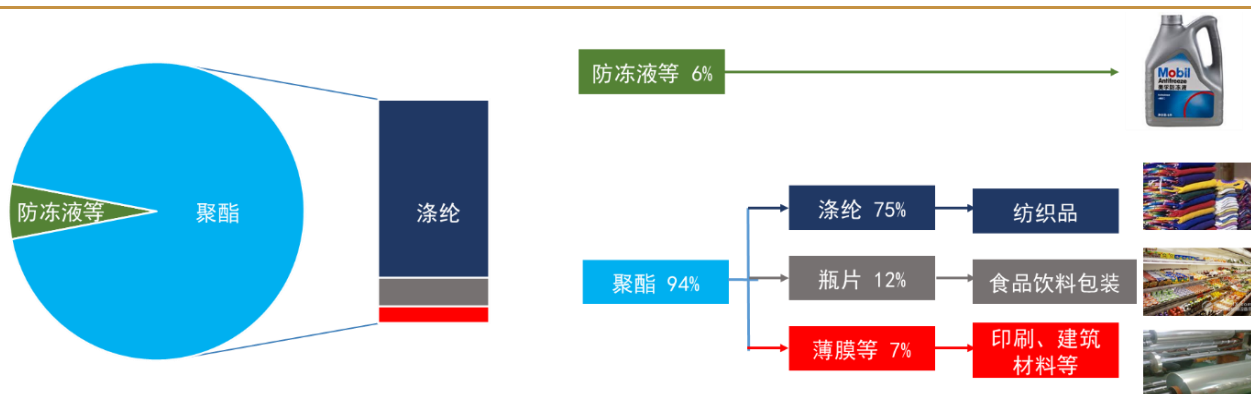
图 30：我国乙二醇需求强劲，进口依存度仍然较高（万吨）



数据来源：化学工业年鉴、卓创资讯、西南证券整理

聚酯是乙二醇的主要下游市场，占据乙二醇需求的 90% 以上。聚酯主要用于生产涤纶和瓶片。涤纶包括涤纶长丝和涤纶短纤等，最终应用到纺织行业，占乙二醇下游消费整体的 75% 左右；瓶片最终应用到食品饮料包装领域，占乙二醇下游消费整体的 12% 左右。近年来，随着我国经济快速发展，人民生活水平不断提高，对服装产业和食品包装的需求不断增加。2006 至 2016 年，我国乙二醇表观消费量复合增长率达到 9.7%，乙二醇下游市场需求强劲。

图 31：乙二醇下游产业链



数据来源：卓创资讯，西南证券整理

煤制乙二醇市场空间的测算。我们基于以下假设和事实对煤制乙二醇潜在市场空间进行测算：生产一吨聚酯，消耗 0.34 吨乙二醇，以 2016 年国内聚酯产量 3500 万吨为基数，聚酯行业占乙二醇消耗量为 94%，设置国内聚酯产量增速为 2%/6%/8% 三种情景。目前煤制乙二醇在聚酯行业中掺混比例在 30% 左右，最高可达 50%，随着技术不断成熟和进步，掺混比例会不断提高，有望达到 80%。

从预测结果可知，随着聚酯行业的平稳增长和煤制乙二醇技术的不断成熟，煤制乙二醇的潜在市场空间可达千万吨级。

表 6：煤制乙二醇市场空间预测

时间	聚酯产量/万吨 (增速 2%)	乙二醇需求/万吨	聚酯产量/万吨 (增速 6%)	乙二醇需求/万吨	聚酯产量/万吨 (增速 8%)	乙二醇需求/万吨
2016	3500	1266	3500	1266	3500	1266
2017E	3570	1291	3710	1342	3780	1367
2018E	3641	1317	3933	1422	4082	1477
2019E	3714	1343	4169	1508	4409	1595
2020E	3789	1370	4419	1598	4762	1722
煤制乙二醇掺混比例		煤制乙二醇在 2020 年市场空间预测				
40%		548		639		689
60%		822		959		1033
80%		1096		1279		1378

数据来源：卓创资讯，西南证券

目前阳煤集团已经有三套乙二醇装置投产成功，分别为深州化工 22 万吨/年煤制乙二醇项目（上市公司持股 54.6%）、寿阳化工一期 20 万吨/年、平定化工一期 20 万吨项目，寿阳化工和平定化工后续规划分别再扩产 20 万吨。截至目前阳煤集团已经拥有 62 万吨煤制乙二醇产能，为国内煤制乙二醇龙头企业。且从不同装置的技术支持来看，三套乙二醇装置采用了三种不同的工艺包，阳煤集团可以择优选择放大路径。

表 7：阳煤化工现有煤化工装置和工艺

	现有产能	规划新增	投产日期	技术支持
深州化工	22	-	2016 年 4 月	湖北省化学研究院、中国五环工程有限公司等联合研发的 WHB 煤制聚合级乙二醇技术
寿阳化工	20	20	2016 年 11 月	高化学 CTEG®合成气制乙二醇工艺
平定化工	20	20	2017 年 4 月	上海浦景草酸二甲酯生产技术
阳煤内蒙古胜达	-	20	-	-

数据来源：Wind，西南证券整理

阳煤集团作为上市公司的控股股东，承诺解决其控制的下属企业与上市公司之间的同业竞争，由于寿阳化工与上市公司控股子公司阳煤集团深州化工有限公司均生产化工产品乙二醇，因此阳煤集团拟将寿阳化工 100%股权转让予上市公司。此外，平定化工仍存同业竞争问题，仍存继续注入上市公司的预期，阳煤化工有望成为承接集团新型煤化工项目的平台，后续发展值得期待。

5 盈利预测与评级

关键假设：

假设一：尿素价格回升，假设 17、18、19 年尿素销售均价为 1570、1700、1750 元/吨，毛利率回升至 6%、7%和 8%；

假设二：液氮及甲醇价格回升，假设 17、18、19 年公司液氮产品含税销售均价为 2510、2600 和 2650 元/吨；甲醇产品含税销售均价为 2400、2500 和 2550 元/吨；

假设三：乙二醇业务 17 年开始贡献业绩，寿阳化工 18 年全年并表，17、18、19 乙二醇的销量预计为 14 万吨、30 万吨和 40 万吨。

暂不考虑此次发行股份购买资产，基于以上假设，我们预计公司 17-19 年盈利预测如下：

表 8：分项收入成本预测表（百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
尿素	收入	4695.66	5418.58	5867.26	6039.82
	yoy	-24.6%	15.4%	8.3%	2.9%
	成本	4851.52	5093.47	5456.55	5556.64
	毛利率	-3.32%	6.00%	7.00%	8.00%
液氮	收入	1164.03	1330.09	1377.78	1404.27
	yoy	2.7%	14.3%	3.6%	1.9%
	成本	1039.97	1157.17	1184.89	1193.63
	毛利率	10.66%	13.00%	14.00%	15.00%
甲醇	收入	743.76	1230.77	1282.05	1307.69
	yoy	-4.7%	65.5%	4.2%	2.0%
	成本	838.11	1144.62	1179.49	1190.00
	毛利率	-12.69%	7.00%	8.00%	9.00%
复合肥	收入	315.07	318.58	331.86	338.50
	yoy	-14.6%	1.1%	4.2%	2.0%
	成本	242.57	289.91	301.99	308.03
	毛利率	23.01%	9.00%	9.00%	9.00%
烧碱	收入	777.93	1184.62	1407.18	1471.79
	yoy	18.1%	52.3%	18.8%	4.6%
	成本	267.42	331.69	394.01	412.10
	毛利率	65.62%	72.00%	72.00%	72.00%
双氧水	收入	187.28	264.43	370.94	384.19
	yoy	-30.4%	41.2%	40.3%	3.6%
	成本	140.00	145.44	166.92	165.20
	毛利率	25.25%	45.00%	55.00%	57.00%
丁辛醇	收入	1254.18	1600.00	0.00	0.00
	yoy	-10.1%	27.6%	-100.0%	0.0%

		2016A	2017E	2018E	2019E
	成本	1182.88	1456.00	0.00	0.00
	毛利率	5.68%	9.00%	9.00%	9.00%
PVC	收入	835.48	1203.42	1203.42	1222.22
	yoy	554.7%	44.0%	0.0%	1.6%
	成本	704.76	1010.87	1010.87	1026.67
	毛利率	15.65%	16.00%	16.00%	16.00%
烯烃	收入	1030.73	1089.74	1118.80	1162.39
	yoy	#DIV/0!	5.7%	2.7%	3.9%
	成本	944.59	980.77	1006.92	1046.15
	毛利率	8.36%	10.00%	10.00%	10.00%
三氯化磷	收入	263.71	300.08	319.23	333.42
	yoy	-14.1%	13.8%	6.4%	4.4%
	成本	278.90	297.08	316.04	330.08
	毛利率	-5.76%	1.00%	1.00%	1.00%
乙二醇	收入		837.61	1846.15	2495.73
	yoy			120.4%	35.2%
	成本		703.59	1440.00	1871.79
	毛利率		16.00%	22.00%	25.00%
其他	收入	5324.09	4525.48	4751.75	4989.34
	yoy	-17.9%	-15.0%	5.0%	5.0%
	成本	5020.59	4480.22	4704.23	4939.44
	毛利率	5.70%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入	16591.92	19303.39	19876.42	21149.37
	yoy	-6.6%	16.3%	3.0%	6.4%
	成本	15511.31	17090.83	17161.92	18039.75
	毛利率	6.5%	11.5%	13.7%	14.7%

数据来源：西南证券

预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.06 元、0.24 元、0.40 元，对应动态 PE 分别为 69 倍、16 倍和 10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

6 风险提示

尿素价格大幅波动的风险、借款利率或负债规模大幅波动的风险、乙二醇资产注入进程或不及预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	16591.92	19303.39	19876.42	21149.37	净利润	-1115.61	98.63	437.75	719.41
营业成本	15511.31	17090.83	17161.92	18039.75	折旧与摊销	1647.01	1631.54	1779.32	1846.82
营业税金及附加	69.45	113.89	117.27	124.78	财务费用	998.44	1036.30	993.49	934.26
销售费用	243.88	270.25	278.27	296.09	资产减值损失	37.62	230.00	20.00	20.00
管理费用	815.38	810.74	834.81	888.27	经营营运资本变动	3153.53	589.41	-183.06	375.68
财务费用	998.44	1036.30	993.49	934.26	其他	-4636.54	-570.00	-60.00	-60.00
资产减值损失	37.62	230.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	84.45	3015.88	2987.50	3836.17
投资收益	15.56	340.00	40.00	40.00	资本支出	-881.66	-300.00	-400.00	-350.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	767.24	433.63	40.00	40.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-114.42	133.63	-360.00	-310.00
营业利润	-1068.60	91.38	510.66	886.21	短期借款	1071.49	575.15	-2560.60	0.00
其他非经营损益	98.45	73.00	73.00	73.00	长期借款	75.97	-77.88	0.00	0.00
利润总额	-970.14	164.38	583.66	959.21	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	145.47	65.75	145.92	239.80	支付股利	0.00	181.70	-19.53	-85.55
净利润	-1115.61	98.63	437.75	719.41	其他	-1893.24	-5406.03	-993.49	-934.26
少数股东损益	-207.10	1.00	10.00	10.00	筹资活动现金流净额	-745.79	-4727.06	-3573.62	-1019.81
归属母公司股东净利润	-908.52	97.63	427.75	709.41	现金流量净额	-774.54	-1577.54	-946.11	2506.36
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	5561.11	3983.56	3037.45	5543.80	成长能力				
应收和预付款项	4310.03	4962.30	5035.07	5337.83	销售收入增长率	-6.57%	16.34%	2.97%	6.40%
存货	1873.12	1887.72	1954.77	2055.70	营业利润增长率	-1687.7%	108.55%	458.84%	73.54%
其他流动资产	1016.97	1183.17	1218.29	1296.31	净利润增长率	-2613.3%	108.84%	343.84%	64.34%
长期股权投资	16.05	16.05	16.05	16.05	EBITDA 增长率	-26.91%	74.98%	19.00%	11.69%
投资性房地产	21.85	21.56	21.56	21.56	获利能力				
固定资产和在建工程	25514.89	24271.57	22980.47	21571.88	毛利率	6.51%	11.46%	13.66%	14.70%
无形资产和开发支出	2077.05	2016.09	1955.13	1894.17	三费率	12.40%	10.97%	10.60%	10.02%
其他非流动资产	553.41	432.81	405.55	378.29	净利率	-6.72%	0.51%	2.20%	3.40%
资产总计	40944.49	38774.83	36624.34	38115.59	ROE	-21.49%	1.81%	7.48%	11.09%
短期借款	10985.45	11560.60	9000.00	9000.00	ROA	-2.72%	0.25%	1.20%	1.89%
应付和预收款项	11887.09	12809.29	12892.14	13593.64	ROIC	-0.35%	3.16%	5.63%	7.33%
长期借款	3923.13	3845.25	3845.25	3845.25	EBITDA/销售收入	9.50%	14.29%	16.52%	17.34%
其他负债	8957.93	5125.62	5034.66	5190.55	营运能力				
负债合计	35753.60	33340.76	30772.05	31629.44	总资产周转率	0.42	0.48	0.53	0.57
股本	1756.79	1756.79	1756.79	1756.79	固定资产周转率	0.93	0.93	0.91	0.98
资本公积	2951.51	2951.51	2951.51	2951.51	应收账款周转率	12.32	13.21	12.46	12.67
留存收益	-1050.94	-771.61	-363.39	260.47	存货周转率	8.55	9.02	8.86	8.93
归属母公司股东权益	3694.50	3936.68	4344.90	4968.76	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	115.46%	—	—	—
少数股东权益	1496.39	1497.39	1507.39	1517.39	资本结构				
股东权益合计	5190.89	5434.07	5852.30	6486.16	资产负债率	87.32%	85.99%	84.02%	82.98%
负债和股东权益合计	40944.49	38774.83	36624.34	38115.59	带息债务/总负债	47.29%	52.21%	48.24%	46.93%
					流动比率	0.44	0.45	0.46	0.57
					速动比率	0.37	0.38	0.38	0.49
					股利支付率	0.00%	-186.12%	4.56%	12.06%
					每股指标				
					每股收益	-0.52	0.06	0.24	0.40
					每股净资产	2.95	3.09	3.33	3.69
					每股经营现金	0.05	1.72	1.70	2.18
					每股股利	0.00	-0.10	0.01	0.05
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1576.85	2759.22	3283.48	3667.29					
PE	-7.44	69.28	15.81	9.53					
PB	1.30	1.24	1.16	1.04					
PS	0.41	0.35	0.34	0.32					
EV/EBITDA	14.01	7.22	5.58	4.31					
股息率	0.00%	—	0.29%	1.26%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
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
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@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