

增持

——维持

日期：2018 年 05 月 15 日

行业：基础化工



阳煤化工（600691）

证券研究报告/公司研究/公司调研

尿素价差扩大提振业绩，煤化工龙头优化升级

分析师：邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号：S0870513050001

研究助理：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号：S0870116070007

基本数据（截止 2018 年 5 月 14 日）

报告日股价（元）	3.22
12mth A 股价格区间（元）	2.61/3.95
总股本（亿股）	17.57
无限售 A 股/总股本	99.94%
流通市值（亿元）	56.57
每股净资产（元）	2.20

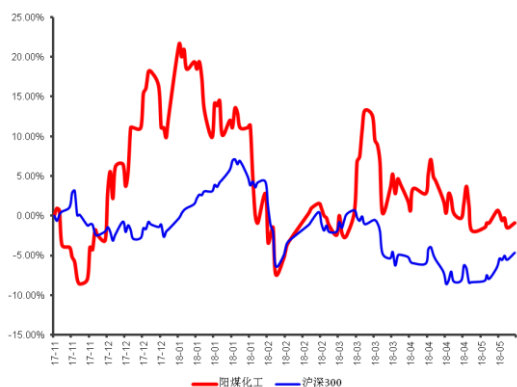
主要股东（2018Q1）

阳泉煤业（集团）有限公司	32.71%
拉萨香凤股权投资管理有限公司	1.50%
司	

收入结构（2017A）

尿素	28.91%
液氨	7.43%
辛醇	7.12%
PVC	5.80%
烧碱	5.52%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：HLX18-YMHG02

首次报告日期：2018 年 03 月 15 日

相关报告：

■ 投资摘要

公司 2017 年实现营业收入 202.62 亿元，同比增长 22.12%；归母净利润 1.16 亿元，实现扭亏。2018 年 Q1 季度公司实现营业收入 51.73 亿元，同比增长 6.58%，实现归母净利润 4024 万元，同比增长 85.95%。

短期尿素弹性高，长期关注优质煤化工平台建设

公司目前拥有 450 万吨尿素产能，除去部分区域受环保等因素影响会有限产，生产销售都正常进行。假设尿素产品价差扩大 100 元，就能使毛利增厚 3.5-4.2 亿元（考虑部分限产因素，假设产量为 350-420 万吨之间），因此，短期来看，公司业绩弹性还将是依靠尿素。长线看，公司煤化工产业链日趋完善，以恒通化工为首的子公司具备较好的盈利能力，并且盈利能力较差的子公司置换已经完成，寿阳化工的注入预计将在 2018 年年中完成。此外，公司氯碱、烯烃等业务也将受益于行业高景气，持续为公司带来利润。

■ 核心逻辑

1. 短期关注尿素价格，初步预计产量 350-420 万吨（行业内弹性最大），并且毛利率基数不高，存在技改降成本空间。
2. 煤化工产业链日趋完善，产品多样，可以根据不同产品市场情况进行生产安排。盈利较差资产已经换出，寿阳乙二醇注入节点临近。未来公司煤化工优质业务占比将逐步提升，将进一步提升公司整体盈利能力。
3. 控费能力相对较弱，仍有改善空间。ERP 管理系统上线在即，有望降低不必要的费用支出。融资成本提升可能短期导致财务费用提升，但定增过审将优化负债结构，募集资金将降低有息负债。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 232.48 亿、248.83 亿元和 253.77 亿元，增速分别为 14.74%、7.03% 和 1.99%；归属于母公司股东净利润分别为 4.93 亿、7.94 亿和 10.31 亿元，增速分别为 324.57%、60.98% 和 29.83%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.28、0.45 和 0.59 元，对应 PE 为 11.4、7.1 和 5.5 倍，未来六个月内维持“增持”评级。

■ 风险提示

尿素产品价格大幅波动；煤价、油价出现波动导致化工品价格波动；企业受环保、安全等问题导致限产或停产；资产置换进程不及预期；融资成本提升影响业绩。

■ 数据预测与估值：

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20261.69	23248.38	24882.83	25377.03
年增长率	22.12%	14.74%	7.03%	1.99%
归属于母公司的净利润	116.14	493.09	793.78	1030.53
年增长率	112.78%	324.57%	60.98%	29.83%
每股收益 (元)	0.09	0.28	0.45	0.59
PE (X)	35.1	11.4	7.1	5.5

数据来源: wind, 上海证券研究所

一、公司概况

1.1 阳煤化工：尿素产能大，煤化工多点并进

阳煤化工是国内煤化工龙头企业，主要产品覆盖农化、基础化工和精细化工及化工设备生产销售。主要产品为尿素、辛醇、甲醇、液氨、聚氯乙烯、烧碱、正丁醇、复合肥、三氯化磷、粗醇、硝酸铵、三聚氰胺、异丁醛、双氧水、碳铵、乙二醇、液氯、丙烯等。产能较大的为尿素（450 万吨），辛醇（20 万吨），甲醇（80 万吨），乙烯（12 万吨），丙烯（18 万吨），聚氯乙烯（30 万吨），烧碱（40 万吨），双氧水（30 万吨），乙二醇（20 万吨）。

目前公司大股东是阳泉煤业（集团）有限责任公司，持股 32.71%，实际控制人为山西省国有资产监督管理委员会。

1.2 基本财务数据：业绩拐点或出现，净利润大幅增长

公司 2017 年实现营业收入 202.62 亿元，同比增长 22.12%；归母净利润 1.16 亿元，实现扭亏。2018 年 Q1 季度公司实现营业收入 51.73 亿元，同比增长 6.58%，实现归母净利润 4024 万元，同比增长 85.95%。

图 1 公司历年营业收入及增速示意图

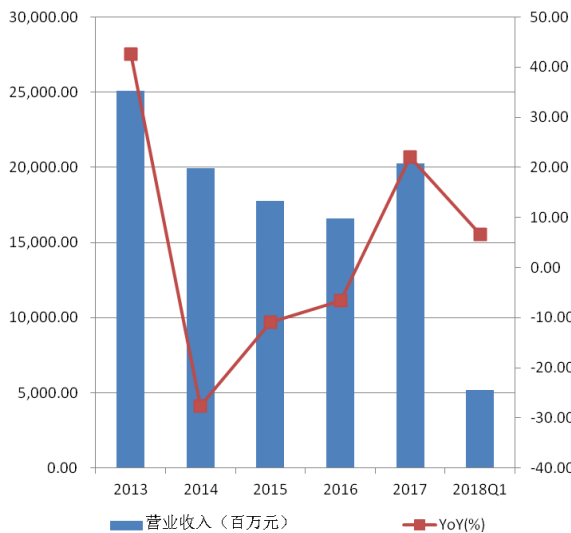
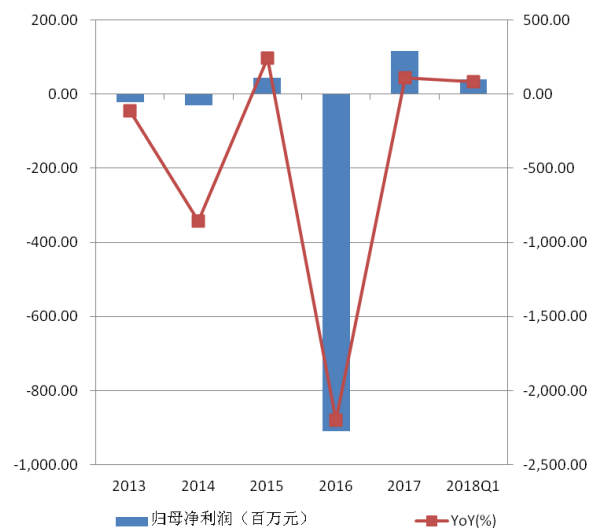


图 2 公司历年归母净利润及增速示意图

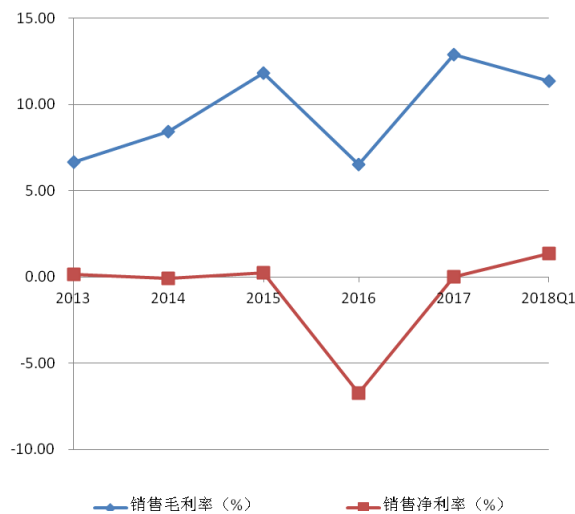


数据来源：wind，上海证券研究所

数据来源：wind，上海证券研究所

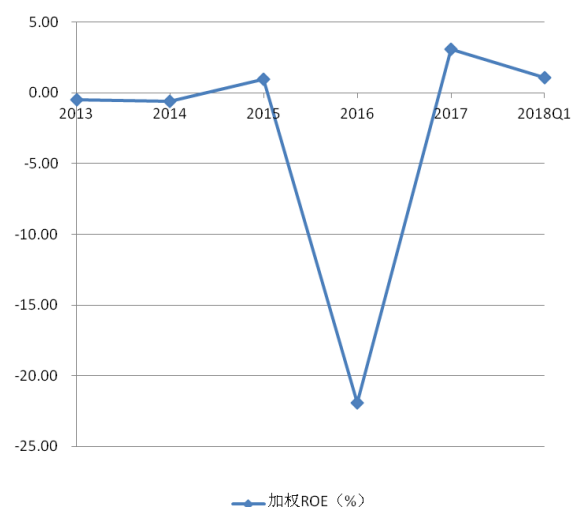
公司毛利率和净利率除 2016 年出现大幅下滑，其余年份均呈现向上趋势，尽管 2018 年 Q1 季度毛利率低于 2017 年全年水平，但仍然高于 2017 年 Q1 季度。同时，公司 ROE 也出现好转。

图 3 公司历年销售毛利率及净利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 4 公司历年 ROE 示意图



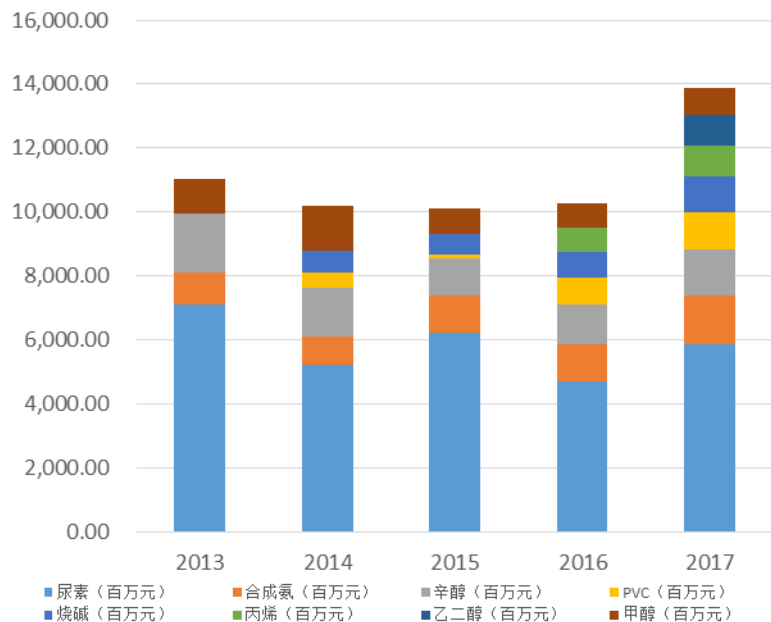
数据来源: wind, 上海证券研究所

1.3 主营业务: 尿素短期占比高, 煤化工逐步增长

➤ 主营拆分: 尿素仍占主导, 新增丙烯、乙二醇业务

主营从主营拆分来看, 近五年公司尿素业务收入规模趋势向下, 液氨、辛醇业务维持在稳定区间, PVC 及烧碱业务有所增长, 新增丙烯和乙二醇业务。

图 5 公司历年主营拆分示意图

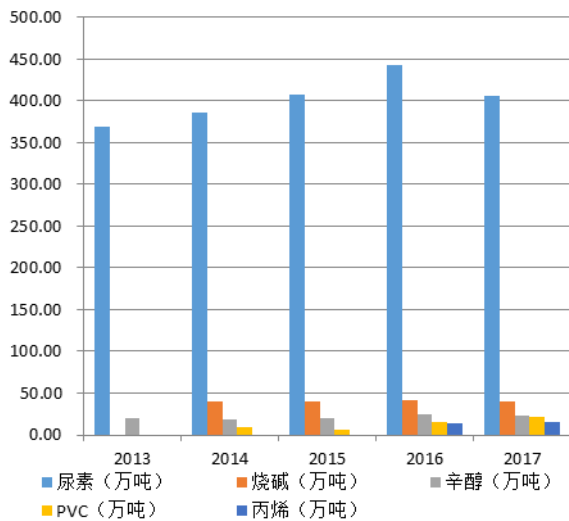


数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 销量及库存: 尿素产量维持高位, 整体库存较低

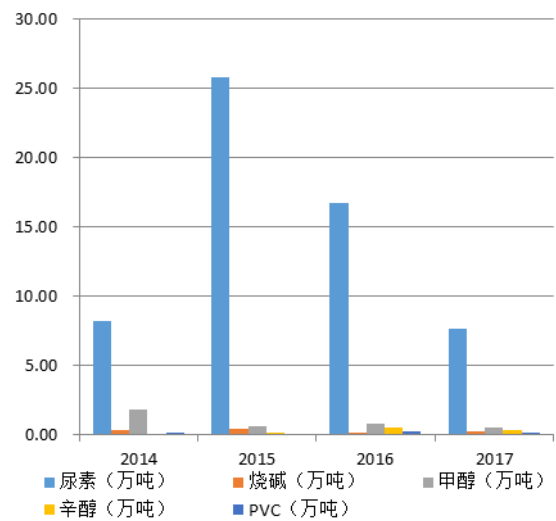
从销量来看, 近五年尿素销量维持在 350 万吨以上, PVC 和丙烯销量增长。从库存来看, 尿素库存为近年低位, 烧碱、甲醇等产品库存也较低。

图 6 公司历年产品销量示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 7 公司历年产品库存示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

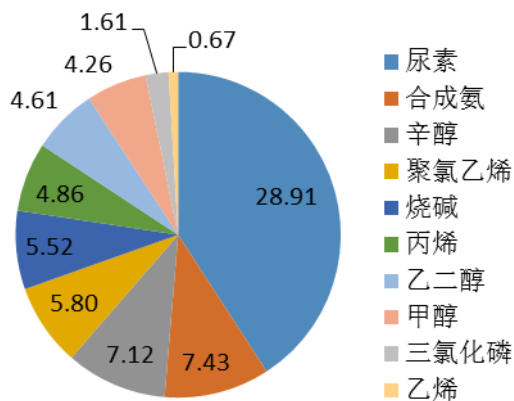
➤ 主营占比：尿素维持稳定，PVC 烧碱逐步提升

从主营占比来看，2017 年公司尿素业务占比最高，为 28.91%，合成氨占 7.43%、辛醇占 7.12%，聚氯乙烯占 5.80%，烧碱占 5.52%。从五年趋势来看，除去贸易及其他产品，尿素占比维持稳定，合成氨、聚氯乙烯、烧碱占比逐步提升。

➤ 毛利占比：短期烧碱贡献最高，尿素、乙二醇占比居前

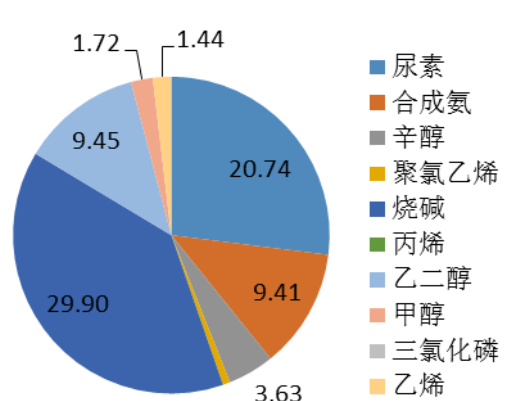
从毛利占比来看，尿素占比为 20.74%，低于主营占比值；受烧碱价格提升影响，烧碱毛利占比达到了 29.90%，乙二醇毛利占比为 9.45%，二者均显著高于主营占比，属于盈利能力较好的品种。

图 8 公司 2017 年主营占比示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 9 公司 2017 年毛利占比示意图



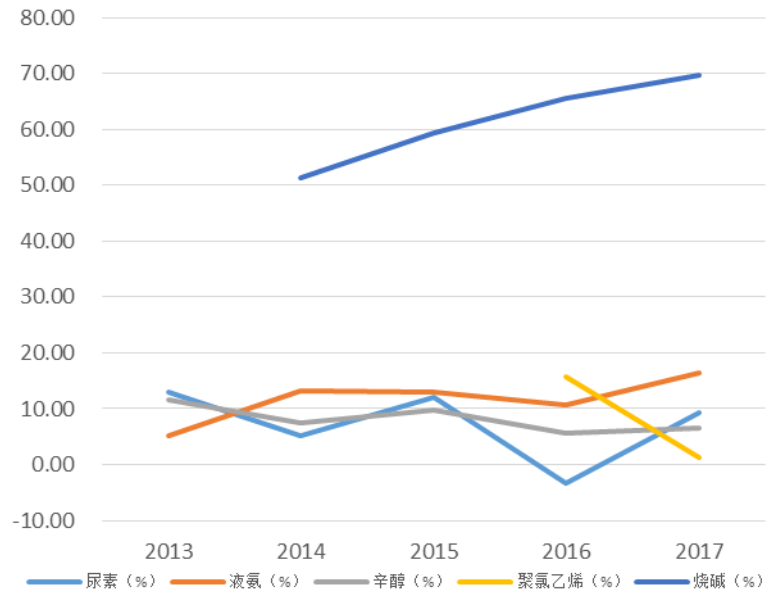
数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 毛利率情况：烧碱盈利能力强，合成氨趋势向好

从各项业务毛利率情况来看，烧碱毛利率最高，从 51.30% 提升至 69.74%；尿素产品毛利率高点维持在 10% 左右，辛醇产品毛利率也降至低于 10%，盈利能力较弱；合成氨业务毛利率趋势向上，2017

年达到 16.32%。聚氯乙烯毛利率降至 0% 附近，下滑严重。

图 10 公司历年主营毛利率示意图



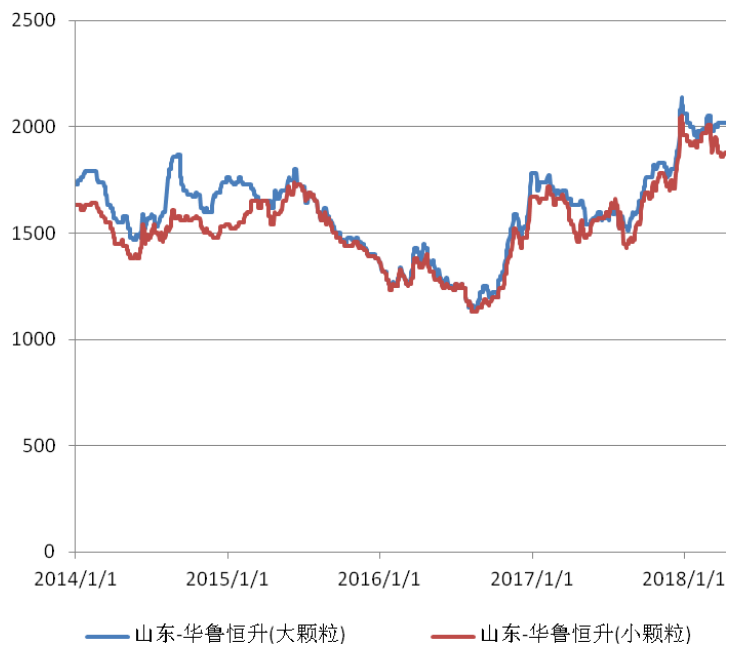
数据来源: wind, 上海证券研究所

二、部分主营产品及运营动态

2.1 尿素产品

- **产销情况:** 受前几年尿素行业不景气影响, 经销商和企业都是按订单出货, 基本不留库存, 整体行业负荷大约在 50% 左右 (16 年上半年有 70-80% 开工率, 但下半年开始下跌)。公司尿素产能 450 万吨, 为国内最大, 近年产量维持在 350-450 万吨之间。2017 年受限产等影响, 生产尿素 397 万吨。公司在不限产的情况下, 保持较高的产能开工率。
- **价格:** 国内尿素的价格一直不高, 盈利能力较弱。低迷了两年之后, 市场价格突破上行, 2017 年均价超过 2014 年均值, 并且在 2018 年 2 月初达到单吨 1900 元左右, 按照 11% 的税计算, 1900 元的不含税价格在 1710 多。3 月短暂回调后, 随着春耕行情持续影响, 含税价格再度回升至 1950 元左右。我们预计 2018 年尿素价格中枢将好于 2017 年。

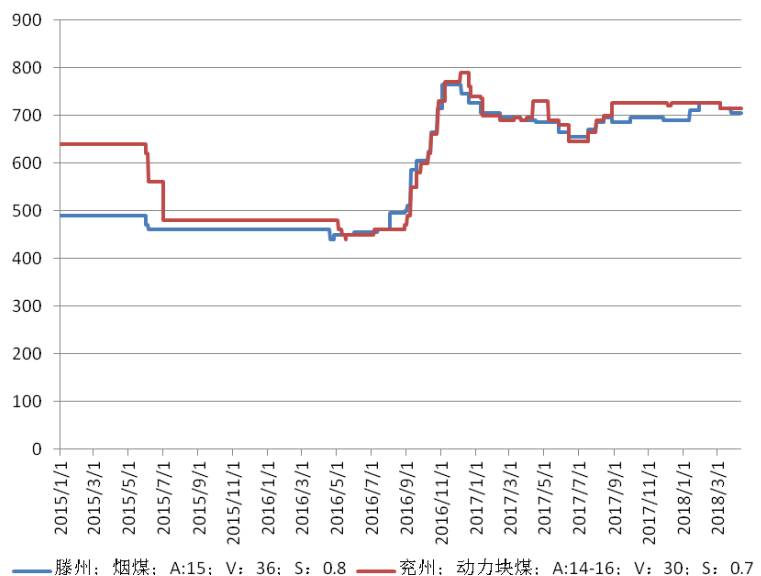
图 11 历年尿素价格示意图 (单位: 元/吨)



数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

- **成本:** 煤头企业固定床的成本相对较高, 水煤浆法的成本会略低于固定床。主要成本来自于蒸汽、电和煤。公司尿素之前是用固定床的路线, 成本上来看, 固定床仍然会比水煤浆高 200 块每吨左右。未来将不再新建固定床生产线。目前公司在和美国的技术研究院合作进行新技术研究, 技改之后采用高温炉将会实现每方气降低 1.5-2 毛左右。

图 12 山东地区烟煤价格示意图 (单位: 元/吨)

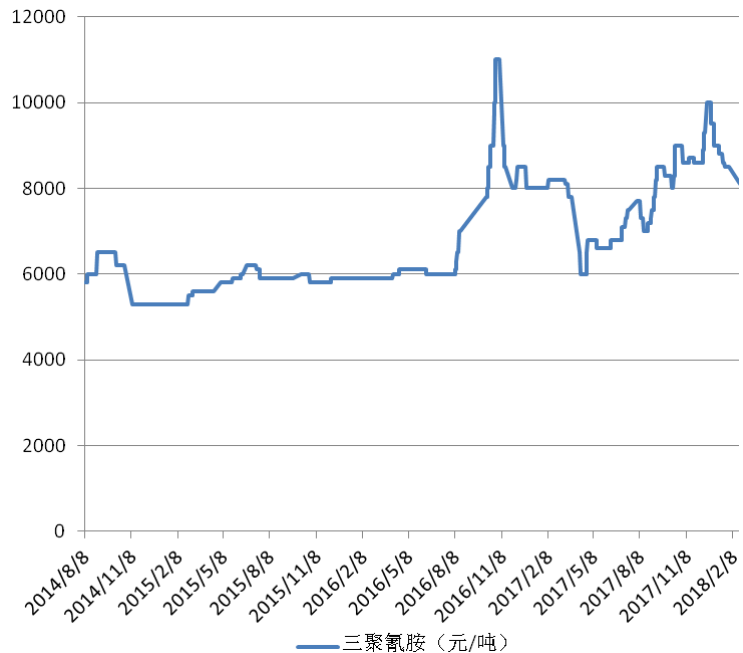


数据来源: 百川资讯, 上海证券研究所

- **工业尿素及三聚氰胺:** 以往工业尿素的占比较低, 目前随着三

聚氰胺下游（板材等）需求增加，工业尿素的消耗也日趋增加。包括华鲁恒升、阳煤化工等企业都有三聚氰胺的产能，据业内人士测算，每吨三聚氰胺大约消耗3吨尿素。公司主要是丰喜12万吨三聚氰胺，拟再进行扩产，1吨三聚氰胺消耗3吨尿素。公司三聚氰胺17年贡献了3000万左右利润。

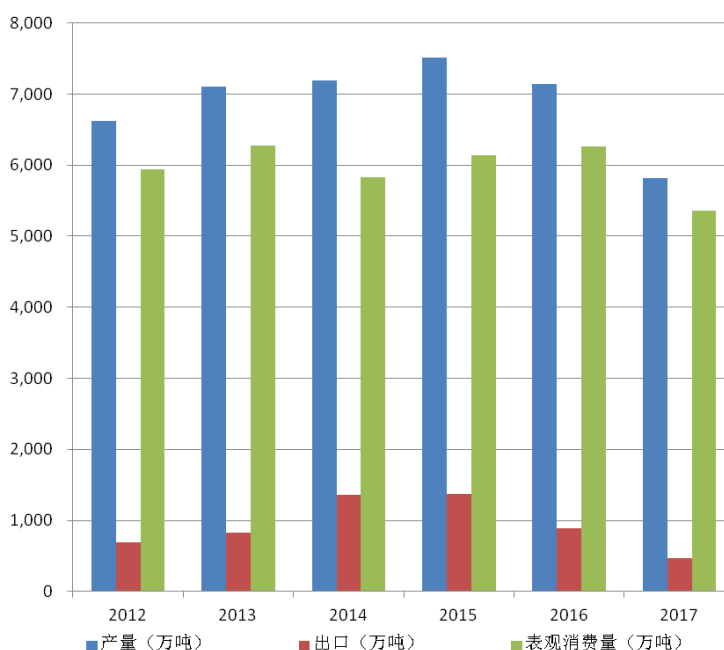
图 13 三聚氰胺价格示意图（单位：元/吨）



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **尿素市场格局：**尿素整体而言处于产能过剩状态，行业壁垒较低，去产能难度较大，并且价格容易受到管控，不易出现暴涨。因此，行业毛利率一直较低，开工率也较低。从产能上来看，目前行业总体产能约有7800万吨左右，但长期停工的产能约有650万吨左右，还有部分转产产能，实际有效产能在7000万吨左右，有效开工率超过70%，近年来产量连续下滑，供需格局略有好转。我们认为尿素市场供给改善将持续发酵，18年价格中枢上移是大概率事件。

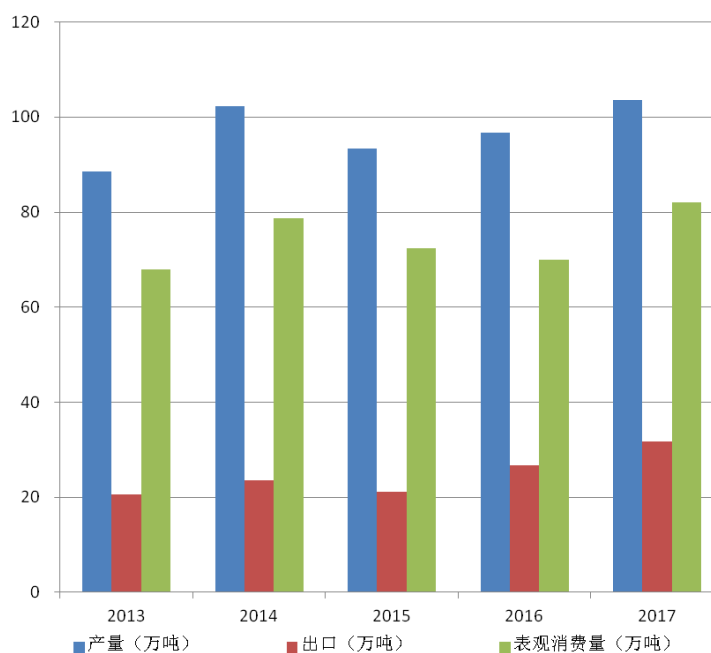
图 14 我国历年尿素产量、出口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **三聚氰胺市场格局：**三聚氰胺之前受奶粉添加事件影响，需求市场有所收缩，之后下游在胶板等行业中打开市场，行业有所复苏，从产量上看，近几年产量维持稳定，2017 年为 104 万吨（消耗工业尿素约 340 万吨），出口量略有增长，达到 32 万吨。行业小产能相对较少，大厂主要有山东鲁西（24 万吨）、昊华骏化（16.5 万吨）、玉象（新疆 15 万吨，四川 12 万吨）等。

图 15 我国历年三聚氰胺产量、出口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

表 1 三聚氰胺行业产能情况。

厂家	产能情况	产能合计（万吨）
四川美青	1.5 万*1+3 万*1	4.5
四川美丰	一套 5 万吨	5
四川玉龙	一套 5 万吨	5
四川玉象	四川 5 万*2+2 万*1	12
重庆建峰	高压 3 万*1+低压 3 万*1	6
山西天泽	一套 1.5 万吨	1.5
山西丰荷	1.5 万*3+1.2 万*1+3.3*1	9
辛集九元	3 万*2	6
南通紫鑫	1.2 万吨	1.2
玉象洪泽厂	5 万*1	5
山东三和	共 7 万吨	7
山东舜天	3 万*3	9
山东联合	3 万*2+4 万*1	10
山东华鲁恒升	5 万*1	5
山东鲁西	8 万*3	24
华尔泰	3 万吨	3
安徽金禾	3 万*1+4 万*1	7
当阳华强	1 套 5 万吨	5
河南金山	1.5 万*4+3 万*1	9
昊华骏化	1.5 万*3+3 万*2+6 万*1	16.5
中原大化	高压 2 万*3	6
玉象新疆厂	5 万*3	15
奎屯锦江	5 万*1	5
宜化新疆嘉成	高压 8 万*1	8
新疆心连心	高压 6 万*1	6
合计		190.7

数据来源：百川资讯，上海证券研究所

2.2 甲醇

- **产销情况：**公司甲醇设计产能为 93 万吨，产能利用率 74.11%。
MTO 线主要在恒通，拥有 20 万吨甲醇产能。目前甲醇涨价幅度较高，现在差不多单吨 2900 元的价格，甲醇的成本一般在 2200 元每吨，盈利能力较好。但也会导致丙烯这块产能压力增加。
- **甲醇价格：**从国内市场消费情况来看，甲醇传统的下游多为甲醛、醋酸、有机胺、二甲醚等，随着近年 MTO 产能的逐步投产运行，煤制烯烃消耗的甲醇也逐步增加。因此，甲醇的价格

与油价相关性较强，烯烃价格上升，甲醇价格就会上涨。而如果甲醇产品的利润高到一定程度时，MTO 装置就会停产，从而使得甲醇供给增多，需求减弱。所以受这个平衡的影响，预计甲醇价格下跌后也会随着 MTO 等装置重启而拉升回来。目前，甲醇价格已经从 2900 元左右跌至 2740 元左右，但此时利润仍然可观，并且 3 月价格回落后，4 月再度出现价格上涨。

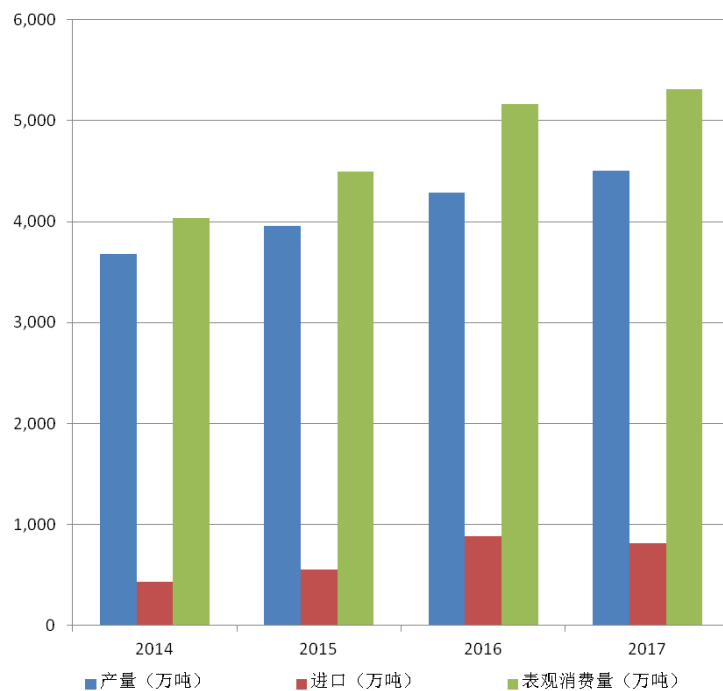
图 16 甲醇历年价格示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **甲醇市场格局：**据百川资讯统计，全国拥有 7204.5 万吨甲醇产能，其中西北地区产能 3156 万吨，占 43.8%。整体而言，作为基础化工用品，甲醇的市场集中度较低，产能分布较广，天然气、煤制、焦炉气等路线均能进行制备，并且部分产线为联产产线。因此，具体有效产能难以进行准确统计，有效开工率难以计算。从产量上看，甲醇产量逐年增加，2014 年为 3676 万吨，2017 年达到 4507 万吨，年复合增速达到 7.03%；进口量数据显示，2014 年进口量为 433 万吨，2016 年达到 880 万吨，2017 年有所回落，为 814 万吨；表观消费量来看，2014 年为 4034 万吨，2017 年达到 5309 万吨，年复合增速高达 9.59%。我们预计甲醇的需求仍然将维持较高增速，随着天然气及油价中枢上移，甲醇价格中枢也将出现上移，煤制甲醇在成本端不易出现大幅上升的情况下，将有望扩大价差。

图 17 我国历年甲醇产量、进口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

2.3 合成氨（液氨）

- **产销情况：**公司合成氨是通过煤气化所得合成气加工而成，用于制备尿素、碳铵和硝铵。2017 年公司销售液氨 15 万吨，库存储仅为 193 吨。
- **合成氨价格：**合成氨价格近年维持平稳，2016 年底开始出现上涨。2017 年 10 月之后价格均高于 3000 元/吨，高点一度达到 3500 元/吨，但 5 月初价格出现回落。

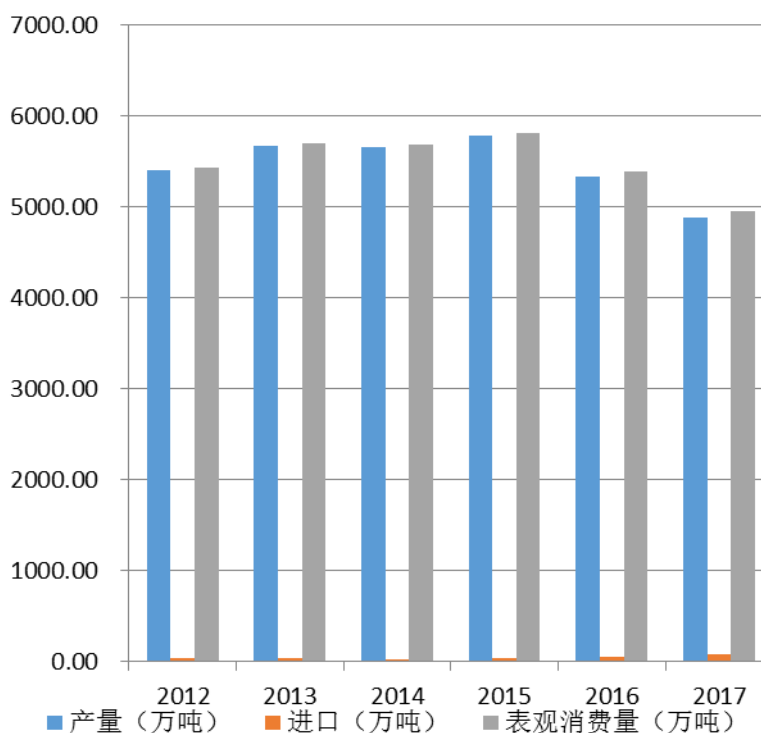
图 18 液氨历年价格示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **合成氨市场格局：**据百川资讯统计，全国拥有 4972 万吨合成氨产能，其中山东地区产能 679.5 万吨，河南地区 675.5 万吨，为产能最大的两个省。由于多数尿素企业都会配套合成氨产能，因此，从产量上看，合成氨走势与尿素大体一致，近两年进入了下降趋势；进口量数据显示，近年进口量尽管有较快增速，但整体占比较低，2017 年进口 71.92 万吨，仅占 1.5%；表观消费量来看，近年也是处于下降趋势，2017 年 4954.65 万吨，同比下降了 8%。

图 19 我国历年合成氨产量、进口量及表观消费量示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

2.4 丁辛醇

- **产销情况：**公司丁醇及辛醇都是煤化工产业链后端产品，原材料丙烯是甲醇产业链延伸产品，一氧化碳为合成气产品。公司丁、辛醇产能 21 万吨，产嫩利用率 110.62%。
- **价格：**辛醇价格近年来触底回升，16 年初 4900 元/吨左右为价格低点，之后出现价格中枢上移，17 年年中一度达到 9200 元/吨，目前维持在 8200 元/吨左右。

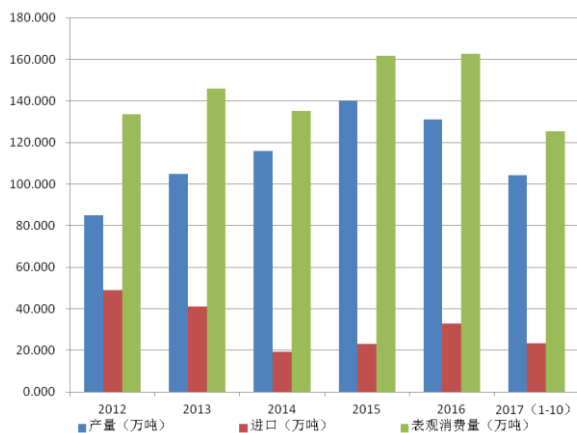
图 20 辛醇历年价格示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

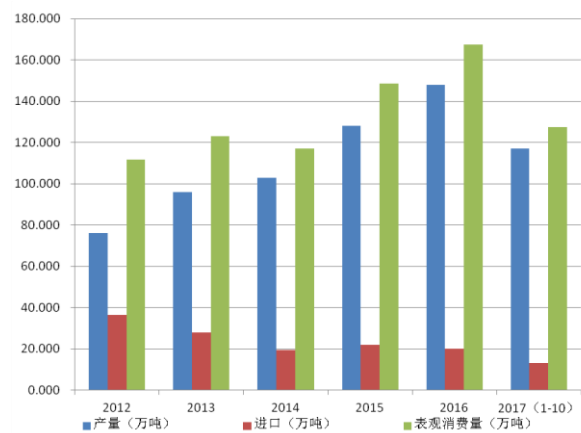
- **丁辛醇市场格局：**丁辛醇主要用作增塑剂的原料和溶剂。从需求结构看，正丁醇下游丙烯酸丁酯占 53%，醋酸丁酯占 26%，DBP 占 13%；异辛醇下游 DOP 占 47%，DOTP 占 33%。据百川资讯统计，全国拥有 437 万吨丁辛醇产能，其中正丁醇 168.5 万吨。异丁醇 29.5 万吨，辛醇 239 万吨。新增产能方面，鲁西化工 25 万吨产能和中海油惠州炼化二期 25 万吨产能预计 2018 年投放，其余合计 65 万吨产能暂时没有推进计划。从产量上看，2016 年正丁醇产量 131 万吨，辛醇产量 148 万吨，2017 年 1-10 月分别为 104 万吨和 117 万吨，同比变化不大；进口量数据显示，正丁醇及辛醇 2016 年进口量分别为 32.8 万吨和 20.1 万吨 2017 年 1-10 月分别为 23.5 万吨和 13.2 万吨，同比略有减少；表观消费量来看，2016 年分别为 162.7 万吨和 167.4 万吨，2017 年 1-10 月分别为 125.5 万吨和 127.3 万吨，同比略有减少。整体而言，从近几年数据来看，国内正丁醇及辛醇产量均呈现趋势向上格局，进口量逐步缩减，进口替代正在进行，表观消费量快速增长后，有趋稳态势。丁辛醇行业整体开工率接近 83%，进口替代空间仍然有 15%-20%。

图 21 历年正丁醇产量、进口量及表观消费量示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

图 22 历年辛醇产量、进口量及表观消费量示意图

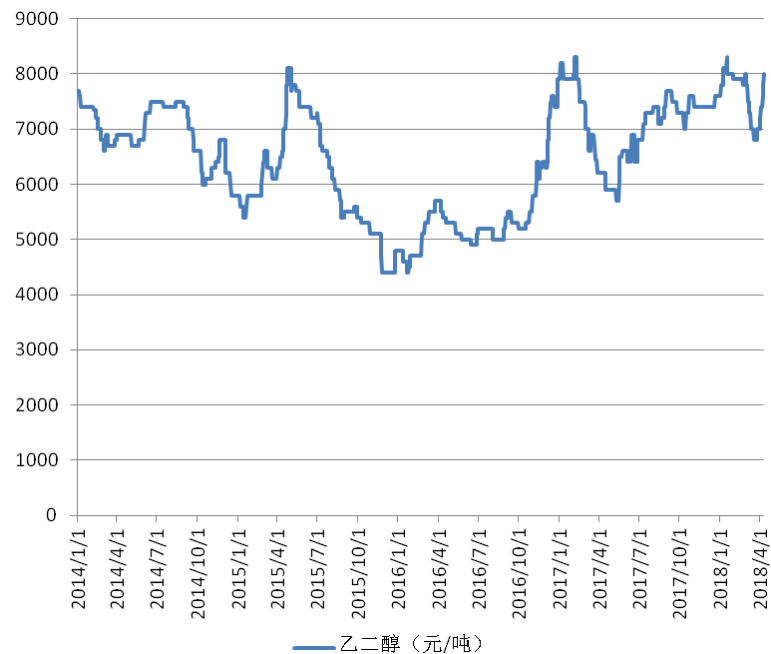


数据来源：wind，上海证券研究所

2.4 乙二醇

- **产销情况：**公司乙二醇是采用煤气化之后的一氧化碳及氢气为原料，分离之后，一氧化碳先制备 DMO，之后再与氢气反应制备乙二醇。目前拥有深州 22 万吨产能，产能利用率 71.82%。并且公司公告拟将寿阳 20 万吨产能装入上市公司。此外，集团旗下还拥有平定的乙二醇产能。
- **乙二醇价格：**乙二醇方面，行业开工率 74%，市场存在过剩情况，价格宽幅波动，2017 年全年均价在 7000 元/吨左右。

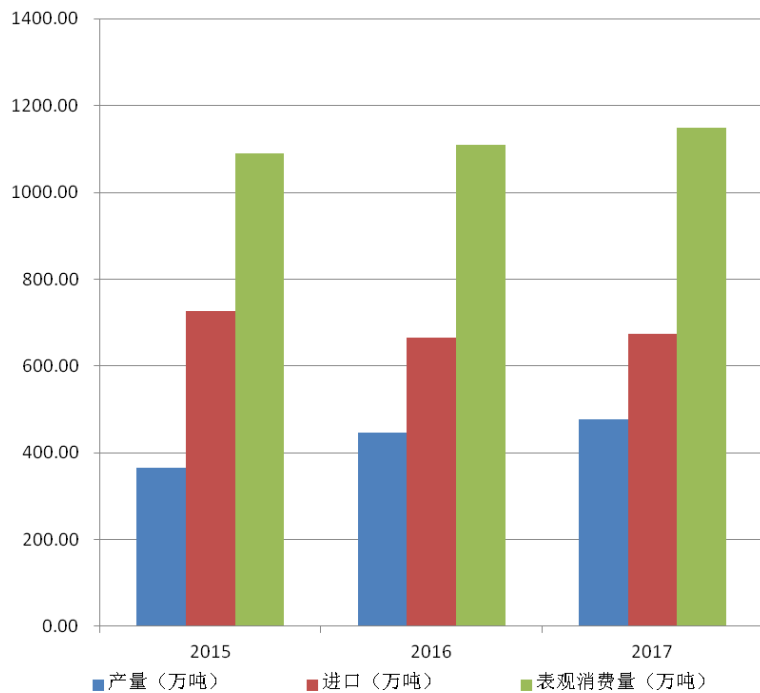
图 23 乙二醇历年价格示意图



数据来源：百川资讯，上海证券研究所

- **乙二醇市场格局：**据百川资讯统计，全国拥有 806.6 万吨乙二醇产能，其中油制乙二醇产能 574.60 万吨，煤制产能 232.00 万吨。从产量上看，2015 年产量 365.25 万吨，2017 年达到 477.56 万吨；进出口数据显示，近年出口量维持在低于 2 万吨，而进口量数据较大，2015 年为 725.85 万吨，2017 年为 673.74 万吨；表观消费量来看，2015 年为 1090.41 万吨，2017 年为 1149.78 万吨。整体而言，尽管国内行业开工率不高，但进口量仍然维持在较高的位置，对外依存度高达 60% 左右。我们认为随着煤制乙二醇产品质量提升，进口替代进程将加速，国内煤制乙二醇优质企业将高度受益。

图 24 我国历年乙二醇产量、进口量及表观消费量示意图

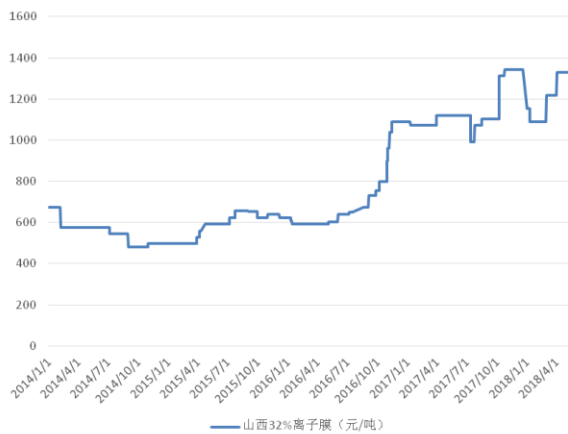


数据来源：百川资讯，上海证券研究所

2.5 氯碱产业链

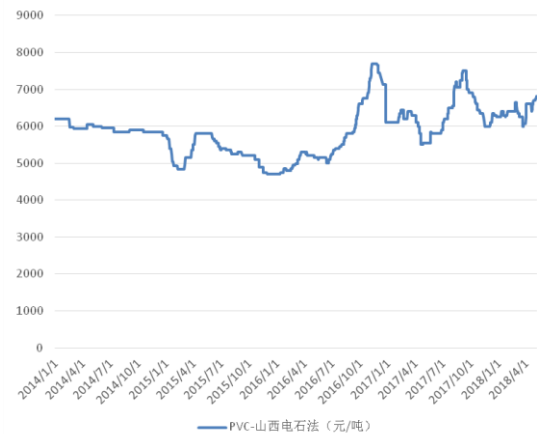
- **产销情况：**公司氯碱产业链目前采用乙烯法制备 PVC，烧碱是电解氯化钠产品，甲醇制备的乙烯与电解的气体合成 PVC。改用乙烯法主要是综合公司产业链联产的考量，并且用乙烯法后成本略低。目前拥有 PVC 产能 30 万吨，产能利用率 70.57%，烧碱产能 40 万吨，产能利用率 100.83%。
- **产品价格：**烧碱方面，2016 年四季度起价格出现急剧拉升，受供给紧张及环保督查影响，行业一直处于紧平衡，目前 32% 离子膜产品价格 1320 元/吨左右。PVC 方面，2016 年三四季度开始出现急速拉涨，之后宽幅波动，目前电石法产品价格 6600-6800 元/吨左右，期货价格近期也出现拉涨。

图 25 烧碱历年价格示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 26 PVC 历年价格示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

- **烧碱市场格局:** 据百川资讯统计, 全国目前拥有 4030 万吨烧碱产能, 2007 年时仅有 2181 万吨, 近十年产能接近翻倍。2016 年时产能一度下降, 导致有效产能供给紧张, 之后产能扩张及释放使得行业处于平衡状态。从产量上看, 2017 年产量 3460.5 万吨; 出口量数据显示, 近年出口量出现下滑, 2017 年为 149.34 万吨, 下降 42 万吨; 表观消费量来看, 2017 年为 3327.07 万吨, 近年表观消费量呈现上涨趋势。我们认为烧碱作为基础化工品的一种, 尽管壁垒较低, 但随着环保督查持续深入及部分厂家都是配套生产使用, 所以行业整体处于紧平衡状态, 高价位将会是常态。
- **PVC 市场格局:** 据百川资讯统计, 全国拥有 2201 万吨 PVC 产能, 其中电石法产能 1755 万吨, 乙烯法产能 424 万吨, 天然气法产能 22 万吨。从产量上看, 2017 年达到 1834 万吨, 增加 172.5 万吨; 进出口数据显示, 出口量略高于进口量, 2016 年出口 104.02 万吨, 进口 64.67 万吨, 2017 年差距有所缩小; 表观消费量来看, 2017 年达到 1816.28 万吨, 增长 193.70 万吨。整体而言, 行业开工率达到 83%, 为近年来高点, 随着油价上涨, 油制乙烯路线成本将持续提升, 海外开工率持续高企, 我们认为 PVC 价格中枢上移将持续进行。

2.6 其他

- **资产置换:** 公司深州化肥、中冀正元及和顺化工股权及相关资产交割已办理完毕, 齐鲁一化的审计评估工作已经完成。目前寿阳化工审计、评估工作正在进行, 已经接近完成。预计将会对公司业绩带来提升。深州化肥、中冀正元、和顺化工均为亏损企业, 而寿阳化工主营乙二醇盈利能力较好, 将会大大改善公司业绩。

- **定增过审：**2018 年 2 月 14 日，公司回复发审委告知函，内容方面涉及环保等处罚记录整改情况、定增对象、高管变动及持续盈利能力等问题。从环保方面来看，盈利能力较强的恒通化工之前受到处罚多为环保设施未经验收时，主体工程正式投产，排放超标已改正；定增对象方面，金陵恒毅、金陵阳明已于 2017 年 4 月与阳煤集团签署了一致行动协议；人员变动方面，高管变动是正常的集团内部调整；持续盈利能力方面，我们预计未来将受益于煤化工产品的价格中枢上移、产业优化和升级，公司业绩有望大幅提升。并且如果定增成功发行，将有效降低公司负债率，减少利息支出，提升业绩。
- **控费能力：**控费能力方面喜忧参半，财务费用方面，受金融监管趋严影响，公司融资成本有所提升，可能对业绩造成负面影响，目前公司有 200 亿左右有息负债；系统管理方面，公司将上线 ERP 系统，对全部子公司进行管理优化，预计将提升公司运营效率及管理、销售费用控制能力。与华鲁恒升等行业内控费能力较强企业相比，公司仍然有提升的空间。并且从目前的盈利水平来看，控费提升带来的弹性将会比较大。

三、盈利预测

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 232.48 亿、248.83 亿元和 253.77 亿元，增速分别为 14.74%、7.03%和 1.99%；归属于母公司股东净利润分别为 4.93 亿、7.94 亿和 10.31 亿元，增速分别为 324.57%、60.98%和 29.83%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.28、0.45 和 0.59 元，对应 PE 为 11.4、7.1 和 5.5 倍，未来六个月内维持“增持”评级。

四、风险提示

尿素产品价格大幅波动；煤价、油价出现波动导致化工品价格波动；企业受环保、安全等问题导致限产或停产；资产置换进程不及预期；融资成本提升影响业绩。

五、附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	8491	16274	17418	17764
应收和预付款项	4047	6320	4738	6543
存货	2322	2389	2617	2492
其他流动资产	760	760	760	760
长期股权投资	14	14	14	14
投资性房地产	21	19	16	14
固定资产和在建工程	22981	19698	16426	13164
无形资产和开发支出	1818	1595	1372	1150
其他非流动资产	487	368	248	248
资产总计	40941	47437	43611	42149
短期借款	14369	17452	13953	9612
应付和预收款项	12035	14885	13684	15448
长期借款	3988	3988	3988	3988
其他负债	4867	4867	4867	4867
负债合计	35259	41192	36492	33915
股本	1757	1757	1757	1757
资本公积	2973	2973	2973	2973
留存收益	-900	-407	386	1417
归属母公司股东权益	3829	4322	5116	6147
少数股东权益	1853	1923	2003	2088
股东权益合计	5682	6245	7119	8234
负债和股东权益合计	40941	47437	43611	42149

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	2419	5702	5532	5304
投资活动产生现金流量	-1539	0	0	0
融资活动产生现金流量	226	2081	-4388	-4958
现金流量净额	1105	7782	1144	346

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	20262	23248	24883	25377
营业成本	17652	19824	21068	21500
营业税金及附加	118	144	154	157
营业费用	315	356	376	381
管理费用	949	1046	1110	1122
财务费用	1250	1088	980	710
资产减值损失	260	40	30	20
投资收益	374	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	138	751	1165	1487
营业外收支净额	28	0	0	0
利润总额	166	751	1165	1487
所得税	162	188	291	372
净利润	4	563	874	1116
少数股东损益	-112	70	80	85
归属母公司股东净利润	116	493	794	1031

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	13%	15%	15%	15%
EBIT/销售收入	6%	8%	8%	8%
销售净利率	0%	2%	4%	4%
ROE	4%	11%	16%	17%
资产负债率	86%	87%	84%	80%
流动比率	0.50	0.69	0.79	0.92
速动比率	0.40	0.61	0.68	0.82
总资产周转率	0.49	0.49	0.57	0.60
应收账款周转率	12.18	9.99	12.80	10.52
存货周转率	7.60	8.30	8.05	8.63

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。