

## 公司研究

## 20年业绩扭亏为盈，下游需求复苏 21年业绩可期

——阳煤化工（600691.SH）2020年年报点评

## 要点

**事件：**公司发布2020年年报，报告期内实现营业总收入179.50亿元，同比上升0.12%，实现归母净利润1.29亿，折EPS0.05元。其中，Q4单季实现营收49.09亿，同比上升19.07%，环比上升2.07%；实现归母净利润8.31亿。

## 点评：

公司全年收入同比小幅上升，同时扭亏为盈。2020年上半年，公司下属各子公司原料采购、产品销售、运输等受到疫情影响，装置开工率低，经济效益下滑；下半年各生产装置产量超额完成，弥补上半年所欠产量，公司成功扭亏为盈。

**煤化工龙头优势明显，20年在建项目进展顺利：**20年公司主要产品产量：尿素343.97万吨，离子膜烧碱41.5万吨，甲醇34.41万吨，乙二醇23.43万吨，双氧水36.72万吨。恒通化工现有40万吨/年离子膜烧碱装置、30万吨/年乙烯法聚氯乙烯树脂（PVC）、30万吨/年甲醇制烯烃装置，为国内首家建立甲醇制烯烃-乙烯法聚氯乙烯绿色环保产品链的氯碱企业，实现煤化工与盐化工的高质量融合发展。截至20年底，泉稷焦炉气综合利用年产90万吨甲醇项目、泉稷年产5万吨三聚氰胺项目、深州化工年产20万吨乙二醇项目工程进度分别为65%、60%、74%，在建项目稳步推进。

**资产剥离完成，公司盈利能力有望发生质变：**公司是国内规模最大的煤化工企业之一，主营业务以尿素、乙二醇和甲醇制烯烃等为主。2018年后国内化工行业景气下行叠加乙二醇进入产能周期，公司盈利能力受到考验，2019年归母净利润大幅亏损5.24亿元，2020年前三季度亏损7.03亿元。2020年公司积极推进资产的优化重组工作，将生产工艺落后、发展前景差、亏损严重的子公司进行了处置。截止2020年底，相关资产处置行为已履行完毕。此次大规模资产剥离完成后留存资产以恒通化工、正元氢能、丰喜泉稷和阳煤化工等经历周期底部考研的优质资产为主，公司所存续企业生产技术先进，历年来均保持了较高盈利水平，公司的资产质量及资产的盈利能力有望发展质变。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司2021-2022年盈利预测，新增2023年盈利预测，预计2021-2023年净利润分别为4.18/5.38/5.76亿元，折EPS0.18/0.23/0.24元。维持“增持”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期；新项目投产不及预期；产品价格大幅波动。

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	17,929	17,950	16,850	16,376	16,233
营业收入增长率	-17.66%	0.12%	-6.13%	-2.82%	-0.87%
净利润（百万元）	-524	129	418	538	576
净利润增长率	-507.13%	-	224.19%	28.71%	7.00%
EPS（元）	-0.22	0.05	0.18	0.23	0.24
ROE（归属母公司）（摊薄）	-9.69%	2.33%	7.02%	8.29%	8.15%
P/E	-	57	18	14	13
P/B	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-04-22

## 增持（维持）

当前价：3.11元

## 作者

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

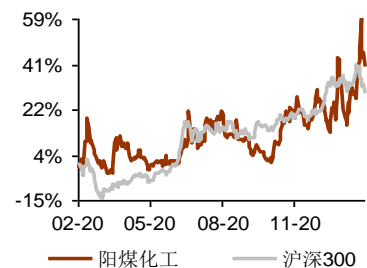
010-57378026

zhaond@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	23.76
总市值(亿元)	73.89
一年最低/最高(元)	1.86/3.19
近3月换手率	89.81%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	15.76	41.84	15.87
绝对	17.36	32.30	48.76

资料来源：Wind

## 相关研报

出售资产交割完成，重整河山待涅槃——阳煤化工（600691.SH）2020年三季报及出售资产进展公告点评（2020-11-01）

盈利大幅下滑，积极推进资产整合与剥离——阳煤化工（600691.SH）2020年半年报点评（2020-08-30）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	17,929	17,950	16,850	16,376	16,233
营业成本	15,768	16,159	15,263	14,490	14,136
折旧和摊销	1,924	1,662	1,065	1,145	1,217
税金及附加	146	129	129	125	124
销售费用	329	99	201	195	194
管理费用	956	788	819	796	789
研发费用	135	184	150	146	144
财务费用	1,282	995	367	351	357
投资收益	-1	711	0	0	0
营业利润	-627	103	237	336	565
利润总额	-600	127	261	360	589
所得税	106	103	-13	-54	147
净利润	-706	24	275	414	442
少数股东损益	-182	-105	-143	-124	-134
归属母公司净利润	-524	129	418	538	576
EPS(按最新股本计)	-0.22	0.05	0.18	0.23	0.24

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	488	2,795	3,889	1,704	1,331
净利润	-524	129	418	538	576
折旧摊销	1,924	1,662	1,065	1,145	1,217
净营运资金增加	-905	3,697	-2,429	46	635
其他	-7	-2,692	4,836	-25	-1,097
投资活动产生现金流	-1,676	-336	-3,011	-2,020	-1,020
净资本支出	-1,676	-740	-3,006	-2,020	-1,020
长期投资变化	11	15	0	0	0
其他资产变化	-11	389	-5	0	0
融资活动现金流	1,069	-1,891	1,119	123	-369
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,681	-14,381	1,477	470	-13
无息负债变化	-108	-3,180	1,143	-363	-527
净现金流	-120	567	1,998	-193	-58

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.1%	10.0%	9.4%	11.5%	12.9%
EBITDA 率	15.9%	14.1%	8.6%	11.3%	13.2%
EBIT 率	4.2%	4.2%	2.2%	4.3%	5.7%
税前净利润率	-3.3%	0.7%	1.6%	2.2%	3.6%
归母净利润率	-2.9%	0.7%	2.5%	3.3%	3.5%
ROA	-1.7%	0.1%	1.0%	1.5%	1.6%
ROE (摊薄)	-9.7%	2.3%	7.0%	8.3%	8.1%
经营性 ROIC	3.0%	0.7%	2.1%	4.2%	3.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	84%	74%	76%	75%	73%
流动比率	0.48	0.68	0.67	0.68	0.72
速动比率	0.41	0.62	0.58	0.59	0.64
归母权益/有息债务	0.22	0.51	0.49	0.51	0.56
有形资产/有息债务	1.60	2.16	2.14	2.10	2.09

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	42,382	24,215	27,110	27,631	27,533
货币资金	9,747	4,866	6,864	6,671	6,612
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	1,024	1,363	947	1,041	1,081
应收票据	2	1,826	631	760	1,004
其他应收款 (合计)	421	943	886	702	801
存货	2,165	1,009	1,726	1,512	1,318
其他流动资产	667	457	588	644	661
流动资产合计	14,902	11,393	12,385	12,064	12,171
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	11	15	15	15	15
固定资产	23,535	10,680	11,011	11,217	11,092
在建工程	1,547	1,023	2,342	2,807	2,630
无形资产	1,799	770	774	779	783
商誉	46	0	0	0	0
其他非流动资产	86	54	58	58	58
非流动资产合计	27,480	12,823	14,725	15,567	15,362
总负债	35,427	17,866	20,486	20,593	20,054
短期借款	19,040	8,525	9,002	8,805	8,459
应付账款	2,585	963	909	863	842
应付票据	4,393	2,098	3,326	3,025	2,622
预收账款	986	0	591	492	352
其他流动负债	0	1,758	1,958	2,044	2,070
流动负债合计	30,909	16,809	18,420	17,856	16,982
长期借款	3,281	525	1,525	2,191	2,525
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	165	96	105	108	110
非流动负债合计	4,518	1,057	2,066	2,737	3,071
股东权益	6,955	6,349	6,624	7,038	7,479
股本	2,376	2,376	2,376	2,376	2,376
公积金	4,406	4,406	4,448	4,502	4,559
未分配利润	-1,385	-1,257	-880	-396	122
归属母公司权益	5,410	5,533	5,951	6,489	7,064
少数股东权益	1,545	817	673	549	415

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.84%	0.55%	1.19%	1.19%	1.19%
管理费用率	5.33%	4.39%	4.86%	4.86%	4.86%
财务费用率	7.15%	5.54%	2.18%	2.15%	2.20%
研发费用率	0.75%	1.03%	0.89%	0.89%	0.89%
所得税率	-18%	81%	-5%	-15%	25%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.21	1.18	1.64	0.72	0.56
每股净资产	2.28	2.33	2.50	2.73	2.97
每股销售收入	7.55	7.55	7.09	6.89	6.83

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	-	57	18	14	13
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	12.4	9.2	14.5	11.4	9.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE