

## 公司研究

## 需求疲软 Q3 业绩承压，布局氢能产业链前景广阔

——阳煤化工（600691.SH）2022 年三季度报点评

## 要点

**事件：**公司发布 2022 年三季度报，22 年前三季度公司实现营业收入 135 亿元，同比-0.5%，归母净利润 1.92 亿元，同比-56.4%；其中 Q3 单季度实现营业收入 39.4 亿元，同比-4.2%、环比-18.2%，归母净利润-0.36 亿元，同比减少 1.4 亿元、环比减少 1.7 亿元。

## 点评：

**需求疲软叠加成本上行，公司 Q3 业绩承压：**2022 年 Q3 公司主营产品尿素、聚氯乙烯、丙烯、烧碱、三氯化磷、双氧水销售均价分别为 2261 元/吨、5709 元/吨、6372.6 元/吨、2886 元/吨、7129.5 元/吨、641.6 元/吨，分别同比+21.4%、-9.8%、-1.75%、+107%、+32%、-17%，分别环比-16%、-23.7%、-10.6%、-5.4%、-24.4%、-17%。原材料方面，煤炭、工业盐、动力电 22 年 Q3 采购价格分别同比+36.72%、+54.89%、+24.86%。2022 年第三季度以来，公司主营产品需求较弱，聚氯乙烯出口下降，主营产品价格均环比下跌，同时原材料价格大幅上涨，致公司 Q3 业绩下滑。

**正元二期项目稳步推进，布局氢能产业链前景广阔：**目前公司拥有尿素产能 232 万吨、聚氯乙烯产能 30 万吨、烯烃产能 30 万吨、烧碱产能 40 万吨、双氧水产能 25 万吨和甲醇产能 40 万吨。此外，正元二期项目规划新增合成氨 40 万吨/年（30 万吨用于生产尿素，10 万吨作为商品氨销售），尿素 52 万吨/年，氢气 4.32 亿立方米/年。目前正元二期项目已完成总体设计、项目前期手续完善、桩基的试桩、现场四通一平工作，预计 2024 年底完工。公司长期布局氢能源领域，拥有多个子公司，包括正元氢能，阳雄氢能，以及与深圳市氢雄重驱动力科技有限公司联营公司氢雄双阳。正元二期项目建成后，公司氢气年产能将达到 6.48 亿立方米，有望成为沧州临港经济技术开发区最大的氢源供应商。公司依托自身丰富的氢气产能和技术优势，协同氢能源产业上下游其他企业，在氢气提纯、加氢站建设、氢气供应等方面布局新业务，打造新的利润增长点。

**盈利预测、估值与评级：**需求较弱叠加成本上行，公司盈利承压，因此我们下调公司盈利预测，预计 2022-2024 年净利润分别为 2.03（下调 63%）/2.35（下调 62%）/2.73（下调 59%）亿元，折合 EPS 分别为 0.09/0.10/0.11 元。公司尿素产能稳步扩张，布局氢能产业链前景广阔，因此我们维持“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	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17,950	18,737	20,783	23,069	25,624
营业收入增长率	0.12%	4.39%	10.92%	11.00%	11.07%
净利润（百万元）	129	432	203	235	273
净利润增长率	-124.60%	234.82%	-53.09%	15.90%	16.26%
EPS（元）	0.05	0.18	0.09	0.10	0.11
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.33%	7.23%	3.28%	3.66%	4.09%
P/E	60	18	38	33	28
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2022-11-04

## 增持（维持）

当前价：3.25 元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

联系人：蔡嘉豪

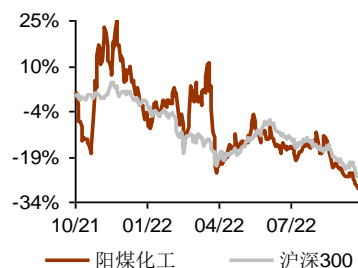
021-52523800

caijiahao@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	23.76
总市值(亿元)	77.22
一年最低/最高(元)	3.00/6.02
近 3 月换手率	34.50%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.85	-5.64	-0.54
绝对	-6.61	-13.79	-23.17

资料来源：Wind

## 相关研报

尿素行业景气叠加资产优化，21 年业绩同比大增——阳煤化工（600691.SH）2021 年年报点评（2022-04-16）

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	17,950	18,737	20,783	23,069	25,624
营业成本	16,159	16,477	18,597	20,661	22,967
折旧和摊销	1,662	891	454	487	522
税金及附加	129	143	154	171	190
销售费用	99	75	99	110	122
管理费用	788	661	822	913	1,014
研发费用	184	227	233	258	287
财务费用	995	550	562	610	663
投资收益	711	-14	-14	-14	-14
营业利润	103	706	390	429	476
利润总额	127	657	341	380	427
所得税	103	148	61	68	77
净利润	24	509	280	312	350
少数股东损益	-105	77	77	77	77
归属母公司净利润	129	432	203	235	273
EPS(元)	0.05	0.18	0.09	0.10	0.11

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,795	1,072	1,105	171	1,496
净利润	129	432	203	235	273
折旧摊销	1,662	891	454	487	522
净营运资金增加	3,694	949	707	1,873	713
其他	-2,690	-1,200	-258	-2,423	-12
投资活动产生现金流	-336	345	-862	-834	-834
净资本支出	-740	-468	-806	-820	-820
长期投资变化	15	16	0	0	0
其他资产变化	389	797	-55	-14	-14
融资活动现金流	-1,891	-424	-66	1,335	88
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-14,381	355	455	1,900	700
无息负债变化	-3,180	-616	408	169	553
净现金流	567	993	178	671	750

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	10.0%	12.1%	10.5%	10.4%	10.4%
EBITDA 率	14.1%	11.8%	6.8%	6.7%	6.5%
EBIT 率	4.2%	6.8%	4.7%	4.6%	4.5%
税前净利润率	0.7%	3.5%	1.6%	1.6%	1.7%
归母净利润率	0.7%	2.3%	1.0%	1.0%	1.1%
ROA	0.1%	2.1%	1.1%	1.1%	1.2%
ROE (摊薄)	2.3%	7.2%	3.3%	3.7%	4.1%
经营性 ROIC	0.8%	5.7%	4.3%	4.2%	4.3%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	74%	72%	72%	73%	74%
流动比率	0.68	0.75	0.77	0.80	0.83
速动比率	0.62	0.64	0.65	0.70	0.71
归母权益/有息债务	0.51	0.54	0.53	0.48	0.47
有形资产/有息债务	2.16	2.11	2.12	2.00	2.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	24,215	24,435	25,579	27,959	29,561
货币资金	4,866	5,926	6,104	6,775	7,525
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	1,363	1,269	1,650	1,911	1,964
应收票据	1,826	1,585	1,291	1,911	1,961
其他应收款 (合计)	943	102	114	488	274
存货	1,009	1,765	1,908	1,876	2,301
其他流动资产	457	622	663	709	760
流动资产合计	11,393	12,150	12,802	14,797	16,012
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	15	16	16	16	16
固定资产	10,680	10,110	10,209	10,321	10,433
在建工程	1,023	941	1,126	1,264	1,368
无形资产	770	867	869	872	874
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	54	131	171	171	171
非流动资产合计	12,823	12,285	12,777	13,161	13,549
总负债	17,866	17,605	18,468	20,537	21,789
短期借款	8,525	8,749	8,938	10,571	11,004
应付账款	963	1,155	1,303	1,448	1,610
应付票据	2,098	1,742	1,488	1,653	1,837
预收账款	0	0	381	141	209
其他流动负债	1,758	1,007	1,048	1,093	1,144
流动负债合计	16,809	16,144	16,700	18,456	19,391
长期借款	525	518	785	1,051	1,318
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	96	149	190	235	287
非流动负债合计	1,057	1,460	1,768	2,080	2,398
股东权益	6,349	6,831	7,110	7,422	7,772
股本	2,376	2,376	2,376	2,376	2,376
公积金	4,406	4,406	4,426	4,450	4,477
未分配利润	-1,257	-825	-643	-431	-186
归属母公司权益	5,533	5,967	6,170	6,404	6,677
少数股东权益	817	863	940	1,017	1,094

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	0.55%	0.40%	0.47%	0.47%	0.47%
管理费用率	4.39%	3.53%	3.96%	3.96%	3.96%
财务费用率	5.54%	2.93%	2.71%	2.65%	2.59%
研发费用率	1.03%	1.21%	1.12%	1.12%	1.12%
所得税率	81%	23%	18%	18%	18%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.18	0.45	0.47	0.07	0.63
每股净资产	2.33	2.51	2.60	2.70	2.81
每股销售收入	7.55	7.89	8.75	9.71	10.78

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	60	18	38	33	28
PB	1.4	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	8.5	9.3	14.9	15.1	14.4
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。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(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

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

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