

公司研究

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

要点

事件：公司发布2021年年报，21年公司实现营业收入187.4亿元，同比+4.4%，归母净利润4.3亿元，同比+234.8%；其中Q4单季度实现营业收入51.8亿元，同比+5.5%、环比+25.9%，归母净利润-0.07亿元，同比-100.9%、环比-107.1%。

点评：

主营产品涨价助力业绩提升，资产优化重组减轻运营负担：2021年受全球疫情后复苏、国内供给侧改革、市场供求等多重因素的影响，国内化工行业景气度较高，2021年公司主营产品尿素、聚氯乙烯、丙烯、烧碱、三氯化磷、双氧水销售均价分别同比+59.5%、+38.3%、+16.3%、+39.1%、+64.6%和+3.3%。公司主要化工产品市场价格同比大幅上涨，营收得到有力保障。2021年公司继续推进资产优化重组，将技术落后、发展前景差、亏损严重的子公司进行了处置，转让了丰喜集团100%股权、正元集团100%股权、深州化工54.6%股权及寿阳化工100%股权，极大减轻公司运营负担，净利润同比大幅增长。2021年第四季度，受到国家“双限”政策影响，公司主营产品产销量同比均出现下滑，同时公司主要原材料如煤炭、工业盐、电力等价格出现大幅上涨，在一定程度上压缩了企业利润空间，致公司Q4业绩同比环比均下滑。

依托相关产能和技术优势，布局氢能产业链前景广阔：公司目前在氢能领域有子公司正元氢能，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。其中正元氢能拥有自主研发的等温变换工艺及节能型的JR低压氨合成工艺，是沧州临港经济技术开发区目前唯一的气体中心，具备为园区供应氧气、一氧化碳、氢气及水蒸气的能力。在正元氢能煤炭清洁高效综合利用项目建成后，其年产6.48亿立方米氢气资源，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。公司目前还主要拥有尿素产能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，尿素产品还有52万吨在建产能预计可于2024年6月完工。

盈利预测、估值与评级：欧洲天然气危机导致国外化肥企业开工受限，国际化肥市场供给收紧，短期内供需错配现象或难缓解，利好农化产品价格高位运行。我们持续看好农化板块，并维持公司2022-2023年盈利预测，新增2024年盈利预测，预计2022-2024年净利润分别为5.55/6.11/6.71亿元，折合EPS分别为0.23/0.26/0.28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	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	555	611	671
净利润增长率	-124.60%	234.82%	28.49%	10.16%	9.89%
EPS（元）	0.05	0.18	0.23	0.26	0.28
ROE（归属母公司）（摊薄）	2.33%	7.23%	8.51%	8.57%	8.60%
P/E	96	29	22	20	18
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2022-04-15

增持（维持）

当前价：5.20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)	123.55
一年最低/最高(元)	2.85/8.09
近3月换手率	111.68%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	27.93	26.42	83.40
绝对	28.71	14.29	67.74

资料来源：Wind

相关研报

尿素价格上涨叠加资产优化，业绩逐步修复——阳煤化工（600691.SH）21年三季报点评（2021-10-31）

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（2021-04-23）

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	18,175	20,225	22,521
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	555	587	623
投资收益	711	-14	-14	-14	-14
营业利润	103	706	820	888	962
利润总额	127	657	770	839	913
所得税	103	148	139	151	164
净利润	24	509	632	688	748
少数股东损益	-105	77	77	77	77
归属母公司净利润	129	432	555	611	671
EPS(元)	0.05	0.18	0.23	0.26	0.28

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,795	1,072	1,447	518	1,858
净利润	129	432	555	611	671
折旧摊销	1,662	891	454	487	522
净营运资金增加	3,694	949	710	1,878	710
其他	-2,690	-1,200	-271	-2,458	-45
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	-408	987	-274
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-14,381	355	106	1,529	298
无息负债变化	-3,180	-616	342	167	551
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%	12.5%	12.3%	12.1%
EBITDA 率	14.1%	11.8%	8.9%	8.6%	8.3%
EBIT 率	4.2%	6.8%	6.7%	6.5%	6.2%
税前净利润率	0.7%	3.5%	3.7%	3.6%	3.6%
归母净利润率	0.7%	2.3%	2.7%	2.6%	2.6%
ROA	0.1%	2.1%	2.5%	2.5%	2.5%
ROE (摊薄)	2.3%	7.2%	8.5%	8.6%	8.6%
经营性 ROIC	0.8%	5.7%	6.2%	5.9%	6.0%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	74%	72%	71%	71%	70%
流动比率	0.68	0.75	0.78	0.83	0.88
速动比率	0.62	0.64	0.67	0.73	0.75
归母权益/有息债务	0.51	0.54	0.58	0.56	0.60
有形资产/有息债务	2.16	2.11	2.19	2.11	2.18

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	25,515	27,899	29,496
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	1,865	1,837	2,256
其他流动资产	457	622	663	709	760
流动资产合计	11,393	12,150	12,738	14,737	15,947
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	18,052	19,748	20,597
短期借款	8,525	8,749	8,589	9,851	9,882
应付账款	963	1,155	1,274	1,417	1,578
应付票据	2,098	1,742	1,454	1,618	1,802
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	16,284	17,668	18,199
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	7,462	8,150	8,899
股本	2,376	2,376	2,376	2,376	2,376
公积金	4,406	4,406	4,462	4,523	4,590
未分配利润	-1,257	-825	-326	224	829
归属母公司权益	5,533	5,967	6,522	7,133	7,804
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%	2.67%	2.55%	2.43%
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	0.61	0.22	0.78
每股净资产	2.33	2.51	2.74	3.00	3.28
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	96	29	22	20	18
PB	2.2	2.1	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA	10.4	11.5	13.8	13.7	13.0
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
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