

买入

2017年3月30日

行业整合加速淘汰产能，2017年业绩增长可期

- 全年收入基本持平，净利润大幅下降，产能利用率稳定：**由于行业市场售价进一步下降，2016年公司尿素平均售价降低23%，复合肥平均售价降低19%，甲醇平均售价降低2%，导致公司全年收入下跌1.34%至57.1亿元，而净利润大幅下降92.9%至4009万元。尽管毛利受价格下跌而削薄，公司的尿素产量上升16.4%至288万吨，复合肥产量上升11.9%至97.6万吨，甲醇产量维持在34.2万吨。产能利用率方面基本持平，尿素和甲醇维持在111%以上，复合肥达到71%。
- 行业低效产能明显淘汰，尿素价格开始回升：**从2015年下半年开始，受粮价下跌带来的需求端压力，市场尿素的价格持续下跌，利润压缩使行业大部分企业进入减产和停产状态。2016年尿素市场的开工率持续下降，在第四季度平均开工率低于55%。从行业的产能数据上来看，2016年行业产能减少约400万吨，小型厂商明显开始退出。伴随国际能源价格回升以及中国环境监管日趋严格，小规模高成本化肥生产商面临更高的开工阻力，加速行业整合。随着供给端的减少，2016年第四季度尿素价格有了明显回升，截至2016年第四季度公司的尿素平均出厂价升至1222元/吨，价格走势在2017年初仍在延续上升。
- 煤矿项目建设顺利，优势产品产能扩张：**公司新疆煤矿建设项目进展顺利，预计将于2017年底投产，该工程产煤产能基本按照公司新疆化肥生产线原料需求设计，预计该生产线完工将使新疆生产线由外购煤转向自用煤，从成本端加强公司煤炭-尿素-三聚氰胺-复合肥的产业链优势。公司三聚氰胺在8月中旬实现投产，投产便实现盈利，未来公司将发展三聚氰胺二期项目实现12万吨产能，预计在2018年投产。
- 目标价上调为2.96港元，上调买入评级：**公司的现价是2016年的0.7倍PB。根据我们的预测，2017/2018/2019年公司每股净资产对应3.28/3.71/4.15港元，鉴于公司的低生产成本、较强的盈利能力和市场的回暖。我们以公司2017年0.9倍PB作为估值参考，目标价2.96港元，距离现价有27.59%上升空间，上调至买入评级。

汪阳

852-25321963

Alex.wang@firstshanghai.com.hk

张弘扬

852-25321962

Richard.zhang@firstshanghai.com.hk

主要数据

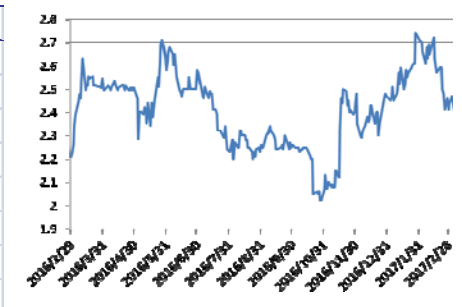
| | |
|--------|------------------------------|
| 行业 | 化工 |
| 股价 | 2.32 港元 |
| 目标价 | 2.96 港元 (+27.59%) |
| 股票代码 | 1866 |
| 已发行股本 | 11.76 亿股 |
| 市值 | 23.2 亿港元 |
| 52周高/低 | 2.94/1.98 港元 |
| 每股净资产 | 2.92 港元 |
| 主要股东 | 刘兴旭 (36.08%) 闫蕴华 (27.68%) |

盈利摘要

| 截止12月31日财政年度 | 2015历史 | 2016历史 | 2017预测 | 2018预测 | 2019预测 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入 (百万元人民币) | 5,788 | 5,711 | 7,694 | 9,234 | 9,437 |
| 变动 (%) | 13.90% | -1.34% | 34.73% | 20.01% | 2.21% |
| 净利润 (百万元人民币) | 409 | 30 | 427 | 530 | 539 |
| 每股摊薄收益 (人民币元) | 0.35 | 0.03 | 0.36 | 0.45 | 0.46 |
| 变动 (%) | 69.8% | -92.6% | 182.4% | 24.2% | 1.6% |
| 市盈率 (倍, @2.41港元) | 5.91 | 80.21 | 5.66 | 4.55 | 4.48 |
| 每股派息 (人民币) | 0.07 | 0.03 | 0.12 | 0.11 | 0.11 |
| 股息现价比 (%) | 3.44% | 1.66% | 6.01% | 5.49% | 5.58% |

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：Bloomberg

附录 1: 主要财务报表

损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

| | 15年 实际 | 16年 实际 | 17年 预测 | 18年 预测 | 19年 预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入 | 5,788.2 | 5,710.7 | 7,694.1 | 9,233.6 | 9,437.4 |
| 毛利 | 1,323.6 | 1,023.6 | 1,543.8 | 1,845.8 | 1,882.5 |
| 其他收入 | 80.7 | 70.0 | 56.9 | 61.4 | 66.9 |
| 销售及管理费用 | (664.7) | (753.9) | (769.4) | (923.4) | (943.7) |
| 其他开支 | (33.2) | (33.2) | (36.6) | (38.4) | (40.3) |
| 营业利润 | 706.4 | 306.5 | 794.7 | 945.5 | 965.3 |
| 财务费用 | (228.2) | (266.4) | (202.3) | (210.3) | (218.3) |
| 税前盈利 | 478.2 | 40.1 | 592.4 | 735.2 | 747.0 |
| 所得税 | (69.9) | (11.1) | (163.3) | (202.7) | (206.0) |
| 少数股东应占利润 | (0.5) | (1.1) | 2.0 | 2.0 | 2.0 |
| 净利润 | 408.8 | 30.1 | 427.0 | 530.5 | 539.0 |
| 折旧及摊销 | 385.1 | 522.1 | 454.6 | 481.0 | 494.9 |
| EBITDA | 1,091.5 | 828.6 | 1,249.2 | 1,426.5 | 1,460.2 |
| 增长 | | | | | |
| 总收入 (%) | 13.9% | -1.3% | 34.7% | 20.0% | 2.2% |
| EBITDA (%) | 31.9% | -24.1% | 50.8% | 14.2% | 2.4% |
| 每股收益 (%) | 69.8% | -92.6% | 1317.8% | 24.2% | 1.6% |

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

| | 15年 实际 | 16年 实际 | 17年 预测 | 18年 预测 | 19年 预测 |
|--------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 现金 | 581.4 | 512.8 | 1,125.5 | 1,350.4 | 1,933.2 |
| 应收账款 | 66.3 | 75.1 | 51.4 | 75.1 | 105.9 |
| 存货 | 453.9 | 449.5 | 393.0 | 659.5 | 375.4 |
| 其他流动资产 | 1,150.3 | 1,029.2 | 989.8 | 1,138.0 | 1,262.2 |
| 总流动资产 | 2,251.9 | 2,066.7 | 2,559.7 | 3,223.0 | 3,676.7 |
| 固定资产 | 8,013.8 | 8,201.5 | 8,611.6 | 8,835.2 | 9,042.2 |
| 矿权 | 99.5 | 95.1 | 95.1 | 95.1 | 95.1 |
| 其他固定资产 | 470.1 | 556.7 | 556.7 | 556.7 | 556.7 |
| 总资产 | 10,835.3 | 10,920.0 | 11,823.1 | 12,709.9 | 13,370.6 |
| 短期负债 | | | | | |
| 应付帐款 | 140.2 | 185.6 | 254.2 | 272.0 | 266.1 |
| 短期银行贷款 | 890.2 | 756.2 | 657.5 | 683.5 | 709.5 |
| 其他短期负债 | 2,205.7 | 2,086.3 | 2,141.3 | 2,213.3 | 2,292.6 |
| 总短期负债 | 3,236.1 | 3,028.1 | 3,053.0 | 3,168.8 | 3,268.2 |
| 长期银行贷款 | 3,568.8 | 3,601.4 | 4,400.1 | 4,574.1 | 4,748.1 |
| 其他负债 | 1,029.4 | 1,007.6 | 705.6 | 705.6 | 705.6 |
| 总负债 | 7,834.3 | 7,637.0 | 8,158.6 | 8,448.5 | 8,721.8 |
| 少数股东权益 | 0.0 | 247.2 | 249.2 | 251.2 | 253.2 |
| 股东权益 | 3,001.0 | 3,035.8 | 3,415.3 | 4,010.3 | 4,395.6 |
| 每股账面值(元) | 2.55 | 2.58 | 2.90 | 3.41 | 3.74 |
| 营运资金 | (984.2) | (961.4) | (493.2) | 54.1 | 408.5 |

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

| | 15年 实际 | 16年 实际 | 17年 预测 | 18年 预测 | 19年 预测 |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 盈利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 22.9% | 17.9% | 20.1% | 20.0% | 19.9% |
| EBITDA 利率 (%) | 18.9% | 14.5% | 16.2% | 15.4% | 15.5% |
| 净利率 (%) | 7.1% | 0.5% | 5.6% | 5.7% | 5.7% |
| 营运表现 | | | | | |
| SG&A/收入 (%) | 11.5% | 13.2% | 10.0% | 10.0% | 10.0% |
| 实际税率 (%) | 14.6% | 27.6% | 27.6% | 27.6% | 27.6% |
| 股息支付率 (%) | 14.7% | 132.8% | 34.0% | 25.0% | 25.0% |
| 库存周转 | 37.1 | 35.0 | 23.3 | 32.6 | 18.1 |
| 应付账款天数 | 11.5 | 14.5 | 15.1 | 13.4 | 12.9 |
| 应收账款天数 | 4.2 | 4.8 | 2.4 | 3.0 | 4.1 |
| 财务状况 | | | | | |
| 净负债/股本 | 2.6 | 2.5 | 2.4 | 2.1 | 2.0 |
| 收入/总资产 | 0.53 | 0.52 | 0.65 | 0.73 | 0.71 |
| 总资产/股本 | 3.61 | 3.60 | 3.46 | 3.17 | 3.04 |
| 盈利对利息倍数 | 3.1 | 1.2 | 3.9 | 4.5 | 4.4 |

现金流量表

人民币百万元, 财务年度

| | 15年 实际 | 16年 预测 | 17年 预测 | 18年 预测 | 19年 预测 |
|----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 经营活动 | | | | | |
| 营运资金变动前 | 1,087.7 | 713.4 | 1,242.5 | 1,416.2 | 1,445.6 |
| 营运资金变化 | (507.4) | 195.1 | (239.1) | (297.1) | 45.0 |
| 所得税 | (69.9) | (26.2) | (163.3) | (202.7) | (206.0) |
| 其他 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营运现金流 | 510.3 | 882.2 | 840.0 | 916.4 | 1284.6 |
| 投资活动 | | | | | |
| 资本开支 | (1,368.6) | (695.9) | (651.7) | (704.6) | (701.9) |
| 其他投资活动 | 96.4 | (45.3) | 0.0 | (54.3) | (65.2) |
| 投资活动现金流 | (1,272.2) | (741.2) | (651.7) | (758.9) | (767.1) |
| 融资活动 | | | | | |
| 负债变化 | 1204.3 | 200.0 | 200.0 | 200.0 | 200.0 |
| 股本变化 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股息 | (60.0) | (40.0) | (145.2) | (132.6) | (134.8) |
| 其他融资活动 | (434.4) | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 融资活动现金流 | 709.8 | 160.0 | 54.8 | 67.4 | 65.2 |
| 现金变化 | (52.0) | 301.0 | 243.1 | 224.9 | 582.8 |
| 期初持有现金 | 633.4 | 581.4 | 882.4 | 1,125.5 | 1,350.4 |
| 期末持有现金 | 581.4 | 882.4 | 1,125.5 | 1,350.4 | 1,933.2 |

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。