

买入

2017年5月8日

一季度业绩恢复良好，产业链延长增强公司盈利能力

- **一季度净利润同比提升 127%：**截至 2017 年 3 月 31 止三个月，公司录得未经审计的收入约 17.2 亿元人民币，同比增长 23%，净利润相对于 2016 年第一季度激增 127%至约人民币 9300 万元。净利润上涨原因主要系公司根据各个产品盈利能力调整产品的生产和销售组合，加大了具有较高利润率的产品如三聚氰胺、甲醇、液氨等产品的产量及销量。
- **复合肥收入增长迅速，产业链延长至高利润率的醇类：**期间，公司复合肥收入增长至 5.31 亿元，同比增长 41%。主要原因是公司加大了对复合肥销售网络的推广从而带来销量增加。尿素的收入录得 6.63 亿元，同比下降 18.9%，主要系公司增加对具有相对高利润率的三聚氰胺、甲醇和液氨等产品的投产，产能结构发生了内部转移。通过进行尿素产量的内部消化，公司有效地对冲了尿素价格波动带来的影响，并延长产业链至醇类增加公司的盈利能力。随着化工项目的投产和市场价格提升，公司的三聚氰胺、甲醇产品业绩贡献可观，2017 年销售收入分别为 9600 万元和 2.06 亿元，同比增长分别为 54%和 73%。
- **项目进展顺利，醇类市场市场需求增长可期，生产成本预期降低，未来增长驱动强劲：**公司在建项目进展顺利，包括 30 万吨甲醇项目（预计 2017 年 9 月投产）、三聚氰胺二期项目（预计 2018 年第一季度投产）和新疆煤矿项目（预计 2018 年初投产）。伴随国内以天然气为原料的无效产能逐渐退出市场，商业化新增产能有限的情况下，国内**甲醇制烯烃**技术兴起预期将进一步提升甲醇的需求。国内甲醇生产的原料主要依托于煤炭，公司在新疆煤炭项目的推进将从生产原料和能源供给方面降低公司生产成本，深化产品竞争优势。
- **目标价 2.96 港元，维持买入评级：**虽然尿素在二季度出现了明显的下滑，但考虑到公司目前通过投产甲醇，双醇类产品将尿素进行了大量的内部消化，提升了盈利能力。我们以 0.8 倍 PB 为估值中枢，预计公司未来 12 个月目标价格为 2.96 港元，较目前价格有 48%的上涨空间，维持买入评级。

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	2.00 港元
目标价	2.96 港元 (+ 48%)
股票代码	1866
已发行股本	11.76 亿股
市值	23.52 亿港元
52 周高/低	2.94/1.92 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	6,943	8,429	8,633
变动 (%)	13.90%	-1.34%	21.58%	21.41%	2.42%
净利润 (百万元人民币)	409	30	399	481	489
每股摊薄收益 (人民币元)	0.35	0.03	0.34	0.41	0.42
变动 (%)	69.8%	-92.6%	163.9%	20.5%	1.8%
基于2.00港元的市盈率 (倍)	5.09	69.27	5.23	4.34	4.26
每股派息 (人民币)	0.07	0.03	0.12	0.10	0.10
股息现价比 (%)	3.99%	1.92%	6.50%	5.76%	5.86%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
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	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	6,942.8	8,429.1	8,632.8	盈利能力					
毛利	1,323.6	1,023.6	1,430.0	1,696.9	1,733.6	毛利率 (%)	22.9%	17.9%	20.6%	20.1%	20.1%
其他收入	80.7	70.0	56.9	61.4	66.9	EBITDA 利率 (%)	18.9%	14.5%	17.4%	16.1%	16.1%
销售及管理费用	(664.7)	(753.9)	(694.3)	(842.9)	(863.3)	净利率 (%)	7.1%	0.5%	5.7%	5.7%	5.7%
其他开支	(33.2)	(33.2)	(36.6)	(38.4)	(40.3)	营运表现					
营业利润	706.4	306.5	756.1	877.0	896.8	SG&A/收入 (%)	11.5%	13.2%	10.0%	10.0%	10.0%
财务费用	(228.2)	(266.4)	(202.3)	(210.3)	(218.3)	实际税率 (%)	14.6%	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%
税前盈利	478.2	40.1	553.8	666.7	678.5	股息支付率 (%)	14.7%	275.6%	34.0%	25.0%	25.0%
所得税	(69.9)	(11.1)	(152.7)	(183.8)	(187.1)	库存周转	37.1	35.0	20.2	35.4	15.4
少数股东应占利润	(0.5)	(1.1)	2.0	2.0	2.0	应付账款天数	11.5	14.5	13.8	14.7	11.7
净利润	408.8	30.1	399.1	480.9	489.4	应收账款天数	4.2	4.8	2.1	3.3	3.8
折旧及摊销	385.1	522.1	454.6	481.0	494.9	财务状况					
EBITDA	1,091.5	828.6	1,210.6	1,358.0	1,391.7	净负债/股本	2.6	2.5	2.7	2.4	2.2
增长						收入/总资产	0.53	0.52	0.61	0.69	0.67
总收入 (%)	13.9%	-1.3%	21.6%	21.4%	2.4%	总资产/股本	3.61	3.60	3.80	3.43	3.30
EBITDA (%)	31.9%	-24.1%	46.1%	12.2%	2.5%	盈利对利息倍数	3.1	1.2	3.7	4.2	4.1
每股收益 (%)	69.8%	-92.6%	1224.9%	20.5%	1.8%						
资产负债表						现金流量表					
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	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	775.7	940.5	1,500.3	经营活动					
应收账款	66.3	75.1	39.0	76.5	89.1	营运资金变动前	1,087.7	823.2	1,202.9	1,346.7	1,376.0
存货	453.9	449.5	305.7	653.4	291.7	营运资金变化	(507.4)	(432.1)	(199.9)	(319.0)	60.3
其他流动资产	1,150.3	1,029.2	966.3	1,113.7	1,238.0	所得税	(69.9)	(26.2)	(152.7)	(183.8)	(187.1)
总流动资产	2,251.9	2,066.7	2,086.7	2,784.1	3,119.0	其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	8,013.8	8,201.5	8,611.6	8,835.2	9,042.2	营运现金流	510.3	364.8	850.3	843.8	1249.3
矿权	99.5	95.1	95.1	95.1	95.1	投资活动					
其他固定资产	470.1	556.7	556.7	556.7	556.7	资本开支	(1,368.6)	(855.9)	(651.7)	(704.6)	(701.9)
总资产	10,835.3	10,920.0	11,350.1	12,271.1	12,813.0	其他投资活动	96.4	171.5	0.0	(54.3)	(65.2)
短期负债						投资活动现金流	(1,272.2)	(684.4)	(651.7)	(758.9)	(767.1)
应付帐款	140.2	185.6	208.6	270.9	220.5	融资活动					
短期银行贷款	890.2	756.2	657.5	683.5	709.5	负债变化	1204.3	682.6	200.0	200.0	200.0
其他短期负债	2,205.7	2,086.3	2,141.3	2,213.3	2,292.6	股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
总短期负债	3,236.1	3,028.1	3,007.4	3,167.7	3,222.6	股息	(60.0)	(83.0)	(135.7)	(120.2)	(122.4)
长期银行贷款	3,568.8	3,601.4	4,400.1	4,574.1	4,748.1	其他融资活动	(434.4)	(348.6)	0.0	0.0	0.0
其他负债	1,029.4	1,007.6	705.6	705.6	705.6	融资活动现金流	709.8	251.0	64.3	79.8	77.6
总负债	7,834.3	7,637.0	8,113.0	8,447.4	8,676.2	现金变化	(52.0)	(68.5)	262.9	164.7	559.8
少数股东权益	0.0	247.2	249.2	251.2	253.2	期初持有现金	633.4	581.4	512.8	775.7	940.5
股东权益	3,001.0	3,035.8	2,987.9	3,572.5	3,883.6	期末持有现金	581.4	512.8	775.7	940.5	1,500.3
每股账面值(元)	2.55	2.58	2.54	3.04	3.30						
营运资金	(984.2)	(961.4)	(920.7)	(383.6)	(103.6)						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

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,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士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。第一上海或其关联人士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。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

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。