

## 持有

2016年8月9日

### 半年度收入基本持平，行业产能出现退出迹象

- 上半年收入基本持平，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，公司尿素平均售价降低31%，复合肥平均售价降低17%，甲醇平均售价降低15%，导致公司上半年收入上升0.3%达28.94亿元，基本持平。净利润大幅下降67%至8100万元。目前公司产品尿素产量上升35.8%至147万吨，复合肥产量上升19.1%至50.5万吨。甲醇略有下降6.67%至16.8万吨。而产能利用率方面基本持平，尿素和甲醇维持在112%以上，复合肥达到78%。
- 行业亏损加剧，产能出现退出迹象，粮价下跌使需求受压：**  
 从行业信息来看，目前尿素的行业出厂价约为1200元，比行业尿素生产完全成本略低约100元，因此行业大部分厂商均处于亏损状态。而从产能来看，部分小型厂商已出现退出迹象，行业日产能由19万吨降至16.14万吨。因此可以预计行业产能逐渐退出情况已出现并将持续。然而由于国家收储政策变化导致粮价下跌，因此粮食生产需求降低及成本控制可能使需求端也受到限制。因此预计短期内化肥产品价格仍将较低，但下降空间有限。
- 成本控制有效，新产品建设顺利：**公司新疆煤矿建设进展顺利，预计将于2017年完工投产，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，用煤成本将降低约31%，进一步降低了公司生产成本，增强公司生存能力。另外公司三聚氰胺预计将于8月中旬实现投产，由于试产阶段产能利用率可能较低且有较大波动，我们以20%的产能利用率做保守估计，预计将给公司带来新增收入8000万元。
- 目标价下调为2.46港元，维持持有评级：**公司的现价预计是2016年的0.55倍PB。根据我们的预测，2016/2017/2018年公司每股净资产对应3.28/3.63/4.16人民币，鉴于行业预期仍将处于低迷状态，但公司的低成本使它具有较强的盈利能力。我们以公司2016年0.6倍PB作为估值参考，目标价2.46港元，距离现价有9.33%上升空间，维持持有评级。

张弘扬

852-25321962

Richard.zhang@firstshanghai.com.hk

### 主要数据

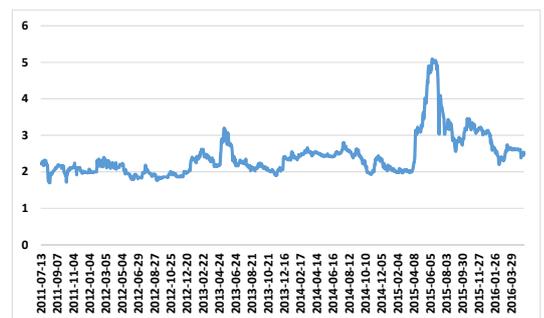
行业	化工
股价	2.25 港元
目标价	2.46 港元 (+9.33%)
股票代码	1866
已发行股本	10 亿股
市值	22.5 亿港元
52 周高/低	5.30/2.13 港元
每股净资产	3.00 港元
主要股东	刘兴旭 (36.00%) 闫蕴华 (27.80%)

### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2014历史	2015历史	2016预测	2017预测	2018预测
收入 (百万元人民币)	5,082	5,788	4,714	5,301	5,538
变动 (%)	28.04%	13.90%	-18.55%	12.44%	4.48%
净利润 (百万元人民币)	241	409	175	369	569
每股摊薄收益 (人民币元)	0.20	0.35	0.15	0.31	0.48
变动 (%)	-8.8%	69.8%	-57.1%	110.7%	54.1%
市盈率 (倍, @2.25港元)	9.39	5.53	12.90	6.12	3.97
每股派息 (人民币)	0.05	0.08	0.03	0.06	0.10
股息现价比 (%)	2.65%	4.32%	1.59%	3.35%	5.16%

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					
	14年 实际	15年 实际	16年 预测	17年 预测	18年 预测
<b>收入</b>	5,081.7	5,788.2	4,714.3	5,300.6	5,538.3
毛利	898.8	1,323.6	884.9	1,135.5	1,399.9
其他收入	56.3	80.7	47.2	49.7	52.8
销售及管理费用	(440.7)	(664.7)	(513.9)	(530.1)	(553.8)
其他开支	(11.0)	(33.2)	(11.5)	(12.1)	(12.7)
<b>营业利润</b>	503.3	706.4	406.7	643.0	886.2
财务费用	(218.0)	(228.2)	(198.1)	(206.1)	(214.1)
<b>税前盈利</b>	285.3	478.2	208.6	437.0	672.1
所得税	(48.6)	(69.9)	(31.3)	(65.5)	(100.8)
少数股东应占利润	(4.1)	(0.5)	2.0	2.0	2.0
<b>净利润</b>	240.8	408.8	175.3	369.4	569.3
折旧及摊销	324.4	385.1	408.0	408.0	408.0
<b>EBITDA</b>	827.7	1,091.5	814.7	1,051.0	1,294.2
<b>增长</b>					
总收入 (%)	28.0%	13.9%	-12.4%	12.4%	4.5%
EBITDA (%)	40.3%	31.9%	-23.3%	29.0%	23.1%
每股收益 (%)	-8.8%	69.8%	-58.8%	110.7%	54.1%

资产负债表					
人民币百万元, 财务年度截至12月31日					
	14年 实际	15年 实际	16年 预测	17年 预测	18年 预测
现金	633.4	581.4	667.5	1,301.1	1,396.0
应收账款	36.4	66.3	27.2	45.4	30.5
存货	340.6	453.9	215.3	378.1	211.5
其他流动资产	1,126.5	1,150.3	1,291.5	1,487.6	1,702.9
<b>总流动资产</b>	2,136.9	2,251.9	2,201.5	3,212.3	3,340.9
<b>固定资产</b>	6,907.3	8,013.8	8,414.5	8,302.6	8,835.2
矿权	39.6	99.5	41.2	41.2	41.2
其他固定资产	504.7	470.1	431.5	340.0	374.7
<b>总资产</b>	9,588.5	10,835.3	11,088.6	11,896.1	12,591.9
短期负债					
应付帐款	95.6	140.2	77.6	219.1	75.7
短期银行贷款	429.4	890.2	643.7	669.7	695.7
其他短期负债	2,258.2	2,205.7	2,650.5	2,781.1	2,924.7
<b>总短期负债</b>	2,783.2	3,236.1	3,371.8	3,669.9	3,696.1
长期银行贷款	3,595.1	3,568.8	4,307.8	4,481.8	4,655.8
其他负债	536.7	1,029.4	323.6	323.6	323.6
<b>总负债</b>	6,915.0	7,834.3	8,003.2	8,475.2	8,675.5
少数股东权益	(1.5)	0.0	2.5	4.5	6.5
<b>股东权益</b>	2,675.0	3,001.0	3,082.8	3,416.3	3,909.9
每股账面值(元)	2.27	2.55	2.62	2.91	3.32
营运资金	(646.3)	(984.2)	(1,170.4)	(457.6)	(355.3)

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析					
	14年 实际	15年 实际	16年 预测	17年 预测	18年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	17.7%	22.9%	18.8%	21.4%	25.3%
EBITDA 利率 (%)	16.3%	18.9%	17.3%	19.8%	23.4%
净利率 (%)	4.7%	7.1%	3.7%	7.0%	10.3%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	8.7%	11.5%	10.9%	10.0%	10.0%
实际税率 (%)	17.0%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率 (%)	24.9%	14.7%	20.5%	20.5%	20.5%
库存周转	29.7	37.1	20.5	33.1	18.7
应付账款天数	8.3	11.5	7.4	19.2	6.7
应收账款天数	2.6	4.2	2.1	3.1	2.0
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.6	2.6	2.6	2.5	2.2
收入/总资产	0.53	0.53	0.43	0.45	0.44
总资产/股本	3.58	3.61	3.60	3.48	3.22
盈利对利息倍数	2.3	3.1	2.1	3.1	4.1

现金流量表					
人民币百万元, 财务年度					
	14年 实际	15年 实际	16年 预测	17年 预测	18年 预测
<b>经营活动</b>					
营运资金变动前	818.7	1,087.7	809.8	1,044.1	1,284.8
营运资金变化	186.2	(507.4)	16.8	(31.4)	(61.9)
所得税	(48.6)	(69.9)	(31.3)	(65.5)	(100.8)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运现金流</b>	956.4	510.3	795.3	947.2	1122.0
<b>投资</b>					
资本开支	(1,655.1)	(1,368.6)	(915.2)	(296.2)	(940.5)
其他投资活动	(342.8)	96.4	(118.0)	(141.6)	(169.9)
<b>投资活动现金流</b>	(1,997.9)	(1,272.2)	(1,033.2)	(437.8)	(1,110.5)
<b>融资活动</b>					
负债变化	1988.8	1204.3	200.0	200.0	200.0
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(60.0)	(60.0)	(35.9)	(75.7)	(116.7)
其他融资活动	(1051.7)	(434.4)	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	877.1	709.8	164.1	124.3	83.3
<b>现金变化</b>	(164.4)	(52.0)	(73.8)	633.6	94.9
期初持有现金	797.8	633.4	741.3	667.5	1,301.1
期末持有现金	633.4	581.4	667.5	1,301.1	1,396.0

**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。

©2016 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。