

强烈推荐-A (首次)

兴化股份 002109.SZ

当前股价: 8.06 元

2017 年 05 月 02 日

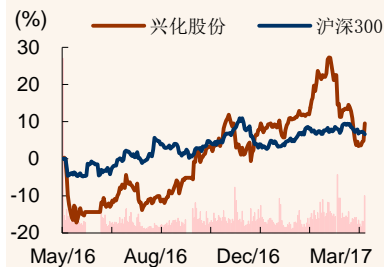
重组完成盈利向好, 凤凰涅槃浴火重生

基础数据

上证综指	3144
总股本(万股)	70196
已上市流通股(万股)	21008
总市值(亿元)	57
流通市值(亿元)	17
每股净资产(MRQ)	4.5
ROE(TTM)	3.6
资产负债率	29.1%
主要股东 陕西延长石油(集团)	
主要股东持股比例	48.24%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-15	2	4
相对表现	-14	-1	-4



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

孙维容

sunweirong@cmschina.com.cn
S1090516110001

姚鑫

yaoxin@cmschina.com.cn
S1090516050001

研究助理

于庭泽

yutingze@cmschina.com.cn

公司资产重组完成后, 盈利能力大幅提升。2016 年底公司自 2014 年来实现首次净利润由负变正, 扭亏为盈。预计公司 2017 年净利润 2.3 亿同比增 732%, 对应 2017 年 PE23 倍, 考虑到未来乙醇资产注入预期, 当前估值安全边际强, 目标估值 30 倍以上, 首次覆盖强烈推荐。

- 公司资产重组完成后, 盈利能力大幅提升。1) 2016 年 12 月底公司完成重大资产重组, 置入兴化化工 100% 股权, 重组完成后实际控制人仍为陕西省国资委, 第一大股东变更为陕西延长石油集团, 持股比例 69%; 公司主营业务由以硝酸铵为主导产品的无机化工产品的生产销售转为以合成氨、甲醇、混胺及 DMF 等为主导产品的有机化工产品的生产和销售 2) 2016 年底公司自 2014 年来实现首次净利润由负变正, 扭亏为盈。2016 年净利润 0.3 亿元同比增 199%; 截至 2016 年底, 公司资产负债率为 29.66%, 资产负债表健康。
- “技术+地理” 优势, 提升公司综合竞争力。1) 公司位于陕西省, 煤炭资源丰富, 成本优势显著。目前以就近的华亭、彬长煤为原料煤, 大幅缩短运输距离, 降低运输成本。2) 公司三废处理能力领先、环保优势明显, 在合成氨、甲醇的生产以及甲胺废水处理上具有先进的工艺设计, 实现满负荷生产。
- 延长石油实现全球首套煤制乙醇装置工业化投产, 未来市场空间广阔。1) 延长石油集团率先突破 10 万吨煤制乙醇工业生产, 全球首例, 至今装置已经稳定运行超过 3 个月。2) 煤制乙醇相比传统粮食制乙醇工艺有明显成本优势, 单吨成本降低 35%。我国粮食乙醇补贴金额逐年走低, 竞争优势大幅削弱。3) 我国燃料乙醇潜在需求量超过 1500 万吨, 2015 年产量仅 230 万吨, 供给明显不足; 高税率导致燃料乙醇进口失去优势, 供应转向国内。
- 首次给予“强烈推荐-A” 评级。预计 2017~2018 年净利润为 2.3/2.4 亿元, 同比增速 732%/21%。最新收盘价对应 2017 年 PE 为 23 倍, 考虑到拟注入资产的技术颠覆和稀缺性, 可给予 30 倍以上估值。目前考虑到未来利润成长空间和大股东综合实力, 公司当属尚未被市场挖掘的低估值标的。
- 风险提示: 产品价格下滑、资产注入不确定性、项目建设进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	857	2038	2079	2200	2287
同比增长	-10%	138%	2%	6%	4%
营业利润(百万元)	(130)	19	271	287	299
同比增长	-13%	-114%	1360%	6%	4%
净利润(百万元)	(135)	28	234	242	252
同比增长	-11%	-121%	732%	4%	4%
每股收益(元)	(0.38)	0.04	0.333	0.345	0.359
PE	-21.5	201.5	24.2	23.4	22.4
PB	2.8	1.8	1.7	1.6	1.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、重大资产重组完成，公司盈利能力大幅提升	4
二、“地理+技术”优势，提升公司综合竞争力	5
1. 地处煤炭资源大省，成本优势显著	5
2. 产线工艺和技术控制水平业内居前，“三废”处理能力领先	5
三、延长石油实现全球首套煤制乙醇装置工业化投产，未来市场空间广阔！	7
1. 延长石油集团率先突破 10 万吨煤制乙醇工业生产，意义深远	7
2. 煤制乙醇相比传统粮食制乙醇工艺有明显成本优势	8
(1) 煤制工艺相比粮食工艺单吨成本降低 35%，产品纯度高	8
(2) 我国粮食乙醇补贴金额逐年走低，竞争优势大幅削弱	9
(3) 我国玉米价格处于历史低位，如回升则导致粮食乙醇成本大幅增加	10
3. 燃料乙醇供需缺口大，发展前景广阔	10
(1) 我国燃料乙醇当前发展滞后，产量占全球总产量比例极低	10
(2) 我国燃料乙醇潜在需求量超过 1500 万吨，供给明显不足	11
(3) 高税率导致燃料乙醇进口失去优势，供应转向国内	13
(4) 国家政策逐步开始大力支持燃料乙醇规模化发展	13
四、大股东延长石油集团实力雄厚，后续资产注入预期强	14
五、盈利预测与投资评级：强烈推荐，现价买入！	15

图表目录

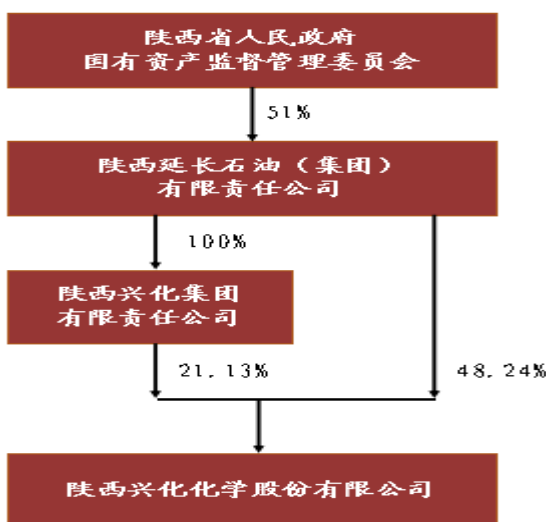
图 1：公司股权结构图	4
图 2：2016 年公司分业务收入（百万元）	4
图 3：2016 年公司分业务毛利及占比情况	4
图 4：陕西动力煤价格走势（元/吨）	5
图 5：合成氨价格走势（元/吨）	6
图 6：甲醇价格走势（元/吨）	6
图 7：兴化化工工艺流程图	6
图 8：DMF 价格走势（元/吨）	7
图 9：我国煤炭储量分布	8

图 10: 国际油价走势 (美元/桶)	9
图 11: 国内乙醇价格走势 (元/吨)	9
图 12: 国家一代粮食乙醇补贴标准	9
图 13: 国内玉米价格走势 (元/吨)	10
图 14: 2015 世界各国燃料乙醇产量占比	11
图 15: 与美国、巴西相比我国燃料乙醇发展滞后 (单位: 百万加仑)	11
图 16: 全球燃料乙醇 2013 年后恢复高速增长	11
图 17: 燃料乙醇及乙醇汽油配比示意图	12
图 18: 我国 DDGS 产量和进口量	13
图 19: 我国燃料乙醇国家政策变化	14
图 20: 陕西延长石油集团及集团主要资产概览	15
图 21: 兴化股份历史 PE Band	17
图 22: 兴化股份历史 PB Band	17
表 1: 公司主要化工品产能及用途	7
表 2: 我国玉米制乙醇单吨成本测算	8
表 3: 我国燃料乙醇的所用原料及分布	9
表 4: 我国燃料乙醇下游需求测算表	12
表 5: 我国燃料乙醇主要产能分布	12
表 6: 利润预测简表	15
表 7: 销售收入结构预测	16
表 8: 可比公司估值表 (截至 2017 年 4 月 28 日收盘)	16
附: 财务预测表	18

一、重大资产重组完成，公司盈利能力大幅提升

2016年12月底公司完成重大资产重组，以5.96元/股发行3.4亿股募集20亿元（资产置换对价11亿元，合计交易对价31亿元）置入兴化化工100%股权，完成后实际控制人仍为陕西省国资委，第一大股东由陕西兴化集团变更为陕西延长石油集团，持股比例69.37%，锁定期36个月。兴化化工承诺2016-2018年净利润分别不低于0.8、1.08、1.08亿元。公司主营业务由以硝酸铵为主导产品的无机化工产品的生产销售转为以合成氨、甲醇、混胺及DMF等为主导产品的有机化工产品的生产和销售。

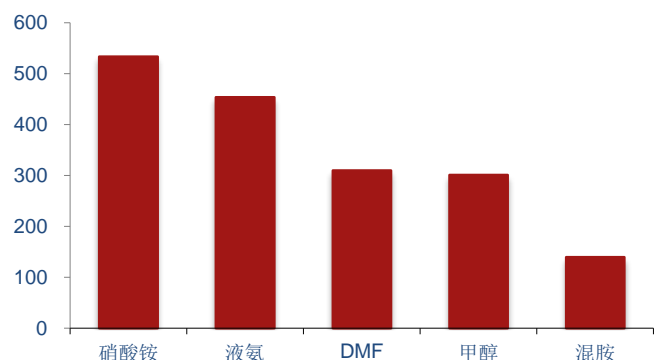
图1：公司股权结构图



资料来源：公司公告、招商证券

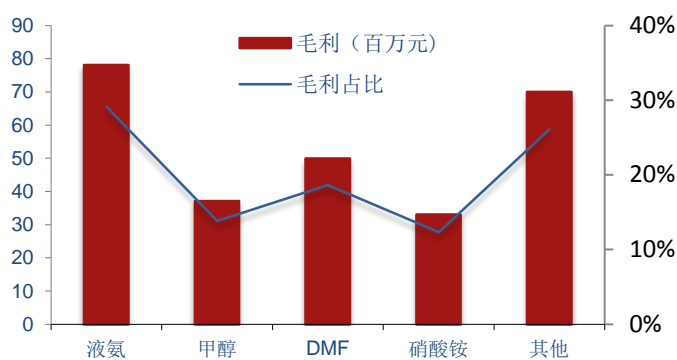
2016年底，公司从2014年来实现首次净利润由负变正，扭亏为盈。2016年公司实现营业收入20.4亿元，其中液氨、甲醇、DMF、混胺分别占比22.3%、14.8%、15.2%、6.8%；实现综合毛利率13.2%，其中液氨、甲醇、DMF毛利率分别为17.2%、12.3%、16.1%。目前公司生产经营稳定，财务状况良好，截至2016年底，公司资产负债率仅为29.66%。

图2：2016年公司分业务收入（百万元）



资料来源：wind、招商证券

图3：2016年公司分业务毛利及占比情况



资料来源：wind、招商证券

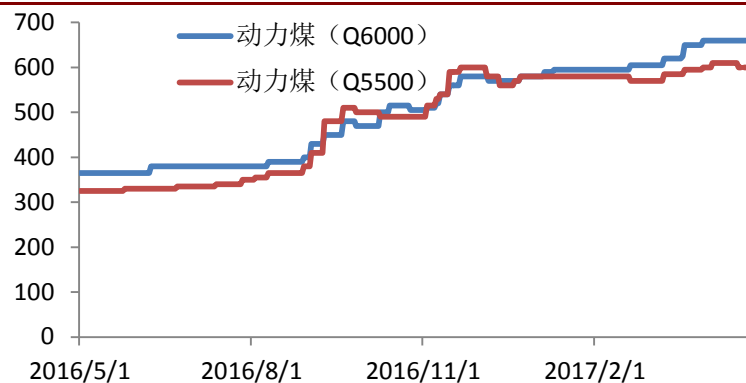
二、“地理+技术”优势，提升公司综合竞争力

1. 地处煤炭资源大省，成本优势显著

陕西是我国煤炭大省，煤炭资源丰富，拥有神东、陕北、黄陇三个大型煤炭基地。2016年，陕西省原煤产量达4.9亿吨，销量达4.85亿吨。2014年，陕西省原煤产量占全国原煤产量的10.5%，居于全国第三位。

兴化化工最主要的外购材料为原料煤和燃料煤。2014和2015年兴化化工从前五大供应商购煤金额分别为6.6、4.6亿元，占总采购成本的55%、38%。兴化化工地处陕西，煤炭资源丰富，目前以就近的华亭、彬长煤为原料煤，大幅缩短运输距离，降低运输成本；并且兴化化工用煤量较大，可通过议价降低原料采购价格。

图 4：陕西动力煤价格走势（元/吨）



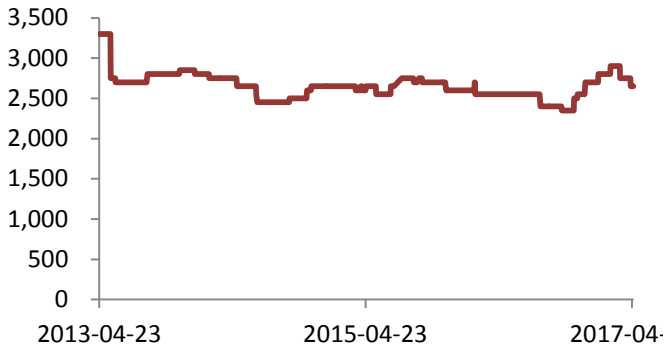
资料来源：百川资讯、招商证券

2. 产线工艺和技术控制水平业内居前，“三废”处理能力领先

在煤炭的利用效率上，兴化具有先进的设计工艺，合成氨净化系统液氮洗的闪蒸气返回至甲醇系统保证有效气体的充分利用。甲醇系统的驰放气返回至合成氨变换系统，提高有效气体的利用水平，从而实现合成氨与甲醇工艺的互补和综合利用。目前公司合成氨、甲醇均实现满负荷运行。

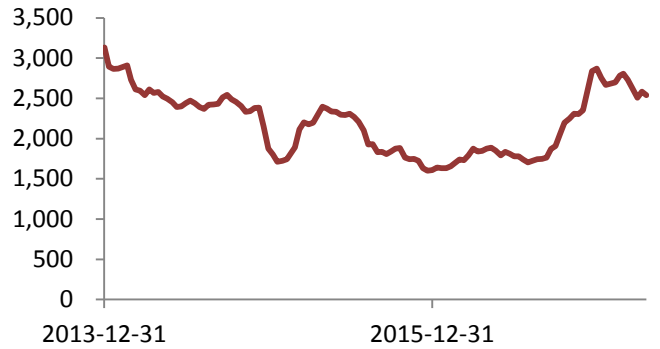
2015年，兴化化工合成氨产量占陕西省总产量的19.5%，甲醇产量约占陕西省总产量的10%。作为陕西省煤化工领先企业，兴化化工对陕西地区的液氨和甲醇定价具有明显的导向作用，同时对西北地区的液氨，以及河南、湖北地区的甲醇价格也具有影响力。

图 5: 合成氨价格走势 (元/吨)



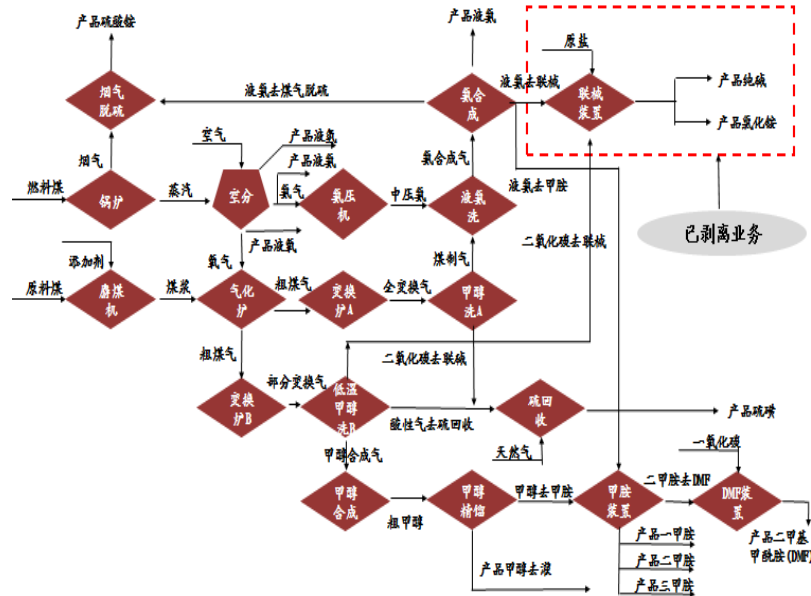
资料来源: wind、招商证券

图 6: 甲醇价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

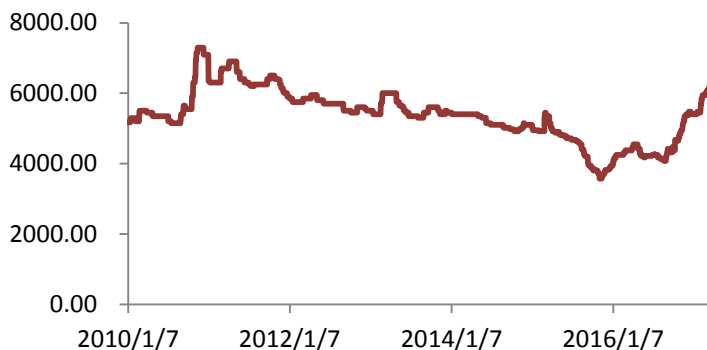
图 7: 兴化化工工艺流程图



资料来源: 公司公告、招商证券

公司的甲胺/DMF 废水处理工艺领先。国内许多甲胺、DMF 生产厂没有满负荷运行，主要由于环保问题。甲胺装置的废水处理是行业中公认的难题，公司利用领先技术，通过甲胺生产废水的回收利用，既解决了甲胺废水处理的难题，又保证甲胺系统的满负荷生产。废水处理独特的循环利用技术使得公司在环保趋严的环境下仍能达标，并且降低了公司的生产成本。

图 8: DMF 价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯、招商证券

表 1: 公司主要化工品产能及用途

产品名称	产能 (万吨)	用途
合成氨	30	用于生产硝酸、尿素和其他化学肥料, 还可用作医药和农药的原料。在国防工业中, 可用于制造火箭、导弹的推进剂。作为有机化工产品的氯化原料, 还可用作冷冻剂
甲醇	30	甲醇的上游主要有: 固体 (如煤、焦炭)、液体 (如原油、重油、轻油) 和气体 (如天然气及其他可燃性气体); 其下游主要有: 二甲醚、MTBE、烯烃、甲醛、醋酸、氯甲烷、甲胺和硫酸二甲酯等产品
甲胺 /DMF	10	甲胺在农业、化工、医药、能源等诸多领域有着广泛的应用; DMF 主要应用在聚氨酯 (PU 浆料)、医药、染料、电子、食品添加剂等行业

资料来源: 公司公告、招商证券

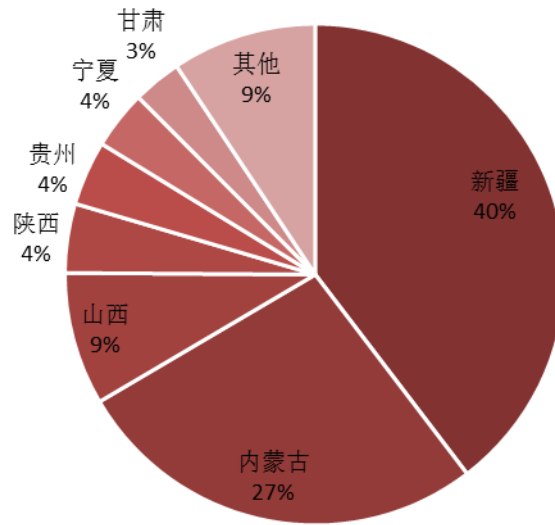
三、延长石油实现全球首套煤制乙醇装置工业化投产, 未来市场空间广阔!

1. 延长石油集团率先突破 10 万吨煤制乙醇工业生产, 意义深远

2017 年 1 月, 大连物化所和延长石油共同开发了具有我国自主知识产权技术的全球首套煤基乙醇工业化示范项目, 率先突破 10 万吨煤制乙醇工业化生产, 短短一年全部开车成功, 生产出纯度为 99.71%合格无水乙醇, 至今装置已经稳定运行超过 3 个月。

该项目使我国大范围推广乙醇汽油成为可能。尤其对于我国中西部煤炭资源丰富而粮食资源有限的地区, 煤制乙醇是一种行而有效的解决方式。煤经合成气制乙醇是一项世界性的挑战, 由于涉及贵金属基催化剂 (铑催化剂), 导致价格昂贵, 此外反应还存在效率低, 选择性不佳, 设备腐蚀等问题, 因此该项目对于我国大力发展燃料乙醇并抢占煤基乙醇产业国际制高点具有重要意义。

图 9: 我国煤炭储量分布



资料来源: 中国知网、招商证券

2. 煤制乙醇相比传统粮食制乙醇工艺有明显成本优势

(1) 煤制工艺相比粮食工艺单吨成本降低 35%，产品纯度高

燃料乙醇，一般是指体积浓度达到 99.5% 以上的无水乙醇。目前在我国是与汽油以 1:9 的比例混合使用，乙醇是燃油的增氧剂，有助于使汽油增加内氧，充分燃烧，达到节能和环保的目的。

在实现煤制乙醇重大突破前，乙醇生产原料多为粮食和作物。从原料来看，主要有三类，一是玉米、小麦，集中在黑龙江、吉林、安徽、河南等省份；二是木薯、甘蔗，集中在广西、广东省；三是纤维乙醇，以玉米芯和玉米秸秆为原材料，集中在山东省。

相较粮食制乙醇，煤制乙醇具有明显成本优势。经测算，玉米制乙醇成本约 6165 元/吨，如没有补贴很难盈利。理论上，煤制乙醇技术每生产 1 吨乙醇消耗 1.4 吨合成气，预计煤制乙醇成本约 4000 元/吨，较前者低 35%。

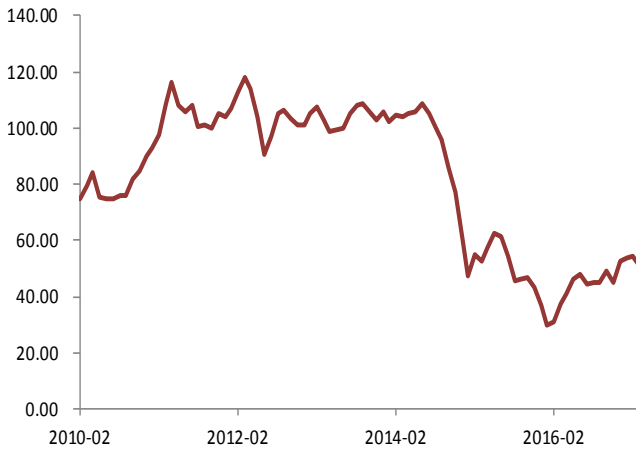
此外，煤制乙醇产品浓度高，更适用于工业化的生产。煤制乙醇无需通过蒸馏、脱水等步骤，可直接获得高浓度产品，乙醇浓度可达 99.5% 以上。

表 2: 我国玉米制乙醇单吨成本测算

玉米制乙醇成本测算					
项目	单耗	单耗单位	单价	单价单位	费用(元)
粮单耗	2.96	吨/吨	1873	元/吨	5544
电单耗	251	千瓦时/吨	0.6	元/吨	151
水单耗	3.42	吨/吨	5	元/吨	17
天然气单耗	234	立方米/吨	1.936	元/立方米	453
合计					6165

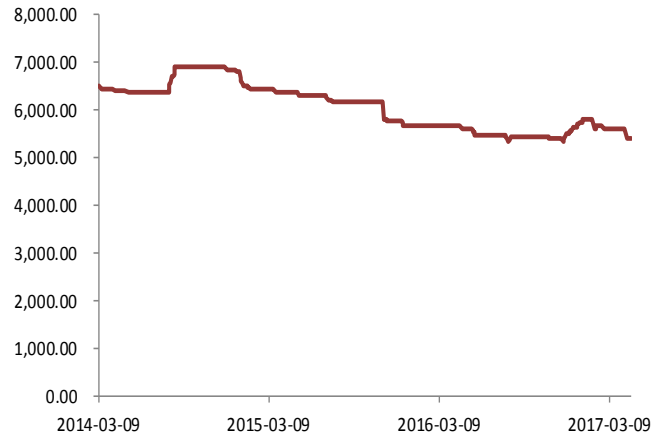
资料来源: 中国知网、Wind、招商证券

图 10: 国际油价走势 (美元/桶)



资料来源: wind、招商证券

图 11: 国内乙醇价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

表 3: 我国燃料乙醇的所用原料及分布

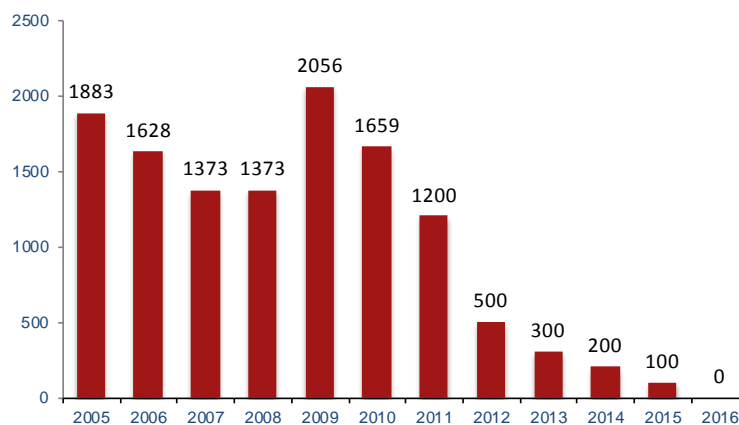
类型	原料	分布
粮食乙醇	玉米、小麦	玉米: 黑龙江、吉林、安徽; 小麦: 河南
非粮乙醇	木薯、甘蔗、甜高粱	甘蔗、木薯: 广东、广西; 甜高粱: 内蒙古
纤维乙醇	玉米芯	山东

资料来源: 公司公告、招商证券

(2) 我国粮食乙醇补贴金额逐年走低, 竞争优势大幅削弱

纵观玉米燃料乙醇, 2009 年来国家对粮食乙醇的补贴额度持续下降, 2009 年补贴高达 2056 元/吨, 然而 2016 年完全取消了对粮食燃料乙醇的补贴, 大幅削弱粮食燃料乙醇的盈利性。

图 12: 国家一代粮食乙醇补贴标准

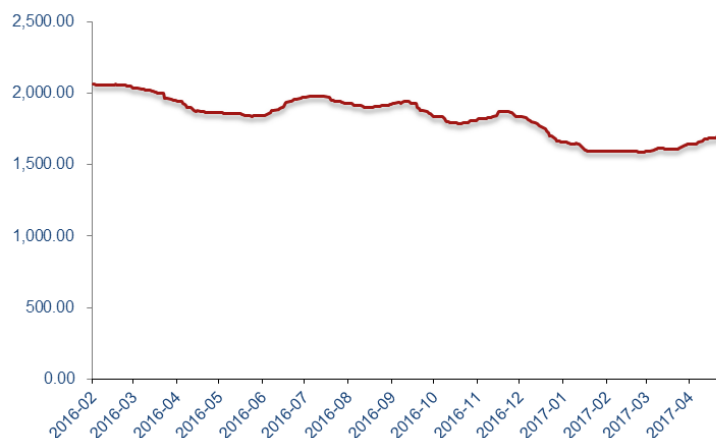


资料来源: 政府官网、招商证券

(3) 我国玉米价格处于历史低位，如回升则导致粮食乙醇成本大幅增加

以玉米燃料乙醇为例，玉米占据生产成本的 80% 以上，当前 3.2 吨玉米生产 1 吨燃料乙醇，做一个简单测算，玉米价格每回升 100 元，燃料乙醇生产成本增加 320 元。我国玉米现货收购价从 2009 年的 1300 元涨到 2015 年的 2000 元，涨幅高达 50%，意味着燃料乙醇吨成本上涨 2000 多元，极大降低我国玉米燃料乙醇的盈利水平。

图 13: 国内玉米价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、招商证券

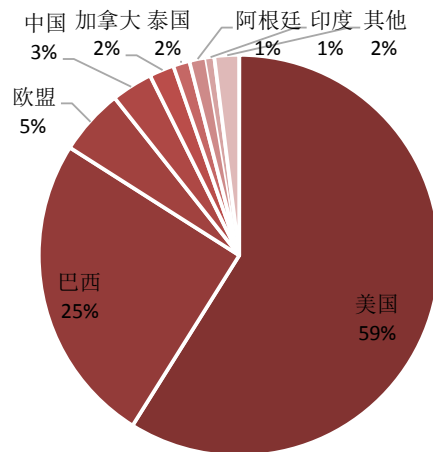
3. 燃料乙醇供需缺口大，发展前景广阔

(1) 我国燃料乙醇当前发展滞后，产量占全球总产量比例极低

全球燃料乙醇产量在 2008 年以前快速增长，但是自从 2008 年受粮食消耗争议的影响，2008 年后全球燃料乙醇产量增速下滑，2011、2012 年甚至出现了负增长。2013 年以来，全球燃料乙醇市场出现一定程度的恢复，年均增速恢复至 5% 左右。

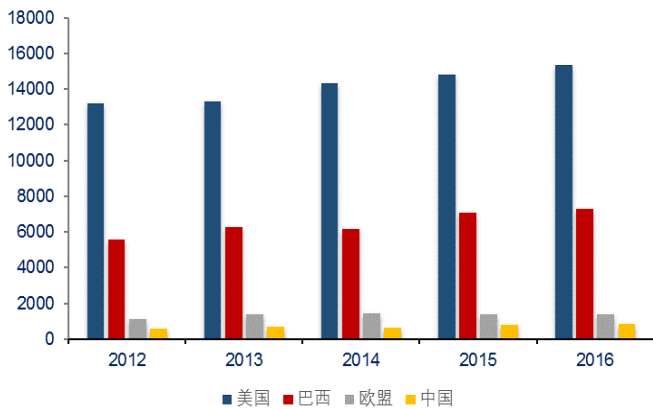
虽然我国现在已经成为世界上燃料乙醇的第三大生产和消费国家，但 2015 年的产量只有 230 万吨，全球占比仅有 3%，发展相对滞后。目前全球燃料乙醇产量近 8000 万吨，其中生产和消费量最大的国家是美国，2015 年产量近 4500 万吨，占全球的 58%；其次是巴西，全年产量约 2150 万吨，占全球的 28%。这两个燃料乙醇的生产大国形成了绝大部分市场，其余国家贡献的总量不到 14%。

图 14: 2015 世界各国燃料乙醇产量占比



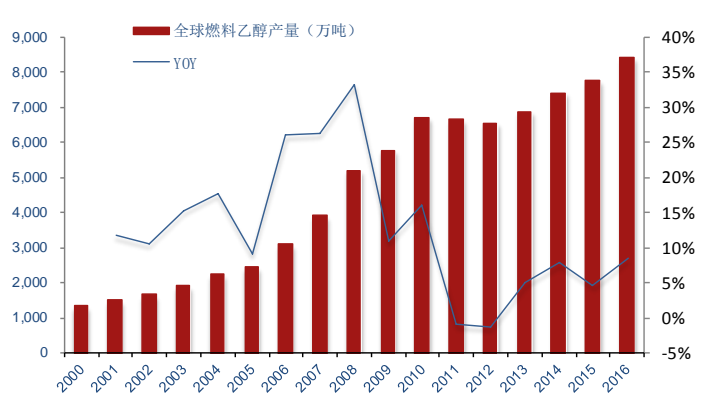
资料来源: 产业信息网、招商证券

图 15: 与美国、巴西相比我国燃料乙醇发展滞后 (单位: 百万加仑)



资料来源: 百川资讯、招商证券

图 16: 全球燃料乙醇 2013 年后恢复高速增长

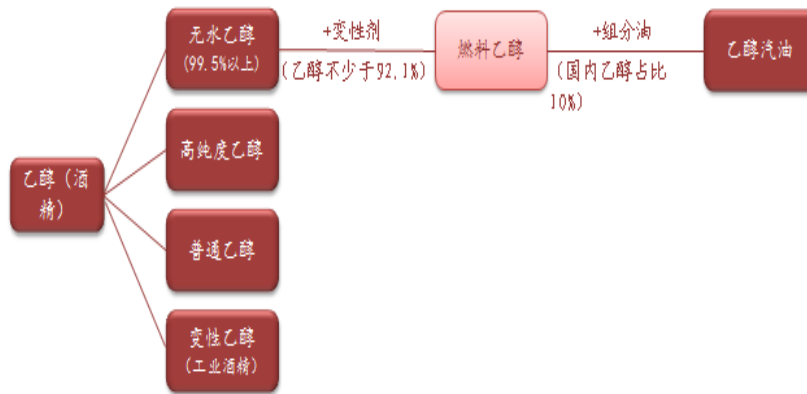


资料来源: wind、招商证券

(2) 我国燃料乙醇潜在需求量超过 1500 万吨，供给明显不足

我国燃料乙醇下游用途主要包括乙醇汽油、乙酸乙酯和多种化工品添加剂等三方面，潜在需求量高达 1784 万吨。分领域来看，乙醇汽油、乙酸乙酯、化工品添加剂需求量分别为 1284、200、300 万吨，占需求量比例分别达 72%、11%、17%。(详细测算过程请参下表)

图 17: 燃料乙醇及乙醇汽油配比示意图



资料来源: 产业信息网、招商证券

表 4: 我国燃料乙醇下游需求测算表

下游用途	具体描述	需求测算 (万吨)	测算方法
乙醇汽油	按照我国的国家标准,乙醇汽油是用 90%的普通汽油与 10%的燃料乙醇调和而成	1284	2016 年我国汽油产量 12843 万吨, 按照添加比例 10%测算乙醇需求量
乙酸乙酯	国内制备乙酸乙酯的主要方法仍为乙醇乙酸酯化法, 即以醋酸和乙醇为原料, 硫酸为催化剂直接酯化得乙酸乙酯	200	2015 年我国乙酸乙酯产能约 400 万吨, 制备 1 吨乙酸乙酯需要 0.5 吨乙醇
其他化工品	可用于溶剂、油墨、定型剂、涂料等多种产品	300	据知网文献中估算
合计		1784	

资料来源: wind、知网、招商证券

据我国能源局统计, 2015 年我国燃料乙醇年产量仅 230 万吨, 远不能满足我国燃料乙醇需求。我国目前共有 7 家定点生产企业, 其中安徽中粮生化、吉林燃料乙醇和肇东中粮生化主要以玉米、小麦为原料; 河南天冠同时生产 1 代和 2 代乙醇; 广西中粮生物质和内蒙古中兴能源有限公司主要以木薯和甜高粱茎秆为原料; 龙力生物以玉米芯废渣为原料。受原料产地和运输条件所限, 生产企业和使用市场大多集中在较大的作物产区。一般乙醇汽油的储运周期只有 4-5 天, 原料半径约 300 公里, 市场半径约为 500-700 公里。可见粮食制乙醇存在较强的局限性, 无法满足全国各省份的需求。

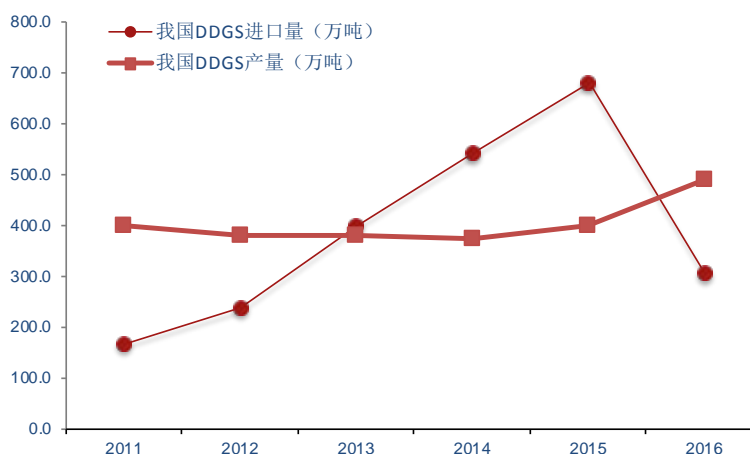
表 5: 我国燃料乙醇主要产能分布

公司	地点	年产量 (万吨)	主要原料	销售范围
中粮生化 (肇东) 有限责任公司	黑龙江	40	玉米	黑龙江
中粮生化 (安徽) 股份有限公司	安徽	60	玉米	安徽、山东、江苏和河北
吉林燃料乙醇有限公司	吉林	60	玉米	吉林、辽宁
河南天冠企业集团有限公司	河南	70	玉米、小麦	河南、湖北和河北
广西中粮生物质能源公司	广西	20	甘蔗、木薯	广西
国投广东生物能源	广东	15	木薯	广东
山东龙力生物	山东	5	玉米、玉米芯	山东

（3）高税率导致燃料乙醇进口失去优势，供应转向国内

DDGS 供应转向国内。2017 年 1 月 11 日，商务部关于原产于美国进口 DDGS 反倾销、反补贴终裁公告发布，DDGS 反倾销税率为 42.2%-53.7%，反补贴税率为 11.2%-12%，自 2017 年 1 月 12 日起实施，期限为 5 年，“双反”政策的落实使得美国 DDGS 进口失去优势，进口将再受影响，初步预计这将出现超过 300 万吨的缺口，这部分的供应将转向国内，国内市场 DDGS 需求空间扩大。

图 18：我国 DDGS 产量和进口量



资料来源：Wind、招商证券

（4）国家政策逐步开始大力支持燃料乙醇规模化发展

十三五推广燃料乙醇，后续大力政策支持可期。《生物质能发展“十三五”规划》中明确指出：加快生物液体燃料示范和推广，推进燃料乙醇推广应用。生物液体燃料项目在十三五期间新增投资 120 亿元，2020 年之前对生物燃料乙醇利用规模计划达 400 万吨。

图 19: 我国燃料乙醇国家政策变化



资料来源：政府官网、招商证券

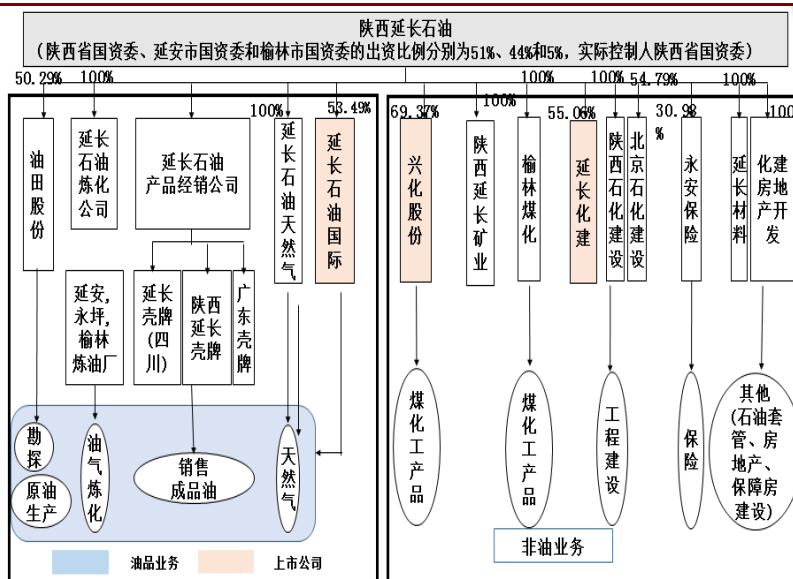
四、大股东延长石油集团实力雄厚，后续资产注入预期强

截至 2016 年 9 月底，延长集团总资产达 3028 亿元，在陕西省经济中占举足轻重的地位。全集团已形成油气探采、加工、储运、销售，以及矿业、新能源与装备制造、工程设计与建设、技术研发、金融服务等专业板块，设有 31 个全资子公司、27 个控股子公司、20 个参股公司、50 多个生产经营单位；拥有延长石油国际（0346.HK）、兴化股份（002109.SZ）和延长化建（600248.SH）等 3 个上市公司。集团的三个上市公司中，仅有兴化股份（SZ002109）在化工板块上市。后续资产注入预期强烈。

集团化工板块收入和利润占比逐年提升，盈利改善明显。公司总体可分为油品业务和非油业务，其中化工产品属于非油业务。化工产品主要包括合成氨、橡胶、兰炭、氯碱、聚烯烃等。公司近几年化工产品收入和盈利占比持续提升。2013-2015 年及 2016 年 1-9 月化工产品收入占比分别为 2.35%、8.59%、18.39%和 10.03%，毛利润占比分别为 0.71%、3.14%、3.79%和 8.25%，毛利率分别为 9.11%、9.58%、4.35%和 16.58%。

公司高度重视对煤化工的技术研发投入。延长石油集团结合自身拥有煤油气多种资源的独特优势和多产业耦合发展的基础条件，将多种资源和装置优化配置，打造原料多元化、技术集成化、产品高端化的化工产业链。陕西延长中煤榆林能源化工的煤制烯烃项目以煤油气为原料资源综合利用，确定了最优的原料配比方案，创新地实现碳氢互补，通过煤化工、石油化工、天然气化工相结合，达到 1+1+1>3 的效果

图 20: 陕西延长石油集团及集团主要资产概览



资料来源: 债券评级跟踪报告、招商证券

五、盈利预测与投资评级：强烈推荐，现价买入！

预计公司 2017~18 年净利润为 2.3/2.4 亿元，同比增速为 732%/4%，相比 15 年盈利大幅增长。最新收盘价对应 2017 年 PE 为 23 倍，略高于行业平均水平。公司主要化工品合成氨、甲醇和 DMF/甲胺盈利性强，下游需求旺盛，预计全年均价将高位运行，同比均价涨幅超过 30%。所有产品线均满负荷运行，满产满销。预计随着取暖季节的结束，以及水电开始发力、春汛的到来，电煤需求从 5 月底开始将逐步放缓，煤炭价格下半年有望持续回落，公司毛利率有望继续提升。

表 6: 利润预测简表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	857	2038	2079	2200	2287
营业成本	801	1769	1664	1767	1836
营业税金及附加	4	10	10	10	11
营业费用	71	70	21	22	23
管理费用	76	98	79	84	87
财务费用	23	72	36	32	34
资产减值损失	12	5	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	(130)	19	271	287	299
营业外收入	6	58	10	10	10
营业外支出	12	13	8	13	13
利润总额	(136)	64	274	284	296
所得税	(1)	35	40	42	44
净利润	(135)	28	234	242	252
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(135)	28	234	242	252
EPS (元)	(0.38)	0.04	0.333	0.345	0.359

资料来源: Wind、招商证券

表 7: 销售收入结构预测

单位: 百万元	2016	2107E	2018E	2019E
营业收入	2038	2079	2200	2287
液氨(合成氨)	454	588	617	648
甲醇	301	459	504	529
DMF	310	567	614	645
硝酸铵	534			
其他	438	465	465	465
收入增长率		2%	6%	4%
液氨(合成氨)		29%	5%	5%
甲醇		52%	10%	5%
DMF		83%	8%	5%
硝酸铵				
其他		2%	6%	4%
毛利率	13%	20%	20%	20%
液氨(合成氨)	17%	24%	24%	24%
甲醇	12%	20%	20%	20%
DMF	16%	19%	18%	18%
硝酸铵	6%			
其他	16%	16%	16%	16%

资料来源: Wind、招商证券

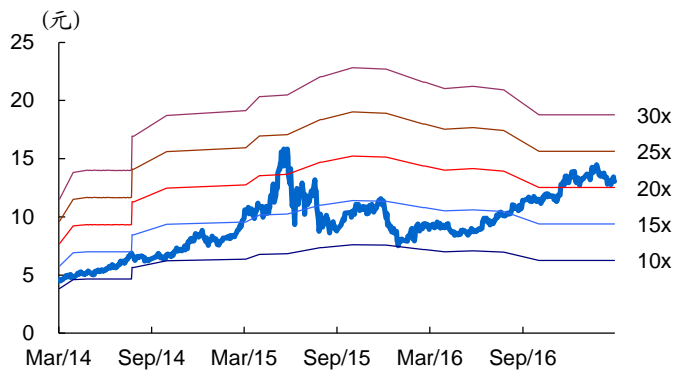
强烈推荐, 现价买入! 延长石油集团的煤制乙醇项目属世界首例、盈利能力极佳, 未来往上市公司体内注入为大概率事件, 考虑到该块资产的技术颠覆和稀缺性, 可给予 30 倍以上估值。在当前时点, 考虑到未来的利润成长空间和大股东综合实力, 公司当属尚未被市场挖掘的低估值标的。

表 8: 可比公司估值表 (截至 2017 年 4 月 28 日收盘)

公司	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿元)
	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E			
华鲁恒升	0.70	0.96	1.19	-3%	37%	24%	19	14	11	1.95	11%	165
鲁西化工	0.17	0.44	0.56	-13%	154%	27%	37	15	12	1.09	4%	94
丹化科技	-0.09	0.19	0.39		-311%	105%	-71	34	16	3.52	-4%	60
兴化股份	0.04	0.33	0.34	119%	731%	4%	193	23	22	1.70	-12%	54
湖北宜化	-1.39	0.67	0.85	-3630%	-148%	26%	-4	9	7	0.96	1%	56
平均				-882%	93%	37%	35	19	14	2	0%	

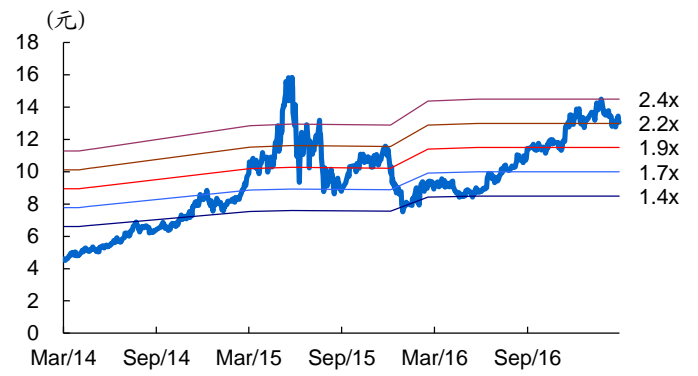
资料来源: Wind、招商证券

图 21: 兴化股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 22: 兴化股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	333	749	588	788	886
现金	27	180	85	72	107
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	112	313	270	220	229
应收款项	79	61	47	299	345
其它应收款	0	4	4	5	5
存货	79	76	65	69	72
其他	35	115	117	123	128
非流动资产	1440	3690	3297	3798	3467
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	1355	3377	3002	2669	2373
无形资产	37	180	162	146	131
其他	48	133	133	983	963
资产总计	1773	4439	3885	4586	4353
流动负债	609	1317	529	1057	645
短期借款	255	450	303	818	397
应付账款	249	104	98	104	108
预收账款	19	21	20	21	22
其他	87	741	108	114	118
长期负债	132	0	0	0	0
长期借款	119	0	0	0	0
其他	13	0	0	0	0
负债合计	741	1317	529	1057	645
股本	358	702	702	702	702
资本公积金	197	2581	2581	2581	2581
留存收益	469	(161)	73	245	425
少数股东权益	8	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1024	3122	3356	3528	3708
负债及权益合计	1773	4439	3885	4586	4353

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	8	213	711	420	709
净利润	(135)	28	234	242	252
折旧摊销	110	271	395	351	482
财务费用	24	74	36	32	34
投资收益	(0)	(4)	(4)	(4)	(4)
营运资金变动	11	(199)	59	(282)	(69)
其它	(1)	43	(8)	81	14
投资活动现金流	(14)	(4)	0	(850)	(150)
资本支出	(15)	(15)	0	0	0
其他投资	0	11	0	(850)	(150)
筹资活动现金流	(58)	(204)	(806)	417	(524)
借款变动	(33)	(2851)	(774)	515	(421)
普通股增加	0	344	0	0	0
资本公积增加	0	2384	0	0	0
股利分配	0	0	0	(70)	(73)
其他	(24)	(81)	(32)	(28)	(30)
现金净增加额	(64)	5	(95)	(13)	35

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	857	2038	2079	2200	2287
营业成本	801	1769	1664	1767	1836
营业税金及附加	4	10	10	10	11
营业费用	71	70	21	22	23
管理费用	76	98	79	84	87
财务费用	23	72	36	32	34
资产减值损失	12	5	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	4	4	4	4
营业利润	(130)	19	271	287	299
营业外收入	6	58	10	10	10
营业外支出	12	13	8	13	13
利润总额	(136)	64	274	284	296
所得税	(1)	35	40	42	44
净利润	(135)	28	234	242	252
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(135)	28	234	242	252
EPS (元)	(0.38)	0.04	0.333	0.345	0.359

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-10%	138%	2%	6%	4%
营业利润	-13%	-114%	1360%	6%	4%
净利润	-11%	-121%	732%	4%	4%
获利能力					
毛利率	6.5%	13.2%	20.0%	19.7%	19.8%
净利率	-15.7%	1.4%	11.2%	11.0%	11.0%
ROE	-13.1%	0.9%	7.0%	6.9%	6.8%
ROIC	-7.3%	0.9%	7.1%	6.3%	6.9%
偿债能力					
资产负债率	41.8%	29.7%	13.6%	23.1%	14.8%
净负债比率	23.8%	24.3%	7.8%	17.8%	9.1%
流动比率	0.5	0.6	1.1	0.7	1.4
速动比率	0.4	0.5	1.0	0.7	1.3
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	10.7	22.7	23.6	26.4	26.1
应收帐款周转率	11.7	29.1	38.4	12.7	7.1
应付帐款周转率	3.6	10.0	16.5	17.5	17.3
每股资料 (元)					
每股收益	-0.38	0.04	0.33	0.34	0.36
每股经营现金	0.02	0.30	1.01	0.60	1.01
每股净资产	2.86	4.45	4.78	5.03	5.28
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.10	0.11
估值比率					
PE	-21.5	201.5	24.2	23.4	22.4
PB	2.8	1.8	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	2906.4	18.1	9.2	9.6	7.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券，8年化工行业研究经验。

姚鑫：招商证券基础化工行业分析师。北京理工大学经济学硕士。2016年加入招商证券，曾供职于天相投顾、太平洋证券，8年化工及环保行业研究经验。

孙维容：招商证券基础化工行业分析师。上海财经大学投资学&会计学双学士，CPA，2016年加入招商证券，曾供职于四大会计事务所、中金公司。

于庭泽：招商证券基础化工行业分析师。清华大学环境工程本硕，2016年加入招商证券，曾就职于大型保险资管、公募基金，4年化工研究经验。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。