

日期: 2014 年 10 月 23 日

行业: 能源-石油、天然气与供消费用



冀丽俊

021-53519888-1921

jilijun@shzq.com

执业证书编号: S0870510120017

IPO 价格  
上市合理定价

RMB6.15 元  
RMB7.58-9.09 元

## 基本数据 (IPO)

发行数量 (百万股)	120.00
发行后总股本 (百万股)	620.00
发行数量占发行后总股本	19.35%
发行方式	网上定价申购 网下询价配售
保荐机构	华西证券

## 主要股东 (发行前)

陕西黄河矿业 (集团) 有限责任公司	55.20%
陕西省物资产业集团总公司 (SS)	28.00%

## 收入结构 (2013)

焦炭	83.60%
甲醇	3.90%
合成氨	1.91%

报告编号: JIJ14-NSP06

首次报告日期: 2014 年 10 月 23 日

## 具循环经济优势的煤化工企业

## ■ 投资要点:

## 具循环经济优势的煤化工企业

公司是以循环经济产业链为经营模式的煤化工企业, 主营业务为煤焦化及化工产品的生产和销售。主要产品为焦炭、甲醇及合成氨。截至 2014 年 6 月 30 日, 产能规模为: 600 万吨/年焦炭、31 万吨/年甲醇 (含粗甲醇 1 万吨/年)、25 万吨 LNG、9 万吨/年合成氨、26.5 万吨/年煤焦油、7.78 万吨/年粗苯、2×12MW 煤泥发电和 8,000 万块/年蒸压粉煤灰砖, 其中焦炭产能领先西北地区。公司是陕西省最大的独立焦化企业, 陕西省发改委确认的“循环经济试点企业”, 陕西省人民政府认定的“优秀民营企业”。

## 募投项目提高产能

公司本次发行募集资金将增资投入龙门煤化用于 400 万吨/年焦化技改项目, 项目建成达产后将成为公司未来的重要利润增长点, 有利于公司全面提升市场竞争能力, 实现跻身国内独立焦化前十名的战略目标。

## 盈利预测

根据募投项目建设进度情况, 我们预计 2014、2015 年归属于母公司的净利润分别为 1.57 亿元和 2.93 亿元, 同比增速分别为-10.51%和 87.13%, 相应的稀释后每股收益为 0.25 元和 0.47 元。

## 定价结论

公司拟公开发行 12000 万股普通股, 不进行老股转让, 发行后总股本 62000 万股, 公司发行价格为 6.15 元/股。综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性, 我们认为给予公司合理估值定价为 7.58-9.09 元, 对应 2014 年每股收益的 30-36 倍市盈率。

## ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	6,221	7,535	7,371	8,315
年增长率 (%)	56.33%	21.12%	-2.18%	12.81%
归属于母公司的净利润	224	175	157	293
年增长率 (%)	-23.17%	-22.02%	-10.51%	87.13%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.36	0.28	0.25	0.47

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

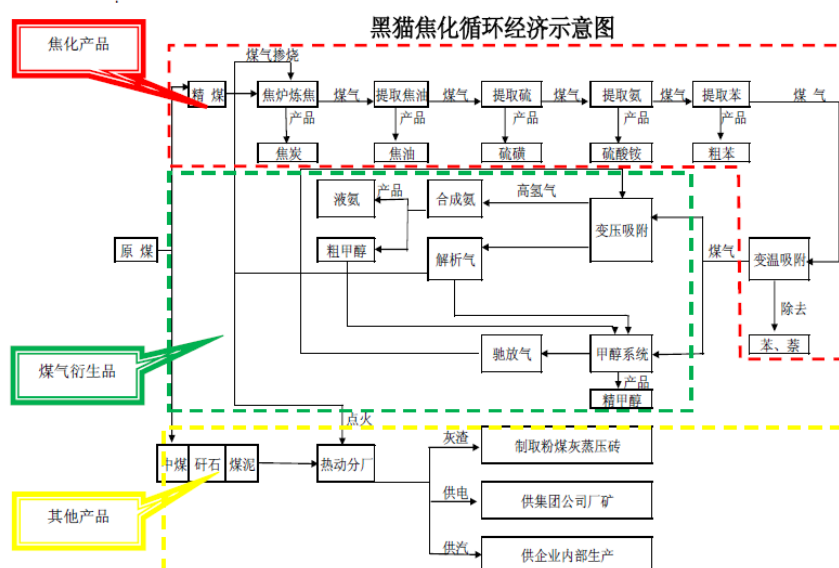
## ● 公司的行业分类及简况

公司是以循环经济产业链为经营模式的煤化工企业，主营业务为煤焦化及化工产品的生产和销售。主要产品为焦炭、甲醇及合成氨。公司生产的“黑猫牌”冶金焦炭被陕西省人民政府认定为名牌产品。公司所属行业为传统煤化工行业中的煤焦化行业。

公司是集焦炭、化工、电力、建材为一体的循环经济利用型煤化工企业，截至 2014 年 6 月 30 日，产能规模为：600 万吨/年焦炭、31 万吨/年甲醇（含粗甲醇 1 万吨/年）、25 万吨 LNG、9 万吨/年合成氨、26.5 万吨/年煤焦油、7.78 万吨/年粗苯、2×12MW 煤泥发电和 8,000 万块/年蒸压粉煤灰砖，其中焦炭产能领先西北地区。

公司是陕西省最大的独立焦化企业，陕西省发改委确认的“循环经济试点企业”，陕西省人民政府认定的“优秀民营企业”。公司依照综合利用的循环经济模式，利用精煤炼焦生产焦炭，焦炉煤气回收煤焦油、粗苯等初产品经净化后生产甲醇、合成氨，甲醇弛放气全部用于生产合成氨，合成氨解析气少部分返回生产甲醇，大部分供给焦炉加热，以置换出更多的焦炉煤气用于生产甲醇和合成氨，洗煤副产品煤泥、中煤用于发电，电厂灰渣制砖，电和蒸汽供给公司内部其他生产单位使用，符合国家资源综合利用产业政策。

图1 主营业务、主要产品及产业链关系



数据来源：公司招股意向书

## ● 行业增长前景

### 1、焦炭

焦炭主要应用于钢铁、有色、化工、机械等行业，2010 年-2013 年，我国钢铁行业持续保持增长，粗钢产量分别为 6.37 亿吨、6.85 亿吨、7.24 亿吨和 7.79 亿吨，同比分别增长 11.37%、7.54%、5.63%和 7.62%，从而焦炭需求量随之快速增长。

影响我国焦炭行业发展的因素包括：钢铁行业整合、炼钢技术进步和废钢利用。

钢铁行业目前正在进行行业整合，以控制总量、淘汰落后、联合重组、技术改造、优化布局为重点，着力推动钢铁企业联合重组、加快技术进步、提高产品质量、发展循环经济、加快推动产业优化升级，进一步增强企业素质和国际竞争力。钢铁行业联合重组后，产业集中度提高，增加了市场议价能力，独立焦化企业的利润可能随之受到影响。重点钢铁企业焦炭消耗量占比总体上呈上升趋势。另外，随着全国淘汰炼铁落后产能，从长远看钢铁产能、产量可能出现下降，直接影响焦炭需求。

随着我国钢铁企业技术不断进步，逐步缩小了与国际钢焦比的差距，从而减少焦炭消费量。2010 年我国纳入重点统计的大中型钢铁企业入炉焦比为 369 千克/吨，与 2004 年的 427 千克/吨相比减少了 59 千克/吨铁；2013 年，入炉焦比下降至 361.2 千克/吨。由于国际上工业发达国家入炉焦比已达到 300 千克/吨以下，未来我国钢铁企业降低钢焦比还有一定的空间。

废钢的再生利用将进一步降低焦炭需求。我国目前炼钢的铁钢比为 0.96，与日本的 0.725 和美国的 0.39 相比，还有较大差距。2012 年全国炼钢消耗废钢累计 8,400 万吨，比上年同期少消耗 700 万吨。《废钢铁产业“十二五”发展规划建议》提出：“十二五”期间我国废钢比应超过 20%，炼铁多用废钢少用生铁从而直接减少焦炭消费量。

### 2、甲醇

公司采用焦炉煤气生产甲醇。焦炉煤气是焦化工业的副产品，完全受焦炭行业发展的影响。甲醇主要应用于甲醛、醋酸等为主的传统化工领域及甲醇燃料等新兴燃料领域。中国甲醛行业协会统计数据显示：2012 年全国共有甲醛生产企业 560 家，总产能达 3,157 万吨，占全球总产能的 52.18%。共有 728 套甲醛装置（5 万吨/年及以上有 338 套），2012 年在建产能 17 万吨，停产产能 199 万吨，实际运行产能 2,941 万吨。2012 年比 2011 年增加甲醛企业 12 家，增加产能 165 万吨，年增长 5.5%。2013 年甲醛市场依然保持稳中向好的态势，其主要原因是用于胶合板工业的“三醛”树脂没有出现大幅下滑，仍保持企稳的态势。

甲醇是重要的新一代能源，可以加入汽油中掺烧或代替汽油作为动力燃料。陕西省已于 2011 年 12 月在部分市场区域内进行甲醇汽油试点推广，试点期后将全面推广。

2013 年 3 月，工业和信息化部正式通过对山西和上海两地甲醇汽车试点实施方案的审核，标志着从国家层面甲醇汽车试点项目正式落地；6 月工信部同意陕西甲醇汽车试点方案备案。作为试点省份，山西省现有甲醇加注站 50 多个，甲醇汽车改造 6 万辆，有 20 万量产能的甲醇轿车生产厂预计 2014 年底投产。<sup>33</sup> 中国汽油消费量随着汽车保有量的快速增长而不断增加，作为石油替代产品之一，甲醇汽油的市场需求客观存在，随着甲醇汽车、二甲醚汽车的推广，我国甲醇市场前景将呈乐观态势。

### 3、合成氨

公司采用焦炉煤气生产合成氨。焦炉煤气是焦化工业的副产品，完全受焦炭行业发展的影响。合成氨主要应用于包括尿素、碳酸氢铵、磷酸铵、硝酸铵等氮肥的生产。目前，氮肥生产消耗合成氨数量约占全国合成氨消耗总量的 87%，其中尿素和碳酸氢铵分别约占 60% 和 15%。

国家统计局数据显示：2011 年，我国化肥产量 6,419.39 万吨，其中氮肥 4,500.97 万吨、磷肥 1,561.22 万吨、钾肥产量 357.20 万吨。

2012 年，我国化肥产量 6,382.10 万吨，其中氮肥 4,865.58 万吨、磷肥 1,564.41 万吨、资源型钾肥 402.11 万吨。受农作物价格上涨影响，我国工农业对尿素、合成氨的需求依然增长。其中，对尿素的需求将达 5,000 万吨/年左右，加上出口部分，局部或特殊时间段供应还可能略显紧张，将推动尿素价格持续高位运行或小幅上涨。

## ● 行业竞争结构及公司的地位

根据中国炼焦行业协会的不完全统计，目前国内排名较前的几家独立焦化企业有：中国旭阳煤化工集团有限公司、神华乌海能源有限责任公司、中煤焦化控股有限责任公司、开滦能源化工股份有限公司、山西焦化股份有限公司、山西安泰集团股份有限公司等。

就整个煤焦化行业来说，黑猫焦化是循环经济产业链最完善的企业之一，是我国煤焦化循环经济领域的领先企业。在独立焦化企业中，公司拥有的焦炭生产能力、焦炉煤气制甲醇生产能力在行业中有一定竞争力，在陕西省有较强竞争力，且公司为国内首家利用焦炉煤气生产甲醇联产合成氨的企业。目前能够实现产业链整合经营、与公司业务结构相似的竞争对手较少，公司依托各项优势与其他厂商展开全面竞争。

公司控股子公司龙门煤化所正在建设 400 万吨/年焦化技改项目现已全

部投产。项目达产后，公司形成年产 600 万吨焦炭、31 万吨甲醇、25 万吨 LNG 的生产能力，公司焦炭以及焦炉煤气制甲醇的生产能力已跻身全国前列。

根据中国国家统计局及中国炼焦协会统计，2013 年度全国焦炭产量 47,635.50 万吨，陕西焦炭产量 3,443.90 万吨，公司焦炭产量占陕西产量的 13.46%，占全国产量的 0.97%。

**表 1 公司焦炭产品市场分案**

项目	2013年度	2012年度	2011年度
公司焦炭产量（万吨）	463.44	372.88	200.18
全国焦炭产量（万吨）	47,635.50	44,323.20	42,126.30
公司焦炭产量占全国比例	0.97%	0.84%	0.48%
陕西省焦炭产量（万吨）	3,443.90	2,930.20	2,243.00
公司焦炭产量占陕西省比例	13.46%	12.73%	8.92%

数据来源：公司招股意向书

**表 2 公司甲醇产品市场分案**

项目	2013年度	2012年度	2011年度
公司甲醇产量（万吨）	14.17	13.03	12.45
全国甲醇产量（万吨）	2,878.54	2,640.46	2,294.50
公司甲醇产量占全国比例	0.49%	0.49%	0.54%
陕西省甲醇产量（万吨）	297.51	269.40	166.60
公司甲醇产量占陕西省比例	4.76%	4.84%	7.47%

数据来源：公司招股意向书

我国合成氨产能分布较广，除北京、上海、青海、西藏等省区没有生产厂外，其他省市均有多家合成氨生产厂。未来合成氨产能分布的走势将是向资源地转移，尤其是向煤炭资源地转移。公司利用焦炉煤气与甲醇弛放气制合成氨，现有产能为 9 万吨/年，于 2010 年 5 月份投产，2011 年-2013 年产量分别为 6.86 万吨、7.49 万吨和 6.95 万吨。2011 年-2013 年全国合成氨总产量分别为 5,135.50 万吨、5,458.90 万吨和 5,745.32 万吨<sup>34</sup>。公司合成氨产品市场份额尚小。

## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系黑猫有限以截至 2009 年 7 月 31 日经审计的账面净资产折股，整体变更设立的股份有限公司。公司发起人为：黄河矿业、李保平、李光平、李博、李朋、张林兴、吉红丽、姚炜、刘长民和曹正初。

黄河矿业目前持有公司 27,600 万股股份，占本次发行前总股本的 55.2%，为公司控股股东。李保平持有黄河矿业 57.31%的股权，并直接持有公司 2.4%的股权，为公司实际控制人。

公司拟公开发行 12000 万股普通股，不进行老股转让，发行后总股本 62000 万股，公司发行价格为 6.15 元/股。

表 3 公司的股东结构情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例%	持股数(万股)	持股比例%
1	陕西黄河矿业(集团)有限责任公司	27,600.00	55.20%	27,600.00	44.52%
2	陕西省物资产业集团总公司(SS)	14,000.00	28.00%	12,800.00	20.65%
3	全国社会保障基金理事会	-	-	1,200.00	1.94%
4	李保平	1,200.00	2.40%	1,200.00	1.94%
5	李光平	1,200.00	2.40%	1,200.00	1.94%
6	李博	1,200.00	2.40%	1,200.00	1.94%
7	李朋	1,200.00	2.40%	1,200.00	1.94%
8	吉红丽	1,000.00	2.00%	1,000.00	1.61%
9	张林兴	1,000.00	2.00%	1,000.00	1.61%
10	姚炜	750.00	1.50%	750.00	1.21%
11	曹正初	600.00	1.20%	600.00	0.97%
12	刘长民	250.00	0.50%	250.00	0.41%
13	社会公众股	-	-	12,000.00	19.35%
	合计	50,000.00	100.00%	62,000.00	100.00%

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

目前，公司主要产品为焦炭、甲醇、合成氨。焦炭收入分别占 2011 年-2014 年 6 月主营业务收入的 80.64%、83.95%、83.60%和 74.27%。甲醇收入分别占 2011 年-2014 年 6 月主营业务收入 6.81%、4.40%、3.90%和 5.81%。合成氨收入分别占 2011 年-2014 年 6 月主营业务收入的 4.62%、2.99%、1.91%和 1.80%。随着本次募投项目—400 万吨/年焦化技改项目陆续建成投产，龙门煤化的 LNG 和甲醇产品已成为公司新的利润增长点，随着 LNG 和甲醇的产量的逐步提升，龙门煤化经营业绩明显好转，2014 年第二季度实现单季盈利，其中 5、6 月合计实现盈利约 5,000 万元。

表 4 主要产品的产能、产量、销量情况

产品	指标	2014 年 1-9 月	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
焦炭	生产能力(吨)	4,500,000.00	3,000,000.00	4,916,700.00	3,416,700.00	2,000,000.00
	产量(吨)	3,436,657.03	2,285,737.37	4,634,397.85	3,728,808.19	2,001,843.40
	销量(吨)	4,206,990.22	2,611,690.09	5,520,152.38	3,804,405.63	2,006,843.24
	产能利用率	76.37%	76.19%	94.26%	109.13%	100.09%
	产销率	122.42%	114.26%	119.11%	102.03%	100.25%
甲醇	生产能力(吨)	232,500.00	155,000.00	110,000.00	110,000.00	110,000.00

2014 年 10 月 23 日

	产量 (吨)	143,954.79	98,463.45	141,696.57	130,289.55	124,466.06
	销量 (吨)	140,678.34	98,653.65	141,899.39	129,540.33	123,445.85
	产能利用率	61.92%	63.52%	128.81%	118.45%	113.15%
	产销率	97.72%	100.19%	100.14%	99.42%	99.18%
合成氨	生产能力 (吨)	67,500.00	45,000.00	90,000.00	90,000.00	90,000.00
	产量 (吨)	46,590.75	31,005.22	69,455.81	74,877.11	68,643.24
	销量 (吨)	45,539.98	30,636.92	70,471.96	73,966.46	68,943.81
	产能利用率	69.02%	68.90%	77.17%	83.20%	76.27%
	产销率	97.74%	98.81%	101.46%	98.78%	100.44%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等;

表 5 主要产品的销售情况 单位: 万元

主要 产品	2014 年 1-9 月	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
焦炭	388,342	246,244	74.27%	615,301	83.60%	511,298	83.95%	314,671	80.64%
甲醇	26,986	19,257	5.81%	28,716	3.90%	26,798	4.40%	26,578	6.81%
合成氨	8,634	5,955	1.80%	14,075	1.91%	18,232	2.99%	18,032	4.62%

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 6 主要产品的销售价格变动情况 不含税价, 单位: 元/吨

主要产品	2014 年 1-9 月	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
焦炭	923.09	942.85	1,114.64	1,343.96	1,567.99
甲醇	1,918.27	1,951.96	2,023.65	2,068.74	2,153.04
合成氨	1,895.96	1,943.68	1,997.27	2,464.91	2,615.49

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

除焦炭、甲醇、合成氨以外, 构成公司主营业务收入的产品还有煤焦油、粗苯、硫铵、粉煤灰砖及 LNG。

表 7 其他主营业务产品的产量销量情况

产品	指标	2014 年 1-9 月	2014 年 1-6 月	2013 年度	2012 年度	2011 年度
煤焦油	产量 (吨)	138,449.81	90,772.43	174,442.19	123,956.88	69,208.37
	销量 (吨)	133,020.25	87,398.23	176,665.28	120,226.42	69,140.42
粗苯	产量 (吨)	38,530.13	25,384.73	48,864.67	39,473.02	20,692.98
	销量 (吨)	38,391.41	25,545.79	48,866.26	39,367.89	20,568.91
硫铵	产量 (吨)	37,976.62	24,160.93	44,457.37	33,809.73	18,576.47
	销量 (吨)	37,976.62	24,238.93	44,293.80	33,809.71	18,328.41
粉煤灰砖	产量 (万块)	2,412.50	1,641.67	3,046.80	3,668.40	3,884.72
	销量 (万块)	2,135.88	1,961.04	3,018.07	3,397.37	3,916.99
LNG	产量 (吨)	119,340.91	74,407.50	17,931.27	-	-
	销量 (吨)	113,591.39	68,290.66	15,038.08	-	-

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等

表 8 其他产品的销售情况 单位：万元

主要产品	2014 年 1-9 月	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
煤焦油	29,052.98	19,250.46	5.81%	39,173.73	5.32%	26,764.06	4.39%	18,249.26	4.68%
粗苯	22,661.67	14,954.03	4.51%	29,534.79	4.01%	22,701.72	3.73%	10,648.23	2.73%
硫铵	1,207.86	773.19	0.23%	2,077.94	0.28%	2,541.19	0.42%	1,524.16	0.39%
粉煤灰砖	359.02	331.89	0.10%	576.77	0.08%	689.11	0.11%	515.36	0.13%
LNG	41,117.61	24,791.25	7.48%	6,533.49	0.89%	-	-	-	-
合计	<b>94,399.14</b>	<b>60,100.82</b>	<b>18.13%</b>	<b>77,896.72</b>	<b>10.58%</b>	<b>52,696.08</b>	<b>8.65%</b>	<b>30,937.01</b>	<b>7.93%</b>

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等

表 9 公司主营业务收入构成 单位：万元

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%	金额	比例%
焦炭	246,243.73	74.27	615,300.59	83.60	511,297.92	83.95	314,671.06	80.64
其中：外购焦炭	42,130.03	12.71	111,260.84	15.12	24,286.19	3.99	14,136.42	3.62
自产焦炭	204,113.71	61.56	504,039.75	68.48	487,011.73	79.97	300,534.65	77.02
焦油	19,250.46	5.81	39,173.73	5.32	26,764.06	4.39	18,249.26	4.68
粗苯	14,954.03	4.51	29,534.79	4.01	22,701.72	3.73	10,648.23	2.73
甲醇	19,256.79	5.81	28,715.54	3.90	26,798.47	4.40	26,578.41	6.81
合成氨	5,954.83	1.80	14,075.17	1.91	18,232.08	2.99	18,032.18	4.62
LNG	24,791.25	7.48	6,533.49	0.89	-	-	-	-
其他	1,105.08	0.33	2,654.71	0.36	3,230.31	0.53	2,039.53	0.52
主营业务 收入合计	<b>331,556.17</b>	<b>100.00</b>	<b>735,988.02</b>	<b>100.00</b>	<b>609,024.56</b>	<b>100.00</b>	<b>390,218.66</b>	<b>100.00</b>

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 10 主要产品的销售情况

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度
	数量	增幅%	数量	增幅%	数量	增幅%	数量
<b>1、焦炭：</b>							
平均售价（元/吨）	942.85	-15.41	1,114.64	-17.06	1,343.96	-14.29	1,567.99
销售数量（万吨）	261.17	-	552.02	45.10	380.44	89.57	200.68
销售收入（万元）	246,243.73	-	615,300.59	20.34	511,297.92	62.49	314,671.06
<b>2、甲醇：</b>							
平均售价（元/吨）	1,951.96	-3.54	2,023.65	-2.18	2,068.74	-3.92	2,153.04
销售数量（万吨）	9.87	-	14.19	9.54	12.95	4.94	12.34
销售收入（万元）	19,256.79	-	28,715.54	7.15	26,798.47	0.83	26,578.41
<b>3、焦油：</b>							
平均售价（元/吨）	2,202.61	-0.67	2,217.40	-0.39	2,226.14	-15.66	2,639.45
销售数量（万吨）	8.74	-	17.67	46.94	12.02	73.89	6.91
销售收入（万元）	19,250.46	-	39,173.73	46.37	26,764.06	46.66	18,249.26

**4、粗苯：**

平均售价（元/吨）	5,853.81	-3.15	6,044.00	4.81	5,766.56	11.39	5,176.85
销售数量（万吨）	2.55	-	4.89	24.13	3.94	91.40	2.06
销售收入（万元）	14,954.03	-	29,534.79	30.10	22,701.72	113.20	10,648.23

**5、合成氨：**

平均售价（元/吨）	1,943.68	-2.68	1,997.27	-18.97	2,464.91	-5.76	2,615.49
销售数量（万吨）	3.06	-	7.05	-4.72	7.40	7.29	6.89
销售收入（万元）	5,954.83	-	14,075.17	-22.80	18,232.08	1.11	18,032.18

**6、LNG：**

平均售价（元/吨）	3,630.25	-16.44	4,344.63	-	-	-	-
销售数量（万吨）	6.83	-	1.50	-	-	-	-
销售收入（万元）	24,791.25	-	6,533.49	-	-	-	-

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 11 主要产品的产能变化情况 单位：万吨/年

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度
	期末设计产能	当年新增产能	期末设计产能	当年新增产能	期末设计产能	当年新增产能	期末设计产能
焦炭	600	100	500	100	400	200	200
甲醇	31	20	11	-	11	-	11
合成氨	9	-	9	-	9	-	9
焦油	26.5	4.75	21.75	6.75	15	7.5	7.5
粗苯	7.78	1.32	6.46	1.46	5	2.5	2.5
LNG	25	25	-	-	-	-	-

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 12 公司营业成本构成 单位：万元、%

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
主营业务成本	296,822.61	99.72	660,291.69	99.35	541,499.56	99.07	336,258.36	98.56
其他业务成本	818.67	0.28	4,318.78	0.65	5,096.46	0.93	4,909.31	1.44
营业成本合计	<b>297,641.28</b>	<b>100.00</b>	<b>664,610.46</b>	<b>100.00</b>	<b>546,596.02</b>	<b>100.00</b>	<b>341,167.67</b>	<b>100.00</b>

资料来源：WIND 资讯，公司招股意向书等；

表 13 公司主营业务成本构成 单位：万元、%

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
焦炭	261,017.39	87.94	617,521.36	93.52	505,414.62	93.34	308,473.88	91.74
焦油	5,676.96	1.91	10,714.43	1.62	8,189.38	1.51	4,463.90	1.33
粗苯	5,809.10	1.96	10,631.42	1.61	8,485.95	1.57	5,021.59	1.49
甲醇	8,922.21	3.01	9,956.71	1.51	10,250.42	1.89	10,161.86	3.02
合成氨	3,126.83	1.05	7,392.41	1.12	8,074.56	1.49	7,083.78	2.11
LNG	11,698.64	3.94	3,155.03	0.48	-	-	-	-

其他	571.47	0.19	920.33	0.14	1,084.63	0.20	1,053.34	0.31
主营业务成本合计	<b>296,822.61</b>	<b>100.00</b>	<b>660,291.69</b>	<b>100.00</b>	<b>541,499.56</b>	<b>100.00</b>	<b>336,258.36</b>	<b>100.00</b>

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等;

表 14 公司毛利率变化情况

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度
	毛利率	变动点数	毛利率	变动点数	毛利率	变动点数	毛利率
焦炭	-6.00%	-5.64	-0.36%	-1.51	1.15%	-0.82	1.97%
其中: 外购焦炭	0.70%	-0.29	0.99%	-0.04	1.03%	-2.17	3.20%
自产焦炭	-7.38%	-6.72	-0.66%	-1.82	1.16%	-0.75	1.91%
焦油	70.51%	-2.14	72.65%	3.25	69.40%	-6.14	75.54%
粗苯	61.15%	-2.85	64.00%	1.38	62.62%	9.78	52.84%
甲醇	53.67%	-11.66	65.33%	3.58	61.75%	-0.02	61.77%
合成氨	47.49%	0.01	47.48%	-8.23	55.71%	-5.00	60.72%
LNG	52.81%	1.09	51.72%	-	-	-	-
其他	48.29%	-17.04	65.33%	-1.09	66.42%	18.07	48.35%
主营业务综合毛利率注	<b>10.48%</b>	<b>0.20</b>	<b>10.28%</b>	<b>-0.81</b>	<b>11.09%</b>	<b>-2.74</b>	<b>13.83%</b>
综合毛利率	<b>11.33%</b>	<b>-0.47</b>	<b>11.80%</b>	<b>-0.34</b>	<b>12.14%</b>	<b>-2.13</b>	<b>14.27%</b>

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等;

表 15 主要产品平均售价和精煤采购价 单位: 元/吨

项目	2014 年 1-6 月		2013 年度		2012 年度		2011 年度
	金额	变动幅度	金额	变动幅度	金额	变动幅度	金额
焦炭	942.85	-15.41%	1,114.64	-17.06%	1,343.96	-14.29%	1,567.99
焦油	2,202.61	-0.67%	2,217.40	-0.39%	2,226.14	-15.66%	2,639.45
粗苯	5,853.81	-3.15%	6,044.00	4.81%	5,766.56	11.39%	5,176.85
甲醇	1,951.96	-3.54%	2,023.65	-2.18%	2,068.74	-3.92%	2,153.04
合成氨	1,943.68	-2.68%	1,997.27	-18.97%	2,464.91	-5.76%	2,615.49
LNG	3,630.25	-16.44%	4,344.63	-	-	-	-
精煤	655.05	-19.13%	810.01	-16.45%	969.44	-14.33%	1,131.60

资料来源: WIND 资讯, 公司招股意向书等;

## ● 募投项目

公司本次发行募集资金将增资投入龙门煤化用于 400 万吨/年焦化技改项目, 项目建成达产后将成为公司未来的重要利润增长点, 有利于公司全面提升市场竞争能力, 实现跻身国内独立焦化前十名的战略目标。

龙门煤化已利用自有资金先期投入募投项目建设, 本次募集资金到位并增资投入后, 将首先用以置换其已提前投入的资金。公司本次募集资金

到位并增资投入龙门煤化后将置换为实施本次募集资金项目已发生的融资租赁款、向黑猫焦化和银行借款及 2014 年 6 月 30 日后为实施本次募集资金项目可能新增的各项借款。截至 2014 年 6 月 30 日，龙门煤化项目建设资金已投入 416,743 万元。

表 16 募集资金项目 单位：万元

序号	项目	总投资	建设投资	铺底流动资金	公司拟投资金额	拟用募集资金金额	建设期
1	400 万吨/年 400 万吨/年冶金焦项目	317,738	280,007	37,731			45 个月
	焦化技改项目	102,262	85,993	16,269	119,850	68,930	27 个月
	25 万吨/年 LNG 联产 20 万吨/年甲醇项目						
	合计	420,000	366,000	54,000	119,850	68,930	45 个月

资料来源：公司招股意向书

表 17 公司 IPO 募集资金项目主要效益指标 单位：万元

科目	2014 年 冶金焦项目 80%； LNG 联产甲醇 项目 70%	2015 年及以后 100%
项目总收入	470,151	604,251
项目总成本	460,421	553,365
项目利润总额	9,730	50,886

资料来源：公司招股意向书

### 三、公司财务状况及盈利预测

#### ● 业绩预测

根据募投项目建设进度情况，我们预计 2014、2015 年归母公司的净利润分别为 1.57 亿元和 2.93 亿元，同比增速分别为-10.51%和 87.13%，相应的稀释后每股收益为 0.25 元和 0.47 元。

表 18 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E
一、营业总收入	6,221	7,535	7,371	8,315
二、营业总成本	5,958	7,369	7,179	7,948
营业成本	5,466	6,646	6,424	7,179
营业税金及附加	10	12	11	12
销售费用	302	422	413	466
管理费用	83	90	111	125
财务费用	90	186	221	166
三、其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0

汇兑净收益	0	0	0	0
<b>四、营业利润</b>	<b>264</b>	<b>166</b>	<b>191</b>	<b>366</b>
加：营业外收入	5	12	5	0
减：营业外支出	0	0	1	0
<b>五、利润总额</b>	<b>268</b>	<b>178</b>	<b>196</b>	<b>366</b>
减：所得税	29	33	35	66
<b>六、净利润</b>	<b>239</b>	<b>146</b>	<b>161</b>	<b>300</b>
减：少数股东损益	15	-29	4	8
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>224</b>	<b>175</b>	<b>157</b>	<b>293</b>
<b>总股本（百万股）</b>	<b>620</b>	<b>620</b>	<b>620</b>	<b>620</b>
<b>七、每股收益：</b>	<b>0.36</b>	<b>0.28</b>	<b>0.25</b>	<b>0.47</b>

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

## 四、风险因素

### 政策风险

近几年来，为了严格规范和稳步促进焦化行业的发展，国家相关部门相继出台了一系列重要政策和行业指导文件，以遏制焦化行业低水平重复建设和盲目扩张趋势，淘汰落后产能，促进产业结构升级。一方面对焦炭实施等量替换方式，淘汰不符合准入条件的落后产能，另一方面根据技术和工艺的发展，进一步提高焦化企业“工艺与装备、资（能）源消耗”等指标要求。公司是国家工业和信息化部工产业【2009】第31号文件“符合《焦化行业准入条件》企业名单（第四批）公告”企业之一；公司采用的“捣固炼焦、配型煤炼焦、焦炉煤气高附加值利用”属于《产业结构调整指导目录（2011年本）》中鼓励类项目；公司本次募集资金投资项目符合国家行业指导原则和产业政策导向。如果未来国家产业政策发生较大变化，将对公司生产经营造成较大影响。

### 下游钢铁行业波动带来的风险

焦炭主要应用于钢铁行业，85%以上应用于高炉生产，其专属性很强，钢铁行业的发展直接决定着焦炭的需求量和发展空间。

钢铁行业作为国民经济基础性行业，其行业发展与国家宏观经济发展速度和结构有较大相关性，宏观政策导向的变化和经济发展中存在的一些不确定因素会对钢铁行业的需求产生一定的影响。在“十二五”期间，国家发展处于战略调整期，钢铁行业总体上将呈现低增速、低盈利的运行态势。钢铁行业未来几年存在增长速度减缓的风险，其对焦炭需求增速也将放缓，进而对焦炭行业的发展和盈利能力造成负面影响；钢铁行业盈利水平的下降也将继续对焦炭价格的形成压力，从而波及公司的产销活动，影响公司的盈利水平。

### 依赖单一原材料风险

炼焦煤成本占焦炭生产成本的 90% 以上，炼焦煤价格波动对公司生产经营的影响较大。近年来炼焦煤市场价格波动较大，如果这种情况不能得到改观，将会影响焦炭的生产成本及销售价格，进而导致公司经营业绩的波动。

### 环境保护风险

煤化工行业属污染性行业。公司是陕西省发改委确立的“循环经济试点企业”之一，完全实现资源综合利用，废水、废渣零排放，三废排放指标达到了环保部门的排放标准。但随着国家对环境保护重视程度以及节能减排要求的不断增强，环境保护政策及环境保护标准日趋严格，公司未来为执行环境保护的新政策和标准将承担更多的成本和资本性支出，从而给公司的经营业绩和财务状况带来一定影响。

### 安全生产风险

公司产品生产过程存在较多的重大危险源，如甲醇综合罐区、甲醇空分主装置区、甲醇主装置区、化产粗苯生产区、化产鼓冷区域等易发生煤气、甲醇、粗苯泄露，造成燃烧、爆炸、使人中毒或窒息等事故；热动锅炉易发生锅炉爆炸事故；煤气柜及其加压系统易发生泄露，或系统检修动火置换不到位发生爆炸等。

公司在报告期内持有安全生产许可证，未发生重大安全生产事故。但由于公司产品生产工艺和生产设备比较复杂，操作难度较大，如操作人员因疏忽、违规出现操作失误，或者生产厂区遭受雷电等意外事件，可能会发生生产安全事故，从而对公司经营产生不利影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

基于已公布的 2013 年业绩和 2014、2015 年预测业绩的均值，同行业重点上市公司 2013 年平均市盈率为 163.34 倍，2014、2015 年平均动态市盈率 52.53 倍、38.16 倍；最近上市的十家主板企业中，2013 年、2014 年、2015 年平均市盈率为 49.84 倍、41.73 倍、34.15 倍。

表 19 同行业上市公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
600997.Sh	开滦股份	5.23	0.40	0.20	0.11	0.14	13.24	25.65	45.64	38.04
601011.Sh	宝泰隆	11.76	0.19	0.03	0.20	0.31	62.70	390.23	59.42	38.28
	平均						39.85	163.34	52.53	38.16

资料来源：Wind 上海证券研究所

表 20 最近上市主板公司的相对估值

股票代码	公司简称	股价	每股收益(元/股)				市盈率(倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
603328.SH	依顿电子	26.60	0.67	0.66	0.71	0.86	39.60	40.44	37.27	30.99
603188.SH	亚邦股份	42.58	0.44	0.90	2.74	3.15	97.87	47.27	15.56	13.52
603306.SH	华懋科技	28.92	0.37	0.64	0.74	0.89	78.70	45.49	38.83	32.39
601016.SH	节能风电	8.52	0.11	0.11	0.13	0.17	78.83	77.63	66.30	50.96
600917.SH	重庆燃气	8.84	0.16	0.19	0.22	0.24	54.26	45.78	41.12	36.20
603169.SH	兰石重装	5.70	0.11	0.08	0.11	0.14	50.13	68.25	52.25	39.86
603456.SH	九洲药业	35.37	0.66	0.80	0.89	1.04	53.94	44.21	39.53	33.96
603010.SH	万盛股份	27.19	0.54	0.59	0.53	0.63	50.61	46.22	51.70	42.96
603018.SH	设计股份	57.83	1.31	1.44	1.74	2.09	44.09	40.13	33.26	27.73
603606.SH	东方电缆	19.02	0.55	0.44	0.46	0.58	34.44	42.97	41.47	32.97
平均值							58.25	49.84	41.73	34.15

资料来源: Wind 上海证券研究所

### ● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 7.58-9.09 元,对应 2014 年每股收益的 30-36 倍市盈率。

## 分析师承诺

分析师 冀丽俊

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。