

陕西黑猫(601015)深度报告

焦炭格局长期向好，受益于采暖季行业限产 买入(首次)

投资要点

公司是陕西省最大的独立焦化企业：公司是以循环经济产业链为经营模式的煤化工企业，主营焦化和化工产品，拥有本部、新丰科技、龙门煤化工、内蒙古黑猫等主要基地，焦炭权益产能324万吨，外售甲醇、合成氨、LNG、粗苯、煤焦油等副产品。截至2017年10月底，公司已增发3.24亿股，发行价格7.60元/股，募集资金净额24.24亿元，用于焦化转型示范项目一期工程。

焦化产业景气度较高，格局中期向好：短期看，上游焦煤供应充足、库存较高，焦化自身生产受限，库存不高，上游钢铁的盈利较好。中期看，钢铁企业平均负债率仍处于相对较高的位置，行业平均资产负债率大幅改善前，吨钢净利不支撑大幅度回落。焦化行业自身供给增加有限，环保趋严使得一批小焦化企业的生产经营出现问题，龙头企业仍处于相对有利的位置。

公司不在2+26范围内，有望受益于采暖季行业限产：国家将在今年采暖季对“2+26”城市区域工业企业实施错峰生产，“2+26”的范围主要为京津冀鲁晋区域内的重工业城市。公司位于陕西省韩城市，又毗邻山西，煤炭资源较为丰富，离京津冀较远，不在“2+26”限产范围内，我们预计生产销售基本不会受到影响，有望受益于日益趋紧的环保形势。实际上目前部分地方拟采取延长结焦时间的办法只能缩减焦炭产量，并无助于降低污染物排放，在我们看来该做法和环保部的政策初衷相悖，我们认为相关政策在后续实践中存在被逐步修正的可能，从而进一步促进焦化产业的去产能和产业升级。

甲醇下游庞大，甲醇规模跻身全国前列：增发募投项目焦化转型示范项目一期工程投产后，公司将新增180万吨甲醇、21万吨LNG和16万吨碳铵的生产能力。甲醇总权益产能将达到200万吨，跻身全国前列。甲醇行业供给端在环保、能耗标准不断提高的背景下，煤制甲醇项目扩建受到限制，天然气制甲醇项目缺乏成本优势，新增产能投放趋缓，过剩产能逐步消化。需求端下游应用广阔，甲醇制烯烃、甲醇燃料、甲醇制稳定轻烃、甲醇制芳烃等新需求有望带动甲醇消费量持续增长，未来景气有望继续向好。

投资建议

暂不考虑增发项目盈利贡献，预计公司17-19年净利润为2.90、5.75和6.44亿元，EPS为0.23、0.46和0.51元，PE为41X、21X和19X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：原材料大幅上涨、环保政策不及预期。

盈利预测与估值	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	5,558	9,094	10,202	11,621
同比(%)	6.5%	63.6%	12.2%	13.9%
净利润(百万元)	216	290	575	644
同比(%)	176.8%	34.5%	98.2%	12.1%
每股收益(元/股)	0.17	0.23	0.46	0.51
P/E	55.58	41.34	20.86	18.60

资料来源：Wind, 东吴证券研究所

2017年11月13日

证券分析师 沈晓源

执业证号：S0600517030002

021-60199761

shenxy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.56
一年最低/最高价	6.14/13.31
市净率(倍)	2.25
流通市值(百万元)	4,244.64

基础数据

每股净资产(元)	4.25
资产负债率(%)	57.57
总股本(百万股)	1,253.68
流通股(百万股)	444.00

相关研究

目 录

1. 公司概况	4
1.1. 陕西省最大的独立焦化企业	4
1.2. 受益焦炭行业回暖，盈利能力恢复	5
1.3. 非公开发行已取得批文，产品结构进一步优化	6
2. 环保驱动焦炭行业供给收缩，盈利有望持续向好	8
2.1. 地条钢政策带动焦炭下游需求回暖	8
2.2. 环保标准趋严带动焦炭供给收缩	9
2.3. 焦炭行业的景气度持续情况或好过预期	11
2.4. 不在“2+26”限产范围内，公司有望受益	12
3. 甲醇：新需求持续提升行业景气度	13
3.1. 甲醇扩产步伐放缓，落后产能退出稳步推进	13
3.2. 煤制烯烃以及甲醇新的应用领域带动需求稳步增长	14
3.2.1. 甲醇制烯烃高速发展，带动甲醇需求	14
3.2.2. 甲醇燃料需求有望进一步扩大	15
3.2.3. 关注甲醇制稳定轻烃、甲醇制芳烃领域发展	15
3.3. 甲醇价格底部回升，工厂盈利持续改善	15
4. 盈利预测与财务分析	16
4.1. 核心假设	16
4.2. 盈利预测	16
5. 风险提示	17
公司财务报表数据预测汇总	18

图表目录

图表 1: 李保平是公司实际控制人.....	4
图表 2: 公司基地及产能示意图.....	5
图表 3: 受益焦炭价格上涨, 公司主营收入回升.....	5
图表 4: 公司利润恢复.....	5
图表 5: 焦炭是主要收入来源.....	6
图表 6: 焦炭占毛利一半以上.....	6
图表 7: 综合毛利率与焦炭毛利率趋势相同 (单位: %)	6
图表 8: 直接材料精煤占生产成本的 90%.....	6
图表 9: 规划及在建产能.....	7
图表 10: 焦炭下游应用构成.....	9
图表 11: 钢材需求持平, 粗钢需求好转.....	9
图表 12: 焦炭产量在 2013 年基本见顶	9
图表 13: 山东地区焦化吨盈利情况(焦炭和化产, 元/吨).....	9
图表 14: 焦炭和焦煤价格 (元/吨)	10
图表 15: 传统焦化尾气治理技术无法有效治理氮氧化物.....	11
图表 16: 不同地区的焦炉尾气法规污染物排放限值标准 (mg/m ³)	11
图表 17: 2016 年 2+26 粗钢产能产量估计.....	12
图表 18: 2010-2016 年甲醇产能产量 (万吨)	13
图表 19: 2010-2016 年甲醇消费与进口量 (万吨)	13
图表 20: 2017-2018 拟新增甲醇产能	13
图表 21: 甲醇制烯烃占下游需求比例最大	14
图表 22: 外购甲醇装置约占甲醇制烯烃产能超过 40%.....	14
图表 23: 我国 MTO 产业快速发展	14
图表 24: 甲醇价格底部回升, 工厂盈利改善	16
图表 25: 同行业公司估值对比	16
图表 26: 陕西黑猫历史 PE Band	17
图表 27: 陕西黑猫历史 PB Band	17

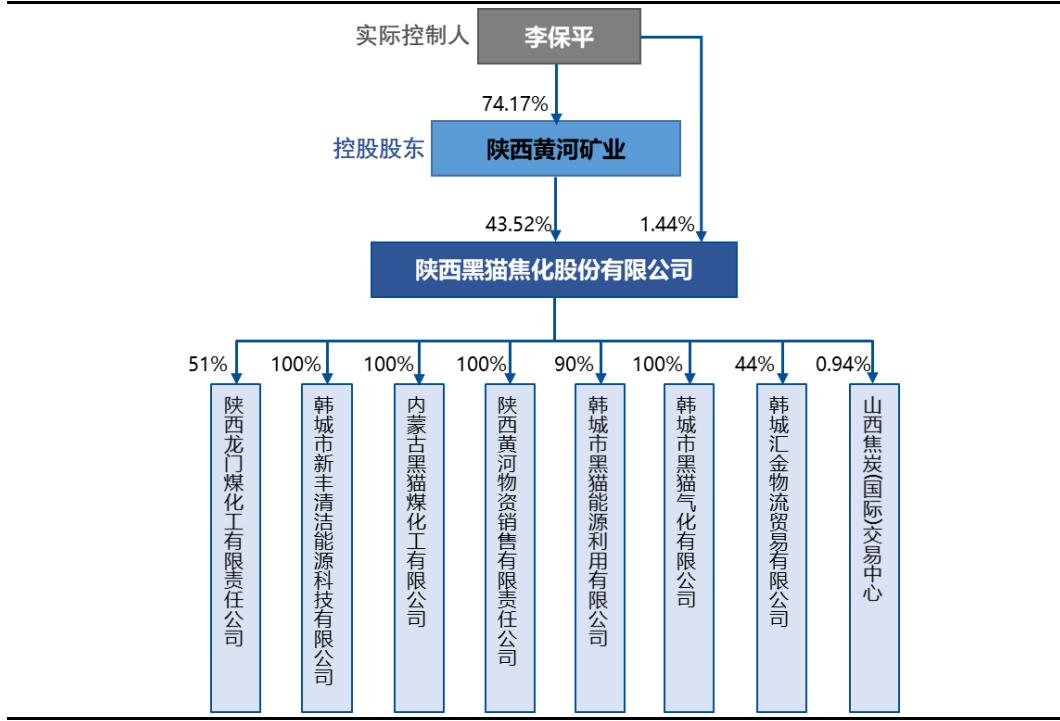
1. 公司概况

1.1. 陕西省最大的独立焦化企业

陕西黑猫焦化股份有限公司成立于 2003 年，2014 年 11 月上市，位于陕西省韩城市，是省内最大的独立焦化企业。公司是集焦炭、化工、电力、建材为一体的循环经济型煤化工企业，主要产品为焦炭、甲醇、合成氨、煤焦油、粗苯、和 LNG 等。

李保平先生是公司实际控制人。陕西黄河矿业(集团)有限公司持有公司 43.52% 股权，是公司的控股股东，李保平先生持有黄河矿业 74.17% 股份，并直接持有 1.44% 公司股份，是公司的实际控制人。

图表1：李保平是公司实际控制人

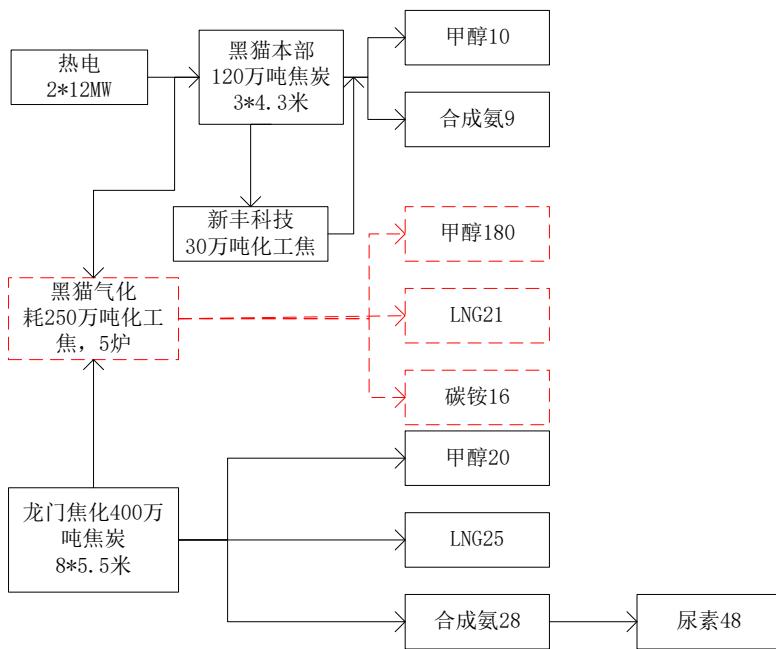


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司拥有黑猫本部、新丰科技、龙门煤化工、内蒙古黑猫等主要基地，产能规模为焦炭 520 万吨/年(权益产能 324 万吨)，甲醇 31 万吨(权益产能 21 万吨)，合成氨 9 万吨，粗苯 6.93 万吨，煤焦油 23.7 万吨，液化天然气 25 万吨，2*12MW 煤泥发电和 8,000 万/块年蒸压粉煤灰砖。

公司的经营模式为循环经济产业链：利用洗精煤炼焦生产焦炭，焦炉煤气回收煤焦油、粗苯等初产品净化后，先深冷分离 LNG，然后富氢气和富碳气供应生产甲醇，甲醇弛放气全部用于生产合成氨及其衍生产品。合成氨解析气少部分返回甲醇分厂生产甲醇，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。

图表2：公司基地及产能示意图

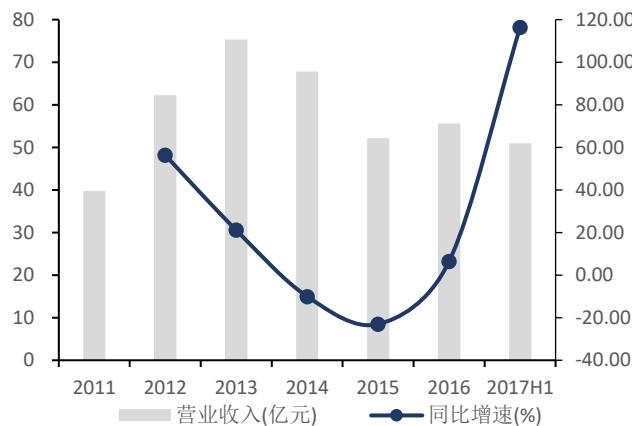


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.2. 受益焦炭行业回暖，盈利能力恢复

2013年以来，受焦炭行业过剩和钢铁行业结构调整影响，焦炭市场价格持续下滑，公司营收在2014年和2015年出现下滑，焦化企业进入微利时期，公司在2015年出现较大亏损。2016年以来，焦炭价格回升，营收再次扩大，公司利润恢复。

图表3：受益焦炭价格上涨，公司主营收入回升



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

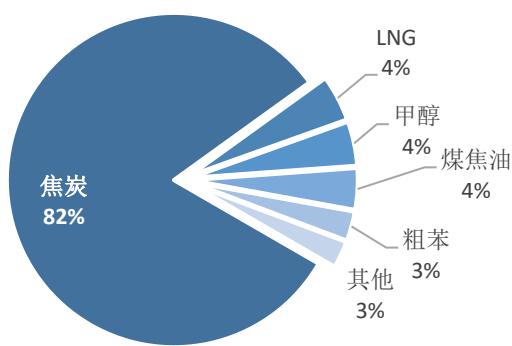
图表4：公司利润恢复



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

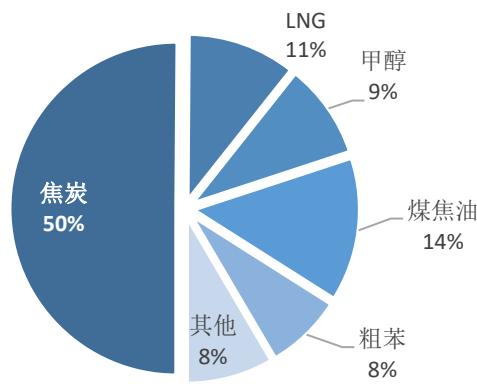
从营收贡献来看，焦炭是公司主要收入来源，占比80%以上，煤焦油、甲醇、粗苯、LNG占剩下的近20%。由于新丰科技正进行技改升级，黑猫能源合成氨生产线同时停产进行配套改造，因此2016年以来基本无合成氨产量。从毛利组成上来看，焦炭毛利占了一半，煤焦油、LNG、甲醇、粗苯分别贡献14%、11%、9%、8%，化工品附加值高，盈利能力较强。

图表5：焦炭是主要收入来源



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

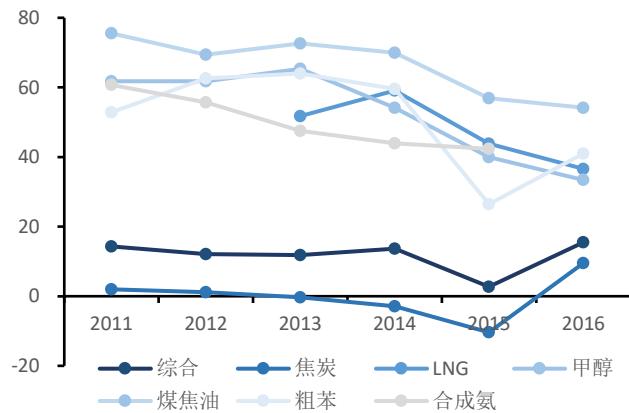
图表6：焦炭占毛利一半以上



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

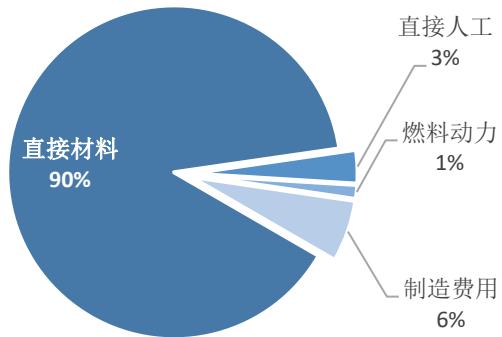
从毛利率来看，由于焦炭所占比例较大，综合毛利率与焦炭毛利率趋势相同。2013年来焦炭价格持续下跌，使2013-2015年焦炭毛利率为负，2015年毛利率伴随焦炭价格触底，16年显著回升。公司在成本核算时由焦炭承担全部的直接材料精煤成本，因此焦炭毛利率相对较低，占焦炭产品单位成本的90%，精煤价格波动对焦炭毛利率影响较大；而化工品由于生产成本中无直接材料成本，毛利率较高。

图表7：综合毛利率与焦炭毛利率趋势相同（单位：%）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表8：直接材料精煤占生产成本的90%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 非公开发行已落地，产品结构进一步优化

截至2017年10月底，公司已增发3.24亿股，发行价格7.60元/股，募集资金净额24.24亿元，用于焦化转型示范项目一期工程。

该募投项目实施主体为公司全资子公司韩城市黑猫气化有限公司，厂址位于韩城市经济技术开发区内。拟以自产或外购化工焦为原料利用纯氧加压气化造气，合成气提取甲烷生产LNG，提取甲烷后的液化尾气合成甲醇，并对甲醇驰放气再利用进而生产碳铵。达产后将实现年产180万吨甲醇、21万吨液化天然气(LNG)、16万吨碳铵的生产能力，项目正在推进之中。项目产出的产品附加值较高、经济效益明显，投产后公司产能结构进一步优化，抵御焦化行业周期波动风险能力提升，将显著增厚公司业绩，也为焦炭行业探索了一条新的产业发展道路。

除了非公开发行募投项目外，公司规划及在建产能主要有三块，一是龙门煤化“48万吨/年尿素项目”，该项目以 28 万吨合成氨为原料，简称“28/48 项目”，预计年底出合成氨产品；二是新丰科技焦化转型升级改造项目，该项目计划拆除原 80 万吨焦化装置后，以化工焦为原料，利用常压气化技术，给本部和黑猫能源的甲醇以及合成氨提供原料，项目正在进行。目前新丰科技和黑猫能源处在停产之中，预计下半年技改完成试运行；三是内蒙古黑猫原规划有 10 万吨己内酰胺，260 万吨捣固焦，40 万吨 LNG 等项目，该项目尚未建成投产，方案正在重新调整论证之中。

图表9：规划及在建产能

实施主体	产品	产能(万吨)	说明
黑猫气化	甲醇	180	
	LNG	21	非公开发行募投项目，正在推进之中。
	碳铵	16	
龙门煤化	合成氨	28	合成氨作为尿素原料，简称“2848 项目”，预计年内出合成氨产品。
	尿素	48	
内蒙古黑猫	己内酰胺	10	
	焦炭	260	尚未建成投产，方案正在重新调整论证之中。
	LNG	40	
新丰科技	化工焦造气	-	新丰科技焦化转型升级改造项目，预计下半年技改完成试运行。

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 环保驱动焦炭行业供给收缩，盈利有望持续向好

焦化属于传统煤化工行业，发展较为成熟，主要产品是焦炭，炼钢占到焦炭下游消费总量的 85%，行业盈利水平主要取决于下游钢厂的行业景气度以及自身的供求平衡情况。

短期看，吨钢利润可观，下游钢企成本可传导。焦化环节自身，环保趋严，企业生产受限，行业库存偏低，上游焦煤供应充足、库存较高，这些因素都有利于焦炭产业。

中期看，钢铁企业平均负债率仍处于相对较高的位置，按照中钢协的设想¹，希望经过 3 到 5 年的努力，使得行业平均资产负债率从 70% 降低到 60%，吨钢净利不支撑大幅度回落。焦化行业自身，环保趋严使得一批小焦化企业的生产经营出现问题，焦化行业未来只能等量置换，供给增加有限，龙头企业仍处于相对有利的位置。

最后，随着华北地区雾霾的加剧，存在进一步限产、压产的可能，这个过程中，龙头企业，尤其是像陕西黑猫这样不在“2+26”限产范围内的焦化企业将处在相对有利的位置。

2.1. 地条钢政策带动焦炭下游需求回暖

钢铁行业是焦炭最重要的下游应用领域，大约 85% 的焦炭应用于钢铁行业。焦化产能有约三分之一为钢企自身配套，三分之二为独立焦化企业，独立焦化行业的景气度和下游钢铁行业的景气度直接相关。

我国粗钢产能 11.3 亿吨，但是 2016 年的粗钢产量只有 8.08 亿吨，行业开工率约 71.5%，产能过剩。由于无序产能、落后产能较多，行业基本处于全面亏损，2015 年一季度国内大中型钢企亏损面近 50%。2014 年，我国钢材产量（含重复材）达 11.3 亿吨，粗钢 8.2 亿吨，钢材比粗钢多出 3 亿吨，这中间可能有粗钢统计口径不足的问题，也有地条钢的影响。

国有大中型钢企全面亏损的原因并不能简单归因为国有企业人浮于事，更多地可以认为是国有企业和无序发展的民营企业的竞争并不在一个起跑线上。如果能够正本清源，相信一大批国有钢铁企业盈利可以得到大幅度改善，资产负债率有望得到大幅度降低。

钢铁行业是国家供给侧改革的重点，化解产能过剩、帮助钢企脱困得到国务院和党中央的高度重视，根据国务院印发的《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，从 2016 年开始用 5 年时间再压减粗钢产能 1 亿—1.5 亿吨。《2017 年政府工作报告》提出要扎实有效去产能，年内压减钢铁产能 5000 万吨左右。

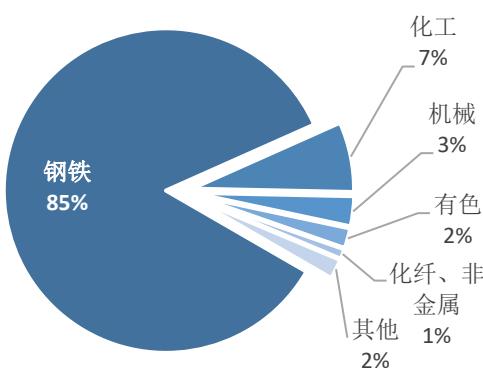
除了加强环保核查，政府在淘汰落后产能方面也毫不手软，政府严令取缔地条钢，这或是带动粗钢，进而带动焦化行业盈利好转的本质原因。据估算，中国地条钢的产量估计约有 8000 万吨左右。²政府严令取缔地条钢以后，一方面带动电炉炼钢的需求增加，另一方面带动粗钢需求增加，焦炭产业需求回暖。

今年以来，尤其是进入二季度后，钢铁行业的利润高速增长，钢厂均开足马力生产，产能利用率较去年同期有明显提高，粗钢产量保持 4.4% 以上的增速。

¹ 新闻数据来源：http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1637273

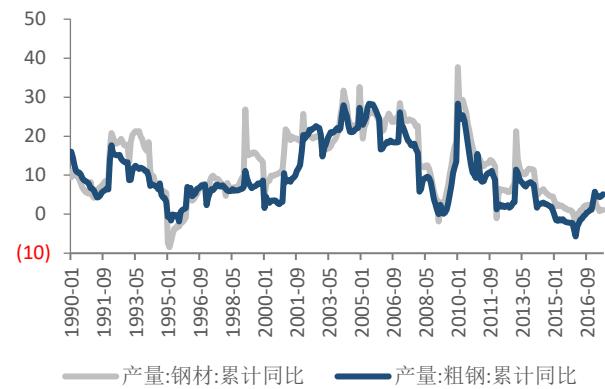
² 新闻数据来源：<http://finance.sina.com.cn/roll/2016-04-12/doc-ifxrcizs7301564.shtml>

图表10：焦炭下游应用构成



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

图表11：钢材需求持平，粗钢需求好转



资料来源：Wind，东吴证券研究所

目前，钢铁企业的盈利较好，但是我们预计仍可持续。钢铁企业的资产负债率水平仍然较高，目前水平在 69.6%，中钢协党委书记兼秘书长刘振江在钢铁行业“去杠杆、防风险、增效益”座谈会上表示，希望经过 3~5 年的努力把钢铁行业的平均资产负债率降到 60%以下。³在这之前，钢铁产业的盈利水平有望维持，这也进一步支撑了焦炭的行情。

2.2. 环保标准趋严带动焦炭供给收缩

据智研咨询统计，“十二五”期间我国焦炭产能由 2010 年的 4.2 亿吨到 2015 年的 6.87 亿吨。产量方面，我国的焦炭产量 2013 年基本见顶，达到 4.8 亿吨，2016 年的焦炭产量大约 4.5 亿吨，目前处于企稳的阶段。

图表12：焦炭产量在 2013 年基本见顶



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表13：山东地区焦化吨盈利情况(焦炭和化产，元/吨)



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

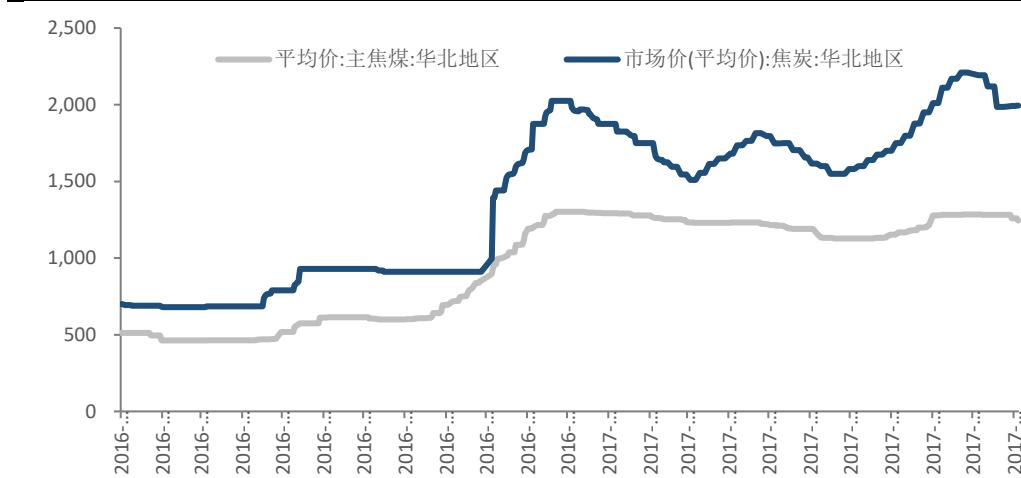
由于特殊的国情，我国的独立焦化占比较高，独立焦化的焦炭产量约占焦炭总产量的 66%。独立焦化企业竞争力主要体现在焦炭生产过程中副产品的深度加工和焦炉煤气的综合利用，但是环保标准趋严，比如干熄焦、烟道气脱硫脱硝标准的不断提升，都给焦化，尤其是独立焦化的发展带来一些挑战。

³ 新闻数据来源：http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1637273

焦化行业存在较严重的产能过剩，政府也一直在促成相关产业的产能淘汰，据工信部网站公告统计，“十二五”期间我国焦炭共淘汰落后产能合计 9700 万吨。根据 2016 年中国炼焦协会印发《焦化行业十三五发展规划纲要》(中焦协(2016)1 号),“十三五”期间还要再淘汰焦炭产能 5000 万吨的任务目标。

短期看，受粗钢景气度好转的影响，焦化行业盈利复苏势头明显。7 月以来，焦炭供求偏紧，价格明显上升，焦炭和焦煤的价差也不断扩大；10 月开始由于钢铁开工下滑，焦炭库存高位，需求有所疲软，导致焦炭价格下跌，价差有所收窄。但当前价差仍处于历史较高水平，焦炭企业实现盈利大幅回升是大概率事件。

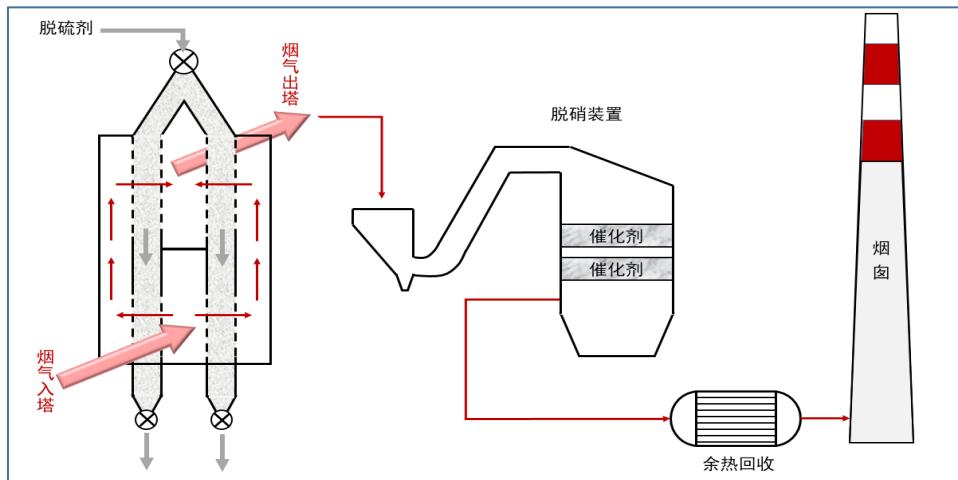
图表14：焦炭和焦煤价格（元/吨）



资料来源：Wind，东吴证券研究所

长期看，应密切关注政府利用环保这个抓手促进产能出清。焦炉尾气的排放限值不断升级，根据中国炼焦行业协会的数据，截至 2014 年年底，全国焦化行业 2000 多台焦炉真正能达到《炼焦化学工业污染物排放标准》第二时段标准（二氧化硫 50 毫克/立方米、烟尘 30 毫克/立方米、氮氧化物 500 毫克/立方米）的不足一成。个别地区，比如陕西省在 2014 年 11 月出台了《关中地区重点行业大气污染物排放限值》，该地方标准比《炼焦化学工业污染物排放标准》更加严格，其中规定的二氧化硫排放限值为 30 毫克/立方米、氮氧化物 150 毫克/立方米、颗粒物 15 毫克/立方米。现有的技术要想实现这一排放限值还有很多的工作要做。

图表15：传统焦化尾气治理技术无法有效治理氮氧化物



资料来源：Cnki，东吴证券研究所

除了尾气排放限值不断提升外，余热回收的标准也在不断提高。和联合焦化装置相比，小型独立焦化企业水力熄焦的废水处置难度较大，实施干熄焦也有技术上的难点要克服。

随着环保力度的加码，部分企业已经不堪其扰。焦化行业的总产能 6.7 亿吨，但是 5 米以下的焦炉配套干熄焦基本没有可能，虽然国家并无法规要求强行淘汰 4.3 米以下的焦炉，但是已经有很多企业主动淘汰 4.3 米以下的焦炉。根据我们的草根调研结果，4.3 米以下的焦炉占比约在 30-40%。随着焦化的氮氧化物排放问题引发关注，预计未来很多地区会逐步限制焦化新增产能的发展，目前很多地区已经不再新批焦化装置，我们预计焦化供求形势也会逐步趋于好转。

图表16：不同地区的焦炉尾气法规污染物排放限值标准 (mg/m³)

标准类型	颗粒物	SO ₂	NO _x	备注
GB16171-1996	250	400	-	
国标 GB16171-2012，第一时段标准	50	100	800	2012 年 10 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日现有焦化企业执行
国标 GB16171-2012，第二时段标准	30	50	500	2015 年 1 月 1 日起，现有焦化企业执行
DB61/941-2014	15	30	150	关中地区重点行业大气污染物排放限值

资料来源：环保部，东吴证券研究所

2.3. 焦炭行业的景气度持续情况或好过预期

判断中国焦化产业盈利的持续性的关键在于粗钢盈利的持续性，和焦化产业自身的格局变化的持续性。

短期市场注意到采暖季粗钢生产和焦化生产都需要被迫压负荷，而且时间节点有错位。我们认为，这种观点对粗钢和焦化生产压负荷的初衷理解不深。延长结焦时间只降低了焦炭的产出，但是无助于大幅度降低华北地区的大气污染物排放水平，和环保部制定政策的初衷不一致。不仅如此，由于粗钢盈利较好，我们预计 2+26 区域外的产能可一定程度弥补产量缺口。我们初步统计了 2+26 城市的粗钢产能和产量，2+26 地区的粗钢产能占全国比重 37% 左右，产量占比约 32%。2+26 区域外的产量还具备一定弹性，在钢铁利润上行阶段，限产区域外开工率提升也可一定程度上弥补产量缺口。

图表17：2016年2+26粗钢产能产量估计

	2016粗钢产能	2016粗钢产量	产能占比	产量占比
2+26城市合计	41585	25925	37%	32%
其他地区合计	71415	54912	63%	68%
总计	113000	80836.57		

资料来源：wind，各省市统计年鉴，东吴证券研究所（部分城市为估算数据，存在误差，仅做参考）

中长期看，去杠杆、防风险、增效益是当前钢铁工业的核心任务。据中钢协统计，⁴2016年，中钢协会员企业平均资产负债率为69.6%，高过规模以上工业企业平均水平13.8个百分点。其中，资产负债率超过90%的会员钢企有11家，钢产量占比3.7%；负债率80%-90%的为14家，产量占比12.07%，而负债率在50%以下的大都是规模较小的企业。按照中钢协的设想，希望经过3—5年的努力把钢铁行业的平均资产负债率降到60%以下。我们预计在钢铁行业资产负债表修复之前，钢铁产业的盈利会得到维持。

2.4. 不在“2+26”限产范围内，公司有望受益

陕西黑猫原拥有本部、新丰科技、龙门煤化三个焦化基地，本部有3座4.3米捣固焦炉，焦炭产能120万吨；新丰科技（原新丰焦化）有2座4.3米捣固焦炉，焦炭产能80万吨，因环保趋严，要求干熄焦、烟道脱硫脱硝，公司主动拆除，现正在实施焦化转型升级改造项目，已无焦炭产能；龙门煤化有8座5.5米捣固焦炉，配干熄焦装置，焦炭产能400万吨，公司拥有龙门煤化51%股权（少数股东为陕煤化工集团和大前煤业）。因此公司现有两个焦化基地合计产能520万吨，权益产能324万吨。

为完成“大气十条”考核目标，国家将在今年采暖季对“2+26”城市区域工业企业实施错峰生产，“2+26”的范围主要为京津冀鲁晋区域内的重工业城市。公司位于陕西省韩城市，又毗邻山西，煤炭资源较为丰富，离京津冀较远，不在“2+26”限产范围内，生产销售基本不会受到影响，有望受益于日益趋紧的环保形势。

目前，大部分地区给出的采暖季预案是延长结焦时间，以此推断，会削减2+26焦炭的供给30%。这个方案在我们看来有些一厢情愿，和环保部的政策初衷相悖，我们认为相关政策在后续实践中存在被逐步修正的可能，从而进一步促进焦化产业的去产能和产业升级。

⁴ 新闻来源：http://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_1637273

3. 甲醇：新需求持续提升行业景气度

公司发展焦气化业务的初衷是12-13年焦化全行业产能过剩，开工不足。发展焦气化业务一方面可以确保焦化装置满产，降低折旧和财务费用，同时延伸新的产业方向。

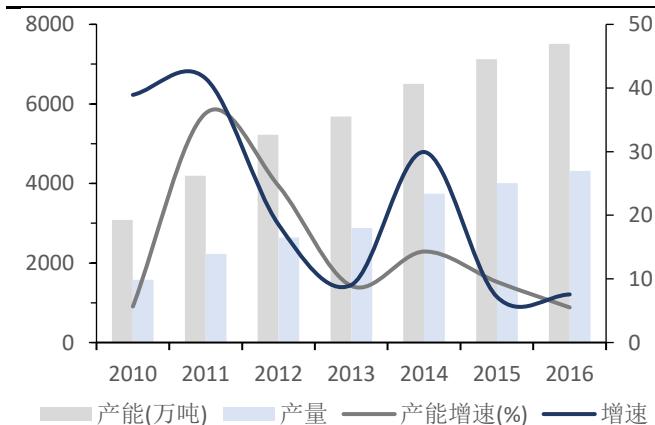
随着环保收紧，焦化产业进入壁垒显著提升，预计焦化产业中期供求偏紧。但是，一方面，焦气化的原料可以从化工焦切换为无烟煤，另一方面，陕西区域情况比较特殊，甲醇供求缺口大，增速快，未来新增产能有望得到有效消化。

3.1. 甲醇扩产步伐放缓，落后产能退出稳步推进

2016年，国内甲醇名义产能近7512万吨，产量4313万吨，净进口878万吨。近几年，产能增速放缓至10%以下，行业开工率因种种原因维持低位，而进口量因沿海地区需求旺盛大幅增长。需求端整体增速维持在10%以上，过剩产能逐步被消化。

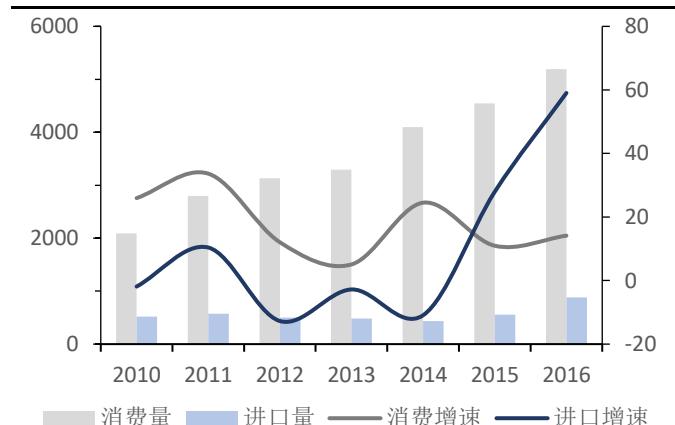
我国富煤少气的资源特征使甲醇产业与煤化工密不可分，国内煤制甲醇占比达70%，天然气制甲醇和焦炉气制甲醇各占15%左右。煤制甲醇在环保、能耗标准不断提高的背景下，国家已禁止新建年产100万吨及以下煤制甲醇项目，年产超过100万吨的煤制甲醇项目由国务院投资主管部门核准，行业扩建已较为谨慎；我国气价较高，天然气制甲醇项目缺乏成本优势，制约了新建产能和已有产能开工率；焦炉气制甲醇是焦化企业的产业链延伸，变废为宝，具备成本优势。但受限于前端焦炭生产，较难形成规模化生产，焦炉气甲醇产能在甲醇总产能中所占比例较低。未来供给端新增产能有限，且多为下游煤制烯烃配套，商品化甲醇较少。

图表18：2010-2016年甲醇产能产量（万吨）



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

图表19：2010-2016年甲醇消费与进口量（万吨）



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

图表20：2017-2018拟新增甲醇产能

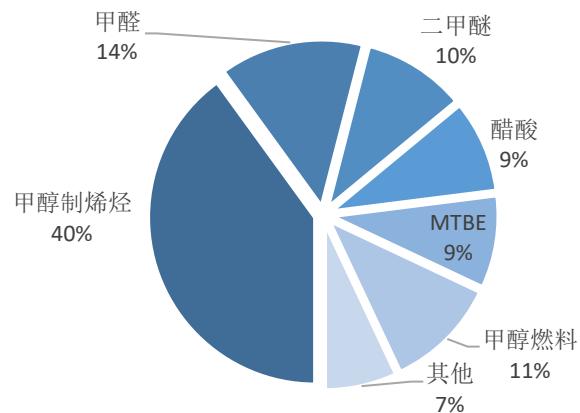
厂家	地区	产能	路线
中天合创	山东	180	煤炭
明水	山东	60	煤炭
新能源凤凰	山东	20	煤炭
鲁西化工	山东	50	煤炭
华鲁恒升	山东	100	煤炭
家景镁业	内蒙古	30	焦炉气
卓正化工	内蒙古	120	煤炭
昊华国泰	内蒙古	55	煤炭
金能科技	山东	10	焦炉气
合计		625	

资料来源：Wind资讯，东吴证券研究所

3.2. 煤制烯烃以及甲醇新的应用领域带动需求稳步增长

甲醇是重要的有机化工原料，下游应用主要包括甲醛、二甲醚、醋酸、MTBE、甲醇制烯烃、甲醇燃料，其中甲醛、二甲醚、醋酸等传统需求领域增速较低，甲醇制烯烃是未来最重要的增长极。

图表21：甲醇制烯烃占下游需求比例最大



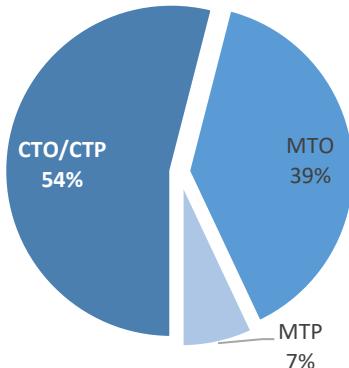
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

3.2.1. 甲醇制烯烃高速发展，带动甲醇需求

甲醇制烯烃因其相对于传统的石脑油制烯烃的较强成本优势，成为近年来甲醇需求端最大的发力点。

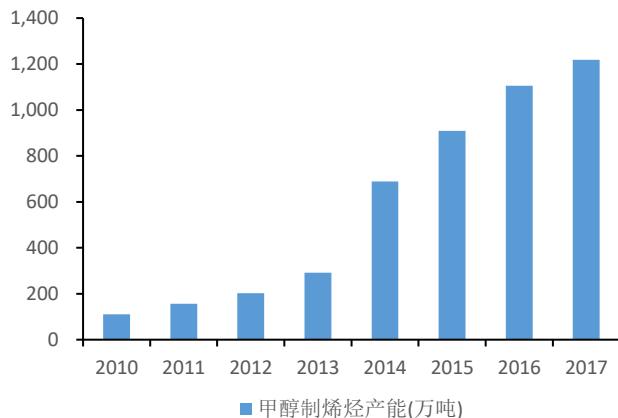
自神华包头首套 MTO 装置在 2010 年投产至今，短短 7 年在产的煤头烯烃装置已达到 28 套，总计产能超 1250 万吨，甲醇制烯烃已成为甲醇第一大下游，占比达到 40% 以上。1250 万吨烯烃产能对应甲醇总需求 3750 万吨，这些装置中有 54% 配套甲醇（CTO/CTP 路线），一般都是西部地区的较大型装置，配套甲醇量约 2040 万吨。而东部沿海地区装置以外购甲醇为主(MTO/MTP)，外购甲醇量在 1600 万吨以上。仅 2017 年，华东常州富德、斯尔邦石化两个甲醇制烯烃项目投产，带来合计 340 万吨新增外购甲醇需求。

图表22：外购甲醇装置约占甲醇制烯烃产能超过 40%



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表23：我国 MTO 产业快速发展



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

未来还将有吉林康奈尔(60 万吨)、山西焦化(60)万吨甲醇制烯烃项目投产，惠生泰

州(100 万吨)等新规划项目待建，将有效带动甲醇需求。

随着全球原油价格企稳回升，以及煤制烯烃技术的成熟，预计中国 MTO 产业仍处于快速发展之中。

3.2.2. 甲醇燃料需求有望进一步扩大

甲醇作为车用替代燃料的探索在我国已开展多年，我们对甲醇汽油推广过程中的一些负外部性不予以置评，但是不可否认，甲醇汽油产业蕴含巨大的套利空间，陕西省是中国推广甲醇汽油的大省。

陕西省政府 2016 年发布《关于有序做好车用甲醇汽油（燃料）推广工作的通知》，明确将继续加大高比例甲醇汽油和燃料的推广力度，以提高甲醇燃料与其他燃料的经济性。随着陕西甲醇燃料推广力度逐步扩大，市场对甲醇燃料的需求有望进一步扩大。

3.2.3. 关注甲醇制稳定轻烃、甲醇制芳烃领域发展

甲醇是最重要的化工原料之一，以其为原料可以衍生出诸多化工品。除上述提及方向外，我们相对关注甲醇制稳定轻烃(MTG)、甲醇制芳烃领域的发展。

MTG 是新一代煤化工技术，稳定轻烃可作为汽油单独使用，亦可作为汽油的调和组分改进汽油品质，符合国家能源结构调整方向，得到政府的大力支持。与甲醇汽油相比，MTG 可以解决其劣势问题，并具有流程短、规模灵活、投资少、效益优等优势。与炼厂汽油相比，辛烷值较高，无硫或少量硫带入，硫含量、芳烃含量均大大低于国家标准。

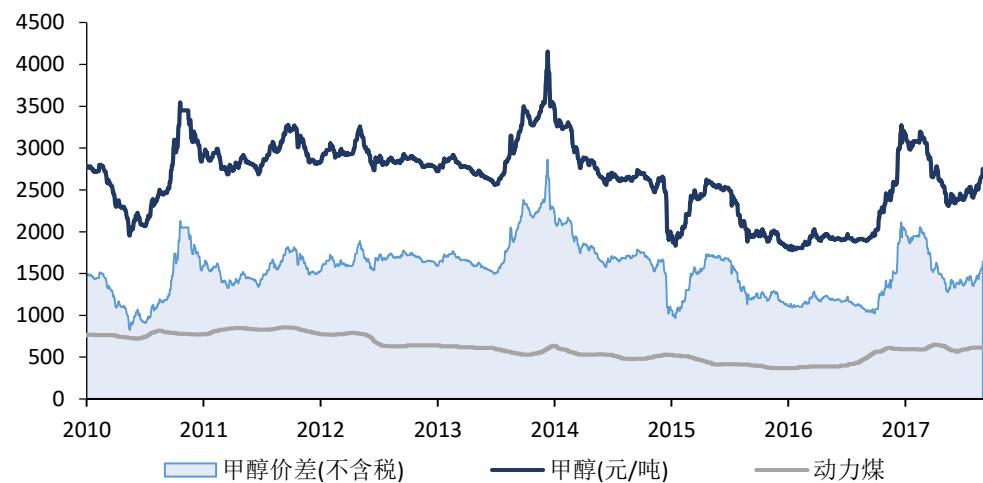
受益于我国纺织行业的全球比较优势，化纤行业飞速发展，但上游核心原料芳烃供给缺口大，进口依存度高，制约了产业链优势的进一步巩固。发展煤制芳烃项目既是一条有效获取芳烃原料的补充途径，又有利于西部经济发展和经济结构调整，承接东部纺织产业的转移。

3.3. 甲醇价格底部回升，工厂盈利持续改善

2016 年下半年以来，甲醇价格底部回升，涨幅整体大于煤炭，价差明显扩大，去年四季度和今年一季度工厂利润大幅改善。考虑到天然气制甲醇装置长期停产较多、缺少廉价气源、运行并不稳定，国内甲醇开工率难以大幅提高，而国外美国、中东甲醇产能扩建放缓，进口甲醇货源可能不会大幅增长，工厂盈利有望持续改善。

公司增发募投项目《焦化转型示范项目一期工程》投产后，公司将新增 180 万吨甲醇产能，届时公司甲醇总产能达到 210 万吨，规模跻身全国甲醇生产企业前列。

图表24：甲醇价格底部回升，工厂盈利改善



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与财务分析

4.1. 核心假设

新丰科技焦化转型升级项目预计年底完成，“2848”项目合成氨预计 2017 年底建成、尿素装置预计 2018 年建成，焦化转型示范项目一期工程建设期 24 个月预计 2019 年后建成，暂不考虑增发募投项目盈利贡献。

4.2. 盈利预测

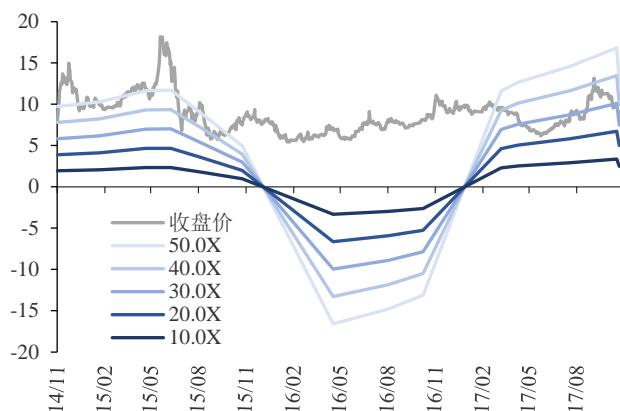
环保趋严的背景下，焦炭行业的盈利回升是大概率事件。我们认为，今后焦化利润有望维持在 300 元/吨，陕西黑猫作为焦炭行业龙头，远期盈利中枢有望在 9 亿元以上。按照当前焦化利润水平和公司的新建项目进展估计，预计公司 17-19 年净利润为 2.90、5.75 和 6.44 亿元，EPS 为 0.23、0.46 和 0.51 元，PE 为 41X、21X 和 19X。随焦化形势好转，公司盈利水平仍有较大增长空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表25：同行业公司估值对比

公司	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			P/E			P/B
			16A	17E	18E	16A	17E	18E	
陕西黑猫	119.85	9.56	0.17	0.23	0.46	55.58	41.34	20.86	2.25
金能科技	177.03	26.19	0.70	1.29	1.56	42.17	22.08	18.26	4.69
山西焦化	69.98	9.14	0.06	0.12	0.20	136.98	73.41	44.74	3.35
安泰集团	37.05	3.68	-0.58			-9.19			3.80
开滦股份	101.94	6.42	0.35	0.26	0.30	20.45	24.43	21.58	1.11

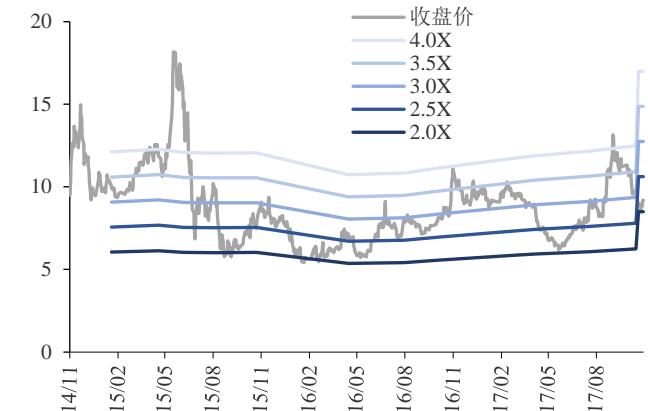
资料来源：wind, 东吴证券研究所（除陕西黑猫和金能科技外的盈利预测取 wind 一致预期）

图表26：陕西黑猫历史 PE Band



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

图表27：陕西黑猫历史 PB Band



资料来源：Wind, 东吴证券研究所

5. 风险提示

直接材料精煤占到公司生产成本的90%，精煤价格波动对焦炭产品毛利率影响较大，存在原材料价格大幅上涨的风险。

环保限产对焦化行业的供求影响取决于国家政策，存在环保治理不及预期的风险。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4,883	6,365	6,559	7,482	营业收入	5,558	9,094	10,202	11,621
现金	1,469	2,515	2,585	3,295	减:营业成本	4,697	7,878	8,412	9,616
应收款项	981	873	933	921	营业税金及附加	14	16	20	23
存货	583	598	587	591	营业费用	373	455	510	581
其他流动资产	1,850	2,379	2,453	2,675	管理费用	82	91	112	139
非流动资产	5,770	5,876	6,498	6,517	财务费用	161	72	2	-15
长期股权投资	58	58	58	58	资产减值损失	30	71	74	66
固定资产	3,735	3,573	3,583	4,603	加:投资净收益	89	53	60	63
在建工程	1,013	1,313	1,913	913	其他收益	-0	0	0	0
无形资产	539	539	539	539	营业利润	290	564	1,133	1,274
其他非流动资产	425	393	405	404	加:营业外净收支	7	16	16	15
资产总计	10,653	12,241	13,057	13,999	利润总额	297	580	1,149	1,289
流动负债	5,413	4,004	3,994	4,020	减:所得税费用	65	116	230	258
短期借款	1,278	0	0	0	少数股东损益	16	174	345	387
应付账款	902	836	844	851	归属母公司净利润	216	290	575	644
其他流动负债	3,233	3,168	3,149	3,169	EBIT	451	636	1,135	1,259
非流动负债	819	928	892	892	EBITDA	811	998	1,525	1,739
长期借款	706	706	706	706					
其他非流动负债	113	222	186	186					
负债总计	6,232	4,932	4,886	4,912					
少数股东权益	1,687	1,861	2,206	2,592					
归属母公司股东权益	2,735	5,448	5,965	6,494					
负债和股东权益总计	10,653	12,241	13,057	13,999					
<hr/>									
现金流量表(百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	699	226	1,085	1,294	每股收益(元)	0.17	0.23	0.46	0.51
投资活动现金流	-74	-289	-960	-475	每股净资产(元)	2.18	4.35	4.76	5.18
筹资活动现金流	-825	1,110	-56	-109	发行在外股份(百万股)	930	1,254	1,254	1,254
现金净增加额	-199	1,047	70	710	ROIC(%)	7.2%	8.8%	14.0%	15.1%
折旧和摊销	360	362	390	480	ROE(%)	7.9%	5.3%	9.6%	9.9%
资本开支	230	500	1,000	500	毛利率(%)	15.5%	13.4%	17.5%	17.3%
营运资本变动	96	-693	-146	-137	EBIT Margin(%)	8.1%	7.0%	11.1%	10.8%
企业自由现金流	1,261	-335	155	851	销售净利率(%)	3.9%	3.2%	5.6%	5.5%
					资产负债率(%)	58.5%	40.3%	37.4%	35.1%
					收入增长率(%)	6.5%	63.6%	12.2%	13.9%
					净利润增长率(%)	176.8%	34.5%	98.2%	12.1%
					P/E	55.58	41.34	20.86	18.60
					P/B	4.38	2.20	2.01	1.85
					EV/EBITDA	17.85	14.50	9.49	8.32

资料来源：Wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

