

宝丰能源 (600989.SH) 积极布局现代煤化工, 国家能源战略的优先受益者

2020年03月13日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/3/13
当前股价(元)	9.09
一年最高最低(元)	17.50/7.36
总市值(亿元)	666.60
流通市值(亿元)	66.66
总股本(亿股)	73.33
流通股本(亿股)	7.33
近3个月换手率(%)	194.69

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 煤化工龙头, 多项目陆续投产成长空间大, 首次覆盖, 给予“买入”评级

公司作为国内煤化工龙头企业, 构建了完整的多联产循环经济产业链, 实现原材料高度自给, 具备良好的盈利能力。公司 60 万吨焦炭气化制烯烃项目投产后, 将给公司带来较大的营收增长。我们预测 2019-2021 年, 公司可实现归母净利润 39.7、50.1、60.1 亿元, 同比增长 7.5%、26%、20.1%; 公司 EPS 分别为 0.54、0.68、0.82 元; 以 3 月 13 日收盘价计算, 对应 PE 为 16.8、13.3、11.1 倍。我们选取业务与公司相近的四家公司, 美锦能源、山西焦化、开滦股份、金能科技, 公司目前 PE 为 16.8 倍, 高于可比公司 2019 年平均 PE 的 11.7 倍, 公司 PB 为 2.97 倍, 也高于可比公司 1.6 倍的 PB, 我们认为公司后续还有更多的项目投产, 公司正处于成长期, 且正在加大现代煤化工布局, 类似于美锦能源的布局氢能业务, 所以相比于同行我们应当给予公司更高的估值。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 焦炭+烯烃业务贡献主要盈利, 得益于循环产业链构建的成本优势

公司已具备焦化、烯烃和精细化工三条循环产业链, 其中前两者贡献公司的主要利润来源。焦化和烯烃产品的盈利优势主要来自于循环产业链构建的成本优势, 上一产业链的产品成为下一产业链的原材料, 原材料自给率高, 成本明显低于外购成本, 以初始的煤炭原材料为例, 2019 年自给率达到 60% 以上, 成本较外购成本便宜 62%。此外, 焦炭行业在政策去产能的推动下, 产能结构预计更加优化, 预计焦炭的价格也能保持高位; 烯烃行业国内自给率较低, 未来发展空间大。

● 公司深耕现代煤化工, 有望成为国家能源战略的优先受益者

现代煤化工是国家能源战略的重要方向, 中国面临的能源问题即为多煤少油, 以煤炭为原料替代石油来制造化工基础产品, 可以确保国家的能源安全, 煤制烯烃已成为国家大力发展的化工项目。近年来煤炭企业纷纷转型, 从以前的煤电一体化逐渐向更多的产业转型或布局, 如煤化工、新能源等, 公司率先大力深化现代煤化工产业, 有望成为国家能源战略布局的优先收益者, 并享受政策红利。

● 风险提示: 产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	12,301	13,052	14,169	18,039	21,039
YOY(%)	53.2	6.1	8.6	27.3	16.6
净利润(百万元)	2,923	3,696	3,973	5,005	6,012
YOY(%)	70.1	26.4	7.5	26.0	20.1
毛利率(%)	43.2	46.9	44.4	44.1	44.8
净利率(%)	23.8	28.3	28.0	27.7	28.6
ROE(%)	25.5	27.0	22.5	23.4	22.8
EPS(摊薄/元)	0.40	0.50	0.54	0.68	0.82
P/E(倍)	22.8	18.0	16.8	13.3	11.1
P/B(倍)	5.8	4.9	3.8	3.1	2.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、煤化工龙头，打造煤基多联产循环经济.....	4
1.1、 民营优质企业，2019 年成功上市	4
1.2、 以煤为基，已形成焦化、烯烃、精细化工三条循环产业链.....	4
1.3、 循环经济优势显著，近年公司业绩稳健增长.....	6
2、 三大核心优势，奠定煤化工龙头地位	7
2.1、 地处金三角，资源丰富	7
2.2、 政策多方位支持，享受财税补贴	8
2.3、 循环产业链，有效控制成本	9
3、 焦化业务：贡献公司主要盈利，将受益行业产能结构优化.....	10
3.1、 焦炭产能规模位于行业头部	10
3.2、 煤焦一体化，焦化业务盈利能力领先同行.....	11
3.3、 焦炭行业分析：去产能持续深化，焦炭价格有望维持高位.....	14
3.3.1、 焦化去产能持续推进，供给端结构优化.....	14
3.3.2、 需求平稳增长，焦炭价格有望维持高位.....	17
4、 烯烃业务：贡献公司主要盈利，受益于行业增长空间大.....	18
4.1、 重点发展烯烃产业链，产能规模持续提升.....	18
4.2、 得益于公司循环产业链，盈利能力领先同行.....	19
4.3、 IPO 募投，进一步做强做大烯烃产业链	21
4.4、 烯烃行业分析：进口依存度高，国内煤制烯烃发展空间大.....	21
5、 公司深耕现代煤化工，将成为国家能源战略的优先受益者.....	23
6、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	25
7、 风险提示	26
附：财务预测摘要	28

图表目录

图 1： 公司股权结构：民营实际控制	4
图 2： 公司多联产循环产业链已经形成	5
图 3： 公司 2018 年营收焦炭和烯烃贡献大.....	6
图 4： 公司 2018 年毛利焦炭和烯烃贡献大.....	6
图 5： 公司 2019Q1~Q3 营收同比增速 4.9%.....	6
图 6： 公司 2019Q1~Q3 归母净利润同比增速 19%.....	6
图 7： 公司毛利率及净利率保持高位	7
图 8： 公司 ROE 高位，IPO 扩股导致 2019 年下降	7
图 9： 宁东能源化工基地 2020 年发展目标	8
图 10： 公司所得税率对比同行优势显著	9
图 11： 公司焦炭生产成本中原材料成本占比最大（2018 年报）	13
图 12： 公司焦炭生产成本明显低于同行（元/吨）	13
图 13： 公司焦炭销售价格明显低于同行，主因运距远（元/吨）	14
图 14： 公司焦炭吨焦毛利明显高于同行（元/吨）	14
图 15： 公司焦炭毛利率明显高于同行	14
图 16： 焦炭产能利用率始终不高	15

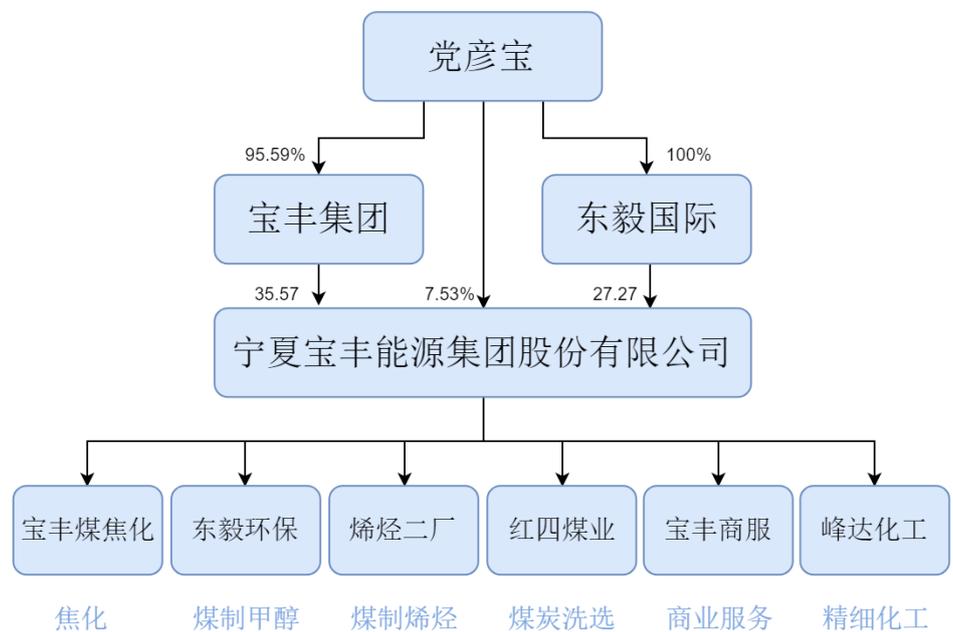
图 17: 独立焦化厂产能占比达 66%	16
图 18: 4.3 米及以下炭化室焦炉占比 35%	16
图 19: 焦炭产量大省为山西、河北、山东等地	16
图 20: 生铁产量保持稳定增长	17
图 21: 粗钢产量保持稳定增长	17
图 22: 煤焦钢产业链价格传导机制, 价格均将维持高位	18
图 23: 现代煤化工于传统煤化工工艺流程	18
图 24: 公司烯烃产业链工艺流程	19
图 25: 公司聚乙烯吨成本明显低于同行 (元/吨)	20
图 26: 公司聚丙烯吨成本明显低于同行 (元/吨)	20
图 27: 公司聚乙烯售价与中煤能源持平 (元/吨)	20
图 28: 公司聚丙烯售价高于同行 (元/吨)	20
图 29: 公司聚乙烯吨毛利明显高于同行 (元/吨)	21
图 30: 公司聚丙烯吨毛利明显高于同行 (元/吨)	21
图 31: 公司 IPO 募投项目-焦炭气化制烯烃项目工艺流程图	21
图 32: 三种典型烯烃制取工艺路线示意图	22
图 33: 我国煤制烯烃产能稳定增长	22
图 34: 国内聚乙烯进口依赖度高	23
图 35: 国内聚丙烯进口依赖度较高	23
图 36: 我国能源结构现状“富煤、贫油、少气”	24
表 1: 公司主要产业链产能情况	5
表 2: 公司及子公司享受所得税优惠政策	9
表 3: 公司主要原材料自给率高、自产成本低	10
表 4: 公司焦炭产能规模位于行业头部	11
表 5: 公司焦炭产能规模位于上市公司前列	11
表 6: 公司原料煤自给率高、成本低	12
表 7: 公司煤炭产能有望继续增长	12
表 8: 焦化去产能主要政策梳理	15
表 9: 江苏、河北、山东预计淘汰焦炭产能约 4500 万吨	16
表 10: 公司原煤和甲醇等原材料自给率高、成本低	19
表 11: 多家煤炭企业大力发展煤制烯烃等现代煤化工业务	25
表 12: 公司业务拆分及关键假设	25
表 13: 可比公司盈利预测与估值	26

1、煤化工龙头，打造煤基多联产循环经济

1.1、民营优质企业，2019 年成功上市

宁夏宝丰能源集团股份有限公司成立于 2005 年，位于全国第六大亿吨级煤炭基地——宁东煤田境内，是宁东能源化工基地的骨干企业以及重要组成部分。公司经过十多年的发展，集成了国内外的专业技术和设备，构建了“煤、焦、气、化、油、电”多联产循环经济产业链，实现了煤炭资源由燃料向化工原料的转变及清洁、高效利用，是典型的煤基多联产循环经济示范企业。宝丰能源于 2019 年 5 月在 A 股上市，第一大股东为宁夏宝丰集团，持股比例 35.57%，实际控制人为党彦宝先生。

图1: 公司股权结构: 民营实际控制

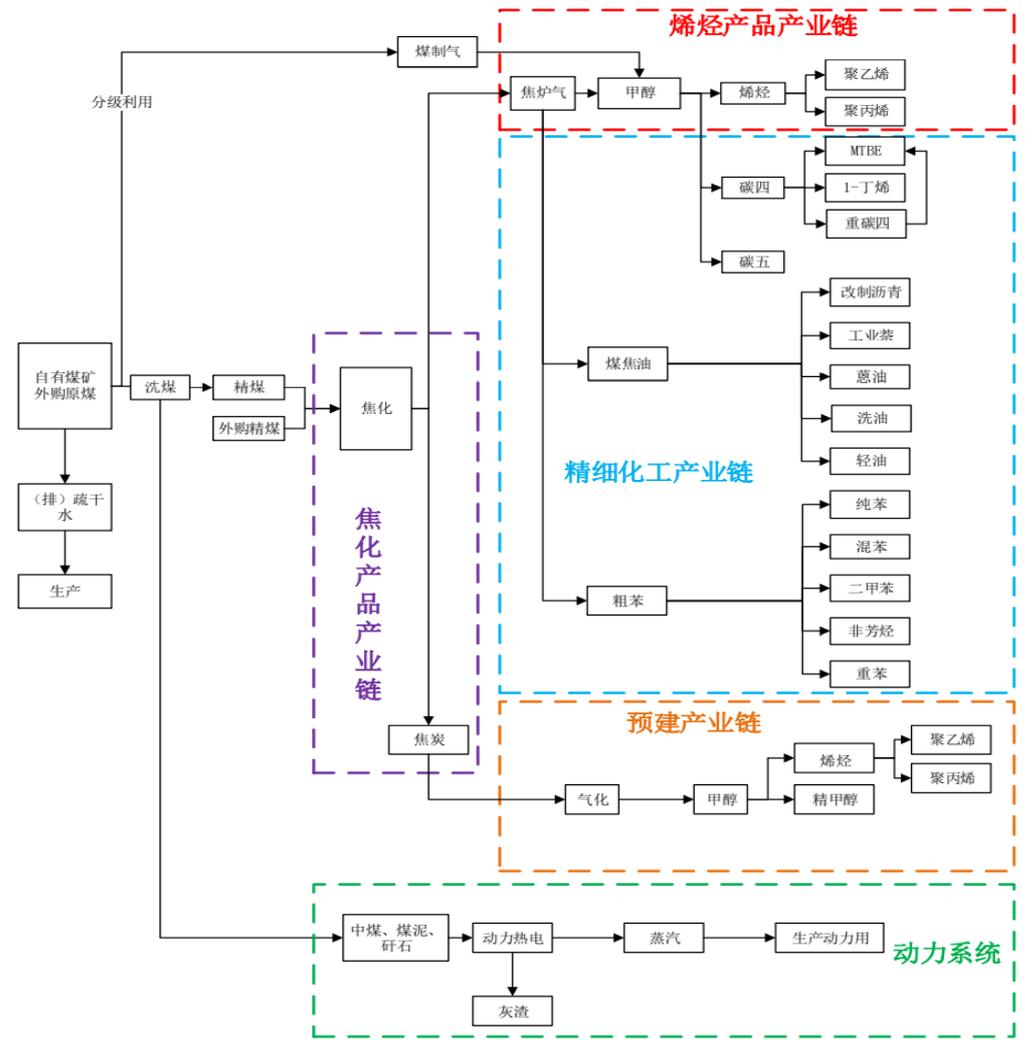


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

1.2、以煤为基，已形成焦化、烯烃、精细化工三条循环产业链

公司凭借天然的地理优势，以煤炭采选为基础，以现代煤化工为核心，按照煤、焦、气、化、油、电多联产的技术路线，实现了煤炭资源的分质、分级、充分利用，构建出了焦化产品、烯烃产品、精细化工产品三条循环产业链。目前，公司已拥有 510 万吨/年煤炭开采、1000 万吨/年煤炭洗选、400 万吨/年焦炭、170 万吨/年甲醇、30 万吨/年聚乙烯、30 万吨聚丙烯、30 万吨/年煤焦油加工、10 万吨/年粗苯加氢、20 万吨/年碳四加工、9 万吨/年碳四异构等生产能力。2019 年公司募投项目（焦炭气化制 60 万吨/年烯烃）建成之后，将增加 30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯、220 万吨甲醇（其中 40 万吨/年精甲醇）等生产能力。

图2: 公司多联产循环产业链已经形成



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

表1: 公司主要产业链产能情况

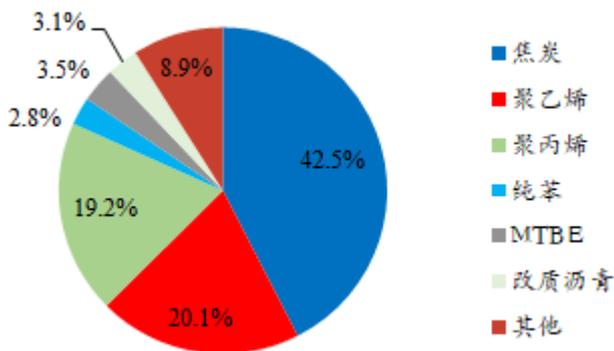
产业链	主要产品/工艺	产能 (万吨/年)	在建产能 (万吨/年)
焦化产业链	煤炭开采	510	330 (红四煤矿、丁家梁煤矿)
	煤炭洗选	1000	
	焦炭	400	
烯烃产业链	甲醇	170	220 (其中 40 万吨/年为精甲醇, IPO)
	聚乙烯	30	30 (IPO 募投项目)
	聚丙烯	30	30 (IPO 募投项目)
精细化工	煤焦油加工	30	
	粗苯加氢	10	
	碳四加工	20	
	碳四异构	9	

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

1.3、循环经济优势显著，近年公司业绩稳健增长

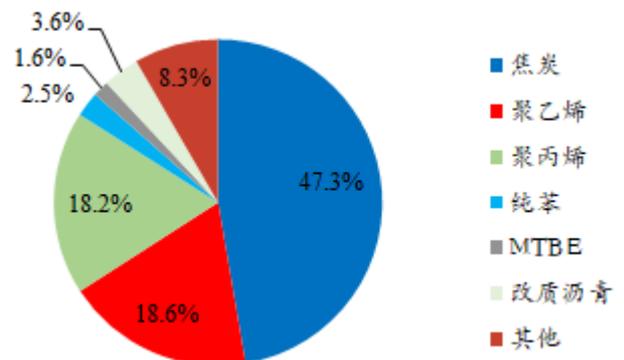
循环产业链逐步成型，构建三大业务板块。公司不断完善循环产业链，2013年收购东毅环保、2014年投产焦化废气综合利用制烯烃项目、2016年投产碳四深加工项目，最终成型现在的焦化、烯烃和精细化工品三大业务板块。2018年，公司焦化业务、烯烃业务和精细化工业务分别贡献公司营业收入的43%、43%和14%，贡献毛利的48%、39%和13%。如果细分到产品可以看出，焦炭、聚乙烯、聚丙烯是公司营收和利润的主要来源。

图3：公司2018年营收焦炭和烯烃贡献大



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

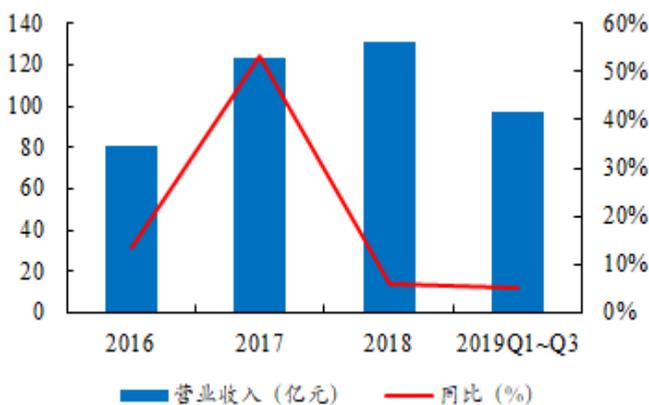
图4：公司2018年毛利焦炭和烯烃贡献大



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

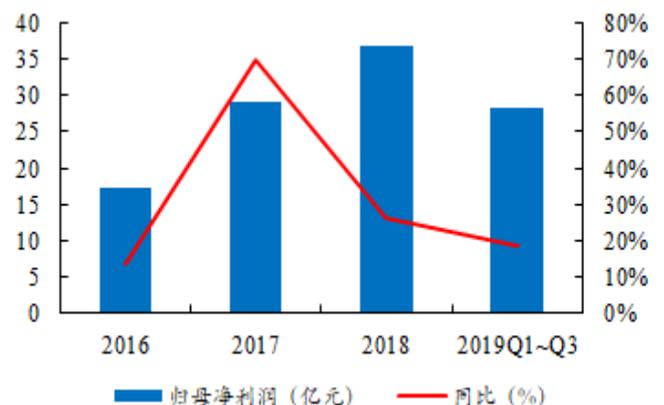
公司盈利能力保持高位。受益于公司三条循环产业链的不断发展完善，以及优秀的成本控制，近年公司盈利一直保持高增长。2019年前三季度，公司实现营业收入97.5亿元，同比增长4.9%，归母净利润28.3亿元，同比增长18.6%。公司的毛利率、净利率也保持在较高水平，截止到2019年三季度，毛利率、净利率分别为44.5%，29.1%。2019年ROE年化后预计为20%，ROE水平较2018年有所下降，主要是因为公司2019年IPO注册资本增加导致净资产增加所致，但20%的数值仍属于较高的盈利水平。

图5：公司2019Q1~Q3营收同比增速4.9%

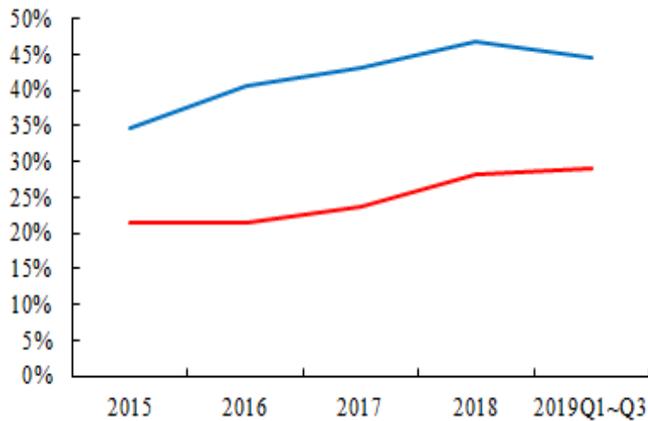


数据来源：wind、开源证券研究所

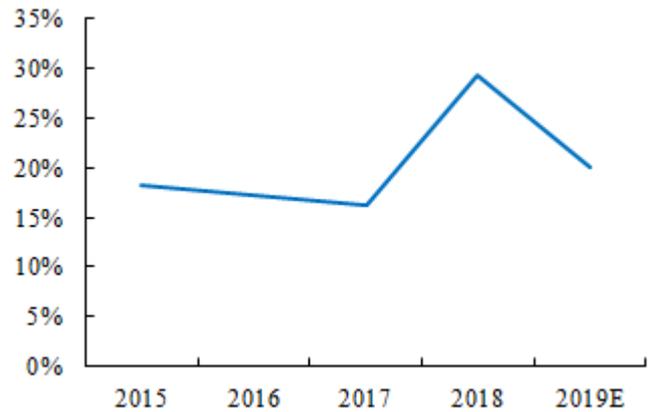
图6：公司2019Q1~Q3归母净利润同比增速19%



数据来源：wind、开源证券研究所

图7：公司毛利率及净利率保持高位


数据来源：wind、开源证券研究所

图8：公司 ROE 高位，IPO 扩股导致 2019 年下降


数据来源：wind、开源证券研究所

2、三大核心优势，奠定煤化工龙头地位

2.1、地处金三角，资源丰富

公司所处的宁东能源化工基地，地处中国能源化工金三角（宁夏宁东、陕西榆林、内蒙古鄂尔多斯）的核心区，各类资源丰富。

- **煤炭资源丰富。**埋深小于 2,000m 的煤炭资源 1.4 万亿吨，占全国煤炭资源总量的 25.5%；已查明煤炭资源 3,514 亿吨，占全国查明煤炭资源总量的 18.1%；区域内含煤面积占区域国土总面积的 65%左右；煤层厚度大，地质结构简单，开采条件好，煤质优良。
- **土地和水资源丰富。**公司所处规划区位于腾格里沙漠的边缘，规划总面积 3,484 平方公里，其中核心区规划面积 885 平方公里，多为荒漠地，地势平坦开阔，开发成本低廉。同时，该基地位于黄河东岸，基地西缘紧临黄河，已建成了供水能力 80 万立方米/天的供水工程，生产和生活供水便利，保障企业有序良好运营。
- **交通资源丰富。**该区域居于亚欧大陆桥中枢，是古丝绸之路的重要通道，是“一带一路”承东启西的关键节点。该区域基础设施完善，形成了铁路、公路、航空、管网等多方式联运的格局。
- **产业资源丰富。**公司坐落在宁东能源化工基地，与其他产业协同发展，协调互补，节省中间环节的运输与物流成本。2020 年基地煤炭开采能力将达到 1.4 亿吨/年、煤化工产品能力达到 3000 万吨/年、电力装机容量达到 1900 万千瓦/年、烯烃生产规模达到 1000 万吨/年。

图9：宁东能源化工基地 2020 年发展目标

发展目标（2020年）



国家大型煤炭生产基地

煤炭开采能力达到1.4亿吨 / 年



国家大型煤化工产业基地

煤化工产品能力达到3000万吨 / 年



国家“西电东送”火电基地

电力装机容量1900万千瓦 / 年以上



国家循环经济示范区



打造“世界煤基烯烃之都”

烯烃生产规模1000万吨 / 年以上



打造中国煤化工科技创新和人才高地

煤化工行业从业人员达到5万人；研发人员达到2000人以上；高技能人才占技能人才比例达到25%以上；重点企业R&D投入达到5%以上。

资料来源：宁东能源化工基地管委会

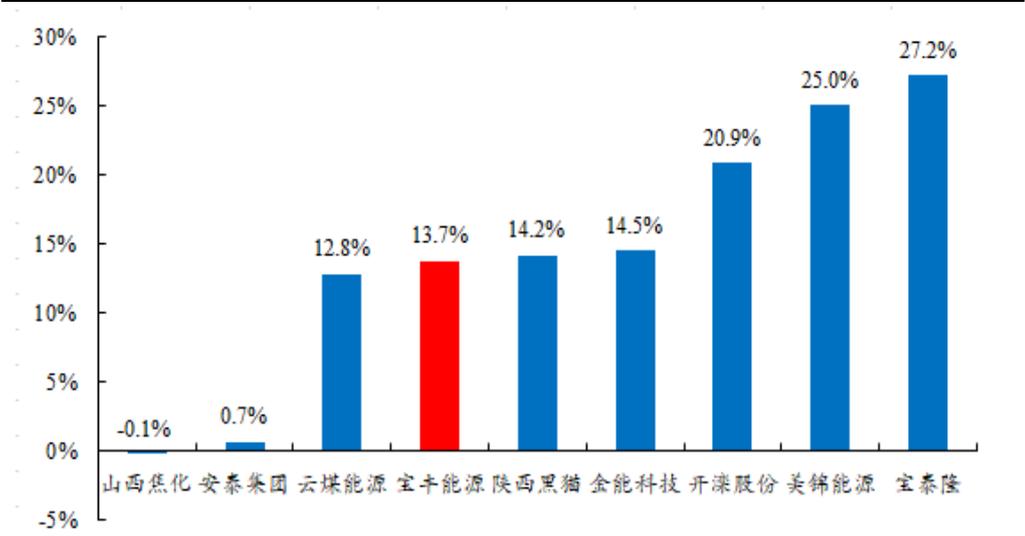
2.2、政策多方位支持，享受财税补贴

宝丰能源是宁夏回族自治区重点支持的特大型现代煤化工企业。随着国家西部大开发战略的深入实施，宁夏回族自治区、银川市、宁东能源化工基地管委会相继出台了一系列改善投资环境、加快产业发展的重大政策措施，对宝丰能源在资源、资金等方面出台多项政策支持。此外，公司符合《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》和《宁夏回族自治区区招商引资优惠政策（修订）》，享受所得税及免征土地使用税 5 年的税收优惠政策。所得税方面，国家税务局对于设在西部地区的鼓励类产业企减按 15% 的税率征收企业所得税，公司享受 2011~2020 年按照 15% 的所得税征收。从 2018 年财务报表综合结果来看，宝丰能源合并口径的综合所得税率为 13.7%，如果不考虑山西焦化和安泰集团因为递延所得税和税池等原因，公司的所得税率在 A 股焦炭类上市公司中明显属于低水平位。

表2: 公司及子公司享受所得税优惠政策

子公司名称	2016	2017	2018
宝丰能源	9%	9%	12%
东毅环保	15%	15%	15%
宝丰商服	25%	25%	25%
红四煤业	25%	25%	25%
峰达化工	15%	15%	15%
宝丰煤焦化	不适用	15%	15%
四股泉分公司	不适用	不适用	12%
烯烃二厂	不适用	不适用	不适用

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图10: 公司所得税率对比同行优势显著


数据来源: wind、开源证券研究所

2.3、循环产业链，有效控制成本

公司目前已构建多联产循环经济产业链，从现有的三条产业链以及 IPO 募投项目来看，上一个产业链的产品均将成为下一个产业链的原料，原料已最大程度实现自给，不足部分用于采购，循环经济模式有效控制了成本。在公司的产业链中，主要原材料为煤炭、甲醇、煤焦油、粗苯和碳四等，后期，随着 330 万吨煤矿项目以及 IPO 募投项目（焦炭气化制 60 万吨/年烯烃）投产，原材料的自给率将再次提升，可以进一步压缩成本。从现有的各产业链的自给率来看，煤炭的自给率稍低，为 60% 左右的水平，其他原材料的自给率基本在 70~90% 的水平；此外从原材料的成本来看，仅以产业链最初端的原煤为例，2018 年公司自产原煤的原材料成本仅为 151 元/吨，外购原煤的原材料成本为 392 元/吨，吨煤节省成本达到 241 元/吨，便宜幅度达 61.5%。

表3: 公司主要原材料自给率高、自产成本低

种类	2016	2017	2018	
原煤	自产 (万吨)	443	441	458
	外购 (万吨)	269	324	264
	自给率 (%)	62.2%	57.7%	63.5%
	原料成本-自产 (元/吨)	114	128	151
	原料成本-外购 (元/吨)	223	385	392
	价差 (元/吨)	109	257	241
甲醇	自产 (万吨)	174	203	185
	采购 (万吨)	25	19	22
	自给率 (%)	87.5%	91.4%	89.6%
	原料成本-自产 (元/吨)	923	1134	1234
	原料成本-外购 (元/吨)	1533	1888	2044
	价差 (元/吨)	610	754	810
煤焦油	自产 (万吨)	22	24	23
	采购 (万吨)	2	4	4
	自给率 (%)	92.0%	85.9%	86.1%
	原料成本-自产 (元/吨)	812	1043	1265
	原料成本-外购 (元/吨)	1245	2291	2593
	价差 (元/吨)	434	1248	1328
粗苯	自产 (万吨)	7	7	7
	采购 (万吨)	1	2	3
	自给率 (%)	89.0%	78.9%	67.7%
	原料成本-自产 (元/吨)	1020	1536	1952
	原料成本-外购 (元/吨)	3326	4097	3988
	价差 (元/吨)	2306	2561	2035
碳四	自产 (万吨)	9	10	9
	采购 (万吨)	1	4	2
	自给率 (%)	87.6%	72.5%	81.7%
	原料成本-自产 (元/吨)	2890	3532	4156
	原料成本-外购 (元/吨)	3876	4218	4865
	价差 (元/吨)	986	686	709

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

3、焦化业务: 贡献公司主要盈利, 将受益行业产能结构优化

3.1、焦炭产能规模位于行业头部

焦化产业是公司多联产循环产业链的第一环, 目前公司共有焦炭产能 400 万吨/年。2018 年我国焦炭产能合计为 6.5 亿吨/年, 总体状况是分布较零散、小规模低端产能较多, 从卓创资讯统计的 190 家焦化企业来看, 宝丰能源的规模体量属于较大型的焦炭企业, 处于所有统计的在产企业产能排名的前 12.1%。如果从 A 股焦炭类上市公司的产能比较, 公司的核定产能 400 万吨, 位列第 4 位, 权益产能 400 万吨,

位列第 3 位。

表4：公司焦炭产能规模位于行业头部

产能范围	企业数目
产能 ≥ 500 万吨	14
400 万吨 < 产能 < 500 万吨	9
300 万吨 ≤ 产能 < 400 万吨	11
200 万吨 ≤ 产能 < 300 万吨	42
100 万吨 ≤ 产能 < 200 万吨	79
产能 < 100 万吨	35
总计	190

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

表5：公司焦炭产能规模位于上市公司前列

公司名称	股比	产能（万吨/年）	权益产能（万吨/年）
开滦股份	64%	720	458
美锦能源	87%	580	504
陕西黑猫	62%	520	324
宝丰能源	100%	400	400
山西焦化	100%	360	360
安泰集团	75%	240	180
金能科技	100%	230	230
云煤能源	100%	198	198
宝泰隆	100%	158	158

数据来源：公司公告、招股说明书、开源证券研究所

3.2、煤焦一体化，焦化业务盈利能力领先同行

煤焦一体化，煤炭自给率高从而大幅压低焦化原材料成本。公司的焦化产业链是典型的“煤焦一体化”，公司自产的煤炭全部自用，而且因为煤炭自给不足，公司还会进行大量的煤炭外部采购。自产和外购的煤炭主要用作炼焦、气化和动力燃料，其中原煤洗选后的精煤用于焦化生产焦炭以及焦化副产品，中煤和煤泥用于生产蒸汽和发电。此外，后续的烯烃产业链和精细化工产业链的原料也都是来自于焦化产业链的产品，最终形成的是“煤焦化”一体化产业链。2016 至 2018 年，公司自产原煤作为原料的自给率基本在 60% 水平，原材料的成本价格比外购便宜近 250 元/吨，便宜幅度达到了 61.5%。如果考虑焦化产业链利用精煤作为原料，精煤的自给率基本在 50% 左右，成本比外购便宜近 400 元/吨，便宜幅度达 64%。如果以 2018 年为例，公司因为煤炭自给率高的优势，已经合计节省成本 21.3 亿元。

表6: 公司原料煤自给率高、成本低

种类		2016	2017	2018
原煤	自产 (万吨)	443	441	458
	外购 (万吨)	269	324	264
	自给率 (%)	62.2%	57.7%	63.5%
	原料成本-自产 (元/吨)	114	128	151
	原料成本-外购 (元/吨)	223	385	392
	价差 (元/吨)	109	257	241
精煤	自产 (万吨)	246	220	230
	外购 (万吨)	192	252	235
	自给率 (%)	56.2%	46.7%	49.5%
	原料成本-自产 (元/吨)	238	304	250
	原料成本-外购 (元/吨)	379	666	694
	价差 (元/吨)	141	361	444

数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

公司自有煤炭资源丰富, 产能有望继续提升。公司下属共有 4 座煤矿, 其中在产煤矿合计产能 510 万吨, 分别为 360 万吨/年的马莲台煤矿和 150 万吨/年的四股泉煤矿; 此外公司还有近 330 万吨的产能有待建成和投产, 其中 240 万吨/年的红四煤矿和 60 万吨/年的丁家梁煤矿由于暂未取得采矿许可证未能投产, 前者红四煤矿预计 2020 年上半年投产, 后者丁家梁煤矿与甜水河煤矿 (30 万吨/年) 将合并开发, 预计也将很快投产。如果公司下属煤矿全部投产后, 产能预计可达到 840 万吨/年, 届时公司煤炭作为原材料的自给率将进一步提升。

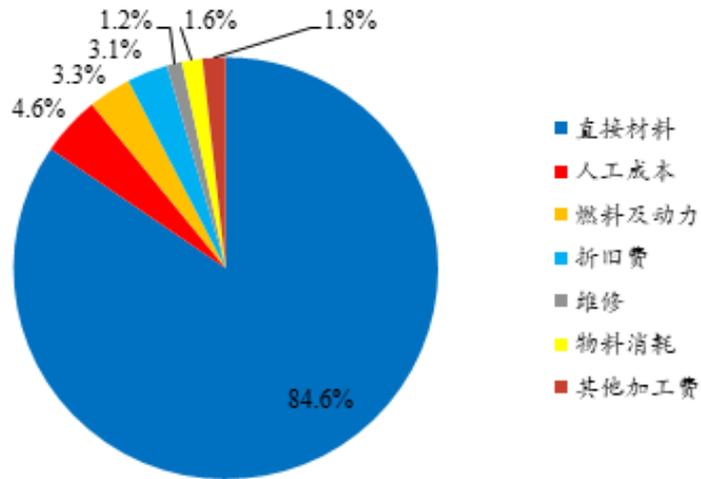
表7: 公司煤炭产能有望继续增长

名称	产能 (万吨/年)	2018 年产量 (万吨)	煤种	生产状态
马莲台煤矿	360	357.27	气肥煤、1/3 焦煤	在产
四股泉煤矿	150	101.19	气肥煤、1/3 焦煤	在产
丁家梁煤矿	60		气肥煤、1/3 焦煤	预计 2020H1 投产
红四煤矿	240		气肥煤、1/3 焦煤	两矿资源合并开
甜水河煤矿	30		气肥煤、1/3 焦煤	采

资料来源: 公司公告、招股说明书、开源证券研究所

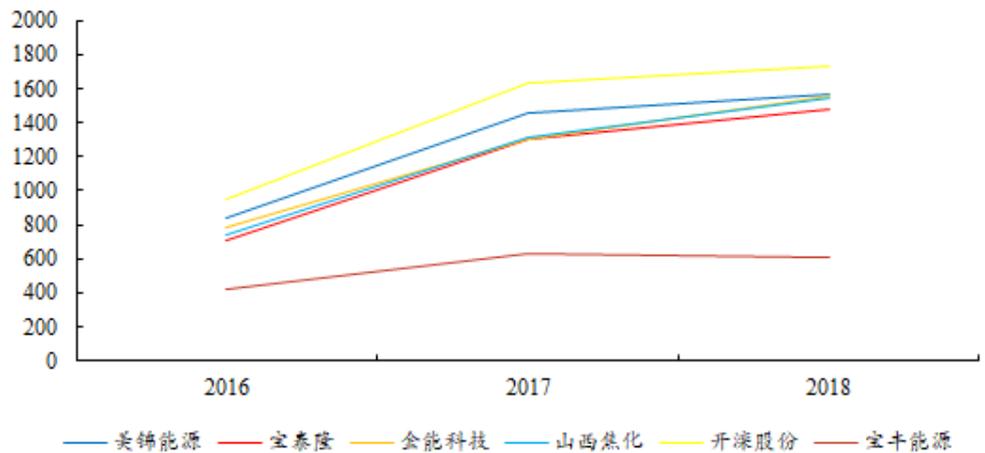
原材料成本低廉, 造就焦炭单位生产成本远低于同行。焦炭生产环节本身属于加工环节, 原材料成本在成本构成中占比接近 85%, 人工成本及折旧等成本占比很小, 所以原材料的成本直接决定了焦炭的单位生产成本, 通过上面分析的煤炭自给率以及原材料成本情况来看, 公司的焦炭单位生产成本应该比同行企业具有明显的成本优势。2018 年, 公司的焦炭单位生产成本仅为 611 元/吨, 远低于可比公司平均 1589 元/吨水平。

图11: 公司焦炭生产成本中原材料成本占比最大 (2018 年报)



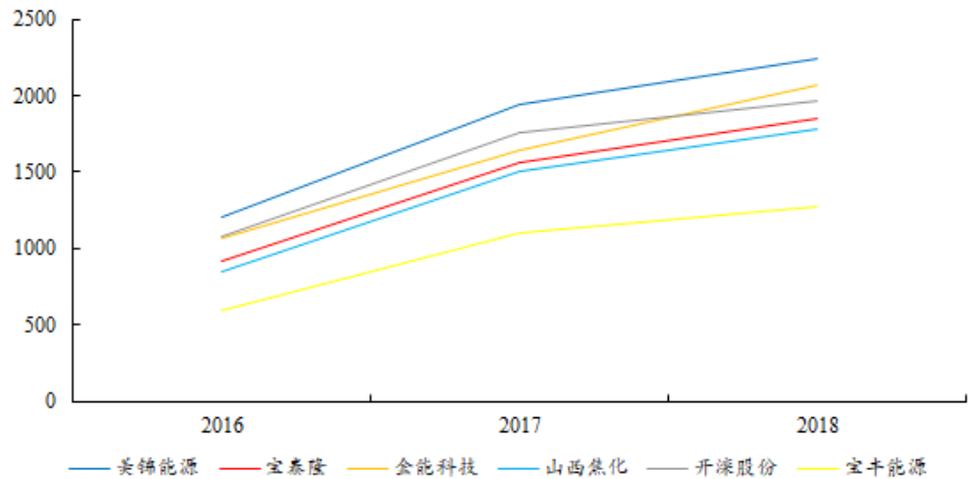
数据来源: 招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图12: 公司焦炭生产成本明显低于同行 (元/吨)

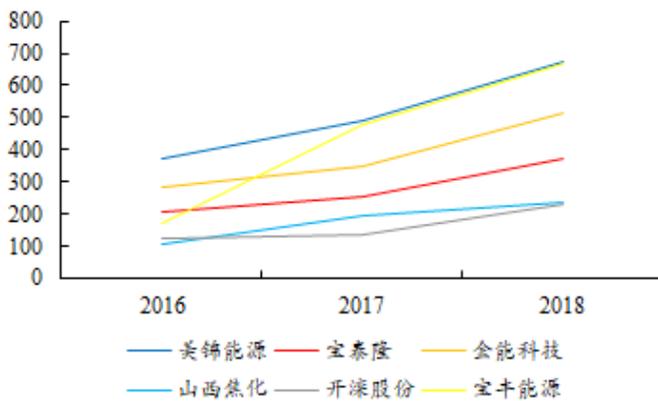


数据来源: 招股说明书、公司公告、开源证券研究所

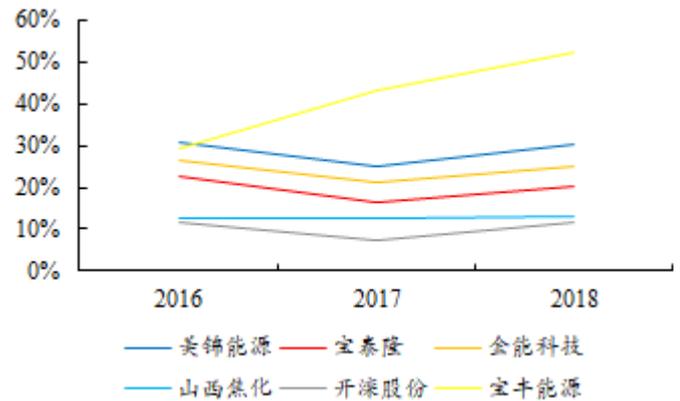
成本优势, 造就公司吨焦盈利能力高于同行。从销售价格来看, 2018 年公司的售价仅为 1277 元/吨, 明显低于同行平均 1982 元/吨的售价, 主要有两个原因: 一是公司焦化厂原材料以 1/3 焦煤为主, 采用捣固炼焦技术炼焦, 所产焦炭品级较低; 二是公司的主要客户是华北的钢厂, 由于公司离终端客户较远, 所以焦炭销售的出厂价相对较低, 但以钢厂的到厂价来看, 与其他焦企的售价基本为同等水平。从吨焦毛利来看, 这个指标才能真正反映公司焦炭的盈利能力水平, 公司虽然销售价格低, 但是生产成本更低, 所以公司的吨焦盈利能力明显领先于同行企业。2018 年公司的吨焦毛利为 666 元/吨, 仅低于美锦能源的 676 元/吨, 位列可比公司第二位。如果以毛利率水平来看, 公司的焦炭毛利率高达 52%, 排名第一位且远高于同行企业, 排在第二位的美锦能源仅为 30%, 其他焦化企业基本在 10~20% 的水平。在 A 股可比上市公司中, 明显看出公司循环经济产业链模式造就了公司的产业链盈利优势。

图13: 公司焦炭销售价格明显低于同行, 主因运距远 (元/吨)


数据来源: 招股说明书、公司公告、开源证券研究所

图14: 公司焦炭吨焦毛利明显高于同行 (元/吨)


数据来源: 公司公告、招股说明书、开源证券研究所

图15: 公司焦炭毛利率明显高于同行


数据来源: 公司公告、招股说明书、开源证券研究所

3.3、焦炭行业分析: 去产能持续深化, 焦炭价格有望维持高位

3.3.1、焦化去产能持续推进, 供给端结构优化

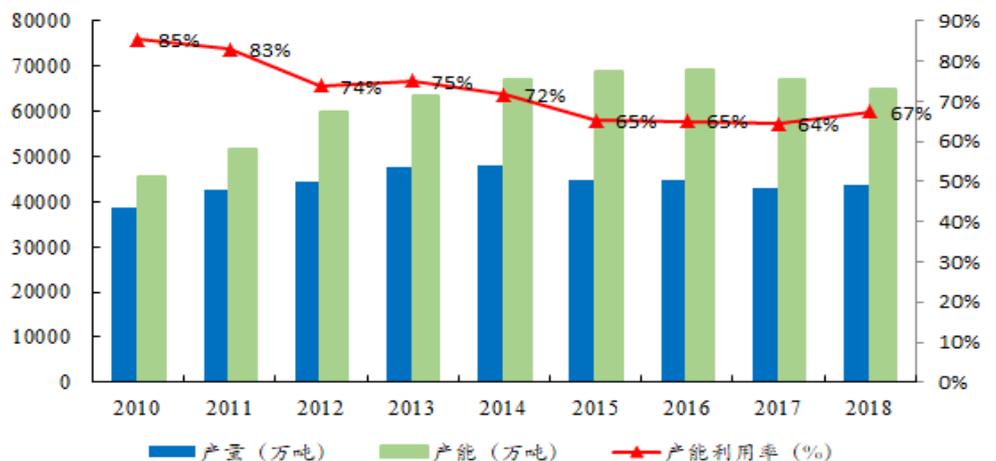
政策去产能持续推进。按照 2016 年提出的《焦化行业“十三五”发展规划纲要》和 2018 年提出的《打赢蓝天保卫战三年行动》，我国 2016-2020 年焦炭行业淘汰产能目标为 5000 万吨，截至 2018 年底，焦炭行业累计退出产能 4390 万吨，完成目标 87.8%。2020 年是国家焦化行业改革的收关之年，多地政府出台相应政策，推进焦化环保改造规划任务按期完成。2020 年焦化去产能政策将会加速执行，是焦化去产能至关重要的一年，落后产能淘汰和先进产能置换将会大幅优化焦化行业的产能结构。

表8: 焦化去产能主要政策梳理

时间	事件	主要内容
2016年1月	焦化行业“十三五”发展规划纲要	1、淘汰全部落后产能，产能满足准入标准的比达70%以上。2、化解过剩产能5000万吨。3、钢铁企业干熄焦装置配置率达到90%以上，焦炉煤气利用率达到98%以上，水循环率达到98%以上，吨焦耗新水降至1.5吨以下。4、企业污染物排放基本达到《炼焦化学工业污染物排放标准》。
2018年5月	江苏省《关于加快全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展实施意见》	1、全力压减粗钢产能，深化节能环保。2、加快构建沿江沿海协调发展新格局。3、严格控制钢铁行业相关炼焦产能。4、徐州市要在2020年底前对现有11家炼焦企业实施关停、搬迁、改造、提升、整合成2-3家综合性焦化企业，压减50%的炼焦产能。
2018年8月	打赢蓝天保卫战三年行动	明确煤炭去产能目标1.5亿吨，且2019年山东、山西、江苏等地针对焦化行业出台去产能政策，焦炭去产能提速，焦化企业对上游炼焦煤补库需求受到抑制。
2019年5月	河北省《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》	1、坚持控制总量，严禁新增焦炭产能。2、坚持有保有压，清理整顿违规产能。3、2020年底前全省所有炭化室高度4.3米的焦炉全部关停，各市可根据实际情况，制定实施提前关停、淘汰计划。
2019年7月	山东省《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》	1、严控新增高耗煤项目。2、压减高耗能行业产能。3、加快煤炭清洁高效利用。4、2019年压减焦化产能1031万吨，2020年压减655万吨，两年共压减1686万吨。
2019年8月	山西省《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》	1、全省总计压减焦化产能4027万吨，推进压减过剩焦化产能（优先压减4.3米机焦炉、热回收焦炉）。2、加快推进升级改造项目建设。3、对压减产能予以适当补偿，实施差异化信贷等支持政策。4、实施焦化行业三年升级改造行动，到2022年，先进产能占比达60%以上。

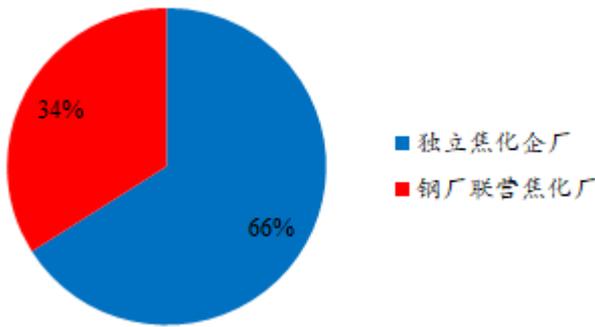
资料来源：中国煤炭资源网、中国炼焦行业协会、山东、河北、江苏、山西省政府、开源证券研究所

焦炭产能利用率低，产能分散且小焦炉占比大。2018年底我国的焦炭产能大概为6.5亿吨，焦炭产量为4.38亿吨，焦炭产能利用率仅为67%，处于较低的水平。此外焦化的行业的产能分布大体分为两类，一是钢厂联营焦化厂和独立焦化厂，其中独立焦化厂的产能规模普遍较小，产能集中度低，独立焦化厂产能占比达到34%。此外行业对焦炉炭化室的高度也做出了明确规定，高度低于4.3米的焦炉均被纳入淘汰名单，全行业来看，这部分焦炉占比仍有35%之多。

图16: 焦炭产能利用率始终不高


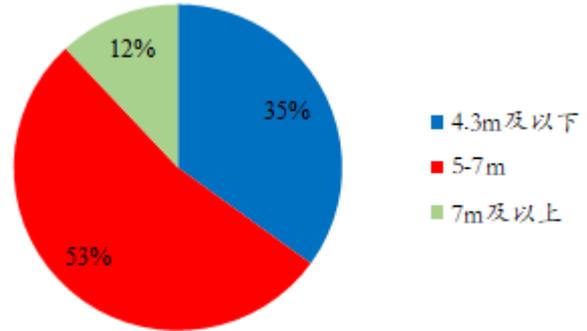
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图17: 独立焦化厂产能占比达 66%



数据来源: 中国煤炭工业协会、开源证券研究所

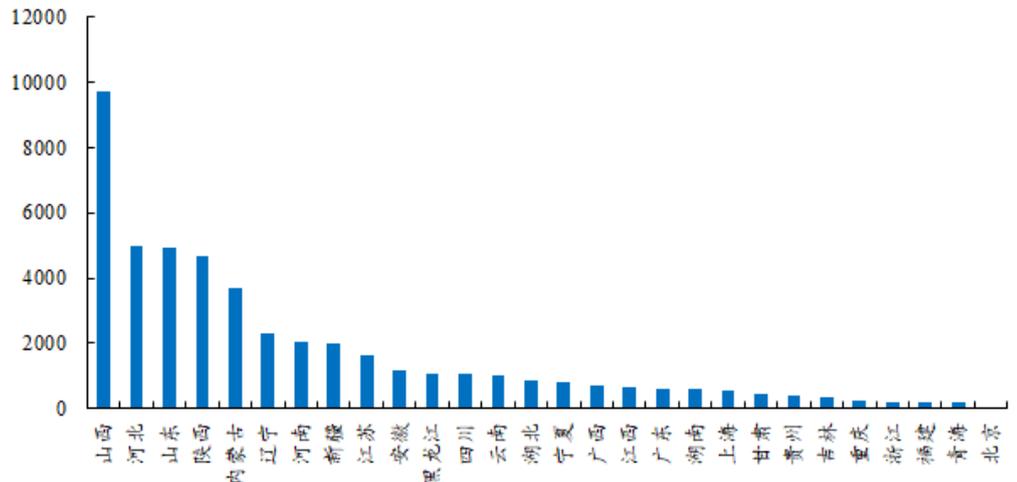
图18: 4.3米及以下炭化室焦炉占比 35%



数据来源: 中国煤炭工业协会、开源证券研究所

焦炭产能大省及沿海省份将退出更多产能。2018~2019年,山西、河北、山东、江苏等省份陆续出台了相关去产能政策,而且力度非常大。从产量来看,山西、河北、山东等省份焦炭产量最多,2019年山西焦炭产量为9700万吨,占全国总产量的20.6%;河北4983万吨,占比10.6%;山东4921万吨,占比10.4%;江苏省地处经济发达的长三角区域,未来省内将淘汰污染较大的产业,实现产业升级。从文件的政策来看,山西、河北、山东、江苏四个省份未来将分别淘汰产能4027万吨、1000万吨、1686万吨、1800万吨,其中山西省大概率凭借焦煤资源优势实现产能的置换,净退出产能不大。综合而言,未来焦化产能主要退出的是河北、山东和江苏三省份,合计产能4486万吨,约占焦化总产能的7%。

图19: 焦炭产量大省为山西、河北、山东等地



数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

表9: 江苏、河北、山东预计淘汰焦炭产能约 4500 万吨

省份	产能退出 (万吨)
江苏	1800
河北	1000
山东	1686

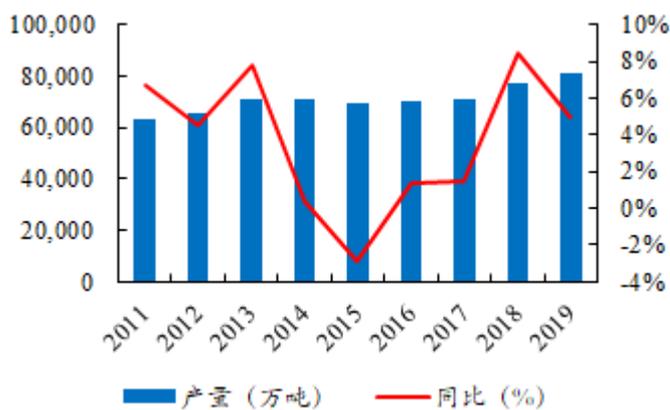
省份	产能退出 (万吨)
合计	4486
行业总产能	65000
淘汰比例	7%

数据来源：政府官网、mysteel、开源证券研究所

3.3.2、需求平稳增长，焦炭价格有望维持高位

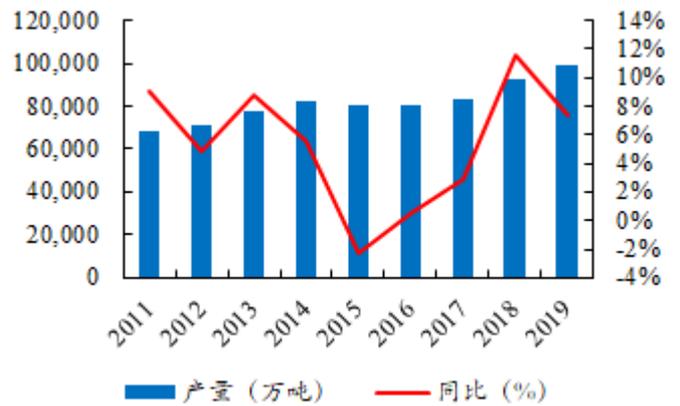
生铁&粗钢增速保持稳定，焦炭需求有支撑。国内焦炭产量约 85%由钢铁行业消耗，钢铁行业的生铁产量和粗钢产量增长带动对焦炭的需求。2016 年以来，虽然钢铁行业也存在供给侧改革，但生铁和粗钢产量保持稳定增长，2019 年增幅 5%和 7%，仍旧是由于地产投资的拉动。随着国内经济结构的转型，以及国家对“房住不炒”的深化，生铁和粗钢仍旧能保持稳定增长，同时带动焦炭的需求。此外，从供给端来看，焦化行业经过行业去产能之后，基本面将更为坚实，未来供需基本面将更加向好。从煤焦钢产业链的价格传导机制来看，我们认为钢价未来也会维持高位，对焦炭价格有容忍能力，此外炼焦煤行业本身基本面也非常健康，炼焦煤的价格高位运行也为焦炭的价格提供了支撑。

图20：生铁产量保持稳定增长



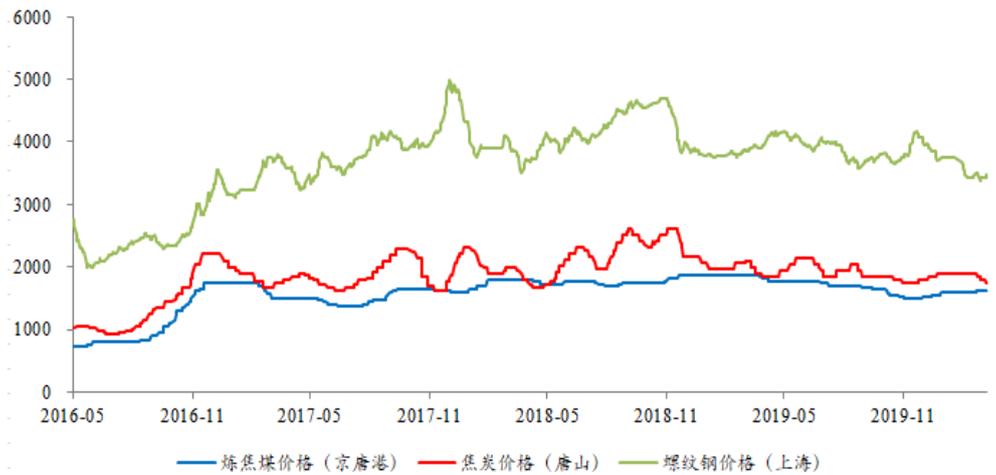
数据来源：wind、开源证券研究所

图21：粗钢产量保持稳定增长



数据来源：wind、开源证券研究所

图22: 煤焦钢产业链价格传导机制, 价格均将维持高位



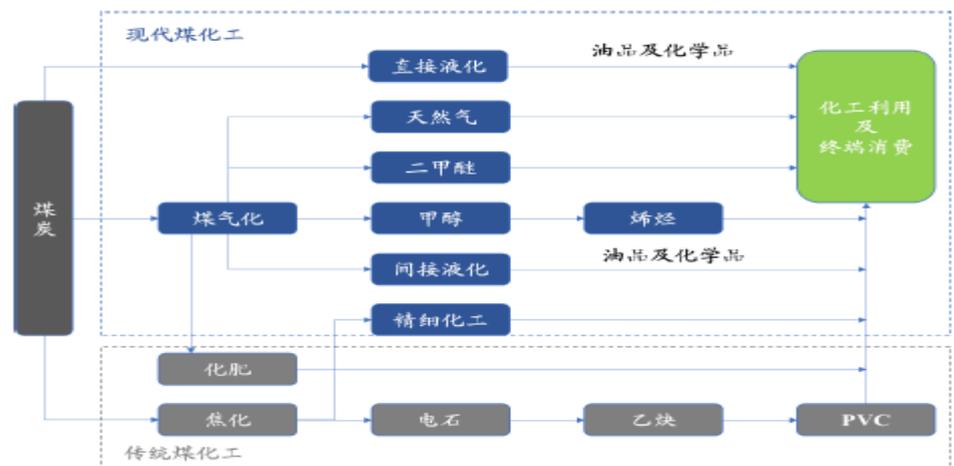
数据来源: wind、开源证券研究所

4、烯烃业务: 贡献公司主要盈利, 受益于行业增长空间大

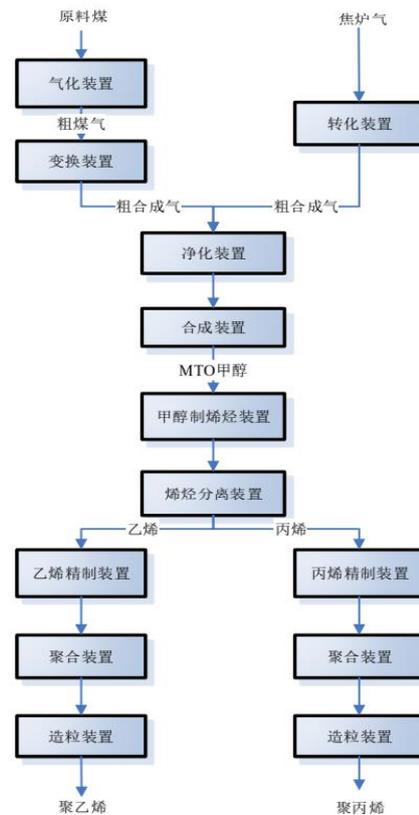
4.1、重点发展烯烃产业链, 产能规模持续提升

烯烃产业链是公司循环经济产业链的重要一环, 同时也标志着公司从传统煤化工产业(焦化行业)向现代煤化工产业(煤制烯烃)的战略方向上迈进。公司烯烃产业链紧密契合焦化产业链, 以炼焦过程的副产品焦炉气为原料, 经过净化工艺后与煤制气混合, 合成后制成甲醇, 甲醇再经过DMTO工艺和分离最终生产为聚乙烯、聚丙烯和副产品碳四、碳五等产品。公司目前现有170万吨/年甲醇、30万吨/年聚乙烯、30万吨/年聚丙烯的生产能力。2019年IPO募投之后, 公司第二套60万吨/年烯烃项目即将建成投产, 届时公司将会新增220万吨/年甲醇(其中40万吨/年精甲醇)、30万吨/年聚乙烯、30万吨/年聚丙烯的生产能力。此外, 根据公司规划, 未来五年, 公司将新建4套烯烃装置, 至2022年形成年产1000万吨甲醇、300万吨烯烃的生产规模, 继续做大做强烯烃产业链。

图23: 现代煤化工于传统煤化工工艺流程



资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

图24: 公司烯烃产业链工艺流程


资料来源：招股说明书、开源证券研究所

4.2、得益于公司循环产业链，盈利能力领先同行

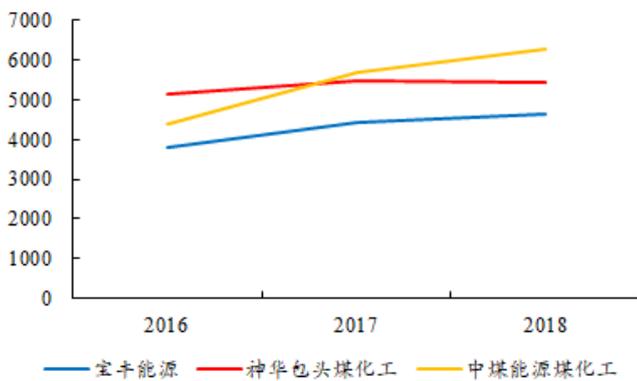
公司烯烃产业链的原材料来自上一环节焦化产业链的中间产品焦炉气以及原料煤合成气，所以原材料的自给率高以及成本明显低于外购，均造就了烯烃的生产成本明显低于同行。以烯烃合成的上一步原料甲醇为例，2018年甲醇的自给率接近90%，自产的原材料成本仅为1234元/吨，比外购甲醇低810元/吨，便宜幅度达40%。对比煤制烯烃的大型企业中国神华包头煤化工公司和中煤能源煤化工公司，宝丰能源的烯烃产品均具有明显的成本优势，同时也具备明显的盈利能力。以聚乙烯为例，2018年公司的聚乙烯生产成本为4617元/吨，明显低于中国神华的5447元/吨和中煤能源的6265元/吨；从吨毛利来看，公司吨毛利为3522元/吨，明显高于中国神华的1995元/吨和中煤能源的1916元/吨；从毛利率水平来看，公司的毛利率为43%，也远高于中国神华的27%和中煤能源的23%。

表10: 公司原煤和甲醇等原材料自给率高、成本低

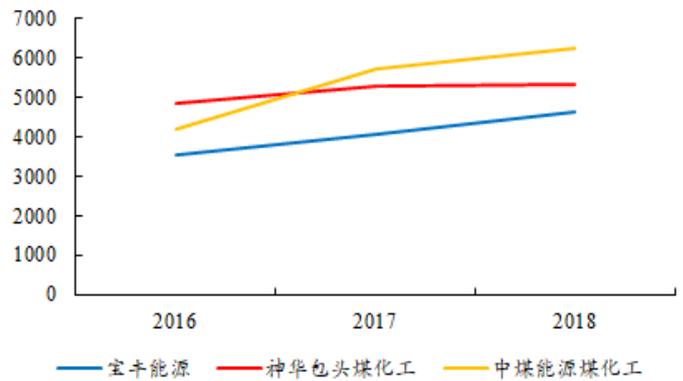
种类	2016	2017	2018	
原煤	自产(万吨)	443	441	458
	外购(万吨)	269	324	264
	自给率(%)	62.2%	57.7%	63.5%
	原料成本-自产(元/吨)	114	128	151

种类	2016	2017	2018	
甲醇	原料成本-外购 (元/吨)	223	385	392
	价差 (元/吨)	109	257	241
	自产 (万吨)	174	203	185
	采购 (万吨)	25	19	22
	自给率 (%)	87.5%	91.4%	89.6%
	原料成本-自产 (元/吨)	923	1134	1234
	原料成本-外购 (元/吨)	1533	1888	2044
	价差 (元/吨)	610	754	810

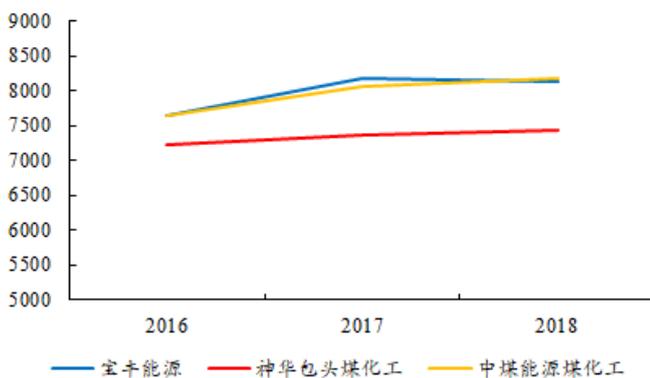
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图25：公司聚乙烯吨成本明显低于同行（元/吨）


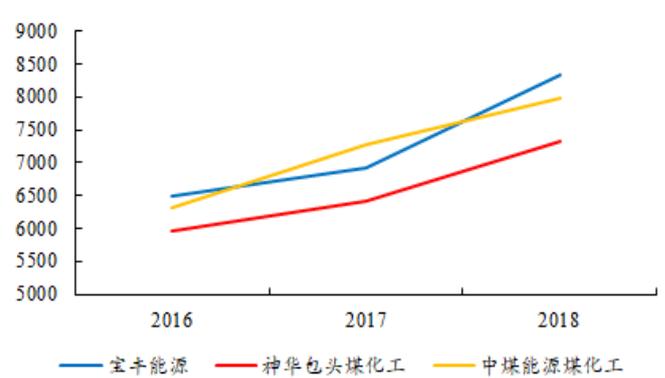
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图26：公司聚丙烯吨成本明显低于同行（元/吨）


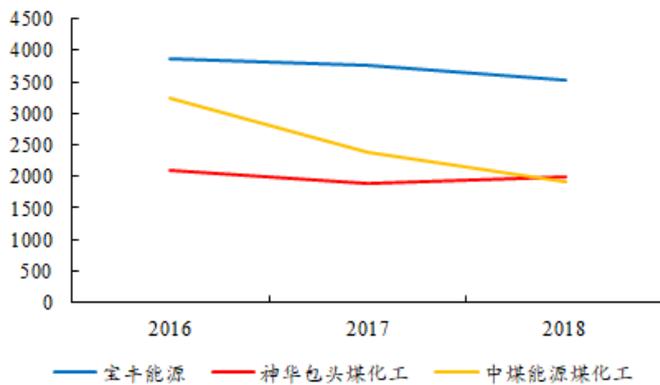
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图27：公司聚乙烯售价与中煤能源持平（元/吨）


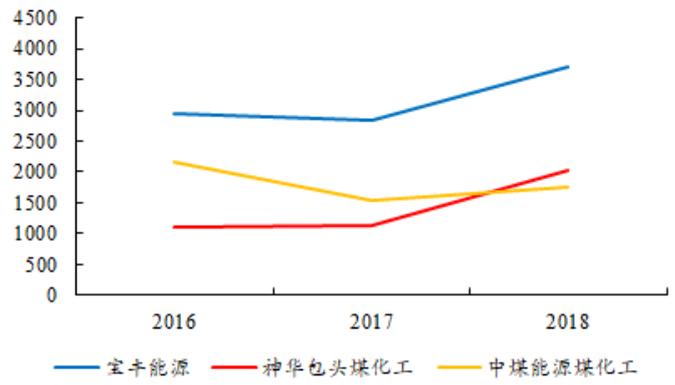
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图28：公司聚丙烯售价高于同行（元/吨）


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图29: 公司聚乙烯吨毛利明显高于同行 (元/吨)


数据来源: 公司公告、招股说明书、开源证券研究所

图30: 公司聚丙烯吨毛利明显高于同行 (元/吨)


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

4.3、IPO 募投, 进一步做强做大烯烃产业链

2019 年公司 IPO 上市募集资金 80 亿元, 大部分资金用于建设“焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目”, 项目建成后, 公司将会新增 220 万吨/年甲醇 (其中 40 万吨/年精甲醇)、30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯, 表明公司将进一步延伸产业链, 将传统煤化工向现代煤化工进一步迈进。公司新建项目以焦炭为原料, 通过粉焦加压气化技术生产粗煤气合成甲醇, 除部分 MTO 级甲醇精馏为精甲醇外 (40 万吨/年), 其余甲醇经 MTO 装置以及聚合工艺生产聚乙烯、聚丙烯等终端产品。公司将焦炭产业链的焦炭产品整合进烯烃产业链, 将附加值较低的焦炭产品加工升级为附加值更高的烯烃产品, 此举将为公司带来更多的利润贡献。

图31: 公司 IPO 募投项目-焦炭气化制烯烃项目工艺流程图

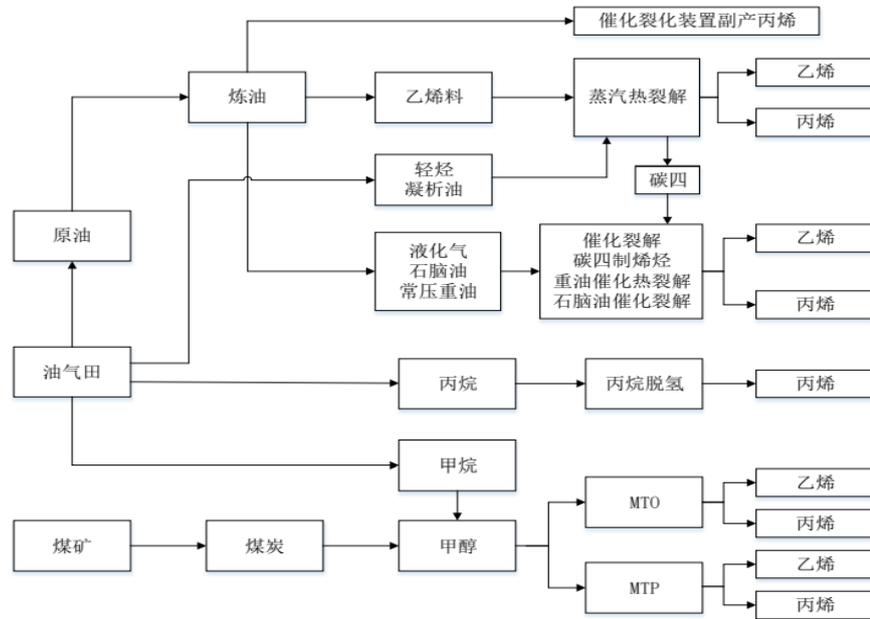

资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

4.4、烯烃行业分析: 进口依存度高, 国内煤制烯烃发展空间大

国内多煤少油注定了煤制烯烃的大力发展。乙烯和丙烯是重要的基础化工产品, 其产量的高低往往被视为一个国家石化工业发达程度的标志。烯烃的制取主要有三种工艺路线: 一是石脑油制烯烃, 二是煤制烯烃, 三是丙烷脱氢制烯烃 (PDH), 其中以石脑油为原料生产乙烯、丙烯, 一直是烯烃制取的主要路线。由于我国“多煤少油”的能源现状, 原油进口依存度较高, 从国家能源安全角度出发, 要充分发挥

国内煤炭资源优势，大力发展煤化工高新技术产业，弥补石化原料不足，降低石化产品成本，形成与传统石化产业互为补充、有序竞争的市场格局。自2010年我国第一套煤基甲醇制烯烃装置——神华包头60万吨CTO项目投产，我国煤制烯烃产业步入了飞速发展阶段。截止2019年第一季度，我国共有煤制烯烃产能1363万吨/年，2010至2018年期间煤制烯烃产能复合增长率高达47%，近年也保持稳定增长。

图32: 三种典型烯烃制取工艺路线示意图



资料来源：招股说明书

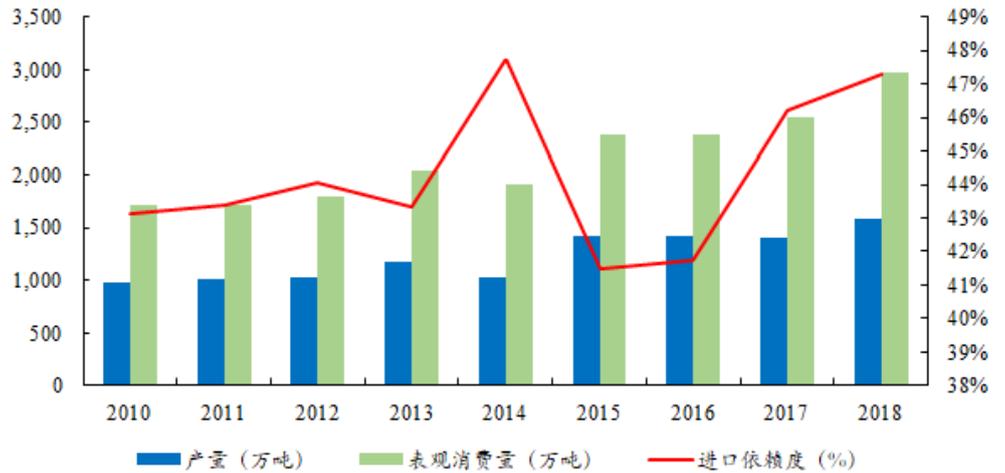
图33: 我国煤制烯烃产能稳定增长



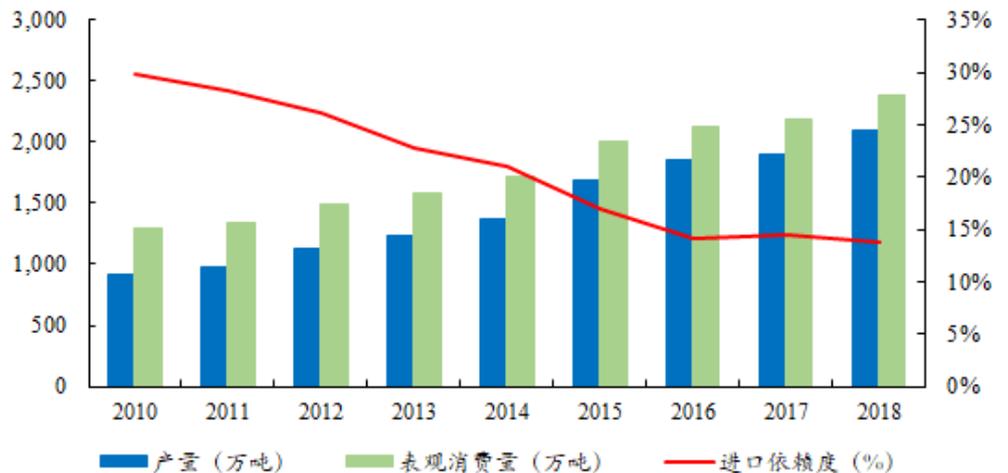
数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

聚烯烃国内产量不足，进口依赖度保持高位。石油制烯烃仍是主流，但受制于国内原油资源较少，国内进口原油主要用于炼制成品油，致使国内原油制造烯烃的产量无法满足市场需求。2010年至2018年期间，我国聚乙烯表观消费量由1706万

吨增长至 2967 万吨，复合增长率达 7.16%；聚丙烯表观消费量由 1295 万吨增长至 2389 万吨，复合增长率达 7.95%。高速的消费增长导致的供需缺口只能由进口来补充，从而导致聚烯烃的进口依存度较高，以 2018 年为例，我国聚乙烯进口总量 1403 万吨，进口依赖度高达 49.5%，聚丙烯进口总量 328 万吨，进口依赖度相对较低为 13.7%。

图34：国内聚乙烯进口依赖度高


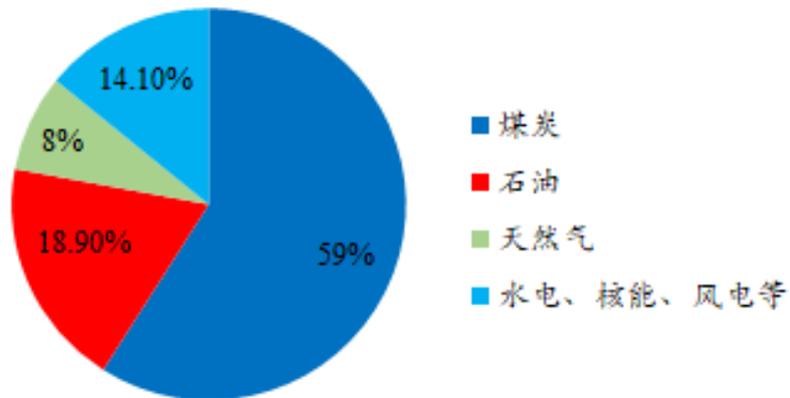
数据来源：国家统计局、海关总署、开源证券研究所

图35：国内聚丙烯进口依赖度较高


数据来源：国家统计局、海关总署、开源证券研究所

5、公司深耕现代煤化工，将成为国家能源战略的优先受益者

现代煤化工是国家能源战略的发展趋势。煤炭在我国能源结构中占据着主导地位，虽然煤炭在我国一次能源消耗的比例逐步下降，但在相当长一段时间内仍将是第一大能源，其用量仍然十分可观。2018 年我国石油对外依存度逼近 70%，这样的能源供给结构，不利于国家的能源安全，通过煤化工开发石油、天然气替代产品和提供基础化工原料，实现部分进口油品替代，有利于保障国家能源安全，促进经济的可持续发展。

图36: 我国能源结构现状“富煤、贫油、少气”


数据来源：国家统计局、开源证券研究所

煤炭企业转型加快，向下游及高附加值产业链延伸。随着清洁化石能源开采技术、新能源技术以及核能技术的发展，煤炭企业受到来自多方面的挑战。经过多年的不断探索，煤炭企业积极寻求多元化发展道路，通过兼并重组、参股控股、战略合作、资产联营等多种形式，推动煤炭企业与下游产业、新技术新业态融合发展，从传统的煤炭开采业向现代产业体系转变。以煤为基础，煤电、煤钢、煤化、建材、新能源等相关产业协同发展格局初步形成。

- **煤电一体化转型成功已是“昨日黄花”。**电力行业是煤炭行业主要下游产业之一，多年来煤炭与电力企业随着经济的运行周期，盈利水平成了“顶牛”之势，总会经历盈利的好坏周期。随着国家大力支持煤电企业的兼并重组、煤电联营、相互参股以及批准建立坑口电厂项目等措施，一批煤电一体化的大型煤炭企业已经形成，而且在平抑业绩周期波动方面表现显著，尤以中国神华为典型案例。然而，煤电一体化的红利浪潮已经过去，国家对火力发电产能也开始限制并进行去产能，煤炭等上游企业必须找到新的战略转型方向。
- **煤化一体化（现代煤化工）转型正方兴未艾。**煤化工方向一直是煤炭企业向下游发展的一个重要方向，但以前更多的倾向于传统煤化工，即煤焦化产业链，与钢铁产业链高度契合，这与国内经济增速高速增长，大力发展房地产和基建项目的时代背景有关。但传统煤化工有很多弊端，一是环境污染高而且门槛低，二是产品附加值，三是未来随着国内经济结构的转型，钢铁产业链的需求增速有可能放缓，影响煤焦化产业链的成长空间。然而，现代煤化工成为了煤炭等上游企业转型的重要方向，一是国家能源战略的政策支持，二是进入门槛高具有行业壁垒，三是烯烃产业链国内需求量巨大且存在供需缺口。当前大型的煤炭企业纷纷向现代煤化工转型，投产多个煤制烯烃项目，如中国神华、中煤能源、兖州煤业等。现代煤化工也许是煤企转型的又一个红利和风口。

表11: 多家煤炭企业大力发展煤制烯烃等现代煤化工业务

企业	发展情况
神华包头煤化工	包头聚乙烯产能 30 万吨, 聚丙烯产能 30 万吨
中煤能源煤化工	榆林聚烯烃产能 60 万吨, 鄂尔多斯聚烯烃产能 60 万吨
兖州煤业	榆林甲醇产能 60 万吨/年, 鄂尔多斯甲醇产能 90 万吨/年
宝丰能源	现有产能 170 万吨/年甲醇、30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯的煤化工产能; 第二套 60 万吨/年烯烃项目即将建成投产, 将会新增 220 万吨/年甲醇 (其中 40 万吨/年精甲醇)、30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯、

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司大力布局现代煤化工, 有望成为国家能源战略的优先受益者。公司通过多联产循环经济产业链, 大力布局现代煤化工产业, IPO 募投项目“焦炭气化制 60 万吨/年烯烃”建成投产, 将标志着公司进一步深化从传统煤化工向现代煤化工转型, 契合国家能源战略发展的重要方向。根据公司公告, 公司未来将持续扩大煤制烯烃产能, 至 2022 年形成年产 1000 万吨甲醇、300 万吨烯烃的生产规模。未来公司将进一步完善循环经济产业链, 不断扩大煤化工产业规模, 按照公司规划, 公司还计划深耕精细化工产业链, 如建设苯乙烯、丙稀腈、ABS、MMA 等项目, 向具有更高附加值的产业链延伸。

6、盈利预测与投资建议: 首次覆盖, 给予“买入”评级

关键假设: 2020 年公司营业收入增长主要源于 60 万吨焦炭气化制烯烃项目建成投产。考虑到该项目投产后, 烯烃业务产销量将有一定幅度上涨。成本方面, 公司丁家梁以及红四煤矿如果 2020 年批准投产后, 原煤自给率将进一步提高, 主要产品单位成本均有望降低。我们预计, 2019-2021 年公司焦炭销量皆为 452 万吨, 聚乙烯和聚丙烯销量同为 36、55、60 万吨; 焦炭单位价格分别为 1210、1190、1190 元/吨, 聚乙烯单位价格分别为 7500、7400、7900 元/吨, 聚丙烯单位价格为 7900、7400、7900 元; 焦炭单位成本为 600、590、590 元/吨, 聚乙烯单位成本为 4400、4300、4500 元/吨, 聚丙烯单位成本为 4500、4300、4500 元/吨。

核算后, 2019-2020 年公司营业收入分别为 141.7、180.4、210.4 亿元, 增速分别为 8.6%、27.3%、16.6%。该项目建成投产后, 附加值更高的烯烃产品销售占比提高, 伴随公司产品结构调整, 但由于近期国际原油价格下跌对烯烃产品价格有一定影响, 公司整体毛利率基本处于稳定状态, 2019-2021 年整体毛利率分别为 44.4%、44.1%、44.8%。

表12: 公司业务拆分及关键假设

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
焦炭	销量 (万吨)	440	434	452	452	452
	单价 (元/吨)	1105	1277	1210	1190	1190
	单位成本 (元/吨)	627	611	600	590	590
聚乙烯	销量 (万吨)	35	32	36	55	60
	单价 (元/吨)	8189	8139	7500	7400	7900
	单位成本 (元/吨)	4423	4617	4400	4300	4500

		2017	2018	2019E	2020E	2021E
聚丙烯	销量 (万吨)	32	30	36	55	60
	单价 (元/吨)	6913	8344	7900	7400	7900
	单位成本 (元/吨)	4065	4643	4500	4300	4500
精细化工	收入 (亿元)	18.0	18.6	20.4	25.2	26.8
	毛利率 (%)	40.2%	43.6%	44.0%	45.0%	46.0%
其他	收入 (亿元)	5.2	5.2	11.1	20.00	35.00
	毛利率 (%)	46.4%	33.4%	27.0%	35.0%	40.0%
合计	营业收入 (亿元)	123.0	130.5	141.7	180.4	210.4
	增速 (%)	53.2%	6.1%	8.6%	27.3%	16.6%
	毛利率 (%)	43.2%	46.9%	44.4%	44.1%	44.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

投资建议：公司作为国内煤化工龙头企业，构建了完整的多联产循环经济产业链，实现原材料高度自给，具备良好的盈利能力。公司 60 万吨焦炭气化制烯烃项目投产后，将给公司带来较大的营收增长。我们预测 2019-2021 年，公司可实现归母净利润 39.7、50.1、60.1 亿元，同比增长 7.5%、26%、20.1%；公司 EPS 分别为 0.54、0.68、0.82 元；以 3 月 13 日收盘价计算，对应 PE 为 16.8、13.3、11.1 倍。我们选取业务与公司相近的四家公司，美锦能源、山西焦化、开滦股份、金能科技，公司目前 PE 为 16.8 倍，高于可比公司 2019 年平均 PE 的 11.7 倍，公司 PB 为 2.97 倍，也高于可比公司 1.6 倍的 PB，我们认为公司后续还有更多的项目投产，公司正处于成长期，且正在加大现代煤化工布局，类似于美锦能源的布局氢能业务，所以相比于同行我们应当给予公司更高的估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

表13：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
证券代码	证券简称	2020/3/13	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	PB
000723.SZ	美锦能源	301.7	11.9	15.3	18.2	25.4	19.7	16.6	3.77
600740.SH	山西焦化	87.0	12.6	13.9	14.7	6.9	6.3	5.9	0.82
600997.SH	开滦股份	77.2	12.8	13.0	12.9	6.1	5.9	6.0	0.69
603113.SH	金能科技	66.6	7.8	8.7	11.6	8.5	7.6	5.8	1.24
	平均					11.7	9.9	8.6	1.6
600989.SH	宝丰能源	666.6	39.7	50.1	60.1	16.8	13.3	11.1	2.97

数据来源：wind、开源证券研究所

注：除宝丰能源外，其他公司盈利预测与估值均来自 wind 一致预期。

7、风险提示

产品价格下跌。公司属于煤化工行业，主要从事现代煤化工产品的生产和销售，主要包括烯烃产品、焦化产品、精细化工产品三大类。公司主要产品价格受宏观经济、国内市场供需平衡变化、石油和煤炭价格波动、下游市场需求波动等因素影响较大。若上述因素导致公司烯烃和焦炭产品价格存在不利变化，将不可避免地给公司的盈利能力和经营业绩带来不利影响。

原材料价格上涨。公司主要原料为煤炭、焦炭以及甲醇。公司通过自产和外购的方式保障原料供应，未来，随着公司焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目建成投产，对

原煤、甲醇、焦炭以及其他原材料的需求将增加，外购比例可能进一步增大。如果煤炭、甲醇、焦炭以及其他原材料价格发生大幅波动，可能会对公司现代煤化工产品的毛利率产生一定程度的影响，造成公司盈利能力的不确定性，进而导致公司整体业绩波动。

新建项目不及预期。公司募资建设了“焦炭气化制 60 万吨/年烯烃项目”，建成后预计增加 220 万吨/年甲醇、30 万吨/年聚乙烯、30 万吨/年聚丙烯、40 万吨/年精甲醇的产能。若项目建成后销量低于预期，将对公司的业绩产生影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2994	2276	3908	1645	1723
现金	1920	1434	2587	254	0
应收票据及应收账款	476	167	531	357	679
其他应收款	17	21	20	32	29
预付账款	84	57	96	99	129
存货	454	507	585	814	797
其他流动资产	43	90	90	90	90
非流动资产	22035	24553	27214	34958	40236
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	15739	15066	17711	24826	29933
无形资产	1271	1247	1472	1541	1616
其他非流动资产	5025	8240	8031	8591	8687
资产总计	25030	26829	31122	36603	41959
流动负债	8114	7480	7657	9189	10102
短期借款	890	1086	1086	1086	1308
应付票据及应付账款	1965	1577	2446	2707	3229
其他流动负债	5259	4817	4125	5396	5566
非流动负债	5452	5666	5076	5315	4740
长期借款	4588	5466	4875	5114	4540
其他非流动负债	864	201	201	201	201
负债合计	13566	13147	12733	14504	14843
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	6600	6600	7333	7333	7333
资本公积	1	1	1	1	1
留存收益	4676	6854	8613	11822	15999
归属母公司股东权益	11464	13683	18389	22099	27117
负债和股东权益	25030	26829	31122	36603	41959

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3016	3265	5657	7437	7782
净利润	2923	3696	3973	5005	6012
折旧摊销	742	770	670	889	1165
财务费用	509	532	324	422	472
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-1802	-1814	671	1098	107
其他经营现金流	643	82	18	23	26
投资活动现金流	1956	-1708	-3349	-8656	-6470
资本支出	794	1600	2660	7744	5279
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	2750	-108	-689	-912	-1191
筹资活动现金流	-4937	-2148	-1156	-1114	-1788
短期借款	-570	196	0	0	0
长期借款	-1616	878	-590	239	-574
普通股增加	0	0	733	0	0
资本公积增加	-175	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2576	-3222	-1299	-1353	-1213
现金净增加额	33	-591	1152	-2333	-476

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	12301	13052	14169	18039	21039
营业成本	6984	6931	7872	10083	11614
营业税金及附加	210	258	239	323	383
营业费用	465	401	505	626	709
管理费用	291	386	393	487	591
研发费用	8	20	10	17	22
财务费用	509	532	324	422	472
资产减值损失	88	0	54	66	52
其他收益	9	16	8	11	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	-15	-36	-18	-23	-26
营业利润	3740	4504	4762	6003	7182
营业外收入	10	14	23	20	17
营业外支出	416	235	268	290	302
利润总额	3334	4283	4518	5733	6896
所得税	410	588	545	728	884
净利润	2923	3696	3973	5005	6012
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2923	3696	3973	5005	6012
EBITDA	4375	5436	5364	6810	8290
EPS(元)	0.40	0.50	0.54	0.68	0.82

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	53.2	6.1	8.6	27.3	16.6
营业利润(%)	76.4	20.4	5.7	26.1	19.6
归属于母公司净利润(%)	70.1	26.4	7.5	26.0	20.1
获利能力					
毛利率(%)	43.2	46.9	44.4	44.1	44.8
净利率(%)	23.8	28.3	28.0	27.7	28.6
ROE(%)	25.5	27.0	22.5	23.4	22.8
ROIC(%)	15.6	17.8	16.5	17.6	18.1
偿债能力					
资产负债率(%)	54.2	49.0	40.9	39.6	35.4
净负债比率(%)	61.8	54.6	26.9	36.0	29.7
流动比率	0.4	0.3	0.5	0.2	0.2
速动比率	0.3	0.2	0.4	0.1	0.1
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	14.3	40.6	40.6	40.6	40.6
应付账款周转率	2.8	3.9	3.9	3.9	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.50	0.54	0.68	0.82
每股经营现金流(最新摊薄)	0.41	0.45	0.77	1.01	1.06
每股净资产(最新摊薄)	1.56	1.87	2.41	2.91	3.60
估值比率					
P/E	22.8	18.0	16.8	13.3	11.1
P/B	5.8	4.9	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	16.9	13.6	13.3	10.9	9.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835