

煤焦资源及氢能转型战略双轮驱动发展

——美锦能源（000723）首次覆盖报告

增持（首次）

日期：2021年03月11日

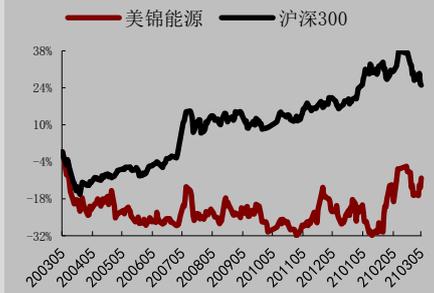
投资要点：

- **量价提升带动炼焦板块业绩释放：** 华盛化工已于 20 年底投产并置换产能，公司目前焦炭产能达 715 万吨/年。此外内蒙古 500 万吨/年在建焦化项目预计 22 年年底投产。与此同时，在去产能的大背景下，焦炭价格从 20 年 Q3 的 1792 元/吨上涨至目前 2746 元/吨，21 年全国焦炭缺口将达到 2-3 千万吨，焦炭利润和价格有望维持在高位。预计 22 年 H2 新增产能弥补缺口后仍能保持在较好的水平。量价提升逻辑明确，炼焦板块增长可期。
- **参股公司控股鸿基创能，掌握中游燃料电池核心技术：** 参股公司广州鸿锦控股鸿基创能，鸿基创能发布 HyKey1.0 产品，性能寿命对标国际水平，是世界一流的膜电极产品，成本比当前主流膜电极降低 30% 以上，标志着膜电极实现国产化。目前年设计产能为 30 万平米，已确定订单数量大，未来三年有望保持十倍增速。
- **投资并购飞驰汽车等氢能公司，抢跑氢能下游赛道：** 公司在氢能领域进行了全产业链布局。子公司飞驰汽车是国内最大的氢燃料电池客车企业，年产能 5000 台，19 年销售 376 辆氢能汽车，广东地区市占率达 96%，实现营收 5.37 亿元，同比增长 24.91%；净利润 3656 万元，同比增长 12.59%。20 年上半年实现营业收入 2.88 亿元，净利润 1982 万元。截至 11 月，飞驰共交付氢能公交 213 辆，新中标订单 103 台，订单合计金额 1.98 亿元。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 126.32/218.03/227.09 亿元，净利润分别为 7.88/27.18/33.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.18/0.64/0.77 元/股，PE 分别为 38.28/11.10/9.13 倍。结合炼焦以及氢能业务的基本面，给予 397 亿估值，对应目标价 9.29 元。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险因素：** 焦炭价格下跌；飞驰汽车销量不及预期；膜电极订单量不及预期；加氢站建设不及预期。

基础数据

行业	采掘
公司网址	
大股东/持股	美锦能源集团有限公司/77.29%
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	4,274.22
流通A股(百万股)	3,774.10
收盘价(元)	7.06
总市值(亿元)	301.76
流通A股市值(亿元)	266.45

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所
数据截止日期：2021年03月10日

相关研究

分析师： 江维
执业证书编号： S0270520090001
号：
电话： 01056508507
邮箱： jiangwei@wlzq.com

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	140.90	126.32	218.03	227.09
增长比率(%)	-6.98	-10.35	72.60	4.15
净利润(亿元)	9.56	7.88	27.18	33.04
增长比率(%)	-46.82	-17.51	244.83	21.54
每股收益(元)	0.22	0.18	0.64	0.77
市盈率(倍)	31.57	38.28	11.10	9.13

数据来源：Wind，万联证券研究所

投资核心观点

● **燃料电池黎明前夕，氢能发展远超市场预期。**

随着“十城千辆”以奖代补政策的公布，燃料电池汽车的产业化应用向全产业链布局、中重型商用车领域以及示范城市群倾斜，2020/2025/2030年我国氢燃料电池汽车目标保有量分别为1/10/100万辆，行业处于高速发展的黎明前夕，相较2020年全国不到2000辆的销售规模，订单即将迎来爆发式增长，远超市场预期。

● **笃行致远砥砺前行，全产业链布局协同效应强。**

公司从制氢-加氢站-膜电极-电堆-整车全产业链布局氢能板块，旗下飞驰汽车研发的重卡样车已开始上路测试，此外在青岛、嘉兴、佛山、广州、云浮等多个城市建设氢能产业园，发挥全链条布局的协同效应优势。

工业制氢：公司炼焦业务的副产物-焦炉气中工业副产氢占比高达50-55%，通过提纯能够满足低成本制氢的需求，发展工业制氢充分利用了公司传统煤焦业务的资源优势，也符合我国碳中和发展路线的要求。公司在山西的资源优势凸显，焦炉煤气成本低，目前现代制氢配套项目已经开工，二期竣工后产能达1万标方每小时，年产7800吨，未来3-5年会产生示范性效应。

加氢站：公司在全国各地陆续建设加氢站，目前已有5座投入运营，在建10座，全国各地规划100座次。结合公司在工业制氢上的优势，在加氢站建设上拿单能力强，公司与河钢开展合作覆盖生产应用及基础设施建设，并与河钢集团全资子公司河钢工业技术签订《河钢工业技术服务有限公司与山西美锦能源股份有限公司之氢能产业合作框架协议》，明确4年内在河北建设不低于30座加氢站，未来2-3年内有望成为公司一大业绩亮点。

燃料电池膜电极：公司通过控股鸿基创能进军氢燃料电池膜电极领域，鸿基创能从18年开始做膜电极，19年开始量产且超过预期，目前产能设置一年500万片，良品率在99-99.9%之间，目前确定订单在50万片以上，未来在政策推动下营收有望保持三年10倍增速，其中2020/2021年营收预期分别为1/2亿元。

燃料电池动力系统：公司于2019年通过增资1.8亿参股国鸿氢能，进一步完善在氢能产业链的布局，与飞驰汽车、鸿基创能形成上下游协同效应，降低成本。国鸿氢能在16年5月引入巴拉德电堆技术，极大地推动了中国燃料电池产业化的进程。通过吸收消化巴拉德工艺文件、生产流程、装备，国鸿目前所有生产设备实现了国产化，培养出全套供应链体系。

基于前期的引进吸收消化，国鸿发布了自主化产品鸿芯系列，对巴拉德原方案进行多个方面的突破，材料全部国产化，也实现了国宏在电堆领域的双轨发展。在以奖代补政策强调的8个关键零部件自主国产化中，电堆、双极板都属于国鸿的范畴之内，政策推动下公司业绩增长确定性强。

燃料电池整车：公司在氢能领域进行了全产业链布局。子公司飞驰汽车是国内最

大的氢燃料电池客车企业，年产能5000台，19年销售376辆氢能汽车，广东地区市占率达96%，实现营收5.37亿元，同比增长24.91%；净利润3656万元，同比增长12.59%。20年上半年实现营业收入2.88亿元，净利润1982万元。截至11月，飞驰共交付氢能公交213辆，新中标订单103台，订单合计金额1.98亿元。飞驰汽车氢能主流产品突破了客车的范围，在8.6米、11米、12米城市客车之外，还有12T、18T物流车，还有4.5T、18T冷藏车，31T自卸车及49T牵引车，应用范围不断扩大，目前已更名为飞驰科技，进入分拆上市提速期。

● 量价提升带动煤炭板块，业绩释放预期明确

在建产能进入投产期，增长预期明确。下半年华盛化工置换产能、隆辉退出焦化业务后，公司炼焦产能达到715吨/年，产能增长145吨/年，高达25.44%。此外内蒙古一期500万吨/年在建焦化项目预计22年年底投产，投产后产能将达1215吨/年，是20年产能的2.13倍，21年产能的1.7倍，产能增长预期明确。

焦炭缺口扩大，产能供不应求。受疫情影响，2020上半年，公司焦化产品及副产品营收约46.18亿元，同比下滑32.94%，产品毛利率约15.83%，较上年同期减少7.15个百分点。下半年随着地产、汽车行业的回暖，上游用钢需求带动焦炭需求的释放，焦炭价格开始走高，在去产能的大背景下，焦炭价格从20年Q3的1792元/吨上涨至目前2746元/吨，预计21年全国焦炭缺口将达到3000万吨，焦炭利润和价格有望维持高位。2022年H2新增产能弥补缺口后，焦炭利润与价格仍能保持在较好的水平。量价提升逻辑明确，炼焦板块营收增长可期。预计2021年炼焦板块营收可达196.32亿，贡献净利润27.92亿，结合传统煤炭行业8倍PE、焦炭行业估值溢价、产能增长以及焦炭涨价预期，给予11x估值，炼焦板块市值应在307.09亿元左右。

图表 1：美锦能源 PE-Band



资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

● 氢能发展拐点降至，细分龙头估值空间大

氢能行业目前正处于导入期，二级市场相关龙头标的的数量小，掌握电堆、膜电极等核心零部件技术的龙头企业享受估值溢价，而涉及空压机等非核心组件的企业在本轮行情中反应较为平淡。对比巴拉德动力系统、PLUG、FuelCell Energy目前82-98倍的市销率，目前A股氢能龙头标的亿华通市销率仍在40倍以下，板块估值增长空间大。以鸿基创能2020年预计营收2亿元估算，以10倍PS保守估计，鸿基创能市值应在20亿元左右。目前美锦能源持有鸿基创能22.95%股份，对应市值为4.59亿元。

国鸿氢能作为燃料电池动力系统及电堆产业的领军企业,截至2020年底总装机突破25万千瓦,上车量达6000辆,占有率超过70%。结合我国2025年燃料电池在运量达10万辆的规划目标,以33%的市占率保守估算,国鸿氢能2021年营业收入将达8.3亿。参考行业内市场地位相似的企业亿华通,给予国鸿氢能40倍市销率,市值将达330亿元,对应贡献市值4.59亿元。

飞驰汽车于2020年与河钢集团达成合作协议,21-23年规划推广4000辆燃料电池商用车,其中21年推广1000辆。此外,公司重点布局的广东地区20-23年要达到燃料电池汽车在运2万辆,公司目前在区域内市场占有率为96%。按照2021年交付2000辆保守估计,对标新能源汽车的行业市销率并结合燃料电池汽车产业处于导入期的折价因素考虑,给予5倍估值,对应市值为108.54亿元,贡献市值55.57亿元。结合炼焦板块的估值以及氢能板块业务的逐渐兑付,公司目前的市值应在397亿以上,对应目标价9.29元。

万联证券

目录

1、美锦能源：传统煤焦优势及转型氢能战略双轮驱动	7
1.1 煤焦化产业链一体化，布局新能源业务	7
1.2 盈利能力强，财务质量良好	8
1.2.1 营收及净利润稳定，焦炭业务比重大	8
1.2.2 资产负债结构稳定，财务质量良好	10
2、立足传统焦炭产业，积极打造业绩增长点	11
2.1 旗下煤矿储量丰富，传统焦煤业务向制氢板块拓展	11
2.2 行业龙头地位稳固，焦炭涨价预期明显	12
2.3 积极布局加氢站，全国规划建设高达百座	13
2.4 提前布局超级电容炭，未来有望打造业绩增长点	15
3、布局氢能全产业链，抢跑未来氢能发展赛道	15
3.1 下游控股飞驰汽车，后续订单可期	16
3.1.1 飞驰汽车：国内最大氢燃料电池客车企业	16
3.1.2 2019年广东省市占率高达96%，实现净利润3656万	17
3.2 中游增资国鸿氢能，深度绑定电堆供应商	18
3.3 上游控股鸿基创能，掌握燃料电池核心技术	19
3.3.1 鸿基创能：致力于研发燃料电池膜电极	19
3.3.2 鸿基创能量产超预期，营收有望保持高速增长	20
4、估值和投资建议	21
4.1 关键假设	21
5、风险提示	22
图表 1：美锦能源 PE-Band	3
图表 2：美锦能源股权结构（截至 2020Q3）	7
图表 3：主要控股公司及子公司（截至 2020H1 年末）	8
图表 4：公司近五年营收（亿元）及增速	8
图表 5：2019 年主要客户营收贡献率	8
图表 6：2020H1 公司营收占比情况（分行业、分产品、分地区）	9
图表 7：公司近五年归母净利润（亿元）	9
图表 8：公司近五年毛利率及净利率情况（%）	9
图表 9：公司近五年资产负债情况（亿元）	10
图表 10：公司三大活动现金流量情况（亿元）	10
图表 11：流动资产项（万元）	10
图表 12：应收账款账龄分布（2019 年末）	10
图表 13：公司煤矿数据	11
图表 14：2020 年 H1 项目投资进展	12
图表 15：焦炭加工行业主要公司（财务数据截止至 2020 年 Q3）	12
图表 16：2014-2020 年华北地区焦炭日均价（元/吨）	13
图表 17：焦炭产品近五年的营业收入和成本（亿元）	13
图表 18：公司焦炭近五年产销量（万吨）	13
图表 19：云浮锦鸿氢源股权结构	14
图表 20：超级电容炭专利情况	15
图表 21：飞驰汽车股权结构	17
图表 22：飞驰汽车历年营收情况（单位：百万）	17

图表 23: 2020 年氢燃料电池城市客车交付情况.....	17
图表 24: 2020 年氢燃料电池城市客车中标情况.....	18
图表 25: 2019 年燃料电池汽车发动机系统供应商分布.....	18
图表 26: 鸿基创能股权结构.....	19

万联证券

1、美锦能源：传统煤焦优势及转型氢能战略双轮驱动

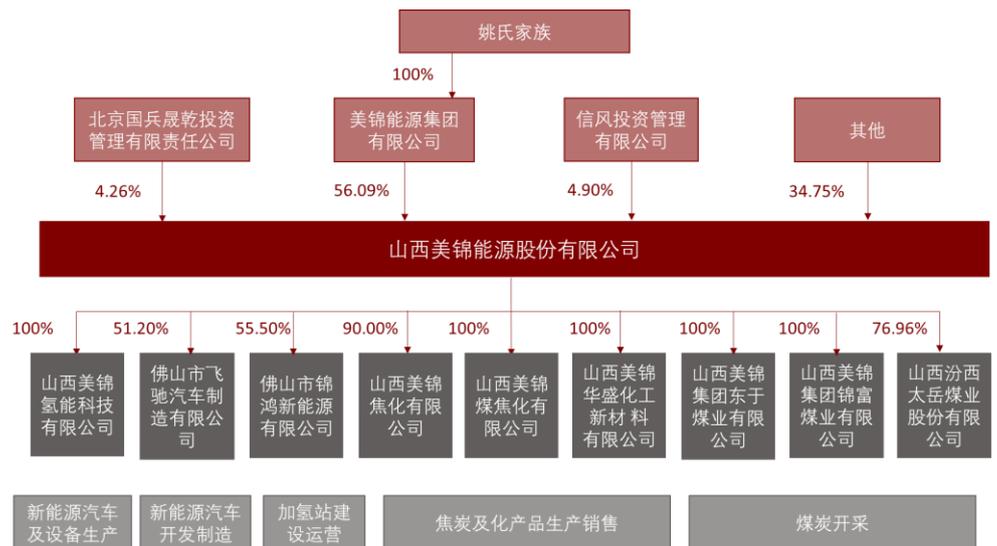
山西美锦能源股份有限公司（以下简称“美锦能源”）成立于1992年，前身为福州天宇电气股份有限公司。2007年，公司进行了资产置换，美锦集团将其持有的山西美锦焦化有限公司的90%股权交付给天宇电气，天宇电气将其全部资产负债受美锦集团委托直接交付给许继集团或其指定的第三方。2007年8月3日，公司注册地由福州市迁至太原市清徐县贯中大厦；2007年9月20日公司正式更名为山西美锦能源股份有限公司，证券简称美锦能源，证券代码：000723。

1.1 煤焦气化产业链一体化，布局新能源业务

美锦能源主要从事焦炭及其制品、煤炭、天然气及煤层气等生产经营，拥有“煤-焦-气-化”比较完整的产业链，在市场上具有较强的竞争力。主要产品为：煤炭、焦炭及煤化工产品、天然气等。公司焦炭销售的主要区域为华北、华东、华中等地区的大型钢铁企业。所生产的煤炭主要作为公司炼焦的原料自用。近年来，美锦能源积极布局氢能产业链。2017年成立山西示范区美锦氢源科技发展有限公司；2017年底，公司收购飞驰汽车51.2%的股权，飞驰汽车成为公司的控股子公司，生产氢燃料电池汽车。

公司股票全部为A股，且股权结构较为简单，由姚氏家族实际控制的美锦能源集团有限公司占有美锦能源56.09%的股份，第二大股东信风投资管理有限公司占公司4.90%的股份，第三大股东北京国兵晟乾投资占公司4.26%的股份，其他公众股东共占34.75%。

图表 2：美锦能源股权结构（截至 2020Q3）



资料来源：Wind、公司公告、万联证券研究所

美锦能源主要子公司有山西美锦煤焦化有限公司、山西美锦集团锦富煤业有限公司、山西美锦集团东于煤业有限公司、山西汾西太岳煤业股份有限公司、山西美锦焦化有限公司、佛山市飞驰汽车制造有限公司、山西美锦物资供应有限公司等。除飞

驰汽车（持股51.2%）、锦鸿新能源（持股55.5%）和汾西太岳（持股76.96%）外，其余子公司持股比例均为100%。最大全资子公司——美锦煤焦化有限公司2020年H1的营业收入为40.5亿元，占上市公司2020年H1总营收的45.13%，创造净利润1,792万元，占总净利润的3.68%。

图表 3：主要控股公司及子公司（截至 2020H1 年末）

公司名称	持股	营业收入(万元)	净利润(万元)	主营业务
山西美锦煤焦化有限公司	100%	405,082.76	1,791.68	焦炭
山西美锦华盛化工新材料有限公司	100%	62.85	-106.05	焦炭
山西美锦集团锦富煤业有限公司	100%	6,180.77	-3,155.32	焦煤
山西上德水务有限公司	75%	880.36	-19.97	污水处理
佛山市飞驰汽车制造有限公司	51.2%	28,891.36	1,981.77	汽车制造
山西美锦集团东于煤业有限公司	100%	14,347.11	-2,328.25	焦煤
山西汾西太岳煤业股份有限公司	76.96%	42,885.51	12,787.38	焦煤
山西美锦焦化有限公司	90%	50,670.32	880.95	焦炭

资料来源：Wind、公司公告、万联证券研究所

1.2 盈利能力强，财务质量良好

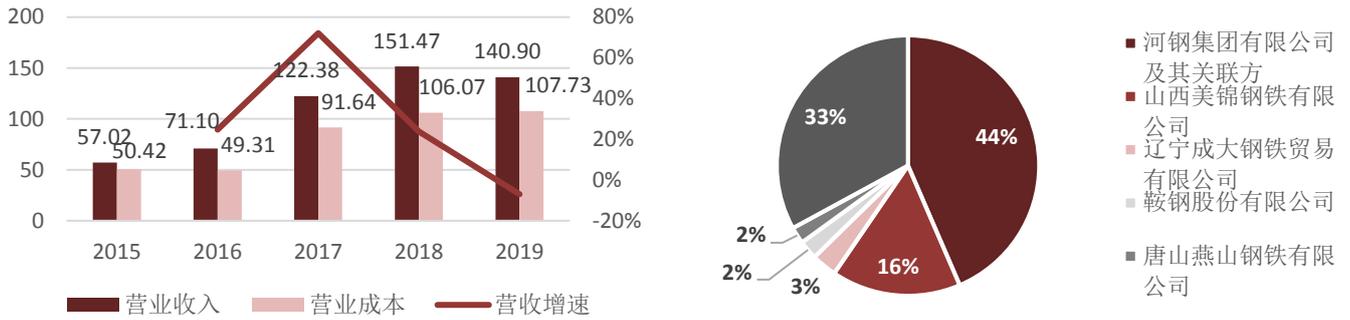
1.2.1 营收及净利润稳定，焦炭业务比重大

近五年，美锦能源营业收入持续增长。受市场环境的影响，公司2015年受宏观经济影响，焦炭价格跌幅较大，公司整体利润空间大幅度压缩，公司出现亏损。近三年营业收入处于稳步增长阶段，2016年市场好转，公司扭亏为盈；2017年煤焦市场持续向好，公司业绩同比大幅增长；2018年焦炭需求旺盛，价格有较大上涨，公司业绩继续同比大幅增长；2019年，在中美贸易战持续和经济下行压力加大的背景下，国内煤焦市场需求增速放缓，焦炭产品营收略微下滑，公司全年总营收为140.9亿，同比下滑6.98%。随着疫情后经济改善以及去产能带来的龙头效应，焦炭板块业务有望在2021、2022年得到改善。

公司客户结构比较稳定，2019年公司五大主要客户销售总额占年度销售总额的67.03%，其中客户河钢集团对销售收入贡献最大，占比高达43.55%。公司旗下有28家子公司，从子公司营业收入及其所属行业可以看出，公司营收大部分来自焦炭和焦煤业务，2020年上半年营收占比高达94%，此外新能源板块增长迅速，目前已贡献公司总营收的4%。焦煤业务主要通过锦富煤业，东于煤业和太岳煤业展开，焦炭业务主要通过山西美锦煤焦化有限公司和山西美锦焦化有限公司展开。新兴的氢能业务主要通过佛山市飞驰汽车制造有限公司、佛山市锦鸿新能源有限公司展开。

图表 4：公司近五年营收（亿元）及增速

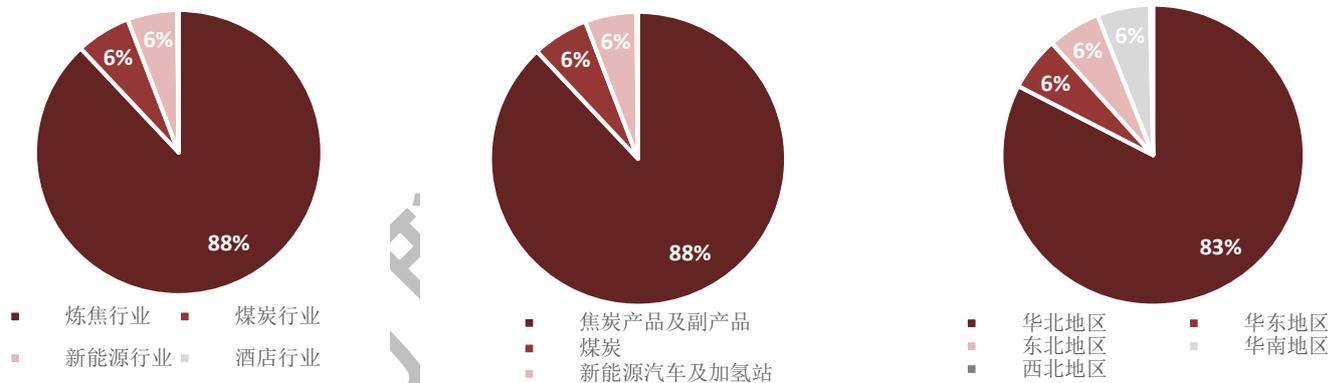
图表 5：2019 年主要客户营收贡献率



资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

图表 6: 2020H1 公司营收占比情况 (分行业、分产品、分地区)

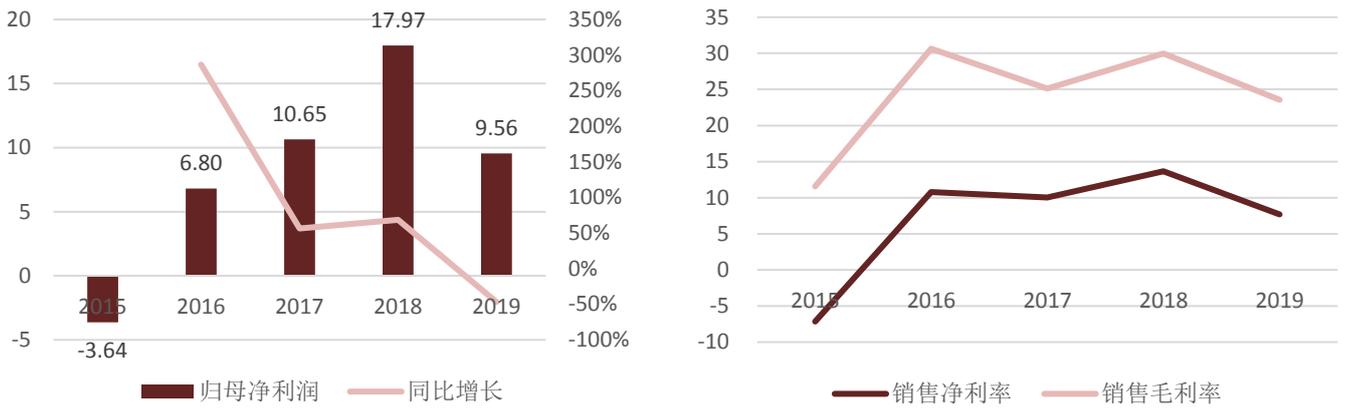


资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

2015年宏观经济增速放缓、行业产能过剩、下游钢铁行业低迷,公司经营出现亏损,归母净利润为-3.64亿元。近三年,市场好转,公司主营产品销售价格攀升,业绩逐步改善并取得增长。2016年扭亏为盈,实现归母净利润6.80亿元,同比增长286.58%;2017年/2018年分别实现归母净利润10.65/17.97亿元,分别同比增长56.69%/71.55%,2019年受煤焦市场需求增速放缓影响,公司归母净利润下滑至9.56亿元。相应地,公司近五年内毛利率和净利润率在2015年处于最低点,2016-2018年增长并保持稳定,2020年上半年受疫情冲击影响,公司整体毛利率下滑至17.53%,但随着下半年行业需求的逐渐释放以及氢能板块的推动,2020年全年有望恢复到20.33%的水平。

图表 7: 公司近五年归母净利润 (亿元)

图表 8: 公司近五年毛利率及净利率情况 (%)



资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

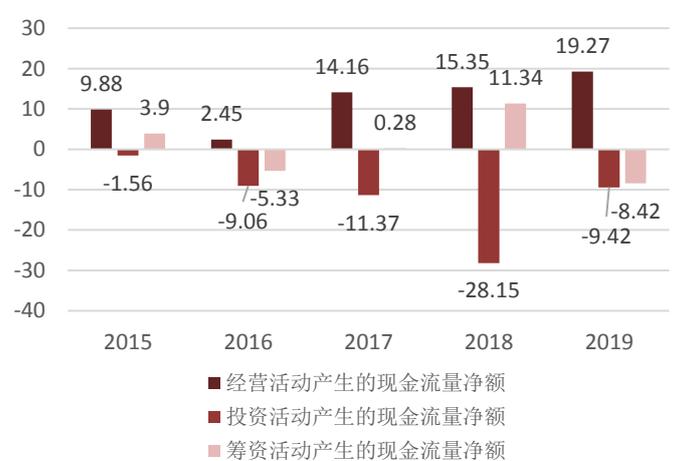
资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

1.2.2 资产负债结构稳定, 财务质量良好

公司财务质量良好, 近年来资产负债结构较为稳定, 且近四年总资产不断增长。公司三大活动中, 经营获得现金净流量始终大于零且近四年逐步增长。2019年经营活动现金净流量比上年度增加主要是公司销售回款以现金收款结算增加; 投资活动现金流出比上年减少主要是由于18年公司现金收购锦富煤业支出较大; 筹资活动现金流入比上年转正为负主要是本期归还借款较上年增加。

图表 9: 公司近五年资产负债情况 (亿元)

图表 10: 公司三大活动现金流量情况 (亿元)



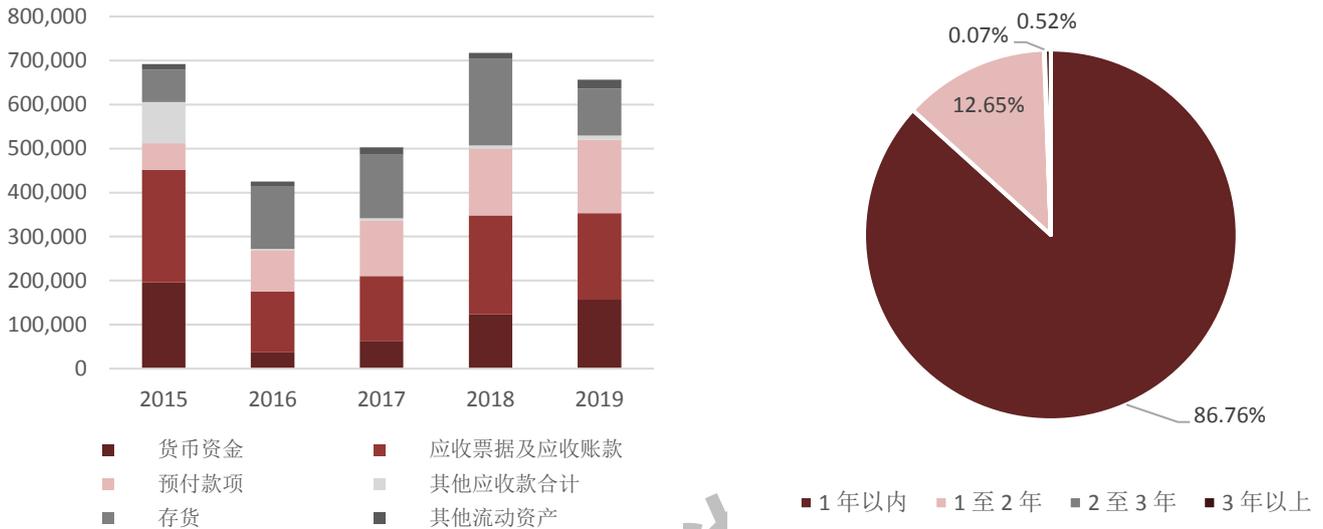
资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

公司流动资产以2016年为拐点, 16-19年实现年逐年增长。各项流动资产占比也发生了变化, 应收账款和应收票据占比逐年增长, 公司2019年末应收票据及应收账款合计19.67亿元, 其中应收账款19.32亿元, 在流动资产中占比28.86%。但应收账款中约87%的账龄在一年以内, 回收性较强。

图表 11: 流动资产项 (万元)

图表 12: 应收账款账龄分布 (2019 年末)



资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

2、立足传统焦炭产业，积极打造业绩增长点

美锦能源立足于传统产业，主营业务为传统焦炭业务，焦炭及其副产品为其营业收入贡献达88%，因此焦炭业务至关重要。焦炭是固体燃料的一种，是由焦煤在约1000°C的高温条件下经干馏而获得，主要用于炼铁。

2.1 旗下煤矿储量丰富，传统焦煤业务向制氢板块拓展

煤矿储备丰富，自给率高达55%。公司现有三个煤矿，分别为汾西太岳(210万吨，76.96%权益)、东于煤业(150万吨，100%权益)、锦富煤业(180万吨，100%权益)，共540万吨产能，其中权益产能492万吨，煤炭储量近7亿吨，基本全部用来生产焦煤。公司于2018年将原来动力煤层开采更改为焦煤层开采，产量增加，2018年全年焦煤生产量达658.65吨，同比增长6.09%。2019年由于焦煤需求下滑，公司根据市场形势，期末适当降低库存量，全年焦煤生产量571.55万吨，同比减少13.22%；销售量611.99万吨，同比减少6.56%；库存量15.19万吨，同比减少71.58%。公司于19年8月在深交所互动易披露，焦炭生产煤焦比在1.33-1.4区间，按此估算生产700吨焦炭需要煤炭1000吨，因此现有煤矿资源可以保证公司未来三年内下游炼焦需求55%以上的自给率。

图表 13: 公司煤矿数据

	生产规模 (万吨每年)	权益产能 (万吨每年)	矿区面积 (平方公里)	保有资源储量 (万吨)	累计探明资源 储量 (万吨)	权益占比
汾西太岳	210	162	37.41	10379.77	11448.11	76.96%
东于煤业	150	150	16.85	20673.74	22155.10	100%
锦富煤业	180	180	19.48	32157.38	32289.39	100%
合计	540	492	73.74	63210.89	65892.60	-

资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

华盛新材料生产稳步推进，传统炼焦业务向煤制氢领域拓展。公司积极投入资金建设煤矿以及炼焦项目，同时积极转型传统炼焦业务以达到更高的效益。2018年，公司新投资两个采煤项目，东于煤矿投资2576万元新增建设洗煤厂项目，汾西煤矿新增投资3396万元大南山进回风立井项目。2019年公司进一步投入1037万元于大南山回风立井项目，此外投入110万元进入华盛新材料生产项目，切入煤制乙二醇和煤制氢的生产。截至2020年H1，公司在华盛新材料生产项目、大南山进回风立井项目分别累计投入21亿元、7692万元，项目进度分别为28.46%、25%。

图表 14：2020 年 H1 项目投资进展

项目名称	涉及业务	本期投入金额 (万元)	累计实际投入 金额 (万元)	项目进度
华盛新材料生产项目	焦炭	95850.00	209913.44	28.46%
大南山进回风立井	采煤	3260.06	7692.74	25.00%
东于洗煤厂项目	新能源汽车	4415.48	4672.92	3.58%
合计		103525.55	222279.10	-

资料来源：Wind、公司公告、万联证券研究所

2.2 行业龙头地位稳固，焦炭涨价预期明显

申银万国三级行业分类下的焦炭加工行业内共有8家上市公司，美锦能源总市值位列第一。对比已经公布2020年季报的几家公司，美锦能源总收入和净利润都是行业内最高的，剔除ST安泰后，近三年总收入复合增长率和净利润复合增长率也是最高的。2019年美锦能源全焦生产量为572万吨，是中国最大的焦化企业之一。

图表 15：焦炭加工行业主要公司（财务数据截止至 2020 年 Q3）

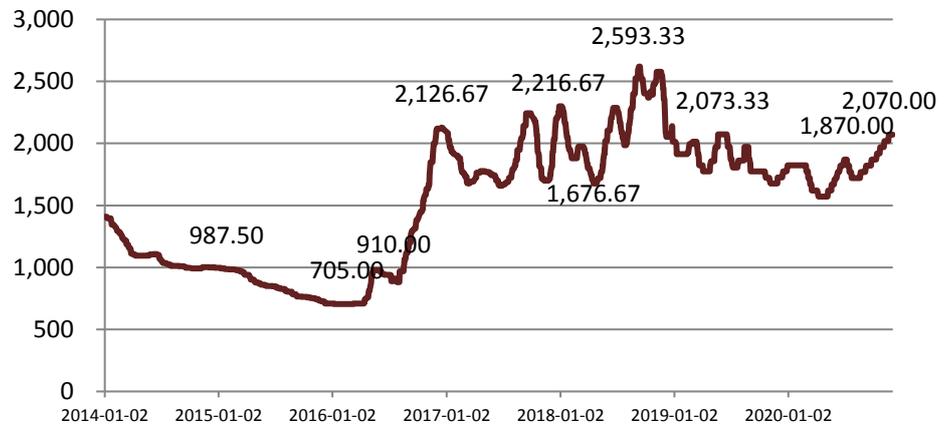
代码	公司	总收入(亿元)	净利润(亿元)	ROE (%)	营收 CAGR (%)
000723	美锦能源	89.76	5.4	6.84	25.61
603113	金能科技	53.92	6.41	12.54	24.36
600740	山西焦化	50.13	9.3	0.25	14.87
601015	陕西黑猫	58.08	0.41	0.73	19.09
601011	宝泰隆	17.38	0.13	7.98	19.61
600792	云煤能源	34.06	0.16	1.19	19.27
600725	ST 云维	8.77	0.12	4.31	-10.58
600408	ST 安泰	62.01	0.63	18.17	41.37

资料来源：Wind、万联证券研究所

2018年受焦炭行业供求形势影响，焦炭需求旺盛，价格有较大上涨，公司业绩继续同比大幅增长，公司在18年完成收购锦富煤业，对公司利润有较大的贡献，公司管理创新和开源节流成效显著，合理调配原料煤结构降低成本，致公司业绩大幅增长。受中美贸易战及经济下行压力影响，焦煤价格于2019年开始回落，焦煤板块营收相较18年略微下降8.47%。在2020年初疫情冲击过后，焦炭价格一路高走至2,070元每吨，随着汽车、地产行业的恢复，上游炼钢需求的增长带动了焦炭价格的上

涨，2021、2022年炼焦板块预计将逐渐复苏，去产能后公司的龙头地位也有望实现上下游议价能力的提升，带动板块业务增长。

图表 16: 2014-2020 年华北地区焦炭日均价 (元/吨)



资料来源: Wind、万联证券研究所

图表 17: 焦炭产品近五年的营业收入和成本 (亿元) 图表 18: 公司焦炭近五年产销量 (万吨)



资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

2.3 积极布局加氢站，全国规划建设高达百座

焦炉煤气氢源禀赋重组，现代焦化项目投产后制氢产能可达7800吨。美锦能源主营业务是生产焦炭，而焦炉煤气中50%是氢气，通过深冷工艺提取可以实现低成本制氢。公司每年产生8亿标方的焦炉煤气，其中可以提取4亿方的氢气。受限于目前氢气终端消费的需求量不大，与将焦炉煤气制成CNG和LNG等工艺路线相比，氢气液化经济性较差。与此同时，氢气气态经济运输半径局限在200公里以内。50公里以内，每公斤氢运输成本为2块钱，50-100公里是运输成本4块钱/kg，运输压缩氢气的鱼雷车每车仅可运300kg。因此未来焦炉煤气制氢如果大规模使用的话，主要还是应用于山西省内。目前公司现代焦化项目已开始投入生产，配套制氢项目已经开工，二期竣工后制氢产能1万标方每小时，年产7800吨。

2017年9月，美锦能源出资1亿元设立全资子公司山西示范区美锦氢源科技发展有限公司（以下简称“美锦氢源”），致力于在山西综改区开展园区建设，引入氢能

全产业链，将美锦能源乃至山西丰富的氢能资源高效利用。美锦氢源主要负责氢气制取、加氢站、储运设备等工作。但山西省内目前没有成熟的加氢站，省内氢燃料电池汽车还处于发展初期，待省内氢能市场逐渐发展起来，美锦氢源将积极在省内布局加氢站。2018年美锦氢源净利润是-35.94万元，并于2018年1月美锦氢源与美锦能源合并报表。

2018年4月4日，佛山市锦鸿新能源有限公司（以下简称：“锦鸿新能源”）注册成立，注册资本2222.3万元，公司持有其55%股权。锦鸿新能源目前为公司在佛山市加氢站的投建、运营和管理平台。目前公司与佛山市汽车运输集团有限公司联合运营佛山市禅城区首座加氢站——佛罗路加氢站，该加氢站占地面积2000平米，总投资额约1250万元，首期建设日加氢能力500kg，已于2018年11月底建成并调试完毕，具备投产加氢能力。

2018年5月31日，美锦能源与国鸿氢能、佛山（云浮）产业转移工业园投资开发有限公司共同出资成立云浮锦鸿氢源科技有限公司（以下简称“云浮锦鸿”），公司占股60%，云浮锦鸿主要从事制储氢和加注氢设备和产品的研发、销售和技术咨询；加氢站和充电站的投资、设计、施工等业务。同年7月，云浮锦鸿氢源旗下首个投资项目——锦鸿云安加氢站在广东云浮举办开工奠基仪式。该加氢站项目占地面积4.97亩，分两期建设，一期计划投资1700万元，加氢能力为500kg/日。项目二期将根据市场发展需要适时启动，届时加氢能力将增加到1000kg/日。

图表 19：云浮锦鸿氢源股权结构



资料来源：Wind、公司公告、万联证券研究所

美锦能源转型氢能始于2017年9月决定成立美锦氢能，并迅速在2017年12月收购佛山飞驰51.2%的股份，正式踏上氢能转型之路，并于佛汽集团、广东鸿运建立了深度合作关系，后来合资成立了广东鸿锦，并通过合资成立的云浮锦鸿氢源科技有限公司在云浮投资建立了加氢站。2019年1月，美锦能源参股的广东鸿锦向膜电极企业鸿基创能增资1.02亿，完善了其在燃料电池领域的布局。

在嘉兴氢能产业园之前，美锦能源在氢能源的布局基本都在广东省。嘉兴产业园是美锦能源在广东省之外另一个进行氢能布局的省份，也显示了美锦能源自主构建氢能源产业集群的雄心。市场对美锦能源的转型报以充分的期望，美锦能源在氢能源产业上加快发展步伐，将推动全国氢能源市场发展。

在加氢站建设方面，美锦在全国各地陆续建设加氢站，5座投入，在建10座，全国各地规划100座。公司与北京地区最大氢气供应商合作，为张家口公交公司提供氢能保障服务，将在2020年冬奥会提供供氢保障，使美锦能源业务拓展到京津冀地区，

增强氢能储运技术的积累。另外在河北地区与河钢集团合作，包括美锦自身1万辆重卡，河钢5万辆重卡陆续替换成氢能重卡车，基于双方优势联合探索氢能重卡应用发展模式。合作覆盖生产应用及基础设施建设，其中与河钢集团全资子公司河钢工业技术签订的合作框架协议中明确了4年推广不低于4000辆氢能商用车，不低于30座加氢站的目标，背靠公司在工业副氢资源上的优势，可以发挥全产业链的协同效应，在加氢站建设上具有先发优势。

2.4 提前布局超级电容炭，未来有望打造业绩增长点

2016年8月3日，美锦能源与中国科学院山西煤炭化学研究所（以下简称“煤化所”）合作研制开发“超级电容器电极材料中试技术”暨电容炭的研制开发。电容炭是超级电容器的关键材料，是活性炭领域的特殊高附加值品种。该产品目前尚未实现国产化，对外依赖度极高。双方确立合作旨在打破国外产品和技术垄断，实现电容炭的国产化。

2017年9月4日，美锦能源发布公告称电容炭中试技术开发取得重大进展。项目以生物质为原料，突破低温交联、中温碳化、高温活化以及深度纯化等中试关键技术，制备了高品质的电容炭，性能指标高于日本同类产品，有望实现电容炭的进口替代。2017年该项目投入700万人民币。

2018年，电容炭的研制开发项目取得重大进展，产品主要应用在高铁，军工，航天等领域。项目投入1000万元，具有完全自主知识产权，年产10吨的电容炭中试线已于2019年上半年建成投产。2019年下半年，电容炭中试产品先后在宁波中车新能源、上海奥威和锦州凯美等用户完成评测，综合性能与占据国际市场主流的日本可乐丽公司YP-50F产品相当，个别指标已超越YP-50F，达到国际先进水平，具备大规模替代进口的潜力。公司正在推动年产1000吨电容炭产品生产线项目落地，计划分两期实施，受疫情影响，原计划2020年启动的一期工程延期，有望在2021年投产，产能500吨每年。产品量产后可有效替代进口，并压低国内市场价格到30万/吨，按500吨产能计算将为公司带来1.5亿元收入。目前电容炭尚未到规模化应用的拐点，但公司在该领域的技术储备有望在未来为公司业务打造新的增长点。

图表 20：超级电容炭专利情况

序号	专利名称	申请号	发布日期
1	一种去除超级电容活性炭中游离态氯离子的方法	2018112354240	2018/10/23
2	一种具有超低表面含氧官能团的超级电容活性炭的制备方法	2018112354170	2018/10/23
3	一种连续化制备超级电容活性炭的方法	2018112361511	2018/10/23

资料来源：Wind，公司公告，万联证券研究所

3、布局氢能全产业链，抢跑未来氢能发展赛道

氢能作为未来能源体系的重要组成部分，也是国家发展战略之一，不管是眼前利用氯碱化工副产氢生产氢气，还是尚未形成规模的煤焦产业等富氢尾气生产氢气，还

是未来利用再生能源制氢，氢能都会成为未来能源体系的重要构成之一，根据世界氢能协会预计，2050年氢能将占一次能源的18%，目前不到1%，未来发展潜力巨大。氢能源汽车产业链上游是制氢、储氢、运氢、加氢，中游是氢燃料电池，包括核心元件，膜电极的研发公司，下游是整车企业。公司紧跟国家和行业政策导向，根据公司“一点（整车制造）、一线（燃料电池上下游产业链）、一网（加氢站网络）”的总体规划，在氢能领域进行全产业链布局。

3.1 下游控股飞驰汽车，后续订单可期

3.1.1 飞驰汽车：国内最大氢燃料电池客车企业

收购飞驰汽车，布局氢能下游整车赛道。2017年公司收购控股了国内最大的氢燃料电池客车企业飞驰汽车，为公司在氢能应用领域奠定了坚实的基础。同时，与广东鸿运高新技术投资有限公司共同出资设立广州鸿锦投资有限公司，通过投资拓展氢能产业链上下游环节，打通产业链关键环节。公司业务板块在炼焦过程中焦炉煤气富含50%以上氢气（考虑到200km的经济运输半径，目前还未开始采用），在低成本制氢和发展加氢站等方面拥有得天独厚的优势条件。飞驰汽车目前已经成为国内氢燃料电池客车企业中首次对外出口的公司，氢燃料电池和氢燃料电池汽车已成为公司的战略优势。

佛山市飞驰汽车制造有限公司始建于1971年，专业从事研发、生产、销售公路客车、旅游客车和城市客车，发展至今已有四十多年，是首批列入国家公告目录的大中型客车生产厂家之一，产品在港、澳、台及华南地区具有较高的知名度和影响力。

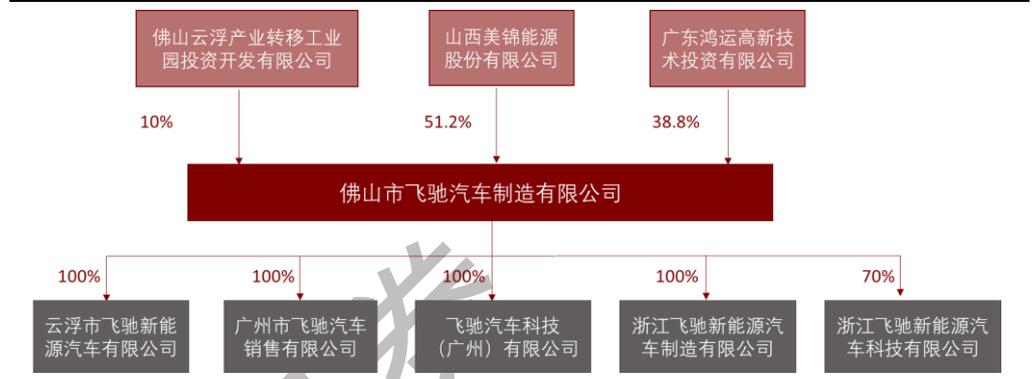
生产基地：为推动佛山、云浮两地氢能产业的发展，2016年10月，飞驰公司将生产基地从佛山市转移至云浮思劳氢能产业园，该基地占地350亩、总建筑面积23万平方米、总投资额20亿元，整个基地的厂房设备、工艺流程设计都是由中国设计院中国机械工业第九设计院承担完成，拥有全铝车身制造、车身合装、侧蒙皮辊压涨拉、底盘制造、总装、车身电泳等先进的客车生产设备完善的流水线生产车间以及研发实验室，可年产新能源客车达到5000台，为华南地区具规模的新能源客车和氢燃料电池客车生产基地。

技术团队：公司拥有员工250多人，拥有独立的研发生产团队，技术力量雄厚。同时，公司与国内外多家氢燃料电池技术企业、研究机构保持有紧密的合作关系，其中包括广东国鸿氢能、加拿大巴拉德、上海重塑、佛科院等。

公司产品：目前公司产品覆盖公路客车、旅游客车、城市客车、特种装备车等，涉及柴油、LNG及新能源、氢能源等多种动力形式，拥有从6米~12米各种不同类型及型号的客车公告20余个。其中，公司设计研发并成功实现量产的新能源客车车型有8.5米、10.5米纯电动快、慢充城市客车，8.5米、10.6米插电式气电混合城市客车，7米、8.5米、11米、12米氢燃料电池等新能源城市客车及燃料电池厢式商用车，产品列入《节能与新能源汽车示范推广应用工程推荐车型目录》，享受各级财政补助。2016年9月28日和10月18日，公司成功研发的首款11米氢燃料电池城市客车分别投入佛山三水区、云浮市区的国内首条和第二条氢能公交线路正式运行，目前示范线整体运作正常，车辆综合性能稳定，产品质量可靠，得到政府部门的高度认可。

2017年底，美锦能源收购飞驰汽车51.2%股权，成为实际控制人。飞驰汽车作为国内最大的氢燃料电池客车企业，实现了国内氢燃料电池客车的首次出口。飞驰汽车目前年产能5000台。

图表 21：飞驰汽车股权结构



资料来源：Wind、万联证券研究所

3.1.2 2019年广东省市场占有率高达96%，实现净利润3656万

2019年飞驰汽车生产新能源车341台，其中包括氢能汽车和电动汽车，销售量达391辆，其中氢燃料电池汽车销量376辆，在氢燃料电池汽车市场中市占率达13.7%，其中在广东省市场占有率高达96%。19年飞驰汽车实现营业收入5.37亿元，同比增长24.91%；实现净利润3656万元，同比增长12.59%，净利润率为6.81%。2020年半年报显示，2020年上半年新能源汽车销售量214辆，其中氢燃料电池车销量114辆，飞驰汽车上半年实现营业收入2.88亿元，实现净利润1982万元。

图表 22：飞驰汽车历年营收情况（单位：百万）

	2017	2018	2019	2020H1
总资产	335.02	868.41	1041.96	1350.27
所有者权益合计	160.68	179.17	215.74	235.55
营业收入	199.20	430.06	537.20	288.91
净利润	-37.17	32.47	36.56	19.82

资料来源：Wind、公司公告、万联证券研究所

截至2020年11月，公司旗下控股子公司飞驰汽车向广东鸿景物流有限公司、佛山市禅南公共交通有限公司、佛山市新协力汽车运输有限公司、佛山市顺德区鸿运公共交通有限公司、佛山市顺德区顺汽公交有限公司、青岛真情巴士集团有限公司合计交付氢燃料电池公交客车共213辆。本次氢燃料电池城市客车的交付，有助于飞驰汽车氢能源产品在国内外市场的进一步推广和知名度的提高，也为企业自身在氢能源产品领域进一步发展积累经验 and 力量。

相关交付标的情况如下：

图表 23：2020 年氢燃料电池城市客车交付情况

招标单位	交付车型	交付量 (台)	交付日期
广东鸿景物流有限公司	氢燃料电池厢式运输车	50	2020年3月
佛山市禅南公共交通有限公司	8米氢燃料电池城市客车	42	2020年5月
佛山市新协力汽车运输有限公司	8米氢燃料电池城市客车	30	
佛山市顺德区鸿运公共交通有限公司	8米氢燃料电池城市客车	16	
佛山市顺德区顺汽公交有限公司	8米氢燃料电池城市客车	25	
青岛真情巴士集团有限公司	12米氢燃料电池城市公交	50	2020年11月
合计		213	-

资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

到目前为止,经营方面,飞驰汽车目前有超过769台氢燃料电池客车在佛山正常运营,运营里程合计超过700万公里,均未出现安全事故。截止至2020年11月,飞驰新中标订单氢能公交103台,中标金额达1.98亿。随着“十城千辆”第一批示范城市群名单的即将到来,作为深耕广东地区的氢能汽车企业,飞驰汽车销售量有望在未来三年达到量的飞跃,仅佛山地区2025年规划氢能汽车保有量要达到6000辆,行业上升空间广阔,根据公司规划,到2022年佛山飞驰要实现年产3000辆的目标。

图表 24: 2020 年氢燃料电池城市客车中标情况

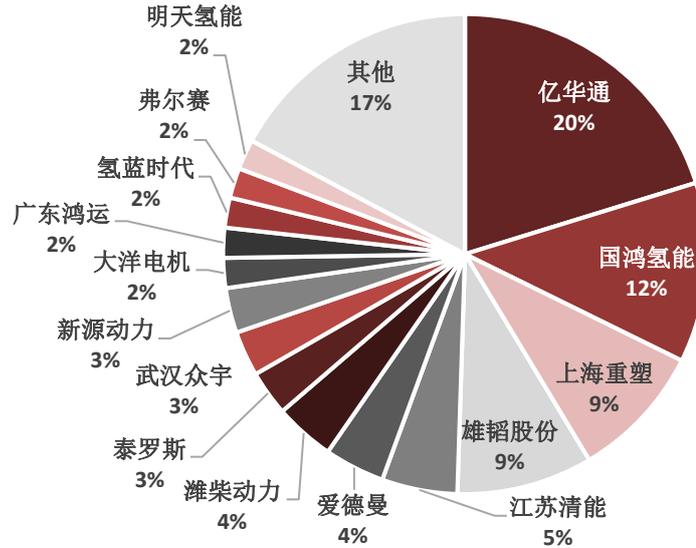
公告日期	购买方	中标标的(车型/台)		中标金额(万元)
2020年1月2日	佛山市粤运公共交通有限公司	8.5米氢能源公交车	43	7,903.40
2020年9月1日	佛山市高明区交通运输局和佛山市高明区氢裕公交客运有限公司	10-1米氢燃料电池公交	10	2,150.30
		8-9米公交车	50	9,761.50
合计			103	19,815.20

资料来源: Wind、公司公告、万联证券研究所

3.2 中游增资国鸿氢能,深度绑定电堆供应商

参股公司龙头地位稳固,估值达20亿。国鸿氢能目前为止总装机突破25万千瓦,装车量6000辆,广东地区占有率超过70%。据工信部披露,国鸿在2019年燃料电池汽车发动机系统供应商中位列第二。国鸿为各种客户提供燃料电池系统解决方案,公司是有轨机车中车四方的唯一供应方,并且与中船重工在燃料电池船上应用方面开展了深度合作。公司3年前开始布局军民融合项目,是唯一具有军工3证企业,承接5项军方重大科研项目,部分已进入修正阶段。美锦能源于2019年以1.8亿增资入股国鸿氢能,投前估值18亿元。

图表 25: 2019 年燃料电池汽车发动机系统供应商分布



资料来源：工信部《道路机动车辆生产企业及产品》、公司公告、万联证券研究所

中国燃料电池电堆技术产业化发展的推动者。国鸿于2016年5月引进巴拉德电堆技术,推动了中国燃料电池产业化进程,通过吸收消化巴拉德工艺文件、生产流程、装备,国鸿实现了生产装备的国产化,培养了整套自主供应链体系。基于前期的引进吸收消化,国鸿发布了自主研发的鸿芯系列产品,对巴拉德原有方案进行多个方面的突破,材料全部国产化,也实现了国宏在电堆领域的双轨发展。在国产替代的大逻辑下,参股国鸿氢能为子公司飞驰汽车绑定了可靠的电堆供应商,打造全产业链覆盖的战略布局。

3.3 上游控股鸿基创能，掌握燃料电池核心技术

3.3.1 鸿基创能：致力于研发燃料电池膜电极

鸿基创能科技(广州)有限公司成立于2017年,是致力于氢燃料电池核心部件膜电极的生产和研发的企业,拥有高素质、具备丰富行业经验的人才团队,其生产的膜电极产品兼具高性能、低成本等特性。

2019年1月15日,美锦能源发布公告称,公司持股45%的参股公司广州鸿锦投资有限公司(以下简称“广州鸿锦”)与相关方签订增资协议,向鸿基创能增资1.02亿元,本次增资完成后,广州鸿锦持有鸿基创能51%股份。此次增资对美锦能源有积极影响,氢燃料电池与公司拥有的氢燃料汽车业务为上下游产业,公司参与投资鸿基创能,将有利于公司在氢燃料、氢能源领域进一步深入探索,助推产业提档升级,为公司的可持续发展注入新的动力。

图表 26：鸿基创能股权结构



资料来源：Wind、公司公告、万联证券研究所

鸿基创能致力于质子交换膜燃料电池用高性能膜电极（MEA）的大规模国产化 and 产业化，为国内外燃料电池厂商提供低成本、高性能的膜电极核心组件，解决中国燃料电池核心材料长期依赖国外技术的局面。

燃料电池中的芯片——低成本、高性能的膜电极：膜电极是氢燃料电池的核心部件，在燃料电池电堆中承担了核心的电化学反应功能，其成本占据电堆总成本的60%以上，被誉为燃料电池的芯片。膜电极的技术和生产不仅决定了电堆的使用条件和寿命，同时也决定了电堆的成本和氢燃料电池的推广使用，是燃料电池电堆最核心的零部件。膜电极的研发和生产是一个集合了电化学、高分子材料化学、无机材料化学、精密涂布技术、自动连续化工业控制和功能寿命测试的产业，流程周期长、投入大。目前的前沿技术主要由国外大企业掌握，国内虽有部分企业和机构突破技术难题，但由于成本问题难以形成规模化生产，因此国内还没有公司具备膜电极的大规模连续化生产的能力，产业化基础非常薄弱。鸿基创能致力于建设国内第一个投产的低成本、高性能膜电极规模化国产生产线项目，且膜电极产品填补国内技术空白，改变国内膜电极等核心产品需要国外采购以及产量较小的现状，解决国内的氢燃料电池产业不具备主流膜电极自主核心技术和制造成本高的痛点，其技术水平和制造成本让公司可以参与国际竞争。

3.3.2 鸿基创能量产超预期，营收有望保持高速增长

2018年2月26日，广州黄埔区与鸿基创能科技签署《燃料电池膜电极产业化项目的投资合作协议》。2019年3月27日上午，鸿基创能膜电极产业化项目举行“情系黄埔氢芯中国”竣工活动，并发布了鸿基创能HyKey1.0产品，标志着燃料电池膜电极实现国产化。

膜电极作为燃料电池的“芯片”，其质量决定了燃料电池的性能和寿命。鸿基创能拥有目前国内燃料电池领域领军人才密度最高的技术团队，公司研发的第一代膜电极产品“HyKey1.0”是世界上一流的膜电极产品，性能寿命对标国际先进水平，成本比当前主流膜电极降低30%以上，对我国氢能产业发展起到了巨大推动作用。

鸿基创能专注于高性能、长寿命、低成本的膜电极产品的研发和生产，生产线设计年产膜电极30万平方米，已与20多家国内外客户达成合作，至今订单超过5500万元人民币，打破了国外企业对该行业的技术垄断。第一期工程CCM和膜电极于19年

量产并超预期，标志着我国膜电极实现国产化，目前良品率在99-99.9%之间，在手订单数量大，2021年营收有望保持三年十倍增速。公司目前正在推进超薄质子膜（8-10微米）CCM开发、高稳定性抗反极催化剂的制备、单层边框MEA的批量化制备以及关键材料的国产化替代，公司在“十城千辆”以奖代补政策下掌握技术主动权。

4、估值和投资建议

4.1 关键假设

近年来，美锦能源业务模式较为单一。2014-2017年，公司主营业务焦炭产品及副产品的营收占比基本为100%，其他业务的营收贡献基本可以忽略不计（2017年占比最高仅0.025%）。从2017年下半年开始，公司开始布局氢能产业链，成立美锦氢能，控股飞驰汽车，合资成立锦鸿氢源，参股鸿基创能等，其他业务方面营收有望大幅增加。在此我们重点对炼焦业务、飞驰汽车、鸿基创能以及国鸿氢能的估值做关键假设。

1、焦炭产品及副产品：

下半年华盛化工置换产能、隆辉退出焦化业务后，公司炼焦产能达到715吨/年，产能增长145吨/年，高达25.44%。此外内蒙古一期500万吨/年在建焦化项目预计22年年底投产，投产后产能将达1215吨/年，是20年产能的2.13倍，21年产能的1.7倍，产能增长预期明确。预计20/21/22年产量分别为542.54/686.85/808.31万吨，同比增长-5.08%/26.60%/17.68%。2020年全国焦炭缺口约为2000万吨，预计21年将扩大到3000万吨，且供不应求的局面将持续到2022年，因此假设销量与产量相同。

受疫情影响，2020上半年，公司焦化产品及副产品营收约46.18亿元，同比下滑32.94%，产品毛利率约15.83%，较上年同期减少7.15个百分点。下半年随着地产、汽车行业的回暖，上游用钢需求带动焦炭需求的释放，焦炭价格开始走高。在去产能的大背景下，焦炭价格从20年Q3的1792元/吨上涨至目前2746元/吨，预计21年全国焦炭缺口将达到2-3千万吨，焦炭利润和价格有望维持高位。2022年H2新增产能弥补缺口后，焦炭利润与价格仍能保持在较好的水平，量价提升逻辑明确，炼焦板块营收增长可期。

我们预计公司2020-2022年炼焦板块营收分别为123.43/196.32/181.67。毛利率方面，随着去产能后期产能聚集在龙头企业，公司在上下游议价能力的提升，毛利已逐渐回归上升轨道，20-22年毛利分别为20.86%/33.01%/39.63%。按21年炼焦板块营收196.32亿估算，贡献净利润约为27.92亿，结合传统煤炭行业8倍PE、焦炭行业估值溢价、产能增长以及焦炭涨价预期，给予11x估值，炼焦板块市值应在307.09亿元左右。

2、飞驰汽车：

受政策影响，氢能产业迎来发展机遇。公司在氢能产业链的布局有利于公司优化业务结构，尤其子公司飞驰汽车业绩增加将为美锦能源创收。2019年内飞驰汽车销售376辆燃料电池汽车，销售均价为191.2万/辆。考虑到飞驰汽车在氢燃料电池汽车行业的市场地位、飞驰汽车在广东区域的市场占有率以及公司产量目标的规划，预计2020-2022年销售量分别为213辆、2000辆、4500辆（十城千辆示范城市群放量，仅佛山地区2025年规划存量6000辆，此外根据公司规划，到2022年实现年产3000辆的目标）；平均单价为135.68万元、108.54万元、100.94万元。成本方面，受行业量产降本影响，燃料电池电堆以及动力系统成本有望下降，2020-2022年毛利率分别为7.68%/7.74%/8.21%。结合新能源整车企业平均PS，以及燃料电池目前处于导入期的

折价因素，给予5倍估值。对应2021年板块估值为108.54亿元，贡献市值55.57亿元。

3、鸿基创能：

目前A股燃料电池龙头标的亿华通市销率仍在40倍以下，板块估值增长空间大。鸿基创能2021年预期营收2亿，持续3年10倍预估增速。以鸿基创能2021年营收2亿元估算，以10倍PS保守估计，鸿基创能市值应在20亿元左右。目前美锦能源持有鸿基创能22.95%股份，对应市值为4.59亿元。

4、国鸿氢能：

国鸿氢能作为燃料电池动力系统及电堆产业的领军企业，截至2020年底总装机突破25万千瓦，上车量达6000辆，占有率超过70%。结合我国2025年燃料电池在运量达10万辆的规划目标，以33%的市占率保守估算，国鸿氢能2021年营业收入将达8.3亿。参考行业内市场地位相似的企业亿华通，给予国鸿氢能40倍市销率，市值将达330亿元，对应贡献市值4.59亿元。

综上所述，预计公司2020-2022年营业收入分别为126.32/218.03/227.09亿元，净利润分别为7.88/27.18/33.04亿元，对应EPS分别为0.18/0.64/0.77元/股，PE分别为38.28/11.10/9.13倍。考虑公司近两年在氢能源业务上的广泛布局，以及电容炭研发等增长点的打造，随着“十城千辆”示范城市群名单的即将公布，公司营收将迎来大幅增长，业绩弹性较大。结合炼焦板块以及氢能业务目前的基本面，公司2021年的市值应在397亿以上，对应目标价9.29元。首次覆盖给予“增持”评级。

5、风险提示

1、焦炭价格下跌幅度超过预期；2、焦炭去产能超预期；3、飞驰汽车销量不及预期；4、加氢站建设不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,693	6,043	9,724	11,771
货币资金	1,567	1,000	1,907	3,894
应收票据及应收账款	1,967	1,761	3,073	3,184
其他应收款	92	73	129	136
预付账款	1,668	1,479	2,260	2,263
存货	1,065	1,397	2,022	1,962
其他流动资产	334	334	334	334
非流动资产	12,947	14,687	16,520	18,246
长期股权投资	276	276	276	276
固定资产	9,198	10,251	11,437	12,577
在建工程	1,256	1,445	1,587	1,743
无形资产	1,983	2,482	2,987	3,417
其他长期资产	233	233	233	233
资产总计	19,640	20,729	26,244	30,017
流动负债	8,945	9,156	11,375	11,384
短期借款	487	1,019	0	0
应付票据及应付账款	4,533	4,050	6,193	6,174
预收账款	438	400	687	717
其他流动负债	3,487	3,687	4,495	4,493
非流动负债	1,415	1,415	1,415	1,415
长期借款	858	858	858	858
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	558	558	558	558
负债合计	10,361	10,571	12,790	12,799
股本	4,099	4,078	4,274	4,274
资本公积	400	421	421	421
留存收益	3,700	4,488	7,207	10,510
归属母公司股东权益	8,168	8,935	11,850	15,154
少数股东权益	1,111	1,223	1,604	2,064
负债和股东权益	19,640	20,729	26,244	30,017

现金流量表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,927	1,308	4,389	4,518
净利润	1,082	900	3,100	3,765
折旧摊销	795	729	744	746
营运资金变动	-378	-238	464	-51
其它	428	-82	82	59
投资活动现金流	-942	-2,317	-2,597	-2,483
资本支出	-911	-2,492	-2,602	-2,493
投资变动	-51	0	0	0
其他	19	175	5	10
筹资活动现金流	-842	441	-885	-47
银行借款	610	532	-1,019	0
债券融资	0	0	0	0
股权融资	45	-21	196	0
其他	-1,497	-70	-62	-47
现金净增加额	142	-567	907	1,987
期初现金余额	307	1,567	1,000	1,907
期末现金余额	449	1,000	1,907	3,894

利润表

单位：百万元

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	14,090	12,632	21,803	22,709
营业成本	10,773	10,035	15,154	15,136
营业税金及附加	254	220	388	402
销售费用	722	657	1,118	1,170
管理费用	519	425	743	782
研发费用	24	18	34	35
财务费用	252	221	171	94
资产减值损失	-64	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	8	175	5	10
资产处置收益	0	0	0	0
营业利润	1,494	1,237	4,212	5,113
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	19	24	25	23
利润总额	1,476	1,214	4,188	5,092
所得税	394	314	1,089	1,327
净利润	1,082	900	3,100	3,765
少数股东损益	126	112	381	461
归属母公司净利润	956	788	2,718	3,304
EBITDA	2,593	2,005	5,110	5,929
EPS (元)	0.22	0.18	0.64	0.77

主要财务比率

至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	-7.0%	-10.3%	72.6%	4.2%
营业利润	-46.4%	-17.2%	240.5%	21.4%
归属于母公司净利润	-46.8%	-17.5%	244.8%	21.5%
获利能力				
毛利率	23.5%	20.6%	30.5%	33.3%
净利率	7.7%	7.1%	14.2%	16.6%
ROE	11.7%	8.8%	22.9%	21.8%
ROIC	10.4%	6.7%	19.7%	19.0%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	51.0%	48.7%	42.6%
净负债比率	20.1%	29.2%	7.7%	-5.5%
流动比率	0.75	0.66	0.85	1.03
速动比率	0.44	0.35	0.48	0.66
营运能力				
总资产周转率	0.72	0.61	0.83	0.76
应收账款周转率	7.29	7.92	7.63	7.66
存货周转率	10.11	7.18	7.49	7.72
每股指标 (元)				
每股收益	0.22	0.18	0.64	0.77
每股经营现金流	0.45	0.31	1.03	1.06
每股净资产	1.91	2.09	2.77	3.55
估值比率				
P/E	31.57	38.28	11.10	9.13
P/B	3.69	3.38	2.55	1.99
EV/EBITDA	15.63	15.06	5.79	4.65

资料来源：万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

电话：021-60883482 传真：021-60883484

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场