

# 中国旭阳集团 (01907)

证券研究报告  
2024年07月12日

## 焦化多运营模式驱动，积极布局氢能形成新增长点

### 园区的合理布局、优异的财务指标凸显公司投资价值

从地理位置看，公司园区主要分布于内蒙古、河北、山东三省，七个园区临近河北和山西，且距离北方港口较近，原料采购、产品销售都比较方便，可以节省销售和运输成本。另外，公司呼和浩特园区距离蒙古较近，便于获取蒙古进口焦煤资源。

从财务指标看，公司盈利能力在行业内较为优秀，主要得益于，第一，优异的成本控制能力。第二，公司稳健的经营理念，对现金流的严格管控、安全匹配，使公司现金收益比较为稳定，安全性更高。第三，公司较为重视股东回报，实现了上市之初的分红承诺，且在行业内分红收益率稳定性较高。

### 焦炭多种运营模式驱动，逐步实现稳定增长

焦炭业务为核心业务，主要分为自建、合营以及运营管理服务三个板块，起到了重资产、轻资产经营策略的平衡作用。根据公司在2020年围绕产能扩张制定的第六个五年计划，公司计划通过投资、合资、收购以及提供运营管理服务等方式，使公司焦炭年加工量在2025年达到3000万吨，成长可期。

### 化工业务稳定发展，积极布局氢能板块

旭阳公司以焦炭副产品荒煤气为起点，积极延伸精细化工产品线，截至2023年已经形成了五大类、55种产品、57条各类化工品生产线，3条氢气生产线。

氢能方面，目前在储运环节已经加大投入以提高经济型，跟定州政府签订了战略合作协议，达成了合作意向。公司在2021年9月发布了《旭阳集团氢能发展规划》，核心发展思路为“一线、一网、两翼、四阶段”，战略定位是“承接集团能源战略落地，助力碳中和，形成新的业务增长级”。

**盈利预测与估值：**我们预计公司2024-2026年的利润为11.50/12.81/13.75亿元，综合考虑公司焦化板块的盈利情况以及成长性，给予公司2024年净利润15倍估值，经港元汇率换算后，目标价4.2港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**原料价格波动风险；地产、基建投资增速不及预期；项目投产时间不及预期；安全、环保政策风险；限产风险；钢厂限产风险；氢能产业技术发展速度不及预期；跨市场选取可比公司风险。

### 投资评级

行业	原材料业/原材料
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	2.98 港元
目标价格	4.2 港元

### 基本数据

港股总股本(百万股)	4,405.69
港股总市值(百万港元)	13,128.94
每股净资产(港元)	3.22
资产负债率(%)	73.12
一年内最高/最低(港元)	3.70/2.93

### 作者

张樨樨	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517120003	
zhangxixi@tfzq.com	
纪有容	联系人
jiyourong@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

## 内容目录

1. 依靠焦炭业务，发展化工、氢能产业链.....	4
1.1. 多项业务稳定发展，印尼项目有序推进 .....	4
1.2. 从财务指标对比看公司投资价值.....	4
2. 全球最大焦炭独立生产商，印尼项目或助公司夯实头部地位.....	6
2.1. 自建、合营及托管运营多轮驱动，逐步实现稳定增长.....	6
2.2. 焦化利润短期受成本抬升而有所减少，后续有望底部小幅复苏.....	7
2.2.1. 原料分析：供给瓶颈明显，需求表现趋于稳定，焦煤价格中枢或有抬升....	7
2.2.2. 焦化供给分析：供给收缩快于预期，产能置换、新建需要一定时间周期....	8
2.2.3. 焦化需求分析：粗钢出口对需求或有一定支撑.....	8
2.3. 公司焦炭生产端优势明显，单吨成本、毛利显著优于行业.....	9
3. 化工业务稳定发展.....	11
3.1. 以荒煤气为基础，延伸三条产品线.....	11
3.2. 化工业务模式为重资产和轻资产双轮驱动.....	14
4. 积极布局氢能板块，或形成第二增长曲线.....	14
4.1. 氢能具备较大发展空间，对于焦化行业是个较好的转型路线 .....	14
4.2. 制氢端，灰氢仍具备成本优势，绿氢等待技术突破.....	16
4.3. 公司逐渐布局氢能，或铸造第二增长曲线.....	17
5. 盈利预测与估值.....	18
5.1. 盈利预测与假设.....	18
5.2. 估值与投资建议.....	18
6. 风险提示.....	19

## 图表目录

图 1：公司发展历程.....	4
图 2：公司 ROE 不断抬升，后续虽有下降趋势但在同行中处于高位 .....	4
图 3：现金收益比对比，旭阳较为稳定 .....	4
图 4：公司分红收益率在行业内较高.....	5
图 5：公司焦化板块营业收入持续增长 主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：% .....	6
图 6：公司焦化板块毛利稳定增长 主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：% .....	6
图 7：公司焦炭国内市占率不断攀升.....	7
图 8：安监趋严，三四季度炼焦煤产量连续环比下滑 单位：万吨.....	7
图 9：247 家钢厂开工率中枢趋于稳定 单位：% .....	8
图 10：独立焦化厂开工率中枢趋于稳定 单位：%.....	8
图 11：螺纹钢利润 单位：元/吨.....	8
图 12：吨焦利润 单位：元/吨.....	8
图 13：粗钢净出口数据 .....	9
图 14：印度对钢材需求较高 .....	9
图 15：准一级焦价格和单吨焦炭入炉成本 单位：元/吨.....	9

图 16: 吨焦利润后续或有望逐步恢复 单位: 元/吨	9
图 17: 公司焦炭单吨生产成本处于行业较低位置 单位: 元/吨	10
图 18: 公司焦炭单吨毛利处于行业较高位置 单位: 元/吨	10
图 19: 旭阳集团精细化工业务三大产品线	11
图 20: 碳材料化工产品生产流程	12
图 21: 醇醚类化工产品生产流程	12
图 22: 截至 2021 年, 中国甲醇分区域产能及占比 (包含所有子公司的全部产能, 非权益产能)	13
图 23: 芳烃类化工产品、己内酰胺生产流程	13
图 24: 公司化工业务营收近年增速较快	14
图 25: 公司化工业务毛利近年增速较快	14
图 26: 公司产量规模稳定增加 单位: 万吨	14
图 27: 氢能关键政策的提出	15
图 28: 氢能需求预测 单位: 百万吨	15
图 29: 目前电解水制氢占比仍较低	16
图 30: 灰氢成本仍具备巨大优势 单位: 美元/kg	17
图 31: 焦炉煤气制取氢气流程图	17
表 1: 公司在产及在建焦化产能 (包含所有子公司的全部产能, 非权益产能)	6
表 2: 经营模型 单位: 亿元	18
表 3: 估值分析	18

## 1. 依靠焦炭业务，发展化工、氢能产业链

### 1.1. 多项业务稳定发展，印尼项目有序推进

公司大股东为泰克森有限公司，实控人为杨雪岗先生。公司于 1995 年创立，业务起点为焦炭业务，随后十余年时间公司创建了定州、唐山乐亭、沧州园区，并随之拓展了化工产品线及贸易业务。

2014 年公司开拓运营管理服务业务，对化工厂、焦化厂提供托管运营服务。2019 年 3 月 15 日，公司于港交所主板上市。上市之后的三年时间，公司项目持续投产，包括呼和浩特园区焦化及制氢项目、苯乙烯项目等等。展望后续，公司印尼园区和萍乡园区预计带来较高成长性，其中印尼园区包括德天焦化、旭阳伟山、金祥新能。

图 1：公司发展历程



资料来源：中国旭阳集团官网，中国旭阳集团年报，曹妃甸发布公众号，工业互联网信息公众号，乐亭发布公众号，新视界 e 网公众号，氢能技术前沿公众号等，天风证券研究所

**公司现有的园区布局，利于原料采购及产品销售：**包括两个在建园区在内，公司一共有九个园区，其中有七个园区已经投入运营，分别是呼和浩特园区、定州园区、邢台园区、东明园区、唐山园区、沧州园区及郓城园区。从地理位置上看，主要分布于内蒙古、河北、山东三省，七个园区临近山西省以及河北省，且距离北方港口较近，原料采购、产品销售和出口相对较为方便，因此或能节省销售和运输成本。另一方面，公司呼和浩特园区距离蒙古国相对较近，因此获得蒙古进口焦煤资源也相对方便。

### 1.2. 从财务指标对比看公司投资价值

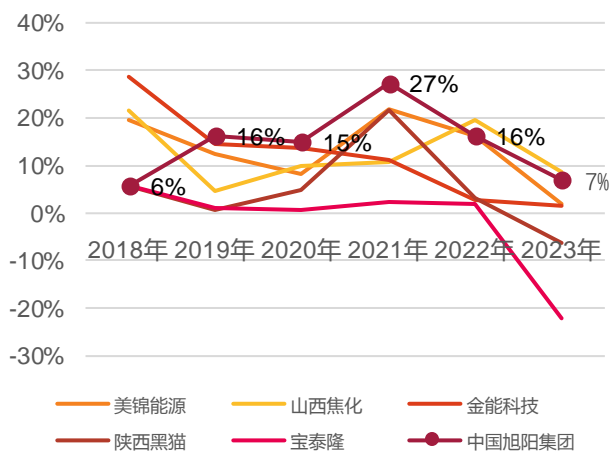
**公司盈利能力较强，或得益于强大的成本控制能力：**2018-2022 年，多数焦化公司 ROE 稳定性较差，且呈现向下趋势，但旭阳 ROE 逆势向上，盈利能力中枢不断抬升，虽然自 22 年后旭阳同样存在下降趋势，但优于整体行业表现。我们认为这得益于公司强大的成本控制能力，其主要是由规模优势、一体化优势、园区化优势，集中营销优势，研发创新优势等多方面所组成的。

**公司的现金收益比较为稳定，或得益于其稳健的经营理念：**从数据上可以清晰地看到，公司的现金收益比稳定性较高，我们认为这主要得益于公司管理方法较为稳健，公司深知制造业投资回报周期长的特点，因此严控固定资产投资项目回收期，并对现金流做好管控措施，在投资性现金流和经营性现金流之间做好安全匹配。

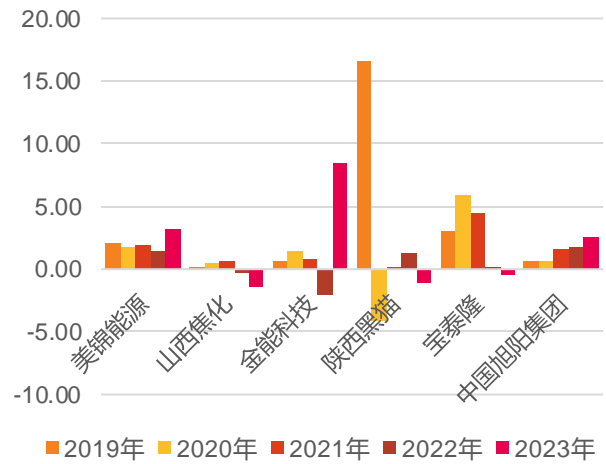
**公司实现分红承诺，股利支付率较为稳定，重视股东回报：**公司在 2019-2023 年持续分红，实现了上市之初分红不低于净利润 30% 的承诺，相比行业内其他焦化公司稳定性较高。

图 2：公司 ROE 不断抬升，后续虽有下降趋势但在同行中处于高位

图 3：现金收益比对比，旭阳较为稳定

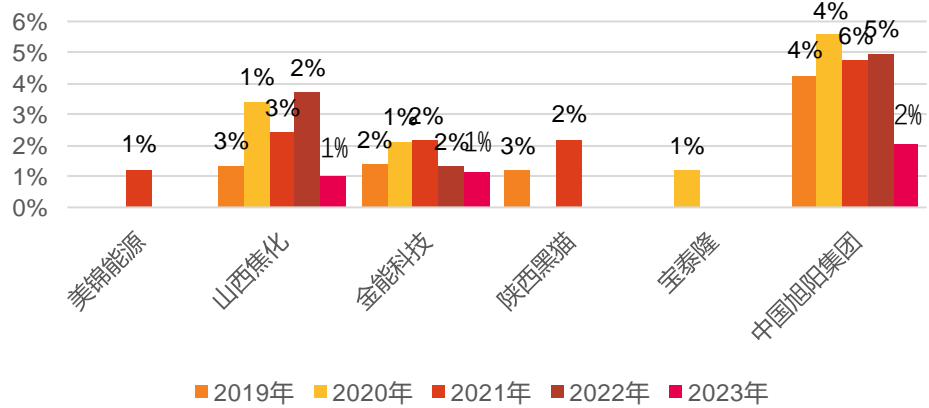


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 4: 公司分红收益率在行业内较高



资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 全球最大焦炭独立生产商，印尼项目或助公司夯实头部地位

### 2.1. 自建、合营及托管运营多轮驱动，逐步实现稳定增长

焦炭业务为公司最核心的业务，主要分为自建、合营以及运营管理服务三个板块，主要起到了重资产、轻资产经营策略的平衡作用。2016-2023年，公司焦化业务营业收入累计增长270.2%，年均增速为20.6%，同期毛利累计增长175.1%，年均增速为15.6%。

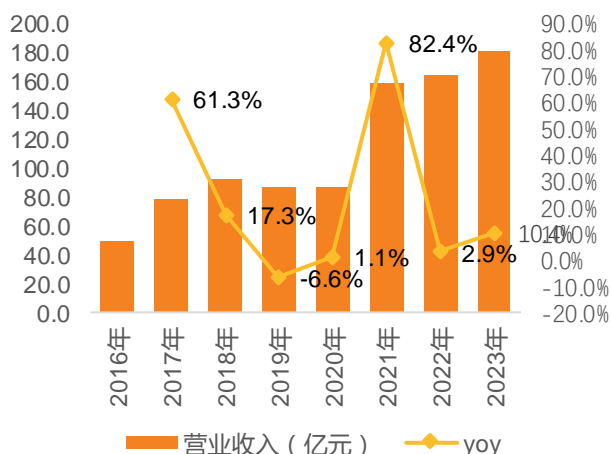
目前自建、合营总产能为1270万吨/年，托管运营产能为200万吨/年，在建项目总产能为1520万吨/年。截至2022年，公司是全球最大的独立焦炭生产商及供应商，国内市场的市占率呈上升趋势，市占率达到2.24%，若剔除钢厂配套焦化厂和半焦产量，实际市占率更高，考虑到印尼、萍乡园区后续陆续投产，预计市占率会持续提高。展望后续，根据公司在2020年围绕产能扩张制定的第六个五年计划，公司计划通过投资、合资、收购以及提供运营管理服务等方式，使公司焦炭年加工量在2025年达到3000万吨，成长可期。

表 1: 公司在产及在建焦化产能 (包含所有子公司的全部产能, 非权益产能)

	园区	产能(万吨)
自建	定州园区	500
	郟城园区	120
合营	中煤旭阳 (邢台园区)	260
	旭阳中燃 (呼和浩特园区)	390
	小计	1270
运营管理服务		200
在建产能	印尼-德天焦化	470
	印尼-旭阳伟山	480
	印尼-金祥新能	390
	萍乡园区	180
	小计	1520

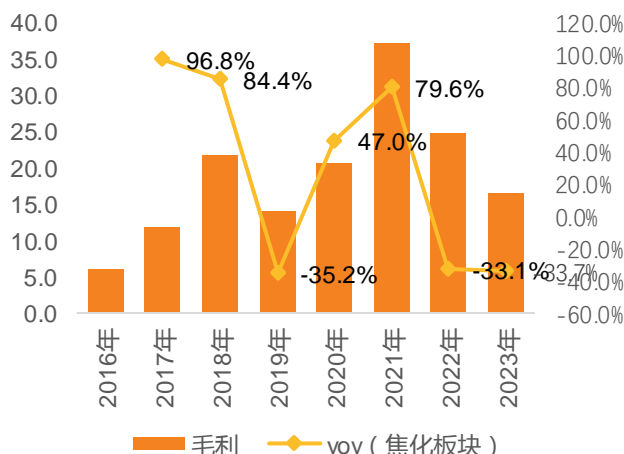
资料来源: 中国旭阳集团公众号, 氮肥与甲醇公众号, 工业互联网信息公众号, 旭阳招聘公众号, 萍矿集团公众号, 公司公告, 天风证券研究所

图 5: 公司焦化板块营业收入持续增长 主坐标轴单位: 亿元 次坐标轴单位: %



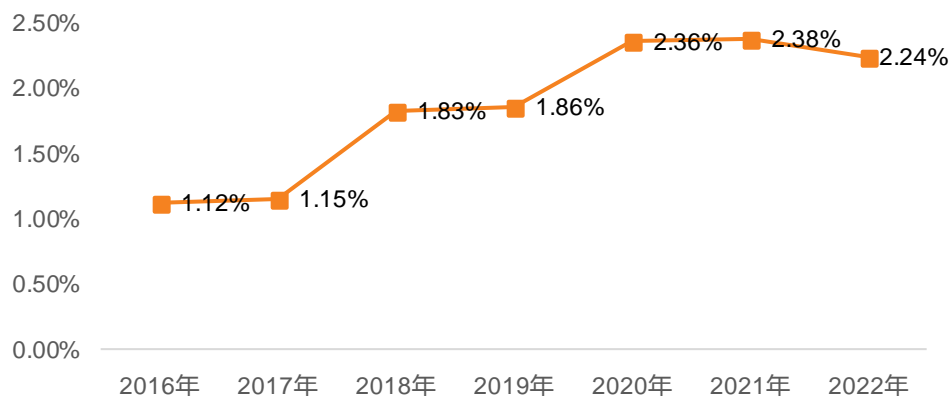
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 6: 公司焦化板块毛利稳定增长 主坐标轴单位: 亿元 次坐标轴单位: %



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7：公司焦炭国内市占率不断攀升



资料来源：中国旭阳集团年报，Wind，天风证券研究所

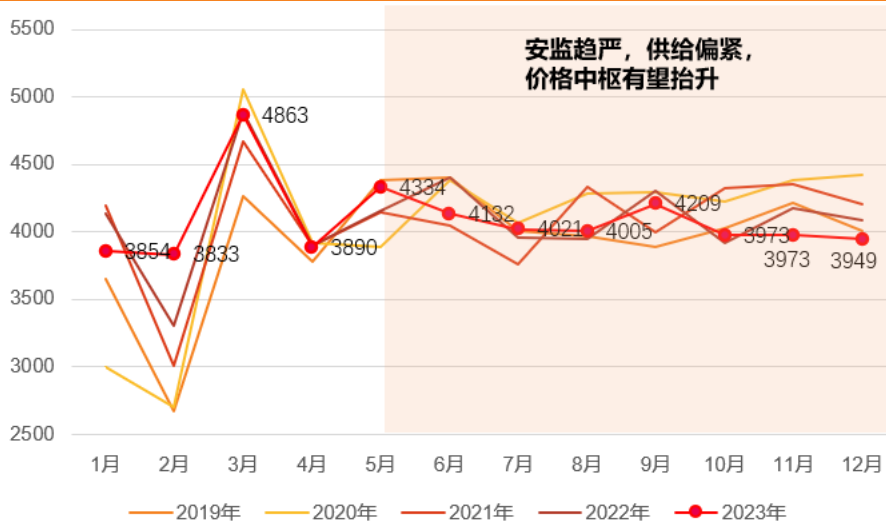
注：市占率测算过程中，旭阳集团焦炭产量含自建、联营、运营管理的产量，全国焦炭产量含独立焦化厂以及钢厂自建焦化厂两方面

## 2.2. 焦化利润短期受成本抬升而有所减少，后续有望底部小幅复苏

### 2.2.1. 原料分析：供给瓶颈明显，需求表现趋于稳定，焦煤价格中枢或有抬升

**煤矿安全生产受到重视，焦煤价格中枢或有抬升：**考虑到 2023 年 11 月发布的《国务院安委会办公室对山西省矿山安全生产帮扶指导工作方案》以及 2024 年 2 月发布的《关于开展煤矿“三超”和隐蔽工作面专项整治的通知》，我们预计煤矿安监趋严的形势依然不变，2024 年焦煤供给增量瓶颈或将愈发突出，我们预计 2024 年主焦煤价格中枢或有抬升，焦炭原料成本或将难以下降。

图 8：安监趋严，三四季度炼焦煤产量连续环比下滑 单位：万吨

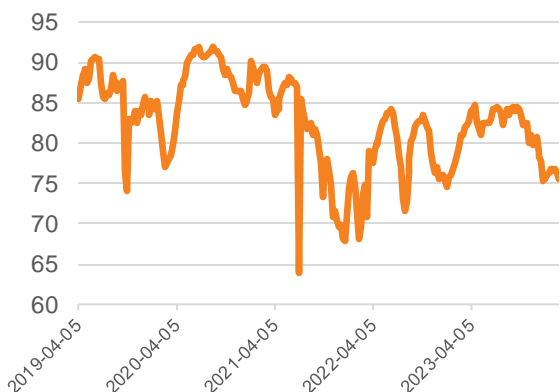


资料来源：Wind，天风证券研究所

**焦煤需求或将趋稳：**从焦煤库存看，焦化厂及钢厂的焦煤库存都处于历史低位，不过相对应的吨焦利润和吨钢利润也处于历史低位，因此在下游利润尚未有起色之前，我们认为焦化厂及钢厂或将以按需采购为主。

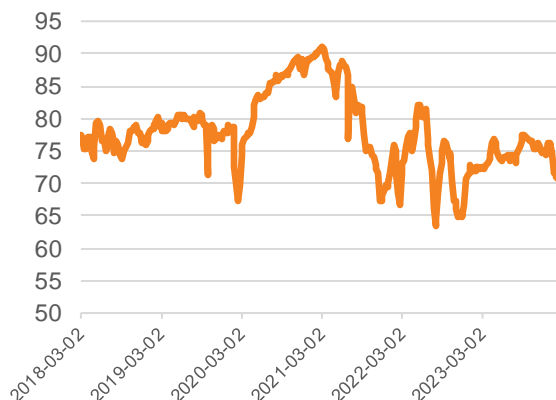
我们推测焦化厂和钢厂为了保证生存，依然会尽可能通过提高开工率的方式降低成本、争夺市场份额。但是由于下游利润较差，加上煤炭供应端趋紧，焦煤价格中枢也无法大幅提高，大概率呈现为小幅抬升。

图 9：247 家钢厂开工率中枢趋于稳定 单位：%



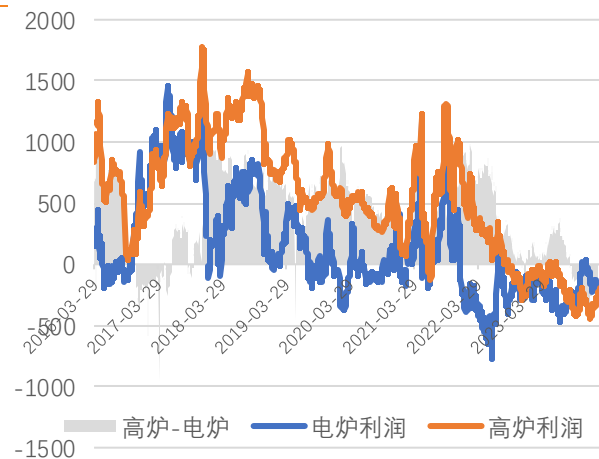
资料来源：Mysteel，天风证券研究所

图 10：独立焦化厂开工率中枢趋于稳定 单位：%



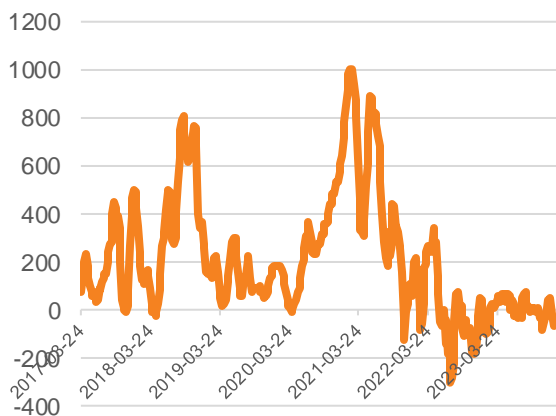
资料来源：Mysteel，天风证券研究所

图 11：螺纹钢利润 单位：元/吨



资料来源：Mysteel，天风证券研究所

图 12：吨焦利润 单位：元/吨



资料来源：Mysteel，天风证券研究所

### 2.2.2. 焦化供给分析：供给收缩快于预期，产能置换、新建需要一定时间周期

**山西省焦化产能去化节奏快于预期：**根据 2022 年 6 月山西省政府出台的《关于推动焦化行业高质量发展的意见》，目标是在 2023 年底前，分期分批关停炭化室高度 4.3 米机焦炉以及不达超低排放标准的其他焦炉。根据我的钢铁网，截至 2022 年底，山西 4.3 米焦炉产能约为 2900 万吨。

但根据山西省应急管理厅于 2023 年 9 月发布的《山西省部署 4.3 米焦化企业停产退出期间安全管理工作》，山西省 4.3 米捣固焦炉已完成全数淘汰，速度快于预期。

### 2.2.3. 焦化需求分析：粗钢出口对需求或有一定支撑

**国内终端需求较弱：**从房地产开发投资和基建投资增速能看到，今年需求端表现弱于预期，并在进入二季度之后增速有所下行。

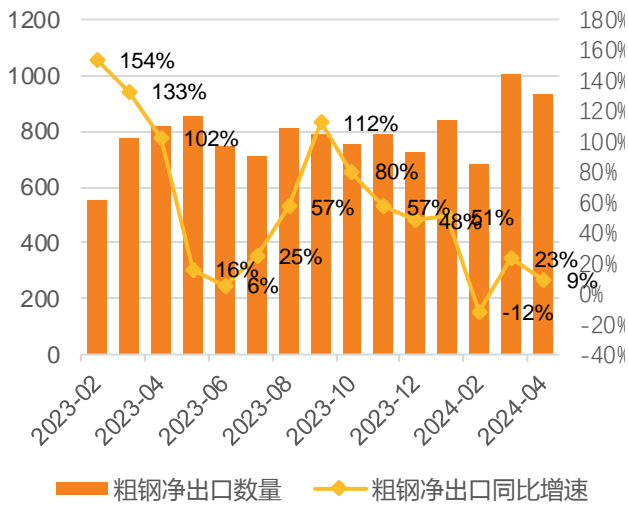
**预计后续出口增速或靠印度需求拉动：**截至 2023 年全年，我国粗钢净出口量的显著增长为主要贡献，实现了 94.7% 的增速，大约为 3287 万吨的增量，我们认为或主要得益于印度高经济增速带来的增量需求。

印度央行日前已经宣布将 2024 财年的 GDP 增速预测从 6.5% 上升至 7%，印度的城镇化率或将进一步提升，对于煤炭、钢铁的需求预计仍有增量，因此我们认为后续粗钢出口或仍有增量，并为焦炭需求提供支撑。



图 13：粗钢净出口数据

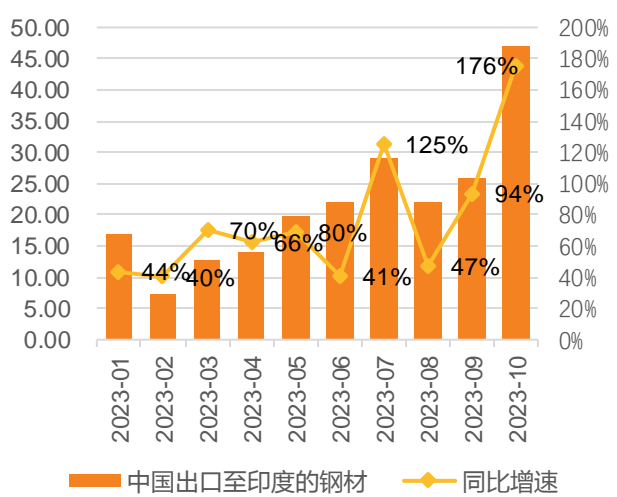
主坐标轴单位：万吨 次坐标轴单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：印度对钢材需求较高

主坐标轴单位：万吨 次坐标轴单位：%

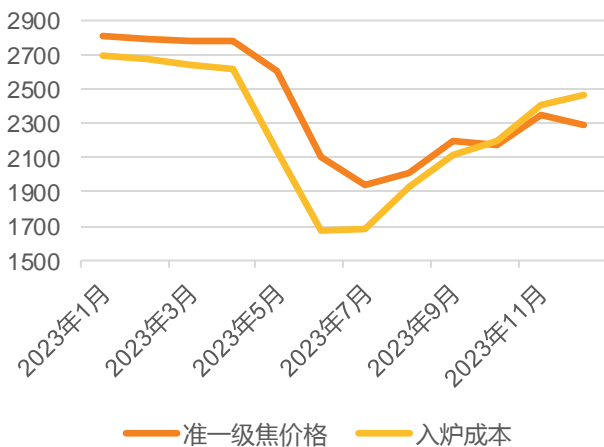


资料来源：Wind，天风证券研究所

注：钢材出口口径与粗钢不一致，仅用于分析趋势

综上所述，焦炭供给端或面临错配扰动，成本端或维持高位震荡，需求端以稳为主，预计在该供需格局下吨焦毛利有望逐步恢复。

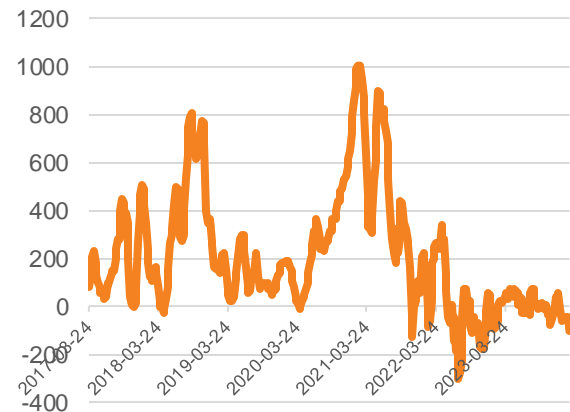
图 15：准一级焦价格和单吨焦炭入炉成本 单位：元/吨



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：测算吨焦成本的过程中，配焦比例按照一定假设测算，并不具有全国焦化厂成本的代表性，仅为大致趋势

图 16：吨焦利润后续有望逐步恢复 单位：元/吨



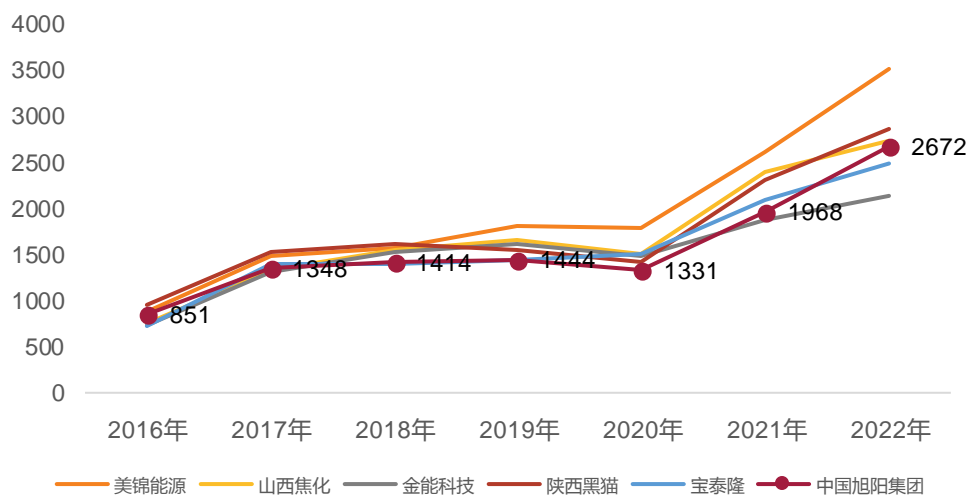
资料来源：Mysteel，天风证券研究所

### 2.3. 公司焦炭生产端优势明显，单吨成本、毛利显著优于行业

公司焦炭单吨成本低于行业平均，2016-2022 年单吨成本累计增速约为 214%，期间年均增速约为 21%，同期焦化龙头企业累计增速约为 299%，年均增速约为 25.9%，差异非常显著。公司单吨毛利同样处于行业领先地位，2016-2022 年单吨毛利累计增速约为 321%，年均增速约为 27.1%

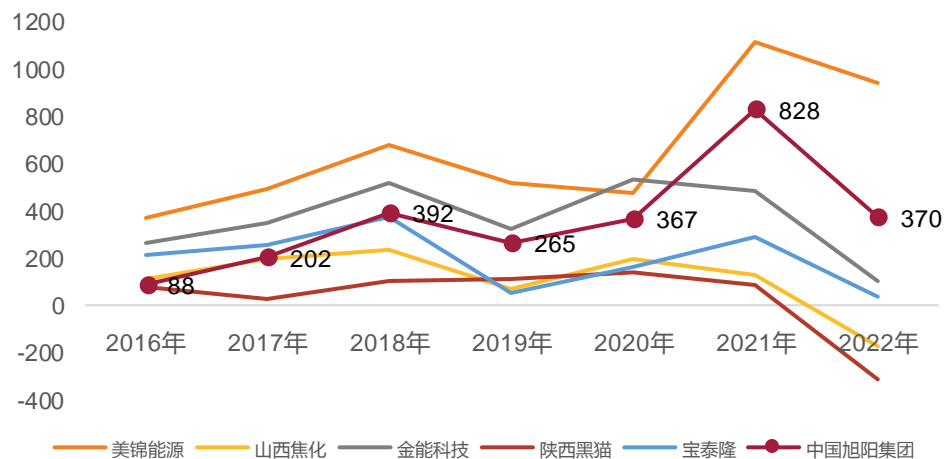
根据公司披露，公司焦炭业务的优势主要由九大竞争优势组成，分别是规模优势、一体化优势、园区化优势、成本优势、集中营销优势、研发创新优势、自动化、信息化技术优势、安全环保优势以及风险控制优势。其中成本优势是较为核心的竞争优势，我们认为其主要是由强大的研发能力、园区的布局等多方面所组成的。

图 17：公司焦炭单吨生产成本处于行业较低位置 单位：元/吨



资料来源：中国旭阳集团年报，美锦能源年报，山西焦化年报，金能科技年报，陕西黑猫年报，宝泰隆年报，天风证券研究所

图 18：公司焦炭单吨毛利处于行业较高位置 单位：元/吨



资料来源：中国旭阳集团年报，美锦能源年报，山西焦化年报，金能科技年报，陕西黑猫年报，宝泰隆年报，天风证券研究所

### 3. 化工业务稳定发展

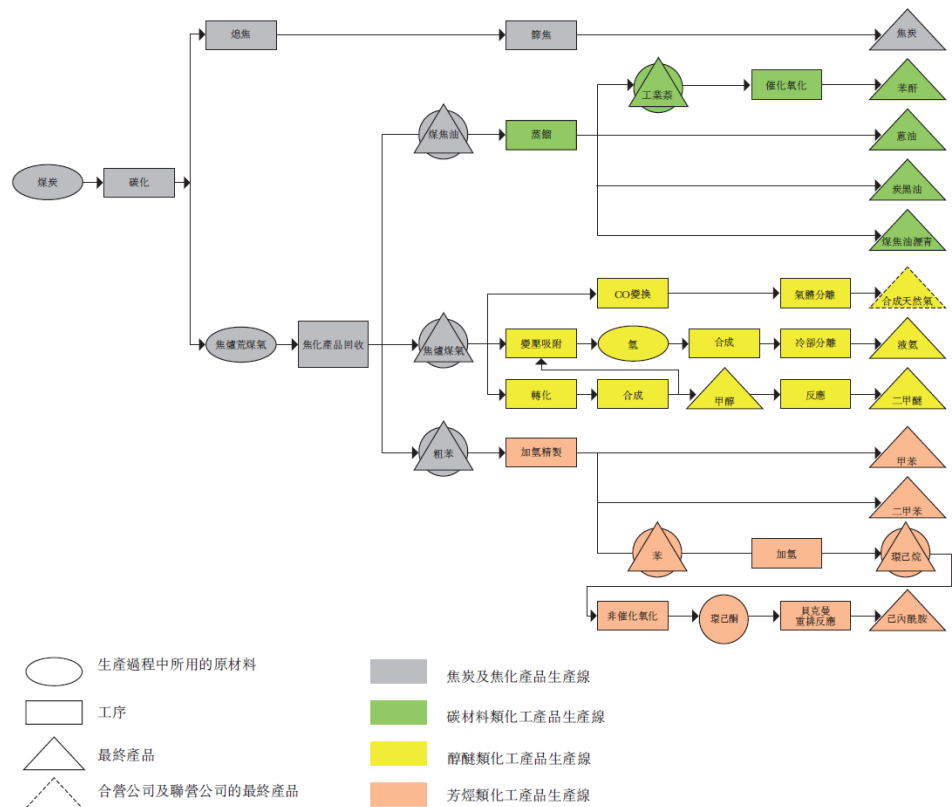
#### 3.1. 以荒煤气为基础，延伸三条产品线

公司以焦炭副产品荒煤气为起点，积极延伸精细化工产品线，截至 2023 年已经形成了五大类、55 种产品、57 条各类化工品生产线，3 条氢气生产线。

荒煤气的利用即高温荒煤气从炭化室逸出后不冷却，直接进入热裂解炉，将焦炉煤气中的煤焦油、粗苯、氨、萘等有机物热裂解成一氧化碳和氢为主要成分的合成气体，这种合成气体可以合成氨、甲醇、生产二甲醚等。

目前公司已经形成了碳材料、醇氨、芳烃三条独特的化工产业链，分别是碳材料类化工产品（煤焦油沥青、工业萘、蒽油、炭黑油及苯酐）、醇醚类化工产品（甲醇、二甲醚及液氨）以及芳烃类化工产品（苯、甲苯、二甲苯、环己烷及己内酰胺）。

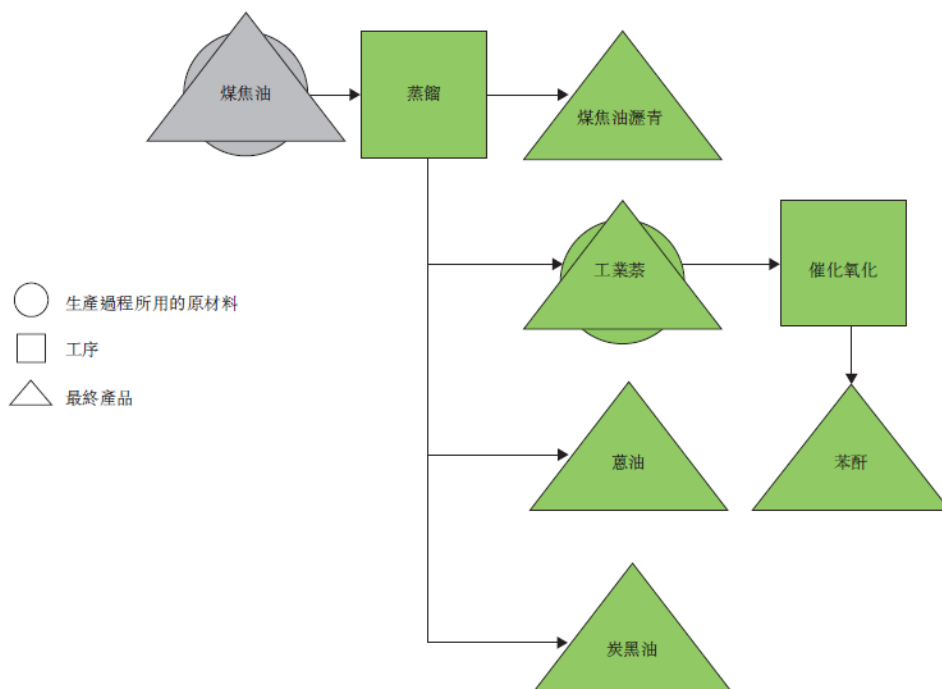
图 19：旭阳集团精细化工业务三大产品线



资料来源：中国旭阳集团招股书，天风证券研究所

**碳材料类化工产品生产流程：**煤焦油沥青的生产流程是将煤焦油加入蒸发塔从而将挥发性化学物中分离，后续将中温煤焦油沥青通过蒸馏过程由蒸发器的底部流入高置槽进行自然冷却。位于蒸馏塔底部经过冷却的蒽油会被收集以及运送至产品罐，部分中温煤焦油沥青及部分蒽油混合成炭黑油。再洗涤分离后，余下含有工业萘及其他辅助油类混合物被送至蒸馏塔里进一步蒸馏分离以提取工业萘。苯酐主要是来源于将经加热的氧气加入经加热的气态工业萘中，通过催化氧化法，将原料加工成粗苯酐，再进一步精制为苯酐。

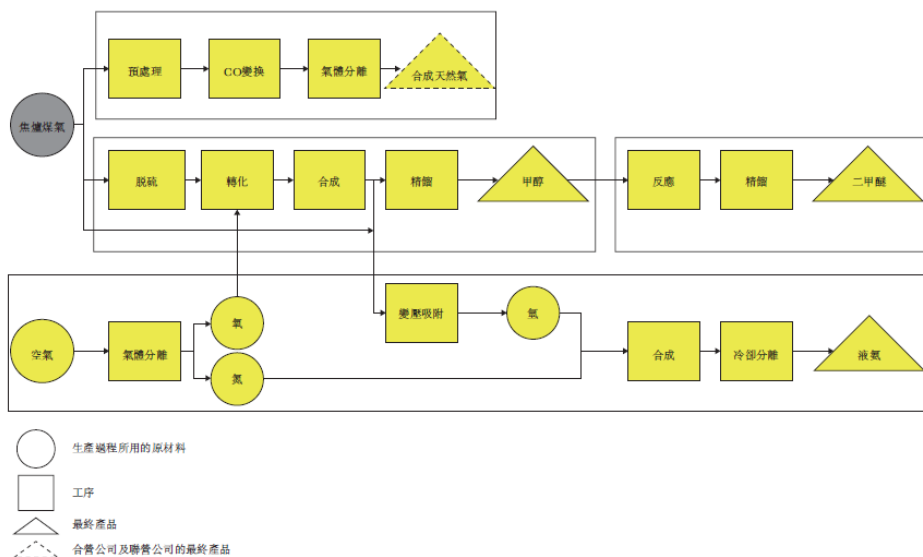
图 20：碳材料化工产品生产流程



资料来源：中国旭阳集团招股书，天风证券研究所

**醇醚类化工产品生产流程：**用高压压缩焦炉煤气，用湿法脱硫设备及精脱硫设备对焦炉煤气进行脱硫，后续焦炉煤气经氧化而生成一氧化碳及氢的混合物，该混合物会被进一步压缩、反应及蒸馏生产甲醇。氢气主要是来源于通过变压吸附从焦炉煤气及甲醇合成产生的弛放气中提取，用于氨的合成。

图 21：醇醚类化工产品生产流程

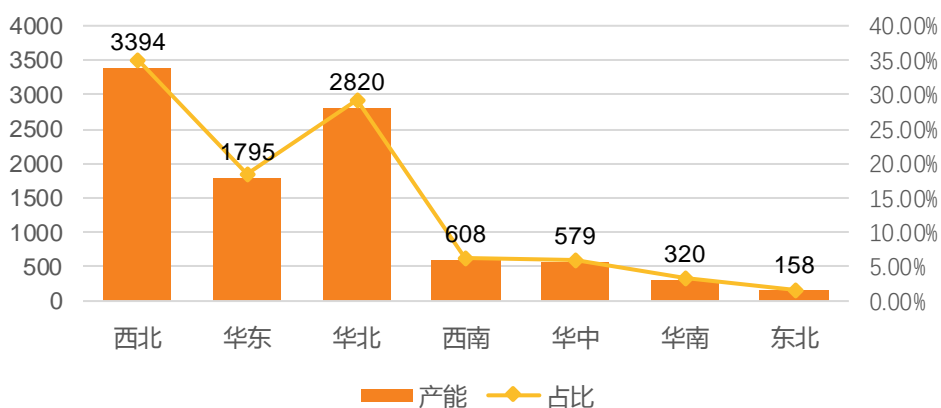


资料来源：中国旭阳集团招股书，天风证券研究所

在醇醚类产品线中，对于公司来说较为重要的产品是甲醇。2017-2021 年中国甲醇产品产量年均增速在 11.42%，消费量年均增速在 11.04%，需求增长主要来自于下游 MTO 行业的快速扩张。产能分布方面，截至 2021 年，西北甲醇产品产能为 3394 万吨/年，占比 35.08%；华北产能 2820 万吨，占比为 29.15%；华东产能 1795 万吨；占比 18.55%。

图 22：截至 2021 年，中国甲醇分区域产能及占比（包含所有子公司的全部产能，非权益产能）

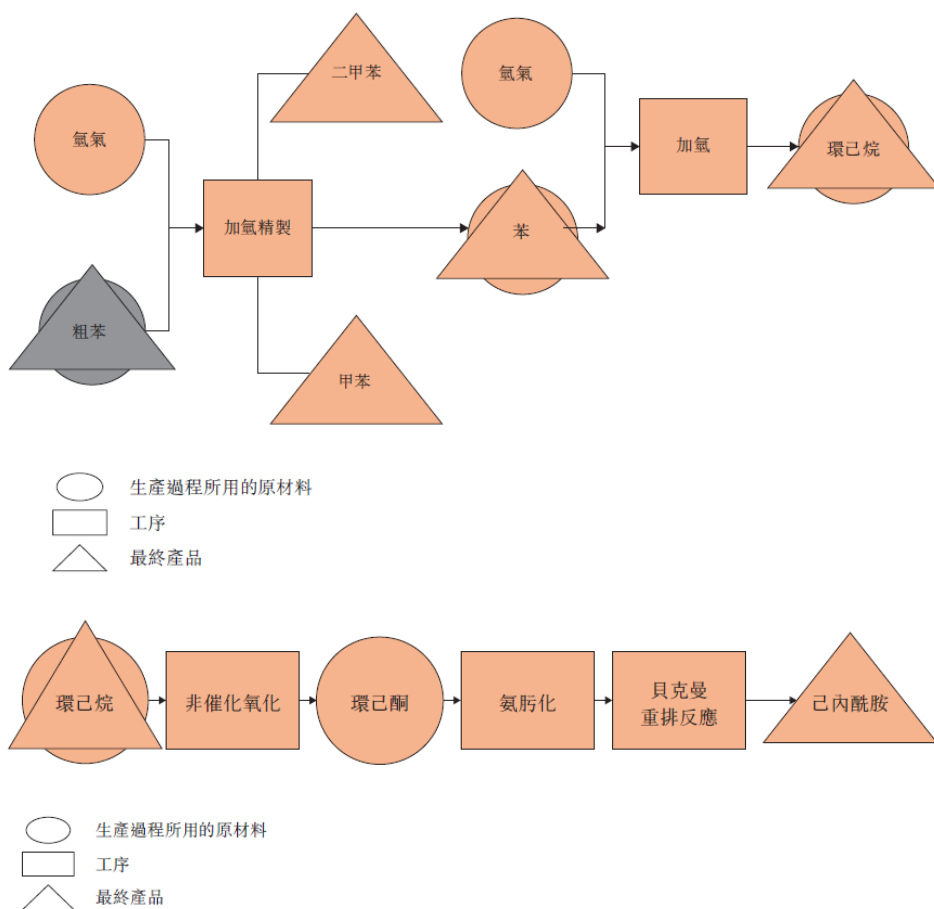
主坐标轴单位：万吨/年 次坐标轴单位：%



资料来源：《中国石化市场预警报告 2022》，天风证券研究所

**芳烃类化工产品生产流程：**粗苯中所含杂质与氢气反应并变成气态燃料被分离，余下物质亦与氢反应并变成氢化油，该混合物其经过一系列分离工序以分离纯苯、甲苯及二甲苯。环己烷的生产主要通过苯的加氢反应而成。公司再利用环己烷在非催化氧化后生产环己酮，再以环己酮、氨及过氧化氢为原材料生产己内酰胺。

图 23：芳烃类化工产品、己内酰胺生产流程



资料来源：中国旭阳集团招股书，天风证券研究所

### 3.2. 化工业务模式为重资产和轻资产双轮驱动

化工业务是重资产（自建、联营）和轻资产（托管运营服务）双轮驱动。公司化工业务稳定增长，化工板块营收 2016-2023 年累计增长 254.6%，同期毛利累计增长 356.1%，产量累计增长 214.9%，年均增速约为 17.8%。

图 24：公司化工业务营收近年增速较快

主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：%

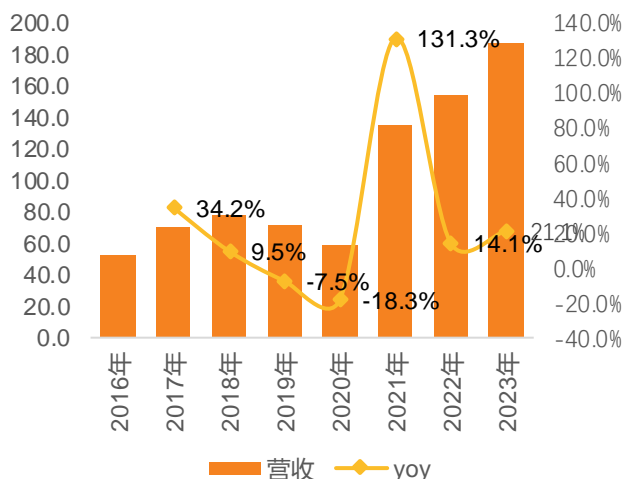
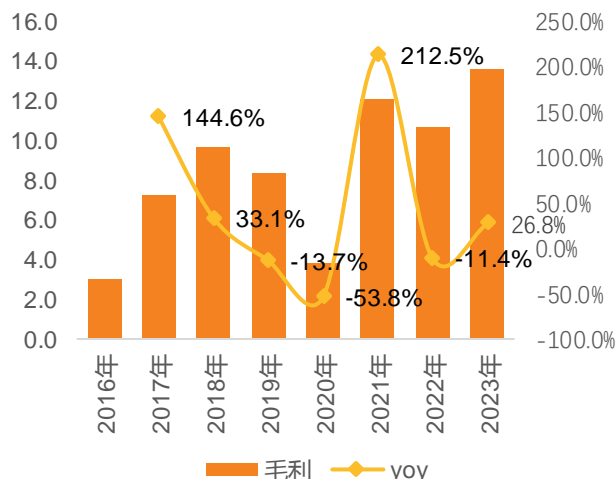


图 25：公司化工业务毛利近年增速较快

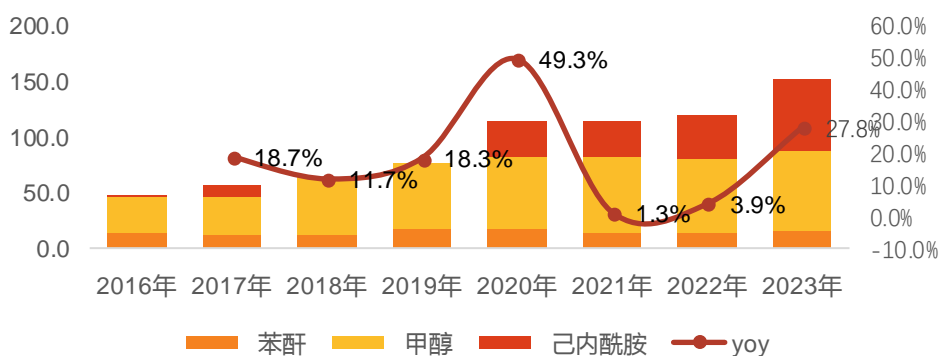
主坐标轴单位：亿元 次坐标轴单位：%



资料来源：Wind，天风证券研究所

资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：公司产量规模稳定增加 单位：万吨



资料来源：中国旭阳集团年报，天风证券研究所

## 4. 积极布局氢能板块，或形成第二增长曲线

### 4.1. 氢能具备较大发展空间，对于焦化行业是个较好的转型路线

从近两年能源行业变局来看发展可再生能源的急迫性愈发明显：通过煤价在 2021-2022 年连续创新高的现象，我们认为煤炭行业景气度的新高和俄乌冲突或暴露了当前能源系统的脆弱性和对化石燃料的依赖，这促使全球能源系统进行转型，而转型的关键就是大力发展可再生能源，以实现更加稳定、清洁、可持续的能源供应。

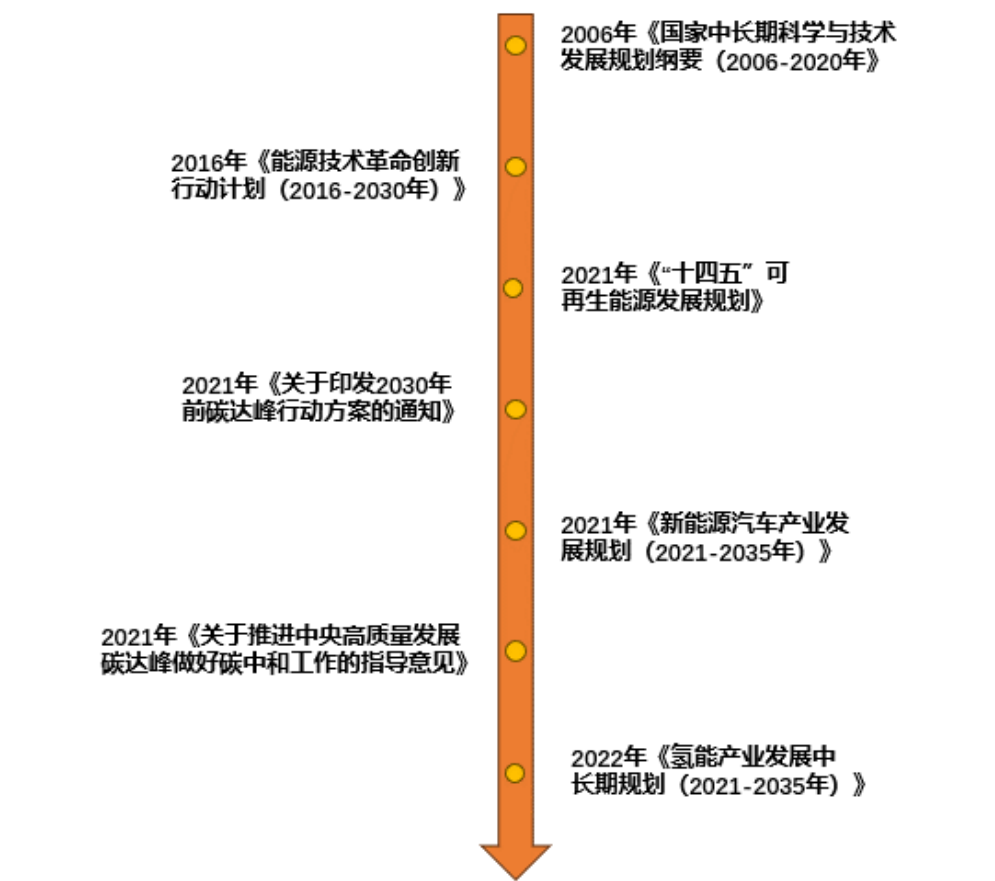
我国持续出台氢能相关政策：2006 年国务院出台了《国家中长期科学与技术发展规划纲要（2006-2020 年）》，文中提到重点研究大容量储氢材料技术、规模化的氢能利用、可再生能源制氢技术、经济高效氢储存和输配技术等。2016 年提出的《能源技术革命创新行动计划（2016-2030 年）》同样提到了可再生能源制氢的研发，以及氢能煤化工的突破。2021 年《关于印发 2030 年前碳达峰行动方案的通知》的提出，提到了氢冶金试点，

控制新增原料用煤，拓展富氢原料进口来源。《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》提到后续要攻克氢能储运、加氢站、车载储氢等燃料电池汽车应用支撑技术。《关于推进中央高质量发展碳达峰做好碳中和工作的指导意见》提到构建氢能产业体系，完善氢能制、储、输、用一体化布局。

**明确了氢能的战略定位及明晰后续不同阶段目标：**2022年3月23日，国家发改委、国家能源局出台《氢能产业发展中长期规划（2021-2035年）》，文中提到了氢能未来的战略定位，将氢能定义为未来国家能源体系的重要组成部分、是终端实现绿色低碳转型的重要载体、是战略性新兴产业和未来产业重点发展方向。

文中提到的发展目标指出，要在2025年达到燃料电池车辆保有量约5万辆，部署建设一批加氢站。可再生能源制氢量达到10-20万吨/年，成为新增氢能消费的重要组成部分，实现二氧化碳减排100-200万吨/年。到2030年，形成较为完备的氢能产业技术创新体系、清洁能源制氢及供应体系，产业布局合理有序，可再生能源制氢广泛应用，有力支撑碳达峰目标实现。到2035年，形成氢能产业体系，构建涵盖交通、储能、工业等领域的多元氢能应用生态。可再生能源制氢在终端能源消费中的比重明显提升，对能源绿色转型发展起到重要支撑作用。

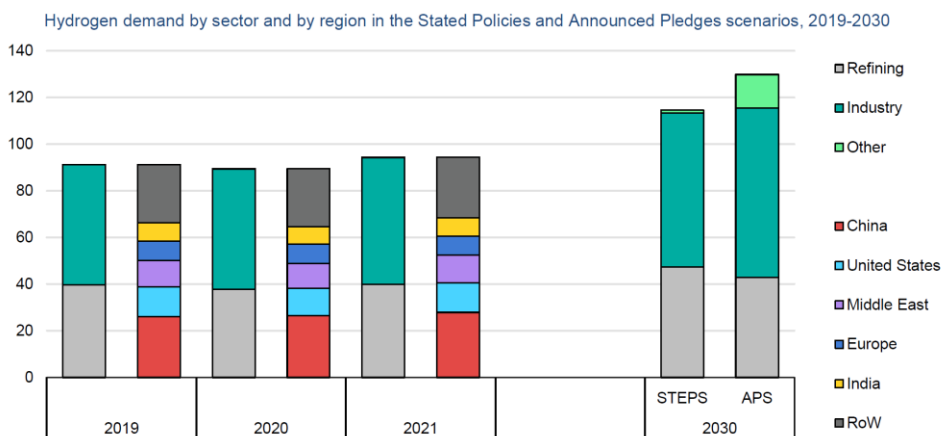
图 27：氢能关键政策的提出



资料来源：中国政府网，国家能源局等，天风证券研究所

氢能需求后续增长可期，2021年全球氢能需求量约为9400万吨，根据IEA测算，到2030年，预计全球氢能需求量达到约1.15-1.3亿吨，较2021年增速约为22.3-38.3%。

图 28：氢能需求预测 单位：百万吨



资料来源：IEA，江苏省能源研究会公众号，天风证券研究所

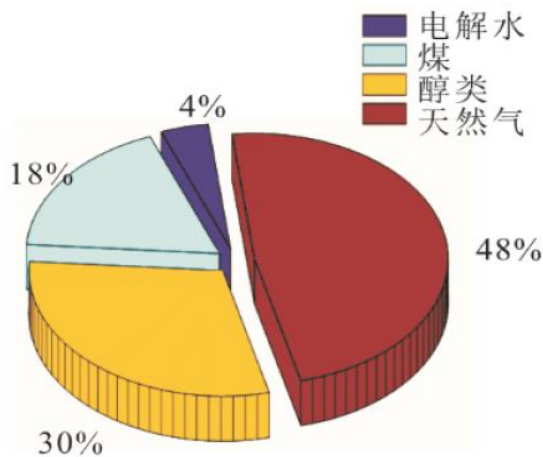
**对于焦化企业而言，转型氢能是比较好的路径：**对于焦化企业而言，目前面临着行业红利期逐渐消退后的发展战略问题，以及双碳政策下对碳排放交易的推动，长期来看焦炭行业面临着转型的压力。但由于焦炭和氢的关联度较高，焦炭企业可以充分利用炼焦副产焦炉煤气提取氢气，我们认为这对于焦化企业来说既可以逐渐解决碳排放的问题，也可能是新的利润增长点，因此我们认为转型氢能是比较好的路径。

#### 4.2. 制氢端，灰氢仍具备成本优势，绿氢等待技术突破

根据制取方式和碳排放量的不同，氢能主要分为灰氢、蓝氢和绿氢三种。灰氢通过化石燃料（天然气、煤炭等）转化反应制取氢气，生产成本较低、技术成熟，也是目前最常见的制氢方式，但制氢过程中会释放一定的二氧化碳，不能完全实现绿色生产，因此被称为灰氢。从制氢原料占比也能看到，煤和天然气是当下的制氢原料主流。从成本上看，煤制氢成本低于天然气，但天然气制氢不仅成本相对低廉的同时，还具备清洁性好、环境成本低、效率高等优势。

蓝氢则是在灰氢的基础上应用 CCUS 技术实现减排。绿氢是通过可再生能源电解水制得，该过程基本不会产生二氧化碳，是较为理想的制氢流程，但目前受限于成本较高，因此距离大规模生产还有一定距离。

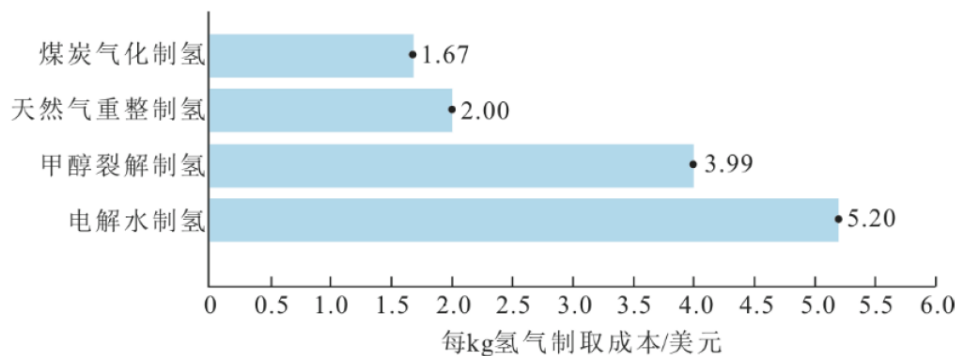
图 29：目前电解水制氢占比仍较低



资料来源：《碳中和目标下制氢关键技术进展及发展前景综述》李建林，天风证券研究所



图 30：灰氢成本仍具备巨大优势 单位：美元/kg



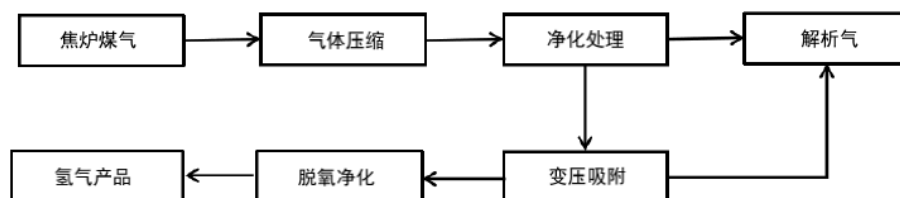
资料来源：《碳中和目标下制氢关键技术进展及发展前景综述》李建林，天风证券研究所

### 4.3. 公司逐渐布局氢能，或铸造第二增长曲线

公司氢能发展思路为“一线、一网、两翼、四阶段”：旭阳集团于2021年9月发布了《旭阳集团氢能发展规划》，公司对氢能产业发展的战略定位是“承接集团能源战略落地，助力碳中和，形成新的业务增长级”。

“一线、一网、两翼、四阶段”：一线指纵向打通制氢-储氢-运氢-加氢（加氢站）-用氢（燃料电池车）上下游产业链。一网指横向构建辐射全国乃至东亚的智慧氢能供应网。两翼指掌握氢能关键核心技术+提供优质氢能供应服务。四阶段的发展思路指的是以高纯氢生产、加氢站示范项目为起点全产业链布局，打造清洁低碳能源供应商、能源生态系统集成商、先进能源技术开发商、能源转型卓越服务商。

图 31：焦炉煤气制取氢气流程图



资料来源：《焦炉煤气制甲醇、制天然气及制氢的分析比较》闫雪清，天风证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

### 5.1. 盈利预测与假设

综上所述，焦炭行业供需短期内或有波动，但长期预计维持平稳，且长期来看公司印尼和萍乡焦化项目预计为公司带来较高成长性。基于中国旭阳集团的业务特点，我们对板块拆解并给予以下假设。

- 1、在建项目持续推进，后续产量实现增长：预计公司的印尼和萍乡园区项目将于 2024-2025 年逐渐投产，假设期间焦炭产量将持续释放。
- 2、焦炭单吨毛利维持稳定：虽然年内焦炭供需格局可能因为 4 米 3 焦炉的淘汰而出现短期波动，但是长期供需格局较为稳定，单吨毛利或趋于稳定。
- 3、化工业务维持稳定：目前化工业务没有在建项目，预计产销量维持不变，行业供需格局及单吨毛利维持稳定。

考虑到公司焦化板块利润处于相对底部，后续有底部复苏的可能性，且公司具有一定成长性，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 11.50/12.81/13.75 亿元。

表 2：经营模型 单位：亿元

	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年
营业收入	393.7	431.4	461.7	440.70	467.01	493.48
焦炭及焦化产品	159.0	163.7	180.8	188.2	209.1	230.0
精细化工产品	135.2	154.3	186.8	180.0	185.4	191.0
运营管理服务	2.6	1.2	2.0	0.8	0.8	0.8
贸易	96.9	112.2	71.7	71.7	71.7	71.7
营业成本	338.4	388.6	408.4	401.2	424.7	448.3
焦炭及焦化产品	122.0	138.9	164.4	166.4	184.9	203.4
精细化工产品	123.1	143.6	173.2	165.3	170.2	175.4
运营管理服务	2.2	1.0	2.0	0.7	0.7	0.7
贸易	91.1	105.1	68.9	68.9	68.9	68.9

资料来源：Wind，天风证券研究所

### 5.2. 估值与投资建议

截至 2024 年 7 月 11 日，可比公司山西焦化、美锦能源 PE 平均值为 35.33 倍，但考虑到美锦能源当前 PE 脱离了均值，因此我们参考旭阳 PE 中枢，考虑到了成长性溢价，给予公司 PE 15 倍。对应 2024 年表 4 净利润预测值 11.5 亿元，目标市值约为 172.51 亿元，经港元汇率换算后，对应股价为 4.2 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3：估值分析

	PE (2024E)	2024 年预测净利润 (亿元)
山西焦化	18.16	11.50
美锦能源	52.50	市值预测 (对应 PE)
平均	35.33	172.51
中国旭阳集团 (预测 24 年)	15	股价预测
		4.21

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：数据截至时间为 2024 年 7 月 11 日

## 6. 风险提示

- 1) **原料价格波动风险**：焦化厂原料主要成分是焦煤，焦煤价格波动对焦化厂单吨利润会产生较大影响，进而影响公司业绩
- 2) **地产、基建投资增速不及预期**：焦炭下游为钢铁，终端行业包括房地产等行业，若投资增速不及预期，焦炭消费量可能不及预期，进而影响公司业绩。
- 3) **项目投产时间不及预期**：业绩测算中包含了对在建项目投产时间的假设，若投产时间不及预期，2024-2025 年公司焦炭产量预测或发生误差，进而影响业绩预测。
- 4) **安全、环保政策风险**：焦炭行业受安全、环保政策影响，或监管严格可能影响产量。
- 5) **限产风险**：若有重大会议举行，同样有限产的可能性。
- 6) **钢厂限产风险**：若钢厂因亏损陷入限产状态，焦化采购需求将面临风险
- 7) **氢能产业技术发展速度不及预期**：氢能技术发展不及预期或导致经济性较低，进而拖慢了相关应用场景落地的速度。
- 8) **跨市场选取可比公司风险**：选取的可比公司与公司在不同证券交易所上市，存在一定的估值体系差异风险

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com