

## 中国旭阳集团 (1907.HK)

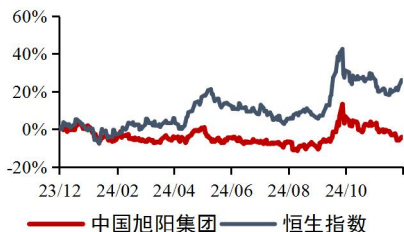
## 买入-B(首次)

## 焦炭龙头企业，迈向领先的新材料和绿氢供应商

2024年12月11日

公司研究/公司快报

## 公司近一年市场表现



## 市场数据(港币): 2024年12月10日

收盘价(元):	3.070
年内最高/最低(元):	3.700/2.800
流通A股/总股本(亿):	42.92/44.02
流通A股市值(亿):	131.78
总市值(亿):	135.15

## 基础数据:

基本每股收益(元):	0.03
摊薄每股收益(元):	0.03
每股净资产(元):	2.94
净资产收益率(%):	0.87

资料来源: 同花顺 iFinD, 要闻

## 分析师:

李旋坤

执业登记编码: S0760523110004

邮箱: lixuankun@sxzq.com

## 研究助理:

王金源

邮箱: wangjinyuan@sxzq.com

## 事件描述

➢ 2024年12月6日, 公司发布《收购旭阳研究院100%股权》的公告。公司的全资附属公司旭阳集团(作为买方)与旭阳控股(作为卖方)于2024年12月6日签订股权转让协议, 旭阳集团向旭阳控股收购旭阳研究院的100%股权, 收购价格为人民币1.81亿元。

## 事件点评

➢ **收购旭阳研究院, 打造世界一流的集团总部标杆。**公司自2002年在北京旭阳大厦1号楼设立总部, 旭阳研究院的主要资产为旭阳大厦。此次收购事项有利于集团作为上市公司保持总部办公运营的持续和稳定, 有利于集团加强北京总部的管理, 减少部分关联交易。未来, 公司除使用旭阳大厦作为总部外, 其余部分将用于投资物业。从旭阳大厦的地理位置及占地规模来看, 有充足的资本增值潜质, 有望提升公司及整体股东的回报。

➢ **焦炭业务: 全球焦炭龙头生产商及供应商, 兼具产能规模和成本管理优势。**截至2024年10月, 公司焦炭产能管理规模2200万吨, 包括自建1560万吨和640万吨运营管理产能。据公司2021-2025年「六五规划」, 将不断提升焦炭加工总量, 最终达每年3000万吨甚至更多。2023年, 焦炭市场份额占全球1.8%, 同比提升0.2pp, 占中国总产量的2.5%, 同比提升0.3pp。据钢之家和隆众资讯数据统计, 山西焦煤-焦炭价差自2024年5月有所修复, 11月底以来价差逐渐逐步扩大至250元/吨附近, 原料煤价格让利下焦炭利润尚可。公司焦炭业务通过结算管理, 定制化生产, 提升火运比例, 提升接卸能力, 精准配煤、生产, 与大矿开展战略合作, 完善产业链延伸, 进口蒙煤、印尼煤等策略, 降低单吨成本, 提高收益, 极具行业竞争力。

➢ **化工及新材料业务: 多个化工产品规模领先, 迈向世界领先的新材料公司。**公司依托庞大的焦化规模, 从焦化产业链延伸出精细化工产业, 具有较低成本优势, 在多个领域行业领先。目前, 公司是全球最大焦化粗苯加工商, 全球第二大高温煤焦油加工商, 全球第二大己内酰胺生产商, 中国最大焦炉煤气制甲醇生产商, 中国最大工业萘制苯酚生产商。经过多年发展, 公司已经形成碳材料类、醇氨类、芳烃类三大化工产品线。截至2024年10月, 公司化工产能管理规模603万吨, 包括自建537万吨和66万吨运营管理产能。公司近年来不断向下游新材料领域拓展, 包括尼龙新材料、氨基醇等。己内酰胺是生产PA6、PA66、尼龙弹性体和高温尼龙的原料, 是公司未来精细化工产品细分市场的主要增长动力。

➢ **氢能业务: 全产业链布局, 聚焦京津冀, 辐射全国。**公司是京津冀地区



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





最大的高纯氢生产商，以工业副产氢开拓市场，培育稳定氢能需求，研发绿氢技术，布局未来，逐步实现绿氢替代。目前，公司正在研发设计并开展 PEM 电解槽小试阶段，从核心零部件材料、电堆结构设计、系统工艺流程优化三个维度出发研发设计，做到了真正的技术可控，形成商业化的优质电解槽产品后，将为客户提供电解槽设备设计服务；绿氢技术成熟后，实现绿氢与副产氢并行，同时以绿氢和下游绿氨、绿醇产业结合，助力公司进入绿色化工产业链。据 2024 年半年报，公司氢能总产能达每日 24000 公斤，经营三个加氢站合计加氢量每日约 3000 公斤，并加大布局加氢站。2023 年，公司高纯氢产能占中国京津冀地区 8.3%，同比提升 2.6pp。公司积极参与中国不同城市（包括河北的定州、邢台、保定以及内蒙古的呼和浩特等）的氢气工业化计划。公司聚焦京津冀地区的氢能发展，“制储运加用+研”一体化全产业链规划布局氢能产业，将氢气的智能供应辐射至全国，有望充分受益于未来清洁能源的高速发展。

### 投资建议

➤ 预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.08\ 0.12\ 0.15，对应公司 12 月 10 日收盘价 2.84 元（同花顺以人民币兑港元汇率 1.081 自动计算），2024-2026 年 PE 分别为 36.1\ 23.6\ 19.3 倍。考虑公司是全球焦炭龙头生产商及供应商，兼具产能规模和成本管理优势，延申化工及新材料业务打开第二成长曲线，一体化全产业链布局氢能业务有望充分受益于未来清洁能源的高速发展。未来，随着焦煤-焦炭价差由底部走扩，新材料和新能源业务的增长，公司业绩有望逐步改善。首次覆盖，给予“买入-B”评级。

### 风险提示

- 汇率变动风险：公司持有部分以美元、日元及港元计算的资产，存在一定规模的进出口业务，汇率波动会对进口成本和出口价格造成影响。
- 焦煤-焦炭价差走低风险：公司主营产品焦炭的利润与焦煤-焦炭价差强相关，若价差持续处于底部区间甚至走弱，会直接影响公司利润。
- 新业务项目布局不及预期风险：公司通过布局化工新材料及氢能源业务，有望带来新的业务增长点，若项目开展不及预期，未来业绩增长或将缺乏新的动能。

### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	43,139.45	46,065.90	49,718.86	56,932.49	61,893.88
YoY(%)	12.25	6.78	7.93	14.51	8.71
净利润(百万元)	1,855.12	860.81	346.38	529.79	646.38
YoY(%)	-29.01	-53.60	-59.76	52.95	22.01
毛利率(%)	9.91	7.22	7.31	7.37	7.41
EPS(摊薄/元)	0.42	0.20	0.08	0.12	0.15

ROE(%)	15.32	6.67	2.64	3.95	4.68
P/E(倍)	6.74	14.52	36.09	23.60	19.34
P/B(倍)	1.03	0.97	0.95	0.93	0.91
净利率(%)	4.31	2.15	0.73	0.97	1.09

资料来源：同花顺 iFinD，山西证券研究所（人民币）

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	13,388.85	17,133.82	18,556.76	21,244.97	23,093.23
现金	2,224.23	3,613.92	4,971.89	5,693.25	6,189.39
应收票据及应收账款	861.43	976.19	1,092.41	1,250.91	1,359.92
预付账款	6,346.93	8,597.19	8,296.93	9,500.72	10,328.66
存货	3,221.15	3,406.06	3,519.39	4,027.53	4,376.39
其他流动资产	735.11	540.47	676.14	772.56	838.88
<b>非流动资产</b>	32,713.77	36,702.43	38,167.08	39,142.80	40,028.26
长期投资	3,895.63	3,659.72	3,779.72	3,979.72	4,189.72
固定资产	22,168.36	26,897.39	26,848.45	27,563.91	29,012.43
无形资产	2,753.49	3,497.83	2,914.86	2,331.89	1,748.92
其他非流动资产	3,896.30	2,647.49	4,624.06	5,267.29	5,077.19
<b>资产总计</b>	46,102.62	53,836.25	56,723.84	60,387.78	63,121.49
<b>流动负债</b>	25,047.08	29,955.43	32,275.69	35,602.22	37,924.26
短期借款	12,624.24	17,509.04	19,658.31	21,084.82	21,868.67
应付票据及应付账款	3,573.69	3,705.08	4,000.55	4,578.17	4,974.73
其他流动负债	8,849.15	8,741.31	8,616.83	9,939.22	11,080.87
<b>非流动负债</b>	8,460.52	9,408.38	9,755.10	9,755.10	9,755.10
长期借款	7,604.43	8,196.60	8,543.33	8,543.33	8,543.33
其他非流动负债	856.08	1,211.77	1,211.77	1,211.77	1,211.77
<b>负债合计</b>	33,507.60	39,363.80	42,030.79	45,357.31	47,679.36
少数股东权益	484.60	1,574.03	1,589.19	1,612.37	1,640.66
股本	382.25	382.25	382.25	382.25	382.25
资本公积	11,728.18	12,516.17	12,516.17	12,516.17	12,516.17
留存收益	0.00	0.00	205.45	519.67	903.05
归属母公司股东权益	12,110.43	12,898.42	13,103.86	13,418.09	13,801.46
<b>负债和股东权益</b>	46,102.62	53,836.25	56,723.84	60,387.78	63,121.49

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	3163.71	2204.37	3117.37	3207.40	3718.23
净利润	1859.49	989.55	361.54	552.97	674.67
折旧摊销	1424.83	2334.15	1655.35	1724.28	1824.55
财务费用	997.25	1349.75	1199.31	1281.85	1327.80
其他经营现金流	-1,117.87	-2,469.07	-98.83	-351.70	-108.78
<b>投资活动现金流</b>	-9,180.63	-1,712.61	-2,915.14	-2,415.14	-2,415.14
<b>筹资活动现金流</b>	4,925.93	-455.16	1,155.74	-70.90	-806.95

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	0.42	0.20	0.08	0.12	0.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.50	0.71	0.73	0.84
每股净资产(最新摊薄)	2.75	2.93	2.98	3.05	3.14

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	43,139.45	46,065.90	49,718.86	56,932.49	61,893.88
营业成本	38,864.13	42,740.95	46,083.34	52,737.09	57,305.05
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业费用	985.30	1,185.06	1,174.82	1,345.27	1,462.50
管理费用	932.93	1,060.77	1,076.75	1,252.32	1,350.93
财务费用	997.25	1,349.75	1,199.31	1,281.85	1,327.80
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	482.63	223.59	120.00	200.00	210.00
<b>营业利润</b>	1,842.47	-47.04	304.65	515.96	657.59
其他非经营损益	361.02	728.79	100.00	100.00	100.00
<b>利润总额</b>	2,203.48	681.75	404.65	615.96	757.59
所得税	343.99	-307.80	43.10	62.99	82.92
<b>税后利润</b>	1,859.49	989.55	361.54	552.97	674.67
少数股东损益	4.37	128.74	15.16	23.19	28.29
<b>归属母公司净利润</b>	1,855.12	860.81	346.38	529.79	646.38
EBITDA	4,625.57	4,365.64	3,259.30	3,622.09	3,909.93

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	12.25	6.78	7.93	14.51	8.71
营业利润(%)	-43.69	-102.55		69.36	27.45
归属于母公司净利润(%)	-29.01	-53.60	-59.76	52.95	22.01
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	9.91	7.22	7.31	7.37	7.41
净利率(%)	4.31	2.15	0.73	0.97	1.09
ROE(%)	15.32	6.67	2.64	3.95	4.68
ROIC(%)	9.74	5.77	3.22	3.63	3.84
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	72.68	73.12	74.10	75.11	75.54
流动比率	0.53	0.57	0.57	0.60	0.61
速动比率	0.38	0.44	0.45	0.46	0.47
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.94	0.86	0.88	0.94	0.98
应收账款周转率	50.08	47.19	45.51	45.51	45.51
应付账款周转率					
<b>估值比率</b>					
P/E	6.74	14.52	36.09	23.60	19.34
P/B	1.03	0.97	0.95	0.93	0.91
EV/EBITDA	4.70	6.49	9.47	8.92	8.47

资料来源：同花顺 iFinD、山西证券研究所（人民币）

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

