

评级：增持(首次)

分析师：陈晨

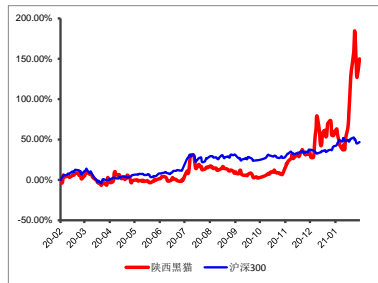
执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,629.8
流通股本(百万股)	1,629.8
市价(元)	7.45
市值(百万元)	12,141.9
流通市值(百万元)	12,141.9

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1 陕西黑猫 2018 年报点评：煤化工业务多点开花，未来有望再上新台阶

2 主要产品售价大幅提升，下半年业绩有望继续改善

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	10,472	9,388	8,739	15,676	18,814
增长率 yoy%	9.27%	-10.36%	-6.91%	79.37%	20.02%
净利润	325	29	275	1,462	1,708
增长率 yoy%	31.35%	-91.15%	854.90%	431.70%	16.84%
每股收益(元)	0.20	0.02	0.17	0.90	1.05
每股现金流量	0.29	0.30	-0.20	2.24	1.93
净资产收益率	5.70%	0.51%	4.72%	21.33%	21.22%
P/E	37.33	421.70	44.16	8.31	7.11
PEG	0.60	1.91	8.90	0.13	0.03
P/B	2.13	2.16	2.08	1.77	1.51

备注：股价日期为2月2日收盘价

投资要点

■ 公司披露 2020 年度业绩预增公告，单四季度业绩爆发：

- 预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 2.5 亿元到 2.8 亿元，与上年同期相比，预计增加 2.23 亿元到 2.53 万元，同比增加 823%到 933%。预计 2020 年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.45 亿元到 2.75 亿元，与上年同期相比，预计增加 2.24 亿元到 2.54 亿元，同比增加 1067%到 1210%。其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别为-0.6、-0.3、1.2 和 2.3~2.6 亿元，单四季度预计呈现大幅爆发。
- 根据业绩预告测算，2020 年公司主产品焦炭的毛利率同比提高了约 5 个百分点；由于 2019 年产品市场价格低、甲醇分厂停产检修及子公司新丰科技、黑猫化工、黑猫能源未正式生产的原因，2019 年度净利润较低，因而 2020 年公司净利润同比增幅较大；2020 年公司投资收益同比大幅增加约 0.9 亿元（主要增加 400 万吨/年的建新煤矿 49%股权所致）。
- 报告期内，公司焦炭业务产量 467.1 万吨，同比下降 1.25%；焦炭业务销量 455.8 万吨，同比下降 5.09%；焦炭业务销售收入（不含税）73.42 亿元，同比下降 6.19%；平均售价（不含税）1610.74 元/吨，同比下降 1.16%。

■ 公司未来煤化工业务有望再上新台阶。

- 公司目前在产焦炭产能 520 万吨/年，权益 324 万吨/年，其中本部 120 万吨（持股 100%），龙门煤化 400 万吨（持股 51%）。公司在建及计划项目规模较大，有望助力公司煤化工业务再上新台阶，根据统计，在建及规划建设产能合计 1140 万吨/年，权益为 943 万吨/年。
- 一方面，内蒙古黑猫（持股为 82.68%）正在建设的“年产 10 万吨己内酰胺和利用焦炉煤气年产 40 万吨液化天然气项目”计划总投资 55.24 亿元，设计建设洗精煤 600 万吨/年，冶金焦 260 万吨/年，利用焦炉煤气年产 30 万吨甲醇联产 8 万吨合成氨；项目 1#焦炉已经于 2020 年 10 月 15 日点火装煤，化产及醇氨装置已开始进行调试运行，2#焦炉装置已开始烘炉，项目整体计划于 2021 年一季度投入试生产。
- 二方面，在内蒙古自治区巴彦淖尔市乌拉特后旗青山工业园区规划建设“年产 880 万吨焦炭及利用焦炉煤气联产 100 万吨甲醇、20 万吨苯加氢、40 万吨焦油加氢装置项目”，项目概算总投资 161.61 亿元，建设年产 880 万吨焦炭、100 万吨甲醇、20 万吨合成氨、20 万吨粗苯加氢、40 万吨焦油加氢、10 万吨针状焦装置。本项目总建设周期 60 个月，一、二、三期工程各为 20 个月。根据公司测算，本项目产品焦炭以含税价 1700 元/吨、甲醇以含税价 2000 元/吨、氢气价格以含税价 0.8 元/Nm³、针状焦以含税价 25000 元/吨的基础上，预计年销售收入 198.19 亿元，年创利润 52.87 亿元，年上交所得税金 13.22 亿元。

■ **盈利预测与估值：**预计公司 2020/21/22 年实现归属于母公司股东净利润分别为 2.75/14.6/17.1 亿元，折合 EPS 分别是 0.17/0.90/1.05 元/股，当前 7.45 元股价（2 月 2 日收盘价），对应 PE 分别为 44/8/7 倍，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

■ **风险提示：**经济增速不及预期、新项目建设不及预期风险、安全生产风险等、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

内容目录

焦炭行业去产能推动行业持续高景气.....	- 3 -
陕西黑猫：2020 年第四季度业绩亮眼，焦炭业务未来有望再上新台阶.....	- 4 -

图表目录

图表 1：2020 年焦化产能新增淘汰统计（万吨）.....	- 3 -
图表 2：2020 年焦炭行业产能结构（亿吨、%）.....	- 3 -
图表 3：焦化厂厂内库存持续处于低位.....	- 3 -
图表 4：2020 年焦炭与生铁产量同比情况.....	- 4 -
图表 5：唐山二级冶金焦价格在 2020Q3 迎来快速上涨.....	- 4 -
图表 6：公司焦炭等业务产能详细表.....	- 5 -
图表 7：行业可比公司估值.....	- 6 -
图表 8：公司焦炭业务拆分预测.....	- 7 -
图表 9：公司甲醇等煤化工业务拆分预测.....	- 7 -
图表 10：三张报表摘要.....	- 9 -

焦炭行业去产能推动行业持续高景气

- **焦炭行业：焦炭第十五轮涨价落实，去产能推动行业持续高景气。**截至2021年2月2日，唐山地区二级冶金焦价格为2800元/吨，自上年度8月份以来累计上涨1000元/吨。根据Mysteel样本统计，全国平均吨焦盈利984元/吨，达到近年来新高。2020年焦炭行业去产能如火如荼，山东、山西、河南、河北等主产区，大力淘汰4.3米落后产能，根据MYSTEEL统计，如果按照相关文件来执行，2020年预计净淘汰产能2100万吨，考虑新建焦炭投产节奏滞后、下游需求增长、整体厂内库存低位，我们预计2021年焦炭价格有望同比上升。

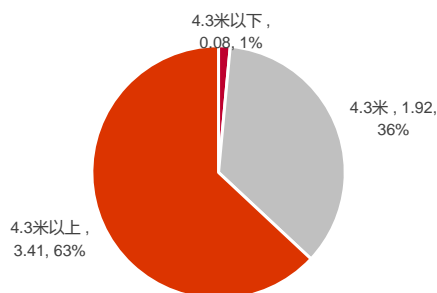
图表 1: 2020 年焦化产能新增淘汰统计 (万吨)

名称	Mysteel: 2020年焦化产能新增淘汰统计 (新增100%, 淘汰100%)												
产能情况	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	总计
淘汰	95		180	390	366	760			46	1471	120	4174	7602
新增	240	85	145	72	185	267.5	235	702	315	1001	706	1545	5498
新增-淘汰	145	85	-35	-318	-181	-492.5	235	702	269	-471	586	-2629	-2104

来源: Mysteel, 中泰证券研究所;

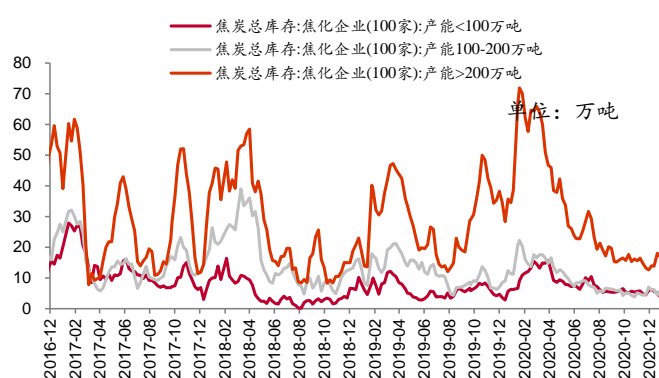
备注: 假设淘汰按照相关文件100%执行, 新增按计划100%投产

图表 2: 2020 年焦炭行业产能结构 (亿吨, %)



来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 3: 焦化厂厂内库存持续处于低位

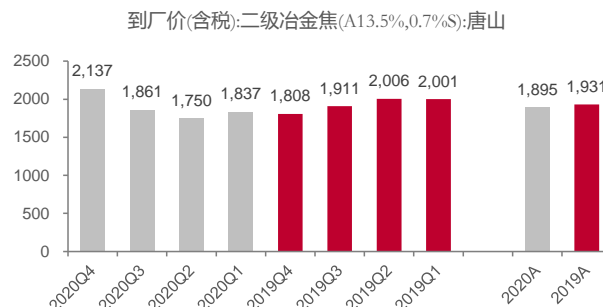


来源: wind, 中泰证券研究所

- **2020年1-12月份焦炭与钢铁行业：焦炭产量同比上升0%，生铁产量同比上升4.3%，焦炭持续去库存。**2020年，12月焦炭产量同比上升1.2%，增速较20年11月下降3.3个百分点，1-12月累计同比持平；12月生铁产量同比增加5.4%，增速较20年11月上升0.7个百分点，1-12月累计同比增加4.3%；12月份粗钢产量同比上升7.7%，增速较20年11月下降0.3个百分点，1-12月累计同增加5.2%。在地产、制造业投资等需求拉动下钢铁生产平稳，而焦炭由于去产能等因素影响，产量增速低于下游钢铁，焦炭行业持续去库存。
- **唐山二级冶金焦价格在2020Q3迎来快速上涨。**2020Q1-Q4，唐山二级冶金焦均价分别为1837、1750、1861、2137元/吨，同比分别为-8%、-13%、-3%、+18%，全年均价为1895元/吨，同比下降2%。由于去产能导致供应缺口加剧，焦炭价格在2020Q3迎来快速上涨。

图表 4: 2020 年焦炭与生铁产量同比情况


来源: Mysteel, 中泰证券研究所

图表 5: 唐山二级冶金焦价格在 2020Q3 迎来快速上涨


来源: wind, 中泰证券研究所

陕西黑猫: 2020 年第四季度业绩亮眼, 焦炭业务未来有望再上新台阶

- **公司未来煤化工业务有望再上新台阶。**公司目前在产焦炭产能 520 万吨/年, 权益 324 万吨/年, 其中本部 120 万吨 (持股 100%), 龙门煤化 400 万吨 (持股 51%)。公司在建及计划项目规模较大, 有望助力公司煤化工业务再上新台阶, 根据统计, 在建及规划建设产能合计 1140 万吨/年, 权益为 943 万吨/年。
 - 一方面, 内蒙古黑猫 (持股为 82.68%) 正在建设的“年产 10 万吨己内酰胺和利用焦炉煤气年产 40 万吨液化天然气项目”计划总投资 55.24 亿元, 设计建设洗精煤 600 万吨/年, 冶金焦 260 万吨/年, 利用焦炉煤气年产 30 万吨甲醇联产 8 万吨合成氨; 项目 1#焦炉已经于 2020 年 10 月 15 日点火装煤, 化产及醇氨装置已开始进行调试运行, 2#焦炉装置已开始烘炉, 项目整体计划于 2021 年一季度投入试生产。
 - 二方面, 在内蒙古自治区巴彦淖尔市乌拉特后旗青山工业园区规划建设“年产 880 万吨焦炭及利用焦炉煤气联产 100 万吨甲醇、20 万吨苯加氢、40 万吨焦油加氢装置项目”, 项目概算总投资 161.61 亿元, 建设年产 880 万吨焦炭、100 万吨甲醇、20 万吨合成氨、20 万吨粗苯加氢、40 万吨焦油加氢、10 万吨针状焦装置。本项目拟分三期建设, 一期 30 万吨/年甲醇, 一组焦炉 (2*88) 260 万吨/年焦炭及配套化产, 10 万吨/年苯加氢装置; 二期 30 万吨/年甲醇, 一组焦炉 (2*88) 260 万吨/年焦炭及配套化产回收, 10 万吨/年苯加氢装置; 三期 40 万吨/年甲醇, 两组焦炉 (2*68) 360 万吨/年焦炭及配套化产, 2*20 万吨/年焦油加氢装置, 2*5 万吨/年针状焦装置及配套的公用及辅助生产设施。本项目总建设周期 60 个月, 一、二、三期工程各为 20 个月。根据公司测算, 本项目产品焦炭以含税价 1700 元/吨、甲醇以含税价 2000 元/吨、氢气价格以含税价 0.8 元/Nm³、针状焦以含税价 25000 元/吨的基础上, 预计年销

售收入 198.19 亿元，年创利润 52.87 亿元，年上交所得税金 13.22 亿元。

图表 6: 公司焦炭等业务产能详细表

公司名称	持股比例	所在地	名称	产能 (万吨/年, 截至2019年末)	权益比重	在建产能及投资情况	在建产能预计完工时间
本部	100%	韩城市	焦炭	120	120	-	-
本部	100%	韩城市	甲醇	10	10	-	-
本部	100%	韩城市	热电项目	2*12MW/年	-	-	-
本部	100%	韩城市	蒸压粉煤灰砖项目	8000万块/年	-	-	-
龙门化工	51%	韩城市	焦炭	400	204	-	-
龙门化工	51%	韩城市	甲醇	20	10	-	-
龙门化工	51%	韩城市	LNG	25	13	-	-
龙门化工	51%	韩城市	合成氨/尿素项目	合成氨28万吨/年或尿素48万吨/年	-	-	-
黑猫能源	100%	韩城市	合成氨	9	9	-	-
新丰科技	100%	韩城市	焦化转型升级改造项目	年产 3.243 亿立方氨合成气 (主产品), 0.48 亿立方水煤气 (副产品), 0.32 亿立方变换脱碳气 (副产品), 0.337 亿立方甲醇弛放气 (副产品)	-	-	-
黑猫化工	100%	韩城市	BDO项目	6	-	-	-
内蒙古黑猫一期	82.68%	巴彦淖尔	年产 10 万吨己内酰胺和利用焦炉煤气年产 40 万吨液化天然气项目	设计建设洗精煤 600 万吨/年, 冶金焦 260 万吨/年, 利用焦炉煤气年产 30 万吨甲醇联产 8 万吨合成氨	-	总投资约 55.24 亿元	计划于2021年一季度投入试生产
内蒙古黑猫二期	82.68%	巴彦淖尔	年产 880 万吨焦炭及利用焦炉煤气联产 100 万吨甲醇、20 万吨苯加氢、40 万吨焦油加氢装置项目	建设年产 880 万吨焦炭、100 万吨甲醇、20 万吨合成氨、20 万吨粗苯加氢、40 万吨焦油加氢、10 万吨针状焦装置。	-	项目总投资 161.61 亿元	本项目总建设周期 60 个月, 一、二、三期工程各为 20 个月

来源: wind、中泰证券研究所

■ 公司披露 2020 年度业绩预增公告, 单四季度业绩爆发:

- 预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 2.5 亿元到 2.8 亿元, 与上年同期相比, 预计增加 2.23 亿元到 2.53 万元, 同比增加 823% 到 933%。预计 2020 年度归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 2.45 亿元到 2.75 亿元, 与上年同期相比, 预计增加 2.24 亿元到 2.54 亿元, 同比增加 1067%到 1210%。其中 Q1、Q2、Q3、Q4 分别为-0.6、-0.3、1.2 和 2.3~2.6 亿元, 单四季度预计呈现大幅爆发。
- 根据业绩预告测算, 2020 年, 公司主产品焦炭的毛利率同比提高了约 5 个百分点, 净利润增加; 由于 2019 年产品价格低、甲醇分厂停产检修及子公司新丰科技、黑猫化工、黑猫能源未正式生产的原因, 2019 年度净利润较低, 仅有 0.27 亿元, 因而 2020 年公司净利润同比增幅较大; 2020 年公司投资收益同比大幅增加约 0.9 亿元 (主要是 2020 年 8 月份完成收购 400 万吨/年的建新煤矿 49%股权所致)。

■ 2020 年公司主要产品业务概况:

- 1) 报告期内, 公司焦炭业务产量 467.1 万吨, 同比下降 1.25%; 焦炭业务销量 455.8 万吨, 同比下降 5.09%; 焦炭业务销售收入 (不含税) 73.42 亿元, 同比下降 6.19%; 平均售价 (不含税) 1610.74 元/吨, 同比下降 1.16%。
- 2) 公司焦油业务产量 17.7 万吨, 同比上升 5.99%; 焦油业务销量 17.4 万吨, 同比上升 0.22%; 焦油业务销售收入 (不含税) 3.43 亿元, 同比下降 24.21%, 平均售价 (不含税) 1971.25 元/吨, 同比下降 24.38%。
- 3) 公司粗苯业务产量 5.5 万吨, 同比上升 0.48%; 粗苯业务销量 5.4 万吨, 同比下降 0.91%; 粗苯业务销售收入 (不含税) 1.31 亿元, 同比下降 25.12%, 平均售价 (不含税) 2417.90 元/吨, 同比下降 24.43%。

- 4) 公司甲醇业务产量 8.9 万吨, 同比下降 23.27%; 甲醇业务销量 6.8 万吨, 同比下降 41.29%; 甲醇业务销售收入(不含税) 0.94 亿元, 同比下降 51.71%, 平均售价(不含税) 1391.47 元/吨, 同比下降 17.75%。
- 5) 公司 LNG 业务产量 11.0 万吨, 同比上升 13.28%; LNG 业务销量 11.0 万吨, 同比上升 12.22%; LNG 业务销售收入(不含税) 3.28 亿元, 同比下降 5.58%, 平均售价(不含税) 3009.03 元/吨, 同比下降 15.86%。
- 6) 报告期内, 公司合成氨业务产量 18.3 万吨, 同比上升 49.75%; 合成氨业务销量 17.5 万吨, 同比上升 53.94%; 合成氨业务销售收入(不含税) 3.47 亿元, 同比上升 88.04%, 平均售价(不含税) 1987.67 元/吨, 同比下降 7.88%。

■ **公司业务拆分的主要预测依据:**

- 1) 2020/21/22, 预测焦炭产量分别为 467/667/727 万吨, 销量分别为 456/667/727 万吨, 其中 2020 年数据已披露, 2021 年和 2022 年预测增加值主要依据于内蒙黑猫一期的投产。
- 2) 2020/21/22, 预测焦炭单位售价分别为 1611/1933/2030 元/吨, 其中 2020 年数据已披露, 2021 年和 2022 年预测值主要依据于行业去产能推动景气度提升, 售价上涨。
- 3) 2020/21/22, 预测焦炭单位成本分别为 1399/1469/1542 元/吨, 主要依据于上游炼焦煤行业价格稳中有升。
- 4) 其他业务包括甲醇、LNG、焦油、粗苯、合成氨等产销量、单位售价、单位成本等预测主要依据于公司产能释放情况, 原油价格波动预测等。

■ **盈利预测与估值:** 预计公司 2020/21/22 年实现归属于母公司股东净利润分别为 2.75/14.6/17.1 亿元, 折合 EPS 分别是 0.17/0.90/1.05 元/股, 当前 7.45 元股价(2 月 2 日收盘价), 对应 PE 分别为 44/8/7 倍, 首次覆盖, 给予公司“增持”评级。

■ **风险提示:** 经济增速不及预期、新项目建设不及预期风险、安全生产风险等、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

代码	简称	总市值 (亿元)	归属于母公司股东净利润 (亿元)			PE估值			PB估值
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
焦炭公司									
600997.SH	开滦股份	106	11.5	11.5	18.9	9.2	9.2	5.6	0.9
603113.SH	金能科技	188	7.6	8.4	14.3	24.7	22.3	13.2	2.5
600740.SH	山西焦化	131	4.7	11.0	20.1	27.6	11.9	6.5	1.2
平均值						20.5	14.5	8.4	1.5
601015.SH	陕西黑猫	121	0.3	2.8	14.6	421.7	44.2	8.3	2.2

来源: wind、中泰证券研究所

备注: 市值日期为 2021 年 2 月 2 日收盘, 开滦股份、金能科技、山西焦化等 2020/2021 年业绩预测来自 wind 一致预期, 陕西黑猫来自中泰预测。

图表 8: 公司焦炭业务拆分预测

焦炭业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
焦炭产量 (万吨)	471.73	483.83	430.35	508.00	512	473	467	667	727
yoy		2.57%	-11.05%	18.04%	0.71%	-7.54%	-1.25%	42.81%	8.99%
焦炭销量 (万吨)	572.19	594.95	566.27	525.00	495	480	456	667	727
yoy		3.98%	-4.82%	-7.29%	-5.81%	-2.88%	-5.09%	46.36%	8.99%
营业收入 (百万元)	4998.50	3982.13	4534.32	7899.00	8763.10	7826.78	7342.14	12895.16	14757.64
yoy		-20.33%	13.87%	74.20%	10.94%	-10.68%	-6.19%	75.63%	14.44%
营业成本 (百万元)	5141.05	4395.17	4102.03	7767.00	8271.01	7303.05	6376.93	9799.95	11215.38
yoy		-14.51%	-6.67%	89.35%	6.49%	-11.70%	-12.68%	53.68%	14.44%
毛利 (百万元)	-142.56	-413.04	432.29	132.00	492.09	523.74	965.21	3095.21	3542.26
yoy		189.74%	-204.66%	-69.47%	272.80%	6.43%	84.29%	220.68%	14.44%
单位售价 (元/吨)	873.57	669.32	800.74	1504.57	1772	1630	1611	1933	2030
yoy		-23.38%	19.63%	87.90%	17.78%	-8.03%	-1.16%	20.00%	5.00%
单位成本 (元/吨)	898.49	738.75	724.40	1479.43	1672.53	1520.64	1399	1469	1542
yoy		-17.78%	-1.94%	104.23%	13.05%	-9.08%	-8.00%	5.00%	5.00%
单位毛利 (元/吨)	-24.91	-69.42	76.34	25.14	99.51	109.05	211.75	463.95	487.15
yoy		178.65%	-209.96%	-67.07%	295.77%	9.59%	94.17%	119.10%	5.00%
毛利率 (%)	-2.85%	-10.37%	9.53%	1.67%	5.62%	6.69%	13.15%	24.00%	24.00%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 9: 公司甲醇等煤化工业务拆分预测

甲醇业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
甲醇产量(万吨)	18.57	18.99	16.95	17.30	16.42	11.59	8.89	23.89	38.89
yoy		2.26%	-10.73%	2.05%	-5.09%	-29.42%	-23.27%	168.68%	62.78%
甲醇销量(万吨)	18.50	19.02	16.45	17.44	16.28	11.51	6.76	23.89	38.89
yoy		2.81%	-13.50%	6.00%	-6.65%	-29.30%	-41.29%	253.59%	62.78%
营业收入(百万元)	347.75	272.05	238.27	341.98	358.9	194.7	94.0	398.9	681.9
yoy		-21.77%	-12.42%	43.53%	4.96%	-45.75%	-51.71%	324.31%	70.92%
营业成本(百万元)	159.58	163.31	158.68	165.32	226.5	192.7	104.1	386.4	644.7
yoy		2.34%	-2.83%	4.18%	37.01%	-14.94%	-45.99%	271.27%	66.85%
毛利(百万元)	188.17	108.74	79.59	176.66	132.43	2.04	-10.04	12.58	37.23
yoy		-42.21%	-26.81%	121.97%	-25.04%	-98.46%	-591.51%	-225.30%	195.87%
单位售价(元/吨)	1880	1430	1448	1961	2205	1692	1391	1670	1753
yoy		-23.91%	1.25%	35.40%	12.44%	-23.27%	-17.75%	20.00%	5.00%
单位成本(元/吨)	863	859	964	948	1391	1674	1540	1617	1658
yoy		-0.46%	12.33%	-1.71%	46.78%	20.32%	-8.00%	5.00%	2.50%
单位毛利(元/吨)	1017	572	484	1013	813	18	-149	53	96
yoy		-43.79%	-15.39%	109.41%	-19.70%	-97.82%	-937.20%	-135.44%	81.76%
毛利率(%)	54.11%	39.97%	33.40%	51.66%	36.89%	1.05%	-10.68%	3.15%	5.46%
LNG业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
LNG产量(万吨)	15.80	9.32	11.30	13.28	11.47	9.68	10.97	30.97	50.97
yoy		-41.01%	21.26%	17.51%	-13.63%	-15.57%	13.28%	182.32%	64.58%
LNG销量(万吨)	15.07	10.27	11.05	13.48	11.38	9.71	10.90	30.97	50.97
yoy		-31.85%	7.58%	22.01%	-15.58%	-14.67%	12.22%	184.21%	64.58%
营业收入(百万元)	553.44	295.25	248.42	417.97	422.5	347.3	327.9	1071.7	1851.9
yoy		-46.65%	-15.86%	68.25%	1.07%	-17.80%	-5.58%	226.84%	72.81%
营业成本(百万元)	226.33	165.88	157.53	194.83	247.8	296.1	315.6	941.9	1589.0
yoy		-26.71%	-5.03%	23.68%	27.17%	19.50%	6.61%	198.42%	68.69%
毛利(百万元)	327.11	129.37	90.89	223.14	174.68	51.17	12.25	129.74	262.95
yoy		-60.45%	-29.74%	145.51%	-21.72%	-70.71%	-76.06%	959.31%	102.68%
单位售价(元/吨)	3672	2875	2249	3101	3712	3576	3009	3460	3633
yoy		-21.72%	-21.79%	37.90%	19.72%	-3.67%	-15.86%	15.00%	5.00%
单位成本(元/吨)	1502	1615	1426	1445	2177	3049	2897	3041	3118
yoy		7.54%	-11.72%	1.36%	50.64%	40.04%	-5.00%	5.00%	2.50%
单位毛利(元/吨)	2171	1260	823	1655	1535	527	112	419	516
yoy		-41.97%	-34.69%	101.21%	-7.27%	-65.67%	-78.67%	272.72%	23.15%
毛利率(%)	59.10%	43.82%	36.59%	53.39%	41.35%	14.74%	3.74%	12.11%	14.20%
焦油业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
焦油产量(万吨)	18.45	19.14	16.83	19.71	19.33	16.72	17.72	19.49	21.44
yoy		3.73%	-12.10%	17.14%	-1.93%	-13.51%	5.99%	10.00%	10.00%
焦油销量(万吨)	18.07	19.05	17.09	19.03	18.96	17.35	17.39	19.49	21.44
yoy		5.42%	-10.27%	11.32%	-0.37%	-8.48%	0.22%	12.09%	10.00%
营业收入(百万元)	373.25	264.17	223.40	457.13	533.1	452.3	342.8	441.9	510.4
yoy		-29.22%	-15.43%	104.62%	16.61%	-15.15%	-24.21%	28.91%	15.50%
营业成本(百万元)	112.19	113.90	102.38	142.92	148.8	192.5	177.5	208.9	236.7
yoy		1.52%	-10.11%	22.01%	19.11%	29.36%	-7.80%	17.70%	13.30%
毛利(百万元)	261.05	150.27	121.02	332.21	384.27	259.84	165.35	233.04	273.75
yoy		-42.44%	-19.47%	174.51%	15.67%	-32.38%	-36.37%	40.94%	17.47%
单位售价(元/吨)	2066	1387	1307	2402	2811	2607	1971	2287	2380
yoy		-32.87%	-5.76%	83.81%	17.04%	-7.29%	-24.38%	15.00%	5.00%
单位成本(元/吨)	621	598	599	656	785	1109	1020	1071	1104
yoy		-3.70%	0.18%	9.60%	19.55%	41.34%	-8.00%	5.00%	3.00%
单位毛利(元/吨)	1445	789	708	1746	2027	1497	951	1195	1277
yoy		-45.40%	-10.25%	146.58%	16.10%	-26.11%	-36.51%	25.73%	6.79%
毛利率(%)	70%	57%	54%	73%	72%	57%	48%	53%	54%
粗苯业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
粗苯产量(万吨)	5.16	5.25	4.74	5.43	5.52	5.46	5.49	6.04	6.04
yoy		1.91%	-9.76%	14.51%	1.66%	-1.04%	0.48%	10.00%	0.00%
粗苯销量(万吨)	5.14	5.27	4.74	5.41	5.45	5.46	5.41	6.04	6.04
yoy		2.45%	-9.99%	14.13%	0.74%	0.19%	-0.91%	11.59%	0.00%
营业收入(百万元)	281.79	158.35	158.53	234.27	227.1	174.7	130.8	175.2	183.9
yoy		-43.81%	0.11%	47.78%	-3.06%	-23.07%	-25.12%	33.90%	5.00%
营业成本(百万元)	113.87	116.43	93.57	99.46	123.3	158.7	141.5	165.8	170.0
yoy		2.24%	-19.63%	6.29%	23.92%	28.76%	-10.82%	17.17%	2.50%
毛利(百万元)	168	42	65	135	104	16	-11	9	14
yoy		-75.03%	54.94%	107.54%	-22.96%	-84.58%	-166.85%	-187.39%	49.32%
单位售价(元/吨)	5482	3007	3344	4330	4167	3200	2418	2901	3047
yoy		-45.15%	11.22%	29.48%	-3.77%	-23.22%	-24.43%	20.00%	5.00%
单位成本(元/吨)	2215	2211	1974	1838	2261	2906	2616	2747	2815
yoy		-0.21%	-10.71%	-6.87%	23.01%	28.52%	-10.00%	5.00%	2.50%
单位毛利(元/吨)	3267	796	1370	2492	1906	293	-198	155	231
yoy		-75.63%	72.13%	81.85%	-23.52%	-84.61%	-167.47%	-178.31%	49.32%
毛利率(%)	60%	26%	41%	58%	46%	9%	-8%	5%	8%
合成氨业务	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
合成氨产量(万吨)	6	6	1		2.67	12.21	18.28	22.28	26.28
yoy		0.63%	-89.13%			357.16%	49.75%	21.88%	17.95%
合成氨销量(万吨)	6	7	1		2.49	11.36	17.48	22.28	26.28
yoy		3.33%	-89.25%			356.04%	53.94%	27.44%	17.95%
营业收入(百万元)	117	110	11		57.80	245.02	347.47	531.39	658.13
yoy		-5.66%	-90.44%			323.91%	41.81%	52.93%	23.85%
营业成本(百万元)	65	64	11		39.24	285.73	395.87	529.74	637.34
yoy		-2.93%	-82.93%			628.15%	38.55%	33.82%	20.31%
毛利(百万元)	51	47	0		19	-41	-48	2	21
yoy		-9.13%	-100.66%			-319.32%	18.91%	-103.41%	1159.60%
单位售价(元/吨)	1854	1692	1504		2321	2158	1988	2385.21	2504.47
yoy		-8.70%	-11.12%			-7.05%	-7.88%	20.00%	5.00%
单位成本(元/吨)	1039	976	1549		1576	2516	2264.57	2377.80	2425.36
yoy		-6.07%	58.71%			59.67%	-10.00%	5.00%	2.00%
单位毛利(元/吨)	815	717	-44		745	-358	-277	7	79
yoy		-12.06%	-106.18%			-148.09%	-22.75%	-102.68%	967.87%
毛利率(%)	44%	42%	-3%		32%	-17%	-14%	0%	3%

来源: wind、中泰证券研究所

图表 10: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	10,472	9,388	8,739	15,676	18,814	货币资金	2,712	1,600	2,622	4,703	5,644
增长率	9.3%	-10.4%	-6.9%	79.4%	20.0%	应收款项	1,359	494	1,594	1,977	2,100
营业成本	-9,076	-8,522	-7,610	-12,136	-14,601	存货	851	597	418	1,133	651
% 销售收入	86.7%	90.8%	87.1%	77.4%	77.6%	其他流动资产	1,693	2,345	818	3,321	1,320
毛利	1,396	865	1,130	3,540	4,213	流动资产	6,616	5,036	5,451	11,134	9,715
% 销售收入	13.3%	9.2%	12.9%	22.6%	22.4%	% 总资产	45.6%	34.2%	29.4%	36.8%	28.2%
营业税金及附加	-52	-33	-31	-55	-66	长期投资	82	87	97	107	117
% 销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	固定资产	6,121	6,008	8,693	12,107	15,869
营业费用	-435	-418	-385	-690	-828	% 总资产	42.2%	40.8%	46.9%	40.0%	46.1%
% 销售收入	4.2%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	无形资产	624	661	743	822	899
管理费用	-147	-183	-175	-251	-301	非流动资产	7,904	9,703	13,080	19,110	24,734
% 销售收入	1.4%	1.9%	2.0%	1.6%	1.6%	% 总资产	54.4%	65.8%	70.6%	63.2%	71.8%
息税前利润 (EBIT)	763	232	540	2,545	3,018	资产总计	14,520	14,739	18,532	30,244	34,450
% 销售收入	7.3%	2.5%	6.2%	16.2%	16.0%	短期借款	1,168	1,257	4,137	7,497	10,670
财务费用	-240	-124	-175	-314	-376	应付款项	4,332	4,620	2,425	6,444	3,195
% 销售收入	2.3%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%	其他流动负债	729	921	1,014	1,115	1,226
资产减值损失	13	-4	-10	0	0	流动负债	6,229	6,799	7,575	15,056	15,091
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	35	136	2,822	5,496	7,852
投资收益	62	-31	90	200	200	其他长期负债	687	421	463	509	560
% 税前利润	10.6%	—	20.0%	8.2%	7.0%	负债	6,950	7,355	10,860	21,061	23,503
营业利润	598	73	445	2,431	2,842	普通股股东权益	5,703	5,634	5,830	6,853	8,049
营业利润率	5.7%	0.8%	5.1%	15.5%	15.1%	少数股东权益	1,867	1,750	1,842	2,329	2,898
营业外收支	-7	-1	5	5	5	负债股东权益合计	14,520	14,739	18,532	30,244	34,450
税前利润	591	72	450	2,436	2,847						
利润率	5.6%	0.8%	5.1%	15.5%	15.1%						
所得税	-75	-20	-103	-487	-569						
所得税率	12.7%	27.4%	23.0%	20.0%	20.0%						
净利润	455	69	367	1,949	2,277						
少数股东损益	129	40	92	487	569						
归属于母公司的净利润	325	29	275	1,462	1,708						
净利率	3.1%	0.3%	3.1%	9.3%	9.1%						
现金流量表 (人民币百万元)						比率分析					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	455	69	367	1,949	2,277	每股指标					
加: 折旧和摊销	348	483	755	1,104	1,512	每股收益 (元)	0.20	0.02	0.17	0.90	1.05
资产减值准备	12	-12	0	0	0	每股净资产 (元)	3.50	3.46	3.58	4.20	4.94
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.29	0.30	-0.20	2.24	1.93
财务费用	254	159	175	314	376	每股股利 (元)	0.04	0.04	0.05	0.27	0.31
投资收益	-62	31	-90	-200	-200	回报率					
少数股东损益	129	40	92	487	569	净资产收益率	5.70%	0.51%	4.72%	21.33%	21.22%
营运资金的变动	-68	-31	-1,534	480	-823	总资产收益率	3.13%	0.47%	1.98%	6.44%	6.61%
经营活动现金净流	471	481	-328	3,647	3,143	投入资本收益率	10.71%	2.74%	6.63%	17.72%	14.39%
固定资本投资	-210	-2,151	-4,010	-7,010	-7,010	增长率					
投资活动现金净流	64	-1,064	-4,023	-6,913	-6,913	营业总收入增长率	9.27%	-10.36%	-6.91%	79.37%	20.02%
股利分配	-63	-63	-82	-439	-512	EBIT 增长率	47.96%	-74.78%	212.21%	329.05%	17.23%
其他	-665	-334	5,455	5,786	5,224	净利润增长率	31.35%	-91.15%	854.90%	431.70%	16.84%
筹资活动现金净流	-728	-397	5,372	5,347	4,712	总资产增长率	3.56%	1.50%	25.73%	63.20%	13.91%
现金净流量	-193	-980	1,022	2,081	941	资产管理能力					
						应收账款周转天数	22.4	22.3	25.0	24.0	23.0
						存货周转天数	24.9	27.8	20.9	17.8	17.1
						应付账款周转天数	41.5	59.1	59.2	36.0	34.0
						固定资产周转天数	168.8	232.6	302.8	238.8	267.7
						偿债能力					
						净负债/股东权益	2.90%	-8.57%	37.96%	87.89%	162.69%
						EBIT 利息保障倍数	3.4	1.6	3.7	8.8	8.6
						资产负债率	47.86%	49.90%	58.60%	69.64%	68.22%

来源: wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。