

2019年10月23日

美锦能源 (000723.SZ)

## 煤焦化产业成熟，氢能源产业链完整

■立足焦煤主业，积极布局燃料电池领域：公司下属煤矿3对，核定产能540万吨/年（权益产能492万吨/年），焦炭产能660万吨/年（权益产能611万吨/年），为最大焦化企业。除此以外，云锦天然气项目、润锦化工天然气项目的落地贯通了“煤-焦-气-化”产业链。公司根据“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。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，公司通过参股公司广州鸿锦向氢燃料电池膜电极生产企业鸿基创能增资1.02亿元，并直接增资氢燃料电池生产商国鸿氢能，贯通氢能源产业链。

■焦化行业格局转好，公司煤焦一体化稳定盈利：焦化行业长期存在产能过剩，产能集中度低的问题，使得行业长期处于低盈利状态。随着行业去产能进行，行业过剩问题将有效解决，同时行业集中度将持续提升，盈利空间即将打开。公司目前权益产能611万吨，是全国最大焦化企业，焦炭价格上涨的业绩弹性最大。同时公司焦炭原料由自有煤矿供应，减弱了煤价上涨的影响。

■政策与技术助推燃料电池高速发展：国家补贴政策给予燃料电池车高补贴且2020年前不退坡，“十城千辆”等政策明确了燃料电池车广阔的发展空间，同时国外技术的不断突破，让我们看到了氢燃料电池成本下降路径。电池系统成本2015年约53美元/kW，2020年有望下降至40美元/kW。

■积极布局氢能源产业链，未来发展空间巨大：1) 国鸿氢能作为全球最大燃料电池电堆生产商，年产燃料电池电堆2万台，燃料电池动力总成5000台。目前生产设备均为自主知识产权，可全部国产化、定制化。2018年已有近2000辆装置国鸿产品的商用车交付使用，2018年国内市场份额超过70%。2018年我国公告目录中接近50%的燃料电池汽车采用国鸿氢能电堆。2) 鸿基创能是国内首家实现质子交换膜燃料电池膜电极大规模产业化的企业。鸿基创能计年设计产能为30万平方米，产品成本比目前主流的膜电极低20-30%。3) 飞驰汽车是中国最大氢燃料电池客车企业。2018年氢燃料电池客车市占率43%，列全国第一；2019年，飞驰汽车的经营目标是完成燃料电池车1000台。根据公司披露，佛山市提出在2019年要投入1000辆氢燃料电池客车，飞驰作为佛山氢能企业，将从中受益。4) 新的工业园如青岛美锦小镇、嘉兴汽车产业园等陆续建设，公司燃料电池业务布局全国。

■投资建议：根据模型推演，预计2019-2021年净利润分别为12.53/15.87/17.75亿元。考虑未来焦炭行业供需格局改善，燃料电池车行业不断发展，公司业绩和现金流均有望持续稳定地改善。给予买入-A投资评级，6个月目标价11.78元。

## 公司深度分析

证券研究报告

焦炭

投资评级 买入-A

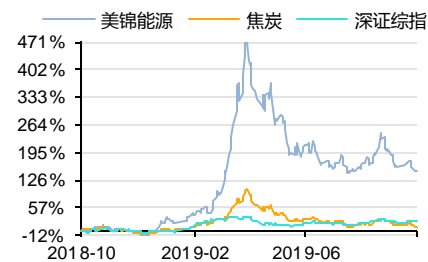
调高评级

6个月目标价：11.76元  
股价(2019-10-21) 8.73元

### 交易数据

总市值(百万元)	35,786.57
流通市值(百万元)	32,964.12
总股本(百万股)	4,099.26
流通股本(百万股)	3,775.96
12个月价格区间	3.12/20.23元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-14.26	-10.43	130.09
绝对收益	-17.87	-6.93	157.86

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001  
zhoutai@essence.com.cn

### 相关报告

- 美锦能源：主业盈利稳定，氢能源车收入同比大幅增加/周泰 2019-08-27
- 美锦能源：一季报略超预期，氢能源值得长期期待/周泰 2019-04-09
- 美锦能源：焦炭业绩大幅增长，燃料电池车空间广阔/周泰 2019-03-17
- 美锦能源：煤焦主营业务业绩突出，氢燃料电池车锦上添花/周泰 2019-03-07
- 美锦能源：受益焦炭涨价，三季度利润大幅增加/周泰 2018-10-19

■风险提示：大股东质押比例高，焦炭价格大幅下跌，新能源项目进展不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	12,237.8	15,146.6	15,434.2	16,822.7	17,859.1
净利润	1,064.9	1,797.2	1,253.2	1,586.6	1,775.4
每股收益(元)	0.26	0.44	0.31	0.39	0.43
每股净资产(元)	1.88	1.74	1.97	2.26	2.56
<b>盈利和估值</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
市盈率(倍)	33.9	20.1	28.8	22.7	20.3
市净率(倍)	4.7	5.1	4.5	3.9	3.4
净利润率	8.7%	11.9%	8.1%	9.4%	9.9%
净资产收益率	13.8%	25.3%	15.5%	17.1%	16.9%
股息收益率	0.0%	2.3%	0.9%	1.1%	1.6%
ROIC	16.7%	24.7%	15.5%	22.7%	17.1%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 公司简介：立足焦化主业，布局氢能源产业链</b>	<b>5</b>
1.1. 深耕“煤-焦-气-化”产业链，布局新能源与新材料	5
1.2. 焦化主业复苏，氢能源车收入大幅增加	6
<b>2. 焦化主业：煤焦一体化保障利润稳定</b>	<b>7</b>
2.1. 焦化行业去产能持续，盈利空间将持续改善	7
2.2. 焦化权益产能行业最大，业绩弹性强	9
<b>3. 积极布局燃料电池全产业链</b>	<b>11</b>
3.1. 政策与技术助推燃料电池产业扩张	11
3.1.1. 政策层面大力推动燃料电池策车发展	11
3.1.2. 燃料电池车成本持续下降	12
3.2. 布局燃料电池全产业链	14
3.2.1. 上游：丰富的焦炉煤气资源与加氢站布局	14
3.2.2. 中游：膜电极与电堆打破国外垄断，产能全国第一	14
3.2.2.1. 电堆：全球最大燃料电池电堆生产商	14
3.2.2.2. 膜电极：鸿基创能填补国内膜电极空白	15
3.2.3. 下游：飞驰汽车市占率 20% 以上，燃料电池客车市占率全国第一	16
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>19</b>
4.1. 关键假设	19
4.2. 盈利预测和投资建议	19
<b>5. 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：股权结构图	5
图 2：公司营业收入拆分以及增速	6
图 3：公司焦化业务为主要利润来源	6
图 4：公司净利润持续改善	6
图 5：焦炭产能分布	7
图 6：焦炭产量占比产量	7
图 7：公司焦炭产量及同比	10
图 8：我国燃料电池汽车未来规划（百万辆）	12
图 9：我国燃料电池加氢站未来规划（座）	12
图 10：氢燃料电池成本结构	13
图 11：燃料电堆成本结构	13
图 12：燃料电池系统下降路径（美元/kW）	13
图 13：净输出 80kW 的燃料电池堆分项成本占比	13
图 14：国鸿氢能主要产品	15
图 15：膜电极是成本的核心	16
图 16：生产 1000 套电堆成本构成	16
图 17：生产 50 万套电堆成本构成	16
图 18：飞驰汽车公交车示意图	17

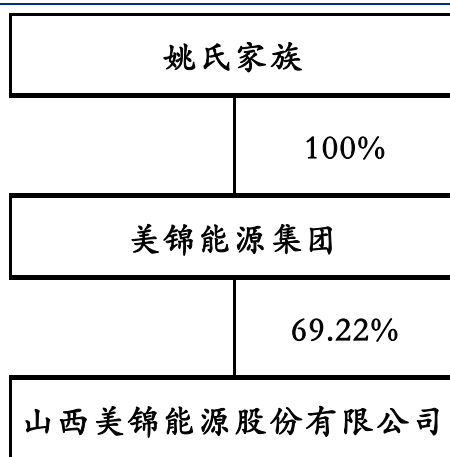
表 1: 山西焦化产能退出测算.....	7
表 2: 焦炭供需平衡表.....	8
表 3: 上市公司焦炭产能产量对比.....	9
表 4: 焦炭上市公司净利润弹性测算.....	10
表 5: 公司煤炭产能及储量.....	10
表 6: 《中国制造 2025》燃料电池汽车发展战略.....	11
表 7: 燃料电池汽车政策梳理.....	11
表 8: 2016-2020 年新能源乘用车补贴标准对比 (红色表明补贴下降) .....	12
表 9: 净输出 80kW 的燃料电池堆及分项成本 (50 万台产量测算) .....	13
表 10: 佛山市 2018-2019 年氢能、纯电动公交车应用推广计划表.....	17
表 11: 焦炭产销量预测 .....	19
表 12: 焦炭成本与售价预测.....	19
表 13: 汽车产销量与售价预测.....	19

## 1. 公司简介：立足焦化主业，布局氢能源产业链

### 1.1. 深耕“煤-焦-气-化”产业链，布局新能源与新材料

公司原是以生产经营开关、变压器等电力一次设备为主的国有控股上市公司，2007年2月28日公司实施了重大资产置换，将原来的电气类资产及负债置换出至美锦集团，美锦集团持有的山西美锦焦化有限公司90%的股权置入。主要经营范围变更为：焦化厂生产、煤矿、煤层气的开发、投资、批发零售焦炭。主要产品为焦炭、煤焦油、煤矸石、粗苯、煤气、冶金焦等。

图 1：股权结构图



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**深耕“煤-焦-气-化”产业链。**公司下属煤矿3对，核定产能540万吨/年，权益产能412万吨/年，焦炭产能660万吨/年，权益产能611万吨。除此以外，公司2018年建成云锦天然气项目，目前生产经营顺利进行，润锦化工天然气项目已于今年上半年建成具备生产条件，也为下一步低成本制氢奠定了基础。润锦化工主要包含液化天然气（LNG）1.21亿Nm<sup>3</sup>/a（权益规模，下同），合成氨18万吨/年，尿素27万吨/年，投产后有效推动了焦炉煤气高效利用，将会较大提升产品附加值和盈利能力。

**积极拓展氢能源业务。**公司根据“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。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。此外，公司通过参股公司广州鸿锦向氢燃料电池膜电极生产企业鸿基创能增资1.02亿元，并拟直接增资氢燃料电池生产商国鸿氢能，贯通氢能源产业链。

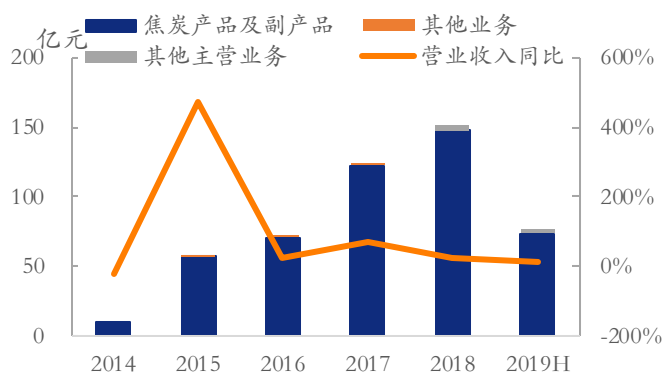
**超级电容炭业务已经稳定投产。**电容炭产品应用广泛，前景广阔，用于航天、高铁、新能源车辆和军工等。公司与中国科学院山西煤炭化学研究所合作的电容炭项目10吨/年中试线已建成投产，可连续稳定生产出高质量产品，初步评测技术性能和参数达国际先进水平，可替代进口，填补国内空白实现电容炭的进口替代。同时公司与国内顶级机器人研发机构合作研发煤矿井下和焦炉智能机器人，实现无人值守和智能化作业，提高安全水平和工作效率。

整体来看，公司作为焦炭行业龙头，具备较强的竞争力；同时积极发展清洁能源，打造“煤-焦-气-化”一体化产业链，新能源、新材料领域有望获得更广阔的市场空间。

## 1.2. 焦化主业复苏，氢能源车收入大幅增加

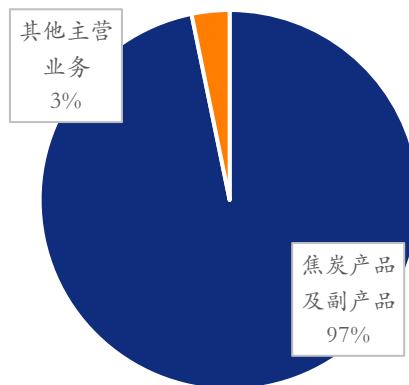
焦化业务为主要的利润来源。公司主要从事焦炭及其制品、煤炭、天然气及煤层气以及氢燃料电池车的生产经营，拥有“煤-焦-气-化”比较完整的产业链，在市场上具有较强的竞争力。其中焦炭业务是公司主要的收入以及利润来源。2018年公司实现营业收入151.46亿元，其中焦炭业务占比97.54%，毛利占比为98.15%。2019年上半年，公司焦炭营业收入占比为95.16%，毛利占比为96.78%，营业收入与毛利占比下降的主要原因是飞驰汽车的并表影响。

图 2：公司营业收入拆分以及增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

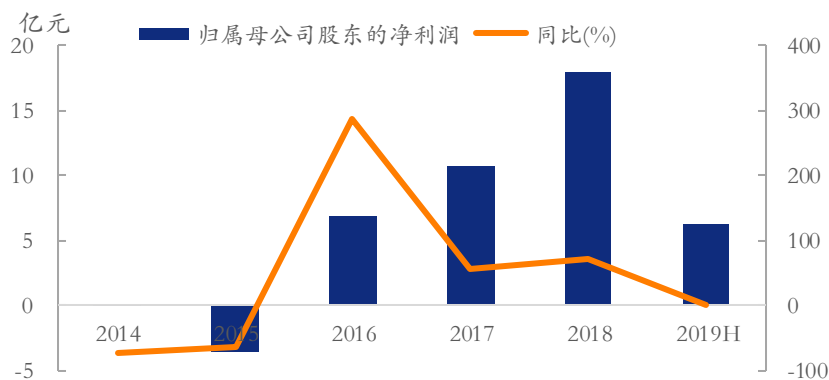
图 3：公司焦化业务为主要利润来源



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

随着煤炭行业的供给侧改革以及焦化行业环保去产能，公司净利润也在持续好转。2018年公司实现归母净利润17.97亿元，为公司上市以来最高水平。2019年景气持续，上半年公司实现归母净利润6.24亿元，同比增长2.10%。其中飞驰汽车上半年实现收入3.61亿元，比上年同期增长545.53%，实现净利润2257万元，比上年同期增长916.67%。

图 4：公司净利润持续改善



资料来源：公司公告，安信证券研究中心



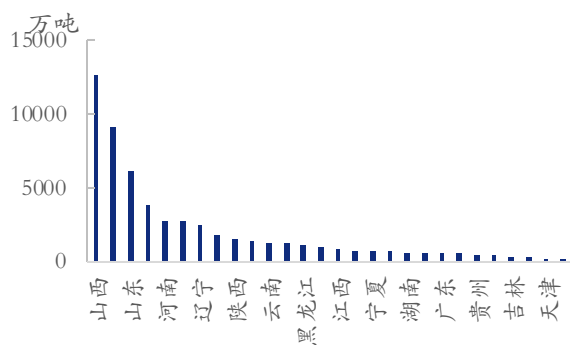
## 2. 焦化主业：煤焦一体化保障利润稳定

### 2.1. 焦化行业去产能持续，盈利空间将持续改善

焦化行业长期存在产能过剩，产能集中度低的问题，使得行业长期处于低盈利状态。随着行业去产能进行，行业过剩问题将有效解决，同时行业集中度将持续提升，盈利空间即将打开。焦化产能主要集中于华北地区，以晋、冀、鲁为主。焦炭生产企业高度依赖资源以及市场，山西因优质焦煤资源丰富是我国最大的焦炭生产省份(产量占全国产量的 21.12%)，河北(产量占比 10.83%)、山东(产量占比 9.35%) 分别是我国排名第一和第三的生铁产量大省，是焦炭的主要生产和消费区。山西是我国最大的焦炭调出省份，其焦炭主要发往河北、东北等地，河北省是我国最大的钢铁生产省份，其焦炭资源需从山西调入；另外江苏地区焦炭资源主要依赖山东、山西供应。

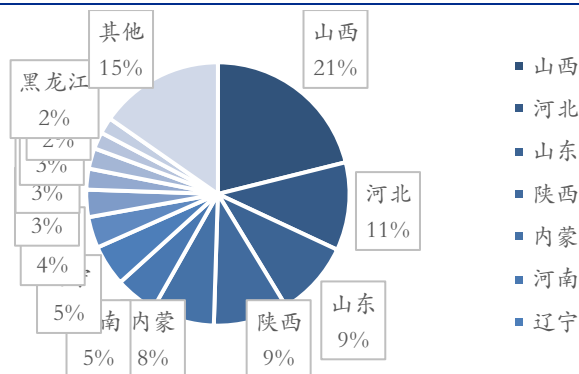
焦化行业集中度远低于煤炭钢铁。我们从煤-焦-钢产业链上下游的集中度 CR10 来看，焦化行业 CR10 约为 13%，同时期据中钢协、煤炭工业协会的口径计算，钢铁行业、煤炭行业的 CR10 分别为 37%与 42%，焦化行业的集中度显著低于钢铁与煤炭，受此影响，焦化行业的分散局面在产业链中的议价能力较弱，行业利润会同时受上下游的挤压。

图 5：焦炭产能分布



资料来源：Mysteel，安信证券研究中心

图 6：焦炭产量占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

限产与去产能并行，助推焦炭价格走高。2016 年供给侧改革以来，一方面需求侧粗钢的产量快速增加，另一方面成本端焦煤价格上升，带动价格保持坚挺。2018 年开始，焦化行业在环保的驱动下也开始去产能，2018 年京津冀及周边、汾渭平原以及江苏等地纷纷出台政策采取“以钢定焦”、“沿江环太湖地区独立焦化企业关停”、淘汰“运行时间 10 年以上 4.3m 以下高炉”等措施压减焦化产能：

- ▶ **山西省：**根据最新发布的《山西省焦化产业高质量绿色发展三年行动计划》，2019 年全省力争淘汰过剩焦化产能 1000 万吨，力争新增建成大机焦产能 1000 万吨，建成大机焦占比达到 40%；2020 年，力争再新增建成大机焦产能 700 万吨，建成大机焦产能占比达到 50%。我们假设退出产能全部为 4.3m 以下产能，且热回收焦炉产能不变，则为达到 2020 年大机焦产能占比 50%的目标，2020 年山西省需要退出焦化产能 997 万吨。

表 1：山西焦化产能退出测算

单位：万吨	4.3m 及以下焦炉	5.5m 及以上焦炉	热回收焦炉	总产能	退出产能	新增产能	大机焦占比
2018	8157	4619	859	13635	-	-	34%
2019E	7157	5619	859	13635	1000	1000	41%
2020E	5460	6319	859	12638	1697	700	50%

资料来源：Mysteel，安信证券研究中心

- **山东省：**2019年7月2日，山东省人民政府办公厅发布《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》，提出严格核查清理在建焦化产能，违规产能一律停止建设。2019年7月底前，制定出台全省焦化行业产能总量压减和转型升级方案，明确焦化产能压减清单和重点措施。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，且全部为在产产能。
- **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的实施意见》提出2018年底前，沿江地区和环太湖地区独立焦化企业全部关停，其他地区独立焦化企业2020年前全部退出。2020年底前，除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦。徐州市要在2020年底前对现有的11家焦化企业实施关停、搬迁、改造、提升，整合成2-3家综合性焦化企业，压减50%炼焦产能。据Mysteel数据，江苏焦化总产能约2900万吨，占全国焦炭总产能5%。其中钢厂焦炭产能约1300万吨，独立焦化产能约1600万吨，主要分布在徐州地区（徐州市焦化产能约为1500万吨左右）。根据《意见》，到2020年，徐州将退出750万吨焦化产能，全省独立焦化产能预计将退出850万吨左右。叠加非沿海地区钢焦联合企业全部实现外购，保守预计到2020年全省累计退出焦炭产能1000万吨以上。
- **河北省：**根据河北省人民政府2018年8月发布的《河北省打赢蓝天保卫战三年行动方案》，全省2018年、2019年、2020年河北省需分别压减焦炭产能500万吨、300万吨、200万吨，2020年全省产能规模控制在8000万吨左右。2019年5月河北省政府印发《关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》中要求，2020年底前全省所有炭化室高度4.3米的焦炉全部关停。

**需求端生铁产量保持高位稳定。**2019年1-9月，生铁产量维持了较高的增速，累计同比增长6.3%。从经济数据来看，房地产开发投资增速、房屋新开工面积、施工面积增速等关键需求指标平稳回落，但基建投资延续弱复苏趋势，叠加“金九银十”的消费旺季，整体需求相对稳定。而今年差异化的限产措施预计限产幅度将低于2018年，据《京津冀及周边地区2019-2020年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案(征求意见稿)》，本次文件中取消了“错峰生产”这一说法，仅保留了差异化应急管理措施。并且提出原则上，A级企业生产工艺、污染治理水平排放强度等应达到全国领先，在重污染期间可不采取减排措施，相较于去年的说法有进一步放松。去年限产时期减产的主要以电炉钢为主，而今年的废钢供给相对于去年更紧，废钢价格更加坚挺，因此大概率仍先压减电炉产量，而长流程受影响有限，同时压减电炉也有望帮助钢铁行业打开利润空间，更加利好焦炭价格。之后，**粗钢总产量会出现小幅下滑，但下降主要是高成本的电炉钢，生铁产量相对平稳。**

在去产能的催化下，焦炭供给有望得到实质性的收缩，行业供需格局好转，集中度显著提升，行业在价格走高的同时行业议价能力明显提升。预计2020年起，焦化行业将出现净短缺，行业盈利提升。

表 2：焦炭供需平衡表 (单位：万吨)

项目	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
产量	47636	47981	44778	44912	43143	43820	46449	45217	44647
增速%		0.73%	-6.68%	0.30%	-3.94%	1.57%	6.00%	-2.65%	-1.26%
进口	3.48	0.04	0.38	0.05	0.97	9.09	23	30	30
增速%		-98.85%	850.00%	-86.84%	1840.00%	837.11%	10.01%	0.00%	0.00%
出口	467	856	986	1022	809	975	630	570	483.6
增速%		83.30%	15.19%	3.65%	-20.84%	20.52%	-35.38%	-9.52%	-15.16%



总供给	47172	47125	43792	43890	42335	42854	45842	44677	44193.4
增速%		-0.10%	-7.10%	0.20%	-3.50%	1.20%	6.97%	-2.54%	-1.08%
粗钢产量	77904	82270	80383	80837	83173	92826	100716	98047	96865
增速%		5.60%	-2.29%	0.56%	2.89%	11.61%	8.50%	-2.00%	-1.00%
生铁产量	70897	71159.9	69141.3	70074	71075.9	77105.4	82503	82153	81826
增速%		0.40%	-2.80%	1.30%	1.40%	8.50%	7.00%	-0.42%	-0.40%
铁/钢比	91.00%	86.50%	86.00%	86.70%	85.50%	83.10%	81.92%	83.79%	84.47%
冶金焦需求	34031	34157	33188	33636	34116	37011	39601	39433	39276
其他行业需求	8508	8539	8297	8409	8529	6531	6204	5956	5724
总需求	42538	42696	41485	42044	42646	43542	45805	45389	45000
增速%		0.40%	-2.80%	1.30%	1.40%	2.10%	5.20%	1.19%	0.20%
供给-需求	4634	4429	2308	1846	-311	-688	37	-712	-807

资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

## 2.2. 焦化权益产能行业最大，业绩弹性强

距离目标市场较近，客户结构稳定。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，公司地处山西省太原市，临近河北等钢铁大省，具备区位优势。2018年公司前5大客户销售额合计占营业收入的70.88%，分别为河钢集团（44.94%）、山西美锦钢铁公司（11.65%）、唐山燕山钢铁公司（5.84%）、辽宁成大钢铁贸易公司（4.55%）以及宁波盈中祥和贸易公司（3.90%）。

权益产能规模大，业绩弹性强。公司目前拥有焦炭产能660万吨/年，权益产能611万吨/年，是所有A股上市公司里焦炭权益产能最大的，体量大更有望受益于焦炭价格上涨带来的业绩弹性。我们以2018年的净利润以及产销量计算，公司焦炭售价每上涨100元/吨，公司净利润理论增厚5.27亿元，增幅达29%，仅略低于陕西黑猫，大幅强于其他焦炭上市公司。

表3：上市公司焦炭产能产量对比

公司简称	焦炭产能	权益占比	权益产能	焦炭产量（万吨）	
	万吨		万吨	2018A	2019H
美锦能源	660	90.98%	601	659	301
开滦股份	720	63.62%	458	628	375
山西焦化	360	100.00%	360	300	140
陕西黑猫	520	62.31%	324	512	240
西山煤电	520	59.62%	310	448	213
淮北矿业	440	69.50%	306	380	182
潞安环能	246	96.59%	238	174	83
金能科技	230	100.00%	230	204	107
ST安泰	240	88.54%	213	214	114
云煤能源	180	100.00%	180	197	102
宝泰隆	160	100.00%	160	151	72
中国旭阳集团	784	72.45%	568	450	255

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

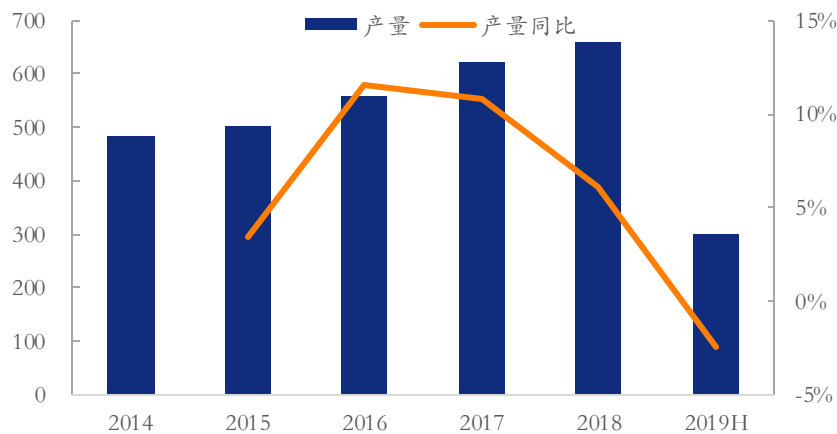
表 4: 焦炭上市公司净利润弹性测算

	焦价上涨 100 元/吨				焦价上涨 200 元/吨				焦价上涨 300 元/吨			
	净利增量	净利增速	净利润	PE	净利增量	净利增速	净利润	PE	净利增量	净利增速	净利润	PE
美锦能源	5.27	29%	23.24	19.35	10.53	59%	28.50	15.78	15.80	88%	33.77	13.32
山西焦化	2.28	15%	17.61	6.99	4.56	30%	19.89	6.19	6.84	45%	22.17	5.55
陕西黑猫	0.98	30%	4.23	14.05	1.96	60%	5.22	11.40	2.95	91%	6.20	9.60
金能科技	1.01	8%	13.71	5.60	2.02	16%	14.72	5.22	3.03	24%	15.73	4.88
淮北矿业	0.43	1%	35.92	6.41	0.86	2%	36.35	6.34	1.28	4%	36.78	6.26
开滦股份	1.70	12%	15.33	6.06	3.40	25%	17.03	5.45	5.10	37%	18.73	4.96

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

产量增长空间有限, 但受环保影响较小。2016 年以来, 公司焦炭产量稳步提升, 2018 年公司焦炭产量达到 659 万吨, 测算产能利用率已经接近 100%, 因此产量增长的空间十分有限。但公司担负着保障当地民生的责任, 其焦炉煤气承担供应太原市 40%、清徐县 100% 和阳曲县 100% 的气源, 因此, 在焦化行业因环保限产时, 公司焦炭产量相对受影响较小。与此同时, 公司正在建设 400 万吨/年焦化及配套乙二醇项目, 截至 2019 年中报, 工程建设进度为 6%, 未来有望进一步扩张焦化产能置换现有产能, 实现产能升级。

图 7: 公司焦炭产量及同比



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

焦煤自给率近 60%，煤焦一体化降低成本波动。公司下属汾西太岳、东于煤业、锦富煤业 3 对煤矿, 合计产能 540 万吨/年, 权益产能 492 万吨/年, 主要生产优质主焦煤与配焦煤, 2018 年产量为 529 万吨, 同比增长 37%。按照“煤-焦”配比测算, 公司 660 万吨/年焦炭产能预计每年消耗 924 万吨焦煤, 以 100% 产能利用率计算, 540 万吨焦煤产量可以覆盖公司焦化厂 58.4% 的煤炭需求, 即约有 58% 的焦炭业务不会受到煤价波动影响。

表 5: 公司煤炭产能及储量

煤矿	煤种	资源储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	权益	权益产能 (万吨/年)
汾西太岳	焦煤	10509.12	210	76.96%	162
东于煤业	焦煤	27191.17	150	100%	150
锦富煤业	贫瘦煤	32157.38	180	100%	180
合计		69857.67	540	91.04%	492

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

### 3. 积极布局燃料电池全产业链

#### 3.1. 政策与技术助推燃料电池产业扩张

##### 3.1.1. 政策层面大力推动燃料电池策车发展

氢燃料电池汽车是我国新能源汽车发展的主要技术路径之一。氢燃料电池汽车在《国家创新驱动发展战略纲要》《中国制造 2025》《汽车产业中长期发展规划》等重要战略纲要中，均被列为要大力发展的产业。我国对燃料电池汽车的发展规划早在 2001 年就已经启动，2001 年的“863 计划——电动汽车重大专项”项目，确定了“三纵三横”战略，其中“三纵”即包括纯电动、混合动力、燃料电池汽车。到 2015 年，《中国制造 2025》规划纲要出台，提出了燃料电池汽车的三步发展战略，最终在 2020 年，达到生产 1000 辆燃料电池汽车并进行示范运行的目标。

表 6：《中国制造 2025》燃料电池汽车发展战略

发展战略	具体目标
第一：关键材料、零部件逐步实现国产化	到 2020 年，实现燃料电池关键材料批量化生产的质量控制和保证能力。
第二：燃料电池和电堆整车性能逐步提升	到 2020 年，燃料电池堆寿命达到 5000 小时，功率密度超过 2.5kw/L，整车耐久性达到 15 万 km，续航里程 500km，加氢时间 3min，冷启动温度低于-30℃。
第三：燃料电池汽车的运行规模进一步扩大	到 2020 年，生产 1000 辆燃料电池汽车并示范运行； 到 2025 年，制氢、加氢等配套基础设施基本完善，燃料电池汽车实现区域小规模运行。

资料来源：工信部，安信证券研究中心

技术方面，科技部《“十三五”电动汽车规划》给出指引，未来几年需要攻克薄金属双极板表面改性技术、车用燃料电池耐久性技术、推进加氢站建设和燃料电池汽车示范运行等多项工作，关键基础器件、燃料电池系统、基础设施与示范三个方面需继续加大研发和投入力度。

表 7：燃料电池汽车政策梳理

类型	发布时间	文件	主要内容
规划目标	2001	“863 计划——电动汽车重大专项”	燃料电池汽车和纯电动、插电式混合动力车共同纳入“三横三纵”战略。
	2015	《中国制造 2025》	燃料电池汽车三步发展战略。
	2016	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》	燃料电池系统及核心零部件、燃料电池整车、站用加氢及储氢设备均纳入其中。
	2016	《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》	首次提出了我国氢能产业的发展路线图：到 2020 年，加氢站数量达到 100 座；燃料电池车辆达到 10000 辆；氢能轨道交通车辆达到 50 列；到 2030 年，加氢站数量达到 1000 座，燃料电池车辆保有量达到 200 万辆；到 2050 年，加氢站网络构建完成，燃料电池车辆保有量达到 1000 万辆。
	2019	十城千辆节能与新能源汽车示范推广应用工程	氢燃料电池汽车有望在 2019 年正式实施“十城千辆”推广计划。
技术指引	2014	《“十三五”电动汽车规划》	在未来几年要攻克薄金属双极板表面改性技术、车用燃料电池耐久性技术、推进加氢站建设和燃料电池汽车示范运行等多项工作
	2016	《能源技术革命创新行动计划（2016-2030）》	基本掌握高效氢气制备、纯化、储运和加氢站等关键技术，以及低成本长寿命电催化剂技术、聚合物电解质膜技术、低铂载量多孔电极与膜电极技术、高一一致性电堆及系统集成技术，突破关键材料、核心部件、系统集成、过程控制等关键技术，实现氢能及燃料电池技术在动力电源、增程电源、移动电源、分布式电站、加氢站等领域的示范运行或规模化推广应用。
税收减免	2011	《中华人民共和国车船税法》	燃料电池汽车免征车船税
	2014	《关于免征新能源汽车车辆购置税的公告》	2014.9.1-2017.12.31，对购置的新能源汽车免征车辆购置税
财政补贴	2009	《节能与新能源汽车示范推广财政补助资金管理暂行办法》	对零排放纯电动和燃料电池汽车给予 6 万-60 万不等的成本差价财政补贴

2014	《关于新能源汽车充电设施建设奖励的通知》	对符合国家技术标准且日加氢能力不少于 200 公斤的新建燃料电池汽车加氢站每个站奖励 400 万元
2015	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	2016-2020 年燃料电池乘用车补贴恢复到 20 万元,燃料电池商用车补贴 30-50 万元。
2018	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	四部委联合发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》, 燃料电池补贴政策基本不变, 力度不减。

资料来源: 政府网站, 安信证券研究中心整理, 安信证券研究中心

**燃料电池汽车补贴 2020 年前不退役。** 为了达到上述规划目标并攻克技术难题, 中央自 2009 年起对燃料电池汽车持续地给予财政补贴和税收减免, 近几年的财政补贴积极促进燃料电池汽车的市场化导入。根据中央的补贴标准, 2013-2015 年, 燃料电池乘用车的补贴标准逐年递减 5%, 从 2013 年 20 万元降低到 2015 年的 18 万元, 但根据《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》, **2016-2020 年又重新恢复到 20 万元, 而纯电动和插电混合动力乘用车的补贴逐渐退役。除此之外, 还给予燃料电池商用车中型 30 万、重型 50 万的补贴。**

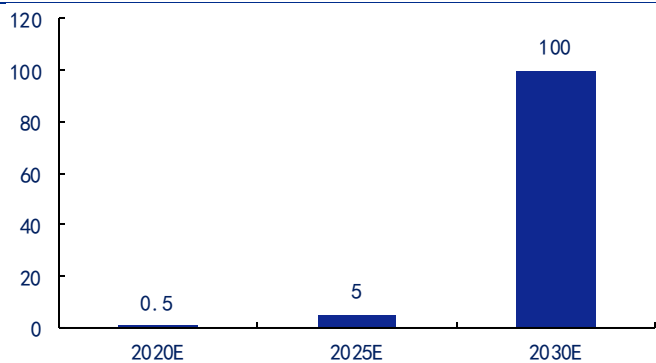
表 8: 2016-2020 年新能源乘用车补贴标准对比 (红色表明补贴下降)

车辆类别	里程数 (公里)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
纯电动	2013-2015 年 (80≤R<150)	3.5	3.325	3.15	-	-	-
	2016-2020 年 (100≤R<150)	-	-	-	2.5	2	2
	150≤R<250	5	4.75	4.5	4.5	3.6	3.6
	R≥250	6	5.7	5.4	5.5	4.4	4.4
插电式混动	R≥50	3.5	3.325	3.15	3	2.4	2.4
燃料电池	-	20	19	18	20	20	20

资料来源: 财政部, 安信证券研究中心

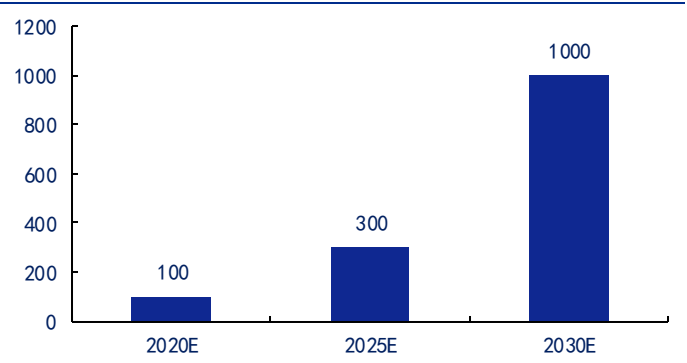
**工信部明确提出 2030 年百万辆发展目标。** 工信部 2016 年组织制定的《节能与新能源汽车技术路线图》明确提出: 市场规模方面, 2020 年实现 5000 辆级规模, 2025 年实现 5 万辆规模, 2030 年实现百万辆氢燃料电池汽车的商业化应用。加氢站建设方面, 2020 年建成 100 座; 2025 年建成 300 座; 2030 年建成 1000 座。

图 8: 我国燃料电池汽车未来规划 (百万辆)



资料来源: 工信部, 安信证券研究中心

图 9: 我国燃料电池加氢站未来规划 (座)



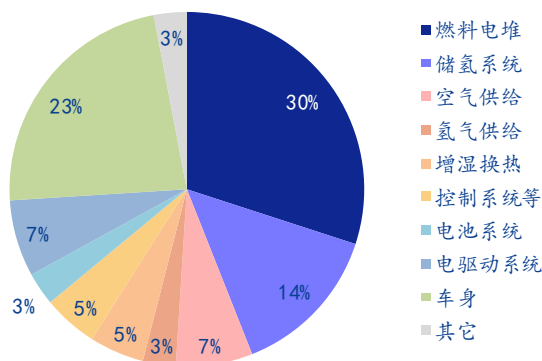
资料来源: 工信部, 安信证券研究中心

### 3.1.2. 燃料电池车成本持续下降

燃料电池系统占整车成本 65%, 催化剂成本占据电堆成本 36%。目前燃料电池系统和储氢系统占据整车成本的 65%, 远高于锂离子纯电动汽车的电池成本占比。另外, 燃料电堆催化

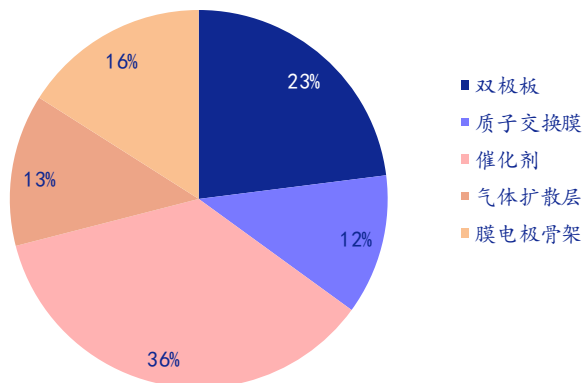
剂主要为铂金属，且国内用量远高于国外，成本高昂，成为制约燃料电池发展的巨大瓶颈，因此，降低催化剂中的铂用量是需要重点攻克的技术难点。燃料电池系统中的阀、泵的小型精密部件的成本也有大幅下降的空间。最后，每个加氢站的建设成本在 1500 万元左右，目前国内已投建加氢站为个位数，成为燃料电池汽车发展的重要瓶颈。

图 10：氢燃料电池成本结构



资料来源：《燃料电池汽车研究现状及发展》，安信证券研究中心

图 11：燃料电池堆成本结构



资料来源：《燃料电池汽车研究现状及发展》，安信证券研究中心

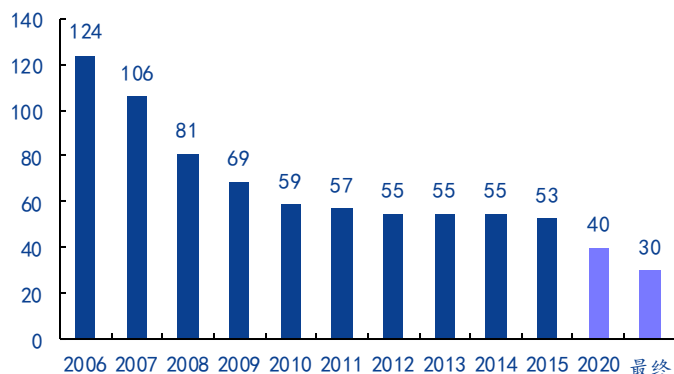
根据美国能源部测算，2016 年在年产 2 万台规模下成本大约 280 美元/kW，到 2020 年燃料电池效率会达到 65%，铂金属用量由 0.16 降低到 0.125g/kW，双极板成本从 7 美元/kW 降低到 3 美元/kW，50 万台批量成产成本将在 2020 年下降到 40 美元/kW，最终目标将会实现 30 美元/kW。

表 9：净输出 80kW 的燃料电池堆及分项成本（50 万台产量测算）

特性	单位	2015 年	2020 年目标
系统成本	美元/kW	53	40
燃料堆	美元/kW	26	20
膜电极	美元/kW	17	14
质子膜	美元/m <sup>2</sup>	17	20
双极板	美元/kW	7	4
空气压缩机	美元	750	500
加湿系统	美元	81	100

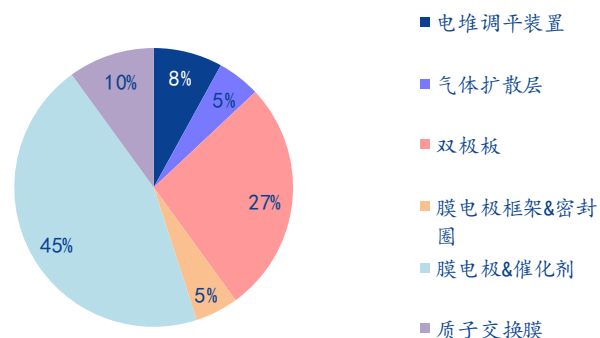
资料来源：美国能源部、安信证券研究中心

图 12：燃料电池系统下降路径（美元/kW）



资料来源：美国能源部，安信证券研究中心

图 13：净输出 80kW 的燃料电池堆分项成本占比



资料来源：美国能源部，安信证券研究中心



## 3.2. 布局燃料电池全产业链

### 3.2.1. 上游：丰富的焦炉煤气资源与加氢站布局

氢气是公司焦化业务的副产品，在炼焦工艺中释放的焦炉煤气约含 55% 的氢气。焦炉煤气制氢是目前唯一大规模、低成本获得氢气的途径，公司在制氢方面拥有得天独厚的优势。以公司 660 万吨焦炭产能核算，公司副产氢预计超过 4 万吨/年。

公司负责运营氢源方面的主体主要有三家，目前已经有一座加氢站在运营，一座在建设过程中，这三家子公司分别为：

**美锦氢源：**2017 年 9 月，美锦能源出资 1 亿元投资设立了全资子公司美锦氢源，主要负责旗下氢气制取、加氢站、储运设备、燃料电池、燃料电池汽车、分布式能源等氢能源产业链中的国内外相关技术的引进、开发和已成熟项目的商业化实施等业务。

**锦鸿新能源：**佛山市锦鸿新能源有限公司注册成立于 2018 年 4 月 4 日，公司持有其 55% 股权其中，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，成为佛山首个全天 24 小时提供加氢服务的加氢站，目前加氢站基本达到满负荷运行状态。

**云浮锦鸿：**云浮锦鸿氢源科技有限公司注册成立于 2018 年 5 月 31 日，公司持有其 60% 股权。云浮锦鸿为公司在云浮市加氢站的投建、运营和管理平台。目前投建了锦鸿云安加氢站，该加氢站目前仍在筹备建设中。

**示范区氢源科技：**山西示范区美锦氢源科技发展有限公司注册成立于 2017 年 11 月 6 日，是公司全资子公司。示范区氢源科技为公司在山西转型综合改革示范区的投资运营管理平台，并于 2018 年 6 月 20 日收购了山西万隆基业能源投资有限公司 90% 股权，示范区氢源科技公司主要开展在山西省内的氢能相关投资和运营管理工作。

### 3.2.2. 中游：膜电极与电堆打破国外垄断，产能全国第一

#### 3.2.2.1. 电堆：全球最大燃料电池电堆生产商

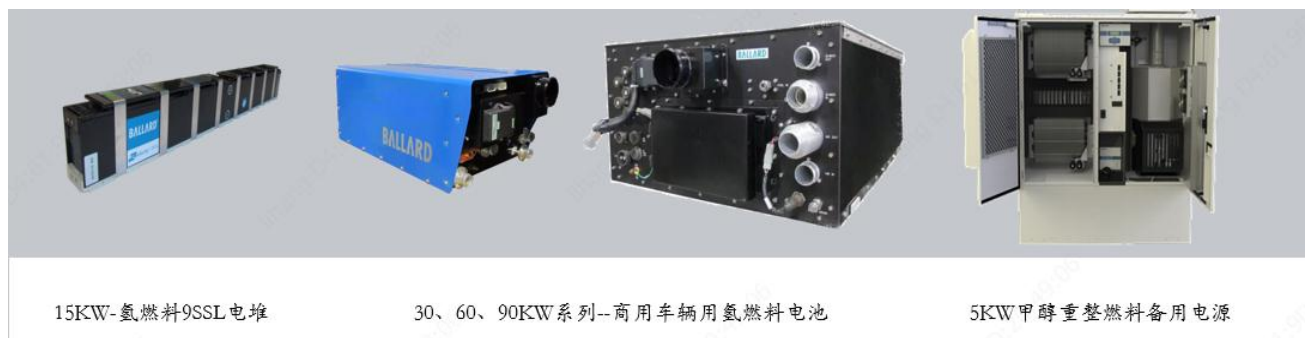
**美锦能源持股 9.09%。**2019 年 7 月 17 日，美锦能源公告决定以自有资金向国鸿氢能增资人民币 18000 万元，增资完成后，公司持有国鸿氢能 9.09% 的股权。

**国鸿氢能是全球最大燃料电池电堆生产商。**国鸿氢能是一家以氢燃料电池关键技术及产品为核心的高科技企业，引领燃料电池产业发展。据新浪南方能源报道，国鸿氢能拥有国际最大的燃料电池电堆自动化生产线，年产燃料电池电堆 2 万台，燃料电池动力总成 5000 台。目前生产设备均为自主知识产权，可全部国产化、定制化。

**国鸿氢能技术领先，市占率已经达到 70%。**2016 年 5 月旗下国鸿氢能动力科技公司与巴拉德签署协议，引进 9SSL 电堆生产技术，根据协议规定，在 2017-2021 年，国鸿氢能成为国内膜电极组建的唯一供应商，2021 年之后，国内其他公司才被允许直接使用巴拉德的产品

及技术。据调研了解，2018年已有近2000辆装置国鸿产品的商用车交付使用，2018年国内市场份额超过70%。2018年我国公告目录中接近50%的燃料电池汽车采用国鸿氢能电堆。

图 14：国鸿氢能主要产品



资料来源：国鸿氢能官网，安信证券研究中心

**量产以及国产替代确保成本控制。**氢燃料动力系统在整车成本的占比超过70%，主要部件包括燃料电池电堆、高压储氢罐、电机、动力控制装置等。其中，最核心的部分是燃料电池电堆，在燃料电池系统中的占比约为65%。公司电堆采用柔性较好的石墨板模压成型技术，通过规模化以及国产化生产，在保证优异性能的前提下有效控制了成本。

**产品优势明显。**1) 寿命：耐腐蚀性好，寿命可超过20000小时；2) 一致性：电堆各项质量指标都达到巴拉德要求，一致性还超过巴拉德原厂产品。3) 新一代产品的体积较巴拉德的减小60%，但是与丰田相比仍然偏大（主要由于国鸿使用石墨双极板，丰田使用金属板，金属双极板由于其延展性好有利于减小体积，但使用寿命仅5000小时）。此外公司目前研发的电堆产品已经可以用于SUV车型（正在做测试），预计下一代产品可适用于普通乘用车。

### 3.2.2.2. 膜电极：鸿基创能填补国内膜电极空白

**间接参股膜电极生产商鸿基创能。**2018年9月美锦能源与广东鸿运共同投资“广州鸿锦投资有限公司”，占股45%，参与包括加氢站建设运营等氢能全产业链投资。2019年1月广州鸿锦向鸿基创能增资1.02亿元，增资完成后，广州鸿锦持有鸿基创能51%股份。即归母口径测算，美锦持有鸿基创能22.95%股权。

**鸿基创能为国内首家膜电极产业化企业，填补国内空白。**鸿基创能是国内为数不多的膜电极生产商，是国内首家实现质子交换膜燃料电池膜电极大规模产业化的企业。据鸿基创能公司介绍，鸿基创能计划为国内外电堆厂家提供高性价比的膜电极产品（性能寿命对标目前国际最先进车企膜电极），年设计产能为30万平米，产品成本比目前主流的膜电极低20-30%。

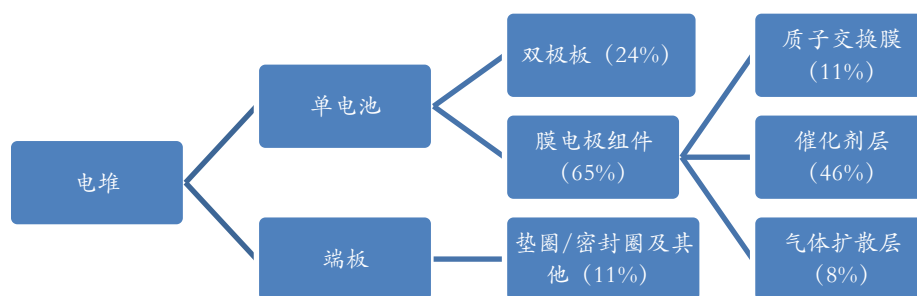
鸿基创能采用世界最先进的催化剂涂层质子膜(CCM)连续化自动生产技术，由于采用双面直涂，产能、效率、一致性及产品质量相比传统的热压转印及喷涂有加大提高。同时自主研发出第一条全自动化MEA封装生产线，生产与国际领先水平同步的具有自主知识产权的车用燃料电池膜电极。初始年产值可以达到6-10亿。

鸿基创能的CCM和膜电极产品设计兼顾到燃料电池汽车在各种极端工况条件下的运行要求，不仅具有功率密度高、寿命长、成本低等特点，还有良好的抗反极能力，初始抗反极能力超过120分钟（稳态）。在满足寿命的同时，电流强度1.5A/cm<sup>2</sup>时，功率密度大于1W/cm<sup>2</sup>，

最高可达到 1.4W/cm<sup>2</sup>。

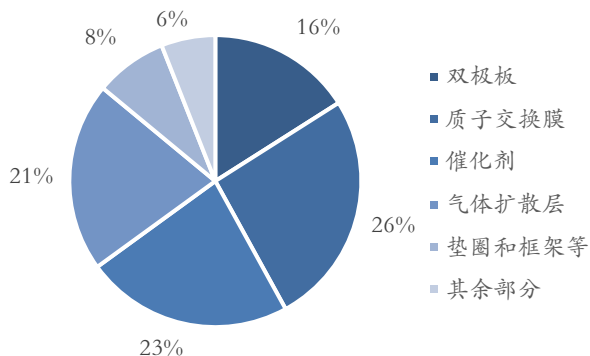
膜电极是燃料电池的成本核心，量产有助于成本下降。电堆中最核心的组成部分是膜电极组件，占据电堆成本的 65%以上。未来随着鸿基创能的量产规模逐步扩大，膜电极（质子交换膜+催化剂+气体扩散层）在电堆成本中的占比有望从 70%（年产 1000 套电堆）下降至 57%（年产 50 万套电堆）。规模化生产有助于膜电极组件成本降低，继而带动燃料电池成本下降，更有利于燃料电池车的推广，对公司而言，有利于率先占领国内市场，真正逐渐替代巴拉德等外国技术在国内的市场份额。

图 15：膜电极是成本的核心



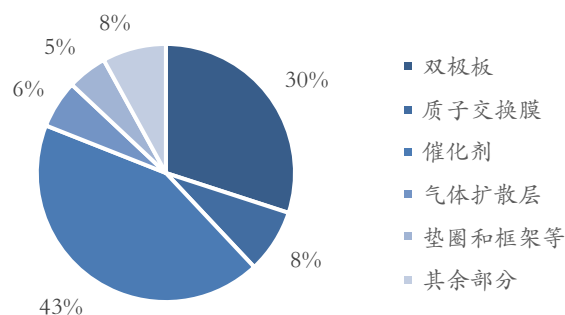
资料来源：鸿基创能，安信证券研究中心

图 16：生产 1000 套电堆成本构成



资料来源：鸿基创能，安信证券研究中心

图 17：生产 50 万套电堆成本构成

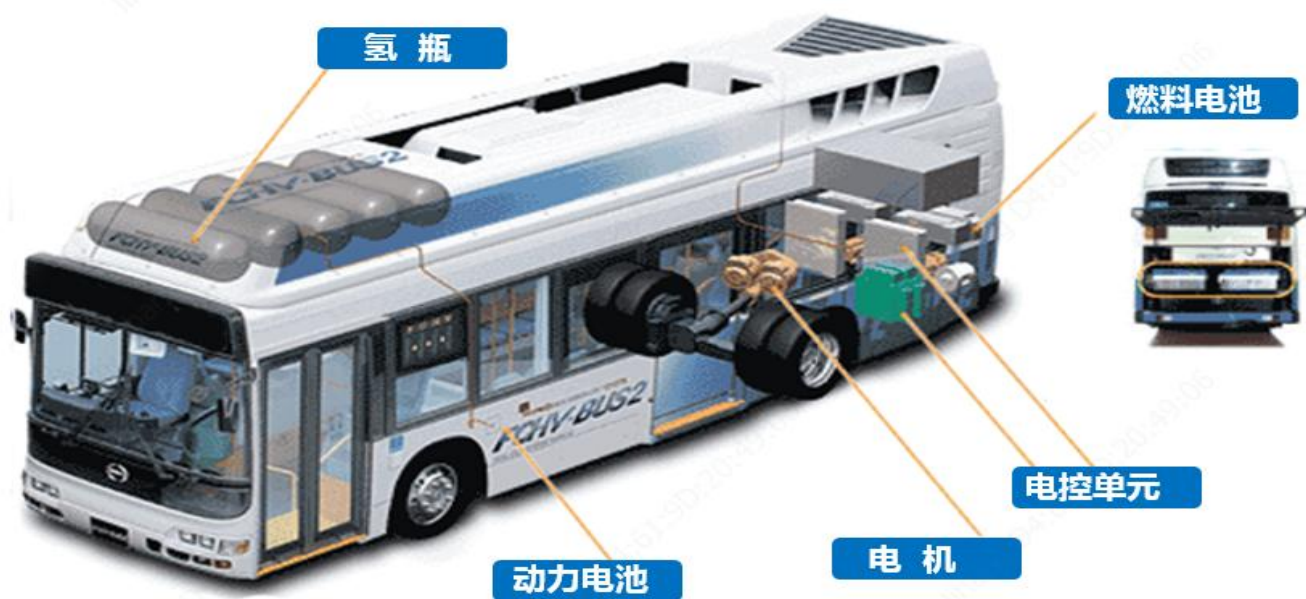


资料来源：鸿基创能，安信证券研究中心

### 3.2.3. 下游：飞驰汽车市占率 20%以上，燃料电池客车市占率全国第一

美锦能源控股华南地区最具规模的新能源客车和最大的氢燃料电池客车生产商。2017 年 12 月，美锦能源以现金方式收购佛汽集团持有的佛山市飞驰汽车制造有限公司 15% 股权，目前，美锦能源持股飞驰汽车 51.2%。飞驰公司拥有全铝车身制造、车身合装、侧身皮辊压、车身电泳等先进的客车生产设备及完善的流水线生产车间，年产能达 5000 台，为华南地区最具规模的新能源客车和最大的氢燃料电池客车生产基地。

图 18: 飞驰汽车公交车示意图



资料来源: 飞驰汽车, 安信证券研究中心

飞驰汽车是中国最大氢燃料电池客车企业。2018 年公司生产新能源车 410 辆, 销售 360 辆, 其中, 销售燃料电池客车 111 辆, 客车市占率 43%, 列全国第一; 销售物流车 70 辆, 合计 181 辆氢燃料电池车, 成为国内第二大氢燃料电池整车企业, 全燃料电池汽车市场市占率 23%。

2019 年上半年生产和加工车辆共计 314 辆, 其中生产新能源车 293 辆。2019 年, 飞驰汽车的经营目标是完成燃料电池车 1000 台。另外, 飞驰与马来西亚砂拉越经济发展公司签署合作, 第一批氢燃料公交车 3 辆, 第二批 7 辆, 成为我国首家氢燃料汽车出口生产商。根据公司披露, 佛山市提出在 2018-2019 年要投入 1000 辆氢燃料电池客车, 飞驰作为佛山氢能企业, 将从中受益。

表 10: 佛山市 2018-2019 年氢能、纯电动公交车应用推广计划表

行政区域	2018 年		2019 年		推广总量合计	
	氢能 (辆)	纯电动 (辆)	氢能 (辆)	纯电动 (辆)	氢能 (辆)	纯电动 (辆)
禅城区	70	460	176	465	246	925
南海区	70	1046	327	479	397	1525
顺德区	70	552	117	174	187	726
高明区	40	145	40	20	80	165
三水区	40	238	50	109	90	347
合计	290	2441	710	1247	1000	3688

资料来源: 飞驰汽车, 安信证券研究中心

随着加氢站数量的提升, 飞驰汽车有望受益与行业发展。目前我国在运营的加氢站共 15 座, 另外还有 23 座在建, 加氢站的数量以及密度制约了目前燃料电池车的发展。而按照国家节能与新能源汽车技术路线图的规划, 随着燃料电池车对氢气需求量的增加, 我国的加氢站 2020 年有望达到 100 座。佛山、云浮两市政府也在大力推广燃料电池汽车的应用, 计划于 2018-2019 年, 佛山建成 22 座加氢站, 云浮建成 10 座加氢站。在政策端促进燃料电池车推广以及加强站建设加速以及电堆国产化替代的背景下, 飞驰汽车将持续受益与行业发展。

氢能产业进入山西省, 公司长期受益。据晋中新闻网消息, 9 月 27 日上午, 山西转型综合改革示范区晋中开发区招商引资重点项目签约广州鸿锦投资有限公司 (美锦能源持股 45%)



氢燃料电池动力系统及氢燃料商用车生产项目，该项目主要建设内容为年产 5 万套氢燃料电池动力系统、5 万辆氢燃料商用车及部分配套产品生产线，一期项目拟投资 45 亿元、占地 1200 亩，主要建设内容为年产 1 万套氢燃料电池动力系统及 1 万辆氢燃料商用车，建设期为 24 个月，建成达产后预计年产值 127 亿元。项目签约后，飞驰汽车、国鸿氢能以及鸿基创能的订单量均有望增加，更利好公司打开氢燃料电池领域市场空间，提高盈利。

**氢能源产业全国推广，公司燃料电池业务发展空间广阔。**同时，随着氢能源产业化的全国推广，公司燃料电池业务也在全国布局。据公司公告，公司与青岛工信局、青岛西海岸新区管委会签署《合作框架协议》，未来将在青岛建设用地规模约 2000 亩，总投资 100 亿元的青岛美锦氢能小镇，将引进新能源（含氢燃料电池）商用车整车、膜电极、燃料电池电堆和系统、燃料电池分布式能源以及相配套的产学研科创中心、燃料电池检测中心等项目。此外，公司与嘉兴秀洲高新技术产业开发区管理委员会签订了《美锦能源氢能汽车产业园合作框架协议》，拟在嘉兴市秀洲区投资建设美锦氢能汽车产业园，产业园总体规划用地 2000 亩，预计总投资 100 亿元，相关投资项目包括但不限于整车、电堆、制氢、储氢装备项目。



## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 关键假设

#### ➤ 焦炭主业方面：

**假设一：**公司焦炭总产能 660 万吨，近年来已经实现满产，因此预计公司焦炭产量总体保持平稳，2019-2021 年产量增速分别为 1%/1%/1%。

表 11：焦炭产销量预测

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
产量	485.34	502.08	560.10	620.84	658.65	665.2	671.9	678.6
同比	435.77%	3.45%	11.55%	10.84%	6.09%	1.00%	1.00%	1.00%
销量	551.61	570.46	589.77	628.26	654.95	661.5	668.1	674.8
同比	509.86%	3.42%	3.38%	6.53%	4.25%	1.00%	1.00%	1.00%
产销率	113.65%	113.62%	105.30%	101.20%	99.44%	99.44%	99.44%	99.44%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**假设二：**预计 2019 年焦炭价格有望保持高位，2020 年行业持续去产能，供需结构有望持续好转，预计 2019-2021 年公司吨焦售价增速分别为-3.5%/5%/1%。同时成本端焦煤由于自身供给不足，价格有望持续上涨，因此吨焦成本也将持续上升，预计增速为 4%/3%/1%。

表 12：焦炭成本与售价预测

	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
吨焦售价	180.94	999.27	1205.32	1947.40	2255.76	2176.81	2285.65	2308.51
同比	-87.05%	452.25%	20.62%	61.57%	15.83%	-3.50%	5.00%	1.00%
吨焦成本	149.50	883.84	835.96	1458.23	1575.56	1638.58	1687.74	1704.62
同比	-87.65%	491.18%	-5.42%	74.44%	8.05%	4.00%	3.00%	1.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### ➤ 燃料电池汽车业务

根据公司规划，2019 年公司预计销售燃料电池车 1000 量，预计此后两年每年以 50% 的增速增长，价格方面，基于目前政策来看，补贴在 2020 年前不会退坡，因此价格预计保持稳定，基于保守考虑，假设 2021 年补贴下滑，预计售价降低 2%。成本端在燃料电池国产化以及规模化生产的背景下也将持续下降。

表 13：汽车产销量与售价预测

	2018A	2019E	2020E	2021E
汽车总销量(辆)	360.00	1000	1500	2250
同比		177.78%	50.00%	50.00%
产销率	87.80%	97.56%	97.56%	97.56%
汽车单价(万元)	103.46	103.46	103.46	101.39
同比		0.00%	0.00%	-2.00%
汽车成本	80.10	76.90	72.28	65.06
同比		-4.00%	-6.00%	-10.00%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 4.2. 盈利预测和投资建议

根据模型推演，预计 2019-2021 年净利润分别为预计 2019-2021 年净利润分别为 12.53/15.87/17.75 亿元。考虑未来焦炭行业供需格局改善，燃料电池车行业不断发展，公司

业绩和现金流均有望持续稳定地改善。给予买入-A 投资评级，6 个月目标价 11.78 元

## 5. 风险提示

### 1) 大股东质押比例高

据最新公告显示,大股东美锦能源集团仍有 28.93 亿股未解除质押,占其持有股份的 95.1%,大股东质押比例偏高,如果所抵押的股票一旦低于平仓线会引发强制平仓风险。

### 2) 焦炭价格大幅下跌

焦化目前还是公司主要的利润来源,焦化行业目前面临去产能不及预期,需求下降等风险导致焦炭价格大幅下跌影响公司盈利

### 3) 新能源项目进展不及预期

美锦能源积极拓展燃料电池项目,将面临如燃料电池车补贴退坡、燃料电池成本下降不及预期,膜电极投产进度慢于预期等风险,进而影响公司盈利。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	12,237.8	15,146.6	15,434.2	16,822.7	17,859.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	9,164.3	10,607.5	11,608.2	12,360.3	12,966.5	营业收入增长率	72.1%	23.8%	1.9%	9.0%	6.2%
营业税费	160.0	281.8	305.6	302.8	339.3	营业利润增长率	58.1%	69.7%	-29.6%	25.0%	11.8%
销售费用	737.4	744.2	782.5	942.1	1,035.8	净利润增长率	56.7%	68.8%	-30.3%	26.6%	11.9%
管理费用	392.8	451.8	492.4	521.5	553.6	EBITDA 增长率	33.9%	57.9%	-23.7%	16.6%	8.0%
财务费用	98.5	198.5	220.4	197.1	171.8	EBIT 增长率	53.9%	72.7%	-27.4%	21.5%	10.0%
资产减值损失	40.3	51.1	55.0	50.0	50.0	NOPLAT 增长率	56.1%	70.6%	-27.1%	21.6%	10.0%
加:公允价值变动收益	-9.1	8.9	2.4	1.5	-1.8	投资资本增长率	15.2%	16.6%	-17.1%	45.8%	-42.3%
投资和汇兑收益	8.7	-9.9	-9.0	5.0	5.0	净资产增长率	13.6%	-3.6%	14.2%	15.6%	13.7%
<b>营业利润</b>	1,644.8	2,790.5	1,963.5	2,455.4	2,745.3	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-18.5	-30.6	-30.0	-20.0	-20.0	毛利率	25.1%	30.0%	24.8%	26.5%	27.4%
<b>利润总额</b>	1,626.3	2,759.9	1,933.5	2,435.4	2,725.3	营业利润率	13.4%	18.4%	12.7%	14.6%	15.4%
减:所得税	401.1	691.1	487.6	611.8	684.6	净利润率	8.7%	11.9%	8.1%	9.4%	9.9%
<b>净利润</b>	1,064.9	1,797.2	1,253.2	1,586.6	1,775.4	EBITDA/营业收入	19.2%	24.5%	18.3%	19.6%	19.9%
						EBIT/营业收入	14.2%	19.9%	14.2%	15.8%	16.3%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	195	172	180	153	132
						流动营业资本周转天数	10	1	-29	10	9
货币资金	630.6	1,231.7	2,304.7	1,345.8	7,095.1	流动资产周转天数	137	145	138	150	192
交易性金融资产	11.3	2.0	4.4	5.9	4.1	应收帐款周转天数	32	37	30	29	28
应收帐款	1,015.7	2,101.1	471.3	2,239.0	539.0	存货周转天数	42	40	30	40	38
应收票据	516.9	221.0	379.2	275.0	320.3	总资产周转天数	389	386	401	379	394
预付帐款	1,250.4	1,516.0	741.1	2,280.3	817.3	投资资本周转天数	249	233	225	230	203
存货	1,443.1	1,964.8	614.8	3,093.3	724.6	<b>投资回报率</b>					
其他流动资产	167.2	138.0	136.8	147.3	140.7	ROE	13.8%	25.3%	15.5%	17.1%	16.9%
可供出售金融资产	14.1	17.1	10.4	13.8	13.8	ROA	8.9%	11.1%	9.2%	9.2%	10.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	16.7%	24.7%	15.5%	22.7%	17.1%
长期股权投资	396.9	203.2	203.2	203.2	203.2	<b>费用率</b>					
投资性房地产	-	-	-	-	-	销售费用率	6.0%	4.9%	5.1%	5.6%	5.8%
固定资产	6,415.0	8,021.3	7,432.6	6,843.9	6,255.3	管理费用率	3.2%	3.0%	3.2%	3.1%	3.1%
在建工程	1,095.1	1,127.1	1,127.1	1,127.1	1,127.1	财务费用率	0.8%	1.3%	1.4%	1.2%	1.0%
无形资产	517.3	1,914.7	1,861.4	1,808.1	1,754.7	三费/营业收入	10.0%	9.2%	9.7%	9.9%	9.9%
其他非流动资产	343.9	227.1	401.2	346.6	325.0	<b>偿债能力</b>					
<b>资产总额</b>	13,817.6	18,685.0	15,688.3	19,729.4	19,320.2	资产负债率	39.2%	56.7%	41.0%	45.8%	37.1%
短期债务	-	2,106.0	-	529.1	-	负债权益比	64.4%	130.7%	69.6%	84.5%	58.9%
应付帐款	2,709.5	3,692.9	2,949.6	3,985.9	3,145.6	流动比率	1.16	0.78	0.98	1.48	1.91
应付票据	412.8	1,329.0	386.9	299.7	276.5	速动比率	0.83	0.56	0.85	0.99	1.77
其他流动负债	1,213.4	2,110.1	1,429.6	1,526.0	1,624.1	利息保障倍数	17.69	15.16	9.91	13.46	16.98
长期借款	1,042.7	1,173.8	1,600.0	2,601.9	2,000.0	<b>分红指标</b>					
其他非流动负债	36.5	175.6	73.9	95.3	114.9	DPS(元)	-	0.20	0.08	0.09	0.14
<b>负债总额</b>	5,414.9	10,587.3	6,440.0	9,038.0	7,161.2	分红比率	0.0%	46.1%	26.5%	24.2%	32.3%
少数股东权益	677.9	983.9	1,176.7	1,413.7	1,679.0	股息收益率	0.0%	2.3%	0.9%	1.1%	1.6%
股本	4,105.9	4,091.4	4,099.3	4,099.3	4,099.3						
留存收益	3,564.6	3,058.7	3,972.5	5,178.4	6,380.7						
<b>股东权益</b>	8,402.8	8,097.7	9,248.4	10,691.4	12,159.0						

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	1,225.1	2,068.8	1,253.2	1,586.6	1,775.4	EPS(元)	0.26	0.44	0.31	0.39	0.43
加:折旧和摊销	603.3	696.2	642.0	642.0	642.0	BVPS(元)	1.88	1.74	1.97	2.26	2.56
资产减值准备	40.3	51.1	-	-	-	PE(X)	33.9	20.1	28.8	22.7	20.3
公允价值变动损失	9.1	-8.9	2.4	1.5	-1.8	PB(X)	4.7	5.1	4.5	3.9	3.4
财务费用	104.5	214.9	220.4	197.1	171.8	P/FCF	187.4	14.4	26.8	-41.7	6.0
投资损失	-8.7	9.9	9.0	-5.0	-5.0	P/S	2.9	2.4	2.3	2.1	2.0
少数股东损益	160.2	271.6	192.7	237.1	265.3	EV/EBITDA	12.6	4.5	13.0	12.0	9.3
营运资金的变动	-629.2	-945.9	1,113.7	-4,618.6	4,748.6	CAGR(%)	14.2%	-0.5%	23.5%	14.2%	-0.5%
<b>经营活动产生现金流量</b>	1,415.6	1,534.7	3,433.4	-1,959.4	7,596.3	PEG	2.4	-44.1	1.2	1.6	-44.7
<b>投资活动产生现金流量</b>	-1,137.2	-2,814.8	-7.2	-1.4	8.7	ROIC/WACC	1.6	2.4	1.5	2.2	1.7
<b>融资活动产生现金流量</b>	27.9	1,133.8	-2,353.2	1,001.9	-1,855.7	REP	2.0	0.7	2.8	1.4	2.7

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

周泰声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034