

评级：买入（首次）

市场价格：11.52 元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：王璇

电话：

Email: wangxuan@r.qlzq.com.cn

公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	12,846	21,288	23,098	25,927	30,501
增长率 yoy%	-9%	66%	9%	12%	18%
净利润(百万元)	705	2,567	2,889	3,223	3,789
增长率 yoy%	-26%	264%	12.55%	11.56%	17.54%
每股收益(元)	0.16	0.60	0.68	0.75	0.89
每股现金流量	0.29	1.15	1.24	1.59	1.78
净资产收益率	6%	18%	17%	16%	16%
P/E	69.8	19.2	17.0	15.3	13.0
P/B	4.9	4.0	3.4	2.9	2.5

备注：股价为 2022 年 7 月 14 日收盘价

报告摘要

■ **煤焦贡献主要业绩，氢能转型带来高成长。**美锦能源从 2015 年资产注入后，控股股东变更为美锦能源集团，不断扩大煤焦主业的规模，并进行技术升级改造，营收利润不断攀升，当前公司 99% 的营收和毛利均来自于煤焦主业。2017 年开始公司大力转型氢能行业，依托自有焦化尾气制氢的基础，先后参股飞驰科技、国鸿氢能、鸿基创能等多家行业领先的公司，实现上中下游全产业链布局，氢能行业获得政策大力支持后，公司同样迎来高成长机会。

■ **煤焦业务：煤炭贡献高额利润，焦化仍有规模成长。**煤炭：公司共有共 4 对矿井，主产优质的炼焦煤，合计在产产能达到 630 万吨，权益产能 582 万吨，且基本维持满产状态，2021 年四个煤矿实现净利润 22.6 亿元，权益净利润 19 亿元，煤炭业务在行业价格整体上涨的情况下，盈利能力大幅提升，营收占比为 25%，归母净利润占比达到 74%。焦化：公司焦化在产产能 535 万吨，权益产能为 467.5 万吨，在产唐钢美锦具备 150 万吨/年焦炭产能，华盛化工拥有 385 万吨/年焦化产能，另有在建的美锦煤化工（180 万吨/年）、佳顺焦化（180 万吨/年）、内蒙古美锦能源（600 万吨/年）、唐钢美锦二期（130 万吨/年）等多个焦化项目，成长可期。2021 年焦化子公司净利润合计为 8 亿元，由于成本大幅上涨，尽管收入大幅增加，利润空间仍然较小，焦化业务营收占比达到 83%，归母净利润占比为 23%。公司具备煤焦一体化的优势，焦化部分用煤（110 万吨左右）内部采购，成本低，抗风险能力强。

■ **氢能：政策支持，经济型显现，行业有望进入快车道。**国内政策支持持续，但行业尚未形成体系，未来发展空间广阔、潜力巨大，根据中国氢能联盟，到 2025 年行业产值将达到万亿级别，燃料电池车产能达到 5 万辆/年。中长期规划、示范城市群等多项政策出台为行业提速，根据各城市示范推广计划，预计到 2025 年国内燃料电池车保有量将超过 10 万辆（复合增速超过 75%），加氢站超千座。示范推广期间，单车理论上最高补贴可达到 159 万元，将极大降低推广的难度，若考虑补贴抹平采购价差，剩余补贴资金仍能满足 2022-2023 年 38430 辆车的采购需求。此外，我们测算与纯电动车相比，氢燃料电池车在当前政策下已具备全面的运营经济性。

■ **氢能业务：全产业链布局，先发优势明显。**公司氢能源布局涉及氢能全产业链，上游依托自有的焦化丰富的尾气资源制氢，并开展加氢站建设和园区建设；中游通过参股的方式布局燃料电池核心零部件，参股国鸿氢能进入电堆及燃料电池系统领域（电堆市占率 50% 以上），参股鸿基创能进入膜电极领域（膜电极市占率 30% 以上），参股赛克赛斯进入电解水制氢领域，且参股公司均为行业内领先的企业；下游控股飞驰科技，在行业内领先地位明显。从区域上来看，公司氢能业务分布在粤港澳大湾区、长三角等六个区域，布局范围广，具备先发优势。

■ **盈利预测与估值：**我们预测公司 2022-2024 年实现归属于母公司的净利润分别为 28.9/32.2/37.9 亿元，同比增长 13%/12%/18%，折合 EPS 分别是 0.68/0.75/0.89 元/股，当前股价 11.52 元，对应 PE 分别是 17.0/15.3/13.0 倍。焦化行业持续去产能，而公司仍有产能增长空间，同时自有煤矿资源也提供了抗风险能力，公司煤焦主业盈利能力强；氢能行业有望迎来提速，公司参股多个子公司具备技术领先和先发优势，受益于行业规模的快速增长。公司成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

■ **风险提示：**煤焦价格大幅下跌风险；产能释放不及预期风险；氢能行业推广不及预期风险；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。

基本状况

总股本(百万股)	4,270
流通股本(百万股)	3,970
市价(元)	11.52
市值(百万元)	49,194
流通市值(百万元)	45,737

股价与行业-市场走势对比

相关报告

投资主题

报告亮点

报告对公司的煤焦主业做出详细拆分，并对氢能行业进行分析和预测。在本文中，对公司煤焦主业的量、价、来源、去向做出详细拆分，阐明了公司煤焦各自的盈利能力，并分析了公司煤焦一体化带来的优势；另外，对公司所处的氢能行业做了政策的梳理和规模的预测，对公司的成长性做出了判断。

投资逻辑

煤焦主业盈利能力强，规模有增长，转型氢能带来高成长。公司煤炭业务受益于煤价大幅上涨，贡献了高额的利润；焦化业务受益于煤焦一体化的优势，抗风险能力强，同时产能规模仍有较大增长，行业内较为稀缺；公司依托主业大力转型氢能，通过参股方式进入氢能全产业链，多地布局，先发和技术优势明显。行业政策不断加持，放量在即，公司将长期受益于氢能行业高增长。

关键假设、估值与盈利预测

我们预测公司 2022-2024 年实现归属于母公司的净利润分别为 28.9/32.2/37.9 亿元，同比增长 13%/12%/18%，折合 EPS 分别是 0.68/0.75/0.89 元/股，当前股价 11.52 元，对应 PE 分别 17.0/15.3/13.0 倍。焦化行业持续去产能，而公司仍有产能增长空间，同时自有煤矿资源也提供了抗风险能力，公司煤焦主业盈利能力强；氢能行业有望迎来提速，公司参股多个子公司具备技术领先和先发优势，受益于行业规模的快速增长。公司成长可期，首次覆盖，给予“买入”评级。

内容目录

夯实煤焦主业，转型发展氢能.....	- 5 -
煤炭高盈利，焦化有成长.....	- 9 -
煤价高位运行，煤炭业务贡献主要利润.....	- 9 -
焦化产能高增长，原料内供优势多.....	- 11 -
深度合作河钢，采购销售有保障.....	- 15 -
大步转型氢能，全产业链卡位布局.....	- 18 -
政策大力支持，行业发展步入快车道.....	- 18 -
美锦能源：六大地区布局，先发优势明显.....	- 25 -
上游：氢气资源丰富，参股储运加龙头企业.....	- 26 -
中游：参股版图持续扩张，核心科技成长可期.....	- 27 -
下游：控股飞驰科技，整车放量在即.....	- 31 -
盈利预测与估值.....	- 33 -
风险提示.....	- 35 -

图表目录

图表 1: 美锦能源历史沿革.....	- 5 -
图表 2: 美锦能源集团持股比例为 44.91% (截止 6 月 27 日).....	- 6 -
图表 3: 2021 年营收大幅增长.....	- 6 -
图表 4: 2021 年毛利明显提升.....	- 6 -
图表 5: 氢能布局带动研发费用率提升.....	- 7 -
图表 6: 归母净利润增长 269% (亿元).....	- 7 -
图表 7: 营业收入主要来源于煤焦业务.....	- 7 -
图表 8: 煤焦业务贡献公司主要毛利.....	- 7 -
图表 9: 2021 年毛利率明显改善.....	- 8 -
图表 10: 美锦能源煤炭产能情况 (截止 2021 年底).....	- 9 -
图表 11: 近年煤矿维持接近满产 (万吨).....	- 9 -
图表 12: 美锦能源煤炭经营情况 (亿元).....	- 10 -
图表 13: 煤炭业务贡献 74% 的净利润.....	- 10 -
图表 14: 煤炭业务利润同比增长超 5 倍 (亿元).....	- 11 -
图表 15: 煤炭销售价格大幅上涨 (万吨, 元/吨).....	- 11 -
图表 16: 美锦能源焦化产能情况.....	- 11 -
图表 17: 公司历年焦炭产量 (万吨).....	- 12 -
图表 18: 公司历年焦炭销量 (万吨).....	- 12 -
图表 19: 焦化业务营业收入 (亿元).....	- 13 -
图表 20: 焦化业务营业成本 (亿元).....	- 13 -
图表 21: 焦化业务毛利及毛利率 (亿元).....	- 13 -

图表 22: 焦炭综合销售价格 (元/吨)	- 13 -
图表 23: 公司焦化业务经营情况.....	- 13 -
图表 24: 焦化业务营收占比达到 83%.....	- 14 -
图表 25: 焦炭业务收入利润高增速 (亿元)	- 14 -
图表 26: 焦炭售价及成本涨幅大 (亿元)	- 14 -
图表 27: 全国平均吨焦盈利 (元/吨)	- 15 -
图表 28: 对河钢销售情况 (万吨,元/吨)	- 16 -
图表 29: 下游客户集中度降低 (亿元)	- 16 -
图表 30: 焦化用煤采购情况	- 17 -
图表 31: 向河钢采购部分煤源来自海外 (万吨, 元/吨)	- 17 -
图表 32: 中国氢能及燃料电池产业发展目标.....	- 18 -
图表 33: 氢能行业政策不断加码.....	- 19 -
图表 34: 燃料电池汽车“以奖代补”政策.....	- 20 -
图表 35: 不同替代率下公交车和重型货车保有量 (万辆)	- 21 -
图表 36: 示范城市群推广规模统计	- 22 -
图表 37: 燃料电池车保有量复合增速达到 75% (万辆)	- 23 -
图表 38: 当前补贴政策下仍能满足 2.5 万辆车平价采购需求	- 24 -
图表 39: 各类型车辆燃料成本比较	- 25 -
图表 40: 燃料电池车产量 (辆)	- 25 -
图表 41: 燃料电池车销量 (辆)	- 25 -
图表 42: 氢能板块推进六大区域布局.....	- 26 -
图表 43: 国鸿氢能新一代电堆达到国际先进水平	- 28 -
图表 44: 国鸿氢能鸿途 H 系列大功率燃料电池.....	- 29 -
图表 45: 催化剂涂层 (CCM) 质子膜.....	- 30 -
图表 46: 膜电极 (MEA)	- 30 -
图表 47: 氢燃料电池客车	- 32 -
图表 48: 氢燃料电池物流车	- 32 -
图表 49: 燃料电池自卸车	- 32 -
图表 50: 燃料电池牵引车	- 32 -
图表 51: 可比公司估值 (截止 2022 年 7 月 14 日)	- 34 -
图表 52: 三张报表摘要	- 36 -

夯实煤焦主业，转型发展氢能

- 美锦能源于 2007 年通过借壳天宇电气完成上市，天宇电气将整体资产与美锦能源集团持有的美锦焦化 90%的股权进行置换，公司主业由电气变更为焦化，并更名为美锦能源。
- 2015 年，公司完成了重大资产重组，通过发行股票（16.8 亿股）和支付现金（8411 万元）的方式，向控股股东美锦能源集团购买其所拥有的山西美锦集团东于煤业有限公司 100%股权、山西汾西太岳煤业股份有限公司 76.96%股权、山西美锦煤焦化有限公司 100%股权（含美锦煤焦化全资子公司山西美锦煤化工有限公司 100%股权、控股子公司唐钢美锦（唐山）煤化工有限公司 55%股权以及山西润锦化工有限公司 60%股权、天津美锦国际贸易有限公司 100%股权以及大连美锦能源有限公司 100%股权）。重组前，美锦集团直接持有美锦能源 29.73%的股份，重组完成后，美锦集团持有公司 77.29%股权，为美锦能源控股股东。随后公司进一步新建华盛化工焦化项目、收购锦富煤业和锦辉煤业、收购佳顺焦化，逐步扩大煤焦主业规模，夯实资产质量。
- 2017 年开始，依托自身焦化副产氢的优势布局氢能全产业链，公司陆续投资氢能相关业务，先后投资飞驰汽车、国鸿氢能、鸿基创能等多家氢能细分行业具备领先优势的公司。

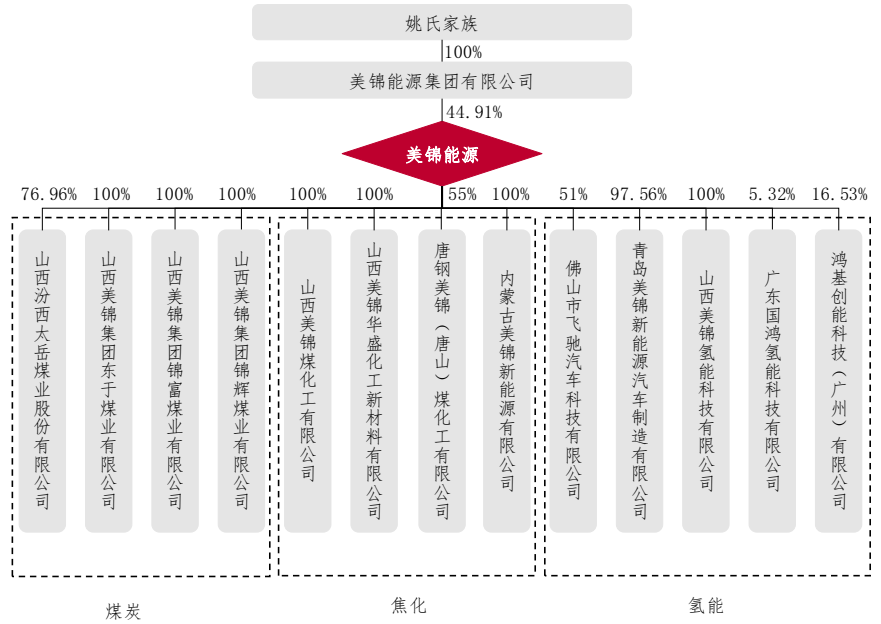
图表 1: 美锦能源历史沿革



来源：公司公告、中泰证券研究所

- **控股股东为美锦能源集团。**公司控股股东为美锦能源集团，截止 2022 年一季度末，集团持股比例 44.91%，实控人为姚氏家族（持有美锦能源集团 100%的股份）。

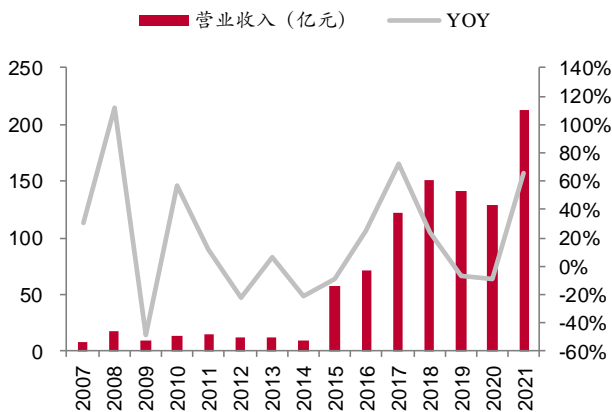
图表 2: 美锦能源集团持股比例为 44.91% (截止 6 月 27 日)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

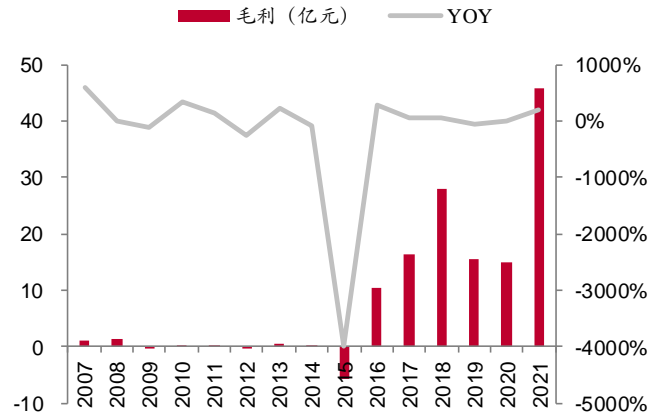
- 2021 年公司实现营业收入 213 亿元, 同比增加 66% (2015-2021 年复合增速 25%); 毛利 46 亿元, 同比增加 205% (2015-2021 年复合增速 46%), 毛利率达到 30%, 同比提升 9 个百分点; 实现归母净利润 25.67 亿元, 同比增加 269% (2015-2021 年复合增速 44%)。2021 年经营明显改善, 营业收入、毛利及毛利率均有大幅提升。从 2015 年集团资产注入开始, 公司下辖 2 个煤矿和 3 个焦化厂, 经营能力明显改善, 2018 年底开始由于煤焦价格下跌, 业绩受到影响, 而 2021 年煤焦价格双双大幅上涨, 公司业绩明显提升。

图表 3: 2021 年营收大幅增长



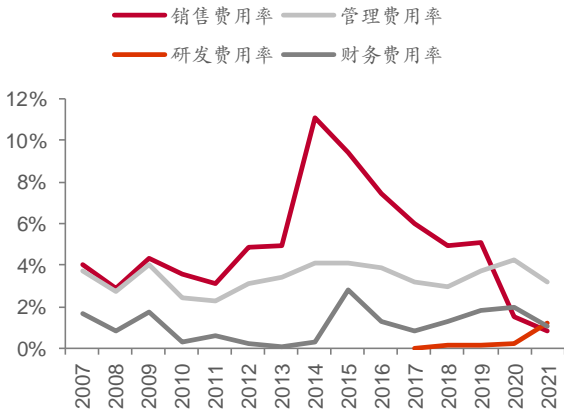
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 2021 年毛利明显提升



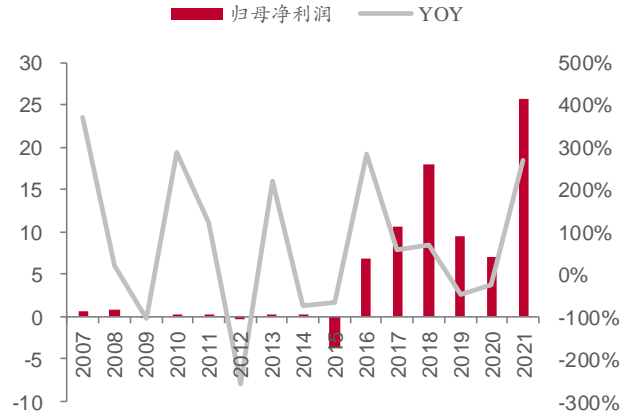
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 5: 氢能布局带动研发费用率提升



来源: 公司公告、中泰证券研究所

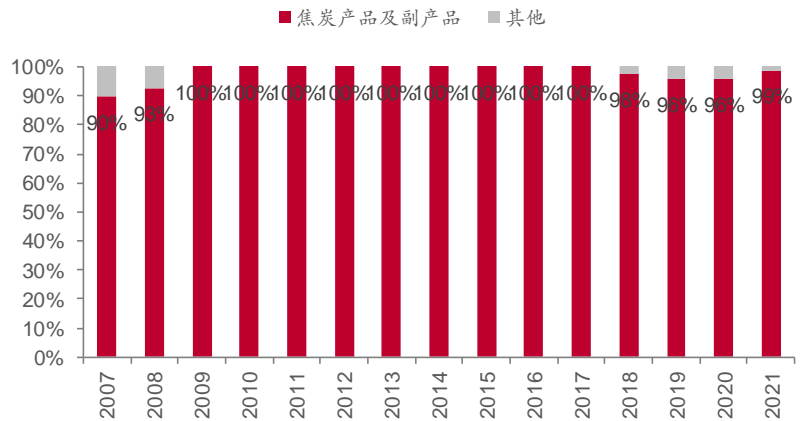
图表 6: 归母净利润增长 269% (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

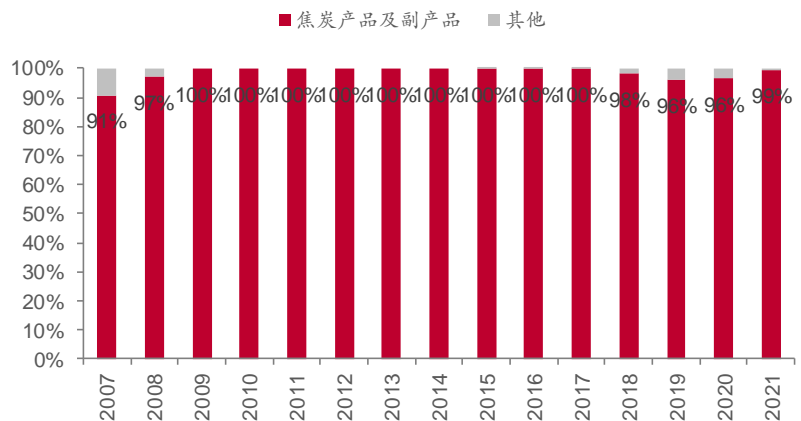
- 公司主要营业收入和毛利均来源于煤焦业务，占比均达到 99%，其他行业如氢能等，业绩贡献暂时较少，有待行业全面推广和放量。

图表 7: 营业收入主要来源于煤焦业务



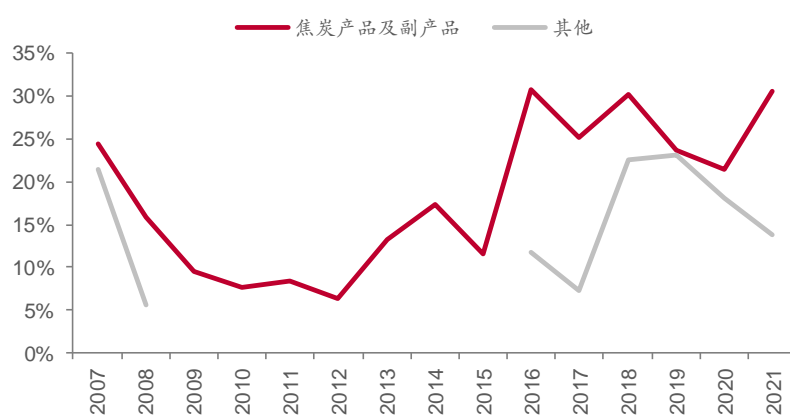
来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 8: 煤焦业务贡献公司主要毛利



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 9: 2021 年毛利率明显改善



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

煤炭高盈利，焦化有成长

煤价高位运行，煤炭业务贡献主要利润

- 煤炭共 4 对矿井，合计产能 630 万吨/年，权益产能 582 万吨/年。公司煤矿主产优质的炼焦煤，锦富煤业（180 万吨/年）、东于煤业（150 万吨/年）、汾西太岳煤矿（210 万吨/年），锦辉煤业（90 万吨/年），合计在产产能达到 630 万吨，权益产能 582 万吨。截至 2021 年末，公司矿井探明储量合计 7.0 亿吨，保有储量合计 6.4 亿吨。

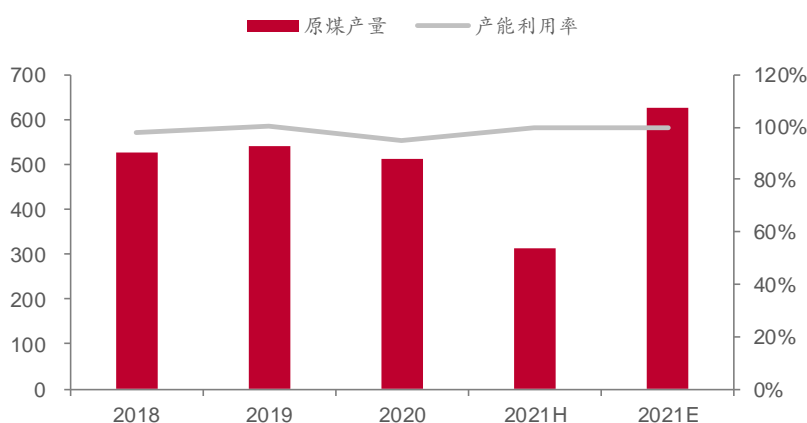
图表 10：美锦能源煤炭产能情况（截止 2021 年底）

名称	来源	位置	煤种	持股比例	探明储量 (亿吨)	保有储量 (亿吨)	核定产能 (万吨/年)	权益产能 (万吨/年)
汾西太岳煤业	2015 年重组注入	长治	焦煤、瘦煤、贫瘦煤	77%	1.2	1.0	210	162
东于煤业	2015 年重组注入	太原	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	100%	2.2	2.0	150	150
锦富煤业	2018 年向集团收购	太原	瘦煤、贫瘦煤、无烟煤	100%	2.1	2.1	180	180
锦辉煤业	2021 年向集团收购	太原	无烟煤	100%	1.5	1.3	90	90
合计				92%	7.0	6.4	630	582

来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司近年煤炭生产基本维持满产。2021 年上半年，公司生产原煤 314 万吨，产能利用率达到 99.5%，若全年维持产能利用率不变，总产量将达到 627 万吨，接近满产。

图表 11：近年煤矿维持接近满产（万吨）



来源：公司公告，中泰证券研究所

备注：2021 年产量根据上半年产能利用率预测

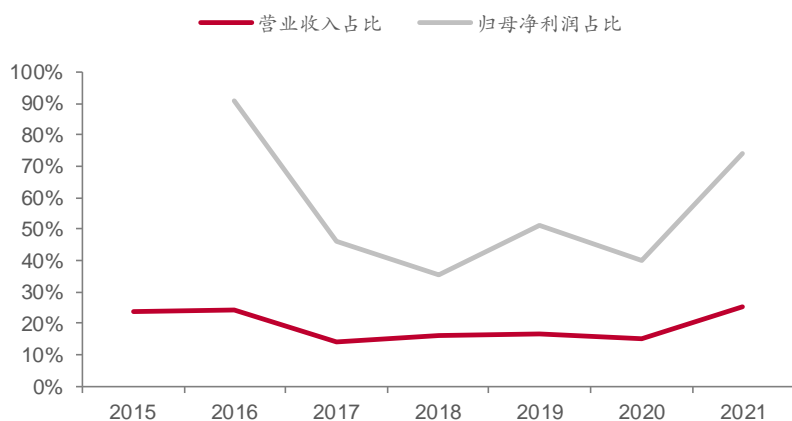
- 2021 年，四个煤矿实现净利润 22.6 亿元，权益净利润 19 亿元。2021 年，公司四个煤矿实现营业收入 53.5 亿元，同比大幅增加 34.2 亿元（+176%），实现净利润 22.6 亿元，同比大幅增长 18.9 亿元（+514%），权益净利润达到 19.1 亿元。煤炭业务占总营收比例为 25%，而权益净利润占归母净利润比例高达 74%。

图表 12: 美锦能源煤炭经营情况 (亿元)

名称	项目	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
汾西太岳煤业	营业收入	8.97	10.3	13.6	13.8	13.1	11.9	30.8
	营业利润	3.97	6.0	8.1	7.2	6.5	5.2	20.9
	净利润	2.99	4.5	6.0	5.2	4.8	3.8	15.5
东于煤业	营业收入	4.45	7.0	3.5	3.1	7.0	5.7	11.0
	营业利润	2.22	3.7	0.4	-0.2	1.5	0.7	4.8
	净利润	1.71	2.8	0.2	-0.1	1.1	0.4	3.4
锦富煤业	营业收入				7.1	3.3	1.8	8.2
	营业利润				3.2	0.0	-0.6	3.5
	净利润				2.5	0.0	-0.6	2.6
锦辉煤业	营业收入							3.6
	营业利润							1.5
	净利润							1.1
营业收入合计		13.4	17.3	17.1	24.1	23.4	19.4	53.5
净利润合计		4.7	7.2	6.3	7.5	6.0	3.7	22.6

来源: 公司公告、中泰证券研究所

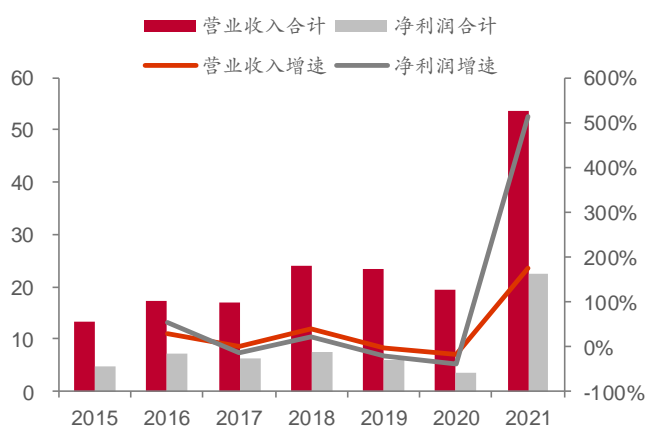
图表 13: 煤炭业务贡献 74% 的净利润



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 若假设公司 2021 年下半年煤炭销量与上半年相同, 则 2021 年公司商品煤销量达到 408 万吨, 销售价格从 2018 年的 638 元/吨提升至 1311 元/吨 (同比+94%), 2018-2021 年平均为 809 元/吨; 煤炭销售完全成本逐年提升, 从 2018 年的 439 元/吨提升至 2021 年的 757 元/吨, 2018-2021 年平均为 549 元/吨; 2021 年煤炭价格大幅上涨, 盈利能力大幅提升, 单位净利润从 2018 年的 199 元/吨提升至 554 元/吨 (同比+332%), 2018-2021 年平均为 259 元/吨。

图表 14: 煤炭业务利润同比增长超 5 倍 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 15: 煤炭销售价格大幅上涨 (万吨, 元/吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 2021 年销量根据上半年销量数据预测 (即上半年销量×2)

焦化产能高增长, 原料内供优势多

- **焦炭在产产能 535 万吨, 权益产能为 467.5 万吨**, 公司目前有 2 个在产焦化厂, 分别为唐钢美锦和华盛化工。华盛化工于 2020 年 12 月 13 日开始装煤投入生产, 成本优势明显, 相同的产能原先需要约 3000 人, 智能化生产后, 只需要 500 人左右; 而且其生产的一级冶金焦国内稀缺, 炭化室高度达到 7 米以上的山西顶装焦炭的产能只有 2500 万吨, 产品供不应求。
- **在建产能 1090 万吨**, 公司现有 4 个在建焦化项目, 分别为美锦煤化工、佳顺焦化、内蒙古美锦能源和唐钢美锦二期。美锦煤化工建设进度较快, 公司产能将在年内恢复到 715 万吨/年; 内蒙古美锦能源项目位于内蒙古巴彦淖尔市乌拉特前旗建设, 是公司未来焦化产能最大增长点, 由于靠近蒙古焦煤进口口岸, 该项目兼具资源获取的优势和运输成本的优势, 同时焦炭产品销售区域主要在河北、东北等地区, 靠近市场, 可以降低运输成本。

图表 16: 美锦能源焦化产能情况

公司名称	地点	产能	焦炉
在产			
山西美锦华盛化工新材料有限公司 (持股 100%)	山西清徐精细化工循环产业园区	焦炭 385 万吨/年	7.65 米顶装
		乙二醇 30 万吨/年 LNG 15.5 万吨/年 硫酸 6 万吨/年 工业高纯氢 (一期) 2,000Nm ³ /h 工业高纯氢 (二期) 10,000Nm ³ /h	4×70 孔 JNX3-7.65-18 型 7.65m 单热式顶装焦炉, 国内第三家、山西首家投产的 7.65 米顶装焦炉
唐钢美锦 (唐山) 煤化工有限公司 (持股 55%)	唐山市滦县司家营循环经济园区	焦炭 150 万吨/年 焦油 7.2 万吨/年 轻苯 1.8 万吨/年 硫铵 1.9 万吨/年	2×65 孔 JNX3-70-1 型炭化室高 7 米复热式顶装焦炉、190 吨/小时干熄焦装置

外供煤气 3.31 亿立方米/年

在建

山西美锦煤化工有限公司
(持股 100%)

山西吕梁市交城
县夏家营工业园

焦炭 180 万吨/年
外供煤气 2.2 亿立方米/年
焦油、粗苯、硫铵等化工产品 8 万吨/年

4.3 米升级改造为 6.78 米捣固
焦，2022 年 4 月公告停产，
预计 10 月建成投产

六枝特区佳顺焦化有限公司
(持股 100%)

贵州六枝经济开
发区路喜园区

焦炭 180 万吨/年
高纯氢 5,000Nm³/h
LNG9.5 万吨/年
合成氨 15 万吨/年
余热发电

5.5 米捣固焦升级改造为 2*70
孔 7.65 米顶装单热焦炉，预
计 2023 年底建成，2024 年达
产

内蒙古美锦新能源有限公司
(持股 100%)

内蒙古巴彦淖尔
市乌拉特前旗

焦炭 600 万吨/年

唐钢美锦二期
(持股 55%)

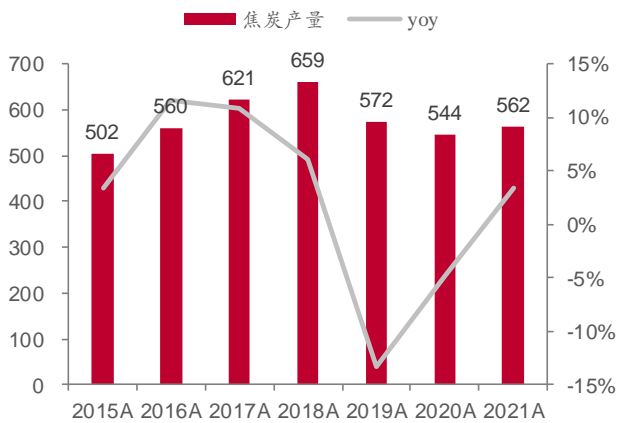
唐山市滦县司家
营循环经济园区

焦炭 130 万吨/年

来源：公司公告、中泰证券研究所

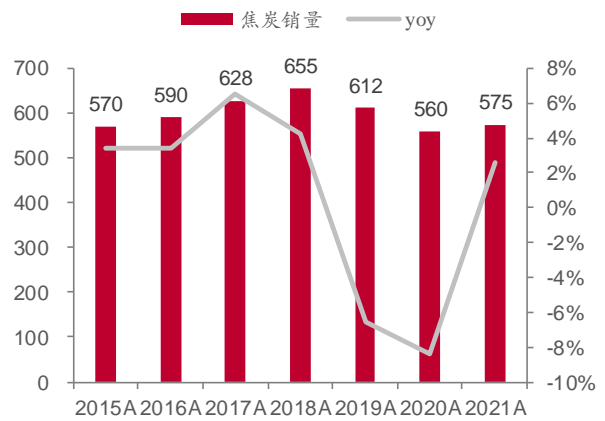
- 2021 年公司实现焦炭产量 562 万吨，销量 575 万吨，同比均增长 3%，华盛化工建成投产后尚未达到满产，而今年美锦煤化工停产升级改造，也将对产量造成一定影响。预计公司 2022 年基本维持 535 万吨产能生产，2023 年达到 715 万吨，佳顺焦化预计在 2024 年贡献增量，保守估计 2025 年达到 895 万吨产能满产。

图表 17：公司历年焦炭产量（万吨）



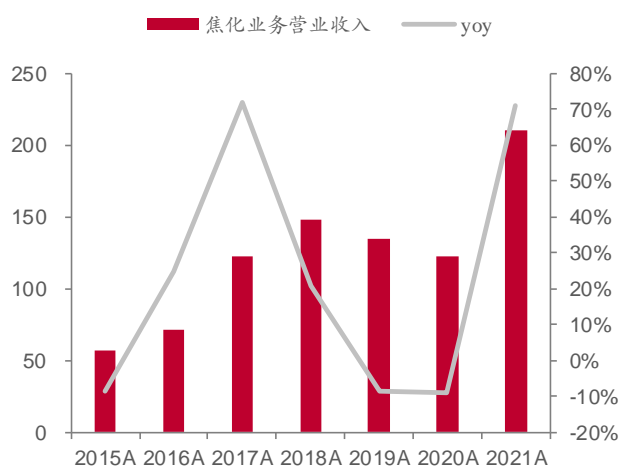
来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 18：公司历年焦炭销量（万吨）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 19: 焦化业务营业收入 (亿元)



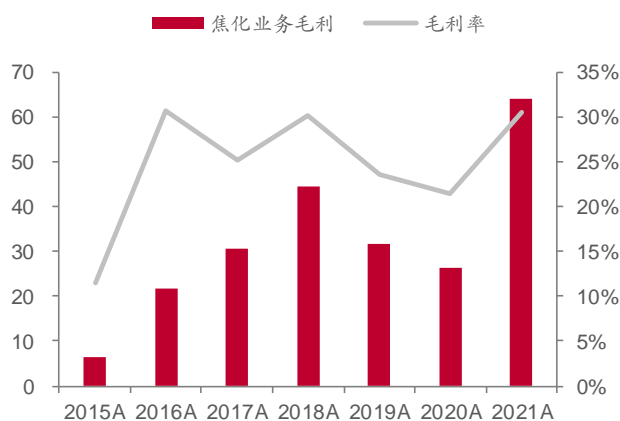
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 20: 焦化业务营业成本 (亿元)



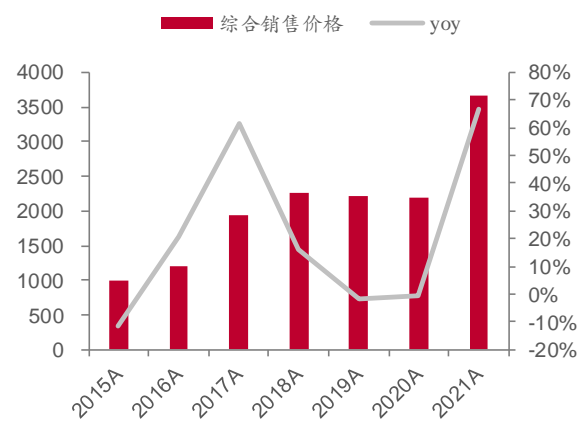
来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 21: 焦化业务毛利及毛利率 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 22: 焦炭综合销售价格 (元/吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- **2021年3个焦化子公司净利润合计为8亿元。**2021年, 华盛化工收入为85.6亿元, 净利润为3.3亿元, 唐钢美锦收入为42亿元, 净利润4.6亿元, 美锦煤化工48.5亿元, 净利润0.2亿元。焦化业务由于成本大幅上涨, 尽管收入大幅增加, 利润空间仍然较小, 焦化业务营业收入共计176亿元, 占总营收比例达到83%, 而权益净利润5.9亿元, 占归母净利润的23%。

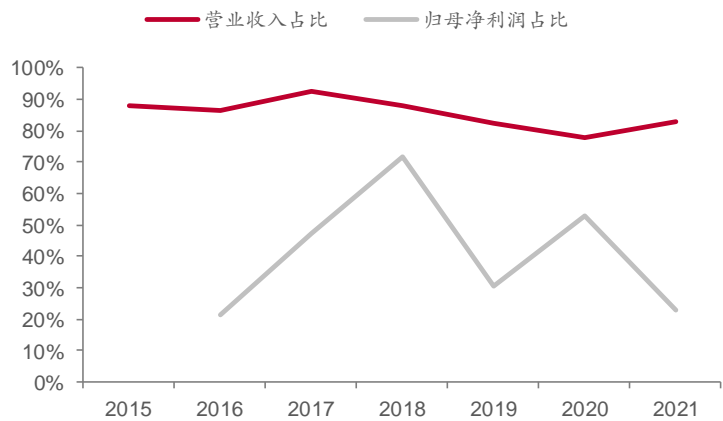
图表 23: 公司焦化业务经营情况

名称	项目	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A	2021A
华盛化工 (2020年12月投产)	营业收入						30.7	85.6
	营业利润						0.1	4.0
	净利润						0.5	3.3
唐钢美锦 (在产)	营业收入						32.9	42.0
	营业利润						1.4	5.3
	净利润						1.2	4.6

美锦煤化工 (升级改造, 预计2022年10月建成)	营业收入					26.5	48.5
	营业利润					2.6	0.3
	净利润					1.9	0.2
美锦焦化 (2020年10月关停)	营业收入	7.63	7.8	12.6	16.6	15.5	10.1
	营业利润	-1.01	0.2	0.6	2.9	1.4	0.8
	净利润	-0.73	0.1	0.5	2.2	1.1	0.8
美锦煤焦化 (2020年底关停)	营业收入	42.64	53.6	100.5	116.8	100.3	
	营业利润	-10.71	1.8	6.2	14.9	3.1	
	净利润	-7.81	1.3	4.6	11.0	2.0	
营业收入合计		50.3	61.5	113.1	133.4	115.8	100.2
净利润合计		-8.5	1.5	5.1	13.1	3.0	8.0

来源: 公司公告、中泰证券研究所

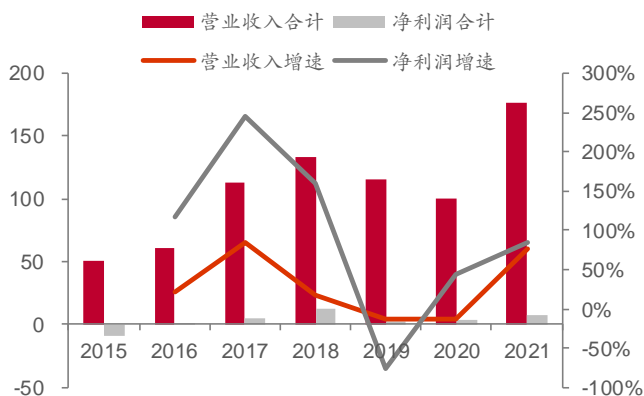
图表 24: 焦化业务营收占比达到 83%



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

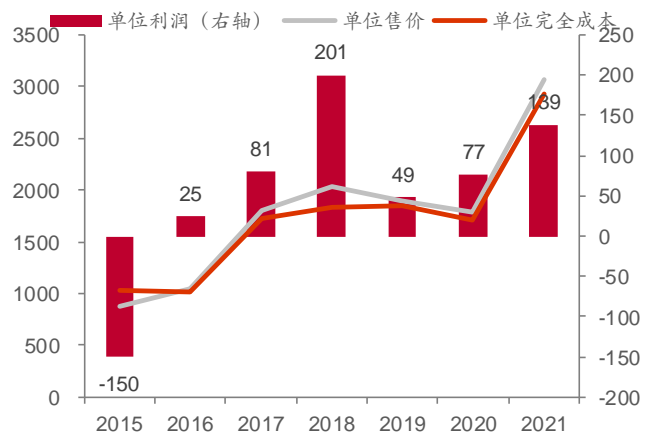
- 在 2021 年焦炭价格大幅上行, 但原料煤同样大幅涨价的情况下, 公司焦化业务收入增速达到 76%, 利润增速达到 85%。公司焦炭售价随行就市, 从单吨焦炭销售来看, 2021 年售价与完全成本分别达到 3063 元/吨和 2924 元/吨, 同比均增长约 71%, 吨焦盈利有所提升, 增加 62 元/吨至 139 元/吨。2015-2021 年, 公司焦炭平均售价 1786 元/吨, 平均成本 1726 元/吨, 单位利润 60 元/吨。

图表 25: 焦炭业务收入利润高增速 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

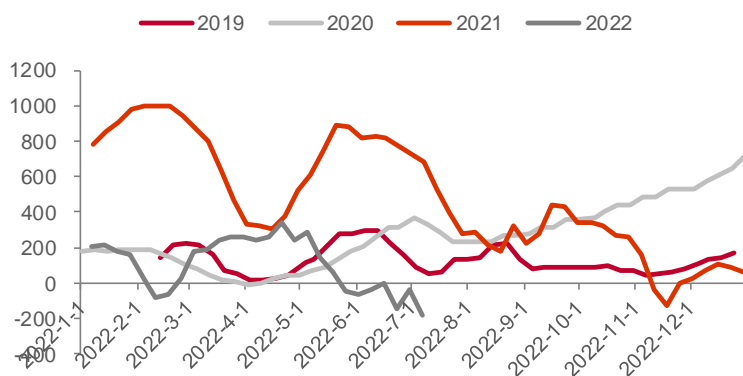
图表 26: 焦炭售价及成本涨幅大 (亿元)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

- 运输方面，主要的运输方式是铁路运输，少部分产品由客户自提。公司拥有 400 辆 C70c 型焦炭专用敞车，可用于焦炭的铁路运输，运输能力为 600 万吨/年，保障运输时效性，提升公司销售服务质量。
- 焦炭行业利润空间仍被压缩。2022 年上半年，焦炭下游需求疲软，进入大面积亏损状态。截至 7 月 7 日，全国平均吨焦盈利-184 元/吨，山西准一级冶金焦盈利-153 元/吨，河北准一级冶金焦盈利-171 元/吨，仍在亏损的状态。

图表 27：全国平均吨焦盈利（元/吨）

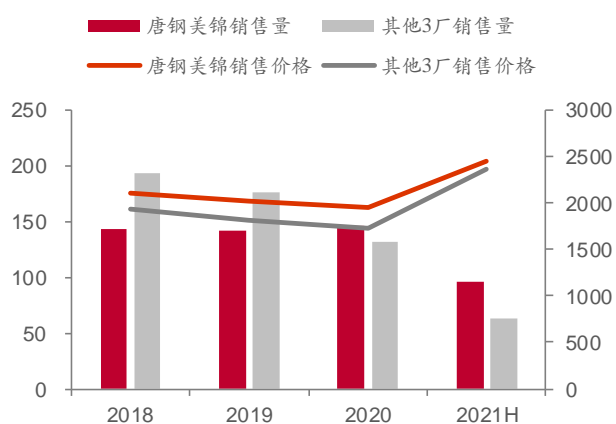


来源：mysteel、中泰证券研究所

深度合作河钢，采购销售有保障

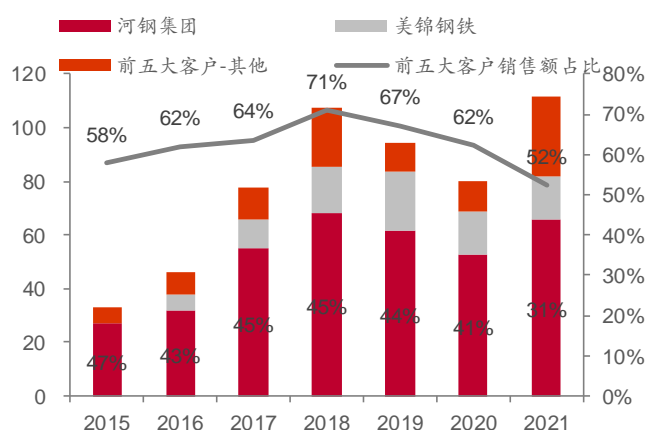
- 公司第一大客户和第一大供应商都是河钢集团及其关联方，2018-2021 年平均每年向河钢集团销售 295 万吨焦炭（占总销量 49%），并向其采购 193 万吨焦煤（占焦煤外采量 26%，总耗煤量 23%）。
- 唐钢美锦生产的焦炭销售给河钢集团位于唐山市的主体，山西三个焦化厂销售给河钢集团的焦炭主要是销售给河钢集团下属的舞阳钢铁、邯鄲分公司等钢厂。唐钢美锦是公司、河钢集团合作的主体，采购的精煤主要用于唐钢美锦的生产，焦炭销售也主要面向河钢，2018-2020 年销量维持在 141-147 万吨左右，2021 年上半年销量达到 96 万吨，占美锦能源对河钢销售焦炭的比例从 2018 年的 42% 提升至 2021 上半年的 61%。从价格上来看，由于唐钢美锦焦炭品质相对较高，且销售价格中包含了代运运费，售价高于公司对其他客户的销售。
- 从金额来看。2018-2020 年每年约向河钢采购金额近 25 亿元，2021 年煤价大幅上涨，预计采购金额近 33 亿元；2018-2021 对河钢销售额平均约 62 亿元，2021 年前三季度达到 240 万吨和 64.1 亿元。

图表 28：对河钢销售情况（万吨,元/吨）



来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 29：下游客户集中度降低（亿元）



来源：公司公告、中泰证券研究所

- 公司焦化业务耗煤主要来自于外购以及部分自有煤矿内采,若假设 2021 年全年采购及耗煤与前三季度节奏保持一致,焦煤比维持与 2020 年相同,则估算焦炭业务全年耗煤达到 808.5 万吨,其中 13.2% (106.5 万吨)来自于内部自有煤矿供应,27.5% (222.2 万吨)向河钢集团采购,其余 59.3% (479.8 万吨)向其他供应商采购。
- 2018-2021 年前三季度,内部供应的比例约在 9%-14%,估算内部采购量在 100-120 万吨左右,而内部采购价格较外购价格价差大(2021 年前三季度价差达到 1163 元/吨),一定程度上降低了焦化业务的成本,2018-2021 年对焦化成本的影响分别达到 8.3、7.6、4.8、12.4 亿元。
- 外购的精煤主要包括主焦精煤及贫瘦精煤(含瘦精煤)等,由于公司所在地区煤炭资源丰富,在采购方面具有一定的稳定性和价格优势。向河钢集团的采购主要用于唐钢美锦的生产,采购量占总用煤量的比例从 2018 年的 19.8%提升到 2021 年的 27.5%,合作关系趋紧密。采购方式来看,向河钢采购主要采用一年一签的长协定价方式(其他供应商采购定价偏市场化),其中 2020 年有 24%来自于海外,包括澳大利亚、加拿大、美国、印度尼西亚和俄罗斯等国家,价格相对较高,2021 年澳大利亚进口停止,进口精煤比例下降至 8%。

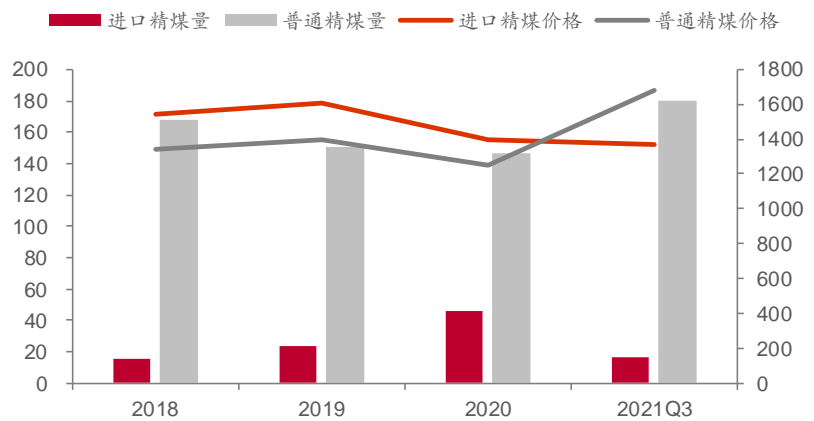
图表 30: 焦化用煤采购情况

	2018A	2019A	2020A	2021Q3	2021E
向河钢采购煤炭量 (万吨)	184.1	174.6	191.5	196.0	222.2
向河钢采购单价 (元/吨)	1355.3	1424.0	1287.1	1653.5	1653.5
其他外购煤炭量 (万吨)	627.7	531.3	522.3	423.2	479.8
其他外购单价 (元/吨)	1089.6	1096.5	950.6	1631.5	1653.5
外购煤炭合计 (万吨)	811.8	705.9	713.9	619.2	702.0
外购平均单价 (元/吨)	1149.9	1177.6	1040.9	1638.4	1638.4
外购煤占比	87.2%	85.7%	90.6%	86.8%	86.8%
内部采购煤炭量 (万吨)	118.9	117.4	74.0	93.9	106.5
内部采购单价 (元/吨)	448.9	528.0	386.8	475.4	475.4
内采煤占比	12.8%	14.3%	9.4%	13.2%	13.2%
焦化合计耗煤量 (万吨)	930.7	823.3	787.8	713.2	808.5
平均用煤价格 (元/吨)	1060.3	1084.9	979.5	1485.2	1485.2

来源: 公司公告、中泰证券研究所

备注: 2021 年采购量根据 2021Q3 销量预测, 并假设价格不变

图表 31: 向河钢采购部分煤源来自海外 (万吨, 元/吨)



来源: 公司公告、中泰证券研究所

大步转型氢能，全产业链卡位布局

政策大力支持，行业发展步入快车道

- **氢能行业处于推广早期，规模增长空间广阔。**我国氢能行业发展具备一定的技术和产业基础，但仍处于规模化推广的早期，仍有核心技术和零部件存在进口依赖，而国内拥有低成本制氢的优势和广阔的市场空间，政策逐步加码的情况下，行业有望进入发展快车道，产业规模增长空间广阔。
- **2025年行业产值将达到万亿规模。**根据中国氢能联盟编制的《中国氢能及燃料电池产业白皮书》，截至2019年，氢能在我国能源体系中占比仅为2.7%，产业产值仅3000亿元；到2025年行业产值将达到万亿级别，燃料电池车产能达到5万辆/年；长期来看，氢能在能源消费中的比例将达到10%，行业产值达到12万亿元。

图表 32：中国氢能及燃料电池产业发展目标

产业目标	现状	近期目标	中期目标	远期目标
	2019年	2020-2025年	2026-2035年	2036-2050年
氢能源比例 (%)	2.70%	4%	5.90%	10%
产业产值 (亿元)	3000	10000	50000	120000
加氢站 (座)	23	200	1500	10000
燃料电池车 (万辆/年)	0.2	5	130	500
固定式电源/电站 (座)	200	1000	5000	20000
燃料电池系统 (万套/年)	1	6	150	550

来源：中国氢能联盟、中泰证券研究所

- **以奖代补政策推动示范性发展，中长期规划为行业提速。**氢能及燃料电池相关政策文件密集出台，覆盖了氢能发展各个方面，对氢能及燃料电池发展的做出规范的同时也给予极大力度的支持。当前行业顶层规划已经发布，与以奖代补的政策共同助力行业示范推广。

图表 33: 氢能行业政策不断加码



来源：国务院及各部委、中国氢能联盟、中泰证券研究所

■ 全国政策:

- 2020年9月发改委、能源局、财政部等联合发布《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》，将对燃料电池汽车的购置补贴政策，调整为燃料电池汽车示范应用支持政策，对符合条件的城市群开展燃料电池汽车关键核心技术产业化攻关和示范应用给予奖励。示范期暂定为四年，示范期间，将采取“以奖代补”方式，对入围示范的城市群按照其目标完成情况给予奖励。每个示范城市群最高可获得18.7亿补贴，涵盖制氢、加氢、燃料电池零部件、整车等各个环节。

图表 34: 燃料电池汽车“以奖代补”政策

领域	关键指标	城市群示范目标	奖励积分标准	补贴上限 (分)
燃料电池汽车推广应用	推广应用 车辆技术和数量	<p>1.示范期间,电堆、膜电极、双极板、质子交换膜、催化剂、碳纸、空气压缩机、氢气循环系统等领域取得突破并实现产业化。车辆推广规模应超过 1000 辆。</p> <p>2.燃料电池系统的额定功率不小于 50kW,且与驱动电机的额定功率比值不低于 50%。</p> <p>3.燃料电池汽车所采用的燃料电池启动温度不高于 -30℃。</p> <p>4.燃料电池乘用车所采用的燃料电池堆额定功率密度不低于 3.0kW/L,系统额定功率密度不低于 400W/kg;燃料电池商用车所采用的燃料电池堆额定功率密度不低于 2.5kW/L,系统额定功率密度不低于 300W/kg。</p> <p>5.燃料电池汽车纯氢续航里程不低于 300 公里。对最大设计总质量 31 吨(含)以上的货运车辆,以及矿山、机场等场内运输车辆,经认定后可放宽至不低于 200 公里。</p> <p>6.燃料电池乘用车生产企业应提供不低于 8 年或 12 万公里(以先到者为准,下同)的质保,商用车生产企业应提供不低于 5 年或 20 万公里的质保。</p> <p>7.平均单车累计用氢运行里程超过 3 万公里。</p> <p>8.鼓励探索 70MPa 等燃料电池汽车示范运行。</p>	<p>1.2020 年度 1.3 分/辆(标准车,下同),2021 年度 1.2 分/辆,2022 年度 1.1 分/辆,2023 年度 0.9 分/辆。燃料电池系统的额定功率大于 80kW 的货运车辆,最大设计总质量 12-25(含)吨按 1.1 倍计算,25-31(含)吨按 1.3 倍计算,31 吨以上按 1.5 倍计算。</p> <p>2.关键零部件产品通过第三方机构的综合测试,每款产品在示范城市群应用不低于 500 台套,产品实车运行验证超过 2 万公里,技术水平和可靠性经专家委员会评审通过,给予额外加分。其中:电堆、双极板奖励积分标准 0.20 分/辆;膜电极、空气压缩机、质子交换膜奖励积分标准 0.25 分/辆;催化剂、碳纸、氢气循环系统奖励积分标准 0.30 分/辆。每款关键零部件产品最多额外奖励 1500 分。</p> <p>在全国范围内,根据关键零部件产品技术、质量和安全水平等因素进行综合评价,每类关键零部件最多给予 5 款产品加分。</p>	15000
氢能供应	氢能供应及经济性	<p>1.车用氢气年产量超过 5000 吨。鼓励清洁低碳氢气制取,每公斤氢气的二氧化碳排放量小于 15 公斤。</p> <p>2.车用氢气品质满足《质子交换膜燃料电池汽车用燃料氢气》(GB/T37244-2018)要求。</p> <p>3.车用氢能价格显著下降,加氢站氢气零售价格不高于 35 元/公斤。</p>	<p>按照车用氢气实际加注量给予积分奖励:</p> <p>1.2020 年度 7 分/百吨,2021 年度 6 分/百吨,2022 年度 4 分/百吨,2023 年度 3 分/百吨。</p> <p>2.成本达标,奖励 1 分/百吨。</p> <p>3.清洁氢(每公斤氢气的二氧化碳排放量小于 5 公斤)奖励 3 分/百吨。</p> <p>4.运输半径<200km,奖励 1 分/百吨。</p>	2000

来源:国家发改委、能源局、中泰证券研究所

备注:1.原则上 1 积分约奖励 10 万元,示范期间将根据示范进展情况适度调整补贴标准和技术要求。

2.燃料电池标准车折算办法。燃料电池汽车按燃料电池系统额定功率(p,单位为 kW)折算为标准车,折算系数(Y)为:

(1)乘用车: $Y=(p-50) \times 0.03+1$; $p \geq 80$ 时, $Y=1.9$;

(2)轻型货车、中型货车、中小型客车: $Y=(p-50) \times 0.02+1$; $p \geq 80$ 时, $Y=1.6$;

(3)重型货车(12 吨以上)、大型客车(10 米以上): $Y=(p-50) \times 0.03+1$; $p \geq 110$ 时, $Y=2.8$ 。

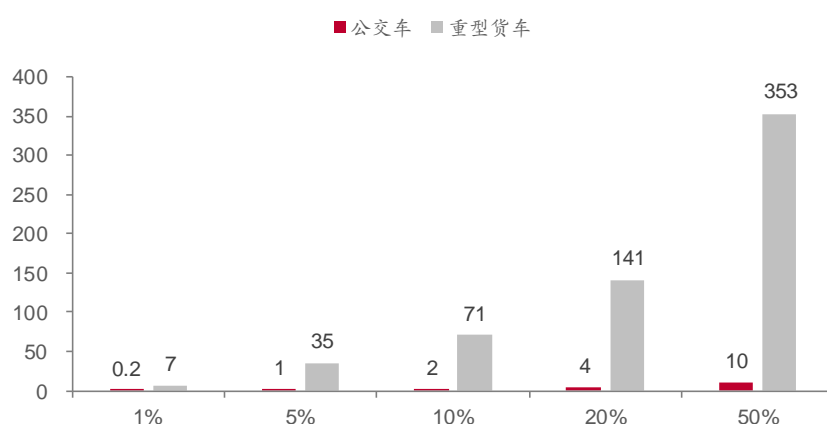
3.示范结束后,对超额完成示范任务的,超额完成部分予以额外奖励,按照超额完成的任务量和奖励积分标准进行测算,额外奖励资金上限不超过应获得资金的 10%。

➤ 2022 年 3 月 23 日,国家发改委、能源局联合发布《氢能产业发展中长期规划(2021-2035 年)》,对我国氢能产业做出分析和规划。首次明确氢能在国家能源体系中的重要地位,提出了行业发展量化的目标,强调核心技术研发,强调与锂电池纯电动汽车的互补发展,还明确提出支持

符合条件的氢能企业在科创板、创业板等注册上市融资。行业政策支持力度不断加大，规模化在即。

- 根据中长期规划，将首先推进氢能在交通领域的应用，主要针对客车、货车市场，根据《2021年交通运输行业发展统计公报》，全国公交车保有量70.94万辆，其中纯电动占59.1%，汽油、柴油车及天然气车共占29.4%；货车保有量1173.26万辆，其中牵引车346.68万辆，挂车359.25万辆。不考虑长期规模增长，仅考虑在公交车及重型货车领域对传统燃油车的替代作用，即有20.96万辆的公交车及705.93万辆的重型货车是潜在的替代对象，若替代率每提升1%，则氢燃料电池公交车和氢燃料电池重卡保有量将分别增加0.2万辆和7万辆。

图表 35: 不同替代率下公交车和重型货车保有量 (万辆)



来源：交通运输部，中泰证券研究所

- **地方政策：**两批示范城市群落地。2021年8月，财政部、工信部、科技部、发改委、能源局联合发布《关于开展燃料电池汽车示范应用的通知》，燃料电池示范城市群政策正式落地，首批三个示范城市群——京津冀城市群、上海城市群、广东城市群陆续启动；2022年初第二批示范城市群——郑州城市群、张家口城市群获批。各示范城市群及所属的城市陆续出台发展规划及补贴政策，推动氢能示范推广。
- 京津冀城市群由北京市大兴区牵头，要对标国家示范要求，实现示范城市群预期指标全部达标，8项核心零部件取得技术突破、实现产业化，车辆应用不少于5300辆，购车成本降幅超过40%，新建投运加氢站不低于49座，氢气售价不高于30元/公斤。以北京大兴区为例，北京市和大兴区将参照全国的补贴标准提供1:1和1:0.4的补贴。
- 上海城市群由上海市牵头，而且上海率先发布落地方案——《关于支持本市燃料电池汽车产业发展若干政策》，明确提出到2025年底前，市级财政将按照国家燃料电池汽车示范中央财政奖励资金1:1比例出资，在支持整车产品示范应用方面按照每1积分20万元给予奖励（市级15万元，区级5万元）。2022年6月20日，上海市发改委发布《上海市氢能产业发展中长期规划(2022-2035年)》，提出2025年燃料电池车保有量突破万辆、产业链规模破千亿的目标。
- 广东城市群由佛山市牵头，广东省级财政按照国家奖补标准1:1给予配套资金，省内示范城市相关地市财政按照国家和省的奖补标准1:1给予

配套补贴。

- **示范城市群规划陆续出台，推广规模近 10 万辆。**五大示范城市群中多个城市规划陆续出台，根据目前已经公布的示范城市群规划，到 2025 年示范推广规模达到 6.6 万辆燃料电池车和 649 座加氢站，另外非示范城市群内的城市有 3.5 万辆燃料电池车和 419 座加氢站的推广计划。截止 2021 年底，全国燃料电池车保有量 10728 辆，建成加氢站 230 座，预计到 2025 年国内燃料电池车保有量将超过 10 万辆，加氢站超千座。

图表 36: 示范城市群推广规模统计

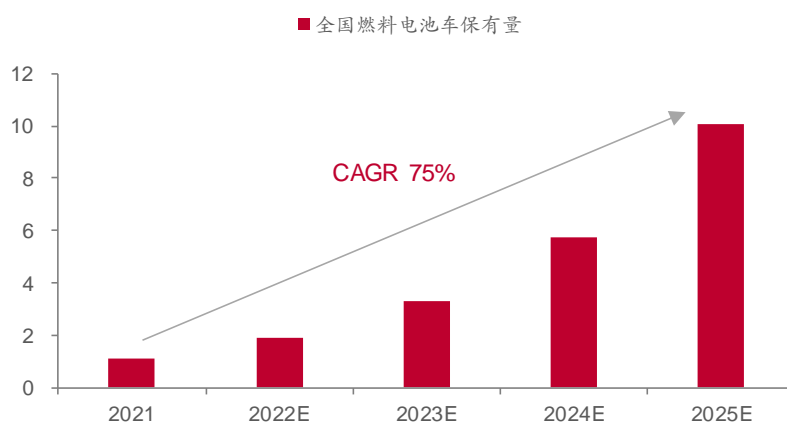
示范城市群	城市	2025 年整车累计推广数量(辆)	2025 年加氢站累计建设数量(座)
京津冀示范城市群	北京市	10000	74
	天津滨海新区	1000 (2022 年)	12
	唐山市	3000	30
	保定市	1330	10
	滨州市		
	淄博市	1000	10
	累计	16330	136
上海示范城市群	上海市	10000	78
	苏州市	3000	20
	嘉兴市	2500	30
	淄博市	1000	10
	宁夏宁东	1000	10
	鄂尔多斯市	5000	90
	累计	22500	238
广东省示范城市群	佛山市	10000	43
	广州市	3000	50
	深圳市	1000	10
	淄博市	1000	10
	六安市	600	5
	宁夏宁东	1000	10
	东莞市		29
	珠海、福州、中山、阳江、渭南、包头		
	累计	16600	157
河南省示范城市群	郑州市		
	新乡市	1000	20
	开封市		
	安阳市		
	洛阳市		
	焦作市		
		上海市嘉定区	3500
	上海市奉贤区		
	上海市自贸区临港片区	1500	14
	张家口市	2500	40
	保定市	1330	10

	辛集市	100	1
	烟台市	400	4
	淄博市	1000	10
	潍坊市	1200	12
	佛山市	10000	43
	宁夏宁东	1000	10
	累计	23530	182
河北省示范城市群	张家口市	2500	40
	唐山市	3000	30
	保定市	1330	10
	邯郸市	1000	12
	秦皇岛市	1000	12
	定州市	100	2
	辛集市	100	1
	雄安新区	1700	12
	乌海市	5250	36
	上海市奉贤区		
	郑州市		
	淄博市	1000	10
	聊城市	900	9
	厦门市		
	累计	17880	174

来源：各省市政府网站、中泰证券研究所

- 若按照推广规划 2025 年的目标推进，燃料电池车保有量 2021-2025 年复合增速将达到 75%以上。

图表 37：燃料电池车保有量复合增速达到 75%（万辆）



来源：中泰证券研究所

- 购车补贴最高达到 159 万元/辆，考虑运营补贴后，已具备经济性。
- 以重型货车或大型客车为例（功率超过 110kW），按照 2022 年 1.1 分的基础、设计质量最大 1.5 倍的折算倍数、2.8 的标准车系数计算，以大兴

区为例，考虑全国：省：市（或区县）补贴 1:1:0.4 的补贴力度，单车理论最高补贴可达到 110.88 万元；若考虑上海、广东等地方政府提供 2 倍补贴的城市，则最高补贴将达到 138.6 万元。在关键零部件环节有最高 20.5 万元/车的补贴，整体补贴规模最高达到 159 万元/量，另外北京等城市还有车辆运营补贴（达到里程要求后，依据车型不同最高补贴 1 元/公里）。产业初期政策大力支持，将帮助零部件厂商和整车厂商进一步压低单车售价，很大程度上解决了推广过程中高成本这一难题。

- 同时若考虑通过补贴抹平燃料电池车与纯电动车的采购价差，补贴政策仍能满足 2.5 万辆车的平价采购需求。以 10.5 米的公交车采购为例，不考虑技术迭代及规模化带来的成本下降，根据上海政府采购的单价计算，价差为 68.2 万元/辆，则需要拿到约 0.5 倍最高补贴额即可抹平价差。若各示范城市群车辆推广最终均获得此比例的补贴，扣除政策出台以后购买的燃料电池车的补贴，剩余补贴资金仍能满足 2022-2023 年 38430 辆车的采购需求。

图表 38: 当前补贴政策下仍能满足 2.5 万辆车平价采购需求

补贴估算	以上海 10.5 米公交车采购为例			
	氢能公交车		纯电公交车	
采购价格 (万元)	181		113	
价差 (万元)			68	
补贴比例 (中央: 地方)			1:2	
对应最高补贴比例			49%	
	2020	2021	2022	2023
基础分数 (分/辆)	1.3	1.2	1.1	0.9
折算系数	2.8	2.8	2.8	2.8
倍数	1.5	1.5	1.5	1.5
推广规模 (辆)	603	1596	10000	28430
0.5 倍补贴对应积分	1646	4022	23100	53732

来源：中国政府采购网、中泰证券研究所

备注：采购价格以中国政府采购网 2022 年 6 月招标价格为例；假设 2022 年推广 10000 辆，并根据剩余补贴规模估算 2023 年可推广量。

2020 年推广规模为 10-12 月燃料电池汽车销量。

- 此外，加氢环节中，对于售价不高于 35 元/千克的氢气，中央最高补贴也达到 9 元/千克，各地方提供 10-30 元/千克左右的补贴，各地方加氢站建设也有数百万元不等的补贴。
- 根据我们测算，以目前的能耗水平（技术迭代下，燃料电池车能耗将进一步降低），当氢气售价在 35 元/千克时，与纯电动车在各车型都具备接近的经济性，若考虑 1 元/公里的运营补贴，氢燃料电池车已具备全面的经济性。

图表 39: 各类型车辆燃料成本比较

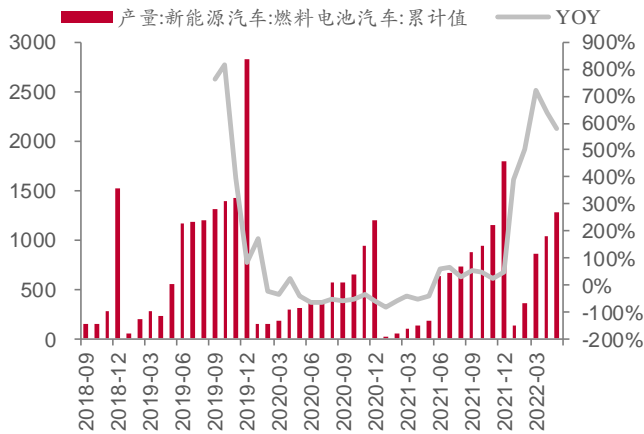
燃料	燃料价格	度量方式	能耗		
			30 吨级重卡	客车	乘用车
燃油	8.83 元/升 (柴油)	百公里能耗 (升)	35-48	25-30	
		每公里燃料成本 (元)	2.35-3.25	1.68-2.01	
	9.65 元/升 (汽油)	百公里能耗 (升)			6.5-7.5
		每公里燃料成本 (元)			0.49-0.56
电	1-1.8 元/千瓦时	百公里能耗 (千瓦时)	200	120	20
		每公里燃料成本 (元)	2-3.6	1.2-2.16	0.2-0.36
氢气	60 元/千克	百公里能耗 (千克)	7-8	3.5-5	1
		每公里燃料成本 (元)	4.2-4.8	2.1-3.0	0.6
	假设不同氢气价格条件下 每公里燃料成本 (元)	45 元/千克	3.15-3.6	1.58-2.25	0.45
		35 元/千克	2.45-2.8	1.23-1.75	0.35
		20 元/千克	1.4-1.6	0.7-1	0.2

来源:《中国氢能技术发展现状与未来展望》, 中泰证券研究所

备注: 燃油价格参考北京 2022 年 7 月 4 日 95#汽油和 0#柴油价格

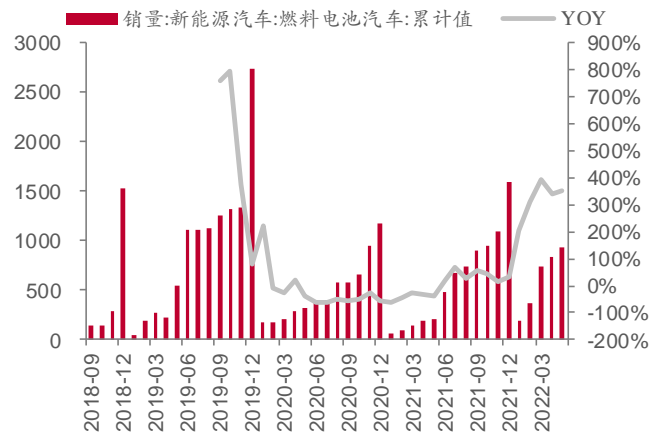
- 燃料电池汽车产销量同比大幅增加。在政策陆续落地后, 行业推广进入快车道, 2022 年 1-5 月, 共计实现燃料电池车产量 1277 辆, 同比增长 579%, 销量 935 辆, 同比增长 352%, 行业或将在今年迎来明显提速。

图表 40: 燃料电池车产量 (辆)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 41: 燃料电池车销量 (辆)

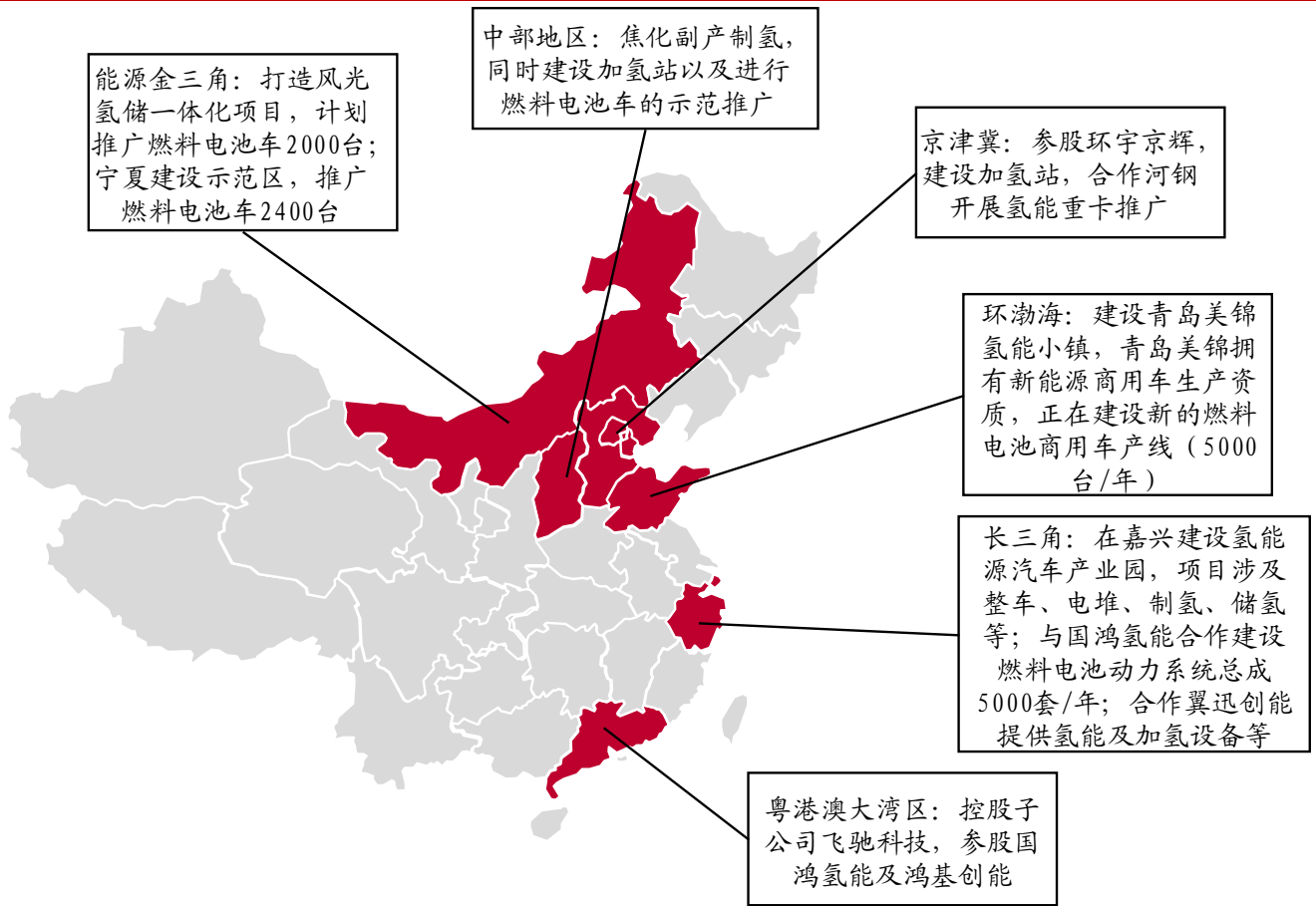


来源: wind、中泰证券研究所

美锦能源: 六大地区布局, 先发优势明显

- 美锦能源氢能布局涉及氢能全产业链, 上游依托自有的焦化丰富的尾气资源制氢, 并开展加氢站建设和园区建设; 中游通过参股的方式布局燃料电池核心零部件, 参股国鸿氢能进入电堆及燃料电池系统领域, 参股鸿基创能进入膜电极领域, 参股赛克赛斯进入电解水制氢领域, 且参股公司均为行业内领先的企业; 下游控股飞驰科技, 在行业内领先地位明显。从区域上来看, 公司氢能业务分布在粤港澳大湾区、长三角等六个区域, 布局范围广, 具备先发优势。

图表 42: 氢能板块推进六大区域布局



来源：公司公告、中泰证券研究所

上游：氢气资源丰富，参股储运加龙头企业

- **制氢：**公司大规模的焦化产能拥有丰富的副产氢气资源（焦炉尾气含氢量 55%），根据美锦能源的测算，公司在产焦化产能 715 万吨/年（美锦煤化工建设进度较快，纳入考虑范围），如果焦炉煤气全部用于制氢，理论上能生产氢气 6.4 万吨/年，可以满足 2.4 万辆中型卡车或 1.8 万辆客车一年的用量。若按照氢气售价 35 元/千克，则公司的氢气资源能带来 22.4 亿元的收入。（若仅考虑当前华盛化工明确规划的 12000 立方米/小时的高纯氢生产能力，收入贡献约 3.3 亿元）
- **加氢站：**目前投运 8 座加氢站，十四五期间规划建设 100 座。国家能源集团旗下国华投资、北京京能集团和华电集团下属的华电运营等与美锦能源共同打造绿电+绿氢+绿色交通的产业闭环，同时利用现有的加油站拓展加氢设施，形成加氢站网络。目前公司拥有 8 座控股的已投运加氢站（分布于佛山、云浮、晋中、太原、北京、嘉兴、青岛等地），十四五期间规划建设 100 座加氢站，可满足上万辆示范运营的车辆。
- **参股多家储运加龙头企业：**
 - **牵手北京冬奥会供应企业——环宇京辉。**2021 年，公司投资了 2000 万元，持股（7.46%）北京环宇京辉京城气体科技有限公司。该公司成立于 1989 年，是北京市唯一具备合格资质氢气生产厂家，唯一一家集制氢、储氢、运氢、加氢的并具备完整安全管理体系的企业。早在 2008

年北京奥运会期间，就为全国首座加氢试验站提供氢能保障，其也是2022冬奥会氢能源供应保障企业。环宇京辉拥有两条氢气生产线，其中天然气重整制氢产能为800立方米/小时，电解水制氢产能500立方米/小时，许可生产氢气为1040万立方米/年；其全资子公司北京环宇京辉气体化工运输有限公司目前拥有氢气长管拖车136辆，是北京市内注册的唯一运氢企业。美锦全资子公司山西示范区美锦氢源科技发展有限公司和环宇京辉合资设立的北京中氢环宇科技有限公司在北京市内已建成加氢站2座，分别建在房山区窦店地区及房山区燕山地区。

- **拟参股 PEM 电解水制氢系统的制造商——赛克赛斯。**2021年12月公司公告，子公司美锦美和、青岛嘉创与其他投资者共同认购美锦气候壹号创业投资基金的份额，气候壹号基金拟专项投资参股山东赛克赛斯氢能源有限公司。赛克赛斯成立于2007年1月23日，是一家专注于利用固体聚合物电解质阳离子交换膜(PEM)进行纯水电解制氢设备的研发、生产和销售的企业，是国内目前唯一一家可以提供兆瓦级PEM电解水制氢系统的制造商。
- **氢气压缩机公司——中鼎公司。**公司投资参股中鼎恒盛气体设备(芜湖)有限公司(持股1.31%)，中鼎公司生产高品质的氢气压缩机，这为美锦推进加氢站建设提供了有效保障。
- **加氢站设备公司——海德利森。**公司拟通过海德利森基金对北京海德利森科技有限公司进行专项投资，海德利森是国内知名的高压、超高压流体应用系统集成商，主要服务于国防军工、航空航天、能源化工和检验检测等领域，凭借其在军工及航天领域的技术优势，成为国内最早的氢能技术研发企业之一。该公司已交付各类加氢站项目及相关氢能设备四十余套，是国内最大的加氢站设备制造和集成商之一。
- **园区及加氢设备——翼迅创能，**2021年7月，公司在上海青浦区组建了翼迅创能新能源科技有限公司(持股36%)，携手翼迅创能，以氢能为核心，为园区客户提供从高品质氢能、定制化加氢设备，以氢能智能叉车快速响应物流仓储搬运需求，赋能园区特种交通智能化、低碳化升级发展。

中游：参股版图持续扩张，核心科技成长可期

- 公司在中游的制造环节主要通过参股的方式布局，核心参股公司包括国鸿氢能(电堆、电池系统)、鸿基创能(膜电极)、风氢扬等。
- **国鸿氢能：**国鸿氢能坐落于广东省云浮市，成立于2015年6月，是全球最大的燃料电池电堆生产商之一，产品类型从30kW到240kW，零部件国产化率达到90%。2019年7月，美锦能源向国鸿氢能增资1.8亿元(持股9.033%)，目前公司持有其5.32%的股份。
- 2017年建设成了全球规模领先的氢燃料电池电堆生产基地，可年产燃料电池电堆2万套，燃料电池动力总成5,000台。国鸿氢能是公司控股整车子公司飞驰汽车的主要供应商，与飞驰汽车整车制造业务产生了较强的协同效应。
- 2020年10月，国鸿氢能推出第一代自主研发的鸿芯GI电堆产品，2021年国鸿氢能自主电堆出货量数千台，行业龙头地位凸显。
- 国鸿氢能4月8日重磅发布了全球最大功率石墨板燃料电池电堆及系统

——鸿芯 GIII 燃料电池电堆和鸿途 H 系列燃料电池系统，突出了“高性能、灵活性、规模化”的特点，高效精准地应对了市场的新变化。对比鸿芯 GI 来看，在额定功率、体积功率密度、环境适应性、使用寿命等多个性能指标上，有了跳跃式的提升，而且在产品交付上也更加灵活。

图表 43: 国鸿氢能新一代电堆达到国际先进水平

	鸿芯 GIII	鸿芯 GI
发布时间	2022.4.8	2020.10.18
输出功率	单堆可达 204kw(可根据应用需求灵活调整功率范围)	单堆可达 84kw(可根据应用需求灵活调整功率范围)
体积功率密度	>4.5kw/L	>3.8kw/L
环境适应性	实现-35℃无辅启动	实现-30℃无辅启动
设计寿命	>30000 小时	>20000 小时
交付	裸堆交付或模块化交付	裸堆交付
新产品优势	(1) 大功率输出，综合性能卓越，性能指标达到国际先进水平； (2) 体积比功率高，可以完全媲美金属板电堆，满足乘用车使用要求； (3) 低温环境适应性极强，满足西北、东北、华北等高寒区域的使用要求； (4) 恶劣环境适应性极强，满足矿山（渣土、煤炭、石材、铁矿）、高原、高温、风沙等恶劣环境场景的使用要求； (5) 寿命长，满足重卡等商用车全生命周期使用需求。	
产品	 <p>鸿芯GIII</p>	 <p>鸿芯GI</p>

来源：国鸿氢能、高工氢电、中泰证券研究所

图表 44: 国鸿氢能鸿途 H 系列大功率燃料电池

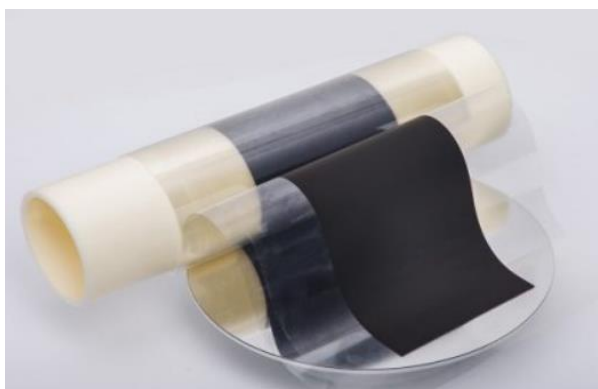
	鸿途 H240	鸿途 H120
额定功率	240kW	120kW
重量	298kg	189kg
尺寸	1060mm×699mm×1074mm	1000mm×664mm×662mm
电压	500-900V	450-750V
电流	0-550A	0-300A
质量功率密度	906W/kg	714W/kg
防护等级	IP67	IP67
新产品优势	(1) 兼容性强, 行业首创模块化设计理念, 可以兼容 100~400kW 功率输出, 也可以多系统并联成兆瓦级系统输出; (2) 效率高, 额定工作效率 44%, 最高工作效率 61%, 达到行业领先水平; (3) 功率大, 鸿途 H240 系统峰值功率 270kW, 单机功率行业最大, 满足重卡等重载车辆功率需求; (4) 应用领域广, 设计标准可以覆盖道路交通、轨道交通、船舶、移动电源车、固定发电等场景。	
产品	 <p>鸿途H240</p>	 <p>鸿途H120</p>

来源: 国鸿氢能、中泰证券研究所

- 据中国氢能联盟数据, 2021 年我国燃料电池电堆年新增市场规模约为 6.2 亿元。预计 2021-2025 年燃料电池电堆新增市场需求的 CAGR 为 87%。2025/2030 年, 燃料电池电堆新增市场分别为 75/238 亿元。
 - 从出货量情况来看, 据 GGII 数据, 2021 年中国燃料电池电堆出货量为 757MW, 同比增长 128%, 行业增速趋快。从历年出货情况来看, 根据 GGII 的统计, 2015~2021 年, 国鸿氢能电堆累计配套氢燃料电池车约 5000 套, 市占率 50%, 排名第一, 2021 年出货量同样排名第一。
 - 按照 2021 年电堆全国总体出货量 757MW, 2022 年增速为 87%, 国鸿氢能电堆价格最低达到 1999 元/kW, 若国鸿氢能电堆市占率若维持 50% 的水平, 则 2022 年国鸿氢能电堆收入将达到 14 亿元。
- **投资鸿基创能, 填补国内膜电极领域空白。** 鸿基创能成立于 2017 年 12 月, 坐落于广州, 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, 研发团队由加拿大国家工程院院士、前巴拉德 CTO 叶思宇院士领衔。2020 年 9 月公司公告平价收购鸿锦投资(公司参股子公司)持有的鸿基创能 22.95% 的股权 (4590 万元)。目前公司总计持有鸿基创能 16.53% 的股份。膜电极和双极板在电堆成本占比为 70%-80%, 是最主要的零部件。公司产品成本比目前主流的膜电极低 20-30% 左右, 不但可填补国内技术空白, 还可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短板。

- 6月17日,鸿基创能高性能膜电极及PEM电解水制氢项目投产,包括:
 - 1) 燃料电池膜电极年产能 500 万片, 达到国际顶尖水平, 膜电极成品日产能达到 24000 片以上, 良品率达到了 99.3%, 广州基地加佛山基地总产能达 1000 万片。
 - 2) 国内首条电解水制氢 CCM 卷对卷生产线, CCM 日产能达 30000 片, 良品率达到了 99.9%, 年产能规模达到 30 万平米, 填补了行业空白。
- 鸿基创能的膜电极产品将主要应用这些增量市场: 一是公交、重卡、特种车辆、叉车等各种不同类型的燃料电池车辆推广应用规模在不断扩大, 同时固定式发电、热电联供、船舶、备电等非车用燃料电池膜电极市场也在起量; 二是绿氢发展的呼声日益高涨, PEM 电解水制氢设备需求将进一步增加, 对膜电极需求也相应增加。

图表 45: 催化剂涂层 (CCM) 质子膜



来源: 鸿基创能、中泰证券研究所

图表 46: 膜电极 (MEA)



从左到右: 双边框膜电极, 单边框膜电极

来源: 鸿基创能、中泰证券研究所

备注: 目前, 鸿基创能的膜电极产品通常采用双层边框工艺, 即一片 CCM 封在两层边框之间。同时还在开发单边框膜电极产品, 该工艺可减少 MEA 中使用的边框材料数量, 从而降低成本并简化制造过程。

- 鸿基创能膜电极具有以下五大优势:
 - (1) **低铂金载量催化剂。** 制约燃料电池广泛商业化的一个重要因素是成本, 而铂金催化剂在整体成本中占有很高的比重。鸿基创能第一代产品 HyKey1.0 的铂金载量为 $0.45\text{mg}/\text{cm}^2$, 第二代产品 Hykey2.0 为 $0.35\text{mg}/\text{cm}^2$ 。
 - (2) **连续化生产工艺。** 鸿基创能的膜电极生产工艺过程由两个连续化精密涂布步骤组成, 平均线速度 $\geq 5\text{m}/\text{min}$, 极大提升单位时间产能, 同时相应降低成本。
 - (3) **高性能和长寿命。** 膜电极产品功率密度 $\geq 1.4\text{W}/\text{cm}^2$, 寿命在 15,000 小时以上。
 - (4) **低成本。** 除了降低铂金催化剂的使用量, 还通过优化生产工艺, 尽量减少不必要的产品中间体等方法, 进一步降低成本, 最终产品成本比市场上竞争对手降低 30%。
 - (5) **产业化验证。** 核心研发人员参与了奔驰、福特、日产、奥迪等整车厂的燃料电池汽车研发, 所设计的膜电极经过了大量的车载实验及验证。同时, 叶思宇博士带领研发的膜电极已经被广泛应用在巴拉德的燃料电池巴士、物流车、叉车及备用电源领域。国鸿氢能最新的鸿芯 GIII

燃料电池电堆使用的也是鸿基创能的膜电极。

- 从出货量来看，鸿基创能 2021 年实现出货 108 万片膜电极产品的行业纪录，位居当年国内独立第三方膜电极企业出货量首位。预计 2022 年全年将出货 200 万片，出货增速位居行业之最。2023 年公司定的销售目标是 400 万片，2024 年是 700 万片，2025 年是 1000 万片。公司目标市场主要是国内市场，同时客户里面有 20% 是国外公司，这是因为包括欧洲、韩国、日本对于膜电极的需求量也比较大。公司总体市占率超过 30%
- 若仅考虑燃料电池电堆的出货量，按照 2021 年电堆全国总体出货量 757MW，2022 年增速为 87%，鸿基创能在相应的膜电极市场中市占率 30%，考虑公司估计的 2022 年膜电极售价为 600 元/kW，则公司在该领域的收入将达到 2.55 亿元。
- **增资风氢扬，技术储备再加强。**2021 年 12 月 31 日，公司通过子公司美锦氢扬向与风氢扬氢能科技（上海）有限公司增资 2000 万元，获得其 10% 的股权。风氢扬已形成完备的从核心零部件到燃料电池系统及功能样车的全套开发、测试、生产及改制能力，并基于现阶段加氢站资源稀少及叉车场景的特殊化加氢需求，研发了日加氢 100 公斤级的轻型撬装式加氢站，为客户提供完成的燃料电池叉车使用解决方案。风氢扬核心团队来自燃料电池企业及整车企业，现有员工 70 人，其中研发人员 41 人，占比 58.6%。截止 2021 年 11 月，公司专利授权 82 项，其中发明专利 16 项，覆盖核心零部件、系统集成、控制策略等核心技术；已获得国家高新技术企业认定及 ISO9001 质量管理体系认证。

下游：控股飞驰科技，整车放量在即

- 在下游整车环节，公司通过控股飞驰科技（原飞驰汽车，持股 51.2%），依托其多年积累的技术优势，进一步扩大产能规模。
- 佛山市飞驰汽车科技有限公司始建于 1971 年，至今已有五十年的发展历史。多年来，以研发、生产、销售公路客车、旅游客车、城市客车、新能源客车及新能源货车为主业，是首批列入国家公告目录的大中型客车生产厂家，在港澳台以及华南地区享有知名度和影响力。2015 年成功研制出国内首批量产的氢燃料电池城市客车。2017 年公司通过两次收购，以总价 3.3 亿元获得飞驰科技 51.2% 的股权。
- 飞驰科技自主开发多种车型，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 20 余个。飞驰科技对外公布的氢能主流产品在 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。

图表 47：氢燃料电池客车



来源：飞驰科技、中泰证券研究所

图表 48：氢燃料电池物流车



来源：飞驰科技、中泰证券研究所

图表 49：燃料电池自卸车



来源：飞驰科技、中泰证券研究所

图表 50：燃料电池牵引车



来源：飞驰科技、中泰证券研究所

- 飞驰科技 2019 年销售燃料电池汽车 376 辆,其中氢燃料电池公交车 276 辆,氢燃料厢式商用车 100 辆,在氢燃料电池汽车市场中市占率达 13.7%,其中在广东省市占率高达 96%。2020 年销售 224 辆,占国内市场份额为 15%。截止 2022 年 5 月底,飞驰科技旗下氢燃料电池汽车总行驶里程已突破 5000 万公里,经保守测算,总减排量超 3.5 万吨。
- 依托飞驰科技的技术基础,公司进一步建设青岛美锦燃料电池商用车整车生产项目,建成后将拥有燃料电池商用车生产能力 5000 台/年,公司燃料电池车总产能达到 10000 辆/年。
- 假设 2022 年销量为 10000 辆,而公司市占率维持 15%,以单车 150-200 万的价格计算,飞驰科技的整车收入将达到 22.5-30 亿元。

盈利预测与估值

■ 主要预测依据:

- 1) 公司煤炭业务维持 2021 年的生产销售情况, 2022-2024 年价格分别 +10%/+2%/0%, 完全成本分别 +15%/+2%/0%。
- 2) 考虑美锦煤化工停产升级改造, 以及建成后达产需要一定时间, 预测 2022-2024 年焦炭产量分别为 536/608/725 万吨, 产销率维持 100%。根据目前煤焦行业价格的变化, 以及对行业未来供需形势的判断, 预测 2022-2024 年焦炭售价分别为 +12%/0%/0%, 成本分别 +15%/0%/0%。
- 3) 氢能行业长期获得政策支持, 有望迎来提速, 预计飞驰科技产销将快速提升, 假设整车环节销售与行业整体增速接近, 示范城市群推广规模对应复合增速 75% 以上, 预测 2022-2024 年其他业务收入增速分别达到 80%/80%/80%, 而成本在技术进步及规模放量后呈下降趋势, 保守估计该业务毛利率小幅上涨。
- 4) 其他业务暂未放量, 对公司业绩影响较小。

■ 盈利预测与估值:

- 我们预测公司 2022-2024 年实现归属于母公司的净利润分别为 28.9/32.2/37.9 亿元, 同比增长 13%/12%/18%, 折合 EPS 分别是 0.68/0.75/0.89 元/股, 当前股价 11.52 元, 对应 PE 分别 17.0/15.3/13.0 倍。
- 对公司煤焦和氢能业务进行分部估值:

煤炭业务由于煤价进一步上涨, 盈利能力较 2021 年进一步提高, 2022 年权益净利润达到 19.7 亿元; 焦炭在下游需求向好后盈利空间有望改善, 2019-2021 年平均吨焦盈利 296 元/吨, 假设公司焦炭利润 150 元/吨, 权益产能 467.5 万吨/年 (年内达到 647.5 万吨/年), 预计 2022 年权益净利润 7 亿元 (647.5 万吨/年对应净利润 9.7 亿元)。煤焦整体权益净利润保守估计达到 27-30 亿元, 焦煤高盈利, 整体估值水平高于焦炭行业, 煤焦整体给予 10 倍 PE, 对应市值 270-300 亿元。

氢能业务仅考虑整车生产部分, 持股飞驰科技 51.2%, 2022 年对应权益收入 11.52-15.36 亿元, 中枢为 13.44 亿元, 参照行业主要上市公司亿华通-U 的市销率 (约 17.5 倍), 氢能业务保守估计对应市值 235 亿元。考虑其他参股公司以及将来的协同优势, 估值水平仍有提升空间。
- 焦化行业持续去产能, 而公司仍有产能增长空间, 同时自有煤矿资源也提供了抗风险能力, 公司煤焦主业盈利能力强; 氢能行业有望迎来提速, 公司参股多个子公司具备技术领先和先发优势, 受益于行业规模的快速增长, 公司成长可期。首次覆盖, 给予“买入”评级。

图表 51：可比公司估值（截止 2022 年 7 月 14 日）

名称	收盘价	总市值（亿元）	PB	预期归属于上市公司股东净利润（亿元）			PE		
	2022/7/14			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
金能科技	10.01	86	1.0	9.4	11.7	14.3	9.2	7.3	6.0
山西焦化	5.82	149	1.2	12.6	22.4	22.1	11.8	6.6	6.7
开滦股份	7.15	114	0.8	18.2	21.5	22.3	6.3	5.3	5.1
陕西黑猫	5.63	115	1.3	15.3	14.8	17.0	7.5	7.8	6.8
均值			1.1				8.7	6.8	6.1
美锦能源	11.52	492	4.0	25.7	28.9	32.2	19.2	17.0	15.3
氢能参考									
亿华通-U	109.97	110	4.5	-1.6	0.7	1.4	-67.8	150.5	78.5

来源：wind、中泰证券研究所

备注：美锦能源为中泰预测，其余皆为 wind 一致预期。

风险提示

- **1) 煤焦价格大幅下跌风险。**根据测算，如果其他不变，若 2022 年公司焦煤、焦炭价格各下滑 50 元/吨，则 2022-2024 年归母净利润分别下降 2.55/2.81/3.18 亿元。
- **2) 产能释放不及预期风险。**公司有多个在建焦化项目，若未来投产进度放缓，产能释放不及预期，可能会影响对公司焦炭产销量的判断，进而影响利润的判断。
- **3) 氢能行业推广不及预期风险。**若氢能行业的推广速度不及预期，可能会影响对公司估值水平的判断，同时影响公司该板块业绩的释放，而影响公司的成长性。
- **4) 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。**

图表 52: 三张报表摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,491	3,922	6,672	10,213	营业收入	21,288	23,098	25,927	30,501
应收票据	1	0	0	0	营业成本	14,847	16,261	18,386	21,762
应收账款	1,429	1,366	1,326	1,468	税金及附加	519	446	501	590
预付账款	461	505	571	676	销售费用	174	189	212	250
存货	1,380	1,852	1,767	2,076	管理费用	676	733	823	969
合同资产	158	158	222	327	研发费用	267	289	325	382
其他流动资产	1,775	1,913	2,192	2,644	财务费用	229	67	46	16
流动资产合计	6,537	9,558	12,527	17,076	信用减值损失	12	0	3	5
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-312	-320	-316	-318
长期股权投资	497	497	497	497	公允价值变动收益	0	0	0	0
固定资产	15,625	16,397	17,603	19,209	投资收益	20	16	19	18
在建工程	1,600	1,100	1,100	1,100	其他收益	35	35	35	35
无形资产	3,906	4,517	5,314	6,147	营业利润	4,121	4,633	5,165	6,064
其他非流动资产	1,240	1,240	1,240	1,240	营业外收入	4	4	3	4
非流动资产合计	22,868	23,752	25,755	28,194	营业外支出	43	43	43	43
资产合计	29,405	33,310	38,281	45,270	利润总额	4,082	4,594	5,125	6,025
短期借款	369	369	369	369	所得税	957	1,077	1,201	1,413
应付票据	2,685	3,092	3,794	4,769	净利润	3,125	3,517	3,924	4,612
应付账款	4,404	4,824	5,454	6,456	少数股东损益	558	628	701	824
预收款项	0	369	305	212	归属母公司净利润	2,567	2,889	3,223	3,788
合同负债	852	522	732	1,077	NOPLAT	3,300	3,569	3,960	4,625
其他应付款	962	962	962	962	EPS (按最新股本摊薄)	0.60	0.68	0.75	0.89
一年内到期的非流动负债	1,170	1,170	1,170	1,170					
其他流动负债	2,208	2,297	2,432	2,647	主要财务比率				
流动负债合计	12,649	13,604	15,218	17,661	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
长期借款	1,358	1,646	1,933	2,221	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	65.7%	8.5%	12.3%	17.6%
其他非流动负债	1,113	1,113	1,113	1,113	EBIT增长率	208.6%	8.1%	10.9%	16.8%
非流动负债合计	2,471	2,758	3,046	3,333	归母公司净利润增长率	264.4%	12.6%	11.6%	17.5%
负债合计	15,120	16,362	18,264	20,994	获利能力				
归属母公司所有者权益	12,424	14,459	16,828	19,763	毛利率	30.3%	29.6%	29.1%	28.7%
少数股东权益	1,861	2,489	3,190	4,014	净利率	14.7%	15.2%	15.1%	15.1%
所有者权益合计	14,285	16,948	20,018	23,776	ROE	18.0%	17.0%	16.1%	15.9%
负债和股东权益	29,405	33,310	38,281	44,770	ROIC	26.3%	24.1%	22.8%	22.2%
					偿债能力				
					资产负债率	51.4%	49.1%	47.7%	46.4%
					债务权益比	28.1%	25.4%	22.9%	20.5%
					流动比率	0.5	0.7	0.8	1.0
					速动比率	0.4	0.6	0.7	0.8
					营运能力				
					总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
					应收账款周转天数	33	22	19	16
					应付账款周转天数	98	102	101	99
					存货周转天数	26	36	35	32
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.60	0.68	0.75	0.89
					每股经营现金流	1.15	1.24	1.59	1.78
					每股净资产	2.91	3.39	3.94	4.63
					估值比率				
					P/E	19	17	15	13
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	18	27	24	21

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。