



焦炭

中国旭阳集团 (1907)

## 业务扩张见成效，资产质量优化明显

### 中国旭阳集团更新报告

翟堃(分析师)  
021-38675862  
zhaikun@gtjas.com

证书编号 S0880517100004

#### 本报告导读:

焦炭板块利润收窄致使 2019 年收入利润下行，但从年报也能观察到较多积极因素：

产销量维持稳中增长、资产质量持续优化、市场整合与业务扩张取得明显成效。

#### 摘要:

下调盈利预测和目标价，维持“增持”评级。公司 2019 年实现收入 188.70 亿元，同比下降 8.38%，净利润 13.63 亿元，同比下降 34.74%，业绩低于预期。结合焦炭市场环境变化以及公司业务拓展进度，下调 2020~2021 年净利润至 12.1、13.9 亿元（原预测 26.2、27.8 亿元），2022 年预测 16.2 亿元。结合对公司最新盈利预测，按照 2020 年 8 倍市盈率，下调公司目标价至 2.585 港元（原预测 3.55 港元），维持“增持”评级。

业绩下滑主要来自产品价格下跌，但产销量维持增长。2019 年焦炭行业市场下行，公司焦炭平均售价由 1805.6 元/吨下降为 1708.4 元/吨（-5.4%），焦炭毛利率由 23.44% 下降至 16.26%，对业绩拖累明显。2019 年公司实现焦炭产量 876.72 万吨，占中国总产量的 2.0%，相比 2018 年增长 74.26 万吨（8.47%）；煤焦油产量 108.2 万吨、焦化粗苯产量为 52.6 万吨、焦炉煤气制甲醇产量为 59.1 万吨、工业萘制苯酐产量 16.8 万吨，规模较 2018 年均有提升。

资产负债优化明显，财务压力减轻。公司上市以来积极优化资产负债结构，2019 年资产总计 202.01 亿元，负债总计 134.01 亿元，资产负债率 66.34%，较 2018 年的 79.15% 明显下降。公司利息支出连续两年收紧，下降幅度达 21.98%，公司财务压力趋缓。

市场整合与业务扩张取得明显成效，未来仍有扩张空间。公司上市以来实行积极扩张战略，立足河北本部核心基地，通过运营服务管理和并购，将业务已经扩张至内蒙古、辽宁、山东、河南、江西等周边省份。2019 年公司运营管理服务收入规模超 10 亿元、并购焦炭产能超 300 万吨/吨，规模进一步强化龙头地位。

风险提示：产品价格及需求风险，收购项目盈利不达预期，油价波动风险。

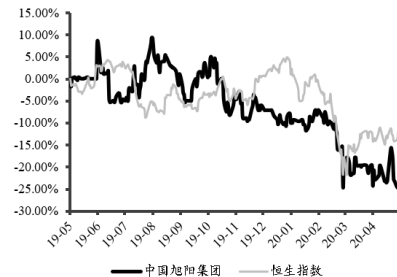
评级：**增持**

当前价格（港元）：2.09

2020.05.23

#### 交易数据

52 周内股价区间（港元） 2.09-2.95  
当前股本（百万股） 0  
当前市值（百万港元） 0



#### 相关报告

《守正出奇抢占市场，竞争力将不断强化》  
2019.08.21

《民营焦化龙头，轻资产模式扩张》2019.07.21

财务摘要（百万元）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	18,658	20,583	18,870	20,639	22,439	23,690
(+/-)%	52.7	10.3	-8.4	9.5	8.7	5.6
毛利	2,005	3,410	2,583	2,336	2,614	2,943
净利润	755	2,089	1,363	1,209	1,392	1,617
(+/-)%	110.3	176.7	-34.7	-11.3	15.1	16.2
PE	11.6	4.2	6.5	7.3	6.3	5.4
PB	2.8	1.9	1.3	1.1	0.9	0.8

## 1. 产品价格下跌，收入利润下滑

产品价格下跌，总收入略降，净利润有所下降。公司 2019 年实现收入 188.70 亿元，同比下降 8.38%，净利润 13.63 亿元，同比下降 34.74%，经过连续增长之后，2019 年的业绩下滑较为明显。2019 年焦炭行业市场下行，公司焦炭平均售价由 1805.6 元/吨下降为 1708.4 元/吨 (-5.4%)，是业绩下滑的主要原因；精细化工产品价格同样有所下降。

图 1: 营业总收入下降

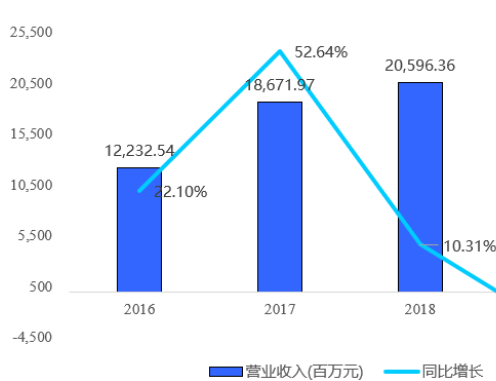
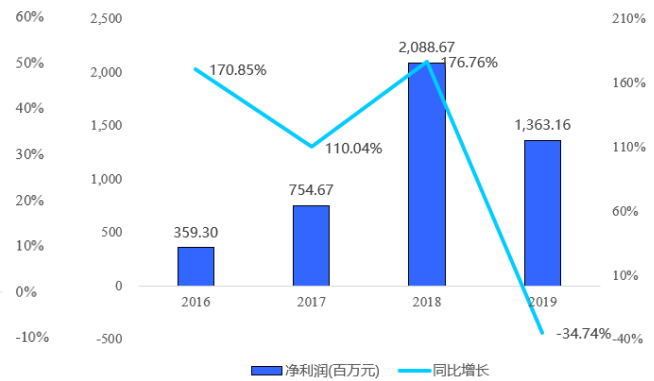


图 2: 净利润有所下降



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

产销量增长，龙头地位稳固。2019 年公司实现焦炭产量 876.72 万吨，占中国总产量的 2.0%，相比 2018 年增长 74.26 万吨 (8.47%)；煤焦油产量 108.2 万吨；焦化粗苯产量为 52.6 万吨，焦炉煤气制甲醇产量为 59.1 万吨，工业萘制苯酐产量 16.8 万吨。

图 3: 焦炭产销量增加 (万吨)

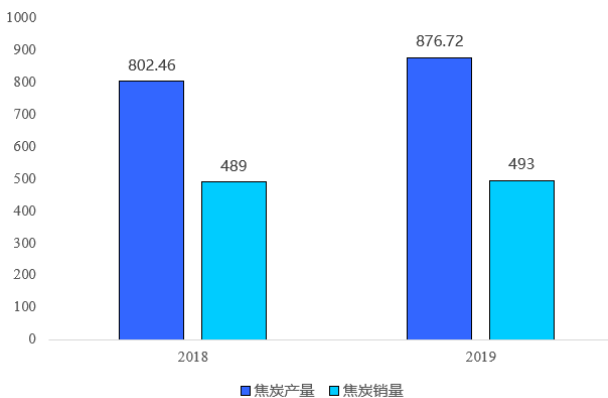
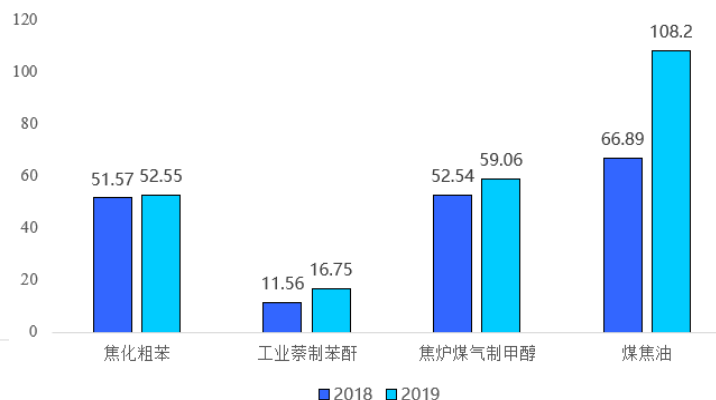


图 4: 精细化工品及煤焦油产量增加 (万吨)



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

焦化产业价差收紧，各分部收入均受影响。公司 2019 年焦炭及焦化产品业务的收入减少 6.6% 至 86.22 亿元，主要由于焦炭平均售价下降、销量小幅增加；来自精细化工产品业务的收入减少 7.5% 至 71.56 亿元，主要由于同期已售己内酰胺、二甲醚、甲醇及煤焦油沥青的售价下降所致；来自运营管理业务的收入减少 0.5% 至 10.33 亿元，主要由于焦炭销售收

入下降所致，被精细化工产品收入和运营管理服务费收入增加所抵销。来自贸易业务的收入减少 21.0%至 20.32 亿元，主要由于焦炭交易量及交易价格下降所致。

成本方面，来自焦炭及焦化产品生产业务的销售成本增加 2.1%至 72.19 亿元，主要由于焦炭销售量增加，以及添置环保设备导致制造费用增加，但焦煤采购价格稳定；来自精细化工产品生产业务的销售成本减少 6.6%至 63.17 亿元，主要由于同期化工原料价格下降所致；来自运营管理业务的销售成本减少 4.9%至 8.54 亿元，主要由于化工原料价格及焦炭销售量下降所致；来自贸易业务的销售成本减少 23.4%至 18.69 亿元，主要由于焦炭交易量及交易价格下降所致。

图 5: 各分部营业收入 (百万元)

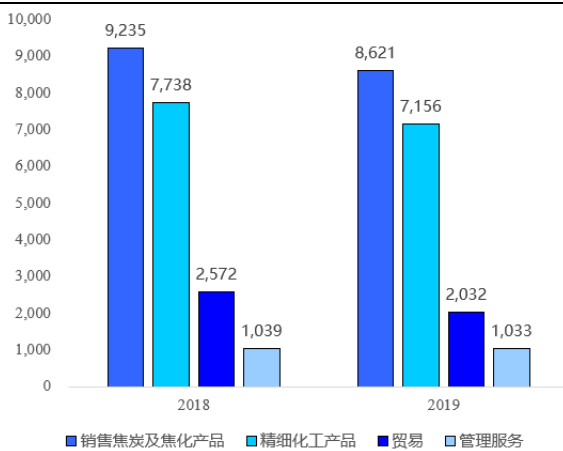
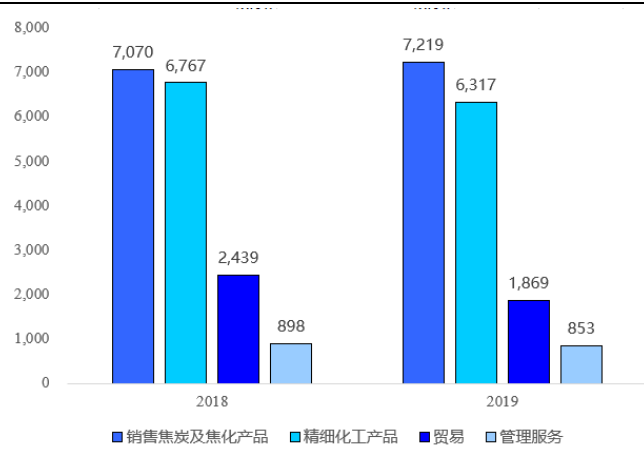


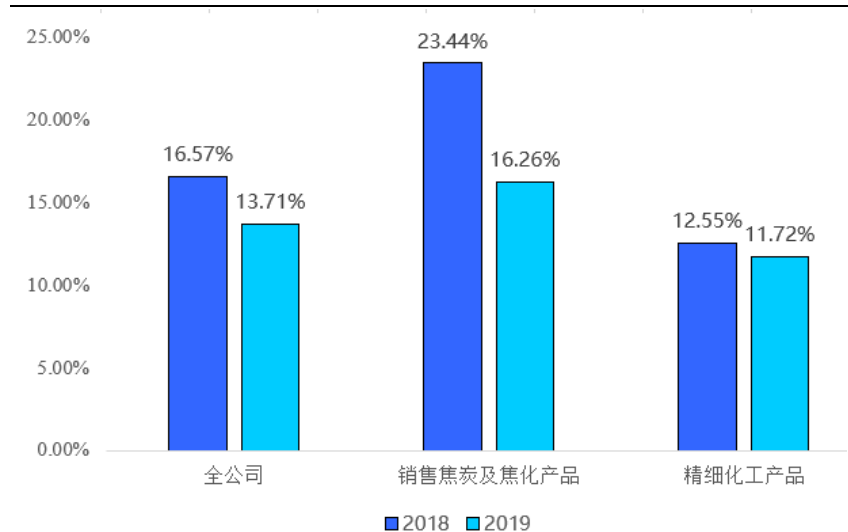
图 6: 各分部营业成本 (百万元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

公司整体毛利率下降，焦炭板块下降明显。公司各分部于 2019 年取得的营业利润分别为 14.02 亿元、8.39 亿元，1.63 亿元，1.80 亿元，总毛利率为 13.71%，对比 2018 年有所下降，其中焦炭板块受收入下降、成本增加影响，毛利率下降明显。

图 7: 全公司及产品部门毛利率变化



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

贸易及管理板块毛利润增长，毛利率表现良好。运营管理部门主要业务模式为向第三方生产商提供运营管理及技术输出服务，于 2019 年开始作为独立分部新加入报告，公司 2019 年实现贸易毛利润 1.62 亿元，运营管理毛利润 1.80 亿元。

图 8: 贸易及管理板块毛利率上升

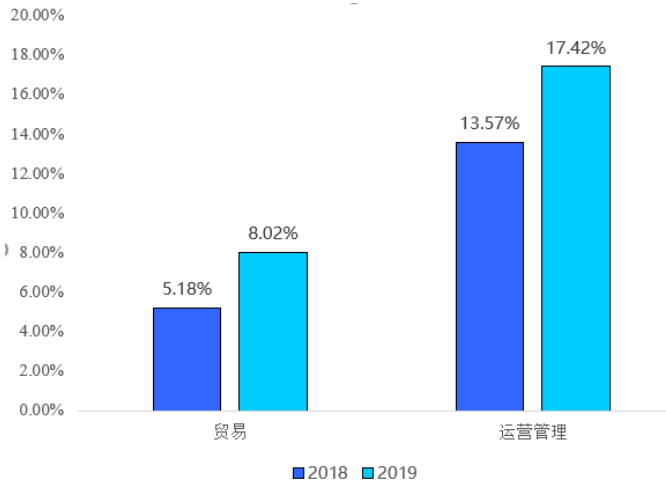
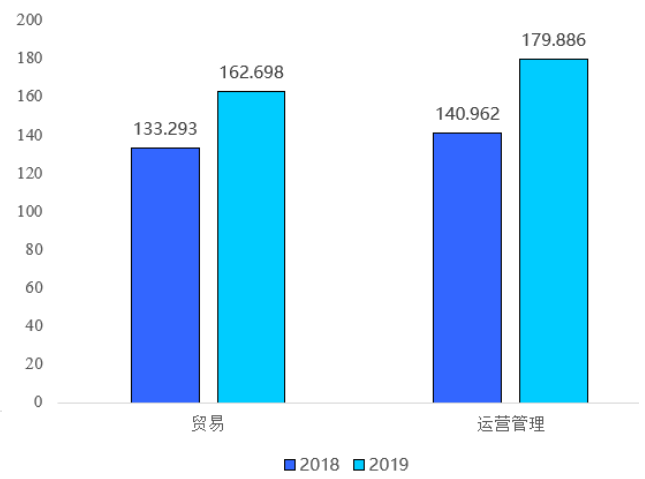


图 9: 贸易及管理板块毛利润增长 (百万元)



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

## 2. 资产负债优化明显，财务压力减轻

公司上市以来积极优化资产负债结构，2019 年资产总计 202.01 亿元，负债总计 134.01 亿元，资产负债率 66.34%，较 2018 年的 79.15% 明显下降。公司利息支出连续两年收紧，下降幅度达 21.98%，公司财务压力趋缓。

图 10: 利息支出减少

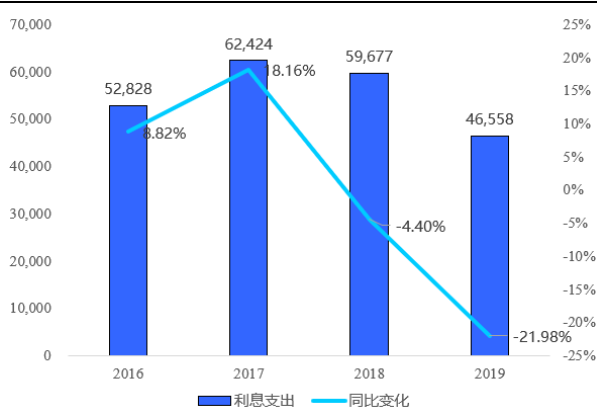
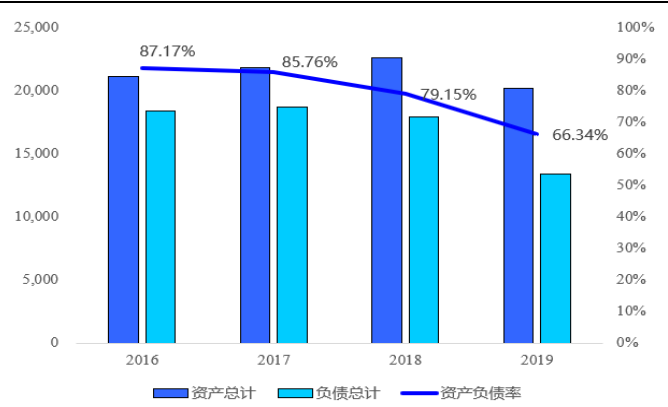


图 11: 资产负债率下降



数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

## 3. 市场整合与业务扩张取得明显成效

公司上市以来实行积极扩张战略，立足河北本部核心基地，通过运营服务管理和并购，目前已经将业务已经扩张至内蒙古、辽宁、山东、河南、江西等周边省份，进一步提升市场占有率。

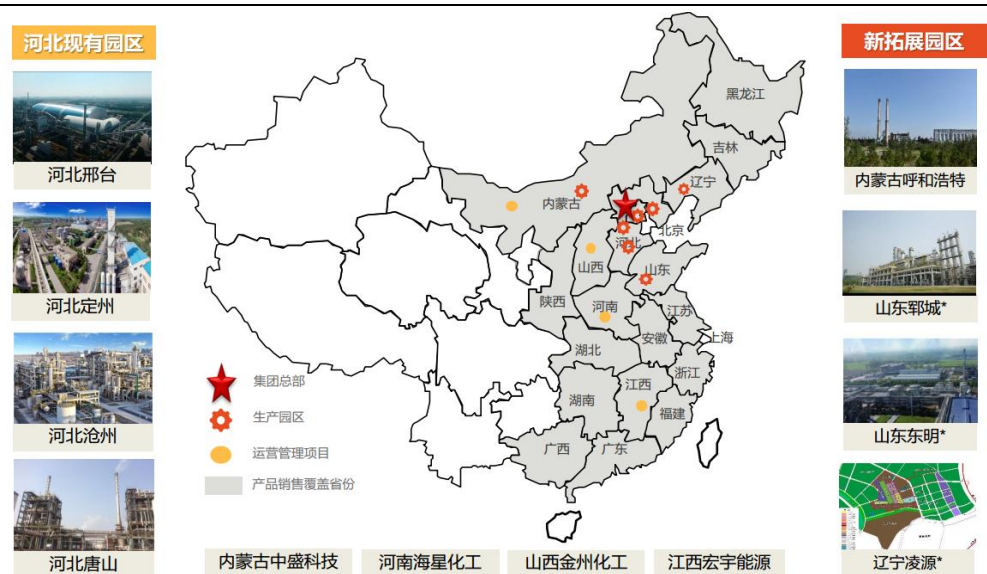
**运营管理服务方面，继续积极探索新的扩张模式。**集团在内蒙古项目中开发了新的合作模式，并将继续探索推广运营管理服务的不同方式。目的是保持在焦炭、焦化产品及精细化工产品市场的领先地位，利用旭阳集团的品牌知名度，提升销售及营销网络的覆盖面以及加强业务拓展战略。

**项目合作方面，与凌钢成立合资子公司，进一步巩固产品生产地位。**于2019年12月与凌源钢铁股份有限公司成立合资公司，主力投资建设凌源经济开发区的配套焦炭项目，该项目建成后预计规模为年产300万吨焦化及其他精细化工产品，当中大部分焦化产品是供应给凌钢股份，项目完成后将进一步巩固市场，提升业务空间。

**并购方面，通过运营管理及并购持续发展业务。**到2020年5月为止，公司通过运营管理及并购发展了四个项目：

- 信达项目：山东省的焦炭产能约为98万吨，精细化工产品产能约为50万吨；
- 内蒙古项目：内蒙古的焦炭产能约为96万吨；
- 中盛项目：位于内蒙古。本集团按月与工厂拥有人制定销售计划。本集团收取的销售服务费包括固定费用以及基于销量的奖励金；
- 宏宇项目：江西省的焦炭及焦化产品产能为130万吨。

图 12: 公司业务范围扩张迅速



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

**公司同时积极进军氢能产品市场。**2020年3月30日，中国旭阳集团有限公司全资子公司河北旭阳能源有限公司与定州市人民政府通过河北省重大招商引资项目集中（云）签约平台，就“氢气生产储运和加氢站建设运营项目”签订《战略合作框架协议》，该项目以河北旭阳能源有限公司6亿立方米/年的氢气产能为依托，以定州为基地，开发京津冀、全国及国际氢能源市场，形成氢能源产业链，提升氢能利用附加值，打造定州和旭阳氢能品牌。项目主要包括：

- 氢气生产及供应。规划占地60亩，主要建设副产原料氢输送、变压

- 吸附提氢纯化工序 (大于纯度 99.97%)、氢气压缩充装系统等。一期项目计划建设期 6 个月,同时根据市场需要后续陆续扩大产能。
- 氢气利用。制定定州及周边地区氢气利用规划;具体落实氢能储运、加氢站建设和运营等;共同拓展氢能源利用产业链,进一步提升高质量发展水平。

## 4. 盈利预测与估值

考虑到市场环境变化,我们调整预测公司 2020~2021 年盈利预测,并增加 2022 年盈利预测,预计公司 2020~2022 年实现收入分别 206.4、224.4、236.9 亿元,分别同比增长 9.5%、8.7%、5.6%;预测 2020~2022 年净利润 12.1、13.9、16.2 亿元, EPS 分别为 0.30、0.34、0.40 元,同比增长 -11.3%、15.1%、16.2%。具体收入成本拆分见下表:

表 1: 中国旭阳集团收入成本预测 (单位:百万元)

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销售焦炭及焦化产品	9839	8622	10260	11080	11634
精细化工产品	8149	7156	6798	7002	7002
贸易	2596	2032	2032	2032	2032
运营管理服务		1033	1550	2325	3023
收入合计	20584	18842	20639	22439	23690
收入增速	10.32%	0.98%	9.5%	8.7%	5.6%
销售焦炭及焦化产品	7584	7219	8519	9030	9301
精细化工产品	7144	6317	6065	6186	6186
贸易	2446	2439	2439	2439	2439
运营管理服务		854	1280	2170	2821
成本合计	17174	16829	18303	19825	20747
成本增速	3.12%	-2.01%	8.76%	8.32%	4.65%

数据来源:公司公告、国泰君安证券研究

结合对公司最新盈利预测,按照 2020 年 8 倍市盈率,下调公司目标价至 2.585 港元 (原预测 3.55 港元),维持“增持”评级。

## 5. 主要风险提示

**产品价格及需求风险。**2020 年第一季度焦炭价格较 2019 年同期有所下降,主要由于需求端的减弱对价格有所抑制,虽然近期焦炭价格开始上涨,但若需求端无法持续,则仍将在一定程度上继续影响销售价格。

**收购项目盈利不达预期。**公司近两年加大市场整合力度,通过收购模式并购企业并纳入自身营销体系,考虑到并购项目整合过程,在盈利上可能存在不达预期风险。

**油价波动风险。**原油价格一季度下行明显,考虑到全球油价尚未稳定,公司化工产品端收入仍将受到盈利不确定的影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		