



# 亿利洁能

## 煤化工与清洁煤炭利用技术驱动公司长期成长

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖亿利洁能公司（600277）给予推荐评级，目标价 8.50 元，对应估值倍数 32 倍 2017 年 P/E。理由如下：

- ▶ **2017 年产品价格上涨推动盈利大幅改善。**我们预计公司 2016/17 年净利润同比增长 169%/58%，受益于公司煤化工（PVC 等）与煤炭价格底部反转带动主业由微利转为大幅盈利。PVC 行业过去三年产能退出超过 12%，未来行业供需平衡与环保治理加强，PVC 有望延续高景气。预计 2016/17 年公司 PVC 均价 4710 元与 5653 元，同比上涨 8%/20%。
- ▶ **煤炭清洁利用技术驱动公司长期成长。**预计到 2018 年，国内燃煤锅炉改造与运营市场空间超过 5000 亿元。公司自主研发的“微煤雾化”技术全球领先，相比传统燃煤锅炉最高可节煤 30%。截止 2016 年 6 月，公司已运行项目 4 个，清洁能源业务对应收入与毛利润 2.24 亿元与 7576 万元。公司已有在建项目 9 个、待开工项目 5 个、储备项目 145 个，预计清洁能源业务 2018 年能够贡献收入与净利润 19.39 亿元与 2.63 亿元。
- ▶ **剥离非核心资产聚焦主业，大股东增持彰显未来发展信心。**公司逐步剥离医药等非核心资产，加快转型清洁能源业务。控股股东亿利集团承诺自 2016 年 2 月 1 日起未来 12 个月内增持 6~7 亿元公司股份，彰显未来发展信心。

**我们与市场的最大不同？**未来国家对于煤炭行业供给侧改革与煤炭利用的环保政策力度的持续收紧，公司业绩有望超出市场预期。

**潜在催化剂：**PVC 与煤炭价格上涨，清洁能源项目落地超预期。

### 盈利预测与估值

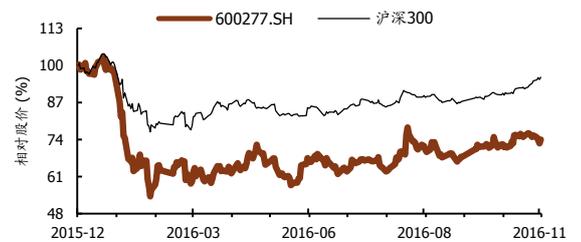
预计公司 2016~18 年 EPS 分别为 0.17 元、0.27 元、0.38 元，CAGR 为 50%。首次覆盖给予“推荐”评级。公司目前股价对应 17/18 年 P/E 分别为 25x 和 18x。目标价 8.50 元，对应 17/18 年 P/E 分别为 32x 和 22x，上涨空间 24%。

### 风险

产品价格波动，安全生产风险，清洁能源业务实施不及预期。

### 首次覆盖推荐

股票代码	600277.SH
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 6.88
目标价	人民币 8.50
52 周最高价/最低价	人民币 9.72~4.98
总市值(亿)	人民币 144
30 日日均成交额(百万)	人民币 150.17
发行股数(百万)	2,090
其中：自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	21.69
主营行业	化工



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	12,010	8,056	8,764	10,253
增速	-16.6%	-32.9%	8.8%	17.0%
归属母公司净利润	258	131	352	556
增速	2.2%	-49.3%	169.3%	57.9%
每股净利润	0.12	0.06	0.17	0.27
每股净资产	4.32	4.41	4.51	4.74
每股股利	0.04	0.04	0.04	0.07
每股经营现金流	0.23	0.53	0.47	0.59
市盈率	55.8	110.0	40.8	25.9
市净率	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	13.0	21.1	16.0	12.8
股息收益率	0.6%	0.5%	0.6%	1.0%
平均总资产收益率	1.2%	0.6%	1.7%	2.6%
平均净资产收益率	2.9%	1.4%	3.8%	5.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

李璇

分析员

xuan.li@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080515080008

SFC CE Ref: BGG514

徐奕晨

联系人

yichen.xu@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080116080054

## 目录

<b>主营煤化工与煤炭，积极转型清洁煤炭技术</b> .....	<b>5</b>
<b>深耕煤电化循环经济产业链，受益于产品价格上涨</b> .....	<b>6</b>
PVC 与烧碱行业底部反转增厚业绩 .....	6
煤炭权益产能近 600 万吨，受益煤炭价格上涨 .....	8
煤电化循环经济产业链，成本优势明显.....	10
<b>转型高效清洁能源利用投资和运营商进入千亿市场</b> .....	<b>12</b>
清洁能源业务进入快速增长通道 .....	12
微煤雾化项目具备较强的盈利能力，有望长期驱动公司业绩增长 .....	13
智慧能源为翼，拓展能源高效清洁利用业务领域 .....	15
<b>剥离非核心资产聚焦主业，大股东增持彰显未来发展信心</b> .....	<b>16</b>
逐步剥离非核心资产，加快转型清洁能源业务 .....	16
控股股东与董事高管增持彰显未来发展信心，控股子公司亿兆华盛申请挂牌新三板 .....	16
<b>首次覆盖亿利洁能，给予“推荐”评级</b> .....	<b>18</b>
风险提示 .....	20

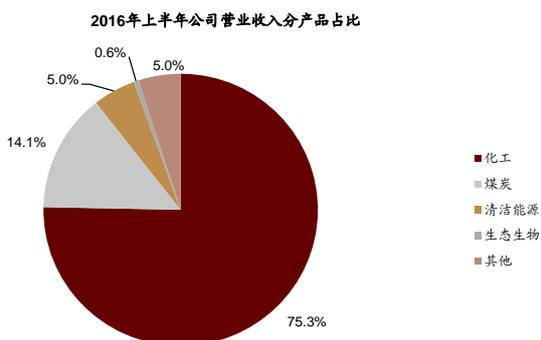
## 图表

图表 1: 2016 年上半年亿利洁能营业收入分产品占比 .....	5
图表 2: 2016 年上半年亿利洁能毛利润分产品占比 .....	5
图表 3: 亿利洁能历年及预测分业务营业收入 .....	5
图表 4: 亿利洁能历年及预测分业务净利润 .....	5
图表 5: 亿利洁能化工与煤炭业务主要产品价格与销量基本假设表 .....	6
图表 6: PVC 行业开工率、价差与公司化工业务毛利率 .....	6
图表 7: PVC 行业产能、产量与表观消费量 .....	6
图表 8: 2016 年 PVC 下游房地产新开工面积增长 .....	7
图表 9: 电石法 PVC 价差 .....	7
图表 10: 今年以来烧碱价格上涨超过 40% .....	7
图表 11: 烧碱产量呈下降趋势 .....	7
图表 12: 亿利洁能历史与预测 PVC 业务产销与均价情况 .....	7
图表 13: 亿利洁能历史与预测烧碱业务产销与均价情况 .....	7
图表 14: 亿利洁能 2016~2017 年 PVC 价格弹性 .....	8
图表 15: 亿利洁能 2016~2017 年烧碱价格弹性 .....	8
图表 16: 公司煤炭资源储量与产能情况 .....	8
图表 17: 2016 年我国煤炭产量同比下滑 .....	9
图表 18: 2016 年我国煤炭库存同比处于低位 .....	9
图表 19: 亿利洁能历史与预测煤炭业务产销与均价情况 .....	9
图表 20: 亿利洁能历史与预测煤炭业务收入与毛利润 .....	9
图表 21: 亿利洁能 2016~2017 年煤炭价格弹性 .....	10
图表 22: 亿利洁能积极打造煤电化循环经济产业链 .....	10
图表 23: 2013~2015 年公司电力供应情况 .....	11
图表 24: 国家出台政策推进煤炭清洁高效利用技术 .....	12
图表 25: 燃煤工业锅炉运营和改造市场规模测算 .....	12
图表 26: 亿利洁能清洁能源业务收入与利润预测表 .....	12
图表 27: 亿利洁能高效煤粉燃烧锅炉实测指标与国家标准对比 .....	13
图表 28: 20 T/H 高效煤粉燃烧锅炉主要经济数据及评价指标测算 .....	13
图表 29: 微煤雾化热力项目成本对煤炭价格变动的敏感性测算 .....	13
图表 30: 公司高效清洁能源生产项目储备数量变化 .....	14
图表 31: 截至 2016 年 3 月公司储备项目按地区分布 .....	14
图表 32: 公司微煤雾化热力项目市场规模测算 (截至 2016 年 6 月) .....	14
图表 33: 本次非公开发行募集资金使用计划 .....	15
图表 34: 2011~2015 年我国智慧能源行业需求规模 .....	15
图表 35: 2015 年我国智慧能源市场需求格局 .....	15
图表 36: 亿利洁能已签订的智慧能源项目 .....	15
图表 37: 亿利洁能已转让与拟转让资产 .....	16
图表 38: 亿利洁能股权结构 .....	17
图表 39: 近年亿利洁能控股股东与董监高增持公司股份情况 .....	17
图表 40: 亿利洁能财务报表 .....	18
图表 41: 亿利洁能产品销量与价格基本假设表 .....	18
图表 42: 亿利洁能盈利预测拆分 .....	19
图表 43: P/E P/B Band .....	19
图表 44: 可比公司估值表 .....	20

## 主营煤化工与煤炭，积极转型清洁煤炭技术

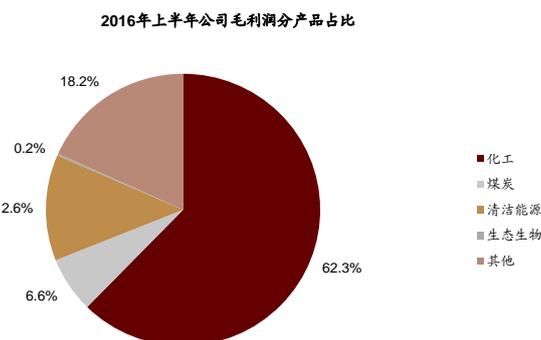
亿利洁能是以煤炭-煤化工一体化为主营业务、积极向清洁能源行业转型的民营公司。公司发展以煤炭生产运销为切入点、以PVC为核心的煤电化循环经济产业业务，积极开拓高效清洁能源生产系统投资运营、智慧能源及太阳能发电等能源高效清洁利用业务，并逐步剥离规模较小、利润率不高的医药业务，聚焦主业，致力于打造产融网一体化的能源高效清洁利用投资和运营商。目前以PVC为主的煤化工业务是公司收入的主要来源。2016年上半年，公司化工、煤炭、清洁能源三大业务的营业收入占比分别为75.3%、14.1%和5.0%，毛利润占比分别为62.3%、6.6%和12.6%。

图表 1: 2016 年上半年亿利洁能营业收入分产品占比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 2: 2016 年上半年亿利洁能毛利润分产品占比

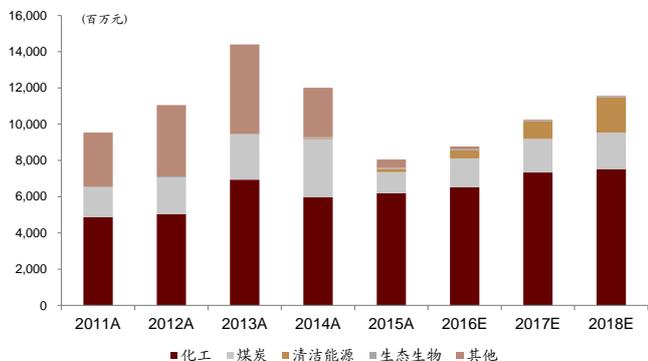


资料来源：公司公告，中金公司研究部

**2017 年产品价格上涨推动盈利大幅改善。**我们预计公司 2016/17 年净利润同比增长 169%/58%，受益于公司煤化工（PVC 等）与煤炭价格底部反转带动主业由微利转为大幅盈利。PVC 行业过去三年产能退出超过 12%，未来行业供需紧平衡与环保治理加强，PVC 有望延续高景气。预计 2016/17 年公司 PVC 均价 4710 元与 5653 元，同比上涨 8%/20%。

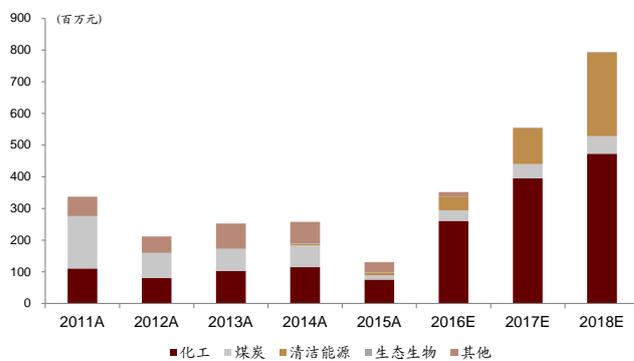
**煤炭清洁利用技术驱动公司长期成长。**预计到 2018 年，国内燃煤锅炉改造与运营市场空间超过 5000 亿元。公司自主研发的“微煤雾化”技术全球领先，相比传统燃煤锅炉最高可节煤 30%。截止 2016 年 6 月，公司已运行项目 4 个，清洁能源业务对应收入与毛利润 2.24 亿元与 7576 万元。公司已有在建项目 9 个、待开工项目 5 个、储备项目 145 个，预计清洁能源业务 2018 年能够贡献收入与净利润 19.39 亿元与 2.63 亿元。

图表 3: 亿利洁能历年及预测分业务营业收入



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 4: 亿利洁能历年及预测分业务净利润



资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 深耕煤电化循环经济产业链，受益于产品价格上涨

**2016~2017年公司产品价格上涨有望推动盈利大幅改善。**公司深耕煤电化循环经济产业链，PVC、烧碱、煤炭是公司煤电化循环经济产业链中的主要产品，预计受益于行业供需好转，未来公司主营产品价格将趋势上涨、维持高位，进一步提升公司盈利。我们预计2016/2017年公司PVC价格均价同比上涨8%/20%至4710元/吨与5653元/吨，烧碱价格均价同比上涨20%/30%至1550元/吨与2015元/吨，煤炭价格均价同比上涨7%/10%至213元/吨与234元/吨。

图表5：亿利洁能化工与煤炭业务主要产品价格与销量基本假设表

产品价格	2012A	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
PVC (元/吨)	5,649	5,446	4,417	4,362	4,710	5,653	5,653
YoY		-4%	-19%	-1%	8%	20%	0%
烧碱 (元/吨)	2,072	1,508	1,234	1,291	1,550	2,015	2,015
YoY		-27%	-18%	5%	20%	30%	0%
煤炭 (元/吨)	321	283	230	199	213	234	243
YoY		-12%	-19%	-14%	7%	10%	4%

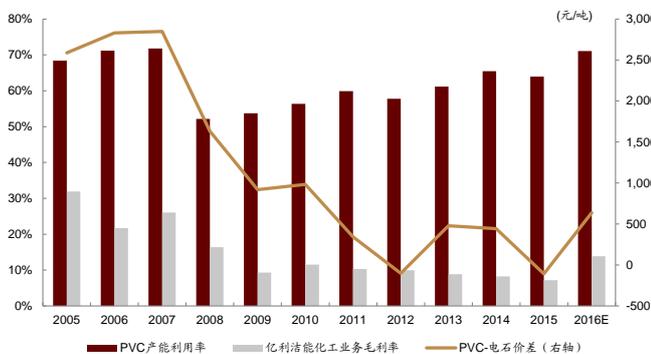
资料来源：公司公告，中金公司研究部

## PVC与烧碱行业底部反转增厚业绩

**氯碱行业底部反转，2017年PVC价格有望继续维持高位，均价同比上涨20%。**2016年PVC与烧碱受供需偏紧、原料成本增加等因素影响产品价格大幅上涨，2016年11月电石法PVC华东市场价7954元/吨，同比上涨65%；99%片碱烧碱华东市场价3809元/吨，同比上涨47%。我们预计未来环保治理的进一步推进和下游需求逐步回暖有望继续推动PVC涨价，2017年PVC均价同比上涨20%。

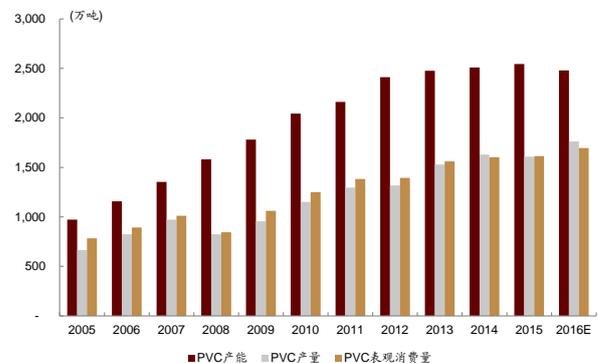
- ▶ 需求方面：PVC主要的下游应用领域是房地产，超过60%的PVC应用需求来自于型材、管材和板材等建筑用材，2016年1~10月房屋新开工面积同比增长8%至累计13.74亿平方米，下游房地产市场需求回升支撑PVC产品价格。
- ▶ 供应方面：随着供给侧改革的推进和环保力度加大，PVC作为典型的高耗能行业，企业面临较大的节能减排与环保压力，落后产能逐渐退出淘汰，据卓创资讯统计，截至2016年5月份国内PVC产能2176万吨，较2013年高点回落12.2%。
- ▶ 成本端方面：PVC成本同样有所上涨。受上游煤炭涨价影响，电石价格由年初的2483元/吨增长29%至3197元/吨，而汽运新规的出台进一步抬高西部电石法PVC的综合成本，原料成本的增加进一步驱动PVC涨价。

图表6：PVC行业开工率、价差与公司化工业务毛利率



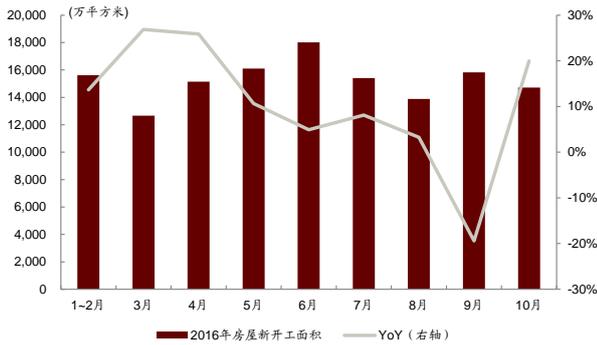
资料来源：万得资讯，百川资讯，公司公告，中金公司研究部

图表7：PVC行业产能、产量与表观消费量



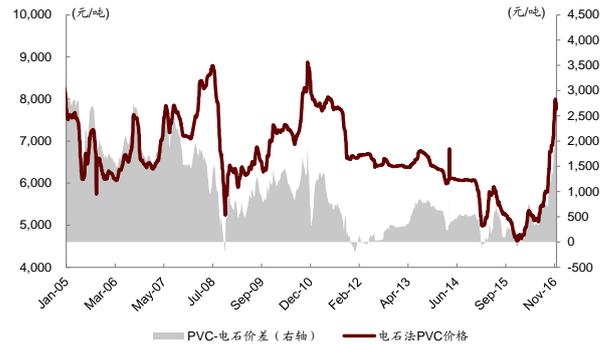
资料来源：万得资讯，百川资讯，中金公司研究部

图表8：2016年PVC下游房地产新开工面积增长



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

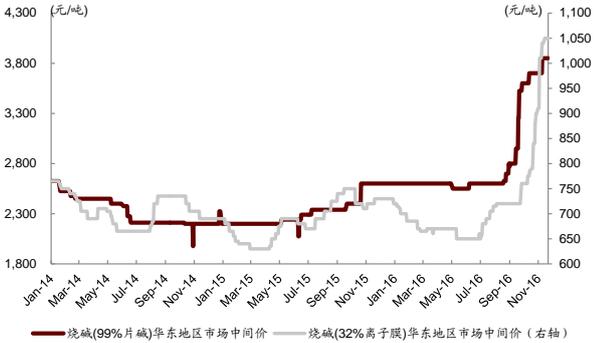
图表9：电石法PVC价差



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

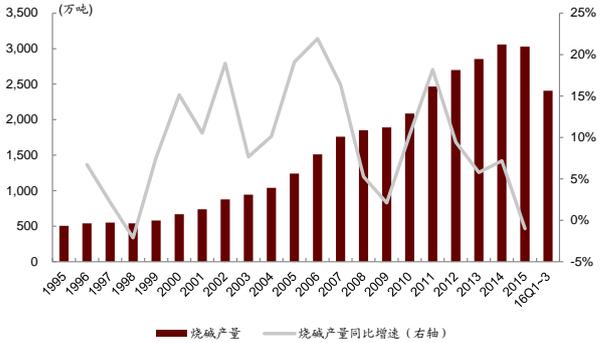
供需好转推动烧碱价格上涨超过40%，未来上涨空间可期。今年以来烧碱价格从历史低位一路上升，99%片碱与32%离子膜烧碱华东地区市场中间价均上涨超过40%，主要归因于需求回暖与供给收缩：烧碱下游氧化铝行业需求良好，部分厂商有扩大产能的计划；下游行业库存处于低位，支撑烧碱价格；国家积极推动供给侧改革与环境保护执法，山东鲁泰化学氯碱装置相继有停车检修计划等。未来供需好转有望推动烧碱价格上涨。

图表10：今年以来烧碱价格上涨超过40%



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

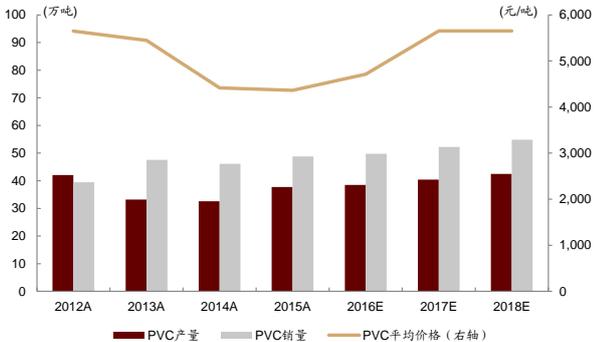
图表11：烧碱产量呈下降趋势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

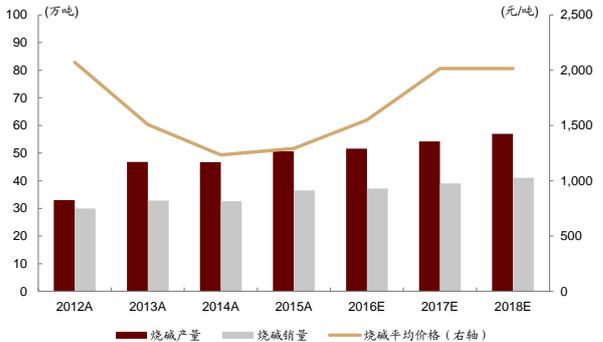
预计16/17年亿利洁能PVC出厂均价同比增长8%和20%，烧碱出厂均价同比增长20%和30%。2015年亿利洁能PVC税前出厂均价为4362元/吨，烧碱出厂均价为1291元/吨。根据2016年1~11月电石法PVC全国均价和99%片碱烧碱华东地区均价分别相比上一年增长8%和22%，我们预计2016年亿利洁能PVC和烧碱税前出厂均价有望分别同比上涨8%和20%至4710元/吨和1550元/吨。目前全国电石法PVC和华东地区99%片碱烧碱税前均价相比今年以来市场均价分别增长33%和35%，受2017年行业供给好转影响，预计公司PVC和烧碱税前出厂价格分别同比增长20%和30%至5653元/吨和2015元/吨。

图表12：亿利洁能历史与预测PVC业务产销与均价情况



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表13：亿利洁能历史与预测烧碱业务产销与均价情况



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

亿利洁能拥有 20.5 万吨电石法 PVC 权益产能和 16.4 万吨烧碱权益产能，PVC 和烧碱价格每上涨 1000 元/吨，EPS 分别增厚 0.06 和 0.05 元。控股子公司亿利化学拥有 50 万吨电石法 PVC 产能，可以实现满产满销，PVC 树脂一等品以上比率超过 99%，将受益于 PVC 产品涨价。亿利洁能拥有亿利化学 41% 股权，PVC 权益产能 20.5 万吨，烧碱权益产能 16.4 万吨。根据测算，PVC 价格每上涨 1000 元/吨，EPS 增厚 0.06 元，烧碱每上涨 1000 元/吨，EPS 增厚 0.05 元。

图表 14：亿利洁能 2016~2017 年 PVC 价格弹性

	PVC 税前价格 (元/吨)	16年总体 EPS (元)	盈利变动	P/E		PVC 税前价格 (元/吨)	17年总体 EPS (元)	盈利变动	P/E
基准	3,710	0.10	-38%	64	基准	4,653	0.20	-24%	33
	<b>4,710</b>	<b>0.17</b>	<b>0%</b>	<b>40</b>		<b>5,653</b>	<b>0.27</b>	<b>0%</b>	<b>25</b>
	5,710	0.23	38%	29		6,653	0.33	24%	20
	6,710	0.30	75%	23		7,653	0.39	48%	17
	7,710	0.36	113%	19		8,653	0.46	72%	15
	8,710	0.42	151%	16		9,653	0.52	96%	13
	9,710	0.49	189%	14		10,653	0.58	119%	12
	10,710	0.55	226%	12		11,653	0.65	143%	10
	11,710	0.61	264%	11		12,653	0.71	167%	9

资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 15：亿利洁能 2016~2017 年烧碱价格弹性

	烧碱 税前价格 (元/吨)	16年总体 EPS (元)	盈利变动	P/E		烧碱 税前价格 (元/吨)	17年总体 EPS (元)	盈利变动	P/E
基准	550	0.12	-30%	57	基准	1,015	0.22	-19%	31
	<b>1,550</b>	<b>0.17</b>	<b>0%</b>	<b>40</b>		<b>2,015</b>	<b>0.27</b>	<b>0%</b>	<b>25</b>
	2,550	0.22	30%	31		3,015	0.32	19%	21
	3,550	0.27	60%	25		4,015	0.37	38%	18
	4,550	0.32	91%	21		5,015	0.42	57%	16
	5,550	0.37	121%	18		6,015	0.47	76%	14
	6,550	0.42	151%	16		7,015	0.52	96%	13
	7,550	0.47	181%	14		8,015	0.57	115%	12
	8,550	0.52	211%	13		9,015	0.62	134%	11

资料来源：公司资料，中金公司研究部

### 煤炭权益产能近 600 万吨，受益煤炭价格上涨

公司煤炭业务主要包括煤炭开采和煤炭运销，拥有东博煤矿、宏斌煤矿和黄玉川煤矿等煤田合计权益核定产能 588.2 万吨。东博煤矿、宏斌煤矿和黄玉川煤矿的设计产能分别为 120/90/1000 万吨，受国家 276 个工作日限产政策影响，核定产能分别为 101/75.6/840 万吨。其中东博煤矿为目前公司自产煤炭业务的来源，所产煤炭是优质的动力用煤及民用燃料，近年来受到行业低迷影响，东博煤矿主动减产以实现降本增效。宏斌煤矿属于露天煤矿，目前尚未完成土方剥离，主要因为煤炭行业低迷，公司暂缓开采。黄玉川煤矿由神华集团神东电力有限责任公司控股 51%，公司参股 49%。

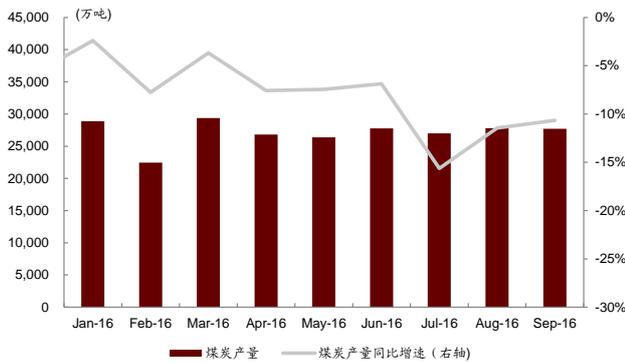
图表 16：公司煤炭资源储量与产能情况

煤田名称	股权比例	资源储量 (万吨)	剩余可采储量 (万吨)	核定产能 (万吨/年)	设计产能 (万吨/年)	剩余可采年限 (年)	许可证情况
东博煤矿	100%	7,253	3,953	101	120	23.5	采矿权
宏斌煤矿	100%	1,233	850	75.6	90	8.9	采矿权
黄玉川煤矿	49%	147,400	91,798	840	1,000	65.0	采矿权

资料来源：公司公告，中金公司研究部

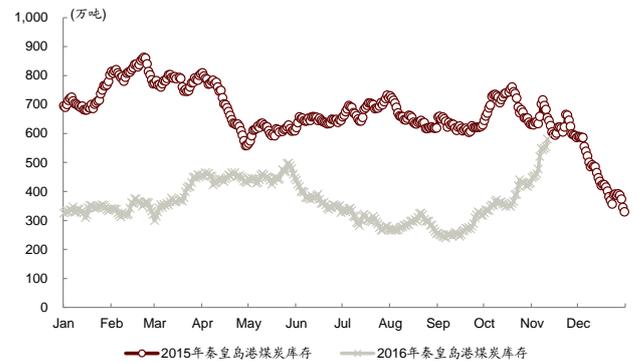
**煤炭去产能化继续支撑价格上涨。**我国煤炭行业总体处于产能严重过剩的局面,导致煤价自2012年起趋势下降。国家积极推进煤炭行业去产能化,2015年淘汰落后煤矿1340处、落后产能约9000万吨,煤炭企业数量由2000年的2.2万家减少到2015年的约6400家。2016年2月,国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》,明确未来3年到5年煤炭去产能5亿吨,提出从2016年开始按全年作业时间不超过276个工作日重新确定煤矿产能,使煤矿产能相对于原先的330个工作日减少了16%。此外,今年山西等地多发的煤矿矿难事故、夏季高温使电力动力煤供应紧张、夏季暴雨影响运输等因素叠加使市场煤炭供应偏紧,库存处于低位,进一步推动煤价上涨。

图表 17: 2016 年我国煤炭产量同比下滑



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

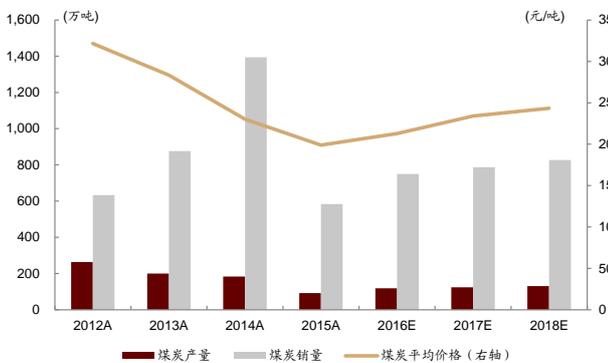
图表 18: 2016 年我国煤炭库存同比处于低位



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

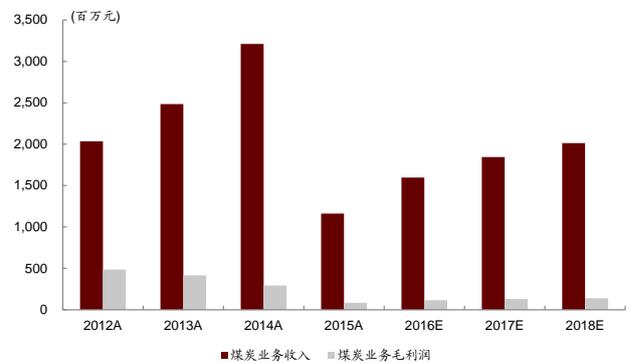
**预计 16/17 年亿利洁能煤炭出厂均价分别为 213 元/吨和 234 元/吨。**亿利洁能 2015 年煤炭税前出厂均价为 199 元/吨。动力煤秦皇岛山西 (Q5500) 2015 年市场均价为 427 元/吨, 中金公司研究部大宗商品组估算动力煤秦皇岛山西 (Q5500) 2016/17 年价格分别为 455 元/吨和 500 元/吨, 分别同比增长 7% 和 10%。我们由此预计亿利洁能 2016/17 年煤炭税前出厂均价分别同比增长 7% 和 10% 至 213 元/吨和 234 元/吨。

图表 19: 亿利洁能历史与预测煤炭业务产销与均价情况



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

图表 20: 亿利洁能历史与预测煤炭业务收入与毛利润



资料来源: 公司公告, 中金公司研究部

**亿利洁能可用 101 万吨煤炭产能, 煤炭价格每上涨 100 元/吨, EPS 增厚 0.03 元。**公司拥有煤炭权益设计产能 700 万吨, 权益核定产能 588.2 万吨, 其中东博煤矿核定产能 101 万吨可用于煤炭自产, 核定产能 75.6 万吨的宏斌煤矿仍处于暂缓开采阶段, 黄玉川煤矿的煤炭业务需计入投资收益。根据测算, 煤炭价格每上涨 100 元/吨, EPS 增厚 0.03 元。

图表 21：亿利洁能 2016~2017 年煤炭价格弹性

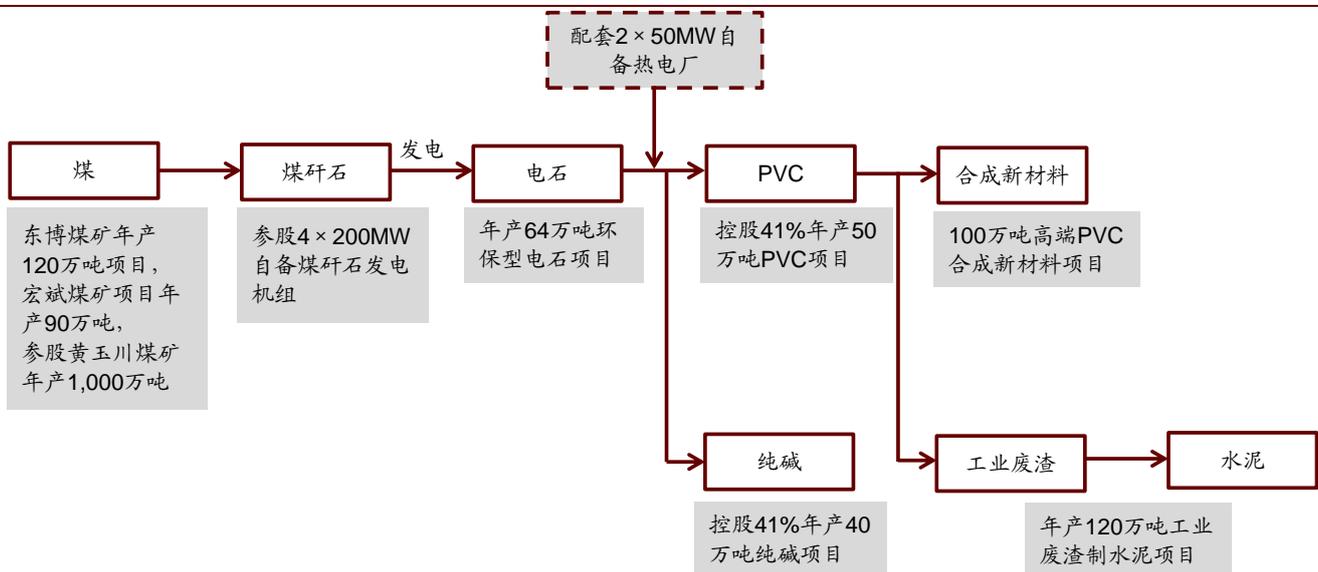
	2016年				2017年			
	煤炭 税前价格 (元/吨)	16年总体 EPS (元)	盈利变动	P/E	煤炭 税前价格 (元/吨)	17年总体 EPS (元)	盈利变动	P/E
基准	113	0.14	-19%	49	134	0.23	-12%	29
	213	0.17	0%	40	234	0.27	0%	25
	313	0.20	19%	34	334	0.30	12%	23
	413	0.23	37%	29	434	0.33	24%	21
	513	0.26	56%	26	534	0.36	35%	19
	613	0.29	74%	23	634	0.39	47%	17
	713	0.33	93%	21	734	0.42	59%	16
	813	0.36	112%	19	834	0.45	71%	15
	913	0.39	130%	17	934	0.49	82%	14

资料来源：公司资料，中金公司研究部

煤电化循环经济产业链，成本优势明显

亿利洁能积极打造煤电化循环经济产业链。公司以煤炭生产运销为切入点，以 PVC 为核心打造“煤—煤矸石发电—电石—离子膜烧碱、聚氯乙烯（PVC）—合成新材料—工业废渣综合利用生产水泥”的一体化循环经济产业链，公司投资并引进上海华谊（集团）公司、神华神东电力有限责任公司以及河北冀东水泥公司共同出资建设。公司通过控股、参股及匹配资源的形式，已拥有年产 120 万吨的东博煤矿项目、年产 90 万吨的宏斌煤矿项目、参股企业神华亿利能源经营的年产 1000 万吨的黄玉川煤矿项目等三处优质煤田，并经营亿利煤炭贸易流通业务。公司参股 4×200MW 自备煤矸石发电机组，全资拥有年产 64 万吨环保型电石项目，控股年产 50 万吨 PVC 和 40 万吨烧碱项目，配套 2×50MW 自备热电厂，具有全资 100 万吨高端 PVC 合成新材料项目和年产 120 万吨工业废渣制水泥项目。公司本部和亿兆华盛等子公司经营化工品贸易及物流业务，打造一流的供应链服务企业。

图表 22：亿利洁能积极打造煤电化循环经济产业链



资料来源：公司资料，中金公司研究部

产业链集群化使煤化工业原材料与燃料自给率高，成本优势显著。公司煤化工业务以电石法 PVC 产品为核心，其中电石约占生产成本的 60~70%。公司延伸煤化工产业链上游，拥有设计年产能 64 万吨、实际年产能 79 万吨的自备电石厂，电石自给率达到 100%。与同期西北地区高品质电石到货价相比，公司自用电石价格低约 330 元/吨、比全国市场价低约 700 元/吨。此外，公司 PVC 生产及自备电石厂所需电力能源主要通过自备电厂和参股公司神华亿利能源供应，神华亿利的发电机组为 4×200 兆瓦，是国内总装机容量最大的煤矸石电厂之一，其中一半的发电量对子公司亿利化学和达拉特电石分公司直供。

公司 2015 年总用电量为 30.94 亿千瓦时，采购平均电价为 0.29 元/千瓦时，低于市场上同类地区同行业购电均价 0.45 元/千瓦时。而工业用盐主要从青海、内蒙古阿拉善等地区采购，运距较短，价格稳定；用水方面，公司拥有 1500 万吨/年的黄河水取水权。公司主要原料来源稳定、自给程度高、地理位置近，为公司成本控制能力提供了强有力的支撑。

图表 23: 2013~2015 年公司电力供应情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
自装机容量 (兆瓦)	2*50	2*50	2*50
自发电量 (亿千瓦时)	7.32	7.68	7.33
自发电成本 (元/千瓦时)	0.17	0.16	0.13
采购电量 (亿千瓦时)	22.40	23.02	23.61
采购平均单价 (元/千瓦时)	0.31	0.30	0.29
总用电量 (亿千瓦时)	29.72	30.70	30.94

资料来源：公司公告，中金公司研究部

**继续推进上下游产业链，提升公司综合竞争力。**公司产业链联合生产群效应有效分摊生产成本，而公司持股 49% 的黄玉川煤矿、100% 的东博煤矿和 100% 的宏斌煤矿有利于提升公司煤炭资源整合能力。公司上下游产业链的配套布局已初步形成了包括能源和材料前端支持、资源综合利用和交通物流等延伸产业较完整的配套产业体系，并在生产过程中进行了煤矸石发电、粉煤灰和电石渣制水泥的两次工业垃圾综合利用，有利于环保降耗，公司 PVC 和煤炭业务中均包含贸易部分，PVC 贸易已形成了覆盖全国的销售网络，煤炭贸易充分利用铁路运力计划的保障，采取就地销售和 外运销售相结合的模式，形成了稳定的销售渠道，有利于进一步提升公司的综合竞争力。

## 转型高效清洁能源利用投资和运营商进入千亿市场

## 清洁能源业务进入快速增长通道

高效清洁能源利用市场超过 5000 亿元。我们预计到 2018 年燃煤工业锅炉运营和改造市场规模合计超过 5000 亿元。传统燃煤锅炉效率低、污染重。国家政策坚决推进高效煤粉锅炉等煤炭清洁高效利用技术。根据《燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案》目标，到 2018 年，高效燃煤锅炉市场占有率由目前的不足 5% 提高到 40%。我们以高效燃煤锅炉市场占有率 40% 为中性情景假设，按行业 7.3 亿吨年耗煤量、500 元/吨原煤价格、60% 燃煤成本占比和 900 元/吨煤改造投资假设测算，预计到 2018 年燃煤工业锅炉运营和改造市场规模分别为 2433 亿元和 2628 亿元，合计超过 5000 亿元。

图 24：国家出台政策推进煤炭清洁高效利用技术

时间	发布机构	政策	主要内容
2014年5月	国务院	《2014-2015年节能减排低碳发展行动方案》	提出“加快更新改造燃煤锅炉”、“实施燃煤锅炉节能环保综合提升工程，2014年淘汰5万台小锅炉，到2015年底淘汰落后锅炉20万蒸吨，推广高效节能环保锅炉25万蒸吨”。
2014年10月	发改委等七部委	《燃煤锅炉节能环保综合提升工程实施方案》	加快推广高效锅炉，加速淘汰落后锅炉，加大节能改造力度，提升锅炉系统运行水平，提升锅炉污染治理水平，推动高效锅炉产业化，推进燃料结构优化调整。
2015年1月	能源局、环保部、工信部	《关于促进煤炭安全绿色开发和清洁高效利用的意见》	加快推广高效煤粉工业锅炉等高效节能环保锅炉，加快淘汰低效层燃炉等落后设备。到2020年，现役低效、排放不达标炉窑基本淘汰或升级改造，先进高效锅炉达到50%以上。
2015年2月	工信部、财政部	《工业领域煤炭清洁高效利用行动计划》	在焦化、工业炉窑、煤化工、工业锅炉等重点用煤领域加强对能耗高、污染重的工艺装备技术改造，推广应用一批先进适用、经济合理、节能减排潜力大的煤炭清洁高效利用技术。
2016年2月	科技部	《关于发布国家重点研发计划高性能计算等重点专项2016年度项目申报指南的通知》	“煤炭清洁高效利用和新型节能技术”位列10个重点专项2016年度项目申报指南中。
2016年3月	国务院	2016年国务院政府工作报告	明确将“加强煤炭清洁高效利用”作为2016年的八项重点工作之一。
2016年4月	发改委、能源局	《能源技术革命创新行动计划（2016-2030）》	着重列举了“煤炭清洁高效利用技术创新”等15项重点任务。
2016年5月	发改委、能源局	《能源技术革命创新行动计划（2016-2030）》	加大煤炭清洁高效利用技术创新。
2016年8月	国务院	“十三五”规划	将“煤炭清洁高效利用”列为100项国家重大工程项目之一。

资料来源：政府网站，中金公司研究部

图 25：燃煤工业锅炉运营和改造市场规模测算

	悲观情景	中性情景	乐观情景
<b>测算假设</b>			
行业年耗煤量（亿吨）	7.3	7.3	7.3
改造替代比例	30%	40%	50%
原煤价格（元/吨）	500	500	500
燃煤成本占运营投入的比例	60%	60%	60%
煤改造投资（元/吨）	900	900	900
<b>市场规模</b>			
运营市场（亿元）	1,825	2,433	3,042
改造市场（亿元）	1,971	2,628	3,285
运营和改造市场规模小计（亿元）	3,796	5,061	6,327

资料来源：政府网站，中金公司研究部

图 26：亿利洁能清洁能源业务收入与利润预测表

项目（人民币百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
清洁能源业务营业收入	176	448	976	1,939
清洁能源业务毛利润	48	152	329	658
清洁能源业务归属净利润	8	44	114	263

资料来源：公司资料，中金公司研究部

微煤雾化项目具备较强的盈利能力，有望长期驱动公司业绩增长

公司把握燃煤锅炉改造契机，进军供热供汽市场，微煤雾化热力项目财务内部收益率有望达到**40%**。公司把握燃煤锅炉改造契机，进军供热供汽市场，利用微煤雾化技术改造传统锅炉，为工业园区和社区集中提供热水与蒸汽，使煤粉燃尽率达到**98%**以上，锅炉运行热效率达**90%**以上，相比传统燃煤锅炉节能约**30%**，并且其污染物排放水平达到天然气燃烧排放标准。根据中国知网文献测算，20 T/H 高效煤粉燃烧锅炉的投资回收期为**3.47**年，销售利润率与投资利润率分别达到**31.55%**和**27.80%**，财务内部收益率达到**40.19%**，高于热电站行业税前基准收益率**8%**，具有较好的经济效益。以每吨煤炭产生**8.5**蒸吨测算，煤炭价格每上涨**100**元/吨，微煤雾化热力项目成本增厚**11.76**元/吨。

图表 27：亿利洁能高效煤粉燃烧锅炉实测指标与国家标准对比

	高效煤粉燃烧锅炉 实测指标	天然气锅炉 国家标准（重点区域）	燃煤工业锅炉
烟尘排放（mg/m <sup>3</sup> ）	10~15	20	30
SO <sub>2</sub> 排放（mg/m <sup>3</sup> ）	30~50	50	200
NO <sub>x</sub> 排放（mg/m <sup>3</sup> ）	80~100	150	200
热效率	90%	90%	60~70%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 28：20 T/H 高效煤粉燃烧锅炉主要经济数据及评价指标测算

序号	名称	单位	数量
<b>一 主要假设</b>			
1	项目蒸吨	T/H	20
2	建设周期	年	1
3	生产周期	年	15
4	折旧年限	年	15
5	折旧残值率	%	5%
6	摊销年限	年	15
7	热力增值税率	%	13%
8	所得税率	%	25%
9	基准折现率	%	13%
<b>二 经济数据</b>			
1	总投资	万元	689.00
2	固定资产投资	万元	689.00
3	营业收入（年平均）	万元	607.07
4	营业税金及附加（年平均）	万元	1.72
5	增值税	万元	17.22
6	总成本费用（年平均）	万元	353.63
7	利润总额（年平均）	万元	251.72
8	所得税（年平均）	万元	62.93
9	税后利润（年平均）	万元	191.53
<b>三 财务评价指标</b>			
1	销售利润率	%	31.55%
2	投资利润率	%	27.80%
3	财务内部收益率	%	40.19%
4	财务净现值	万元	987.45
5	投资回收期	年	3.47

资料来源：中国知网，中金公司研究部

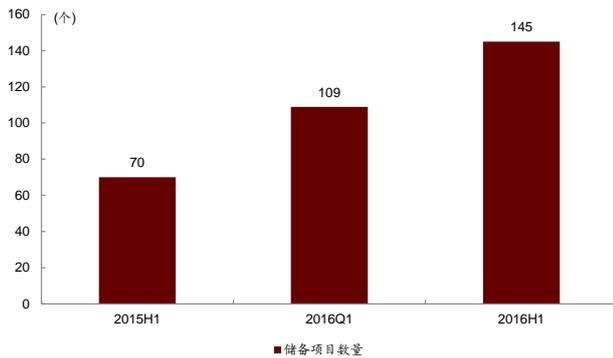
图表 29：微煤雾化热力项目成本对煤炭价格变动的敏感性测算

	煤炭价格（元/吨）	每蒸吨煤炭成本（元/吨）	成本变动
基准	300	35.29	-40%
	400	47.06	-20%
	500	58.82	0%
	600	70.59	20%
	700	82.35	40%
	800	94.12	60%
	900	105.88	80%
	1,000	117.65	100%
	1,100	129.41	120%

资料来源：公司资料，中国知网，中金公司研究部

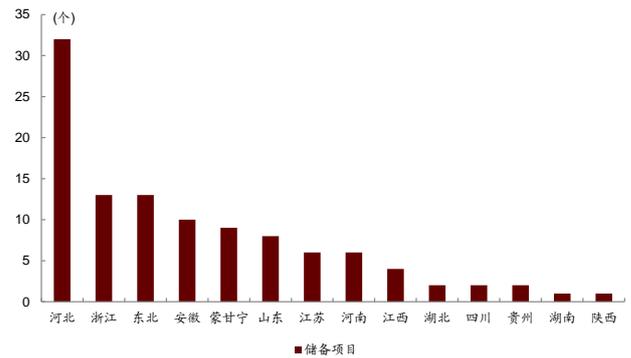
未来三年确定性项目量 1280 蒸吨，对应每年收入与毛利润分别为 18 亿元与 5 亿元。储备项目量超万蒸吨，市场规模超过 150 亿元。高效清洁能源生产项目储备丰富，项目持续落地有望厚积薄发。公司采取“新建为主，改造为辅，以点带面，区域发展”的发展模式，大力推进高效清洁能源生产项目实施。截至 2016 年 6 月底，项目已落地浙江、山东、江西、江苏、安徽、河北、河南、甘肃等多个省区，已运行项目 4 个共 320 T/H（含本年转入试生产项目 2 个 140 T/H），在建项目 9 个共 600 T/H，待开工项目 5 个共 360 T/H。各区域市场调研及储备项目数量 145 个，项目储备丰富，超过 1 万蒸吨。按每蒸吨售价 200 元、一年 7000 工作小时和毛利率 27% 估算，目前公司已运行、在建、待开工项目等确定性项目每年可合计产生 17.92 亿元营业收入和 4.84 亿元毛利润，储备项目每年可产生 140 亿元营业收入和 37.80 亿元毛利润，公司确定性项目与储备项目合计市场规模超过 150 亿元。

图表 30：公司高效清洁能源生产项目储备数量变化



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 31：截至 2016 年 3 月公司储备项目按地区分布



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 32：公司微煤雾化热力项目市场规模测算（截至 2016 年 6 月）

假设	确定性项目			储备项目
	已运行项目	在建项目	待开工项目	
售价（元/蒸吨）	200	200	200	200
年工作小时数	7,000	7,000	7,000	7,000
毛利率	27%	27%	27%	27%
蒸吨数量（T/H）	320	600	360	10,000
<b>测算</b>				
营业收入（亿元）	4.48	8.40	5.04	140.00
毛利润（亿元）	1.21	2.27	1.36	37.80

资料来源：公司公告，中金公司研究部

签订 20~30 年独家经营或者其他类似排他性协议，可获长期稳定收益。公司微煤雾化技术的推广模式主要采用 BOO（即建设-拥有-经营）模式，通过与地方政府或工业园区、社区签订独家经营或者其他类似排他性协议，获得 20~30 年的能源及热力特许经营权，由公司投资建设集中供热（供汽）中心，向企业或居民出售工业生产所需的蒸汽或热能，可获长期稳定收益。

增资洁能科技，加快转型打造产融网一体化。亿利洁能于 2014 年 6 月增资控股洁能科技 60% 股权，并于 2016 年 9 月公告计划使用定增募集资金增资控股洁能科技 80% 股权，以致力于清洁高效能源的投资与运营。根据北京兴华会计师事务所的盈利预测，2016~2018 年，洁能科技将分别实现营业收入 9.31/15.41/17.84 亿元，分别实现归属净利润 1.25/2.11/2.62 亿元。公司结合国家政策引导及自身优质的煤炭资源储备，对以“微煤雾化”技术为核心的煤炭清洁高效利用进行深化升级，着力“打造产融网一体化的能源高效清洁利用投资和运营商”，力争用 2~3 年时间把公司打成一个多能互补、分布式、智能化的“冷、热、电、气”四联供的能源高效清洁利用投资和运营商。

推进 45 亿元定增，加快微煤雾化热力项目的推广和落地。公司拟非公开发行 45 亿元，其中 39 亿元用于微煤雾化热力项目，主要由子公司洁能科技及其控股的项目公司在河北、山东等多个省市实施微煤雾化热力项目。微煤雾化热力项目的建设期较短，盈利能力较强，且公司一般都能取得项目所在工业园区或社区供热供汽 20~30 年的特许经营权。今年 9 月本次非公开发行已获证监会审核通过，正稳步推进，有利于加快微煤雾化热力项目在全国各园区或社区的推广和落地，增强公司持续盈利能力。

图表 33：本次非公开发行募集资金使用计划

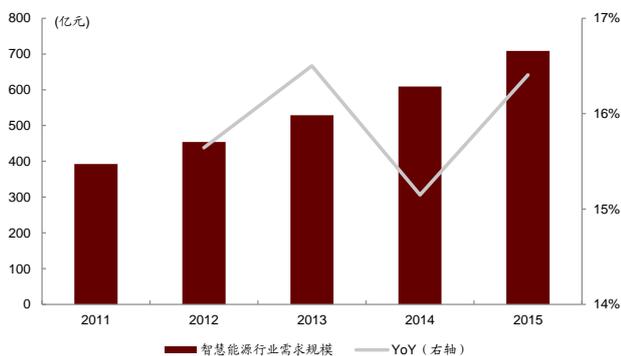
项目名称	拟使用募集资金 (万元)	备注
微煤雾化热力项目	390,000	由公司子公司洁能科技及其控股的项目公司在河北、山东等多个省市实施微煤雾化热力项目。
补充流动资金	60,000	
合计	450,000	

资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 智慧能源为翼，拓展能源高效清洁利用业务领域

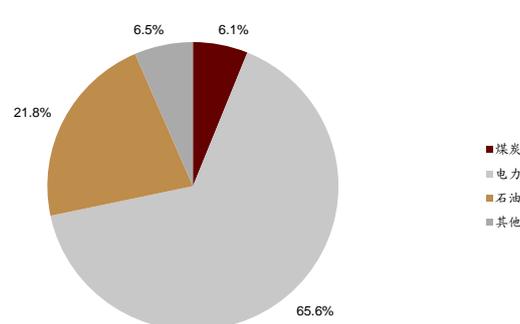
政策支持推动智慧能源行业发展，2015 年煤炭智慧能源行业需求超过 40 亿元。今年以来国家发改委发布《关于推进“互联网+”智慧能源发展的指导意见》，以及国家电网公司发布《2016 年促进新能源发展白皮书》，均明确提出要大力发展智慧能源，从技术创新、智能配电网建设，力求打造能源互联网产业体系。根据智研咨询统计，2015 年我国智慧能源行业需求规模达 708.8 亿元，其中电力行业占比 65.6%，煤炭占比 6.1%，对应智慧能源行业需求规模 43.2 亿元。

图表 34：2011~2015 年我国智慧能源行业需求规模



资料来源：智研咨询，中金公司研究部

图表 35：2015 年我国智慧能源市场需求格局



资料来源：智研咨询，中金公司研究部

亿利洁能清洁能源业务积极布局智慧能源，已签订项目 2 个。亿利洁能于 2014 年 3 月份投资设立了北京亿利智慧能源科技有限公司，聚焦区域能源、分布式能源、工业节能等智慧能源业务，已签订 2 个项目，分别为泰国立盛橡胶工业园项目和阜阳市颍泉区利用电厂余热集中供热项目提供智慧能源服务，其中阜阳项目从 2016 至 2018 年一期投资 4.2 亿元，满足 500 万平米供热能力，未来 8 年逐步辐射阜阳市，总投资 9.6 亿元，满足 1200 万平米供热能力。

图表 36：亿利洁能已签订的智慧能源项目

时间	客户	签订协议	内容
2015年4月	泰国企业泰倍佳企业有限公司	《立盛橡胶工业园智慧能源BOO项目特许经营协议》	泰国立盛橡胶工业园内展开整体能源投资与运营合作。
2016年3月	安徽省阜阳市颍泉区人民政府	《阜阳市颍泉区利用电厂余热集中供热项目投资合作协议》	项目从2016至2018年一期投资4.2亿元，满足500万平米供热能力，未来8年逐步辐射阜阳市，总投资9.6亿元，满足1200万平米供热能力。

资料来源：公司公告，中金公司研究部

## 剥离非核心资产聚焦主业，大股东增持彰显未来发展信心

### 逐步剥离非核心资产，加快转型清洁能源业务

剥离医药业务资产，谋求打造清洁能源投资和运营商。亿利洁能原有医药业务约占公司营业收入的30%。随着公司谋求转型产融网一体化的高效清洁能源利用投资和运营商，相关医药业务逐渐剥离。2014年6月，公司向上药科园信海医药有限公司转让了信海丰园、陕西华信、鄂医药三家医药流通企业股权，交易总价5.38亿元。2016年6月，公司完成向控股股东亿利集团转让库伦蒙药100%股权、包头中药100%股权、中药饮片100%股权及其下属药业分公司和甘草分公司，交易总价3.70亿元。医药业务资产的剥离有助于公司专注谋求业务转型，打造产融网一体化的清洁能源投资和运营商。

计划转让煤炭贸易、化工等部分低效资产，加快战略转型步伐。2016年10月，公司公告拟将持有的金威运销100%股权、天津亿利100%股权、亿德盛源100%股权以及亿利新材料67.02%的股权转让给公司控股股东亿利集团，交易总价6.86亿元。公司同时公告计划向深圳金钒能源科技有限公司转让参股公司甘肃光热16.67%股权，交易价格为投资额1亿元加合理收益。转让煤炭贸易、化工等部分低效资产，有利于公司进一步专注于清洁高效能源业务，清理低效资产，加快战略转型步伐。

图表 37：亿利洁能已转让与拟转让资产

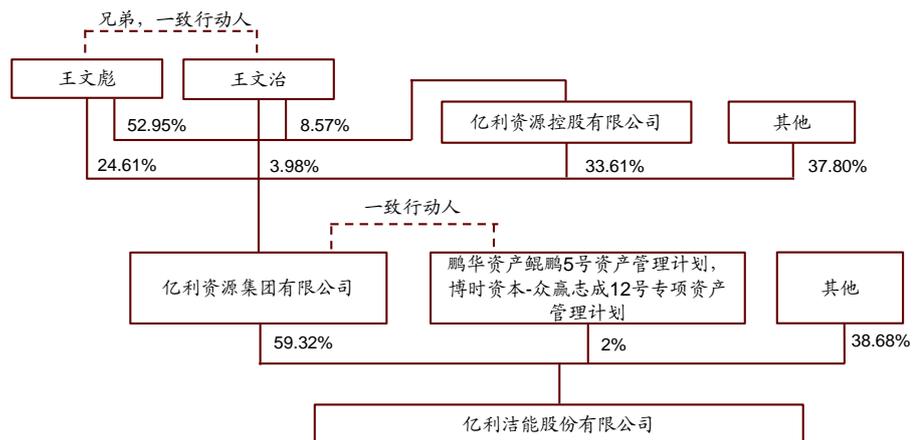
公告日期	标的资产	主营业务	受让方	交易价格 (万元)
2014年6月	信海丰园50%股权	医药流通	上药科园信海	25,683
	陕西华信70%股权	医药流通	医药有限公司	23,607
	鄂医药100%股权	医药流通		4,500
2016年6月	库伦蒙药100%股权	医药	控股股东亿利	9,047.99
	包头中药100%股权	医药	资源集团有限	11,349.01
	中药饮片100%股权	医药	公司	358.22
	中药饮片药业分公司	医药		10,640.07
	中药饮片甘草分公司	医药		5,608.91
2016年10月	金威运销100%股权	煤炭贸易	控股股东亿利	15,383.96
	天津亿利100%股权	煤炭贸易	资源集团有限	9,957.02
	亿德盛源100%股权	化工	公司	7,599.16
	亿利新材料67.02%股权	化工		35,638.86
2016年10月	参股公司甘肃光热16.67%股权	能源	深圳金钒能源 科技有限公司	投资额1亿元 +合理收益

资料来源：公司公告，中金公司研究部

### 控股股东与董事高管增持彰显未来发展信心，控股子公司亿兆华盛申请挂牌新三板

公司实际控制人为王文彪先生。亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利集团”）直接持有59.32%的公司股份，并通过资管计划持有2%的公司股份，为亿利洁能的控股股东。亿利集团董事长、总裁兼党委书记王文彪先生是亿利洁能的实际控制人，直接持有亿利集团24.61%的股权，并通过亿利资源控股有限公司（以下简称“亿利控股”）间接控制亿利集团33.61%的表决权，且与持有3.98%亿利集团股份和亿利控股8.57%股权的王文治先生为兄弟关系，是一致行动人。王文彪为研究生学历，先后在内蒙古自治区杭锦第二中学、第一中学、内蒙古杭锦旗人民政府、内蒙古杭锦盐厂任职，1995年6月至今任职于亿利集团，行业经验较为丰富。

图表 38：亿利洁能股权结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

亿利洁能部分董事高管先后于 2014、2015 年增持公司股份。亿利洁能部分董监高早在 2014 年、2015 年增持公司股份。董事兼总经理张素伟于 2014 年 11 月增持公司 0.0366% 股份，副总经理高智军、副总经理杜朴、财务总监兼董事会秘书艾宏刚于 2014 年 12 月分别增持公司 0.0152%、0.0151%、0.0151% 股份。董事长田继生、董事兼总经理姜勇则于 2015 年 10 月分别增持公司 0.029%、0.015% 股份。董事高管增持公司股份有利于增强公司凝聚力，提高工作积极性，进一步优化公司治理。

控股股东亿利集团承诺增持 6~7 亿元公司股份，彰显未来发展信心。控股股东亿利集团于 2015 年 10 月承诺 6 个月内不减持并拟择机增持公司股票。2016 年 2 月亿利集团承诺自 2016 年 2 月 1 日起在未来 12 个月内继续通过资产管理计划累计增持 6~7 亿元公司股份。截至 2016 年 6 月，亿利集团先后通过鹏华资管计划和博时资管计划累计增持 4180 万股亿利洁能股票，占公司总股本的 2%，增持金额约为 2.38 亿元。控股股东亿利集团承诺增持 6~7 亿元公司股份，有利于推动公司未来发展，同时也彰显了对公司的发展信心。

图表 39：近年亿利洁能控股股东与董监高增持公司股份情况

公告日期	增持人	增持股数 (股数)	增持后持股股数 (股数)	增持后持股比例 (%)
2014年11月6日	董事兼总经理张素伟	764,986	764,986	0.0366
2014年12月20日	副总经理高智军	318,100	318,100	0.0152
	副总经理杜朴	314,800	314,800	0.0151
	财务总监兼董事会秘书艾宏刚	315,000	315,000	0.0151
2015年10月16日	董事长田继生	612,200	612,200	0.029
	董事、总经理姜勇	303,600	303,600	0.015
2015年10月16日	控股股东亿利集团	承诺6个月内不减持并拟择机增持公司股票。		
2016年2月2日	控股股东亿利集团	14,690,364	1,254,306,712	60.03
			拟自2016年2月1日起12个月内继续累计增持6-7亿元公司股份。	
2016年2月26日	控股股东亿利集团	25,971,713	1,265,588,061	60.57
2016年5月11日	控股股东亿利集团	15,828,342	1,281,416,403	61.32

资料来源：公司公告，中金公司研究部

控股子公司亿兆华盛申请挂牌新三板。亿利洁能持股 85% 的控股子公司亿兆华盛股份有限公司于 2016 年 9 月 29 日申请挂牌新三板，并已收到受理通知书。亿兆华盛主营聚烯烃全产业链上下游产品的贸易业务，并为客户提供后续的物流配送服务，同时利用供应链、资金优势兼营其他大宗商品贸易。亿兆华盛子公司亿兆物流主要从事各类商品货物的物流运输业务。2015 年，亿兆华盛营业收入和归属净利润分别 36.72 亿元和 302 万元，分别同比增长 12% 和 1364%。