

## 煤焦化循环经济龙头企业, 受益于 环保加强和供给侧改革

### 投资要点

- **推荐逻辑:** 公司是煤焦化循环经济龙头企业, 一体化优势突出, 未来将会持续受益于环保加强和供给侧改革。
- **公司是国内资源综合利用、经济循环式化工企业。** 公司通过持续的技术创新改造和提升传统行业, 经过多年的实践探索出了一条以循环经济发展煤化工产业的独特发展路径, 并成功实现了煤化工与精细化工的科学整合。截至 2016 年 12 月 31 日, 公司已经形成年产 230 万吨焦炭、30 万吨煤焦油深加工、22 万吨炭黑、10 万吨苯加氢、10 万吨甲醇、6 万吨白炭黑、1.5 万吨对甲基苯酚、1 万吨山梨酸及山梨酸钾的生产能力。
- **供给侧改革+环保日益严格+下游回暖, 行业景气反转。** 由于供给侧改革、环保趋严、下游回暖, 公司的焦炭、煤焦油深加工产品均出现价格回升、盈利能力增强, 煤焦化行业景气反转。
- **募投项目增强公司整体竞争力。** 募投项目有助于公司消化前端工艺流程产生的能源, 同时使得炭黑的产能提升和品质增强, 加强公司整体竞争力。
- **山梨酸钾行业供给短期将紧张, 有望受益。** 日前国内产能占比 18% 的昆达生物在环保高压下已经停产, 预计将会影响行业内短期供给。我们按照金能科技 2016 年销量 1.36 万吨、实际所得税率 15% 来测算今年, 山梨酸钾全年售价每上涨 1000 元/吨, 增厚归母净利润 1156 万元, EPS0.017 元。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.21 元、1.32 元, 归母净利润未来三年将保持 29% 的复合增长率, 给予公司 2017 年 25 倍估值, 对应目标价 28.75 元, 给予“增持”的评级。
- **风险提示:** 公司发生安全环保事故的风险、下游需求不足的风险、募投项目不达预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4237.94	5507.08	5810.27	6497.85
增长率	17.09%	29.95%	5.51%	11.83%
归属母公司净利润(百万元)	419.80	779.59	816.75	891.25
增长率	361.61%	85.70%	4.77%	9.12%
每股收益 EPS(元)	0.62	1.15	1.21	1.32
净资产收益率 ROE	19.11%	19.92%	17.86%	16.81%
PE	39	21	20	18
PB	7.49	4.21	3.60	3.10

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

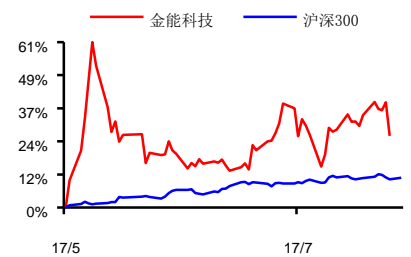
分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	6.76
流通 A 股(亿股)	0.77
52 周内股价区间(元)	19.25-31.01
总市值(亿元)	164.59
总资产(亿元)	35.79
每股净资产(元)	4.02

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司是国内煤焦化循环经济龙头企业</b> .....	<b>1</b>
1.1 公司主营业务围绕煤焦、煤焦油深加工、精细化工开展.....	1
1.2 公司实际控制人为秦庆平、王咏梅夫妇 .....	4
1.3 公司 2014 年被授予“山东省循环经济示范单位”，环保工作到位.....	4
1.4 募投项目将提升在循环经济和炭黑上的竞争力 .....	5
<b>2 煤焦化行业分析：供给侧改革+环保加强+下游回暖，周期反转</b> .....	<b>7</b>
2.1 焦炭行业受益于供给侧改革 .....	7
2.2 炭黑行业受益于环保加强 .....	7
<b>3 山梨酸钾在环保趋严背景下，供给会出现一定紧张</b> .....	<b>9</b>
3.1 山梨酸钾需求稳定增长，公司占国内产能 6%.....	9
3.2 行业环保压力大，供给短期将紧张 .....	10
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>11</b>
<b>5 风险提示</b> .....	<b>12</b>

## 图 目 录

图 1：“3+3”循环经济产业链流程图 .....	2
图 2：公司营业收入变动（单位：亿元） .....	3
图 3：公司归母净利润变动（单位：亿元） .....	3
图 4：公司盈利能力在改善（单位：%） .....	4
图 5：杜邦分析结果 .....	4
图 6：煤焦油加氢精制工艺流程图 .....	6
图 7：焦炭、焦煤价格图 .....	7
图 8：炭黑行业产能、产量及增速（单位：万吨） .....	9
图 9：炭黑行业表观消费量及增速（单位：万吨） .....	9
图 10：山梨酸钾下游的软饮料产量增速稳定 .....	9
图 11：山梨酸钾国内行业集中度较高 .....	10

## 表 目 录

表 1：公司的产品具体情况 .....	3
表 2：截止 2017 年 5 月 11 日，公司前十大股东明细 .....	4
表 3：募投项目达产后煤焦油加氢精制项目新增的生产能力（吨/年） .....	6
表 4：募投项目达产后炭黑产品新增生产能力 .....	6
表 5：山梨酸钾主要生产企业产能 .....	10
表 6：7 月 26 日-8 月 2 日泓达生物科技有限公司废水类相关数据 .....	11
表 7：分业务收入及毛利率 .....	12
附表：财务预测与估值 .....	13

# 1 公司是国内煤焦化循环经济龙头企业

## 1.1 公司主营业务围绕煤焦、煤焦油深加工、精细化工开展

公司是一家资源综合利用型、经济循环式化工企业。自成立以来，公司以资源高效综合利用为导向、以技术创新为驱动，致力向产业链专业化与精细化方向发展，通过持续的技术创新改造和提升传统行业，经过多年的实践探索出了一条以循环经济发展煤化工产业的独特发展路径，并成功实现了煤化工与精细化工的科学整合。

公司集炼焦和化产、煤焦油深加工和炭黑生产、苯加氢和对甲基苯酚生产、泡花碱和白炭黑生产、山梨酸及山梨酸钾生产、焦炉煤气制甲醇、燃气轮机联合循环热电联产等业务于一体，主要产品包括焦炭、炭黑、白炭黑、山梨酸及山梨酸钾、对甲基苯酚等，下游涉及钢铁、轮胎、塑料、化纤、医药、食品等行业。

公司具体业务根据产品用途及应用领域不同划分为煤焦产品的生产和销售、煤焦油深加工和炭黑产品的生产和销售、精细化工产品的生产和销售三大业务版块。

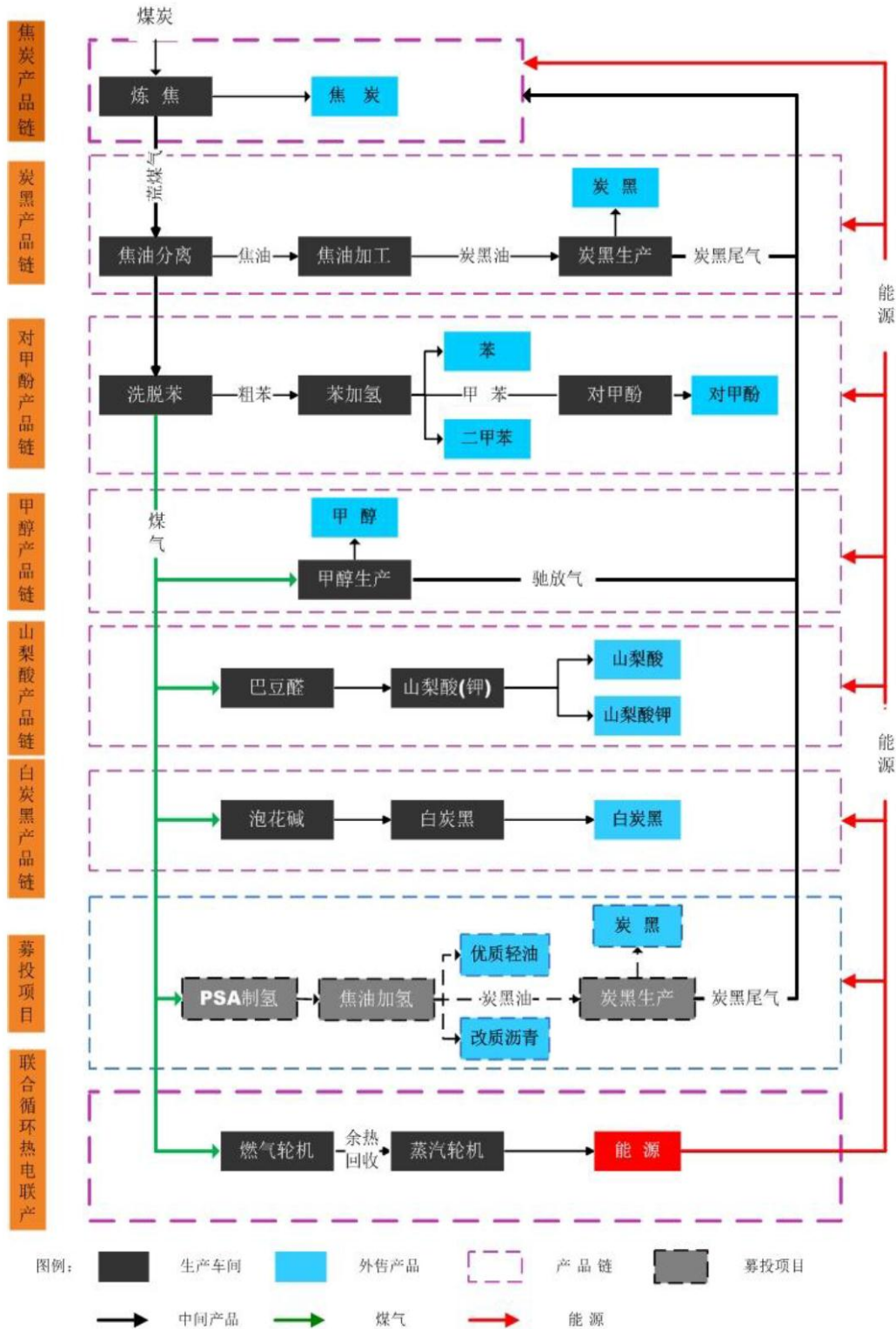
(1) 煤焦产品主要包括焦炭、焦粉、煤焦油、粗苯等产品。煤焦油作为生产炭黑的主要原料进入公司煤焦油深加工系统，全部自用于炭黑生产；粗苯进入公司苯加氢生产系统，产出纯苯、甲苯等，其中甲苯用作对甲基苯酚产品的主要原料。炼焦过程中所产生的煤气主要有如下两种用途：①原料：一是煤气转化生产甲醇，二是提取高附加值氢气用于苯加氢系统生产；②燃料：一是供给公司燃气轮机发电产汽，全厂使用；二是分别供给炭黑、白炭黑、对甲基苯酚和山梨酸（钾）产品的生产提供热能。

(2) 煤焦油深加工和炭黑产品主要包括炭黑以及炭黑油、沥青、工业萘等煤焦油深加工产品。炭黑油作为炭黑生产的主要原料，炭黑生产过程中产生的尾气全部回至焦炉炼焦。

(3) 精细化工产品主要为对甲基苯酚、山梨酸（钾）、白炭黑、甲醇等产品。其中，甲醇生产过程中产生的弛放气全部回至焦炉炼焦。公司以煤炭为原料、炼焦为基础、煤气为载体，打造了区别业内其他企业的“3+3”循环经济产业链，构建了差异化的盈利模式，树立了产业升级的典范。

公司以煤炭为原料、炼焦为基础、煤气为载体，打造了区别业内其他企业的“3+3”循环经济产业链，构建了差异化的盈利模式，树立了产业升级的典范。

图 1：“3+3”循环经济产业链流程图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

“3+3 循环经济产业链”的具体含义如下：

第一个“3”，即三种循环经济模式：(1)“炼焦-化产-焦油加工-炭黑生产-尾气再炼焦”的循环模式：原煤进焦炉炼焦，生成焦炭，副产荒煤气通过化产分离产出煤焦油，以煤焦油作原料、煤气作燃料，进行煤焦油深加工和炭黑生产。炭黑生产过程中释放出大量尾气，回收至焦炉炼焦，形成闭路循环。(2)“炼焦-化产-燃机发电-热电联产”的循环模式：原煤进焦炉炼焦，生成焦炭，副产荒煤气至化产净化后，进入燃气轮机发电，发电后的尾气回收至余热锅炉升温升压，再进入汽轮机热电联产，产出电和蒸汽供全厂使用，形成闭路循环。(3)“炼焦-化产-甲醇生产-弛放气再炼焦”的循环模式：原煤进焦炉炼焦，生成焦炭，副产荒煤气至化产净化后，至甲醇生产装置作原料，生产甲醇，甲醇生产过程中释放出大量的弛放气，回收至焦炉再炼焦，形成闭路循环。

第二个“3”，即三条产品链：(1)炼焦—化产—巴豆醛—山梨酸—山梨酸钾产品链：原煤进焦炉炼焦，生成焦炭，副产荒煤气至化产净化后为巴豆醛生产提供燃料，生产出的巴豆醛用作山梨酸的原料，山梨酸与外购原料氢氧化钾反应产出山梨酸钾产品。(2)炼焦—化产—苯加氢—对甲基苯酚产品链：原煤进焦炉炼焦，生成焦炭，副产荒煤气至化产净化后提取氢气用作生产苯加氢的原料，苯加氢产出的甲苯用作对甲基苯酚生产的主要原料。(3)炼焦—化产—泡花碱—白炭黑产品链：原煤进焦炉炼焦，生成焦炭，副产荒煤气至化产净化后为泡花碱生产提供燃料，同时为泡花碱与硫酸反应所得白炭黑成品干燥提供热能。

**截至2016年12月31日，公司已经形成年产230万吨焦炭、30万吨煤焦油深加工、22万吨炭黑、10万吨苯加氢、10万吨甲醇、6万吨白炭黑、1.5万吨对甲基苯酚、1万吨山梨酸及山梨酸钾的生产能力。**

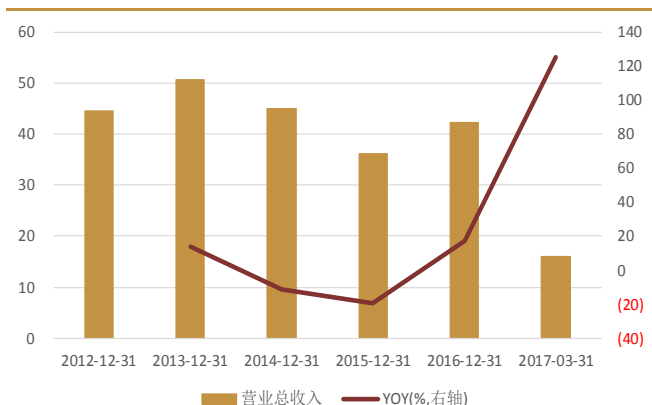
**表 1：公司的产品具体情况**

主要产品名称	主要应用领域
焦炭	主要用于高炉炼铁和有色金属冶炼，起还原剂、发热剂和料柱骨架作用。
炭黑	主要用作橡胶的补强剂和填料，油墨、涂料和塑料的着色剂，塑料制品的紫外光屏蔽剂及其他制品助剂。
白炭黑	主要用作橡胶补强剂，化工制品的稀释剂、磨蚀剂，抗结块剂。
山梨酸及山梨酸钾	防腐剂，广泛用于食品、饮料、烟草、医药、化妆品、农产品、宠物家禽饲料等行业。
对甲基苯酚	主要用作工业抗氧化剂、医药中间体和消毒剂、紫外线吸收剂、农药。

数据来源：公司公告，西南证券

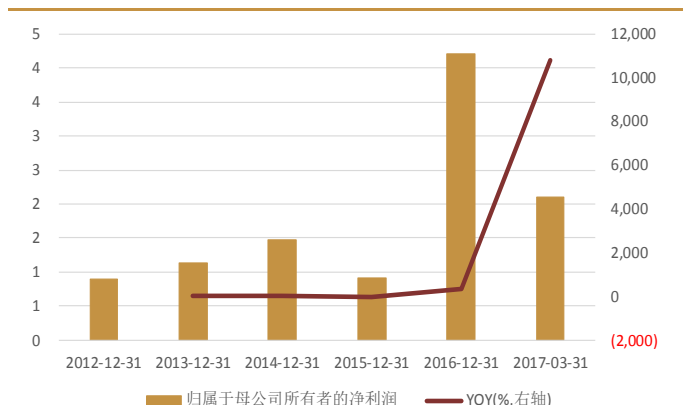
受益于供给侧结构性改革，公司的焦炭业务迅速回暖，公司今年一季度业绩大幅回升。

**图 2：公司营业收入变动（单位：亿元）**



数据来源：西南证券整理

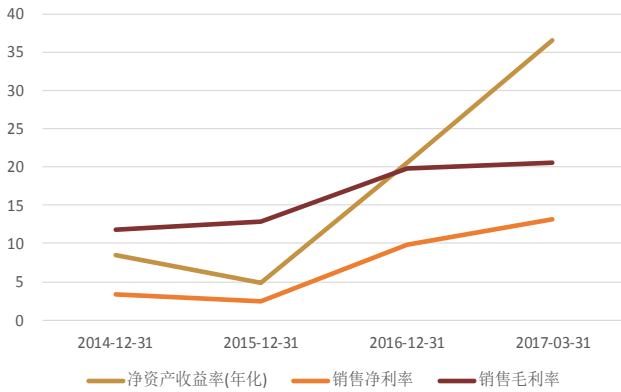
**图 3：公司归母净利润变动（单位：亿元）**



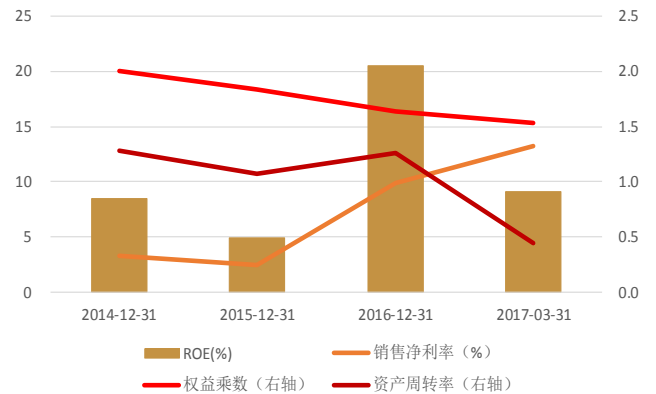
数据来源：西南证券整理



由于焦炭的产品价差受益于供给侧改革和下游需求好而得到了提升,今年一季度公司净利率达到 13.18%,比 2016 年全年提高了 3.27 个百分点。

**图 4: 公司盈利能力在改善 (单位: %)**


数据来源: 西南证券整理

**图 5: 杜邦分析结果**


数据来源: 西南证券整理

## 1.2 公司实际控制人为秦庆平、王咏梅夫妇

公司控股股东、实际控制人为秦庆平、王咏梅夫妇,秦庆平、王咏梅夫妇直接和间接合计持有公司 32.33% 的股份,并通过其女儿、一致行动人秦璐间接控制公司 17.75% 的股份。

**表 2: 截止 2017 年 5 月 11 日, 公司前十大股东明细**

股东名称	持股数量 (股)	占总股本比例 (%)
秦庆平	196497200	29.07
秦璐	120000000	17.75
上海复星创富股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	36190476	5.35
北京国投协力股权投资基金 (有限合伙)	34557823	5.11
国投创新 (北京) 投资基金有限公司	33469388	4.95
王咏梅	22060000	3.26
金石投资有限公司	19047619	2.82
君创百基 (齐河) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	17442300	2.58
西安航天新能源产业基金投资有限公司	13605442	2.01
天一和 (齐河) 股权投资合伙企业 (有限合伙)	13216700	1.96

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

## 1.3 公司 2014 年被授予“山东省循环经济示范单位”, 环保工作到位

公司始终践行“保护环境、健康幸福”的环保理念,形成了差异化的环保发展模式。2006 年 3 月,公司顺利通过 ISO14001: 2004 环境管理体系认证。2014 年 1 月,公司被山东省经信委等授予“山东省循环经济示范单位”。公司采取了以下措施:

(1) 公司燃气轮机利用荒煤气联合循环热电联产，每年可减排二氧化碳 60 万吨，被美国国家环境保护署热电联产合作组织授予“国际热电联产奖”。

(2) 公司建设了拥有 10000 立方米/d 处理能力的城市污水处理厂，每年处理生活污水 360 万立方米，减排 COD1642 吨/年，减排氨氮 128 吨/年，有效节约了水资源。

(3) 公司炭黑尾气再循环炼焦的利用模式，以年产 22 万吨炭黑计算，每年可实现节能 11.32 万吨标准煤，可减排二氧化碳 31 万吨、二氧化硫 226 吨。

(4) 公司焦炉烟气脱硫装置在国内率先使用并取得成功，填补了该领域的国内空白，年回收蒸汽 36 万吨，发电 1,728 万 kwh，减排二氧化硫 354.2 吨。

(5) 公司 MVC 废水处理系统的建成投用，年节水 37.6 万吨，减排 COD 89.8 吨。

(6) 公司废水制酸技术先进，实现废弃物资源化，年可生成硫酸 2.36 万吨，蒸汽 7.3 万吨。

(7) 公司高度重视绿化工作，绿化面积约达 298 亩，被山东省住建厅评为山东省花园式单位。

(8) 公司生产过程中的废水主要为焦化生产废水、山梨酸生产废水、煤焦油深加工生产废水、甲醇生产废水、生活污水。公司根据废水处理工艺的不同，配套建设三座污水处理站，处理规模达到 13360 立方米/d，处理达标后的废水回收循环利用，仅有少部分循环冷却水、除盐水外排。

## 1.4 募投项目将提升在循环经济和炭黑上的竞争力

公司募投项目为 50 万吨/年煤焦油加氢精制项目和 5\*4 万吨/年高性能炭黑项目。两个项目总投资为 15.98 亿元，使用募集资金 9.76 亿元。

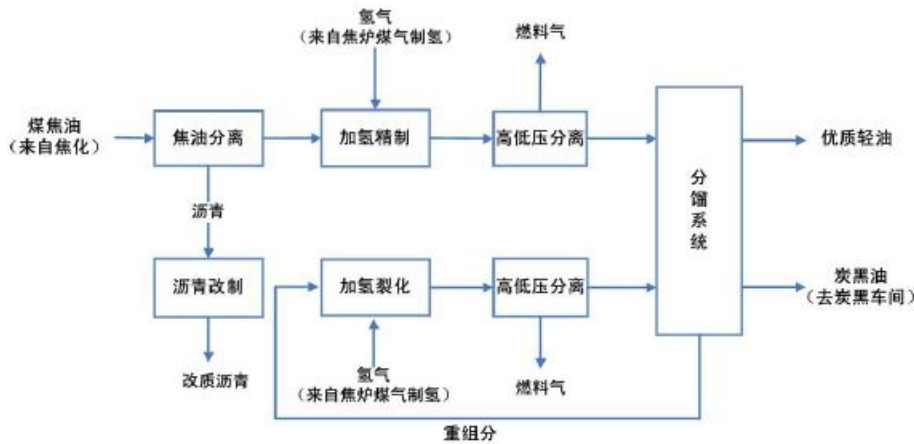
公司现有焦炭产能 230 万吨/年，而目前公司的整个生产系统对能源的需求尚不能完全消化 230 万吨/年焦炭生产环节所产生的煤气、电、蒸汽等能源。募投项目达产将使公司潜在生产能力得到充分释放，同时为未来配套建设干熄焦项目提供空间。50 万吨/年煤焦油加氢精制项目将焦炉煤气中约占 55% 的氢源提取出来进行加工，而不作为普通煤气成分进行燃烧，大幅提升了煤气的利用价值。

公司现有 230 万吨/年焦炭生产及 30 万吨/年煤焦油深加工能力，通过本次募投项目，选择深度加氢精制的新型工艺路线生产高品质的炭黑油进而生产高性能炭黑，一方面可以保证炭黑生产所需优质原料油的稳定供给，生产高性能炭黑以满足国内、国际日益增长的子午线轮胎和绿色轮胎生产的需求，丰富了公司炭黑品种结构，拓展了盈利空间；另一方面可以通过煤焦油深加工生产优质轻油、改质沥青等副产品，而优质轻油产品的价格随燃油价格同步上升、改质沥青市场供应目前趋于紧张，公司对煤焦油的深加工显著提高了产品附加值，增强了公司综合竞争力。

### (1) 50 万吨/年煤焦油加氢精制项目

募投项目“50 万吨/年煤焦油加氢精制项目”所选择的煤焦油加氢精制技术在很大程度上降低了改质沥青的产量和充分完成煤焦油中不饱和烃的饱和、脱硫、脱氮，大大改善其稳定性、降低硫含量和调整碳氢比，从而获得优质炭黑油。



**图 6：煤焦油加氢精制工艺流程图**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**表 3：募投项目达产后煤焦油加氢精制项目新增的生产能力（吨/年）**

项目	优质轻油	炭黑油	改质沥青	燃料气
产量	87050	294100	12500	16650
自用	0	294100	0	16650

数据来源：西南证券整理

募投项目中，煤焦油加氢精制技术的应用，不仅加大了炭黑油的产出率和公司炭黑原料油的自给率，更重要的是所产炭黑油满足了高性能炭黑新品种的开发、生产的原料需求。

### （2）5×4 万吨/年高性能炭黑项目

募投项目配套煤焦油加氢精制装置，能提供优质炭黑油，进而生产出  $45\mu\text{m}$  筛余物指标  $\leq 0.005\%$ ，灰分  $\leq 0.07\%$  的高纯度炭黑，同时炭黑产品中  $\text{BaP} \leq 0.0001\%$  (1ppm)，PAHS 总量  $\leq 0.001\%$  (10ppm)，完全符合绿色炭黑标准，丰富了公司炭黑产品的品种结构，适应轮胎技术改进和新型轮胎开发的要求。

**表 4：募投项目达产后炭黑产品新增生产能力**

产品牌号	N234	N134	N375	N339	N330	N351	N326	N550	N660	合计
年产量（吨）	28000	12000	33500	33500	21000	16000	16000	12000	28000	200000

数据来源：西南证券整理

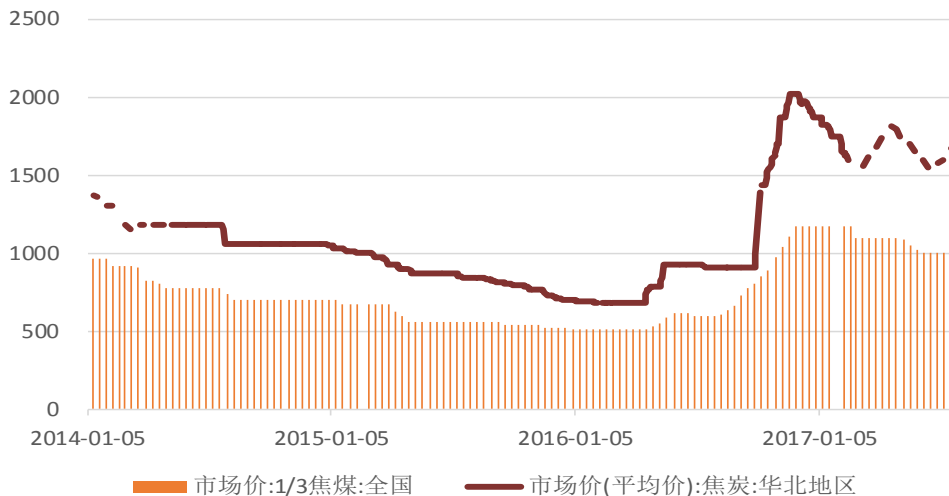
## 2 煤焦化行业分析：供给侧改革+环保加强+下游回暖，周期反转

### 2.1 焦炭行业受益于供给侧改革

我国焦炭企业数量众多，产业集中度低，竞争较为激烈。近年来，国家为进一步规范焦化行业发展，相关部门出台了行业准入条件、淘汰落后产能等政策与要求。根据工信部及志金钢铁网的数据显示，2012年、2013年、2014年、2015年分别淘汰焦炭落后产能2276万吨、1673万吨、1473万吨、1935万吨。随着中国焦化行业新一轮产业结构调整的步伐进一步加快，资源利用率高的焦化企业竞争优势更加明显。焦炭主要应用于钢铁行业。2014年，钢铁行业消费约占焦炭总消费的86%。近年来，随着国家固定资产投资的高速增长和我国工业化、城镇化步伐的不断加快，焦炭消费量也随着钢铁需求的增长而稳定增长。2001年焦炭消费总量为1.1亿吨，之后快速增长，2014年达到4.69亿吨，年均复合增长率为11.8%，预计未来钢铁、焦炭产销量会呈稳步增长态势。

焦炭的利润水平主要受宏观经济形势和钢铁行业景气度的影响，行业利润水平变动的周期性较强。从焦炭行业近几年的运行情况来看，煤-焦-钢的产品价格传导力较强，但传导的时间存在一定的差异。通常其顺序表现为“钢铁领先焦炭，焦炭领先焦煤”。

图7：焦炭、焦煤价格图



数据来源：公司公告，西南证券整理

2012年以来，受宏观经济增速放缓、焦炭行业产能过剩的影响，钢铁、焦炭、煤炭价格出现了较大幅度的下降，焦炭行业盈利降低，甚至在2014年、2015年出现行业亏损的局面。2016年春节后，随着房地产、汽车、基建投资等拉动、钢铁价格上涨，加之部分焦化厂受环保因素影响而关停限产，焦炭价格回升，行业盈利有所回升。未来，随着国家淘汰落后产能和环保治理力度的不断加强，焦化行业将步入更加健康有序的发展轨道。

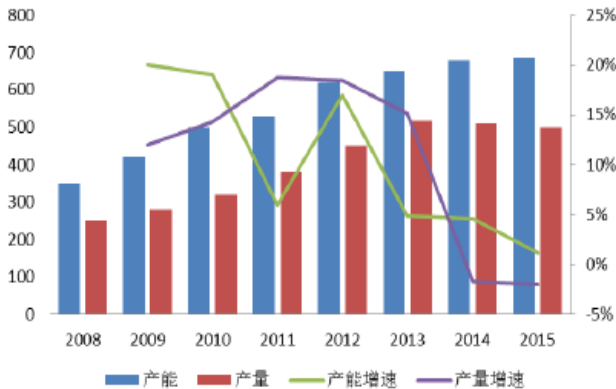
### 2.2 炭黑行业受益于环保加强

炭黑行业集中度较高。国内主要生产企业有黑猫股份、龙星化工、发行人等，总体呈现外资、民营、国有或国有控股三种主体并存的竞争格局，市场竞争较为充分。2015年，世界炭黑产能为1,580万吨，约62%的产能集中在前十家公司。近年来，国内炭黑行业集约化发展趋势日趋明显。2008-2013年，我国炭黑行业前10名总产能占比由53.5%提升至59%。目前，国内炭黑行业在技术与管理、质量与成本、设备与规模、节能与环保等方面与国外炭黑行业存在一定差距。随着下游轮胎企业对炭黑质量要求的提高和市场竞争的加剧，规模小、能耗高、质量差的企业将逐渐被淘汰，而技术先进、节能环保、有循环经济模式的企业的发展前景良好。公司现有22万吨/年的生产能力，规模较大，盈利能力较好。据中国橡胶工业协会炭黑分会《中国炭黑工业十五强企业名单》，公司2014年炭黑产品销售收入排名第四，2015年炭黑产品销售收入排名第五。随着本次募投项目的实施，公司炭黑产能将进一步提升，产品结构将更加丰富，行业地位将更加凸显。

国家政策对炭黑产业有着方向性的指导，国家发改委公布的《产业结构调整指导目录（2011年本）》修订版明确规定将1.5万吨/年及以下的干法造粒炭黑（特种炭黑和半补强炭黑除外）列为淘汰类项目；工信部发布的《轮胎产业政策》，鼓励发展环保型橡胶助剂和专用炭黑等原料；《橡胶行业“十二五”发展规划指导纲要》中明确了炭黑行业的未来方向：不再新建5万吨以下炭黑厂、不再建设产能2万吨以下的炭黑生产装置；立即淘汰年产能在1.5万吨以下的干法造粒炭黑生产装置；限期淘汰总年产能在5万吨以下、技术装备落后、能耗高、排放超标以及作业环境不好的企业；培育5-7个规模在50万吨左右，可与跨国炭黑公司抗衡的炭黑集团。这对炭黑企业提出了更高的进入门槛，形成了一定的政策壁垒。2016年12月6日，中国橡胶工业协会根据国家有关法律法规，组织制定了《炭黑行业准入技术规范》，于2017年1月1日正式实施。该规范指出，炭黑生产的工艺尾气不得直接向大气排放，须经过再次处理消除有毒有害成分，达标排放；炭黑生产企业必须配套建设污水处理装置，实行雨污分流，炭黑生产企业界区内所产生的污水，必须经处理达到国家、企业所在地排放标准方可对外排放；新建炭黑生产装置必须采用先进的工业废气污染防治技术对向大气排放的工业废气进行有效的脱硫、脱销、除尘处理，并配套建设脱硫、脱销、除尘装置，确保外派工业废气连续稳定达标排放；鼓励炭黑生产企业开发应用更高效的炭黑生产过程余热回收利用技术；鼓励企业对低滚动阻力、高安全性橡胶用炭黑的开发，鼓励企业对功能性炭黑、专业用炭黑的开发等。这将会有力的促进行业内环保不达标的中小企业的退出，对于炭黑行业集中度的提升和行业内大企业盈利能力的提升有着积极影响。

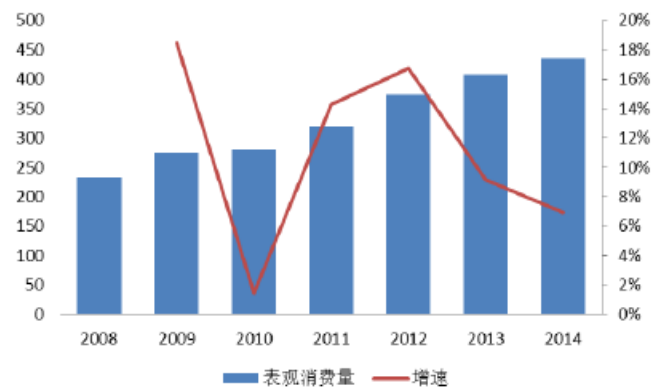
大型轮胎企业对炭黑质量有较严格的要求，炭黑厂商除需达到行业标准外，必须通过客户的配方实验、试用及严格的供应商审核。而不同国家、不同地区、不同客户、不同产品的标准各异，同时验证周期较长，通常需要1-2年的时间，一般企业的产品很难短期内进入到轮胎市场；此外，为了保证产品的品质及供货稳定，轮胎生产企业通常不会轻易更换供应商，这对行业新进入者构成了较强的市场壁垒。炭黑行业经过多年的迅猛发展后，逐渐趋向稳定。根据中国工业橡胶协会统计，2013年、2014年、2015年我国炭黑产能分别为650万吨、680万吨、688万吨，产量分别约为470万吨、509万吨、499万吨，行业开工率在72%以上。炭黑消费量中，约67%用于轮胎。2009-2010年，在汽车下乡以及巨额公路建设投资的拉动下，轮胎行业发展迅猛，轮胎产量增速在19%左右。2008-2014年，炭黑消费量从238万吨上升到436万吨，消费量复合增速约10.6%。经过几年的高速发展之后，在国内需求放缓、产能过剩以及对外贸易限制的影响下，我国炭黑产量2015年出现首次负增长。2016年第二季度以来，国内轮胎、炭黑市场回暖，炭黑价格有所回升，产销量有所增加。

图 8: 炭黑行业产能、产量及增速 (单位: 万吨)



数据来源: 招股说明书、西南证券整理

图 9: 炭黑行业表观消费量及增速 (单位: 万吨)



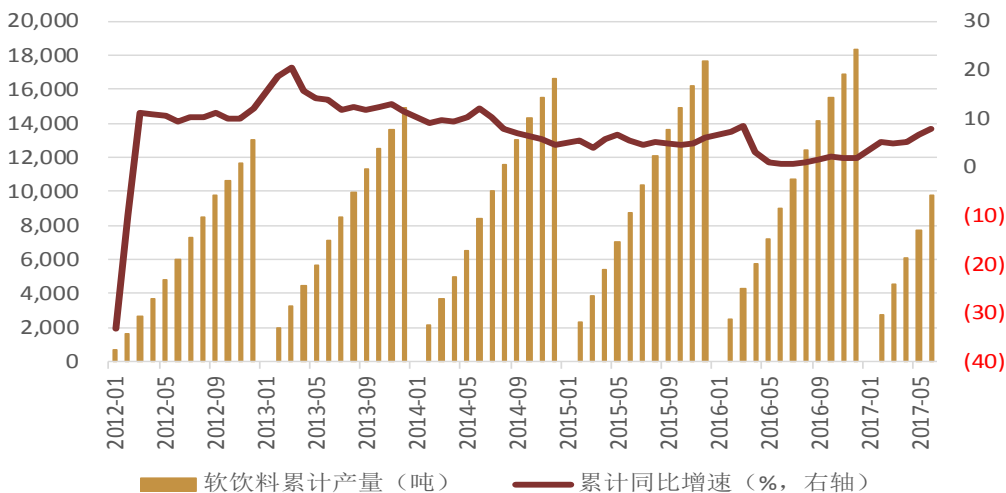
数据来源: 招股说明书、西南证券整理

### 3 山梨酸钾在环保趋严背景下, 供给会出现一定紧张

#### 3.1 山梨酸钾需求稳定增长, 公司占国内产能 6%

食品添加剂在食品工业中有着重要的作用。山梨酸及山梨酸钾是国际粮农组织和卫生组织推荐的高效安全的防腐保鲜剂, 广泛应用于食品、饮料、烟草、农药、化妆品、宠物家禽饲料等行业, 作为不饱和酸, 也可用于树脂、香料和橡胶工业。其防腐效果是同类产品苯甲酸钠的 5-10 倍, 其毒性仅为食盐的 1/2, 是苯甲酸钠的 1/40, 目前消费主要集中在欧美国家和地区, 随着食品安全标准的越来越严, 我国及其他国家或地区的山梨酸及山梨酸钾需求将逐年增加。

图 10: 山梨酸钾下游的软饮料产量增速稳定



数据来源: 公司公告、西南证券整理

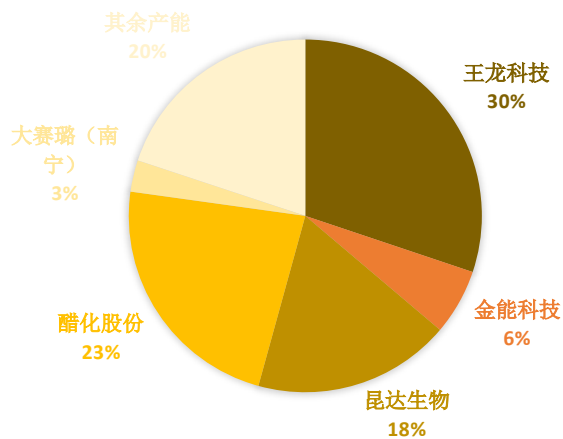
2000 年之前，全球山梨酸（钾）产能绝大部分分布于发达国家，伴随着精细化工产业的飞速发展，全球山梨酸（钾）产能不断向中国集中，现在我国已成为全球最大的山梨酸（钾）生产国，实际产量约 8 万吨，约占全球总产量的 90%。国内主要生产厂家有醋化股份、宁波王龙等，行业集中度较高。

**表 5：山梨酸钾主要生产企业的产能**

企业名称	产能
王龙科技	4-6 万吨
山东昆达	3 万吨
醋化股份	3.8 万吨
金能科技	1 万吨
大赛璐（南宁）	0.48 万吨
其余产能	3.3 万吨
累计	15.58-17.58 万吨

数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 11：山梨酸钾国内行业集中度较高**



数据来源：西南证券整理

### 3.2 行业环保压力大，供给短期将紧张

山梨酸钾生产过程中产生了大量的废水，废水成分很复杂，含有多种有机酸、醛、酮以及酯等物质，这些物质进入水体后，进行化学氧化和生物氧化，需要消耗大量的溶解氧，对环境产生污染。山梨酸本身就是一种防腐剂，对微生物有较强的抑制作用，其废水不适宜直接用生化方式处理，处理难度大，因此相关企业的环保压力较大。

根据我们跟踪，日前国内产能占比 18%的昆达生物在环保高压下已经停产（其为山东泓达生物科技有限公司子公司），预计将会影响行业内短期供给。

**表 6: 7 月 26 日-8 月 2 日泓达生物科技有限公司废水类相关数据**

废水类实时数据\_2017-07-26

编号	城市	企业名称	站点名称	运行状态	时间	化学需氧量(mg/L)			氨氮(mg/L)			总磷(mg/L)			间隔流量(M3/h)
						浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	
1	沂水县	山东泓达生物科技有限公司	泓达生物科技有限公司	正常	2017/7/26 8:00	314	500		1.24	35		/			19

废水类实时数据\_2017-07-28

编号	城市	企业名称	站点名称	运行状态	时间	化学需氧量(mg/L)			氨氮(mg/L)			总磷(mg/L)			间隔流量(M3/h)
						浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	
1	沂水县	山东泓达生物科技有限公司	泓达生物科技有限公司	正常	2017/7/28 7:00	316	500		1.16	35		/			27

废水类实时数据\_2017-07-29

编号	城市	企业名称	站点名称	运行状态	时间	化学需氧量(mg/L)			氨氮(mg/L)			总磷(mg/L)			间隔流量(M3/h)
						浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	
1	沂水县	山东泓达生物科技有限公司	泓达生物科技有限公司	正常	2017/7/29 14:00	282	500		1.62	35		/			8

废水类实时数据\_2017-08-01

编号	城市	企业名称	站点名称	运行状态	时间	化学需氧量(mg/L)			氨氮(mg/L)			总磷(mg/L)			间隔流量(M3/h)
						浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	
1	沂水县	山东泓达生物科技有限公司	泓达生物科技有限公司	停产		--	500		--	35		/			--

废水类实时数据\_2017-08-02

编号	城市	企业名称	站点名称	运行状态	时间	化学需氧量(mg/L)			氨氮(mg/L)			总磷(mg/L)			间隔流量(M3/h)
						浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	浓度	标准	超标倍数	
1	沂水县	山东泓达生物科技有限公司	泓达生物科技有限公司	停产		--	500		--	35		/			--

数据来源: 沂水县政府网站, 西南证券整理

我们按照金能科技 2016 年销量 1.36 万吨、实际所得税率 15% 来测算今年, 山梨酸钾全年售价每上涨 1000 元/吨, 增厚归母净利润 1156 万元, EPS0.017 元。

## 4 盈利预测与估值

### 关键假设:

假设 1: 公司实际所得税率参考 2016 年水平;

假设 2: 预计募投项目建设期 24 个月, 2019 年下半年开始释放产能。未来三年公司煤焦产品的销量均为 207 万吨, 售价为 1450 元/吨, 毛利率 30%; 煤焦油深加工和炭黑产品的销量为 31 万吨、35 万吨、45 万吨, 售价为 3600 元/吨、3800 元/吨、4200 元/吨, 毛利率 17%、18%、19%; 精细化工品的销量为 25 万吨、27 万吨、30 万吨, 售价均为 3800 元/吨, 毛利率均为 17%。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:



**表 7: 分业务收入及毛利率**

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	4237.9	5507.1	5810.3	6497.9
	增速	17.1%	29.9%	5.5%	11.8%
	成本	3398.2	4224.6	4464.3	5011.9
	毛利率	19.8%	23.3%	23.2%	22.9%
煤焦产品	收入	2127.10	3001.50	3001.50	3001.50
	增速	40.2%	41.1%	0.0%	0.0%
	成本	1586.59	2101.05	2101.05	2101.05
	毛利率	25.4%	30.0%	30.0%	30.0%
精细化工产品	收入	951.86	950.00	1026.00	1140.00
	增速	1.2%	-0.2%	8.0%	11.1%
	成本	789.28	788.50	851.58	946.20
	毛利率	17.1%	17.0%	17.0%	17.0%
炭黑及煤焦油深加工产品	收入	820.85	1116.00	1330.00	1890.00
	增速	2.5%	36.0%	19.2%	42.1%
	成本	688.62	926.28	1090.60	1530.90
	毛利率	16.1%	17.0%	18.0%	19.0%
其他业务	收入	338.14	439.58	452.77	466.35
	增速	-6.3%	30.0%	3.0%	3.0%
	成本	333.76	408.81	421.08	433.71
	毛利率	1.3%	7.0%	7.0%	7.0%

数据来源: 公司公告, 西南证券

我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.15 元、1.21 元、1.32 元, 未来三年将保持 29% 的复合增长率, 给予公司 2017 年 25 倍估值, 对应目标价 28.75 元, 给予“增持”的评级。

## 5 风险提示

公司发生安全环保事故的风险、下游需求不足的风险、募投项目不达预期的风险。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4237.94	5507.08	5810.27	6497.85	净利润	419.80	779.59	816.75	891.25
营业成本	3398.24	4224.64	4464.31	5011.86	折旧与摊销	285.49	278.36	293.46	309.30
营业税金及附加	33.39	30.59	34.55	44.84	财务费用	28.62	-49.56	-52.29	-58.48
销售费用	141.78	192.75	203.36	227.42	资产减值损失	35.40	40.00	40.00	40.00
管理费用	138.58	181.73	191.74	214.43	经营营运资本变动	-300.23	-189.04	-41.22	-89.34
财务费用	28.62	-49.56	-52.29	-58.48	其他	-118.77	-31.53	-40.88	-36.34
资产减值损失	35.40	40.00	40.00	40.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>350.31</b>	<b>827.81</b>	<b>1015.82</b>	<b>1056.38</b>
投资收益	0.32	0.00	0.00	0.00	资本支出	198.46	-140.00	-200.00	-200.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-257.17	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-58.71</b>	<b>-140.00</b>	<b>-200.00</b>	<b>-200.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>462.26</b>	<b>886.93</b>	<b>928.61</b>	<b>1017.79</b>	短期借款	-44.94	-105.06	0.00	0.00
其他非经营损益	31.17	29.37	31.37	29.75	长期借款	-161.08	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>493.43</b>	<b>916.30</b>	<b>959.98</b>	<b>1047.54</b>	股权融资	0.00	1033.50	0.00	0.00
所得税	73.63	136.71	143.23	156.29	支付股利	-112.34	-83.96	-155.92	-163.35
净利润	419.80	779.59	816.75	891.25	其他	7.71	-123.96	52.29	58.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-310.65</b>	<b>720.52</b>	<b>-103.62</b>	<b>-104.87</b>
归属母公司股东净利润	419.80	779.59	816.75	891.25	<b>现金流量净额</b>	<b>-17.94</b>	<b>1408.33</b>	<b>712.19</b>	<b>751.51</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	27.97	1436.30	2148.49	2900.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	677.75	865.28	919.88	1021.19	销售收入增长率	17.09%	29.95%	5.51%	11.83%
存货	483.73	601.15	637.34	714.98	营业利润增长率	513.43%	91.87%	4.70%	9.60%
其他流动资产	7.00	9.10	9.60	10.73	净利润增长率	361.61%	85.70%	4.77%	9.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	94.93%	43.71%	4.84%	8.45%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1925.84	1794.28	1707.62	1605.13	毛利率	19.81%	23.29%	23.17%	22.87%
无形资产和开发支出	280.32	273.55	266.79	260.02	三费率	7.29%	5.90%	5.90%	5.90%
其他非流动资产	53.12	53.08	53.05	53.01	净利率	9.91%	14.16%	14.06%	13.72%
<b>资产总计</b>	<b>3455.73</b>	<b>5032.75</b>	<b>5742.77</b>	<b>6565.06</b>	ROE	19.11%	19.92%	17.86%	16.81%
短期借款	105.06	0.00	0.00	0.00	ROA	12.15%	15.49%	14.22%	13.58%
应付和预收款项	564.69	683.57	730.56	819.92	ROIC	14.50%	23.53%	24.03%	26.21%
长期借款	138.00	138.00	138.00	138.00	EBITDA/销售收入	18.32%	20.26%	20.13%	19.52%
其他负债	451.61	298.12	300.33	305.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1259.36</b>	<b>1119.69</b>	<b>1168.88</b>	<b>1263.28</b>	总资产周转率	1.26	1.30	1.08	1.06
股本	598.64	675.94	675.94	675.94	固定资产周转率	2.19	2.99	3.32	3.92
资本公积	882.17	1838.37	1838.37	1838.37	应收账款周转率	13.54	14.42	12.74	13.26
留存收益	703.12	1398.74	2059.57	2787.47	存货周转率	8.64	7.74	7.18	7.39
归属母公司股东权益	2196.38	3913.06	4573.89	5301.78	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.53%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2196.38</b>	<b>3913.06</b>	<b>4573.89</b>	<b>5301.78</b>	资产负债率	36.44%	22.25%	20.35%	19.24%
负债和股东权益合计	3455.73	5032.75	5742.77	6565.06	带息债务/总负债	19.30%	12.32%	11.81%	10.92%
					流动比率	1.39	4.03	4.82	5.37
					速动比率	0.83	3.20	3.99	4.54
					股利支付率	26.76%	10.77%	19.09%	18.33%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.62	1.15	1.21	1.32
					每股净资产	3.25	5.79	6.77	7.84
					每股经营现金	0.52	1.22	1.50	1.56
					每股股利	0.17	0.12	0.23	0.24
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	776.37	1115.73	1169.78	1268.60					
PE	39.21	21.11	20.15	18.47					
PB	7.49	4.21	3.60	3.10					
PS	3.88	2.99	2.83	2.53					
EV/EBITDA	19.19	13.54	12.31	10.76					
股息率	0.68%	0.51%	0.95%	0.99%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn