

金能科技 (603113.SH)

煤焦化龙头进军石化，打造“一核两翼”战略布局

煤焦化循环经济龙头进军石化，打造“一体两翼”战略布局。公司自成立以来一直以资源高效综合利用为导向、以技术创新为驱动，打造了独特的“3+3”循环经济产业链，实现了煤化工与精细化工的深度整合。截至2019年末，公司拥有焦炭产能230万吨/年、炭黑产能24万吨/年，白炭黑产能6万吨/年，山梨酸钾产能1.2万吨/年，甲醇产能20万吨/年。目前，焦炭、炭黑、山梨酸钾是公司的主要利润来源，2019年毛利占比分别为57.3%、19.2%、11.2%。此外，公司为顺应国家新旧动能转换大势，逐步将业务范围向石油化工领域拓展，全力打造“以煤化工与精细化工为基础、以石油化工为重点”的产业战略布局，提高公司抗风险及持续经营能力。

焦炭:供给侧促行业景气向上，以价补量保障业绩平稳。未来伴随着焦化行业准入标准的提高，焦炭行业进入产能置换周期（即4.3米焦炉的淘汰与5.5米以上大型焦炉的投产），焦化企业集中度将得以提升，行业格局持续改善，议价能力增强。公司焦炭业务虽然受山东省“以煤定产”政策影响，产量有所下滑，但吨焦盈利受益于焦化行业去产能大幅扩张，以价补量对冲限产影响。此外，公司打造的“3+3”循环经济产业链实现了焦炭生产过程中副产品的深度加工和焦炉煤气的综合利用，有效降低吨焦生产成本，竞争优势突出，盈利能力行业领先。

炭黑:需求强势复苏，绿色炭黑投产在即。短期而言，随着疫情受控，叠加扩大内需战略以及地方各项促进汽车消费政策的持续发力，汽车销量自2020年4月起触底回升，带动焦炭价格走强。长期而言，汽车保有量持续增加的背景下，针对新车的配套市场和针对旧车的替换市场对于轮胎需求巨大，且随着汽车工业对轮胎产品的转动制动性能、燃油消耗等方面提出了更高要求，高端绿色炭黑存在较大缺口。目前公司在建的青岛绿色炭黑项目（48万吨/年）预计于4月投产，届时公司产能规模有望跃居全国第二，产品综合竞争力将进一步提升。

PDH 打开高质量发展新局面。公司一期建设的“90万吨/年丙烷脱氢（PDH）与8×6万吨/年绿色炭黑循环利用项目、2×45万吨/年高性能聚丙烯”项目预计将于4月建成投产。通过该项目的实施，公司业务将延伸至石油化工领域，中性假设下有望为公司带来10.2亿元/年的利润贡献，对实现公司长期可持续发展具有重要的战略意义。

投资建议。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，成本优势显著，焦炭、炭黑盈利能力均位居行业前列。此外，公司在深耕煤化工和精细化工业务领域的同时，逐步将业务范围拓展至石油化工领域，实施“以煤化工与精细化工为基础、以石油化工为重点”的产业战略布局，保障公司可持续发展。随着青岛项目2021年4月的建成投产，届时公司盈利水平有望显著抬升，我们预计公司2020年~2022年实现归母净利润分别为8.7亿元，14.6亿元，18亿元，EPS分别为1.02元、1.72元、2.12元，对应PE为15.4、9.2、7.4。参考焦炭、炭黑、石化行业可比公司估值，给予目标价22.4元（对应2021年PE13倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示: 原材料价格大幅波动，焦炭、炭黑价格下跌，项目投产不及预期。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,812	8,150	7,299	12,131	14,270
增长率 yoy (%)	32.5	-7.5	-10.4	66.2	17.6
归母净利润(百万元)	1,270	762	866	1,456	1,800
增长率 yoy (%)	87.1	-40.0	13.6	68.2	23.6
EPS 最新摊薄(元/股)	1.50	0.90	1.02	1.72	2.12
净资产收益率(%)	26.1	12.9	12.8	17.8	18.1
P/E(倍)	10.5	17.5	15.4	9.2	7.4
P/B(倍)	2.7	2.4	2.1	1.7	1.4

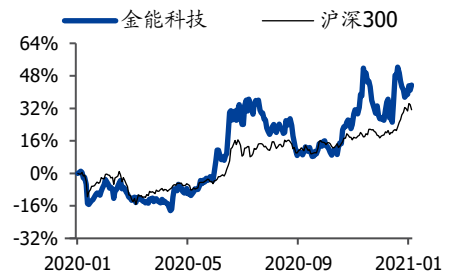
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入(首次)

股票信息

行业	煤炭开采
前次评级	
最新收盘价	15.71
总市值(百万元)	13,330.89
总股本(百万股)	848.56
其中自由流通股(%)	84.51
30日日均成交量(百万股)	11.78

股价走势



作者

分析师 张津铭

执业证书编号: S0680520070001

邮箱: zhangjinming@gszq.com

研究助理 江悦馨

邮箱: jiangyuexin@gszq.com

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3477	3883	4996	6423	8742	营业收入	8812	8150	7299	12131	14270
现金	933	314	1267	1548	3855	营业成本	6949	6943	5829	9625	11288
应收票据及应收账款	711	747	875	1331	1264	营业税金及附加	74	43	52	84	92
其他应收款	1	1	2	3	2	营业费用	190	216	241	400	442
预付账款	154	160	210	353	283	管理费用	170	172	161	273	285
存货	552	568	506	869	985	研发费用	19	26	36	61	71
其他流动资产	1125	2092	2136	2319	2354	财务费用	5	3	27	27	24
非流动资产	3319	4780	4969	5498	5445	资产减值损失	48	-3	17	40	40
长期投资	29	30	38	47	51	其他收益	48	56	0	0	0
固定资产	2205	2273	2874	3277	3215	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	809	820	937	1086	1264	投资净收益	54	55	54	54	54
其他非流动资产	275	1657	1120	1088	914	资产处置收益	0	2	0	0	0
资产总计	6795	8663	9965	11921	14187	营业利润	1459	861	991	1675	2082
流动负债	1546	1305	1681	2174	2702	营业外收入	33	42	30	35	36
短期借款	171	73	102	101	112	营业外支出	6	3	7	6	6
应付票据及应付账款	710	920	820	1014	1495	利润总额	1485	900	1014	1704	2112
其他流动负债	665	312	759	1060	1095	所得税	215	138	148	248	311
非流动负债	383	1464	1353	1391	1369	净利润	1270	762	866	1456	1800
长期借款	10	1139	1079	1051	1041	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	373	325	274	339	328	归属母公司净利润	1270	762	866	1456	1800
负债合计	1929	2769	3033	3565	4071	EBITDA	1784	1313	1387	2190	2686
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.50	0.90	1.02	1.72	2.12
股本	676	676	849	849	849						
资本公积	1784	1784	1784	1784	1784						
留存收益	2391	3054	3789	5246	7046						
归属母公司股东权益	4866	5894	6932	8356	10117						
负债和股东权益	6795	8663	9965	11921	14187						
现金流量表 (百万元)						主要财务比率					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1692	487	1446	1181	2741	成长能力					
净利润	1270	762	866	1456	1800	营业收入(%)	32.5	-7.5	-10.4	66.2	17.6
折旧摊销	311	341	351	463	547	营业利润(%)	87.5	-41.0	15.0	69.1	24.3
财务费用	5	3	27	27	24	归属于母公司净利润(%)	87.1	-40.0	13.6	68.2	23.6
投资损失	-54	-55	-54	-54	-54	获利能力					
营运资金变动	110	-575	268	-712	424	毛利率(%)	21.1	14.8	20.1	20.7	20.9
其他经营现金流	49	10	-12	1	1	净利率(%)	14.4	9.4	11.9	12.0	12.6
投资活动现金流	-622	-2251	-827	-938	-439	ROE(%)	26.1	12.9	12.8	17.8	18.1
资本支出	771	1364	187	520	-56	ROIC(%)	23.1	11.1	10.4	14.8	15.4
长期投资	0	-942	-8	-9	-4	偿债能力					
其他投资现金流	149	-1829	-648	-427	-500	资产负债率(%)	28.4	32.0	30.4	29.9	28.7
筹资活动现金流	-96	1088	334	37	4	净负债比率(%)	-7.0	20.7	6.6	3.2	-19.8
短期借款	115	-98	28	-1	11	流动比率	2.2	3.0	3.0	3.0	3.2
长期借款	-40	1129	-60	-28	-10	速动比率	1.1	1.6	2.1	2.0	2.4
普通股增加	0	0	173	0	0	营运能力					
资本公积增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.5	1.1	0.8	1.1	1.1
其他筹资现金流	-171	57	193	66	3	应收账款周转率	13.4	11.2	9.0	11.0	11.0
现金净增加额	974	-673	953	281	2306	应付账款周转率	10.1	8.5	6.7	10.5	9.0
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.50	0.90	1.02	1.72	2.12
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	0.57	1.70	1.39	3.23
						每股净资产(最新摊薄)	5.73	6.51	7.53	9.21	11.29
						估值比率					
						P/E	10.5	17.5	15.4	9.2	7.4
						P/B	2.7	2.4	2.1	1.7	1.4
						EV/EBITDA	7.3	10.3	8.9	5.6	3.7

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

内容目录

1.以煤化工与精细化工为两翼，积极布局石油化工业务	5
1.1.煤焦化循环经济龙头	5
1.2.高比例家族持股彰显信心	6
1.3.加快外延发展，进军石化领域	8
1.4.焦炭、炭黑贡献主要利润来源，石化业务值得期待	8
2.焦炭：供给侧促行业景气向上，以价补量保障业绩平稳	10
2.1.行业：供给侧方向不变，景气度持续改善	10
2.1.1.供给端（短期）：执行力度远超预期，焦化产能加速去化	10
2.1.2.供给端（中长期）：4.3米以下焦炉退出已是大势所趋，行业格局持续优化	12
2.1.3.需求韧性十足	13
2.1.4.价格：供需缺口持续，价格强势运行	14
2.2.公司：成本优势显著，以价补量对冲限产影响	15
3.炭黑：需求强势复苏，绿色炭黑投产在即	17
3.1.行业：产能结构优化，需求强势复苏	17
3.2.公司：盈利能力行业领先，绿色炭黑投产在即	22
4.PDH 打开高质量发展新局面	24
4.1.国内丙烯行业高景气延续	24
4.2.PDH 投产在即，未来成长可期	27
5.盈利预测与投资建议	30
5.1.核心假设	30
5.2.盈利预测	32
5.3.投资建议	33
6.风险提示	33

图表目录

图表 1: 公司发展大事记	5
图表 2: 公司循环经济示意图	6
图表 3: 公司产业链示意图	6
图表 4: 公司“3+3”循环经济产业链示意图	6
图表 5: 公司股权结构（截至 2021 年 1 月 14 日）	7
图表 6: 公司前十大股东变化情况（万股）	7
图表 7: 公司主要产品及产能情况	8
图表 8: 公司主要在建工程项目情况（截至 2020H1）	8
图表 9: 公司营业收入及增速情况（亿元）	9
图表 10: 公司归母净利润及增速情况（亿元）	9
图表 11: 公司营业收入拆分情况	9
图表 12: 公司毛利拆分情况	9
图表 13: 公司毛利率情况（%）	10
图表 14: 焦化行业去产能及产业升级的主要政策梳理	11
图表 15: 2020 年焦化产能新增、淘汰对比（万吨/年）	12
图表 16: 焦炭全国产量情况（万吨）	12
图表 17: 2020 年 1-11 月各省市焦炭产量增速情况（累计同比）	12
图表 18: “建议”中部分环保要求	13

图表 19: 全国焦化在产产能情况 (亿吨)	13
图表 20: 2020 年 1~11 月, 生铁累计产量同比增长 4.2% (万吨)	14
图表 21: 2020 年 1~10 月, 焦炭出口较去年同期减少 476 万吨 (万吨)	14
图表 22: 预计 2021 年净增铁水产能 1367 万吨 (万吨)	14
图表 23: 焦炭价格变动情况 (元/吨)	14
图表 24: 2020 年公司产量控制目标	15
图表 25: 公司焦炭单季销售均价 (元/吨)	15
图表 26: 公司焦炭产量情况 (万吨)	16
图表 27: 公司焦炭单季产量情况 (万吨)	16
图表 28: 公司焦炭板块收入情况 (亿元)	16
图表 29: 公司焦炭板块毛利及毛利率情况 (亿元)	16
图表 30: 2019 年副产品降低成本 16.7% (元/吨)	17
图表 31: 公司焦炭板块毛利率位居行业第三	17
图表 32: 炭黑主要用于轮胎制造	18
图表 33: 炭黑产能及产量持续提升 (万吨)	18
图表 34: 炭黑市场规模有所回落 (亿元)	18
图表 35: 炭黑龙头企业产能利用率远高于行业水平	19
图表 36: 炭黑产量单月 (万吨)	20
图表 37: 汽车单月产量及增速 (万辆; %)	20
图表 38: 轮胎单月产量及同比增速 (万条)	20
图表 39: 炭黑单月出口量及同比增速 (万吨)	20
图表 40: 炭黑与煤焦油的价差情况 (元/吨)	20
图表 41: 我国汽车产销及增速 (万辆)	21
图表 42: 全球汽车产销及增速 (万辆)	21
图表 43: 不同类型车辆车胎替换系数及周期	22
图表 44: 公司炭黑单季销售均价 (元/吨)	22
图表 45: 公司炭黑产量稳步提升 (万吨)	23
图表 46: 公司炭黑单季产量情况 (万吨)	23
图表 47: 炭黑板块收入情况 (亿元)	23
图表 48: 公司炭黑板块毛利及毛利率情况 (亿元)	23
图表 49: 2019 年副产品降低成本 11.77% (元/吨)	24
图表 50: 公司炭黑毛利率行业领先	24
图表 51: 丙烯产业链	25
图表 52: 国内丙烯生产路径产能占比	25
图表 53: 丙烯产能分布	25
图表 54: 丙烯下游需求占比	26
图表 55: 聚丙烯下游需求占比	26
图表 56: 丙烯产销情况 (万吨)	26
图表 57: 聚丙烯产销情况 (万吨)	26
图表 58: 丙烯价格走势 (元/吨)	27
图表 59: 丙烯、丙烷价差情况 (元/吨)	28
图表 60: PDH+绿色炭黑项目构成循环产业链	28
图表 61: 丙烷脱氢装置与炭黑装置联产可节约成本 6753 万元	29
图表 62: 青岛项目盈利假设 ("90 万吨 PDH+48 万吨炭黑+45 万吨聚丙烯")	30
图表 63: 金能科技主要业务数据假设	31
图表 64: 金能科技主要业务板块盈利预测 (百万)	32
图表 65: 可比公司估值对比 (2021-01-14 收盘价)	33

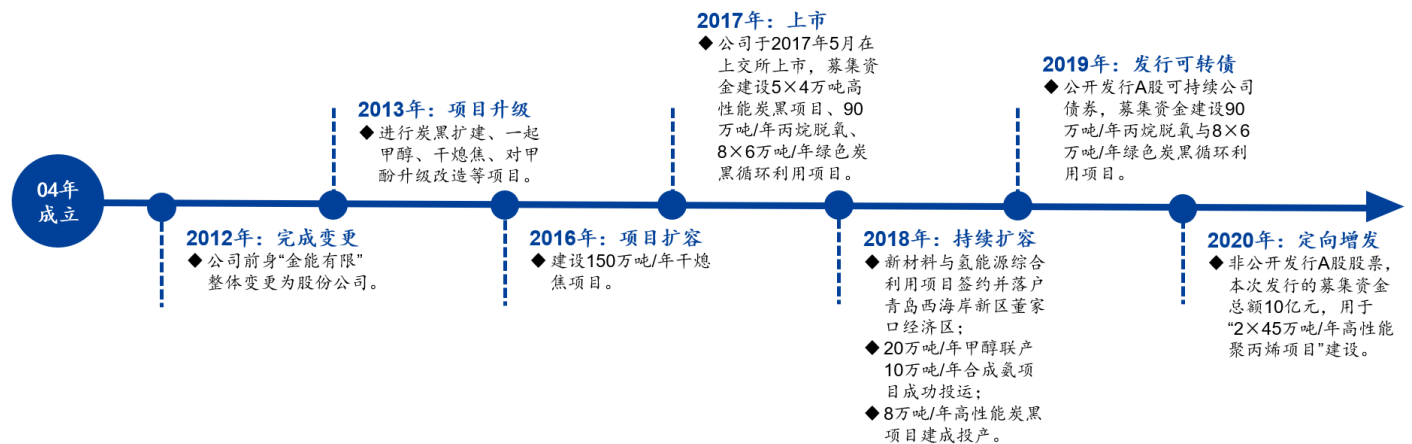
1.以煤化工与精细化工为两翼，积极布局石油化工业务

1.1.煤焦化循环经济龙头

资源综合利用型、经济循环式的化工企业。金能科技股份有限公司（以下简称“公司”）为山东省独立焦化龙头企业，在炭黑、山梨酸钾等细分市场均处于龙头地位。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，打造区别于同行业的“3+3”循环经济产业链布局，探索出一条以循环经济发展煤化工产业的独特发展路径。

公司前身为山东金能煤炭气化有限公司，成立于2004年11月。随着城市煤气化、煤气发电、煤焦油加工、炭黑、白炭黑等项目陆续投产，公司产业链持续延伸，并于2010年10月更名为金能科技有限责任公司，2012年3月公司整体变更为股份公司，并更名为金能科技股份有限公司（以下简称“金能科技”或“公司”）。2017年5月公司在A股上市，募集资金建设高性能炭黑、丙烷脱氢、绿色炭黑、甲醇联产合成氨等项目，借助资本市场的力量持续扩容，夯实自身发展实力。

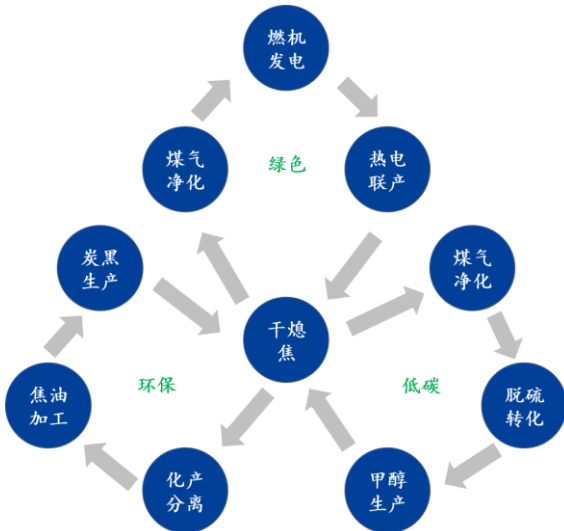
图表 1: 公司发展大事记



资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

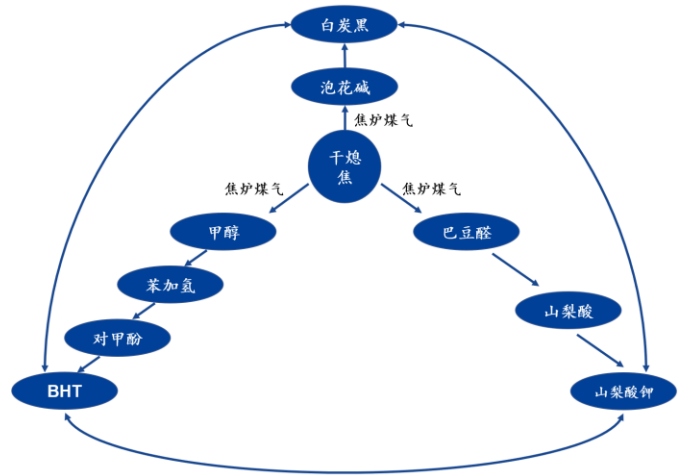
构建循环产业链，产品结构丰富，增效显著。公司创造的“3+3”循环经济产业链，即以煤炭为原料、炼焦为基础、煤气为载体，打造的三种循环经济模式和三条产品链，实现了煤化工与精细化工的深度整合。具体表现为：一是生产产品为下道工序的原料，实现了产业链延伸，进一步丰富产品结构，提升竞争力；二是对生产过程中产生的废气回收利用，实现废弃物资源化，以提升效益。

图表 2: 公司循环经济示意图



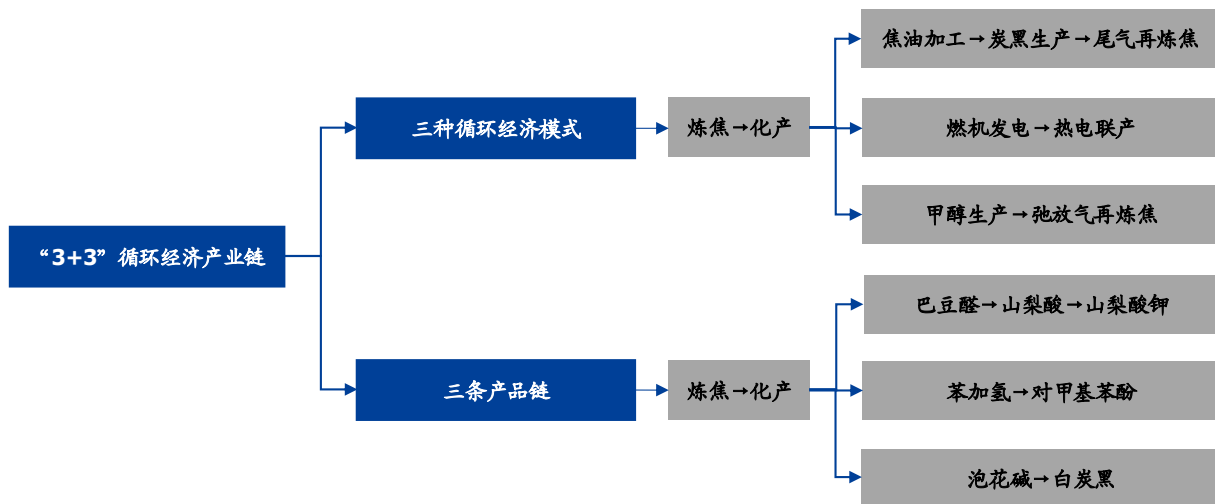
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 3: 公司产业链示意图



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 4: 公司“3+3”循环经济产业链示意图

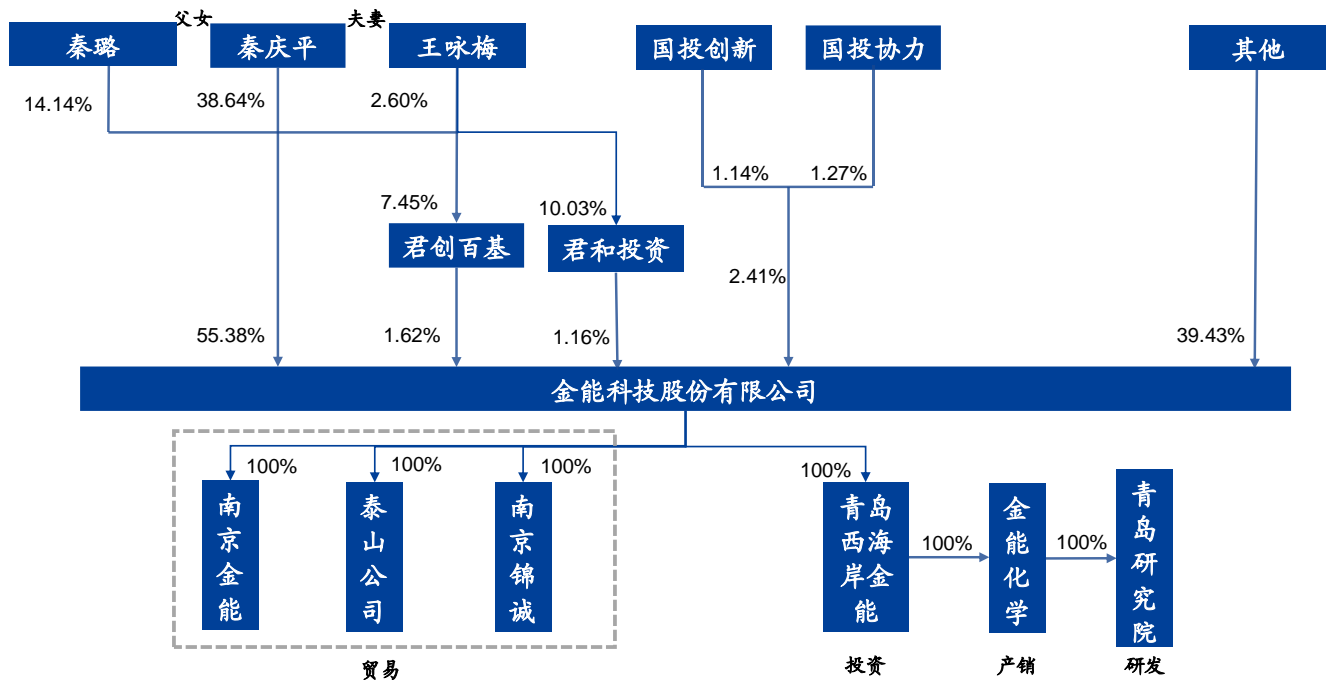


资料来源: 公司官网, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2. 高比例家族持股彰显信心

高比例家族持股彰显信心。公司控股股东及实际控制人为秦庆平、王咏梅夫妇，其女儿秦璐为一致行动人。2020年11月公司向实控人秦庆平非公开发行股票1.31亿股，募集资金10亿元，用于建设“2×45万吨/年高性能聚丙烯”项目。截至2021年1月5日，公司总股本8.5亿股，流通股7.2亿股；其中秦庆平、秦璐和王咏梅直接持有公司55.4%的股份，王咏梅通过君创百基和君和投资间接持有公司2.8%的股份，控股股东及一致行动人合计持有公司58.1%的股份，高比例家族持股彰显对公司未来发展信心。

图表5: 公司股权结构 (截至2021年1月14日)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 国投协力、国投创新数据更新至2021年1月, 其余股东持股情况更新至2020年11月)

小非减持接近尾声, 市值承压掣肘解除。2017年5月公司上市时, 公司十大股东包含复星创富(持股5.4%)、国投协力基金(5.1%)、国投创新基金(5.0%)、金石投资(2.8%)、西安航天新能源产业基金(2.0%)等战投机构, 随着各机构产品存续期届满, 上述股东陆续减持退出, 给此前股价造成一定压力。但截至2020年11月, 复星创富、金石投资、西安航天新能源产业基金均已退出前十大股东; 截至2021年1月, 国投协力基金和国投创新基金分为持股1074万股(占比1.3%)、968万股(占比1.1%), 相比成立之初已减持过半。公司前十大股东中小非持股逐步退出, 未来减持压力趋弱, 市值承压掣肘解除。

图表6: 公司前十大股东变化情况 (万股)

2021年1月				2017年5月			
排名	前十大股东	持股数量	持股占比	排名	前十大股东	持股数量	持股占比
1	秦庆平	32,790.5	40.6%	1	秦庆平	19,649.7	29.1%
2	秦璐	12,000	14.9%	2	秦璐	12,000.0	17.8%
3	王咏梅	2,206	2.7%	3	复星创富	3,619.1	5.4%
4	齐河君创股权投资	1,373.9	1.7%	4	国投协力基金	3,455.8	5.1%
5	国投协力基金	1,074.4	1.3%	5	国投创新基金	3,346.9	5.0%
6	林旭燕	1,000	1.2%	6	王咏梅	2,206.0	3.3%
7	齐河君和股权投资	988.1	1.2%	7	金石投资	1,904.8	2.8%
8	社保二零二组合	975.7	1.2%	8	君创百基股权投资	1,744.2	2.6%
9	国投创新基金	968.3	1.1%	9	西安航天新能源产业基金	1,360.5	2.0%
10	香港中央结算	819.2	1.0%	10	天一和股权投资	1,321.7	2.0%
	合计	54,196.1	66.9%		合计	50,608.7	74.9%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 国投协力、国投创新数据更新至2021年1月, 其余股东持股情况更新至2020年11月)

1.3. 加快外延发展，进军石化领域

目前，公司主要产品涉及煤化工和精细化工两大类。其中煤化工板块产品为焦炭和炭黑，精细化工板块主要产品为山梨酸钾、白炭黑、甲醇、纯苯、对甲基苯酚。公司下游涉及钢铁、轮胎、食品、塑料、化纤、医药等行业。截至2019年末，公司已有年产230万吨焦炭、30万吨煤焦油深加工、24万吨炭黑、6万吨白炭黑、20万吨甲醇、10万吨苯加氢、1.5万吨对甲基苯酚、1.2万吨山梨酸钾的生产能力。

积极布局石油化工产业，实施“以煤化工与精细化工为基础、以石油化工为重点”的产业战略布局，提高公司抗风险及持续经营能力。公司顺应国家新旧动能转换大势，把握化工行业的战略发展机遇，在深耕煤化工和精细化工业务领域的同时，逐步将业务范围拓展至石油化工领域，于2019年年底发行可转债募集资金用于建设“90万吨/年丙烷脱氢与8×6万吨/年绿色炭黑循环利用”项目，于2020年11月非公开发行募集资金用于建设“2×45万吨/年高性能聚丙烯”项目。未来，公司将坚持专业化发展战略，以石油化工为核心，以煤化工与精细化工为两翼，做好化工的科学整合，走差异循环发展之路，实现产业结构更优化、资源配置效率更高效、竞争优势更凸显的目标。

图表7：公司主要产品及产能情况

主要产品	主要上游原材料	主要下游应用领域	产能
焦炭	煤炭	高炉炼铁和有色金属冶炼	230万吨/年
炭黑	煤焦油	橡胶的补强剂和填料，油墨、涂料和塑料的着色剂等	24万吨/年
白炭黑	石英砂、纯碱、硫酸	橡胶补强剂，化工制品的稀释剂，抗结块剂等	6万吨/年
山梨酸（钾）	巴豆醛、醋酸、氢氧化钾	防腐剂，用于食品、饮料、烟草、化妆品等行业	1.2万吨
对甲基苯酚	甲苯、硫磺、片碱等	工业抗氧化剂、医药中间体和消毒剂、紫外线吸收剂	1.5万吨/年
甲醇	焦炉煤气	基础有机化工原料，用来生产甲醛、甲胺、醋酸、烯烃等	20万吨/年
纯苯	粗苯	基础化工原料，用于生产苯乙烯、苯酚、烷基苯等	10万吨/年

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

图表8：公司主要在建工程项目情况（截至2020H1）

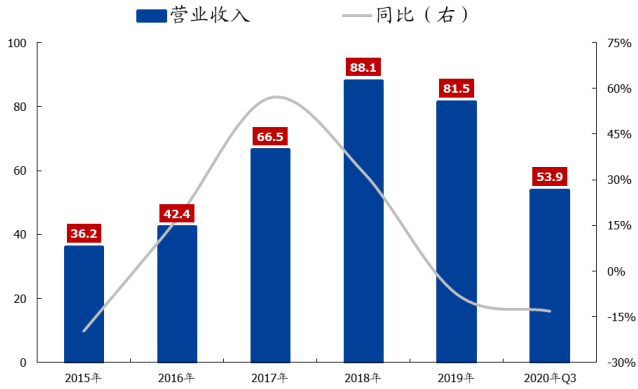
项目名称	产品	产能	工程进度
90万吨/年丙烷脱氢与	丙烯	90万吨/年	55.0%
8×6万吨/年绿色炭黑循环利用项目	炭黑	48万吨/年	
2×45万吨/年高性能聚丙烯项目（一期）	聚丙烯	45万吨/年	50.0%

资料来源：公司半年报，国盛证券研究所

1.4. 焦炭、炭黑贡献主要利润来源，石化业务值得期待

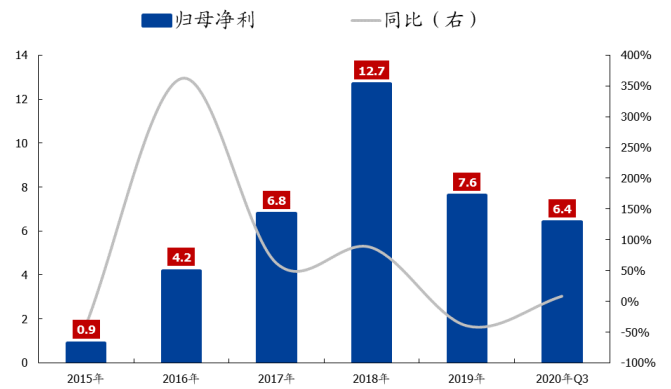
2020年前三季度焦炭产销下滑、毛利走扩，业绩小幅增长。2020年前三季度，公司实现营收53.9亿元，同比下降13.1%，主因山东省实施“以煤定产”政策，公司焦炭产量同比下滑19.1%；公司实现归母净利润6.4亿元，同比增长8.1%，主因焦炭价格上涨以及原材料（焦煤）价格下滑，吨焦毛利持续走扩。2019年公司实现营收81.5亿元，同比下降7.5%；实现归母净利润7.6亿元，同比下降40%，主因焦炭、炭黑产品价格下滑。

图表 9: 公司营业收入及增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

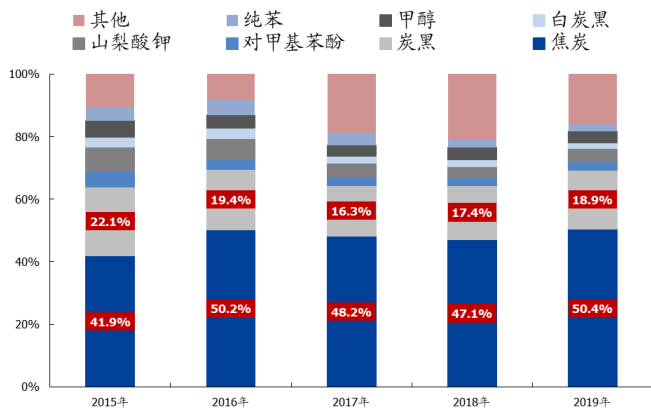
图表 10: 公司归母净利润及增速情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

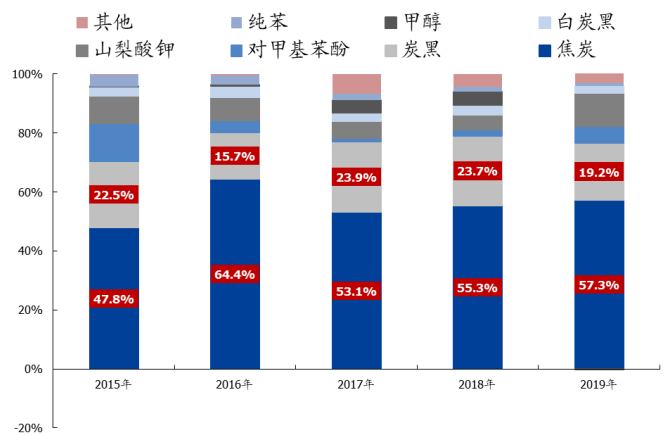
焦炭、炭黑为公司主要利润来源，石化业务值得期待。自 2016 年供给侧改革以来，焦炭、炭黑两大产品对公司营业收入和毛利润的贡献分别保持在 64%和 76%以上，是公司主要的营收和利润来源。值得注意的是，**近年来公司为顺应国家新旧动能转换大势，保障可持续发展，加快了外延步伐，积极向石油化工领域拓展，在青岛投资建设 PDH 和绿色炭黑项目，主要产品为丙烯、聚丙烯、炭黑，随着 2021 年项目的建成投产，有望为公司带来新的利润增长点，应重点关注。**

图表 11: 公司营业收入拆分情况



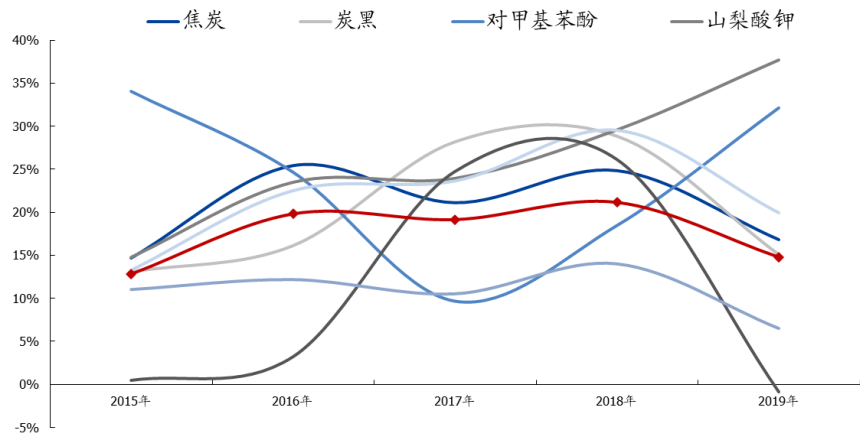
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 12: 公司毛利拆分情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 13: 公司毛利率情况 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 焦炭: 供给侧促行业景气向上, 以价补量保障业绩平稳

2.1. 行业: 供给侧方向不变, 景气度持续改善

2.1.1. 供给端 (短期): 执行力度远超预期, 焦化产能加速去化

“十三五”、“蓝天保卫战”收官之年, 焦化去产能执行力度超预期。2020年作为《十三五规划》(煤炭压减消费量)和《打赢蓝天保卫战三年行动计划》的收官之年, 各省市、地区均开展焦化行业落后产能淘汰及置换工作, 国内焦化总产能逐步压减。根据 Mysteel 调研统计, 2020年1~11月底, 全国焦化产能累计淘汰 3777 万吨/年。2020年上半年, 山东、江苏顺利完成去产能任务, 两省累计压减产能 1390 万吨, 且大部分是在产产能; 下半年, 焦化产能压减任务主要集中在山西、河北及河南地区, 其中 2020年10月底山西省各地区陆续落实落后产能淘汰工作, 河北、河南部分地区亦陆续发布落后产能淘汰细则 (要求 2020年12月底完成), 整体去产能执行力度远超市场预期。

图表 14: 焦化行业去产能及产业升级的主要政策梳理

	具体政策要求	主要政策文件
顶层设计	1.在《产业结构调整指导目录(2019年本)》发布前建设的顶装焦炉炭化室高度须≥4.3米,发布后建设的建设的顶装焦炉炭化室高度须≥6.0米; 2.“炭化室高度小于4.3米焦炉”定义为淘汰类的落后生产工艺装备,将“顶装焦炉炭化室高度<6.0米、捣固焦炉炭化室高度<5.5米,100万吨/年以下的焦化项目”列为限制类项目。	《焦化行业规范条件》 《产业结构调整指导目录(2019年本)》
全国	1.京津冀及周边地区实施“以钢定焦”,力争2020年炼焦产能与钢铁产能比达到0.4左右。	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》
山西	1.全省焦化总产能压减至 14768万吨以内,并在此基础上保持建成产能只减不增; 2.2019年,力争新增建成大机焦产能1000万吨,建成大机焦占比达到40%;2020年,力争再新增建成大机焦产能700万吨,建成大机焦产能占比达到50%; 2021年,力争建成大机焦产能占比达到60%; 2022年,先进产能占比达到60%以上; 3.加快推进炉龄较长、炉况较差的炭化室高度4.3米普通机焦炉的淘汰,太原、临汾、长治等市按照已批准的压减方案退出炭化室高度4.3米及以下焦炉,晋中、吕梁、运城、忻州、阳泉属于“1+30”区域的县,力争全部退出炭化室高度4.3米及以下焦炉, 争取2020年全省关停淘汰压减过剩焦化产能2000万吨以上。	《山西省打赢蓝天保卫战三年行动计划》、《山西省焦化行业压减过剩产能打好污染防治攻坚战行动方案》、《山西省2020年煤炭消费减量等量替代工作方案》
河北	1.严禁新增焦炭产能; 2.到2020年煤炭实物消费量控制在2.6亿吨以内; 2. 2020年底前全省所有炭化室高度4.3米的焦炉全部关停,据Mysteel统计,目前河北省在产4.3米焦炉1332万吨,需在年底关停。	《河北省“十三五”能源发展规划》、《河北省关于促进焦化行业结构调整高质量发展的若干政策措施》
山东	1.2019年压减焦化产能1031万吨,2020年压减655万吨, 两年共压减1686万吨 ,其中2020年压减任务力争提前到4月底前完成; 2. 到2020年底全省煤炭消费压减3600万吨; 3. 全省焦化行业焦炭产量不超过3200万吨的控制目标。	《山东省人民政府办公厅关于严格控制煤炭消费总量推进清洁高效利用的指导意见》、《山东省煤炭消费压减工作总体方案》、《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》
江苏	1.到2020年,全省煤炭消费量比2016年减少3200万吨,重点削减非电力用煤,电力用煤占65%以上; 2.2020年底前,除沿海地区外钢焦联合企业实现全部外购焦; 3.徐州市在2020年底前,压减50%炼焦产能。	《江苏省打赢蓝天保卫战三年行动方案》、《徐州市焦化行业布局优化和转型升级方案》
河南	河南省 2020年将依法退出焦化产能1150万吨,涉及焦化企业13家。	《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》、《河南省2020年利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案》

资料来源: 各省人民政府, 发改委, 环保部, 工信部, 国盛证券研究所

新增产能投产进度不及预期,且投产到达产需一段时间调试。据Mysteel统计,预计2020年全国新增焦化产能4635万吨,其中2020年1~10月新增焦化产能2765万吨,2020年11~12月预计仍有1870万吨尚待投产,未来焦化新增产能(含置换)主要集中在山西、内蒙、河北等地。受疫情影响,2020年新增产能释放速度总体低于预期,而且因工艺技术等原因,部分新投产产能达产较慢(新建焦炉需2~3个月烘炉,且从出焦到满产还需一段时间调试设备),因此焦炭产量释放较新增产能投产存在一定滞后性,焦炭供应始终维持偏紧格局。

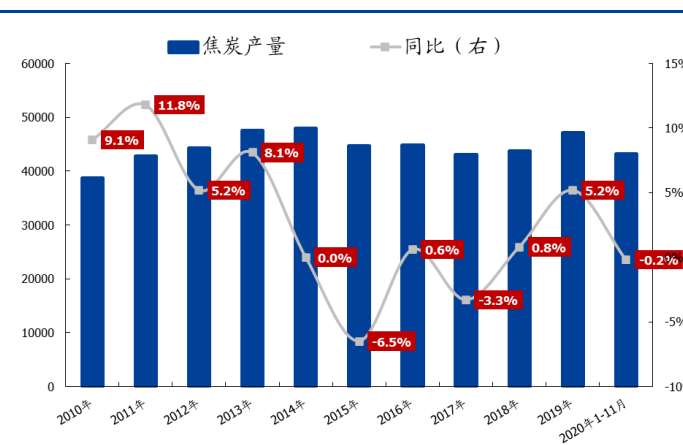
图表 15: 2020 年焦化产能新增、淘汰对比 (万吨/年)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	1~10月	11月E	12月E	全年汇总
淘汰	95		180	390	246	760			60	1230	2961	962	1179	5102
新增	240	85	145	72	185	267.5	235	702		833	2764.5	774	1096	4634.5
净新增	145	85	-35	-318	-61	-492.5	235	702	-60	-397	-196.5	-188	-83	-467.5

资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

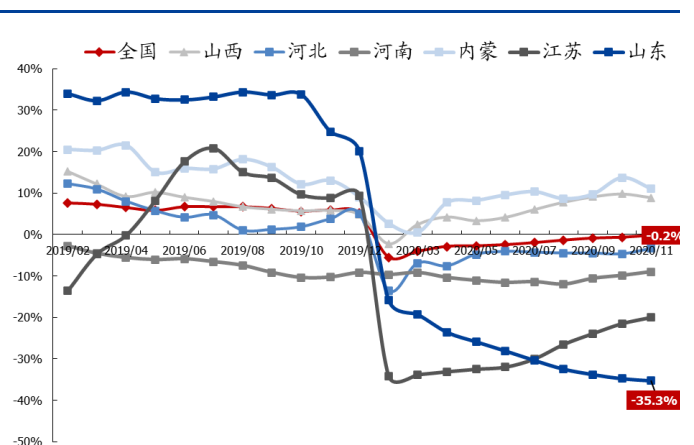
产能净去化致产量收缩, 山东地区尤其严重。结合 Mysteel 关于焦化去产能、新增产能统计, 预计 2020 年全年净淘汰焦化产能 467 万吨, 且考虑到焦炭产量释放较新增产能投产存在一定滞后性, 焦炭实际供应缺口将被进一步放大, 即去多投少局面延续, 焦炭产量收缩, 去产能力度较大的山东、江苏等华东地区产量下滑尤为严重。2020 年 1~11 月, 全国累计焦炭产量 4.3 亿吨, 同比下降 0.2%; 其中山东 2020 年 1~11 月焦炭累计产量下滑 35.3%, 产量下滑幅度远高于全国平均水平。

图表 16: 焦炭全国产量情况 (万吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 2020 年 1-11 月各省市焦炭产量增速情况 (累计同比)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.1.2. 供给端 (中长期): 4.3 米以下焦炉退出已是大势所趋, 行业格局持续优化

4.3 米及以下焦炉是未来去产能主攻方向, 对政策抱以信心。焦化行业属于典型的重污染行业, 4.3m 及以下焦炉由于炭化室高度较低, 其粉尘排放对大气造成严重污染, 一直是环保治理的重点。在《产业结构调整指导目录 (2019 年本)》中, 明确将“炭化室高度小于 4.3 米焦炉”定义为淘汰类的落后生产工艺装备, 将“顶装焦炉炭化室高度 < 6.0 米、捣固焦炉炭化室高度 < 5.5 米, 100 万吨/年以下的焦化项目”列为限制类项目。

展望未来, “十四五规划”是绕不开的节点, 虽然目前并没有出台正式的规划文件, 但在新华社受权播发的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》(以下建成“建议”)中对未来五年, 乃至十五年的远景做出了展望。“建议”中要求增强全社会生态环保意识, 深入打好污染防治攻坚战, 意味着环境环保目标大概率将纳入未来五年规划。对于焦化而言, 各环节超低排放要求或进一步扩大, 排污许可制度的推行和严格的水污染治理或倒逼一批企业出清。

据 Mysteel 调研统计, 目前我国焦炭总产能 5.5 亿吨, 在产产能 5.4 亿吨, 其中 4.3 米及以下产能 2.1 亿吨, 占比仍高达 38.4%。4.3 米焦炉具体分布中, 尤其以山西最多, 目前山西 4.3 米焦炉 109 座, 合计产能 8037 万吨。随着该部分落后产能未来的加速出清, 行业供给有望持续收缩, 集中度逐步提高, 焦化行业景气度持续改善。

图表 18: “建议”中部分环保要求

“建议”目标	详细内容
基本消除重污染天气	继续开展污染防治行动； 建立地上地下、陆海统筹的生态环境治理制度； 强化多污染物协同控制和区域协同治理； 加强细颗粒物和臭氧协同控制。
全面实现排污许可制	推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。

资料来源:《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》，国盛证券研究所

图表 19: 全国焦化在产产能情况 (亿吨)

总产能	独立焦化	钢厂焦化	炭化室高度	产能	占比
5.41	3.47	1.94	4.3 米以下	0.08	1.48%
			4.3 米	1.92	35.49%
			4.3 米以上	3.41	63.03%

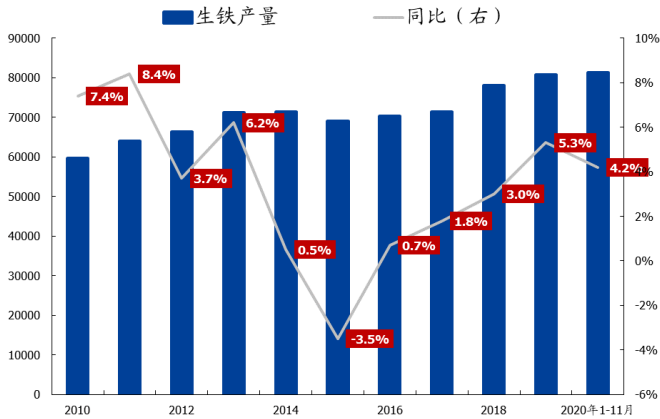
资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

2.1.3.需求韧性十足

2020 年，下游需求整体维持强势，生铁产量迭创新高，2020 年 1~10 月，全国累计生铁产量 7.4 亿吨，同比增长 4.3%。**展望 2021 年，在国内经济持续复苏，国内铁水产能进入增长周期以及出口回升的背景下，焦炭需求的高景气度有望延续。**

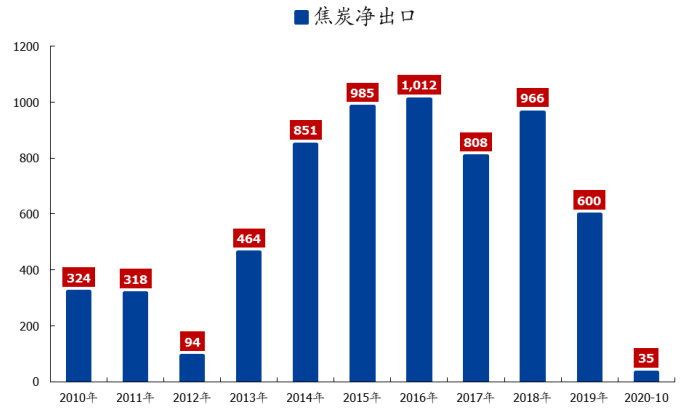
- 一方面，国内经济有望持续恢复，叠加 2021 年是“十四五”规划开局之年，明确要求经济发展取得新成效，到 2035 年基本实现社会主义现代化远景目标。根据国盛宏观组发布的《重塑与重估—2021 年宏观经济展望》中预计，2021 年 GDP 增速将达到 9.2%，宏观环境仍将维持总体宽松但边际有所收紧。我们预计 2021 年地产用钢需求以平稳为主，基建用钢小幅增长，净出口逐步复苏，汽车、家电、制造业有望实现高增长，整体钢材需求同比增长 2.2% 左右。
- 一方面，2020 年大量高炉产能置换项目受疫情影响，审批、施工节奏放慢，多数项目推迟至 2021 年进行置换。我们预计 2021 年铁水产能净增 1367 万吨，且按照一定的利用系数和投放后全年剩余可释放产量时间测算，预计 21 年仅产能置换，高炉端可能存在 2% 左右的新增需求贡献。
- 一方面，2020 年全球受新冠疫情影响，使得海外钢厂关停，而国内焦炭价格高位运行，导致海外焦炭资源流入国内，进口量大幅增加，出口锐减。2020 年 1~10 月，我国焦炭净出口仅 35 万吨，较去年同期减少 476 万吨，对国内焦炭需求造成一定拖累。2021 年，随着疫苗的推广，疫情或将得到控制，海外钢厂将逐步复工复产，焦炭出口有望明显改善。

图表 20: 2020 年 1~11 月, 生铁累计产量同比增长 4.2% (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 21: 2020 年 1~10 月, 焦炭出口较去年同期减少 476 万吨 (万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 22: 预计 2021 年净增铁水产能 1367 万吨 (万吨)

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	汇总
新建铁水产能		501	516		762	612	455	518				1,188	4,552
淘汰铁水产能	195	118	484		436	122	304				280	1,246	3,185
净新增	-195	383	32	0	326	490	151	518	0	0	-280	-58	1,367

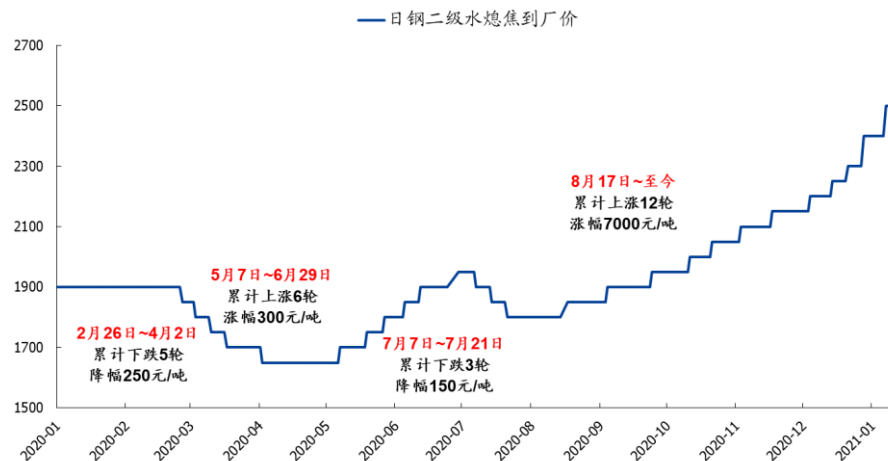
资料来源: Mysteel, 国盛证券研究所

2.1.4. 价格: 供需缺口持续, 价格强势运行

供需缺口下, 价格强势运行。2020 年是“十三五”、“打赢蓝天保卫战”收官之年, 环保力度较以往有明显提升, “去产能”政策持续加码。无论是上半年的山东、徐州, 亦是下半年山西、河南、河北, 各省市地区政府均表现出不同以往的执行力, 基本按时按量完成了焦化去产能任务。而新增产能因疫情影响投产进度普遍滞后, 且因工艺等问题达产缓慢, 去多投少致焦炭产量收缩。同时, 在下游成材高消费的刺激下, 焦炭供需缺口持续扩大, 焦炭价格大幅上涨。

中长期而言, 焦炭行业进入产能置换周期 (即 4.3 米焦炉的淘汰与 5.5 米以上大型焦炉的投产), 供需缺口有望保持。此外, 中小产能持续清退、整合, 未来伴随着焦化行业准入标准的提高, 焦化企业集中度将得以提升, 行业格局边际改善, 议价能力增强。

图表 23: 焦炭价格变动情况 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.2. 公司：成本优势显著，以价补量对冲限产影响

山东省执行“以煤定产”政策，公司焦炭产量有所下滑，但售价提升对冲限产影响。2020年5月，山东省发布《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》，设定2020年全省焦化行业焦炭产量不超过3200万吨的控制目标，对钢焦联合企业、产能100万吨及以上企业、产能100万吨以下企业和上市企业分别按照核定产能的76%、70%和60%确定产量控制目标，按上述政策要求，公司焦炭年产量控制目标为153万吨。受此影响，公司2020年前三季度仅生产焦炭129.4万吨，同比减少19.1%，焦炭板块实现销售收入25.7亿元，同比降低18.6%。其中，2020年Q3单季实现产量33.9万吨，同比降低35.5%，实现销售收入6.8亿元，同比降低32.9%。价格方面，受市场供需偏紧影响，公司第三季度焦炭平均售价为2,077元/吨，同比增长7.8%，对冲部分焦炭产销量下降影响。

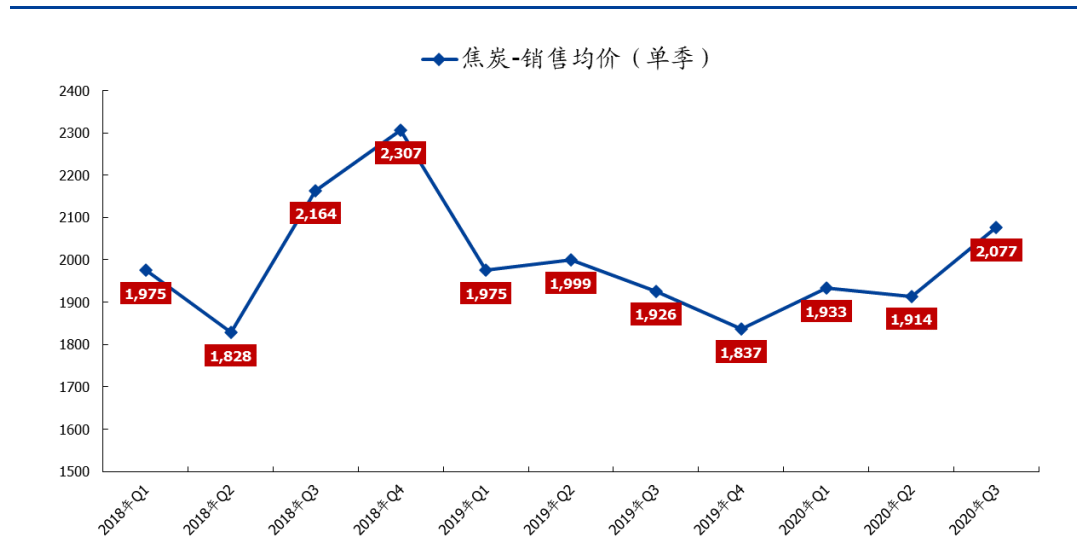
4.3 米焦炉预计于2021年底退出，产能压减80万吨/年。截至2019年年末，公司拥有焦炭产能230万吨/年（4.3米捣鼓焦炉、产能80万吨/年+7米顶装焦炉、产能150万吨/年），其中2座4.3米捣鼓炼焦炉（产能80万吨/年）由于焦炉炭化室高度低于5.5米，按照山东省“以煤定产”文件要求，被纳入压减焦化产能清单，将于2021年底前压减退出。届时，公司焦炭产能将由230万吨/年压减至150万吨/年。

图表 24：2020 年公司产量控制目标

	生产装置	核定产能 (万吨/年)	产量控制目标 (万吨/年)	产能利用率
金能科技	7.0*60*2	150	105	70%
	4.3*65*2	80	48	60%
合计		230	153	

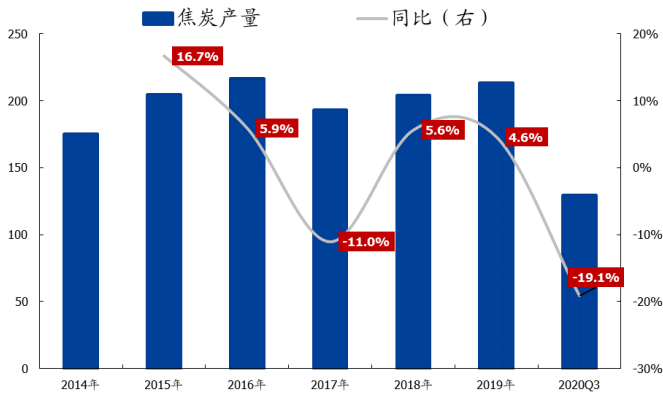
资料来源：山东省政府网、国盛证券研究所

图表 25：公司焦炭单季销售均价（元/吨）



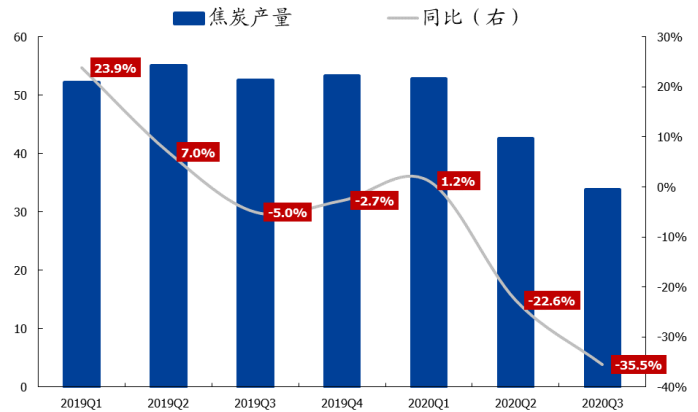
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 26: 公司焦炭产量情况 (万吨)



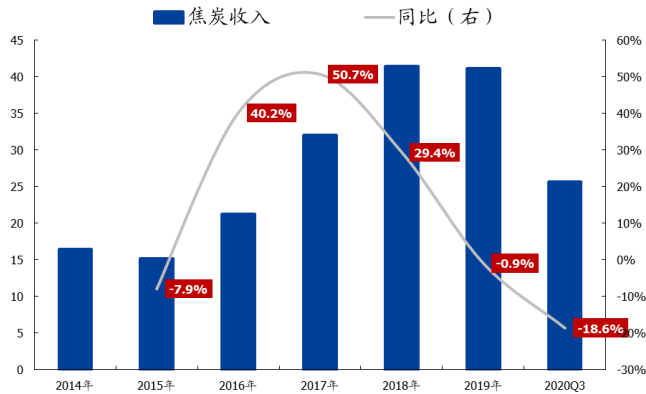
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 27: 公司焦炭单季产量情况 (万吨)



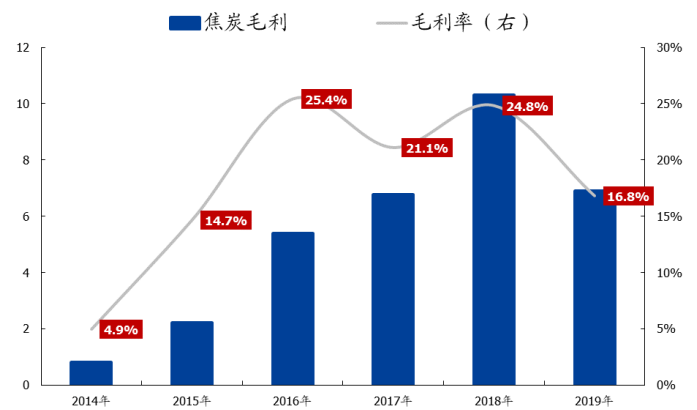
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 公司焦炭板块收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司焦炭板块毛利及毛利率情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

上游靠近焦煤产区, 下游客户集中于本省, 原材料采购、焦炭销售优势明显。公司地处山东省齐河县, 具有独特的资源禀赋和区域产业优势。上游端, 公司焦炭的主要原料为炼焦精煤, 山东是我国煤炭大省, 储量大、种类多, 且公司地处黄河北煤田腹地 (蕴含丰富的主焦煤、1/3 焦煤), 煤质优且运输便利, **有助于公司节约原材料采购成本**; 下游端, 公司焦炭的销售区域以山东地区为主 (招股说明书中显示, 2016 年公司焦炭山东省内销售额占比 81.9%), 运输成本较低, **售价相较省外有一定竞争优势。**

循环经济产业链造就低成本, 竞争优势突出, 盈利能力行业领先。公司打造“3+3”循环经济产业链, 资源高效循环利用, 实现焦炭生产过程中副产品的深度加工和焦炉煤气的综合利用。2019 年全年副产品综合利用降低焦炭成本 5.7 亿元, 吨焦节省成本 269.0 元, 占焦炭成本的 16.7%。横向对比来看, 仅次于宝丰能源 (部分原料来源于自有煤矿)、美锦能源 (拥有年产 540 万吨的煤炭资源), 位居行业第三。

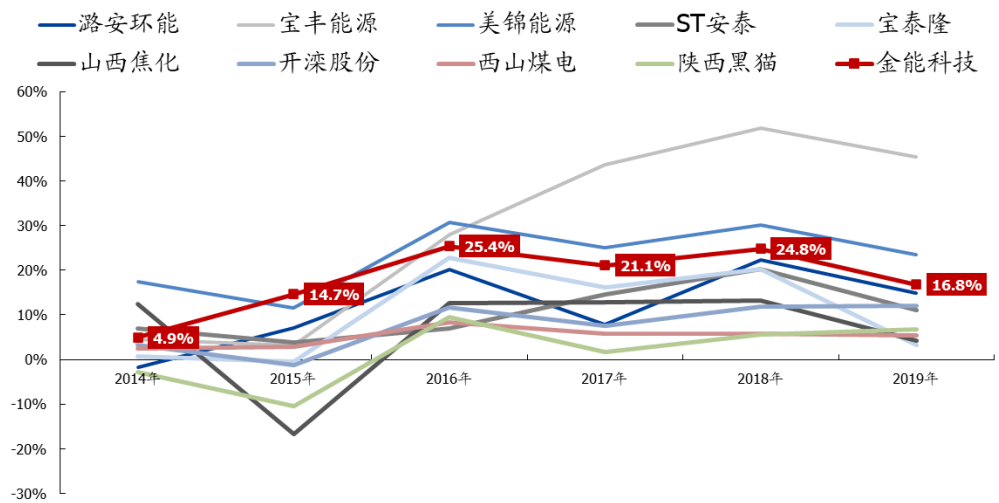
- 一方面, 炼焦产生的煤焦油、煤气、粗苯等副产品公司作为化工板块原材料用于生产, 同时干熄焦生产过程中产生的高压蒸汽公司予以回收辅助化工生产, 充分利用资源创造价值;
- 一方面, 公司利用煤气发电, 内部电价为每度 0.4 元, 低于上网电价。

图表 30: 2019 年副产品降低成本 16.7% (元/吨)

	2017 年吨焦成本	2018 年吨焦成本	2019 年吨焦成本
直接材料	1411.0	1652.6	1686.9
直接人工	9.5	12.6	14.3
能源动力	54.2	78.0	90.2
制造费用	75.2	90.9	87.6
副产品	-250.6	-274.4	-269.0
合计	1299.2	1559.8	1610.0

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 31: 公司焦炭板块毛利率位居行业第三



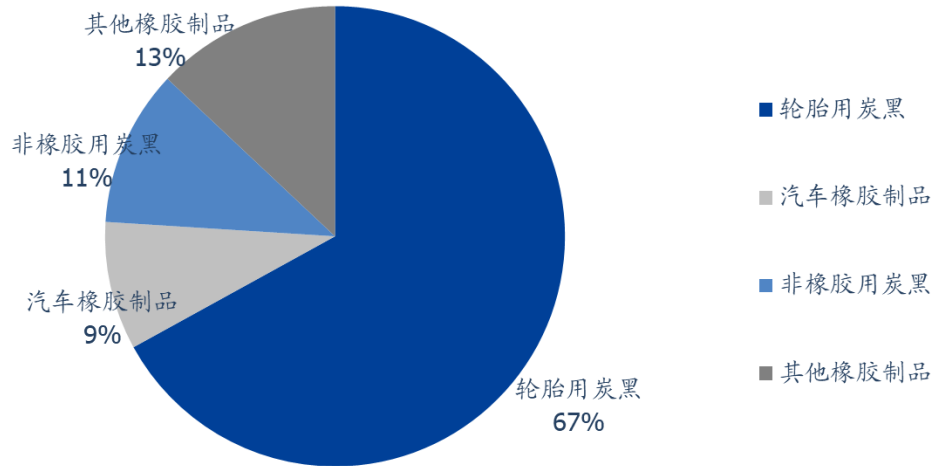
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3. 炭黑: 需求强势复苏, 绿色炭黑投产在即

3.1. 行业: 产能结构优化, 需求强势复苏

轮胎为炭黑主要下游产品。炭黑可分为补强炭黑、导电炭黑、耐磨炭黑等, 广泛应用于橡胶、轮胎、塑料、化纤等多个行业, 一般配合其他物质作为助剂, 很少单独使用。由于炭黑具有优异的补强能力, 能够赋予制品较好耐磨性和强伸性, 橡胶工业用量极大, 占整个炭黑产量的 90% 左右。在橡胶用炭黑中, 有 75% 以上的炭黑用于各种类型轮胎的制造, 其余用于胶带、胶管、胶鞋等其他橡胶制品。整体来看, 炭黑产量中, 约有 67% 的炭黑用于轮胎生产。

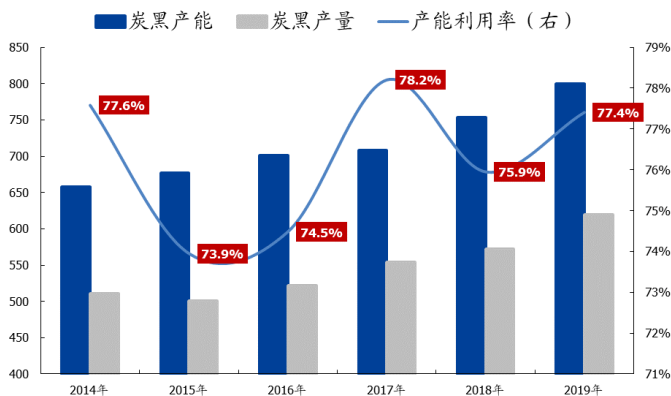
图表 32: 炭黑主要用于轮胎制造



资料来源: 华经情报网, 国盛证券研究所

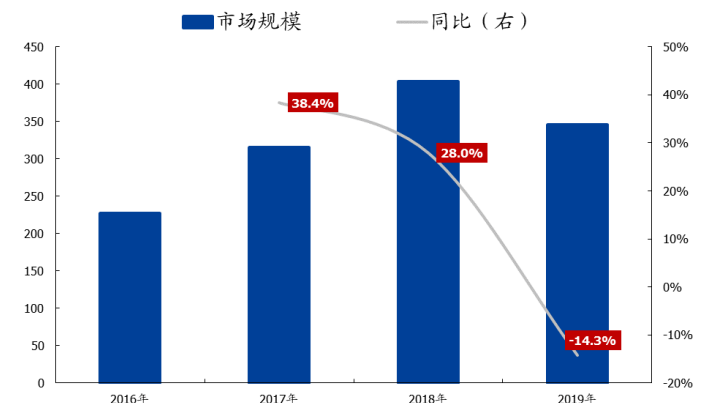
2019 年以来, 国家层面坚持产业结构调整(上大压小)的政策将加快实现产业转型升级, 行业集中度有望进一步提升, 格局边际向好。随着下游轮胎工业的快速发展, 炭黑市场需求旺盛, 在高利润刺激下, 炭黑产能快速扩张, 造成产能严重过剩。2019 年中国炭黑产能 803 万吨, 同比增长 6.6%, 行业产能利用率 77%。由于 2019 年炭黑供给过剩, 叠加终端需求汽车增长停滞, 炭黑价格持续下跌, 仅龙头企业维持较高开工负荷, 部分小厂承压退出。2019 年炭黑行业主要上市公司黑猫股份、龙星化工、永东股份、金能科技 2019 年的产能利用率分别为 87.8%、107.0%、104.1%、119.1%, 平均产能利用率为 104.5%, 远高于行业平均水平。为此中国橡胶工业协会炭黑分会发布于 2019 年 8 月发布《炭黑行业自律倡议书》, 倡议各企业自觉在原有产量基础上限产 10%-20%, 保证市场供需平衡。此外, 随着环保趋严, 全国多地加强污染防治力度, 部分环保设施落后的中小型企业被迫限产、停产。外加炭黑价格处于低位, 部分企业难以为继, 倒逼中小产企业退出, 市场集中度稳步提升。未来, 炭黑生产将进一步向装置大型化、生产集约化、产品高端化、资源高效化的方向发展, 行业格局持续向好。

图表 33: 炭黑产能及产量持续提升(万吨)



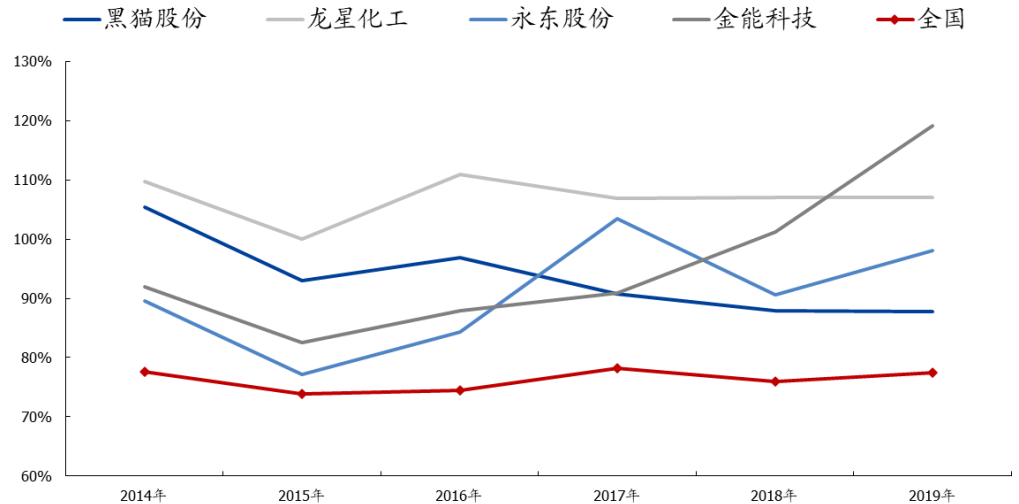
资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 34: 炭黑市场规模有所回落(亿元)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 35: 炭黑龙头企业产能利用率远高于行业水平

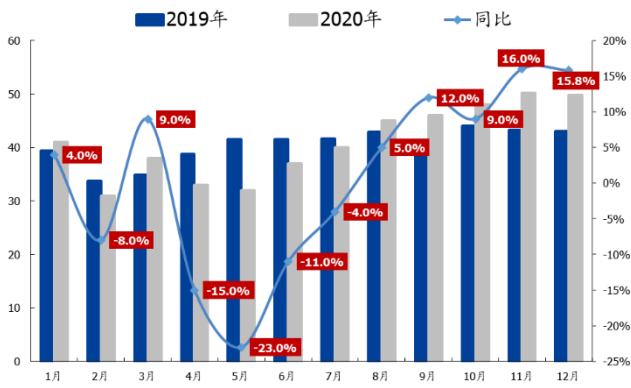


资料来源: 各公告年报, 招股说明书, 公司官网, 中国橡胶, 智研咨询, 国盛证券研究所

炭黑价格自 2020 年 5 月以来触底回升, 且上行动力仍强。在疫情影响下, 2020 年年初下游企业复工复产普遍延后, 炭黑需求疲软, 价格持续下行, 5 月底华东地区炭黑 N330 市场价最低跌至 4200 元/吨, 部分企业陷入亏损, 被迫减产、停产。随后在国内得到良好控制以及企业复工复产有序推进背景下, 下游需求逐步回暖, 炭黑价格强劲反弹, 截至 1 月 3 日, 华东地区炭黑 N330 市场报价 7800 元/吨, 较 2020 年 5 月底低点反弹 85.7%, 同比上涨 50%。受焦化去产能持续推进影响, 煤焦油供应趋紧, 价格维持强势, 对炭黑价格形成一定支撑。此外, 目前多数炭黑企业库存均处低位, 且下游轮胎开工处于较高水平, 炭黑整体供需偏紧, 支撑价格进一步走强。

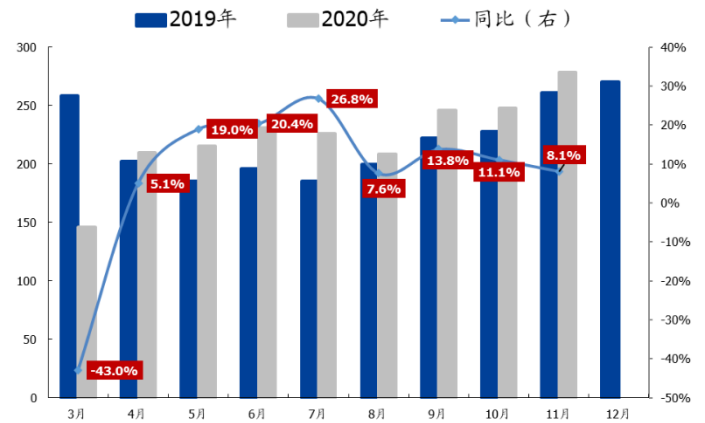
- **供给方面, 环保趋严, 产量下滑。**临近“十三五”规划与蓝天保卫战的收官, 京津冀及周边、汾渭平原、长江三角洲等炭黑主产区大气污染防治政策要求严格, 限产、停产政策下炭黑产能收缩、产量减少。据百川盈孚数据, 2020 年 1~11 月国内炭黑产量为 442 万吨, 同比下降 5%。
- **需求方面, 疫情受控, 汽车产销自 2020 年 4 月起触底回升, 带动炭黑需求走强。**疫情导致 2020 年一季度汽车销量探底, 随着疫情在国内得到良好控制以及企业复工复产的良好进行, 叠加扩大内需战略以及地方各项促进汽车消费政策的持续发力, 汽车销量自 2020 年 4 月开始呈现明显的反转。2020 年 11 月, 国内汽车产销分为完成 278 万辆和 277 万辆, 同比分别增长 8.1% 和 12.6%, 这是 2020 年自疫情控制后连续 8 个月保持正增长, 且汽车销量连续 7 个月保持高于 10% 的增速。汽车产销的强势回暖带动轮胎行业同步复苏, 2020 年 11 月, 橡胶轮胎完成产量 8324 万条, 同比增长 18.5%, 增速创 2013 年 1 月以来新高。
- **出口方面, 下半年东南亚制造业缓慢恢复, 炭黑出口量回升。**国外多以低价油生产炭黑, 2020 年上半年原油价格低位运行, 炭黑价格受压下降。而国内以高温煤焦油为主生产炭黑, 出口无成本优势; 叠加疫情下汽车等制造企业开工下滑, 海外轮胎业对炭黑需求减少, 国内出口量下行。下半年开始, 印度、越南等东南亚国家制造业开始恢复, 对炭黑等化工用品需求缓慢恢复; 同时, 下半年国际原油价格回升, 成本推动下国际市场炭黑价格上扬, 拉动我国炭黑出口回暖。

图表 36: 炭黑产量单月(万吨)



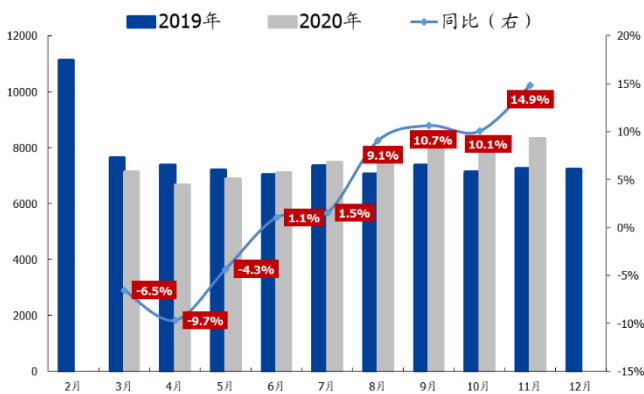
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 37: 汽车单月产量及增速(万辆; %)



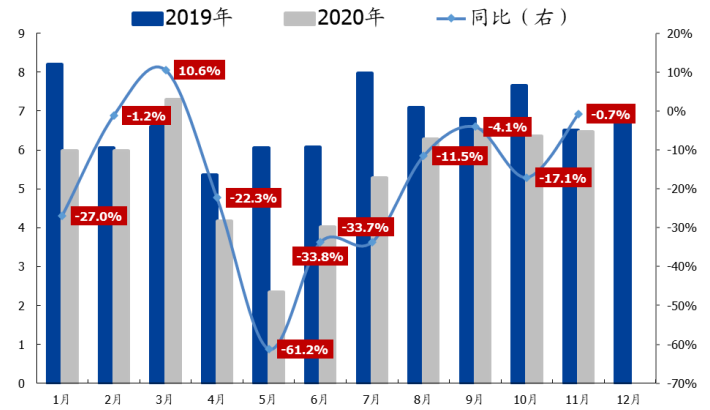
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 38: 轮胎单月产量及同比增速(万条)



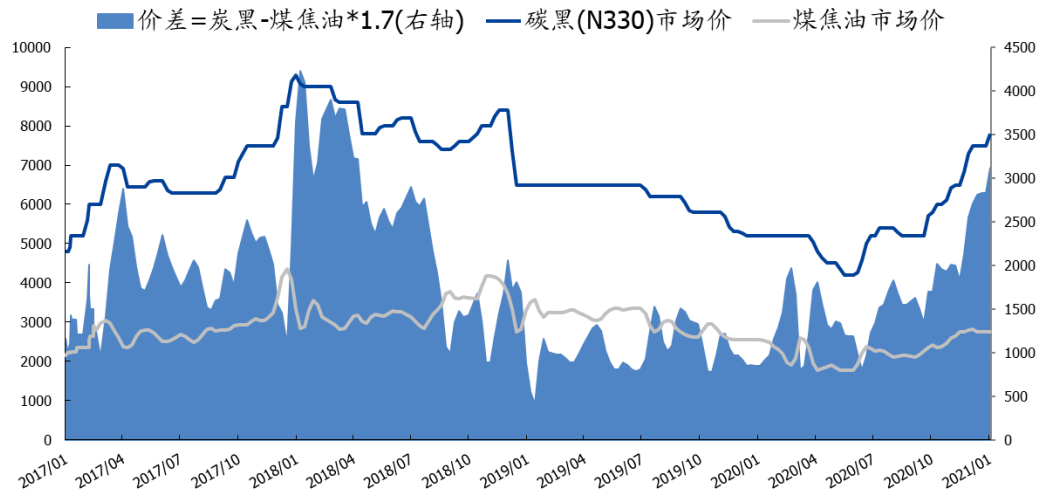
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 39: 炭黑单月出口量及同比增速(万吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 40: 炭黑与煤焦油的价差情况(元/吨)



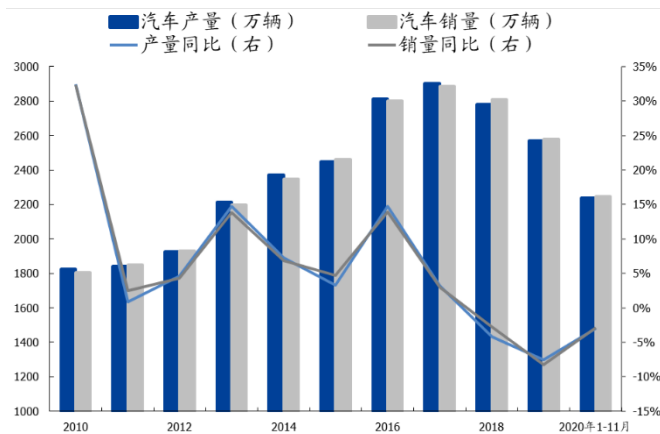
资料来源: Wind, 国盛证券研究所(注: 1.7为煤焦油炼制炭黑比率)

炭黑主要下游轮胎的需求几乎来源于两个方面: 针对新车的配套市场和针对旧车的替换

市场，两者分别取决于汽车产量和保有量。长期来看，在汽车工业规模不断扩大，汽车保有量和新增持续增加的背景下，炭黑需求存较大释放空间，且随着汽车工业对轮胎产品的转动制动性能、燃油消耗等方面提出了更高要求，高端绿色炭黑是未来转型升级的主要方向。

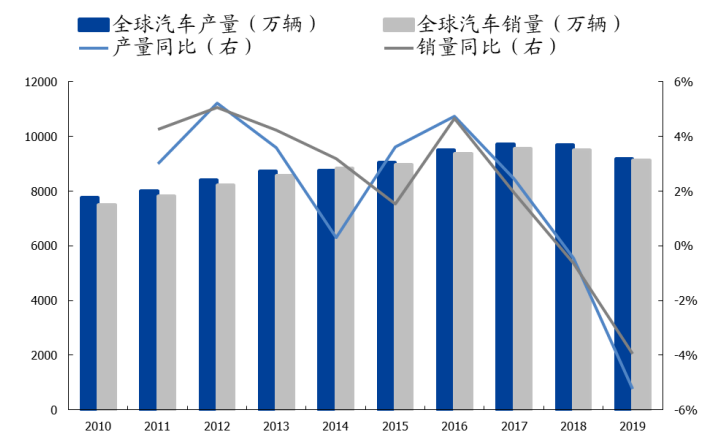
- **车市迎强势复苏周期。**自2017年以来，国内车市已历经三年景气度下行阶段，但2020年自疫情受控之后呈现良好恢复态势，在经济稳健增长、内循环消费政策强力支撑及居民消费意愿抬头多重合力之下，预计车市将迎来周期向上的强势复苏。一方面，促进汽车消费政策的陆续出台。2020年4月，《三部门关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告》明确新能源汽车免购置税延续至2022年底。此外《关于加快发展流通促进商业消费的意见》明确汽车是促进商业消费的重点，提出逐步取消汽车限购。一方面，2019年我国汽车千人保有量达187辆，但相比于美国（2017年为910辆）、日本（2017年为591辆）等发达国家，仍有较大提升空间。
- **轮胎替换需求市场潜力巨大。**基于单车轮胎替换需求持续存在、汽车保有量逐年增长，轮胎替换市场规模庞大；据轮胎商业网数据显示，全球轮胎81%的需求来自于替换市场。不同车型的轮胎替换周期存在差异性，其中轿车平均替换周期为3.3年，替换系数为每年每辆1.5条轮胎；中型载重卡车替换周期最短，为0.7年，替换系数为每年每辆15条轮胎。考虑2019年国内汽车产量、全球汽车产量分别为2572.1万辆、9178.7万辆，未来轮胎替换需求市场潜力巨大。
- **高性能绿色炭黑需求存在缺口。**新时期下汽车工业对轮胎产品的转动制动性能、燃油消耗等方面提出了更高要求，以子午线轮胎和高性能绿色轮胎为代表的新型轮胎正逐步成为主流。国内炭黑产业正向绿色环保、多功能化方向发展且处于起步阶段，中高端产品市场如低滚动阻力炭黑等产品，仍有很大的需求缺口，高品质炭黑生产企业未来盈利尚有较大空间。

图表 41: 我国汽车产销及增速 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 42: 全球汽车产销及增速 (万辆)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 43: 不同类型车辆车胎替换系数及周期

轮胎类别	车辆类别	替换系数 (条/辆·年)	替换周期 (年)
轿车胎	轿车	1.5	3.3
	轻型载重卡车	4.2	1.7
载重胎	中型载重卡车	15	0.7
	重型载重卡车	10~20	1.1~1.6
	大型客车	2~5	2.2~3.5
工程胎	装载机械	2	2
	运输工程机械	3	2

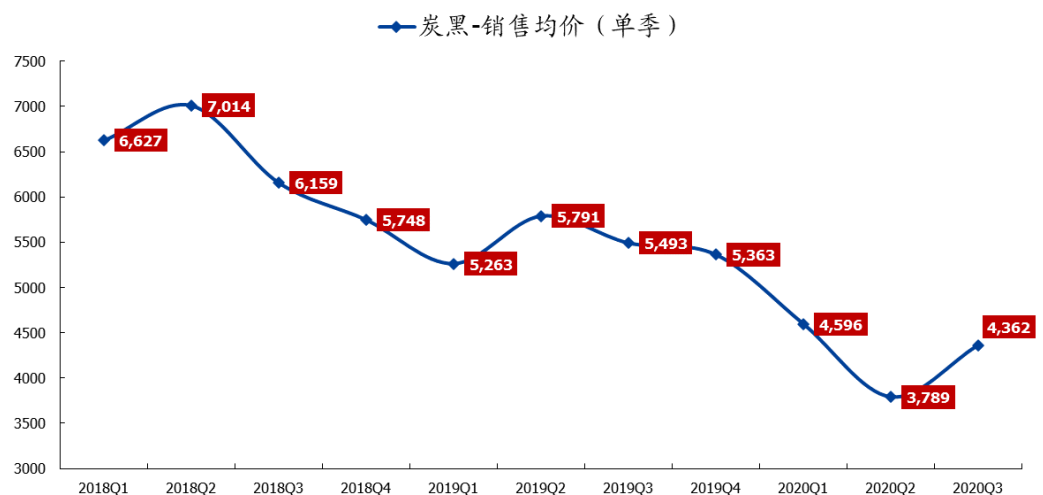
资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

3.2. 公司: 盈利能力行业领先, 绿色炭黑投产在即

青岛绿色炭黑项目投产后, 公司产能规模有望跃居全国第二, 产品综合竞争力进一步提升。公司现有炭黑产能 24 万吨/年, 从行业近年来的发展趋势看, 炭黑企业正向集约化方向发展, 产品呈现日趋高端化趋势, 且《山东省制造业“十三五”发展规划》等政策亦鼓励大力发展绿色轮胎产业。因此, 公司为顺应炭黑集约化、高端化发展趋势, 积极布局高性能绿色炭黑产品, 在青岛新建“8×6 万吨/年绿色炭黑循环利用”项目, 项目投产后, 公司炭黑产能将达 72 万吨/年, 规模有望跃居全国第二, 市场占有率将显著提升, 话语权增强, 产品综合竞争力将进一步提升。

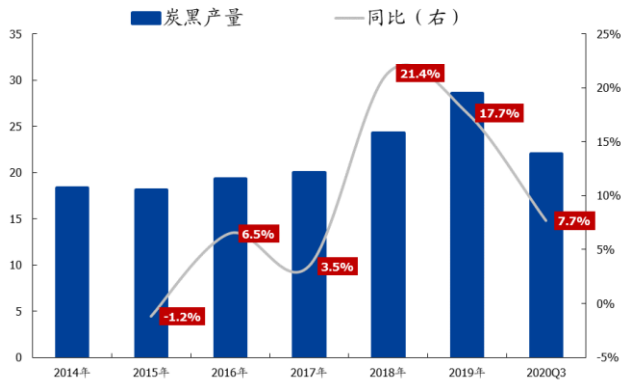
炭黑产量稳步增长, “量价齐升”下看好未来成长空间。2016 年至今, 公司炭黑产量持续增长, 2020 年前三季度共生产炭黑 22.1 万吨, 同比增长 7.7%; 实现营收 9.2 亿元, 同比下滑 19.3%, 主因炭黑价格下滑所致。但自 2020 年 5 月底以来, 在下游需求的拉动下, 炭黑价格触底反弹, 目前已高于去年同期水平, 且上行动力仍强。此外, 青岛绿色炭黑项目投产在即, “量价齐升”下公司炭黑板块业绩值得期待。

图表 44: 公司炭黑单季销售均价 (元/吨)



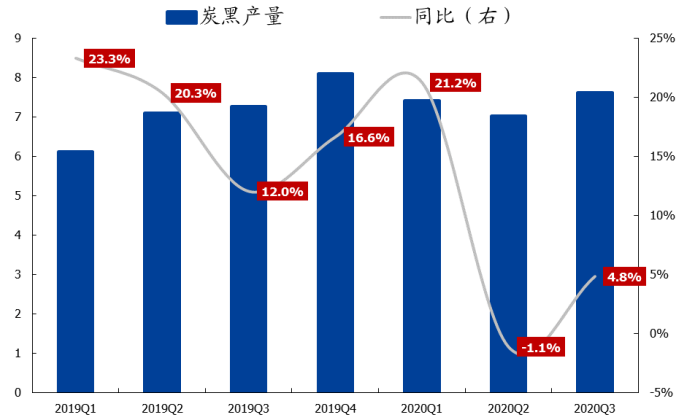
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 45: 公司炭黑产量稳步提升 (万吨)



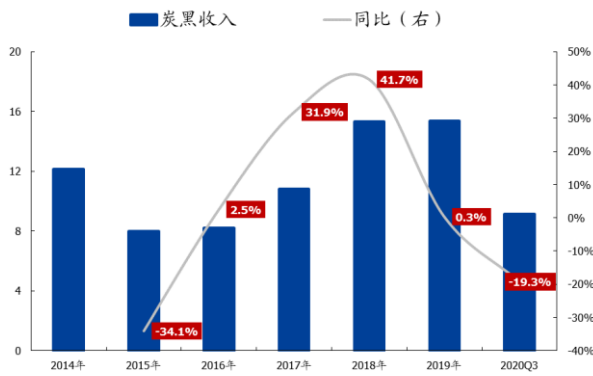
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 公司炭黑单季产量情况 (万吨)



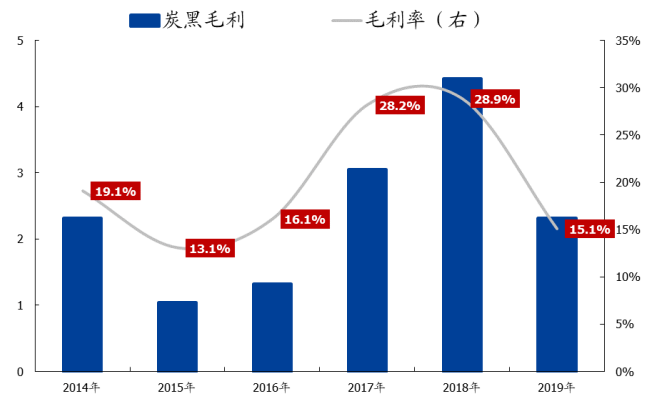
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 炭黑板块收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 48: 公司炭黑板块毛利及毛利率情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

公司所在的山东省是我国最大的轮胎生产基地, 云集众多知名橡胶轮胎企业, 公司区位优势显著。 炭黑下游的轮胎产业是山东省优势产业, 公司客户多为山东知名橡胶轮胎企业, 如普利司通、优科豪马、韩泰、锦湖、双星、赛轮金宇等。考虑炭黑产品运输成本较高, 存在最佳销售半径, 公司贴近市场、销售便利, 区位优势明显。此外, 公司生产的高性能绿色炭黑产品规格齐全、性能指标稳定, 深受终端用户青睐。

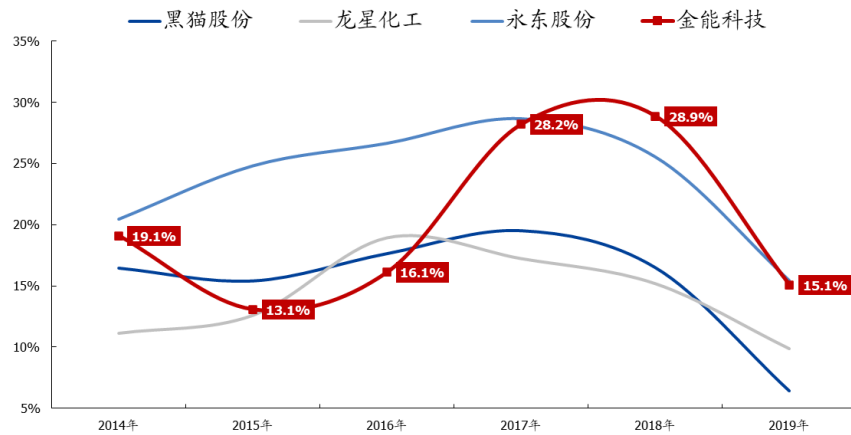
协同效应显著, 成本优势明显。 公司炭黑以焦化产业链副产品煤焦油深加工后产出的炭黑油为原材料进行生产, 原材料实现了部分自给, 协同效应显著。此外, 炭黑生产过程中释放出大量尾气, 考虑到直接燃料价值不高, 公司便将炭黑尾气脱硫后回收至焦炉炼焦, 形成闭路循环, 此举使得 2019 年节约成本高达 538 元/吨。横向对比而言, 2019 年公司吨炭黑成本为 4534 元/吨, 相比于黑猫股份 (5420 元/吨)、龙星化工 (5110 元/吨)、永东股份 (4731 元/吨), 公司成本处于低位, 具备显著优势。

图表 49: 2019 年副产品降低成本 11.77% (元/吨)

	2017 年炭黑吨成本	2018 年炭黑吨成本	2019 年炭黑吨成本
直接材料	3239.1	3909.3	3879.0
能源动力	394.8	496.0	568.1
制造费用	365.8	379.3	429.8
包装物	112.8	122.0	137.4
直接人工	40.7	51.1	53.0
副产品	-341.3	-458.5	-533.6
合计	3812.0	4499.1	4533.6

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 公司炭黑毛利率行业领先



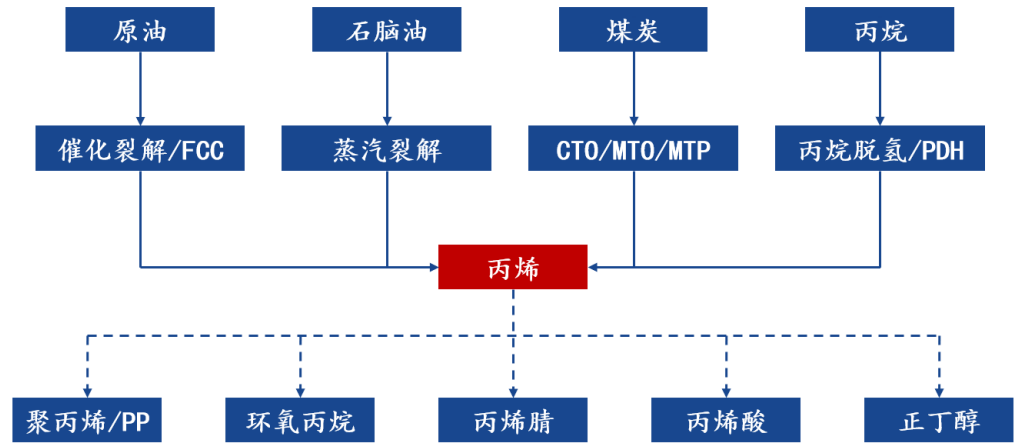
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

4.PDH 打开高质量发展新局面

4.1.国内丙烯行业高景气延续

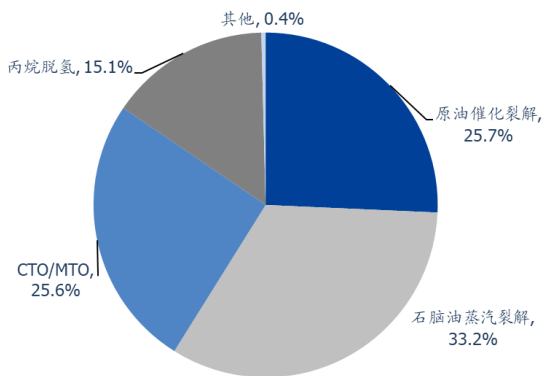
丙烯是三大合成材料的基本原料之一。丙烯是仅次于乙烯的重要石化基础原料,为塑料、合成橡胶和合成纤维三大合成材料的基本原料,主要用于生产聚丙烯、丙烯腈、环氧丙烷等,下游终端涵盖建筑、汽车、包装、纺织服装等领域。目前丙烯主要有四类生产工艺,分别为石脑油蒸汽裂解、原油催化裂解(FCC)、煤化工(煤制烯烃/CTO、甲醇制烯烃/MTO、甲醇制丙烯/MTP)以及丙烷脱氢(PDH)。据卓创资讯统计,截至2019年底,我国丙烯产能为4061万吨/年,其中石脑油蒸汽裂解产能约1350万吨/年,占比33.2%;原油催化裂解产能约1045万吨/年,占比25.7%;CTO产能约1040万吨/年,占比25.6%;**丙烷脱氢(PDH)产能约611.5万吨/年,占比15.1%。**就丙烯产能分布而言,华东地区产能规模最大,占国内产能的43.9%,随后依次为西北、华北、东北、华南、华中和西北。

图表 51: 丙烯产业链



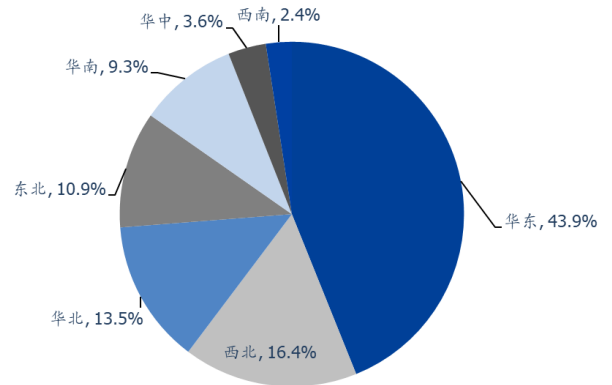
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 52: 国内丙烯生产路径产能占比



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 53: 丙烯产能分布



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

国内丙烯供应仍存缺口, 行业发展前景广阔。近年来, 国内丙烯需求量较大, 但由于丙烯产量小于表观消费量, 我国一直处于净进口状态。虽然得益于我国丙烯产能和产量的稳步提升, 进口依存度由 2013 年的 15.1% 降至 2019 年的 8.7%, 但绝对值仍处高位。2019 年, 我国丙烯进口量高达 313 万吨, 同比增长 10%, 持续存在的缺口决定我国丙烯行业发展前景广阔。

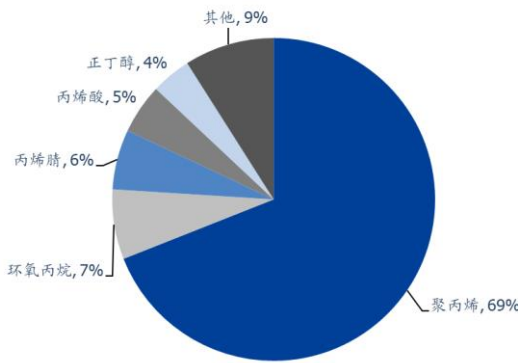
- **供给方面: 国内丙烯产能稳步扩张, 增量以 PDH 为主。**产能方面, 我国丙烯产能自 2009 年的 1634 万增长至 2019 年的 4061 万吨, 复合增速 9.5%。随着 2013 年国内第一个 PDH 项目在天津渤化投产后, 丙烷脱氢项目随着丙烯产能的扩大得以迅速发展, PDH 产能占比亦由 2009 年的 3.3% 提升至 2019 年的 15.1%, 且未来新增产能中 PDH 已成为主要发展趋势, 产能占比不断提高。产量方面, 2009 年我国实现丙烯产量 1215 万吨, 2019 年实现丙烯产量 3312 万吨, 年均复合增速 10.5%。
- **需求方面: 丙烯下游应用广泛, 整体需求景气向上。**丙烯作为仅次于乙烯的重要化工基础原料, 其下游产品主要为聚丙烯 (PP)、环氧丙烷、丙烯腈、丙烯酸、正丁醇等。近年来, 随着我国居民消费结构的不断升级, 对丙烯各类深加工产品需求呈现加速态势, 表观消费量快速增长。2009 年~2019 年我国丙烯表观消费量由 1370 万吨增长至 3602 万吨, 年均复合增速高达 10.1%。鉴于中国目前的经济体量与增速, 未来对丙烯和丙烯衍生物 (尤其聚丙烯) 的需求拉动仍然非常可观, 预计未来几年

丙烯需求仍将保持增长态势。

聚丙烯（PP）维持高需求，供需缺口仍居高位，拉动上游丙烯产业高速发展。聚丙烯是丙烯下游最大应用，占比接近70%。我国聚丙烯主要消费领域为拉丝（33%）、共聚（24%）、均聚注塑（14%）、纤维（10%）、薄膜（8%）等。近年来，聚丙烯的供需缺口虽由2009年的412万吨降至315万吨，但仍处高位。**长期存在的供需缺口有望推动聚丙烯产能和产量的增长，从而拉动上游丙烯产业的高速发展。**

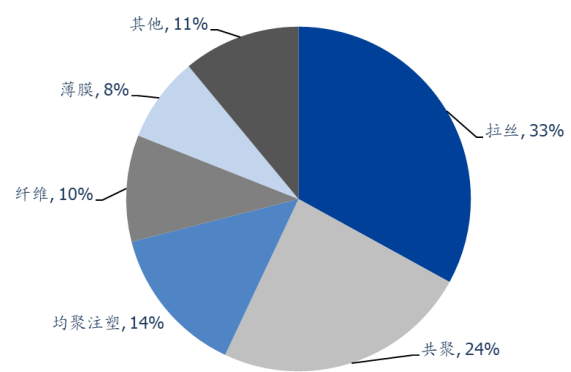
- **供给方面**，自2010年以来，我国聚丙烯产业发展迅速，产能从2009年的862万吨提高到2019年的2573万吨，年均复合增速达11.6%。随着产能的剧增，我国聚丙烯产量亦持续增加，由2009年的811万吨增至2019年的2235万吨，年均增速达10.7%。
- **需求方面**，近年来由于无纺布、汽车、塑料包装以及防疫行业发展较好，带动聚丙烯需求快速增长。表观消费量由2009年的1222万吨增长至2019年的2550万吨，年均复合增速达7.6%。

图表 54: 丙烯下游需求占比



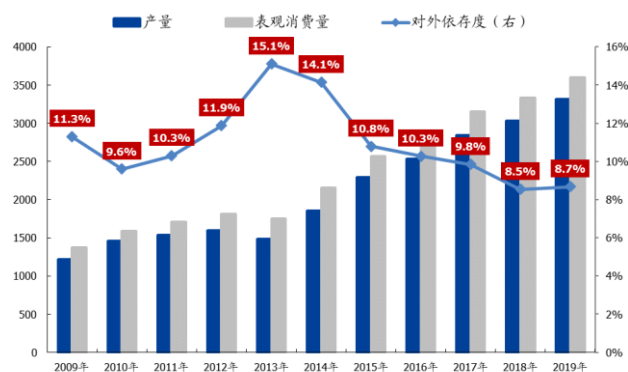
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 55: 聚丙烯下游需求占比



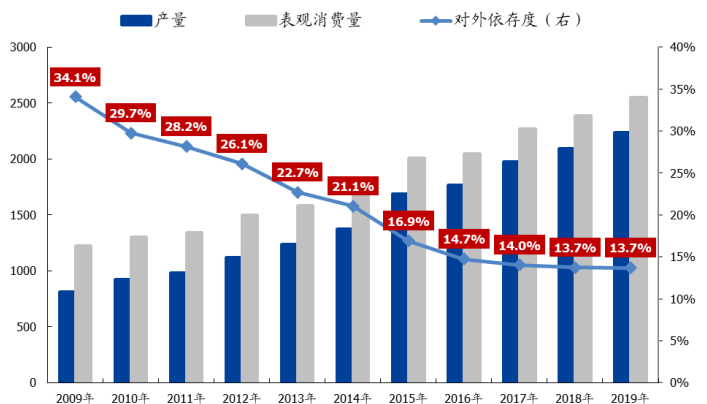
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 56: 丙烯产销情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 57: 聚丙烯产销情况 (万吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

展望 2021 年，丙烯价格底部抬升，中枢上移。疫情冲击下，2020 年丙烯价格重心整体

偏低，呈现一季度下跌，二、三季度上涨，四季度大幅波动的价格走势。展望2021年，虽然丙烯产能仍将继续扩张，丙烯供应缺口或将收窄，但经济复苏的背景下需求端或有明显改善，国际游价亦存回升预期，我们预计2021年丙烯价格中枢将同比上移。

图表 58: 丙烯价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

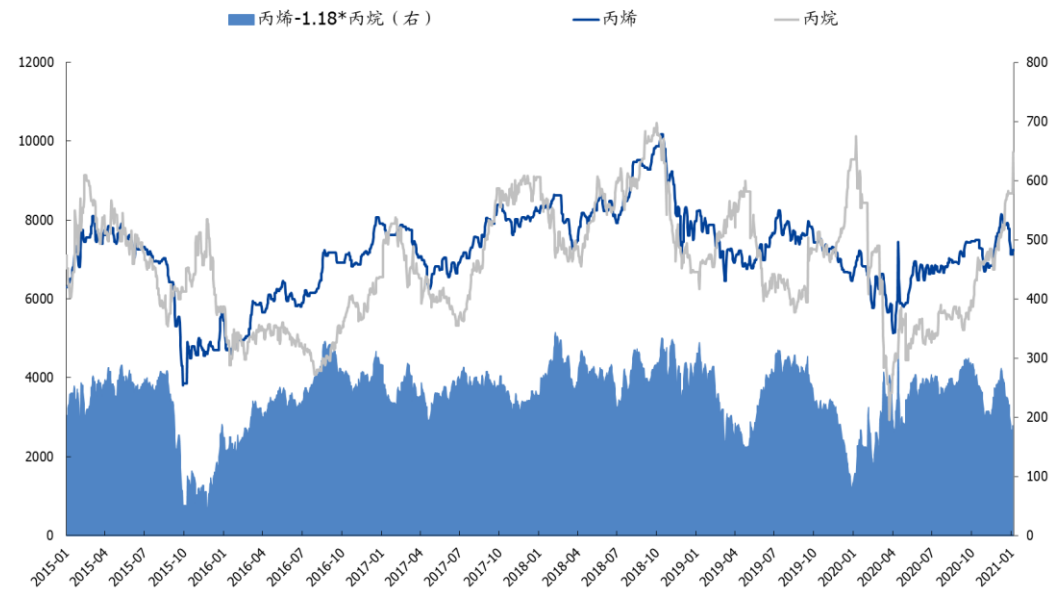
4.2.PDH 投产在即，未来成长可期

布局石化领域，奠定长期发展基础。2018年3月，公司与青岛西海岸新区董家口经济区签约，总投资203亿建设新材料与氢能源综合利用项目。项目计划分期建设，**一期建设90万吨/年丙烷脱氢(PDH)与8×6万吨/年绿色炭黑循环利用项目(预计投资68.4亿元，其中可转债募集资金15亿元)、2×45万吨/年高性能聚丙烯项目(预计投资39.9亿元，其中向实控人秦庆平定向增发10亿元)**，该项目已于2018年12月开工，**预计于2021年4月建成投产。**公司拟通过该项目的实施，利用丙烷生产丙烯产品，并利用焦油生产炭黑产品，拓展产品链，实现公司产品结构优化升级，扩大经营规模和经营领域。

丙烷脱氢(PDH)技术丙烯收率高，是目前最有竞争力的制备丙烯工艺。丙烷脱氢技术主要是丙烷在催化剂作用下发生脱氢反应生成丙烯，该技术装置流程简单、**丙烯收率高(86%)**、单位烯烃投资额度低、加工成本低，是目前最有竞争力的制备丙烯工艺，但局限性在于其产品结构较为单一，原材料仅适用于丙烷。公司PDH项目采用了美国Lummus公司的Catofin工艺，通过铬-铝催化剂固定床将丙烷转化为丙烯，该工艺设计简单、操作可靠、**原料适应性强、丙烷转换率高、适合大规模生产。**

美国页岩油气革命导致丙烷供应充足，PDH持续盈利能力得以保障。丙烷脱氢装置均采用油田伴生气和页岩气为来源的高纯低硫丙烷为原料，原料丙烷的费用约占PDH总成本的90%，因此丙烷和丙烯的价差决定了该方法的经济性。由于我国湿性油田伴生气资源较为匮乏，且石油炼制副产液化气硫含量较高，丙烷数量和质量均难以满足PDH原来要求，因此原料丙烷主要从美国和中东地区进口。受益于2014年美国页岩油气行业的突破及快速发展，美国丙烷产量大幅提升，在自身需求基本稳定的背景下，加大了出口力度，使得全球丙烷供应大幅增加，丙烷价格弹性趋弱，PDH持续盈利能力得以保障。

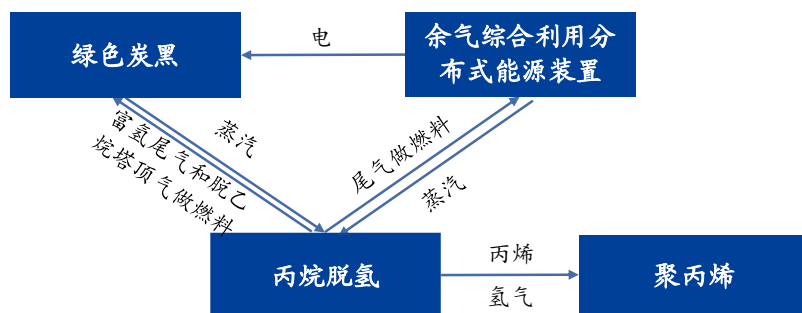
图表 59: 丙烯、丙烷价差情况 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

打造独特的循环生产模式，提高资源利用效率，压减生产成本。公司构建了区别于业内其他丙烯和炭黑生产企业的独特循环生产模式，在传统尾气发电的能源循环利用方式的基础上进一步创新，将丙烷脱氢装置的副产富氢尾气直接作为燃料用于炭黑生产，炭黑生产装置尾气通过尾气锅炉产生高压蒸汽直接供丙烷脱氢装置使用，降低了传统模式下装置尾气先发电再以电力驱动生产的多次能源转换带来的效率损耗，提高了能源循环利用的效率。公司将丙烷脱氢装置的富氢尾气直接作为燃料用于炭黑生产，置换出高热值的炭黑尾气供丙烷脱氢装置使用，炭黑和丙烯联合生产比单独生产炭黑节约的能源成本约为 6,753 万元，成本优势明显。

图表 60: PDH+绿色炭黑项目构成循环产业链



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 61: 丙烷脱氢装置与炭黑装置联产可节约成本 6753 万元

项目	年均数量/金额
PDH 尾气 (供炭黑) (万 m ³)	19,943
折合天然气 (万 m ³)	9,603
天然气价格 (元/ m ³)	2.2
折合天然气成本 (万元)	21,127
炭黑尾气 (产蒸汽) (万吨)	131
蒸汽价格 (元/吨)	212.39
蒸汽成本 (万元)	27,880
炭黑和丙烯联合生产比单独生产炭黑节约的成本 (万元)	6,753

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

背靠深水港, 配套建设洞库, 节约原材料采购成本。公司石油化工业务的实施地点为青岛市西海岸新区董家口经济区, 董家口经济区承接青岛东部城区和新区中心区传统产业转移, 建设国家石化产业基地和国家级循环经济示范区, 水陆交通便捷, 也是天然优良深水港, 为公司石油化工业务生产所需的原料进口及产品出口提供了可靠的运输保证, 降低了原料采购及产品销售的运输成本。此外, 公司一期项目配套建设 30 万立方的丙烷洞库, 采购的丙烷通过低温船运输到岸后可直接通过管道输送到厂区洞库储存, **此举一方面, 可避免建设地面储罐, 节约投资、减少占地面积; 一方面, 可错峰采购丙烷, 平滑原材料价格波动。**

图表 62: 青岛项目盈利假设 ("90 万吨 PDH+48 万吨炭黑+45 万吨聚丙烯")

	假设 1 (价格-20%)	假设 2 (价格-10%)	基础假设	假设 3 (价格+10%)	假设 4 (价格+20%)
产量 (万吨)					
丙烯产量	90	90	90	90	90
炭黑产量	48	48	48	48	48
聚丙烯产量	45	45	45	45	45
价格 (元/吨)					
丙烯价格 (含税)	6,000	6,750	7,500	8,250	9,000
炭黑价格 (含税)	5,600	6,300	7,000	7,700	8,400
聚丙烯价格 (含税)	6,720	7,560	8,400	9,240	10,080
毛利率					
丙烯毛利率	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%	17.1%
炭黑毛利率	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%
聚丙烯毛利率	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
收入 (含税, 百万)					
丙烯收入 (含税)	5,400	6,075	6,750	7,425	8,100
炭黑收入 (含税)	2,688	3,024	3,360	3,696	4,032
聚丙烯收入 (含税)	3,024	3,402	3,780	4,158	4,536
收入 (不含税, 百万)					
丙烯收入 (不含税)	4,615	5,192	5,769	6,346	6,923
炭黑收入 (不含税)	2,297	2,585	2,872	3,159	3,446
聚丙烯收入 (不含税)	2,585	2,908	3,231	3,554	3,877
成本 (百万)					
丙烯成本	3,826	4,304	4,782	5,260	5,739
炭黑成本	1,748	1,966	2,185	2,403	2,621
聚丙烯成本	2,430	2,733	3,037	3,341	3,644
总收入 (百万)					
总收入 (丙烯+炭黑+聚丙烯)	9,497	10,685	11,872	13,059	14,246
总成本 (丙烯+炭黑+聚丙烯)	8,003	9,003	10,004	11,004	12,004
总毛利 (丙烯+炭黑+聚丙烯)	1,495	1,681	1,868	2,055	2,242
利润 (百万)					
税金及附加	43	48	53	59	64
期间费用	369	416	462	508	554
利润总额	1,082	1,218	1,353	1,488	1,624
净利润	812	913	1,015	1,116	1,218

资料来源: wind, 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 税金及附加、期间费用、所得税均取自《关于金能科技股份有限公司公开发行可转换公司债券告知函有关问题的回复》中假设数据)

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 核心假设

1) 焦炭: 受山东省“以煤定产”政策影响, 公司 2020 年焦化产能控制目标为 153 万吨/年。假设 2021 年限产政策持续, 公司焦化产能依然受限为 153 万吨/年以内; 2021 年底, 公司 80 万吨/年的落后产能退出, 剩余产能为 150 万吨/年。我们假设公司 2020/2021/2022 年焦炭产量分别为 170/153/107 万吨, 销量分别为 171/153/107 万吨。考虑焦化去多投少局面延续, 供给收缩, 焦价有上涨支撑, 预计公司 2020/2021/2022 年

焦炭平均售价为 2,022 元/吨 (+4.5%)、2,043 元/吨 (+1%)、2,043 元/吨 (持平)。

2) 炭黑: 青岛 48 万吨/年绿色炭黑产能预计于 2021 年 4 月投产, 预计公司 2020/2021/2022 年炭黑产量为 29.0/58.2/71.2 万吨, 销量为 29.2/58.4/71.4 万吨; 价格方面, 随着行业格局持续优化, 供需改善, 炭黑价格存上涨预期; 同时考虑到绿色炭黑产品性能更佳, 国内存在一定缺口, 价格较普通炭黑略高。我们预计 2020/2021/2022 年炭黑 (齐河本部) 平均售价为 4484 元/吨 (-16%)、4798 元/吨 (+7%)、5038 元/吨 (+5%), 2021/2022 年炭黑 (青岛项目) 平均售价为 5,300 元/吨、5,565 元/吨 (+5%)。

3) 丙烯: 该项目预计于 2021 年 4 月投产, 假设 2021 年产能利用率为 2/3, 则 2021/2022 年产量为 60/90 万吨; 价格方面, 我们认为国内丙烯行业高景气度有望延续, 预计 2021/2022 年丙烯价格为 6,110 元/吨、6,232 元/吨 (+2%)。

4) 聚丙烯: 该项目预计 2021 年 4 月投产, 2021/2022 年产量预计为 28/45 万吨, 2021/2022 年预计价格为 7,180.0 元/吨、7,323.6 元/吨 (+2%)。

图表 63: 金能科技主要业务数据假设

	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
焦炭					
产量 (万吨)	203.8	213.2	169.5	152.5	106.8
销量 (万吨)	200.0	212.5	171.2	152.5	106.8
平均售价 (元/吨)	2,074.9	1,935.2	2,022.3	2,042.5	2,042.5
吨毛利 (元/吨)	515	325	493	467	467
炭黑 (齐河本部)					
产量 (万吨)	24.3	28.6	29.0	23.2	23.2
销量 (万吨)	24.3	28.8	29.2	23.4	23.4
平均售价 (元/吨)	6,323.6	5,338.3	4,484.2	4,798.0	5,037.9
吨毛利 (元/吨)	1,825	805	812	1,016	1,180
绿色炭黑 (青岛项目)					
产量 (万吨)	—	—	—	35	48
销量 (万吨)	—	—	—	35	48
平均售价 (元/吨)	—	—	—	5,300.0	5,565.0
吨毛利 (元/吨)	—	—	—	1,267	1,330
丙烯					
产量 (万吨)	—	—	—	60.0	90.0
销量 (万吨)	—	—	—	30.0	45.0
平均售价 (元/吨)	—	—	—	6,110.0	6,232.2
吨毛利 (元/吨)	—	—	—	1,045	1,066
聚丙烯					
产量 (万吨)	—	—	—	28	45
销量 (万吨)	—	—	—	28	45
平均售价 (元/吨)	—	—	—	7,180.0	7,323.6
吨毛利 (元/吨)	—	—	—	431	439

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5.2. 盈利预测

基于以上假设，预计2020年~2022年公司营业收入分别为7.3亿元、12.1亿元、14.3亿元，同比分为减少10.4%、增长66.2%、增长17.6%；毛利率分别为20.1%、20.7%、20.9%，公司主要业务增速及毛利率假设如图表64所示：

图表64：金能科技主要业务板块盈利预测（百万元）

	2018 A	2019 A	2020 E	2021 E	2022 E
焦炭					
营业收入	4,149	4,111	3,462	3,116	2,181
yoy	29.4%	-0.9%	-15.8%	-10.0%	-30.0%
营业成本	3,119	3,420	2,618	2,403	1,682
yoy	23.3%	9.7%	-23.5%	-8.2%	-30.0%
毛利率	24.8%	16.8%	24.4%	22.9%	22.9%
炭黑（齐河本部）					
营业收入	1,534	1,538	1,311	1,122	1,179
yoy	41.7%	0.3%	-14.7%	-14.4%	5.0%
营业成本	1,091	1,306	1,074	885	903
yoy	40.4%	19.7%	-17.8%	-17.6%	2.0%
毛利率	28.9%	15.1%	18.1%	21.2%	23.4%
绿色炭黑（青岛项目）					
营业收入	—	—	—	1,855	2,671
yoy	—	—	—	—	44.0%
营业成本	—	—	—	1,412	2,033
yoy	—	—	—	—	44.0%
毛利率	—	—	—	23.9%	23.9%
丙烯					
营业收入	—	—	—	3,666	5,609
yoy	—	—	—	—	53.0%
营业成本	—	—	—	3,039	4,650
yoy	—	—	—	—	53.0%
毛利率	—	—	—	17.1%	17.1%
聚丙烯					
营业收入	—	—	—	2,010	3,322
yoy	—	—	—	—	65.2%
营业成本	—	—	—	1,890	3,123
yoy	—	—	—	—	65.2%
毛利率	—	—	—	6.0%	6.0%
其他					
营业收入	3,129	2,501	2,526	2,195	2,112
yoy	32.4%	-20.1%	1.0%	-13.1%	-3.7%
营业成本	2,739	2,217	2,137	1,830	1,702
yoy	32.2%	-19.0%	-3.6%	-14.4%	-7.0%

毛利率	12.5%	11.3%	15.4%	16.6%	19.4%
公司总计					
营业收入	8812	8150	7299	12131	14270
yoy	32.5%	-7.5%	-10.4%	66.2%	17.6%
营业成本	6949	6943	5829	9625	11288
yoy	29.2%	-0.1%	-16.0%	65.1%	17.3%
毛利率	21.1%	14.8%	20.1%	20.7%	20.9%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

5.3. 投资建议

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，成本优势显著，焦炭、炭黑盈利能力均位居行业前列。此外，公司为顺应国家新旧动能转换大势，把握化工行业的战略发展机遇，在深耕煤化工和精细化工业务领域的同时，逐步将业务范围拓展至石油化工领域，实施“以煤化工与精细化工为基础、以石油化工为重点”的产业战略布局，保障公司可持续发展。随着青岛项目2021年4月的正式建成投产，届时公司盈利水平有望显著抬升，我们预计公司2020年~2022年实现归母净利润分别为8.7亿元，14.6亿元，18亿元，EPS分别为1.02元、1.72元、2.12元，对应PE为15.4、9.2、7.4。

参考焦炭、炭黑、石化行业可比公司估值，给予目标价22.4元（对应2021年PE13倍），首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 65：可比公司估值对比（2021-01-14 收盘价）

证券代码	证券简称	市值	PE/倍				EPS/元			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
煤化工										
000723.SZ	美锦能源	242	0.23	0.2	0.41	0.47	40.5	29.5	14.6	12.7
002068.SZ	黑猫股份	52	-0.38	0.13	0.42	0.54	-12.7	56.0	16.5	12.9
600989.SH	宝丰能源	995	0.52	0.62	0.75	0.91	18.3	21.9	18.1	14.9
	均值						—	35.8	16.4	13.5
PDH										
002408.SZ	齐翔腾达	155	0.35	0.54	0.74	1.01	20.5	16.2	11.9	8.6
002221.SZ	东华能源	165	0.67	0.84	1.01	1.29	11.6	11.9	9.9	7.7
002648.SZ	卫星石化	361	1.19	1.08	2.09	2.65	13.7	27.3	14.1	11.1
	均值						15.3	18.5	11.9	9.2
603113.SH	金能科技	133	0.9	1.02	1.72	2.12	17.5	15.4	9.2	7.4

资料来源：wind，国盛证券研究所（美锦能源、黑猫股份、宝丰能源、齐翔腾达、东华能源、卫星石化盈利预测来自于wind一致性预期）

6. 风险提示

原材料价格大幅波动。

公司产业链中炼焦煤、煤焦油等原材料部分来自外购，如果原材料价格发生价格波动，

将会影响生产成本，进而对公司业绩产生影响。

焦炭、炭黑价格下跌。

若焦化行业去产能不及预期、新增产能超预期投放，将导致焦化市场出现供过于求现象，造成焦炭价格下跌。此外炭黑产能去化升级不及预期，供给过快增长，会导致炭黑价格下跌。公司焦炭、炭黑板块营收占比较重，焦炭、炭黑价格下跌会对公司营收及利润造成较大负面影响。

项目投产不及预期。

公司目前主要在建项目为“90万吨/年丙烷脱氢（PDH）与8×6万吨/年绿色炭黑循环利用项目”、“45万吨/年高性能聚丙烯项目”，预测该项目将于2021年4月达到可使用状态，全部投产后将为公司带来8亿的新增净利润。若项目投产不及预期，将会对公司业绩带来一定影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com