

成本优势推动长期成长

金能科技上市后深耕 3 年的青岛基地即将投产，我们认为这不仅将为公司带来大量利润增量，还将提升市场对公司核心竞争力的认知，市值有望迎来双击。

核心观点

- **红海中的突围者：**金能成立之初是一家精细化工企业，为了做好一体化降低成本配套了上游炼焦及其他深加工化学品。虽然在 12-15 年焦炭行业陷入恶性竞争，但公司凭借强大的成本竞争力仍然保持盈利。我们认为公司的核心竞争力在于优秀的一体化布局能力及精细化管理能力，而上市之后在青岛基地新建化工项目使金能获得了复制核心竞争力，实现长期成长的机会。
- **青岛新项目有望超预期：**青岛基地一期的 90 万吨 PDH、45 万吨聚丙烯和 48 万吨炭黑项目将于 21Q2 投产，PDH 项目在国内已有多套，一般加工费用在 1200 元/吨。而我们分析认为金能的 PDH 项目受益于一体化布局和规模化优势，其加工费比一般装置低近 450 元/吨，再加上丙烷洞窟的原料采购优势，金能 PDH 的单吨成本优势达到近 600 元。
- **产品盈利展望：**青岛基地投产后，公司产品将是丙烯-聚丙烯和炭黑。我们认为丙烯虽然未来两年国内供给增速较高，但海外供给退出的趋势有望使丙烯景气度维持在合理水平，同时 PDH 相对油头的原料价格优势还将持续，金能的 PDH 一期盈利中枢预计在 10 亿元。炭黑长期处于供给过剩状态，未来两年行业平均开工率预计将进一步下降，但金能凭借强大的成本竞争力，48 万吨产能预计将获得 2.5 亿元盈利中枢。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司 20-22 年 EPS 为 1.00、1.50、2.09 元，选取主要产品及核心竞争力比较接近的上市公司作为可比公司，按照 2021 年可比公司 16 倍 PE，首次覆盖金能科技，给予 24.00 元目标价和买入评级。

风险提示

- 新项目投产进度低于预期；原料价格大幅波动；产业政策变化。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,812	8,150	6,564	11,219	14,305
同比增长(%)	32.5%	-7.5%	-19.5%	70.9%	27.5%
营业利润(百万元)	1,459	861	957	1,661	2,326
同比增长(%)	87.5%	-41.0%	11.1%	73.6%	40.0%
归属母公司净利润(百万元)	1,270	762	847	1,275	1,774
同比增长(%)	87.1%	-40.0%	11.0%	50.6%	39.1%
每股收益(元)	1.50	0.90	1.00	1.50	2.09
毛利率(%)	21.1%	14.8%	19.4%	19.2%	20.4%
净利率(%)	14.4%	9.4%	12.9%	11.4%	12.4%
净资产收益率(%)	29.1%	14.2%	12.1%	14.7%	17.7%
市盈率	12.1	20.2	18.2	12.1	8.7
市净率	3.2	2.6	1.9	1.7	1.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年01月21日)	19.45元
目标价格	24元
52周最高价/最低价	19.8/8.62元
总股本/流通A股(万股)	84,856/71,715
A股市值(百万元)	13,949
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2021年01月22日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	25.34	39.63	60.84	81.19
相对表现	20.6	25.05	40.1	75.59
沪深300	4.74	14.58	20.74	5.6



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1、红海中的突围者	4
2、优秀的循环一体化布局能力	4
3、青岛 PDH-炭黑项目有望超预期	6
4、产品盈利前景分析	8
4.1 PDH 盈利预计在 10 亿元	8
4.2 炭黑新产能盈利预计在 2.5 亿元	9
5、盈利预测与投资建议	11
5.1 盈利预测	11
5.2 投资建议	12
6、风险提示	12

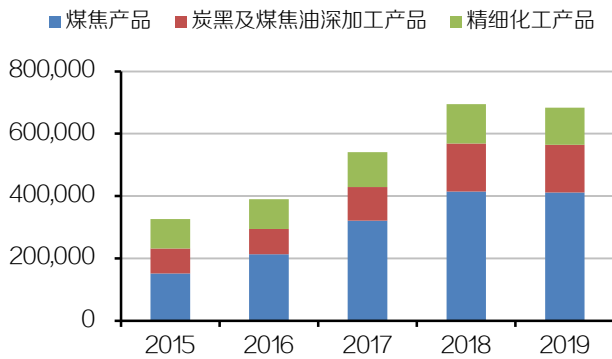
图表目录

图 1: 公司收入结构 (万元)	4
图 2: 公司毛利结构 (万元)	4
图 3: 金能科技德州基地各产品及产业链投产时间	5
图 4: 金能与可比公司焦炭毛利率比较	6
图 5: 金能与炭黑公司毛利率比较	6
图 6: PDH 价差情况 (元/吨)	6
图 7: 丙烯-石脑油价差 (元/吨) 与丙烯供给增速关联	9
图 8: 国内炼化产能扩张伴随海外产能退出	9
图 9: 国内炭黑-煤焦油价差 (元/吨) 与开工率关系	10
图 10: 国内上市炭黑企业 2019 年产量 (万吨) 与开工率	10
表 1: 金能 PDH 与典型 UOP 工艺成本比较	7
表 2: 金能 PDH 副产品贡献拆分	7
表 3: 焦炭加工成本比较 (元/吨)	8
表 4: 炭黑加工成本比较 (元/吨)	8
表 5: 国内炭黑供需情况 (万吨)	10
表 6: 国内上市炭黑企业产量情况 (万吨)	10
表 7: 收入分类预测表	11
表 8: 可比公司估值	12

1、红海中的突围者

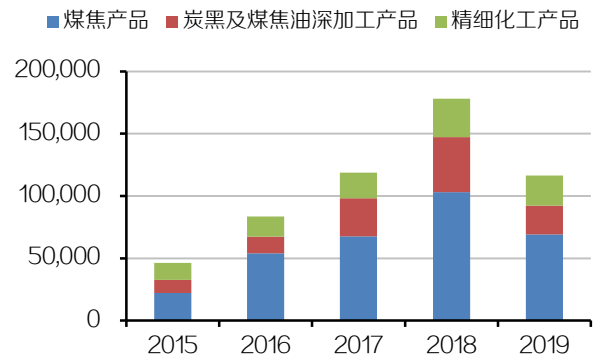
金能科技是一家山东民营化工企业，目前生产基地在德州市齐河镇，公司成立于 1998 年，2017 年主板上市。公司已经建立了煤炭-焦炭-焦油与焦炉气深加工的循环一体化产业链，目前收入与利润贡献占比最大的是焦炭业务，其次是炭黑，其他深加工产品包括甲醇、山梨酸、对甲苯酚、纯苯等。公司上市之后开始二次发展，2018 年在青岛董家口建设丙烷脱氢（PDH）与绿色炭黑循环一体化项目，一期规划的 90 万吨 PDH、45 万吨聚丙烯与 48 万吨炭黑预计将于 2021Q2 投产，有望为公司贡献大量利润增量。我们认为公司的核心竞争力来自于对化工循环一体化的深刻认识、以及强大的执行力，这是公司过去在焦化这样的红海行业中一直保持较好盈利的主要原因，也将成为公司 21 年业绩从亿级跨越到十亿级，并持续增长的主要动力。

图 1：公司收入结构（万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

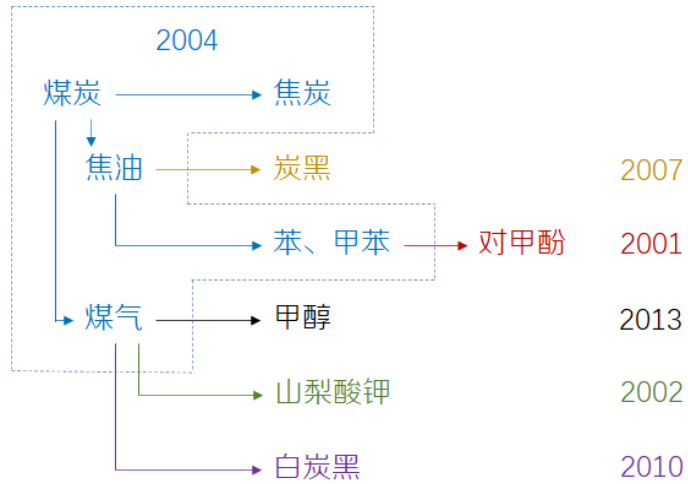
图 2：公司毛利结构（万元）



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2、优秀的循环一体化布局能力

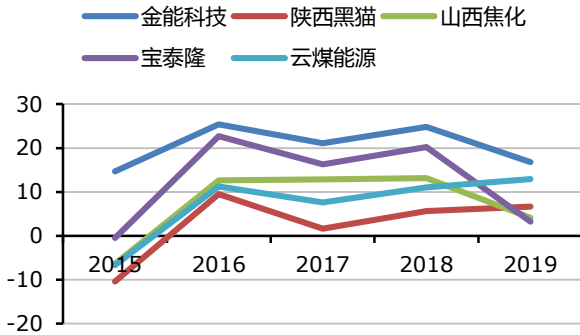
金能从目前的产品结构看是一个焦炭为主，附带了一系列焦油与焦炉气深加工产品的焦化企业，但如果翻看公司的成长历程，就会发现金能与绝大多数焦化企业存在本质不同。金能最初在 1998 年成立时的第一个产品是对甲酚，第二个主要产品是山梨酸钾，即使放在当下的时点看，金能也属于标准的精细化工企业。到 2004 年金能开始建设煤气化及配套的燃气轮机，目的也是为了搭建对甲酚与山梨酸钾等产品的一体化配套来降低生产成本。在焦化一体化初具规模之后，又结合当时的产业链情况，在 2007-2010 年进一步建设了炭黑、白炭黑等深加工产品。

图 3：金能科技德州基地各产品及产业链投产时间


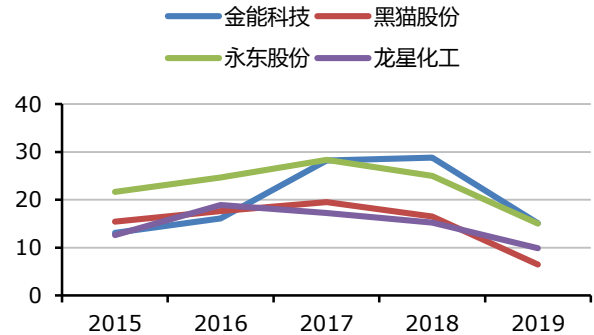
资料来源：公司公告，东方证券研究所

虽然在目前宏观环境下，焦炭成为了二级市场不感兴趣的夕阳产业，但是从企业竞争力角度看，金能持续深化循环一体化的思路实际非常正确。正是这种在焦化行业中与众不同的一体化思维，和优秀的精细化管理水平，使得金能的焦炭及各种深加工产品的生产成本不断下降，在焦化行业低迷期，也表现出显著超越同行的盈利能力。从 2015-2019 年的财务数据可以看出，金能的毛利率在 15% 以上，而同行可比公司的平均毛利率则显著低于金能。用炭黑等深加工产品来比较，金能的毛利率也明显高于竞争对手。到 2017 年周期行业反转之后，金能的业绩就实现大幅提升，2017-2019 年的净利润都在 6 亿元以上。

我们认为金能的循环一体化布局能力及精细化管理能力是化工企业的重要核心竞争力，许多资本市场熟悉的优秀企业都是依靠这样的能力持续做强做大，实现了长期成长。可是由于金能目前的主要收入和利润来自焦炭业务，并不受到二级市场青睐，所以对应的估值也很低。我们认为 2021Q2 即将投产的丙烷脱氢与绿色炭黑循环一体化项目将成为公司能力的证明，在贡献大量业绩增量的同时，扭转二级市场的估值水平。

图 4：金能与可比公司焦炭毛利率比较


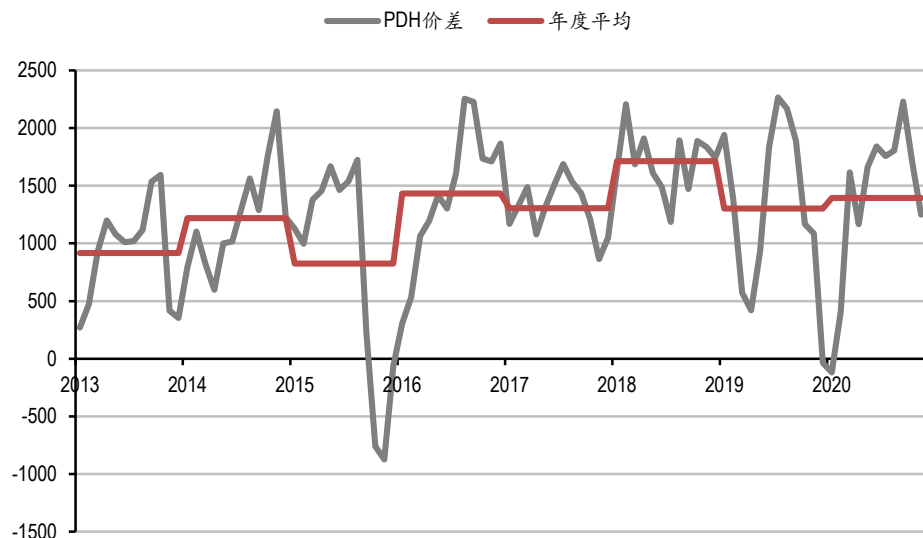
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：金能与炭黑公司毛利率比较


资料来源：公司公告，东方证券研究所

3、青岛 PDH-炭黑项目有望超预期

公司上市之后经过慎重规划，决定在青岛董家口投建大型 PDH、炭黑、及配套化工品项目，一期项目主要包括 90 万吨 PDH、45 万吨聚丙烯和 48 万吨炭黑，投资额为 68.4 亿元，按照目前的建设进度，有望在 2021 年二季度投产。国内第一套 PDH 装置投产于 2013 年，由于 PDH 项目长期以来一直维持较好的投资回报率，国内也持续有新增项目落地。国内目前典型的 PDH 装置丙烷单耗在 1.2 出头，加工费用在 1200 元/吨，按此计算 PDH 的单位毛利 2016 年之后基本维持在 1300 元/吨以上，对应 700 元以上的单位净利，约 12% 的 ROA。虽然 PDH 盈利一直较好，但是随着规划的新项目越来越多，二级市场开始把 PDH 归类为盈利不错但没有壁垒的平凡行业。然而我们认为，金能凭借自身在循环一体化上的能力和项目明显的规模化优势，有望使 PDH 项目的盈利大幅超过市场预期，在平凡中创造出不平凡。

图 6：PDH 价差情况（元/吨）


资料来源：Wind，东方证券研究所

我们按照金能公告与环评中披露的数据测算了 PDH 单吨加工成本，在考虑副产品贡献的情况下仅 750 元/吨，明显低于典型的 45 万吨级 UOP 路线（目前国内显存较多的装置，其单耗与加工成本是二级市场常用于测算 PDH 盈利的指标）。两者加工费差异主要来自制造费用与副产品贡献，其中制造费用占比较大的主要是折旧（占三分之二左右），金能 PDH 单套规模达到 90 万吨，投产后将是国内最大规模的装置，单位折旧相对于 45 万吨级的装置应当具有明显优势。同时，金能还拥有国内比较稀缺的 LPG 洞窟，原料丙烷的储存成本很低，还可以实现淡旺季价差套利，与不具备洞窟的竞争对手比较，金能每吨丙烯的生产成本还能降低近 150 元。

表 1：金能 PDH 与典型 UOP 工艺成本比较

	金能 PDH	典型 UOP 工艺
规模（万吨）	90	45
能源动力（万元）	70429	31483
人工成本（万元）	1345	761
制造费用（万元）	48315	35571
副产品（万元）	-52589	-14408
合计（万元）	67500	53408
单位能源（元/吨）	783	700
单位人工（元/吨）	15	17
单位制造（元/吨）	537	790
单位副产品（元/吨）	-584	-320
单位成本（元/吨）	750	1187
加工费优势（元/吨）	437	
洞窟优势（元/吨）	148	
合计（元/吨）	585	

资料来源：公司公告，东方证券研究所

副产品利用上，多数装置都会利用 PDH 尾气来制热，金能相比其他装置超额的盈利主要来自两方面：一是配套了燃气轮机机组，使用余热发电，大幅降低了用电成本，对成本降低贡献 269 元/吨；二是通过能源循环一体化，将 PDH 的富氢尾气用于生产炭黑，置换出炭黑产生的大量余热来生产蒸汽自用，对成本降低贡献 75 元/吨。副产品循环一体化对于化工企业成本降低意义重大，但国内能够贯彻的企业很少，万华化学、华鲁恒升等就是行业中的标杆，而金能长期以来也非常出色。从详细成本拆分的对比可以看出，金能的德州基地正是充分利用了焦炭尾气和炭黑余热，使这两项产品的加工费用远低于竞争对手。所以我们认为青岛 PDH-炭黑项目上的成本优势实际就来自于金能在循环一体化上深刻认识的复制，而这一核心能力未来还将持续支持公司成长。

表 2：金能 PDH 副产品贡献拆分

	总额（万元）	单位贡献（元/吨）
PDH 尾气	21127	235
燃气轮机发电	24248	269

能源一体化	6753	75
其他	461	5
合计	52589	584

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 3：焦炭加工成本比较（元/吨）

公司	项目	2017	2018	2019	平均综合成本
金能科技	制造费用	129	169	178	-106
	副产品	-251	-274	-269	
陕西黑猫	制造费用	47	63	74	61
山西焦化	制造费用	180	179	189	183
云煤能源	制造费用	123	121	107	117
宝泰隆	制造费用	68	51	36	52

资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：炭黑加工成本比较（元/吨）

公司	项目	2017	2018	2019	平均综合成本
金能科技	制造费用	760	875	998	433
	副产品	-342	-458	-534	
黑猫股份	制造费用	841	959	951	917
永东股份	制造费用	545	574	654	591

资料来源：公司公告，东方证券研究所

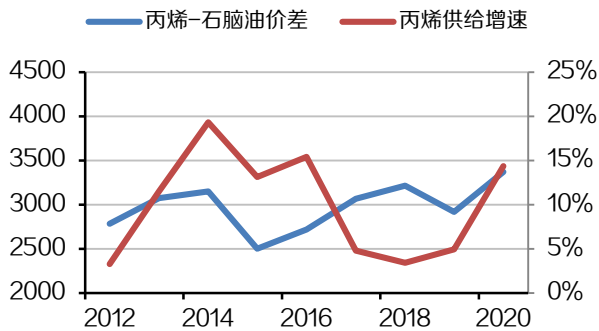
4、产品盈利前景分析

虽然金能目前的收入与利润主要来自焦炭，但随着新项目投产，未来丙烯和炭黑将成为最主要的产品。我们分析认为，金能的青岛新基地一期项目（90万吨PDH+48万吨炭黑）投产后将带来约12.5亿的年化盈利增量。

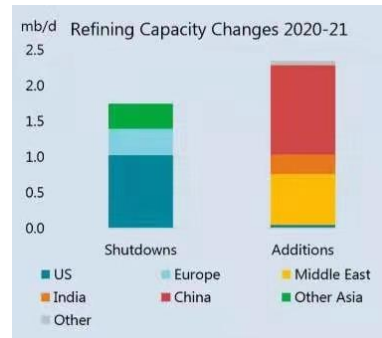
4.1 PDH 盈利预计在 10 亿元

我们在过去多篇深度报告中都分析过丙烷脱氢制丙烯（PDH）盈利的情况，由于PDH在丙烯供应中的占比较小，丙烯的价格长期仍将由油头路线决定，所以PDH盈利可以拆分为丙烯-石脑油价差和丙烷相对石脑油折价两个方面。其中丙烯-石脑油价差代表了丙烯宏观的景气度，从历史情况来看，国内丙烯供给增速与丙烯-石脑油价差一般呈反向变化，除了2015年油价暴跌这样的特殊情况，丙烯-石脑油价差基本都在2700元/吨以上。而2020年丙烯的景气度却特别好，在国内供给增速近15%的情况下，价差还创出了历史新高，达到3370元/吨。丙烯景气度超预期原因比较复杂，我们认为其中很重要的一点是虽然国内产能增长很快，但海外也出现了大规模产能退出以及新项目停摆，导致丙烯的宏观供给增长远远小于国内情况，而这一趋势未来大概率还将持续。所以尽

管根据统计国内丙烯未来两年产能复合增速还将在 15%左右的高位，但对应的丙烯-石脑油价差并不会很差。长期看，国内丙烯供给也不可能持续高速增长，丙烯-石脑油价差的中枢大概率还是维持在 2800 元/吨以上。

图 7：丙烯-石脑油价差（元/吨）与丙烯供给增速关联


资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：国内炼化产能扩张伴随海外产能退出


资料来源：IEA，东方证券研究所

PDH 生命力的核心就在于原料丙烷相比传统石脑油原料具有明显的价格优势，我们在深度报告《轻烃化工竞争优势分析》中分析过，丙烷折价的主要原因是全球宏观的丙烷供给增速持续高于原油供给增速，08 到 18 年代表丙烷的 NGL 供给增长超过 60%，而原油仅增长不到 10%，这导致丙烷与石脑油比价长期再 0.9-0.95 左右。2020 年丙烷/石脑油比价出现异动，我们认为主要是疫情冲击之下，石脑油代表的化工和汽车燃料需求短期暴降，而丙烷代表的燃料需求相对刚性所致。长期看，随着经济秩序逐渐恢复正常，我们预计丙烷/石脑油比价还将恢复到 0.9-0.95 的区间。按照布伦特油价在 55 美元/桶，对应石脑油约 510 美元/吨，保守假设丙烯-石脑油价差 2800 元/吨，丙烷/石脑油比价 0.95，则 PDH 价差预计在 2400 元/吨以上。按照上文我们测算金能较低的加工成本及丙烷洞窟优势，金能的 PDH 单吨盈利有望达到近 1100 元/吨，90 万吨产能总盈利近 10 亿元。

4.2 炭黑新产能盈利预计在 2.5 亿元

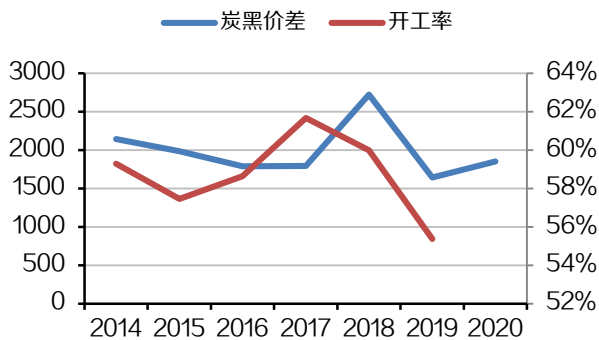
炭黑在国内是一个长期供给过剩的产品，主要原因是国内许多炭黑厂是焦炭企业的附属工厂，其经营状况对整体影响非常小，一直处于十分尴尬的境地。截止 2020 年，国内现有炭黑产能 810 万吨，CR5 仅 31%，其中已上市的四家企业产能占比为 27%。2014-2019 年行业平均开工率在 60%左右，而四家上市企业的平均开工率则超过 90%，贡献了 46%的产量，两极分化非常严重。甚至头部企业之间也有较大差异，过去几年主要贡献增量的就是金能科技和永东股份这样成本较低的企业。

展望未来，国内炭黑供给将迎来一波较快增长，其中金能青岛项目（48 万吨）就是主要动力，我们预计行业开工率可能下降到 50%左右。然而炭黑价差可能与 2019 年相当，因为 2019 年也是行业开工率恶化较为严重的一年，头部企业占比提升的同时，行业中许多小工厂已经进入了出清状态，因此 2019 年的炭黑价差大概率代表了行业边际产能的成本线。金能新基地的按照 2019 年约 1650 元的炭黑价差，金能的炭黑新建产能净利约 510 元/吨，48 万吨产能对应总净利 2.5 亿元。

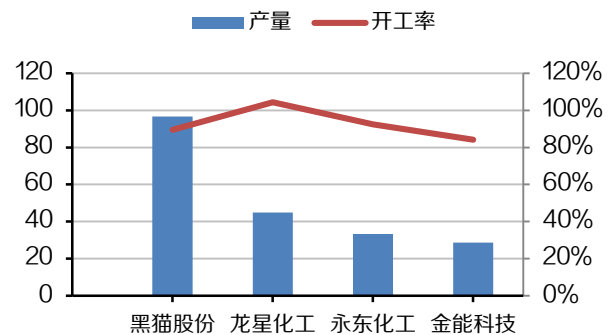
表 5：国内炭黑供需情况（万吨）

年份	产能	产量	净出口	消费量	开工率	金能产量	金能份额
2014	658	390	74	316	59%		
2015	677	389	65	324	57%		
2016	701	411	64	342	59%	19	4.7%
2017	708	437	63	339	62%	20	4.7%
2018	753	452	78	401	60%	24	5.4%
2019	800	443	73	438	55%	29	6.5%
2020E	810	430	53	388	53%	30	6.9%
2021E	864	443	53	398	51%	60	13.6%
2022E	907	456	53	408	50%	77	16.9%
2023E	922	470	53	419	51%	77	16.4%
2024E	942	484	53	429	51%	77	15.9%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：国内炭黑-煤焦油价差（元/吨）与开工率关系


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 10：国内上市炭黑企业 2019 年产量（万吨）与开工率


资料来源：公司公告，东方证券研究所

表 6：国内上市炭黑企业产量情况（万吨）

	2016	2017	2018	2019
黑猫股份	102.7	99.8	96.8	96.6
龙星化工	44.9	44.9	44.9	44.9
永东化工	20.3	24.8	29.0	33.3
金能科技	19.3	20.0	24.3	28.6
合计	187.2	189.5	195.0	203.4
行业	411.0	436.6	451.7	443.0
占比	46%	43%	43%	46%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

5、盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2020-2022 年盈利预测做如下假设：

- 1) 青岛基地的 PDH、炭黑与配套聚丙烯项目于 21Q2 投产之后保持满负荷，21 年平均产能利用率在 58%，22-23 年产能利用率维持在 100%。
- 2) 丙烯价格分别为 6009、6115、6115 元/吨，丙烷价格为 2774、3149、3149 元/吨；炭黑价格为 4813、5019、5019 元/吨，煤焦油价格为 2054、2389、2389 元/吨。
- 3) 2019 年公司焦炭产量 213 万吨，2020 年受到山东省焦炭减量政策影响，产量大幅下降。我们预测公司焦炭产量分别为 164、140、140 万吨，销售价格分别为 1791、1920 和 1769 元/吨；原料焦煤价格分别为 1114、1292 和 1203 元/吨。
- 4) 销售费率分别为 3.3%、2.7%、2.4%；管理费率为 2.7%、2.2%、2.0%（不包括研发费用）。21-22 年仍有大量资本开支投入青岛二期项目，其中大部分贷款利息作资本化处理。

表 7：收入分类预测表

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
煤焦产品					
销售收入（百万元）	4,149.1	4,111.5	2,936.8	2,678.3	2,468.4
增长率	29.4%	-0.9%	-28.6%	-8.8%	-7.8%
毛利率	24.8%	16.8%	21.8%	17.1%	16.4%
炭黑及煤焦油深加工产品					
销售收入（百万元）	1,533.8	1,537.9	1,419.9	3,011.4	3,864.7
增长率	41.7%	0.3%	-7.7%	112.1%	28.3%
毛利率	28.9%	15.1%	24.1%	17.0%	16.9%
精细化工品					
销售收入（百万元）	1,270.2	1,182.7	889.3	791.0	791.0
增长率	13.9%	-6.9%	-24.8%	-11.1%	0.0%
毛利率	24.4%	20.5%	28.3%	26.4%	26.4%
丙烯及聚丙烯					
销售收入（百万元）	0.0	0.0	0.0	3,420.4	5,863.5
增长率					71.4%
毛利率				27.4%	27.4%
其他业务					
销售收入（百万元）	1,859.0	1,317.8	1,317.8	1,317.8	1,317.8
增长率	48.9%	-29.1%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	4.4%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
合计	8,812.0	8,149.9	6,563.8	11,218.9	14,305.4
增长率		-7.5%	-19.5%	70.9%	27.5%
综合毛利率	21.1%	14.8%	19.4%	19.2%	20.4%

资料来源：公司公告，东方证券研究所

5.2 投资建议

我们认为青岛新项目将为公司带来大量利润增量，预测公司 20-22 年 EPS 为 1.00、1.50、2.09 元。我们选取主要产品及核心竞争力比较接近的上市公司作为可比公司（华鲁恒升、宝丰能源为煤化工；东华能源、卫星石化为 PDH；黑猫股份为炭黑），按照 2021 年可比公司 16 倍 PE，首次覆盖金能科技，给予 24.00 元目标价和买入评级。

表 8：可比公司估值

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
华鲁恒升	1.51	1.24	1.74	2.10	27.18	33.10	23.52	19.49
东华能源	0.67	0.86	1.04	1.53	14.97	11.71	9.61	6.55
卫星石化	1.04	1.10	2.18	2.77	27.72	26.20	13.21	10.41
宝丰能源	0.52	0.62	0.76	0.92	27.01	22.59	18.53	15.16
黑猫股份	-0.37	0.13	0.42	0.55	-19.08	55.79	16.67	12.95
调整后平均						27.00	16.00	13.00

资料来源：公司公告，东方证券研究所

6、风险提示

- 1) 新项目投产进度低于预期：公司近几年业绩增量主要来自新项目，如果投产进度低于预期将导致业绩增长低于预期。
- 2) 原料价格大幅波动：公司主要原料是焦煤、煤焦油及丙烷，如果原料价格大幅波动会影响短期盈利。
- 3) 产业政策变化：公司产品焦炭受产业政策影响较大，如果山东减量等政策再发生调整，可能使公司开工率受到较大影响，进而影响盈利。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	933	314	433	944	2,051	营业收入	8,812	8,150	6,564	11,219	14,305
应收账款	537	397	328	561	715	营业成本	6,949	6,943	5,289	9,064	11,393
预付账款	154	160	131	224	286	营业税金及附加	74	43	35	60	76
存货	552	568	423	725	911	营业费用	190	216	219	305	338
其他	1,301	2,443	1,358	795	919	管理费用	189	198	176	244	291
流动资产合计	3,477	3,883	2,674	3,249	4,883	财务费用	5	3	7	3	(1)
长期股权投资	29	30	0	0	0	资产减值损失	48	3	(1)	1	1
固定资产	2,205	2,273	1,966	9,305	7,977	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	178	1,550	5,050	1,836	5,868	投资净收益	54	55	55	55	55
无形资产	809	820	809	798	786	其他	48	64	64	64	64
其他	97	107	107	107	107	营业利润	1,459	861	957	1,661	2,326
非流动资产合计	3,319	4,780	7,932	12,045	14,737	营业外收入	33	42	42	42	42
资产总计	6,795	8,663	10,606	15,294	19,620	营业外支出	6	3	3	3	3
短期借款	171	73	73	73	73	利润总额	1,485	900	996	1,700	2,365
应付账款	478	594	623	654	687	所得税	215	138	149	425	591
其他	897	638	520	680	782	净利润	1,270	762	847	1,275	1,774
流动负债合计	1,546	1,305	1,217	1,408	1,543	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	10	0	0	3,405	6,068	归属于母公司净利润	1,270	762	847	1,275	1,774
应付债券	0	1,139	1,056	1,056	1,056	每股收益(元)	1.50	0.90	1.00	1.50	2.09
其他	373	325	255	200	145						
非流动负债合计	383	1,464	1,310	4,660	7,268	主要财务比率					
负债合计	1,929	2,769	2,527	6,068	8,811		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	676	676	849	849	849	营业收入	32.5%	-7.5%	-19.5%	70.9%	27.5%
资本公积	1,784	1,784	3,049	3,049	3,049	营业利润	87.5%	-41.0%	11.1%	73.6%	40.0%
留存收益	2,391	3,054	3,800	4,948	6,531	归属于母公司净利润	87.1%	-40.0%	11.0%	50.6%	39.1%
其他	15	380	380	380	380	获利能力					
股东权益合计	4,866	5,894	8,078	9,226	10,809	毛利率	21.1%	14.8%	19.4%	19.2%	20.4%
负债和股东权益总计	6,795	8,663	10,606	15,294	19,620	净利率	14.4%	9.4%	12.9%	11.4%	12.4%
						ROE	29.1%	14.2%	12.1%	14.7%	17.7%
						ROIC	27.4%	12.0%	10.0%	10.9%	11.0%
						偿债能力					
						资产负债率	28.4%	32.0%	23.8%	39.7%	44.9%
						净负债率	0.0%	15.4%	8.6%	38.9%	47.6%
						流动比率	2.25	2.97	2.20	2.31	3.17
						速动比率	1.88	2.54	1.85	1.79	2.57
						营运能力					
						应收账款周转率	18.3	17.4	18.1	25.2	22.4
						存货周转率	12.7	12.2	10.6	15.7	13.9
						总资产周转率	1.5	1.1	0.7	0.9	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	1.50	0.90	1.00	1.50	2.09
						每股经营现金流	1.99	0.57	2.35	1.62	3.08
						每股净资产	5.73	6.95	9.52	10.87	12.74
						估值比率					
						市盈率	12.1	20.2	18.2	12.1	8.7
						市净率	3.2	2.6	1.9	1.7	1.4
						EV/EBITDA	9.2	13.7	12.5	6.5	4.4
						EV/EBIT	11.0	18.7	16.8	9.7	6.9

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn