

# 追求极致成本控制的好公司

华泰研究

2021年3月10日 | 中国内地

首次覆盖

能源/石油天然气

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

27.18

研究员 邱瀚萱  
SAC No. S0570518050004 qiuhanxuan@htsc.com  
SFC No. BPN270

研究员 庄汀洲  
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com  
+86-10-56793939

研究员 刘曦  
SAC No. S0570515030003 liuxi@htsc.com  
SFC No. BQ5782 +86-25-83387130

联系人 龚润华  
SAC No. S0570119090058 gongrunhua@htsc.com  
SFC No. BQQ813

## 立足煤化工、发展石油化工，追求成本控制

公司现有业务集中于煤化工产业链，主要产品是焦炭和炭黑，2021年通过PDH产能扩张打通下游聚丙烯业务，并通过氢气协同增产炭黑。我们看好公司三点：一是公司充分进行产业链内部的循环利用，低成本优势凸显；二是公司产品品类和规模的扩张，提升综合竞争实力；三是随着20H2以来经济进入复苏通道，公司主要产品价格上行趋势或明显，盈利逐步改善。我们预计公司20-22年EPS为1.15/2.34/3.33元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 炭黑产能新增48万吨，并拓展丙烯、聚丙烯业务

公司现有产能主要是230万吨焦炭、24万吨炭黑，据公司可转债募集说明书，公司将扩建48万吨炭黑产能，并在青岛拓展丙烯及聚丙烯业务，产能分别为90、45万吨，公司预计投产时间为21年4月，我们预计22年公司炭黑、丙烯及聚丙烯业务毛利占比将分别达28%、36%。另外，由于山东焦炭去产能任务，公司将80万吨焦炭产能于21年底退出。公司业务结构的调整和丰富，将进一步增强综合竞争力，降低对单一产品的依赖性。

## 产业链循环利用，低成本优势凸显

公司现有焦化、炭黑等煤化工业务位于山东省德州齐河市，未来聚丙烯等石油化工业务将主要位于山东省青岛市，炭黑业务对焦化中产生的煤气等副产品进行了充分利用，公司焦炭、炭黑单吨成本、毛利较同行有优势，而聚丙烯业务可充分利用青岛的优质港口等优势。

## 21年经济复苏，产品价格提升，盈利空间或扩张

分产品看，焦炭方面，在产能去化背景下，预计21-22年仍是供给偏紧格局，焦炭均价或将持续上行。炭黑方面，受益于产能结构优化，汽车产销持续修复，带动炭黑产业盈利水平上行。丙烯、聚丙烯方面，同样受益于疫情后经济增速修复，且PP下游结构转型升级，即使未来产能扩张势头较强，丙烯、聚丙烯价格、盈利空间或扩张。

## 规模扩张叠加成本优势，首次覆盖给予“买入”评级

我们测算公司2021年焦炭及其它、炭黑以及C3产品归母净利润分别为9.54、5.81、4.39亿元，公司焦炭及其他业务部分PE(2021E)取8倍(公司焦化副产品深加工强于可比公司，估值应较可比公司均值7.0倍PE(2021E)溢价)；炭黑部分及C3部分，公司对应业务PE(2021E)分别参考Wind一致预期下的可比公司平均水平(16.0/13.7倍)，取为16/14倍，通过分部估值法测算得到公司目标市值为230.74亿元，股本8.49亿股，目标价27.18元，首次覆盖取为“买入”评级。

风险提示：经济不及预期，新项目进度不及预期；行业产能投放进度超预期。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	8,812	8,150	6,755	12,708	18,154
+/-%	32.47	(7.51)	(17.11)	88.12	42.86
归属母公司净利润(人民币百万)	1,270	762.33	971.92	1,989	2,825
+/-%	87.14	(39.99)	27.49	104.62	42.05
EPS(人民币，最新摊薄)	1.50	0.90	1.15	2.34	3.33
ROE(%)	26.10	12.93	11.70	19.59	22.28
PE(倍)	14.36	23.93	18.77	9.17	6.46
PB(倍)	3.75	3.30	2.30	1.86	1.48
EV EBITDA(倍)	10.04	14.28	12.23	5.98	4.24

资料来源：公司公告、华泰研究预测

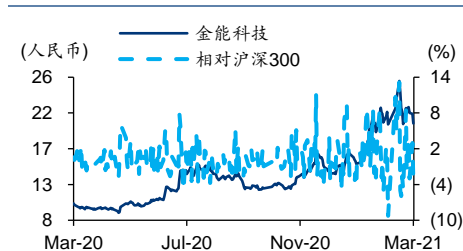
## 华泰证券2021春季线上策略会



## 基本数据

目标价(人民币)	27.18
收盘价(人民币 截至3月9日)	20.19
市值(人民币百万)	17,132
6个月平均日成交额(人民币百万)	251.99
52周价格范围(人民币)	8.94-25.53
BVPS(人民币)	7.62

## 股价走势图



资料来源：Wind

## 正文目录

投资要点 .....	5
公司战略：立足煤化工，发展石油化工 .....	6
公司概况：积极资本运作，扩充产能、扩张品类 .....	6
产能产品：立足焦炭、炭黑，继续拓展石油化工 .....	6
财务表现：预计石化化工部分在 2021 年释放业绩 .....	7
成本优势：充分循环利用，单吨毛利高于同行 .....	9
需求恢复，煤化工、石化产品涨价空间大 .....	12
焦炭产能收紧，预计 2021 年焦炭价格继续上行 .....	12
2020-2021 年，焦炭去产能继续 .....	12
焦炭产能利用率下降、利润走高 .....	13
地处山东，兼具客户、资源优势 .....	14
供给格局改善，需求回升有利于炭黑盈利修复 .....	14
落后产能淘汰，利润率向上修复 .....	14
经济复苏将刺激轮胎、炭黑需求 .....	17
PDH 顺应产业趋势，石化景气将带动盈利改善 .....	19
页岩气革命催生烯烃变革，国内气头工艺成为主流 .....	19
经济复苏及货币放水刺激油价，PDH 盈利弹性良好 .....	21
盈利预测与估值 .....	23
产销假设 .....	23
价格、成本及费用假设 .....	23
公司估值：首次覆盖给予“买入”评级 .....	25
风险提示 .....	26

## 图表目录

图表 1：秦庆平、王咏梅夫妇及女儿秦璐合计持有公司 58.2% 股份 .....	6
图表 2：公司利用 IPO、可转债、定向增发等工具募资扩张产能、扩充品类 .....	6
图表 3：预计 2021 年 4 月，在建项目 48 万吨炭黑、90 万吨丙烯、45 万吨聚丙烯投产 .....	7
图表 4：2021 年丙烯、聚丙烯贡献产品增量，2022 年焦化产量将下降 .....	7
图表 5：预计丙烯、聚丙烯将从 2021 年贡献营业收入 .....	8
图表 6：预计丙烯、聚丙烯将从 2021 年释放业绩（图中为毛利） .....	8
图表 7：经济复苏带动煤化工、石油化工产品毛利率上行 .....	8
图表 8：公司对上游占款、下游回款均有较强能力 .....	8
图表 9：公司经营性净现金流与归母净利润匹配度较好 .....	8
图表 10：丙烯、聚丙烯新产能等将带动公司整体 capex 上行 .....	8
图表 11：Capex 将短期削弱公司 FCFF .....	9
图表 12：公司资产负债率维持低位 .....	9
图表 13：公司出口占比维持在 10% 左右水平 .....	9

图表 14: 预计后期国内收入增速同步.....	9
图表 15: 公司德州基地焦炭-炭黑产品生产流程布局合理, 上下游资源循环利用.....	10
图表 16: 公司发电自给率较高.....	10
图表 17: 公司焦炭单吨成本在行业中为中下游水平.....	11
图表 18: 金能科技焦炭单吨毛利仅次于宝丰能源.....	11
图表 19: 金能科技炭黑单吨成本低于同业.....	11
图表 20: 金能科技炭黑单吨毛利高于同业.....	11
图表 21: 公司青岛基地的循环生产.....	11
图表 22: 焦炭供需平衡表.....	12
图表 23: 高炉产能利用率维持高位, 波动较小(农历图).....	13
图表 24: 焦炭产能淘汰, 全国产能利用率下降(农历图).....	13
图表 25: 焦炭利润不断走高(农历图).....	13
图表 26: 港口焦炭库存相对低位(农历图).....	13
图表 27: 独立焦化厂库存相对低位(农历图).....	14
图表 28: 钢厂焦炭库存略低于去年同期水平(农历).....	14
图表 29: 2020 年山东省出现焦炭供给缺口.....	14
图表 30: 2014-2020 年山东省焦煤需求、焦炭供应、缺口.....	14
图表 31: 2019 年我国炭黑下游消费领域占比情况.....	15
图表 32: 2010-2019 年中国炭黑产能、产量及增速情况.....	15
图表 33: 2019 年我国炭黑产能分布情况.....	15
图表 34: 2019 年中国炭黑产能规模分布情况.....	15
图表 35: 2020 年下半年炭黑行业开工率快速回升.....	16
图表 36: 2010-2018 炭黑行业利润率统计.....	16
图表 37: 炭黑行业龙头公司单吨生产成本对比.....	16
图表 38: 炭黑行业龙头公司毛利率对比.....	16
图表 39: 2021-2022 年炭黑行业新增产能统计.....	17
图表 40: 2019 年轮胎工业下游应用市场份额占比.....	17
图表 41: 2020 年 5 月以来我国汽车月产量增速持续为正.....	17
图表 42: 我国客运及货运量逐步回升.....	17
图表 43: 2020 年下半年以来国内汽柴油需求回升.....	17
图表 44: 2020 年下半年以来中国轮胎出口量持续回升.....	18
图表 45: 2020 年下半年以来我国制造业投资逐步回暖.....	18
图表 46: 2020 年 4 月以来炭黑行业进入持续去库存阶段.....	18
图表 47: 2020 年下半年以来炭黑价差持续扩大.....	18
图表 48: 丙烯产业链示意图.....	19
图表 49: 页岩气革命后美国丙烷出口大幅增长.....	19
图表 50: 中国丙烯产能供给占比(按原料).....	19
图表 51: PDH 成本颇具优势.....	20
图表 52: 中国丙烯对外依存度持续下降.....	20
图表 53: PDH 装置历年保持良好盈利能力.....	20

图表 54: 丙烷脱氢制丙烯仍大行其道.....	21
图表 55: 公司项目在投资额及配套方面具备后发优势.....	21
图表 56: 原油价格与石脑油、丙烷及聚丙烯的联动性.....	22
图表 57: 丙烯下游产品盈利良好带动开工率修复.....	22
图表 58: 聚丙烯需求与 GDP 相关性较强.....	22
图表 59: PDH 价差有望逐步回升.....	22
图表 60: 公司主要财务指标预测.....	23
图表 61: 公司主要产品产能、产销量假设(万吨).....	23
图表 62: 公司主要产品的价格、成本、吨毛利假设(元/吨).....	24
图表 63: 公司主要产品的营收、毛利率假设(百万元).....	25
图表 64: 公司费用率假设.....	25
图表 65: 可比公司估值.....	25
图表 66: 金能科技 PE-Bands.....	26
图表 67: 金能科技 PB-Bands.....	26

## 投资要点

金能科技依托传统焦化业务，充分利用焦化产生的煤气及副产物，通过深加工实现甲基苯酚、山梨酸钾等盈利能力相对稳定的精细化工品生产，并且利用焦炉煤气带动热电联产装置，使得德州基地整体成本显著下降。公司传统炭黑业务依靠煤焦油、热电的配套优势，2019年单吨成本显著低于同行10%-15%。在经济复苏，焦炭产能收紧的背景下，焦炭价格上涨使公司享受业绩弹性，炭黑方面在轮胎需求改善，行业供给渐显有序的环境下，盈利亦逐步提升。公司传统主业受益于疫情后的回暖。

而成长性方面，由于受限于焦化产能限制，公司通过在青岛董家湾投资90万吨丙烷脱氢制丙烯项目。实现由煤化工向石油化工的跨越，并且秉承公司一体化发展优势，利用副产氢气作为燃料降低青岛扩产的炭黑生产成本。丙烯是石油化工领域C3产业链的基石，公司先期布局下游PP产品实现产业链延伸，且公司项目投资较低，配套丙烷储罐，后发优势显著。另一方面，在经济复苏、油价抬升的背景下，公司气头路线所产丙烯有望享受油价上行带来的业绩增量。

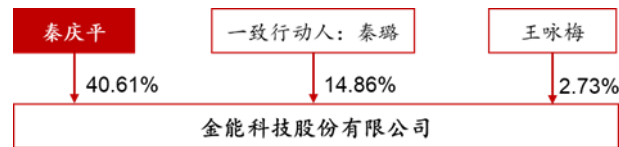
综上，我们认为金能科技在业务转型期秉承自身一贯的一体化发展逻辑，通过切入石化产业链打开未来成长性，且新投产项目及传统业务恰逢焦炭、炭黑、丙烯产业景气上行期，兼具“周期+成长”双重属性。

## 公司战略：立足煤化工，发展石油化工

### 公司概况：积极资本运作，扩充产能、扩张品类

小非陆续退出公司股东，解禁减持压力减小。金能科技股份有限公司（以下简称“公司”）主营炼焦、炭黑等业务，公司于2017年5月在上交所上市。秦庆平、王咏梅夫妇为公司控股股东、实际控制人，秦璐系一致行动人，三人合计持有公司58.2%股权。截止2021年2月18日，公司总股本8.49亿股，其中自由流通股份3.79亿股。

图表1：秦庆平、王咏梅夫妇及女儿秦璐合计持有公司58.2%股份



资料来源：《金能科技：非公开发行股票发行结果暨股本变动的公告》（2020.11.12），华泰研究

公司上市之初，有较多私募股权基金股东，如复星创富、国投协力、国投创新等，合计持股1.95亿股（28.86%），从2018年5月11日开始解禁减持，到2020年10月17日（最新相关公告，2020-144），上述私募股权基金股东中有明确信息的为国投协力及国投创新（一致行动人），持股从6803万股（10.06%）下降至3252万股（4.03%）。

公司积极进行资本运作，扩产产能、扩张品类。公司通过IPO募资净额为9.76亿元，原计划投资50万吨煤焦油加氢精制项目、5\*4万吨高性能炭黑项目，截止2018年3月，煤焦油项目未实施，炭黑项目完成2条产线建设。2018年3月，考虑到炭黑及聚丙烯拥有较好的发展前景，公司发布公告（2018-020）变更募投项目为90万吨/年丙烷脱氢与8\*6万吨/年绿色炭黑循环利用项目，2019年10月公司继续发行可转债募集资金用于上述项目，并于2020年11月定向增发募集资金9.94亿元用于配套的45万吨聚丙烯产能建设。

图表2：公司利用IPO、可转债、定向增发等工具募资扩张产能、扩充品类

	总投资	IPO资金	可转债资金	定向增发	预计投产时间
90万吨/年丙烷脱氢及8*6万吨/年绿色炭黑循环利用项目	68.36亿元	7.94亿元	14.85亿元		2021年4月
45万吨/年高性能聚丙烯项目	39.87亿元			9.94亿元	2021年4月

资料来源：公司公告，华泰研究

### 产能产品：立足焦炭、炭黑，继续拓展石油化工

焦炭、炭黑、精细化工、石化四大板块将成型。根据产品用途及应用领域的差异，公司业务可划分为四大板块，分别是焦炭、炭黑、精细化工产品（白炭黑、山梨酸钾、对甲基苯酚）和石油化工（丙烯、聚丙烯），其中石油化工系公司上市后募资建设项目。

截止2021年2月，公司焦化、炭黑、甲醇、山梨酸（钾）、纯苯、白炭黑、对甲基苯酚产能分别为230、28、10、1.2、10、6、1.5万吨，在建产能包括48万吨炭黑、90万吨丙烯、45万吨聚丙烯，预计2021年4月投产，公司后续将再建90万吨丙烯产能及相应聚丙烯产能。此外，山东省工信厅2020年5月发布《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》，公司的两座4.3米焦炉、80万吨产能将于2021年底压减退出。

图表3： 预计 2021 年 4 月，在建项目 48 万吨炭黑、90 万吨丙烯、45 万吨聚丙烯投产

产能：万吨	主要上游原料	用途	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
焦炭	焦煤、1/3 焦煤等	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	230.0	230.0	230.0	230.0	230.0	230.0	150.0
煤焦油深加工	煤焦油		30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
炭黑	煤焦油	轮胎等橡胶制品	22.0	22.0	23.5	24.0	24.0	72.0	72.0
丙烯	丙烷	重要石化基础原料，最大下游产品是聚丙烯，其他包括丙烯腈、异丙醇等						90.0	90.0
聚丙烯	丙烯	五大通用塑料之一，广泛应用于汽车、家电、电子、包装、建材家居等领域						45.0	45.0
精细化工：									
纯苯	粗苯	苯乙烯、苯酚、己内酰胺、尼龙 66 盐、氯化苯、硝基苯、烷基苯、和顺酐等	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
甲醇	焦炉煤气	基础有机化工原料，用来生产甲醛、甲胺、醋酸、烯烃等各种有机化工产品；清洁燃料	10.0	10.0	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3
白炭黑	石英砂、纯碱、硫酸	轮胎等橡胶制品、饲料载体领域	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
甲基苯酚	甲苯、硫磺、片碱等	抗氧化剂、医药中间体和消毒剂、紫外线吸收剂、农药中间体等	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
山梨酸及山梨酸钾	巴豆醛、醋酸、氯氧化钾	食品、饮料、烟草、医药、化妆品、农产品、宠物家禽饲料等行业	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

资料来源：公司 2019 年年报，可转债募集说明书，山东省工信厅《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》，华泰研究预测

**按销售计划排产，产品以直销为主、经销为辅。**公司年初基于形势预判，结合市场情况及生产实际，制定年度生产经营计划，分解到月，送达生产厂，生产厂依据生产能力、资源保障、市场需求编制企业生产计划并实施生产。公司的销售模式包括直销和经销两种。公司主要产品以直销为主，经销为辅。其中焦炭、炭黑、白炭黑、对甲基苯酚、纯苯、甲醇以直销模式为主，山梨酸（钾）以经销模式为主。

图表4： 2021 年丙烯、聚丙烯贡献产品增量，2022 年焦化产量将下降

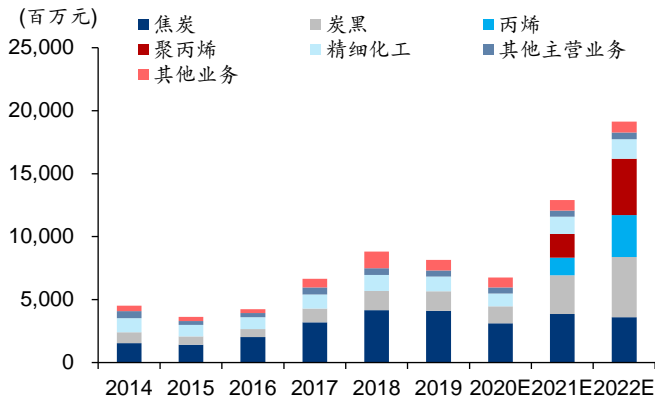
产量：万吨	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
焦炭	175.4	204.6	216.8	192.9	203.8	213.2	181.4	225.4	142.5
炭黑	18.4	18.2	19.3	20.0	24.3	28.6	30.2	57.6	79.2
丙烯								20.0	42.3
聚丙烯								20.3	42.8
精细化工：									
纯苯	7.4	5.4	6.2	4.8	4.0	3.8	1.0	2.0	2.0
甲醇	1.8	11.6	10.6	10.2	14.2	16.1	13.8	14.7	14.7
白炭黑	3.4	3.1	4.2	3.8	4.2	3.3	3.6	3.6	3.6
甲基苯酚	0.9	0.9	0.8	0.9	1.1	1.2	1.0	1.2	1.2
山梨酸及山梨酸钾	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3

资料来源：公司 2019 年年报，可转债募集说明书，山东省工信厅《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》，华泰研究预测

### 财务表现：预计石化化工部分在 2021 年释放业绩

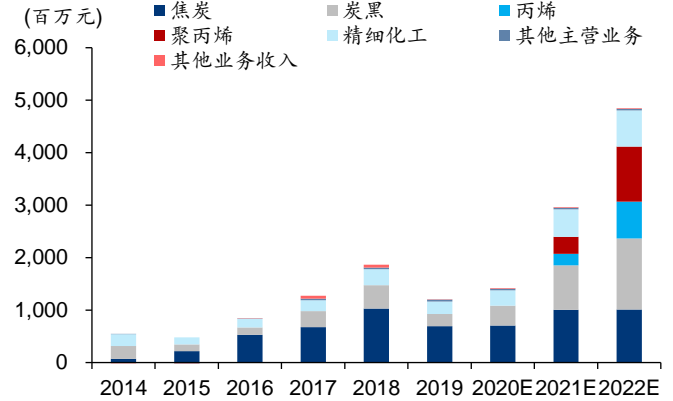
预计 2021 年公司营业收入结构将发生变化。从历史财务数据看，焦炭、炭黑是公司的主要业务，但收入、毛利水平受经济周期波动影响较大，如 2015、2016 年分别是焦炭、炭黑价格的低点，后期随着下游需求、盈利修复，焦炭、炭黑价格迎来修复。另外，预计 2021 年 4 月，公司 90 万吨丙烯、45 万吨聚丙烯及 48 万吨炭黑产能投产，叠加全球经济修复，焦炭、炭黑、聚丙烯等商品价格有望普涨，公司营收、毛利结构将发生变化。

图表5: 预计丙烯、聚丙烯将从2021年贡献营业收入



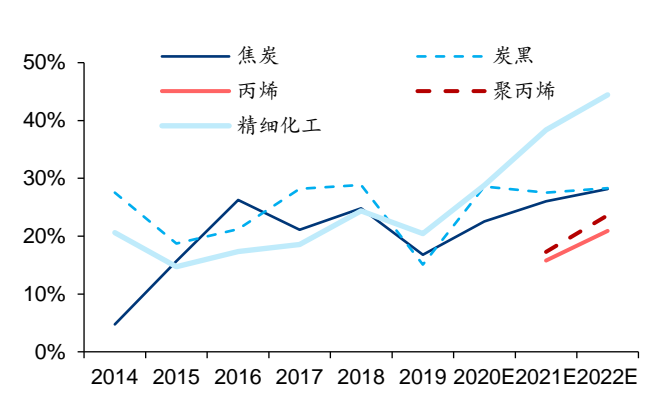
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表6: 预计丙烯、聚丙烯将从2021年释放业绩(图中为毛利)



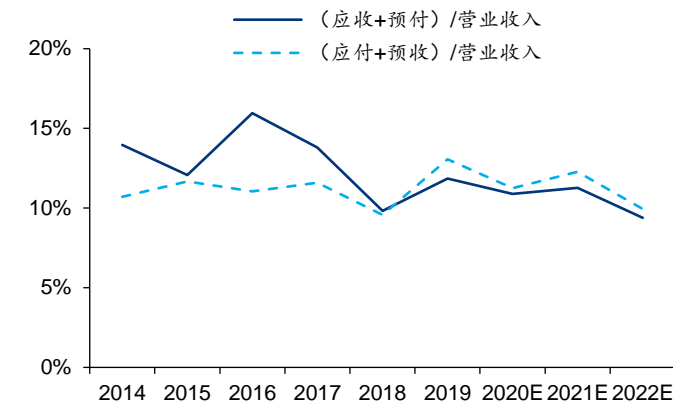
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表7: 经济复苏带动煤化工、石油化工产品毛利率上行



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

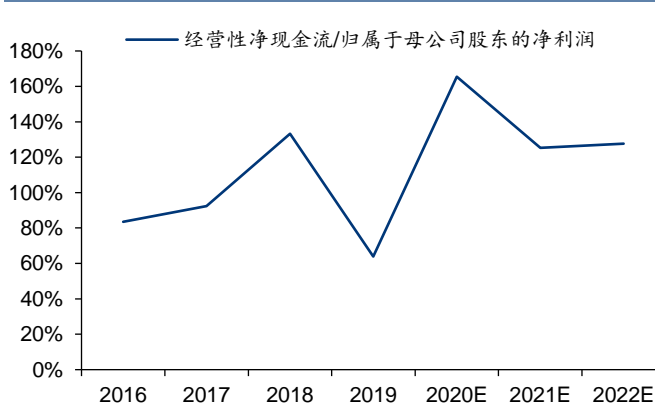
图表8: 公司对上游占款、下游回款均有较强能力



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

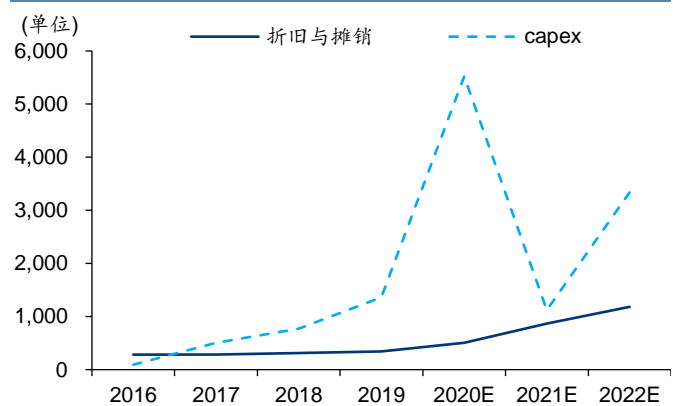
归母净利与经营性净现金流一致性较强。公司应收、预付合计占比在10%-15%，且对上游占款、下游回款均有较强能力，应付、预收合计占比10%-15%，公司现金流较好，归母净利润与经营性净现金流一致性较强。

图表9: 公司经营性净现金流与归母净利润匹配度较好



资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

图表10: 丙烯、聚丙烯新产能等将带动公司整体capex上行

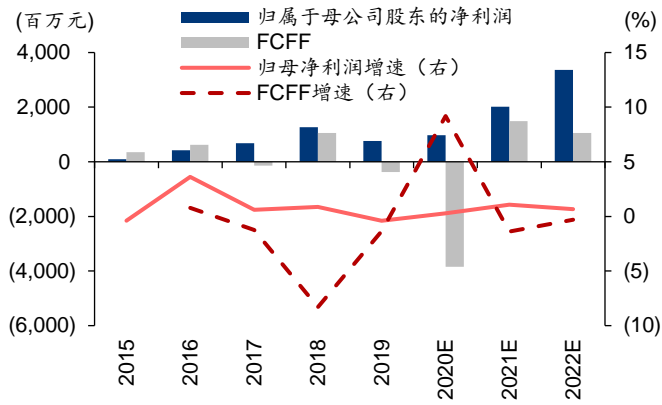


资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

预计20-23年Capex高, FCFF相对较差。因公司目前在建48万吨炭黑、90万吨丙烯、45万吨聚丙烯, 后续还将再建90万吨丙烯产能及相应聚丙烯产能, 因此预计2020年到2023年公司Capex都将维持高位, 自由现金流相对较差。

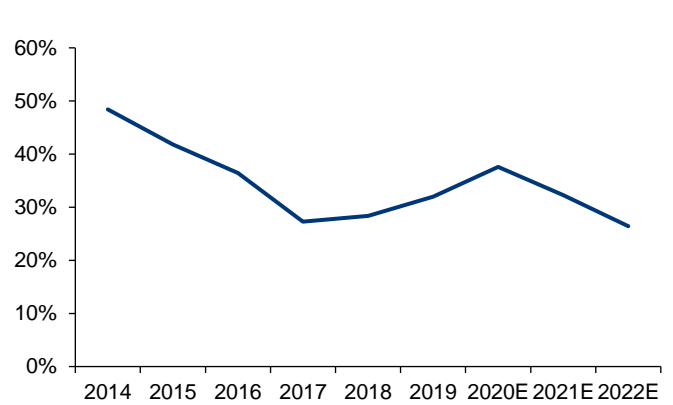


图表11: Capex 将短期削弱公司 FCFF



资料来源:公司公告, 华泰研究预测

图表12: 公司资产负债率维持低位

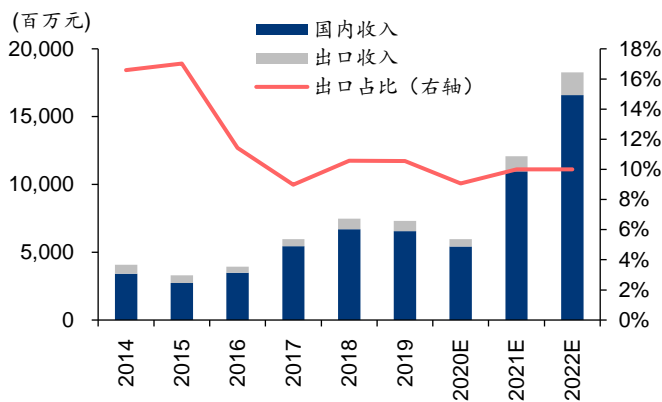


资料来源:公司公告, 华泰研究预测

**理财产品收益、利息收入基本覆盖利息支出。**据公司20年三季报,20年9月末,短期借款5.32亿元,货币资金4.55亿元,推测银行理财13.50亿元,期间,公司利息支出2.29百万元、利息收入1.84百万元,理财产品收益3.07百万元,现阶段理财产品收益及利息收入基本可覆盖利息支出。

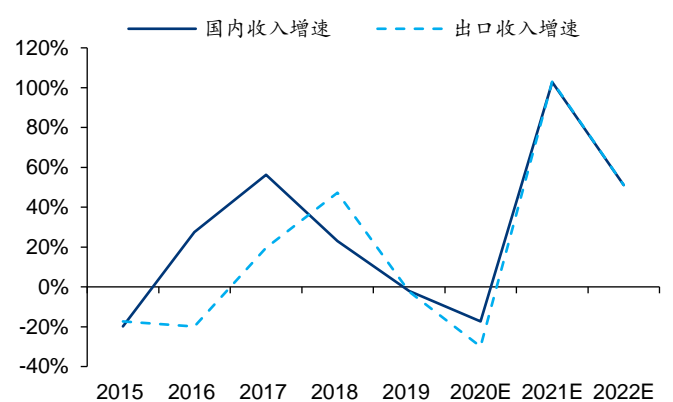
**2015年“双反”后,对海外市场依赖程度低。**公司向海外市场出口产品主要包括炭黑、对甲基苯酚和山梨酸(钾),2014-2016年公司出口在主营业务收入的比例分别为16.59%、17.02%和11.42%。2015年后,公司出口收入占比降低,主要因美国“双反”等。

图表13: 公司出口占比维持在10%左右水平



资料来源:公司公告, 华泰研究预测

图表14: 预计后期内收入增速同步



资料来源:公司公告, 华泰研究预测

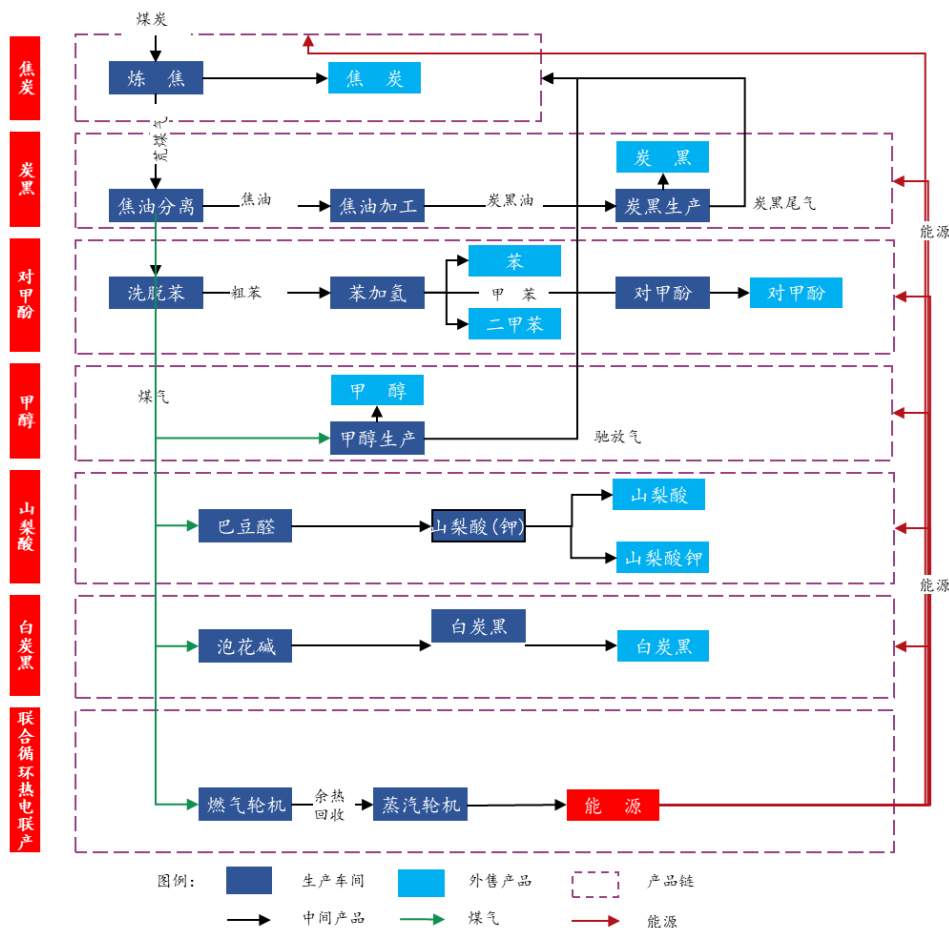
### 成本优势: 充分循环利用, 单吨毛利高于同行

公司现有焦化、炭黑等煤化工业务位于山东省德州齐河市,未来聚丙烯等石油化工业务将主要位于山东省青岛市,前者对焦化中产生的煤气等副产品进行了充分利用,公司焦炭、炭黑单吨成本、毛利较同行有优势,后者可充分利用青岛的优质港口等优势。

**现有业务围绕焦化展开,充分利用焦化煤气。**公司现有业务主要围绕焦化业务展开,焦化设备包括7米顶装焦炉等,技术先进,全部采用干熄焦工艺,节能环保。公司充分利用焦化中产生的煤气,研发创新从煤气中提炼煤焦油用于炭黑生产,煤焦油不足部分可从周边焦化厂采购,检测手段先进,拥有炭黑国家认可实验室,炭黑尾气还可以回收至焦炉炼焦。煤气中除可分离出煤焦油外,还可分离出粗苯,粗苯用于苯加氢车间的原料,产出的甲苯是甲基苯酚的原料。

分离完煤焦油和粗苯的煤气可用于甲醇的原料，并且在生产甲醇时释放的驰放气可回收至焦炉炼焦，此外煤气也可用于炭黑、山梨酸钾、白炭黑、对甲苯酚等产品的燃料。炼焦中除产生煤气外，还有蒸汽，公司应用煤气和蒸汽作为发电的燃料，汽轮机利用荒煤气热电联产系公司首创，并且发电后的尾气回收可二次热电联产，拥有国家发明专利。

图表15： 公司德州基地焦炭-炭黑产品生产流程布局合理，上下游资源循环利用



资料来源：招股说明书，华泰研究

根据公司招股说明书，公司德州基地拥有自备电厂，16-18年自发电量为4.01、4.15、5.62亿千瓦时，发电自给率在90%左右。

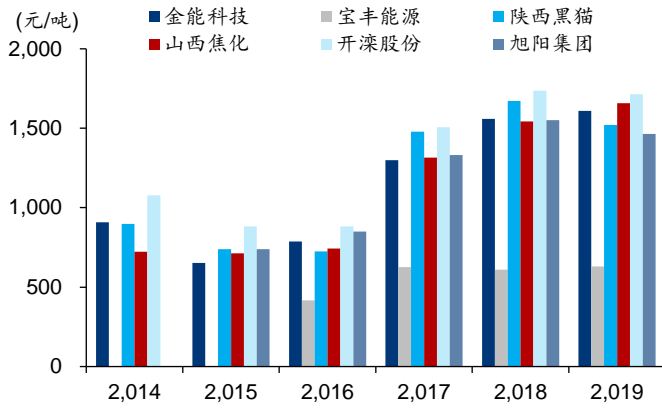
图表16： 公司发电自给率较高

	单位	2014	2015	2016	2017	2018
耗用量	万千瓦时	28,821	39,112	40,141	41,480	56,217
自给率		98%	94%	97%	96%	87%
生产量	万千瓦时	28,276	36,942	38,983	39,762	48,677
自产电单位成本	元/千瓦时	0.58	0.53	0.44		
自产电成本	万元	16,482	19,705	17,063		
外购电单位成本	元/千瓦时	0.68	0.68	0.68		
节约电成本	万元	2,828	5,541	9,356		

资料来源：招股说明书，可转债募集说明书，华泰研究

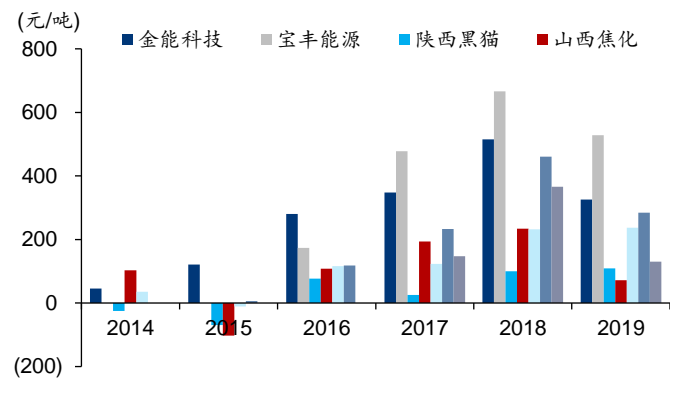
公司焦炭、炭黑成本低，单吨毛利高于同业。公司充分利用焦炭生产中的尾气，提炼煤焦油，利用尾气发电等，成功降低焦炭、炭黑生产成本。与焦炭同业相比，公司单吨焦炭毛利高于行业平均水平、旭阳集团等，仅次于宝丰能源，宝丰能源焦炭单吨毛利较公司高主要因宝丰能源自有优质焦煤资源。与炭黑同业相比，公司炭黑单吨成本较同业低，单吨毛利也较同业高，优势十分明显。

图表17: 公司焦炭单吨成本在行业中为中下游水平



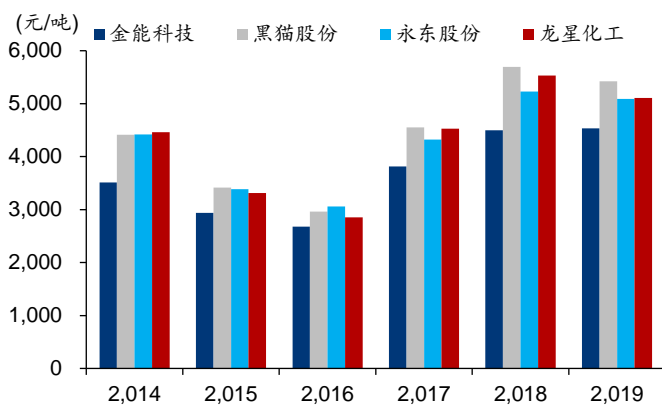
注: 宝丰能源焦炭成本低主要因拥有焦煤资源  
资料来源: 金能科技、宝丰能源(600989 CH)、陕西黑猫(601015 CH)、山西焦化(600740CH)、开滦股份(600997 CH)、旭阳集团(1907 HK) 年报, 华泰研究

图表18: 金能科技焦炭单吨毛利仅次于宝丰能源



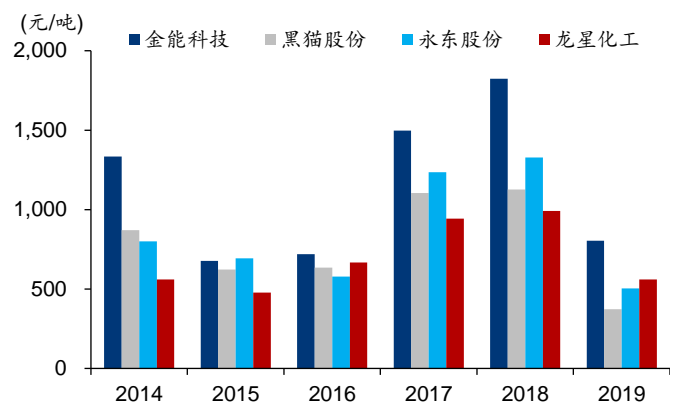
注: 宝丰能源焦炭毛利较高主要因拥有焦煤资源  
资料来源: 金能科技、宝丰能源(600989 CH)、陕西黑猫(601015 CH)、山西焦化(600740CH)、开滦股份(600997 CH)、旭阳集团(1907 HK) 年报, 华泰研究

图表19: 金能科技炭黑单吨成本低于同业



注: 公司在2020年中报中, 将运费分摊至营业成本, 根据2020年中报披露的数据比例, 对2014-2019年数据进行回溯调整  
资料来源: 金能科技、黑猫股份(002068 CH)、永东股份(002753 CH)、龙星化工(002442 CH) 年报, 华泰研究

图表20: 金能科技炭黑单吨毛利高于同业

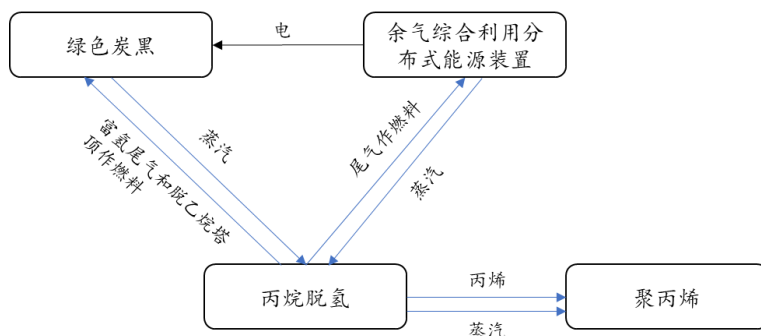


注: 公司在2020年中报中, 将运费分摊至营业成本, 根据2020年中报披露的数据比例, 对2014-2019年数据进行回溯调整  
资料来源: 金能科技、黑猫股份(002068 CH)、永东股份(002753 CH)、龙星化工(002442 CH) 年报, 华泰研究

**丙烯、聚丙烯、炭黑形成良好的资源循环利用。**据公司可转债募集说明书, 公司在建项目位于青岛, 其中90万吨丙烷脱氢装置产能是世界上最大的单体装置产能, 未来两条90万吨共180万吨/年产能也将创世界上单家工厂产能之最, 45万吨/年聚丙烯装置将是国内最大的单体装置产能, 且采用成熟的Spheripol工艺, 具有原材料消耗低、产品收率高的特点。

青岛为港口城市, 公司可借助天然优良深水港进口丙烷, 丙烷脱氢的富氢尾可用于炭黑的反应炉燃料气, 为炭黑生产提供热量, 也可用于发电装置的燃料。炭黑装置尾气也可产生热能供丙烷脱氢装置使用, 丙烯、聚丙烯与炭黑形成良好的资源循环利用。

图表21: 公司青岛基地的循环生产



资料来源: 增发募集说明书, 华泰研究

## 需求恢复，煤化工、石化产品涨价空间大

### 焦炭产能收紧，预计 2021 年焦炭价格继续上行

#### 2020-2021 年，焦炭去产能继续

**2018 年国家要求“以钢定焦”，焦化去产能拉开帷幕。**2018 年，随着钢铁去产能的顺利推进，政策层面开始推进焦化去产能，主要目的包括淘汰落后设备、优化产业布局、减少环境污染等。2018 年 7 月，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》（国发〔2018〕22 号），要求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。2018 年 9 月，生态环境部等 18 个单位印发了《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》（环大气〔2018〕100 号），其中明确提出河北、山西省全面启动炭化室高度在 4.3 米及以下、运行寿命超过 10 年的焦炉淘汰工作。

产能去化主要集中在江苏、山东、河北、河南、山西五省，各地淘汰多以落后的 4.3 米以下焦炉为目标，且多通过对焦炭产能总量或通过以钢定焦形式对产能规模进行限制。整体看都是减量置换，例如河北通过以钢定焦、焦炭产能升级，预计净减少 632 万吨（文件要求 2020 年底，预计实际情况会延迟），河南 2020 年净淘汰约 150 万吨。

**2020 为“三年行动”收官年，各地加码焦化去产能。**因 2020 年为“打赢蓝天保卫战三年行动计划”的收官年，各省市均出台政策推动去产能。山东、江苏完成情况较好，两省累计压减 1390 万吨，且在产产能占比高，而山西、河北、河南三省完成情况较差。

**20 年净淘汰 1947 万吨产能，预计 21H1 焦化供给偏紧。**据 Mysteel，截止 2020 年 12 月 25 日，20 年全国已淘汰焦化产能 5525 万吨，新增 3578 万吨，净淘汰 1947 万吨；12 月底前仍将淘汰焦化产能 1255 万吨，新增 218 万吨，全年预计净淘汰 2987 万吨。但我们认为由于焦化产能趋紧，且钢铁生产仍旺盛，因此 20 年焦炭产能置换进度或已滞后，剩余置换计划或延续至 21H1。

据 Mysteel，2021 年仍有计划淘汰产能 2500 万吨，新增产能 6186 万吨，净新增产能 3686 万吨；结合 20 年全年计划目标看，预计 20-21 年焦化产能小幅净新增约 700 万吨，增量并不明显。另外，根据 20 年情况看，新增项目实际投产时间要比预期的长，正常新焦炉出焦时间大概需要 3 个月左右，但由于大部分新项目配套设施建设以及企业资金等多方面因素，实际投产时间大约在 5-6 个月。而 20Q4 淘汰产能集中，20H1 虽有 3800 万左右的新增投产计划，但由于实际的投产可能会延期，且 20H1 仍有约 1700 万淘汰任务，因此 20H1 新增产能有可能会不及预期，难以补给目前焦化产能缺口，叠加 20 年剩余产能置换进度滞后，20H1 焦化产能供给或呈偏紧格局。

**图表 22：焦炭供需平衡表**

单位：万吨	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
焦炭产量	43,143	44,834	47,126	47,126	48,101	48,342
焦炭进口	1	9	52	366	1,464	2,197
	YoY	838.6%	475.2%	600.0%	300.0%	50.0%
焦炭出口	809	975	652	359	287	258
	YoY	20.5%	-33.1%	-45.0%	-20.0%	-10.0%
焦炭表观消费量	42,335	43,868	46,526	47,134	49,279	50,280
焦炭消费量（国家统计局）	43,743	43,717	48,510	49,609	50,231	50,353
生铁产量	71,362	77,988	80,849	84,083	86,606	88,338
	YoY	9.3%	3.7%	4.0%	3.0%	2.0%
焦炭消费量/生铁产量	61%	56%	60%	59%	58%	57%
焦炭表观消费量-焦炭消费量（供需缺口）	-1,408	151	-1,983	-2,476	-953	-72
焦炭均价（元/吨）	1,670	2,075	1,935	1,788	2,235	2,525
	YoY	24.3%	-6.7%	-7.6%	25.0%	13.0%

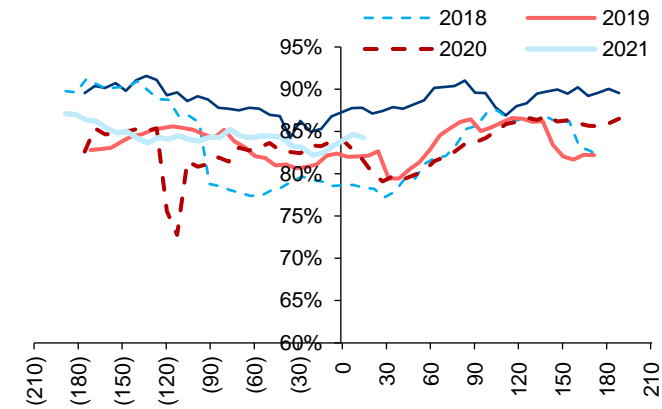
资料来源：Wind，国家统计局，Mysteel，华泰研究预测

从年度供需平衡测算角度看，供给端，焦炭产量根据前述产能变动情况进行假设测算，进口延续上行、出口延续下行趋势；需求端，考虑 21-22 年需求侧仍有支撑、生铁产量继续增长。最终测算得到 20-22 年焦炭均是供给偏紧格局，焦炭均价走高。

### 焦炭产能利用率下降、利润走高

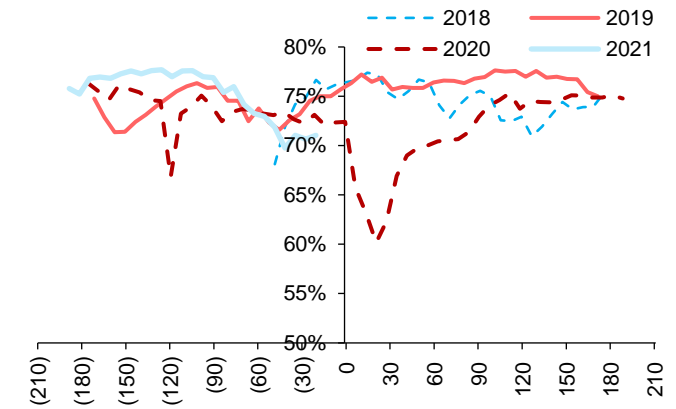
**焦化去产能落地，利润继续走高。**从焦炭的需求端看，2020 年高炉产能利用率除在疫情期间受影响外，其余时间段均保持高位运行；20Q4 至今，山西等地焦化去产能落地，全国焦化产能（含淘汰产能）利用率下降，焦炭利润走高。

图表23：高炉产能利用率维持高位，波动较小（农历图）



注：横轴代表距当年春节时点的天数  
资料来源：Mysteel，华泰研究

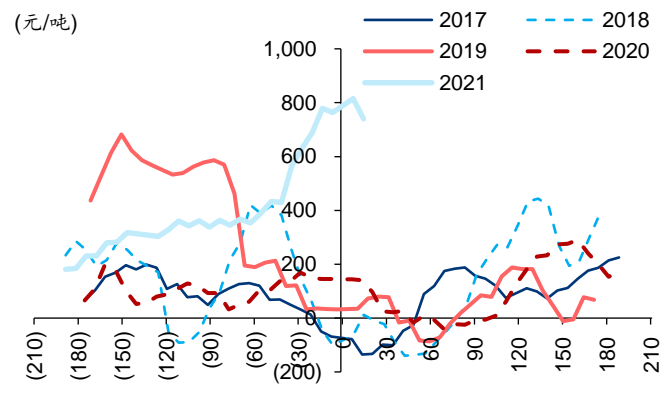
图表24：焦炭产能淘汰，全国产能利用率下降（农历图）



注：横轴代表距当年春节时点的天数  
资料来源：Mysteel，华泰研究

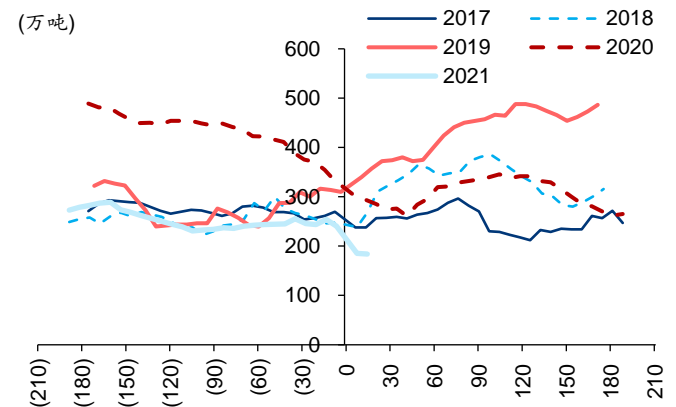
**港口等多个环节焦炭库存偏低位。**港口、焦化厂库存均偏低，仅钢厂的焦炭库存维持正常水平。上游的港口、独立焦化厂等库存水平偏低，意味着后续焦炭价格易涨难跌。

图表25：焦炭利润不断走高（农历图）



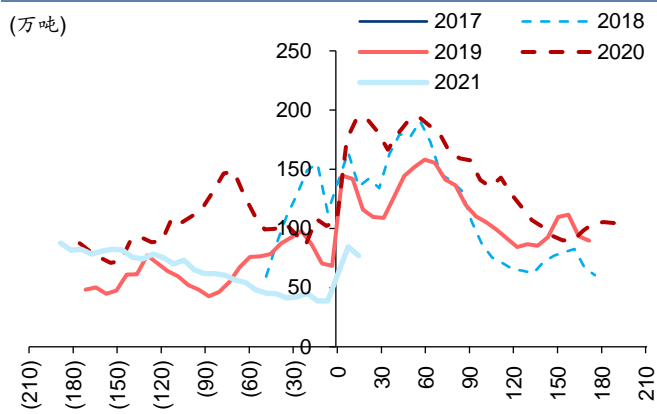
注：横轴代表距当年春节时点的天数  
资料来源：Mysteel，华泰研究

图表26：港口焦炭库存相对低位（农历图）



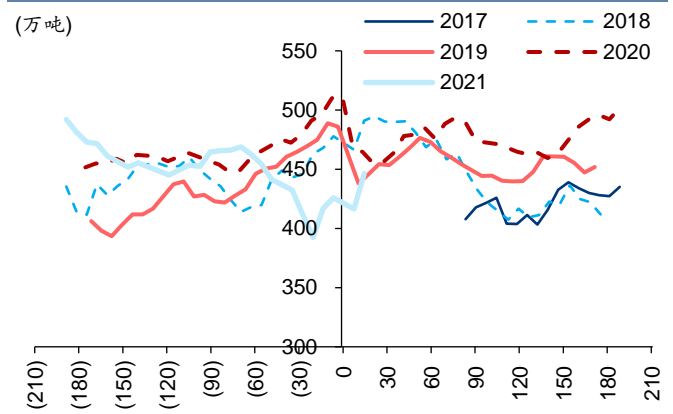
注：横轴代表距当年春节时点的天数  
资料来源：Mysteel，华泰研究

图表27: 独立焦化厂库存相对低位(农历图)



注: 横轴代表距当年春节时点的天数  
资料来源: Mysteel, 华泰研究

图表28: 钢厂焦炭库存略低于去年同期水平(农历)

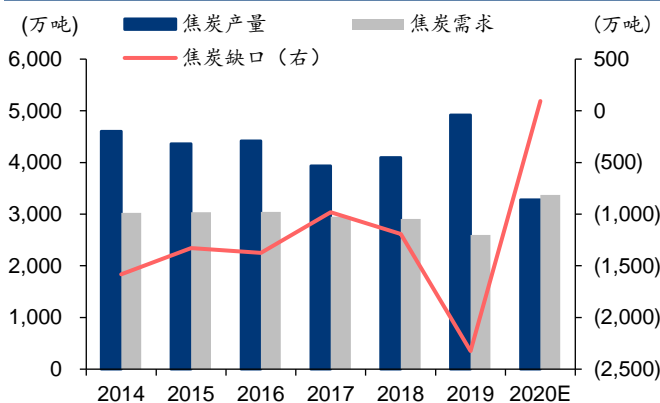


注: 横轴代表距当年春节时点的天数  
资料来源: Mysteel, 华泰研究

### 地处山东, 兼具客户、资源优势

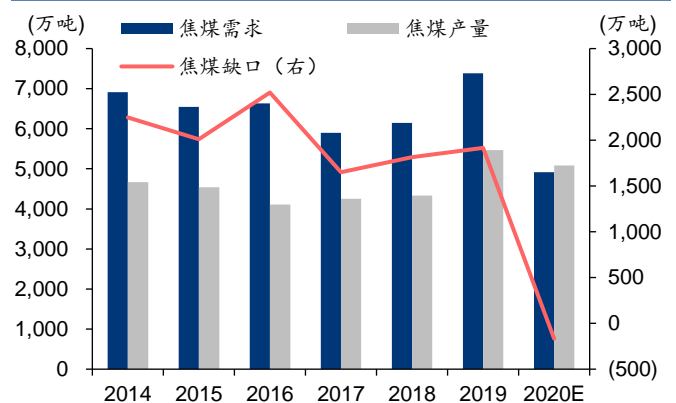
山东焦化去产能推进, 焦炭供给缺口扩大。山东省是国内钢铁大省, 拥有山东钢铁集团(未上市)等钢厂, 2019年山东省生铁、粗钢产量分别达到5770、6357万吨, 占比分别为7%、6%, 均为国内第四。从往年数据看, 山东为焦炭供给富余省份, 随着2020年焦化去产能进行, 山东省焦炭供需趋向平衡并出现焦炭供给缺口, 一定程度上利好公司等本地焦化厂。

图表29: 2020年山东省出现焦炭供给缺口



资料来源: Mysteel, 华泰研究预测

图表30: 2014-2020年山东省焦煤需求、焦炭供应、缺口



资料来源: Mysteel, 华泰研究预测

山东系国内煤炭大省, 且焦煤供给逐渐富余。山东系国内煤炭大省, 储量大、种类多, 公司焦化产能地处山东省德州市齐河县, 为黄河北煤田腹地(拥有高质量的主焦煤、1/3焦煤), 2019年山东省炼焦煤(包括主焦煤、1/3焦煤等)产量达到1.16亿吨, 国内占比10%, 为国内第二大焦煤大省。从往年数据看, 山东省为焦煤净流入省份, 随着本地焦化产能的去化, 焦煤供给逐渐富余, 利好公司等本地焦化厂。

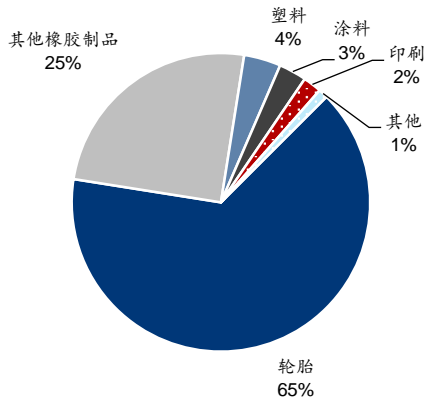
### 供给格局改善, 需求回升有利于炭黑盈利修复

#### 落后产能淘汰, 利润率向上修复

炭黑是由含碳物质(煤、天然气、重油、燃料油等)在空气不足的条件下经不完全燃烧或受热分解而得到的一种轻、松而极细的黑色粉末, 在汽车产业、锂电产业以及提高民用生活产品质量等方面发挥着不可替代的作用。据百川资讯, 2019年轮胎用炭黑可达总量的65%。其他橡胶制品(传送带、乳胶制品等)的炭黑用量达25%。

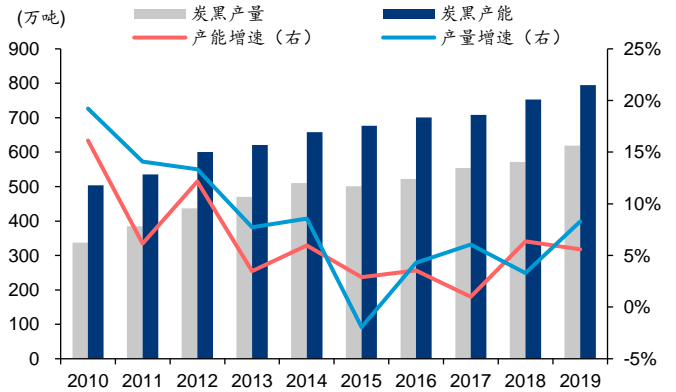
由于炭黑下游汽车以及轮胎产业我国在全球比重持续提高, 全球炭黑产能亦转移至我国, 2005年我国炭黑产量仅占全球的15%, 2017年产量占比已提升至43%。据百川资讯, 2006-2019年我国炭黑产能由274万吨增长至795万吨, 产量由185万吨增长至619万吨, 年复合增速分别达8.54%、9.74%, 成为全球第一大炭黑生产国, 2019年我国炭黑净出口73.7万吨, 约占产量12%。

图表31: 2019年我国炭黑下游消费领域占比情况



资料来源:百川盈孚, 华泰研究

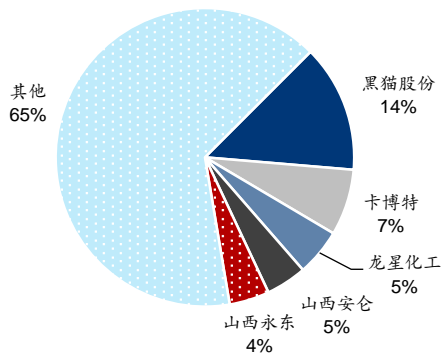
图表32: 2010-2019年中国炭黑产能、产量及增速情况



资料来源:百川盈孚, 华泰研究

近年来虽然我国炭黑行业产能和产量均实现快速发展,但与国外相比,国内多数炭黑产能集中于中小型企业,仍处于垄断竞争阶段。据百川盈孚统计,2019年国内各大炭黑生产企业中,仅黑猫股份产能超100万吨,但占总产能仅14%,前五大炭黑生产企业合计产能277万吨,占总产能的35%,国内产能20万吨以下的和10万吨以下的合计产能占比分别达到50%和39%。

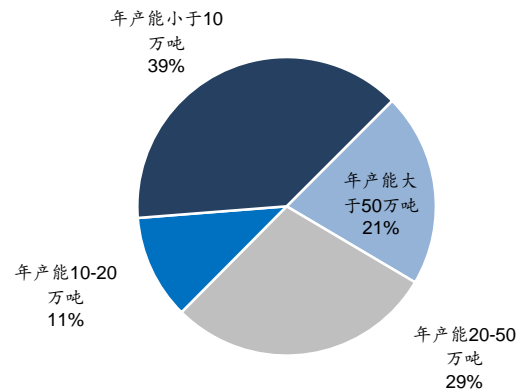
图表33: 2019年我国炭黑产能分布情况



注:黑猫股份(002068 CH),卡博特(CBT N),龙星化工(002442 CH),其余未上市

资料来源:百川盈孚, 华泰研究

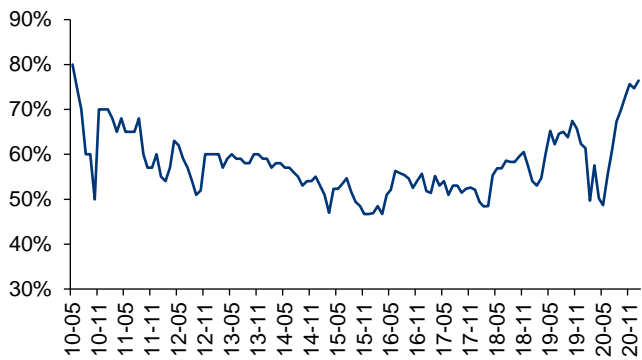
图表34: 2019年中国炭黑产能规模分布情况



资料来源:百川盈孚, 华泰研究

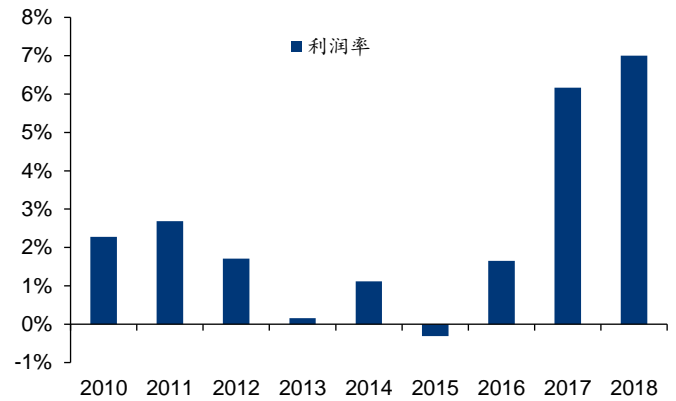
由于行业内中小厂商盲目扩产,导致行业过度竞争。2010-2019年我国炭黑行业产能和产量增速虽有所放缓,但产能远远大于需求的态势并未本质性改变,行业开工率常年维持在60%左右。截止2019年底,我国炭黑需求量498.2万吨,但相比总产能795万吨仍相差较大。为获取市场份额,国内大多炭黑企业不得以牺牲利润甚至亏本经营作为主要的竞争手段,导致行业盈利状况长期处于低位。据《中国橡胶工业年鉴》数据,2017年以前全行业一直处于微利,甚至在2015年出现亏损,2018年行业利润率有好转但也仅有7%的水平。大型炭黑企业凭借规模和成本优势,保持较高的开工率和合理的利润率,而小型炭黑企业难以为继,开工率严重不足,逐渐被淘汰出局。

图表35: 2020 下半年炭黑行业开工率快速回升



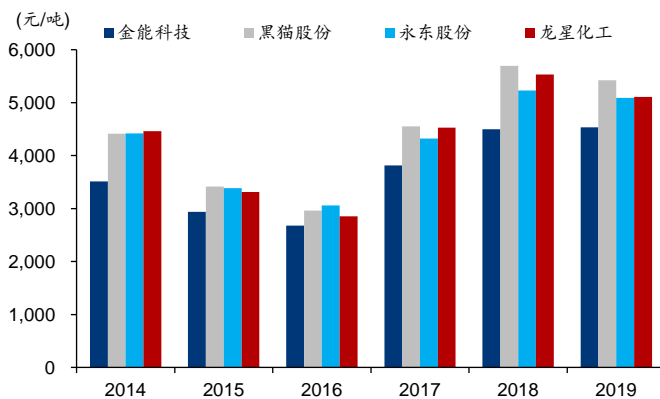
资料来源:百川盈孚, 华泰研究

图表36: 2010-2018 炭黑行业利润率统计



资料来源:《中国橡胶工业年鉴》, 华泰研究

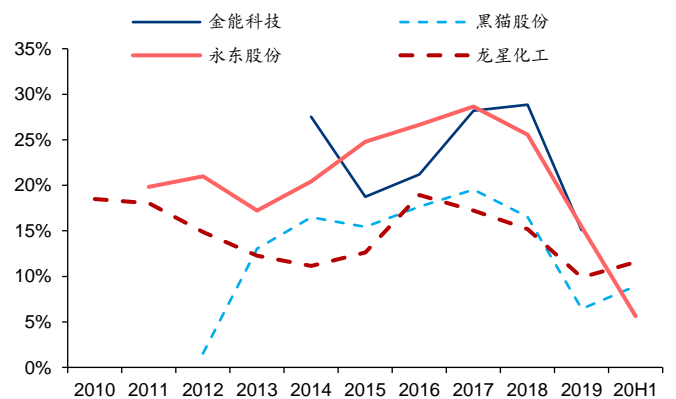
图表37: 炭黑行业龙头公司单吨生产成本对比



资料来源:公司公告, 华泰研究

注:永东股份(002763 CH)

图表38: 炭黑行业龙头公司毛利率对比



资料来源:百川盈孚, 华泰研究

环保监督常态化发展,有望加速落后产能出清。炭黑工业作为典型的大气污染源,尾气排放量大且含有 NO、H<sub>2</sub>S 等腐蚀性气体。因此行业环保政策持续出台,并将淘汰落后产能、发展高性能、低能耗产能列为行业发展方向。近日生态环境部发布《2020-2021 年秋冬季大气污染防治攻坚行动方案》,根据百川盈孚推算,在涉及的 85 个城市共 31 家炭黑生产企业中,如果同时橙色预警一月,国内炭黑理论产量上预计减少 6 万吨;如果同时红色预警一月,国内炭黑理论产量预计减少 6.4 万吨(对应约占总产量 13%)。我们认为环保督查或有望常态化、可持续,因此未来 1-2 年内环保压力的加大将加快中小落后产能出局,行业供需格局有望边际改善。

炭黑行业 2021-2022 年新增产能集中于金能科技、山西三强等龙头企业,两家分别新增产能 48 万吨、15 万吨,合计占总新增产能的 51%。2021 年仅有金能科技 48 万吨新产能投产,且金能科技作为原有行业龙头企业或有一定协同性,对行业实质性冲击较弱;2022 年计划新增产能单线规模普遍低于 10 万吨,属于中小产能扩产,部分新增产能或由于环保因素而有所推迟。



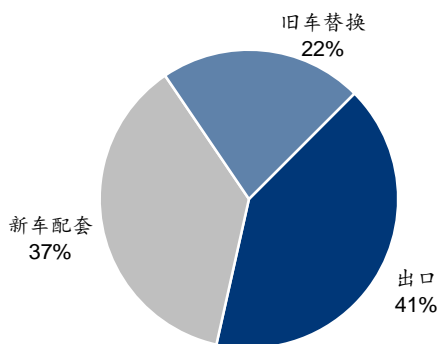
**图表39： 2021-2022年炭黑行业新增产能统计**

省份	企业名称	新增产能/万吨	预计投产时间
山东	金能科技股份有限公司	48	2021H1
山西	山西三强新材料有限公司	15	2022H1
山东	济宁博拉碳材料有限公司	12	2022H1
广东	茂名环星新材料股份有限公司	4	2022H1
江西	江西省黑豹炭黑有限公司	9	2022H2
黑龙江	中橡(鞍山)化学工业有限公司	7	2022H2
黑龙江	双鸭山华东橡胶材料有限公司	6	2022H2
山东	山东奥瑟亚建阳炭黑有限公司	8	2022H2
安徽	欧励友工程炭(青岛)有限公司	8	2022H2
江苏	无锡双诚炭黑科技股份有限公司	6	2022H2
总计		123	

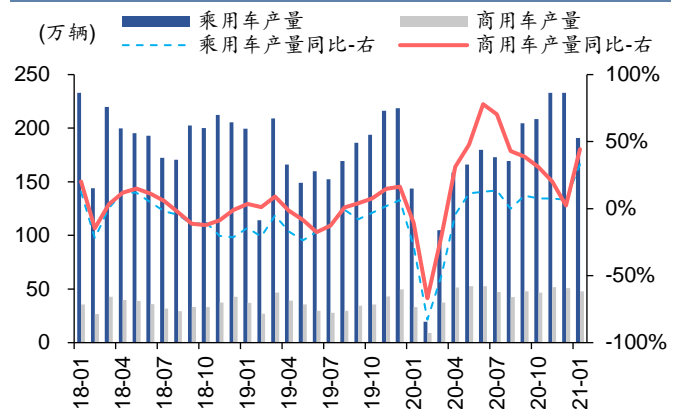
资料来源：百川盈孚，华泰研究

### 经济复苏将刺激轮胎、炭黑需求

伴随疫情后全球各经济体渐次复苏，炭黑主要下游轮胎需求改善。据中国橡胶工业协会统计，2019年我国轮胎下游主要去向为出口（占41%）、新车配套（占37%）及旧车替换（占22%）。从新车配套来看，2020年5月以来国内乘用车、商用车产量转正，商用车产量在4-10月持续保持单月30%以上同比增速，乘用车在2020H2产量累计1401万辆，同比疫情前的2019H2增长8.1%。

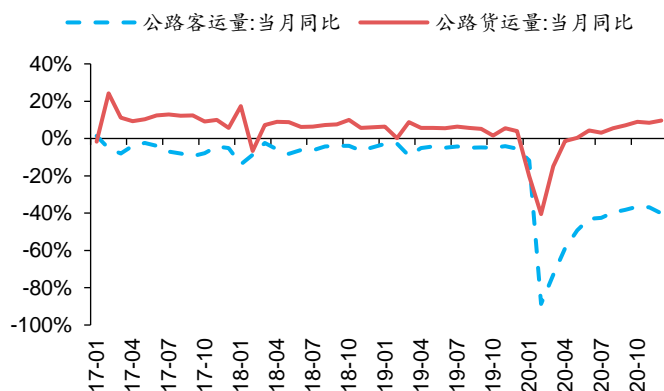
**图表40： 2019年轮胎工业下游应用市场份额占比**


资料来源：中国橡胶工业协会，华泰研究

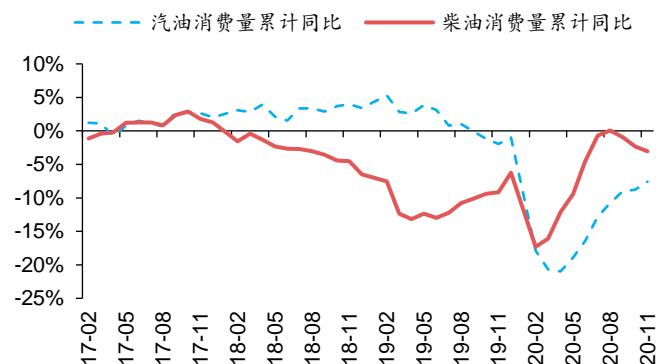
**图表41： 2020年5月以来我国汽车月产量增速持续为正**


资料来源：中汽协，华泰研究

从旧车替换来看，出行强度提升将提高存量车辆的轮胎替换率，据国家统计局，2020下半年以来，国内公路货运量保持单月正增长，12月同比增长10%，而公路客运量仍受疫情影响，但较2、3月份疫情高峰期显著回升，12月公路客运量同比下跌40%。另一方面，从国内汽、柴油表观消费量可见，国内累计同比数据自2020年5月以来持续回升，1-11月汽、柴油表观消费量累计同比分别为-8%、-3%。

**图表42： 我国客运及货运量逐步回升**


资料来源：国家统计局，华泰研究

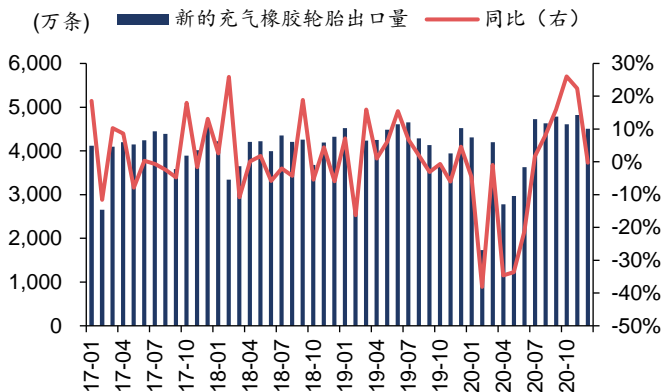
**图表43： 2020年下半年以来国内汽柴油需求回升**


资料来源：国家统计局，华泰研究

轮胎出口需求主要依靠海外经济体的复苏态势,据海关总署,我国橡胶轮胎出口量自2020年7月以来同比转正,2020年10、11月出口一度达4612/4825万条,同比大增26%/22%,12月出口4509万条,受基数效应及海外疫情反复影响,同比微降0.2%,我们认为2021年伴随疫情缓解,国内轮胎出口有望保持增长。

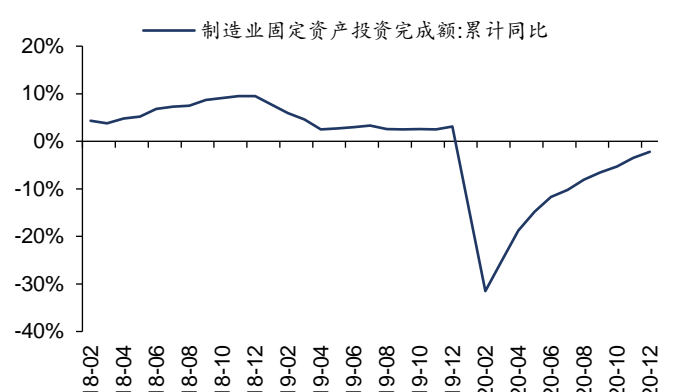
其他橡胶制品是炭黑的另一大下游,主要包含传送带、胶管、乳胶制品等,终端应用较为分散,且多数偏消费,需求相对稳定。橡胶传送带是其中较大的一块下游应用,主要用于各种制造设备,据国家统计局,2020年下半年以来国内制造业固定资产投资完成额持续回升,全年累计同比仅下降2%。

图表44: 2020年下半年以来中国轮胎出口量持续回升



资料来源:海关总署,华泰研究

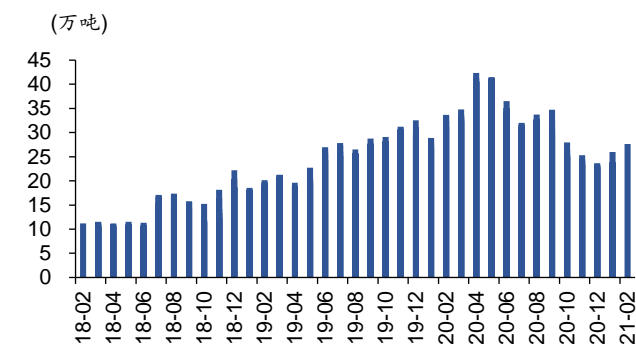
图表45: 2020年下半年以来我国制造业投资逐步回暖



资料来源:国家统计局,华泰研究

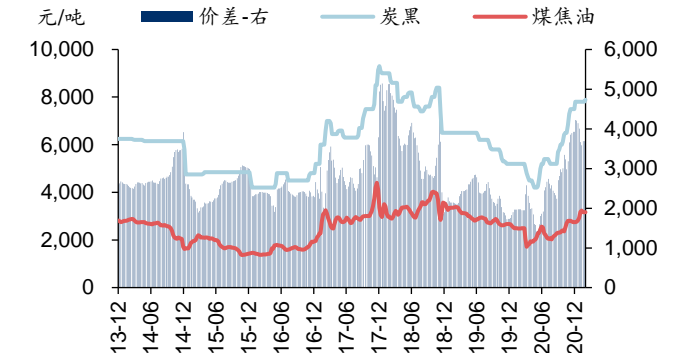
回顾炭黑历史价格走势,2016Q3之前由于行业供给严重过剩,炭黑价格一路下行,2017-2018年环保限产供给紧缩叠加需求改善,炭黑迎来一轮景气上行周期。2020年上半年由于疫情因素影响,下游轮胎及工业橡胶制品需求受损,炭黑(N330)价格在2020年5月最低跌至4200元/吨,炭黑企业库存亦创2年新高。2020年下半年以来伴随下游需求回暖,中小厂商产能开工受限,炭黑价格持续回升,据百川盈孚,3月6日华东地区炭黑(N330)报价7880元/吨,较2020年5月底回升88%,炭黑企业库存亦显著下降,产品盈利大幅改善,炭黑-煤焦油价差扩大至3772元/吨,较2020年5月底低位回升191%。

图表46: 2020年4月以来炭黑行业进入持续去库存阶段



资料来源:百川盈孚,华泰研究

图表47: 2020年下半年以来炭黑价差持续扩大



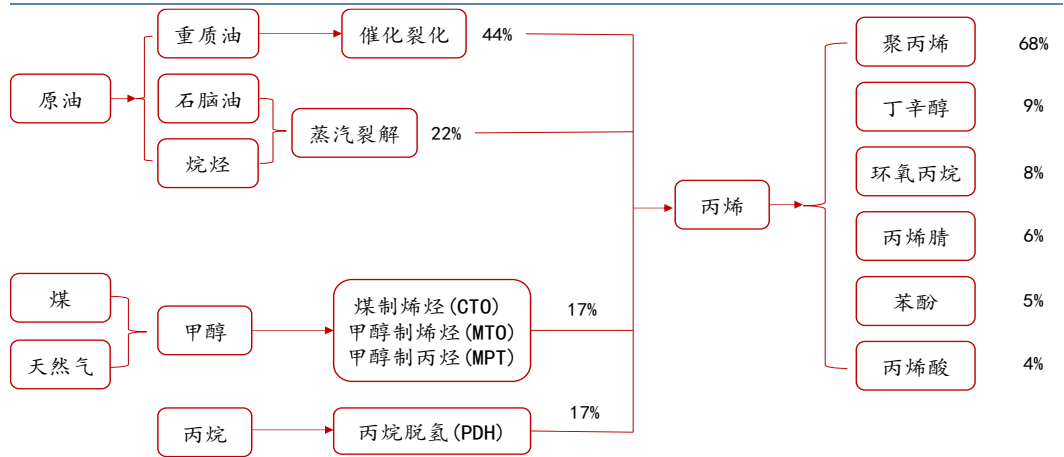
资料来源:百川盈孚,华泰研究

公司可利用焦化副产品煤焦油生产炭黑,具备一定成本优势。公司充分利用焦化中产生的焦炉煤气,研发创新从煤气中提炼煤焦油用于炭黑生产,其余焦炉煤气用于热电联产降低能耗。煤焦油不足部分可从周边焦化厂采购,公司炭黑单线产能达到6万吨,检测手段先进,拥有炭黑国家认可实验室,炭黑尾气还可以回收至焦炉炼焦。新建的炭黑产能位于山东青岛,配套公司丙烯装置副产氢气作为燃料,具备显著成本竞争力。有望如前所述,与炭黑同业相比,公司炭黑单吨成本较同业低,单吨毛利也较同业高,优势十分明显。

### PDH 顺应产业趋势，石化景气将带动盈利改善 页岩气革命催生烯烃变革，国内气头工艺成为主流

丙烯是大宗化工主要原料之一，传统的生产方式主要通过重质油催化裂化副产或石脑油/烷烃蒸汽裂解，煤/甲醇制烯烃（CTO/MTO）及丙烷脱氢制丙烯（PDH）是近 10 年新兴的丙烯生产方式。丙烯下游主要用于聚丙烯、丁辛醇、环氧丙烷、丙烯腈、苯酚、丙烯酸、丙烯腈等，据卓创资讯，2019 年聚丙烯约占国内丙烯需求的 68%，是最主要的下游应用。丙烯下游产品广泛应用于汽车、家电、建材、电子、地产等诸多领域。

图表48： 丙烯产业链示意图

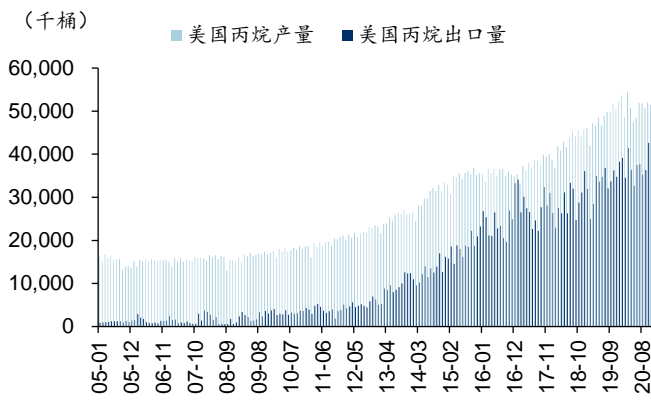


注：图中占比为 19 年数据  
资料来源：卓创资讯，华泰研究

2009 年以来伴随美国页岩气革命持续推进，美国丙烷（来自页岩气开采中的天然气凝析液 NGL）产量及出口量持续增长，2019 年美国丙烷出口量达 4.0 亿桶，按吨桶比 12 折合约 3333 万吨，同比增长 15.6%，2020 年 1-11 月尽管丙烷价格大跌，但美国仍实现累计出口 4.1 亿桶，同比增长 14.1%。

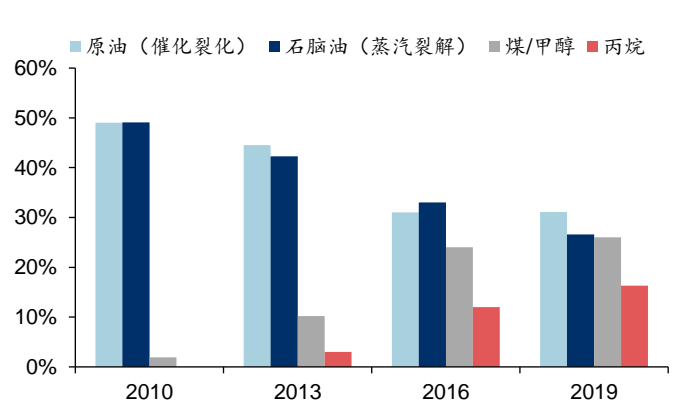
2014 年之前在高价位原油影响下，我国煤/甲醇制烯烃及丙烷脱氢制丙烯的项目具备良好的经济回报水平，在技术突破及原料来源扩大的背景下国内丙烯供应格局逐步改变。据《中国能源产业发展报告》，2010 年我国 49%的丙烯来自炼厂催化裂化副产，49%来自炼厂下游石脑油蒸汽裂解制乙烯副产，煤/甲醇制烯烃工艺占 2%。而 2019 年煤/甲醇制烯烃已占 26.0%，PDH 已占 16.3%，来自炼厂端的丙烯产能占比已下降至 57.7%。

图表49： 页岩气革命后美国丙烷出口大幅增长



资料来源：EIA，华泰研究

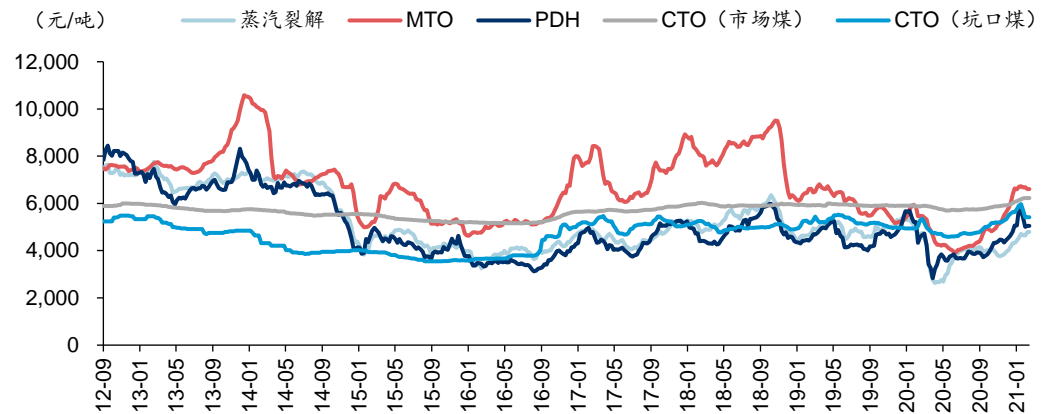
图表50： 中国丙烯产能供给占比（按原料）



注：OCC 工艺归入相应前端装置考虑  
资料来源：中国能源产业发展报告，华泰研究预测

从过去的9年来看，PDH装置由于原料丙烷价格跟随油价走势，在高油价时成本与蒸汽裂解（石脑油原料）装置相近，但不如CTO装置，但2015年油价大跌后，PDH装置在丙烯生产成本方面始终具有优势。采用市场价采购煤炭的CTO装置在低油价阶段优势殆尽，部分采用坑口煤的CTO装置依靠技术进步带来的甲醇单耗下降及规模化仍有比较优势。值得注意的是催化裂化是主产成品油、副产丙烯的工艺，无显性的盈亏平衡点，其原材料及加工成本显著低于上述工艺，开工率主要受制于成品油需求。

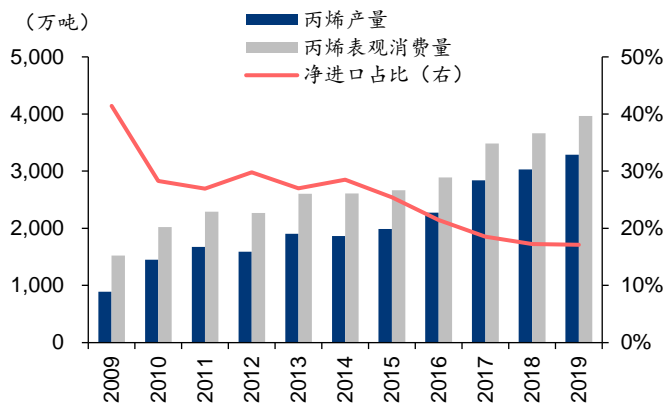
图表51: PDH成本颇具优势



注：坑口煤采用陕西榆林价格，市场煤采用太原优混价格，丙烷、甲醇及石脑油均采用进口价格换算  
资料来源：百川盈孚，华泰研究

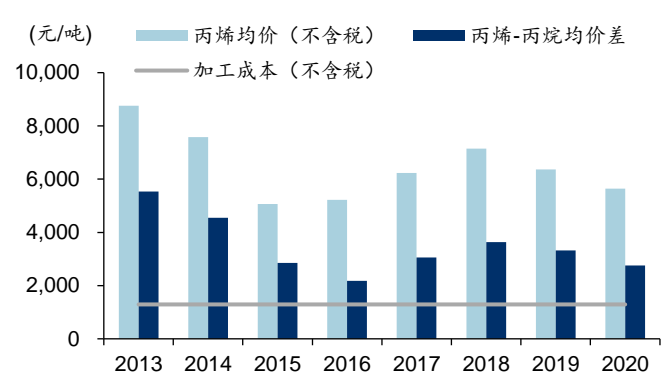
CTO/MTO及PDH装置由于经济性规模的投资成本较低，促使众多民营企业及非炼油的国企进入丙烯领域，伴随2013年以来中国丙烯供应格局多元化，我国丙烯自给率快速提升。考虑丙烯企业一般会配套下游装置，我们将丙烯主要下游产品净进口量换算为丙烯净进口当量，测算我国丙烯当量表观消费量。2019年中国丙烯产量3288万吨，同比增长8.5%，当量表观消费量3967万吨，同比增长8.3%，自给率已达83%。较2014年上升12pct。

图表52: 中国丙烯对外依存度持续下降



注：丙烯净进口及表观消费量数据包括相关下游产品聚丙烯、环氧丙烷、丙烯酸等下游产品，并按照丙烯单耗折算为当量丙烯  
资料来源：Wind，华泰研究

图表53: PDH装置历年保持良好盈利能力



注：丙烯价格及价差均不含增值税，加工成本（不含税，扣除丙烷原料后的其他部分）参考渤海化学，价差按照丙烯价格-1.2\*丙烷价格计算  
资料来源：隆众资讯，华泰研究

我们测算历史7年PDH价差平均水平，自2015年油价暴跌之后，不含税平均价差始终在2000元/吨以上，始终高于PDH加工成本（不含丙烷原料之外的其他部分）1292元/吨，考虑管理、财务等方面的费用，盈利能力仍较为可观。且过去5年PDH盈利呈现周期性，上一轮价差低点在2016年，而伴随2017-2018年棚改刺激下的地产改善，带动国内经济向好，叠加原油提价阶段的产业链补库存效应，PDH价差持续扩大，2018年平均价差达3631元/吨，而2019-2020年在贸易战、金融供给侧及新冠疫情影响下，PDH价差进入收窄阶段。

**图表54：丙烷脱氢制丙烯仍大行其道**

企业名称	装置产能 (万吨/年)	所在地	进展
美得石化	66	福建	预计 2021 年投产
巨正源二期	60	广东东莞	预计 2021 年投产
金能科技	90	山东青岛	预计 2021H1 投产
台塑	60	浙江宁波	预计 2021 年投产
汇丰石化	25	山东淄博	预计 2021 年投产
浙石化二期	60	浙江舟山	预计 2021 年投产
华谊集团	75	广西钦州	预计 2021 年投产
其他在建 PDH 项目	250		
其他拟建 PDH 项目	1500+		
在建非 PDH 路线丙烯项目	240		预计 2021 年投产

资料来源：隆众资讯，华泰研究

尽管近两年来 PDH 价差回落，但在前期项目回报能力的吸引下，结合其较炼化项目更低的投资门槛，易于获取的技术来源（主要来自于 UOP、Lummus 等专利商），快速的建设周期及较少的环境负担，促使大量企业在 2019-2020 年上马 PDH 项目，据隆众资讯 2021 年我国拟投产 PDH 项目产能达 506 万吨/年，其他在建的 PDH 项目合计 250 万吨/年，拟建的项目合计产能超过 1500 万吨/年，而在建的非 PDH 路线丙烯产能仅 240 万吨/年，PDH 已成为国内丙烯产业的趋势。我们预计国内丙烯满足自身需求后，或将依靠成本优势逐步抢占东亚及东南亚市场。

**图表55：公司项目在投资额及配套方面具备后发优势**

项目名称	投产时间	丙烯规模 (万吨/年)	实际投资额 (亿元)	单吨投资额 (元/吨)	下游配套	其他情况
渤化石化	2014 年	60	44.5	7417	无	
卫星石化	2014 年	45	20.0	4444	丙烯酸、聚丙烯	
扬子江石化	2016 年初	60	35.2	5867	聚丙烯	
卫星石化二期	2019H1	45	13	2889	聚丙烯	
金能科技	2021 年	90	40	4444	聚丙烯含 60 万立方洞库	

资料来源：项目环评，公司公告，华泰研究

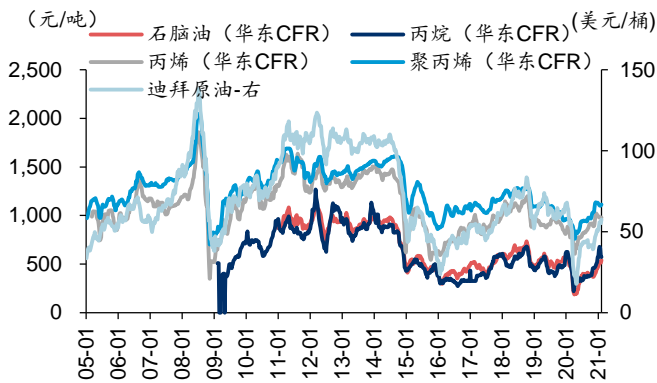
公司 PDH 项目预计将于 2021 上半年投产，丙烯规模 90 万吨/年，下游配套 90 万吨/年 PP，由于项目投资较晚，考虑配套及洞库后投资成本低于 2016 年之前的装置。且公司利用青岛董家口地理条件，建设了 60 万立方的丙烷洞库，副产氢气用于炭黑项目的燃料供应，项目单套规模亦在国内处于领先地位，整体具备显著一体化优势。

### 经济复苏及货币放水刺激油价，PDH 盈利弹性良好

伴随全球各国疫苗接种率的持续提升及疫情防控措施的生效，2 月以来全球新增确诊人数快速下降，对经济复苏的预期逐步走强。另一方面，在美联储及美国财政部持续购买债券及财政刺激，全球央行货币放水的背景下，美元指数自 2020 年 4 月底的 99.02 走弱至 2021 年 2 月中旬的 90.60，国际油价自 2020Q2 低点持续反弹。截至 3 月 5 日，迪拜原油现货升至 66.70 美元/桶，2021 年已上涨 30%，超过疫情前水平。从历史走势看，石脑油、丙烷、丙烯、聚丙烯的价格走势均与国际原油走势相关，涨跌幅度略有差异，且伴随油价升至高位，丙烷由于其燃料属性价格涨幅逐步偏弱，PDH 呈现更好盈利弹性。

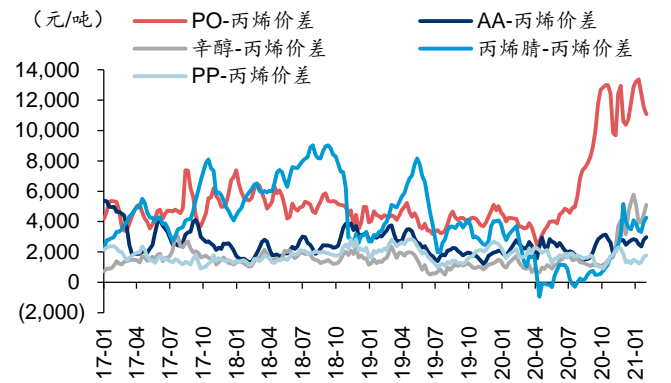
从下游情况看，由于中国率先复工复产，带动下游塑料、胶粘剂、涂料、聚氨酯、化纤等需求持续改善，局百川盈孚，2020 下半年以来丙烯下游包括聚丙烯、环氧丙烷 (PO)、丙烯酸 (AA)、辛醇及丙烯腈产品与丙烯的价差快速拉大，PP、丙烯酸、丙烯腈与丙烯价差分别位于历史 8 年价差的 26%、40%、52% 分位，而辛醇、PO 价差已创历史新高。下游产品良好的盈利驱动下，我们认为有望带动装置开工率提升，促进丙烯需求持续改善。

图表56: 原油价格与石脑油、丙烷及聚丙烯的联动性



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

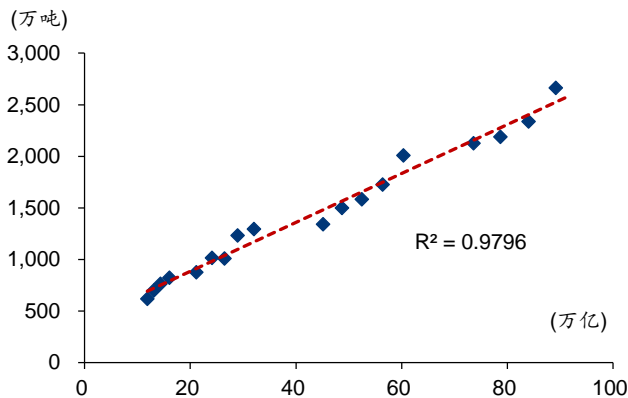
图表57: 丙烯下游产品盈利良好带动开工率修复



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

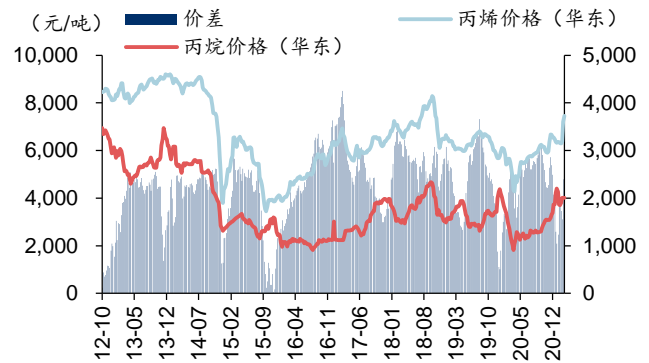
由于聚丙烯下游分布广泛, 一般需求情况与宏观经济紧密相关, 据 Wind, 从 2002-2019 年数据看, 聚丙烯表观消费量与 GDP 不变价有较强的线性关系,  $R^2$  达 0.9796; 从同比增速情况看, 聚丙烯表观消费量同比增速基本围绕着 GDP 增速波动。据华泰固收 2021 年年度策略报告《2021 宏观展望: 经济再通胀; 政策温和退出》(2020.11.17), 预计 2021 年 GDP 实际增速将从 2020 年 2.3% 预期值跳升至 9.5%, 聚丙烯消费量或可同步大幅增长。

图表58: 聚丙烯需求与 GDP 相关性较强



资料来源: Wind, 华泰研究

图表59: PDH 价差有望逐步回升



注: 价格及价差均不含增值税, 价差=丙烯价格-1.2\*丙烷价格  
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

从高频价差角度, 据百川盈孚, 3月6日税后丙烯-丙烷价差为 2641 元/吨, 较 10月初高点下降 15%, 但较 1月中旬低点上涨 53%, PDH 价差的季节波动性主要是由于丙烷的燃料属性导致其价格在冬季阶段性冲高, 而在夏季呈现低迷, 而我国春节期间往往是丙烯下游的需求淡季。我们认为 2021 年在经济复苏、油价上行的态势下, PDH 平均价差有望进入上行周期。

## 盈利预测与估值

根据对公司关键参数的假设预测,我们预计公司20-22年归属于母公司股东的净利润为9.72、19.89、28.25亿元。

**图表60: 公司主要财务指标预测**

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,812	8,150	6,755	12,708	18,154
收入同比(%)	32.5%	-7.5%	-17.1%	88.1%	42.9%
归属母公司净利润(百万元)	1,270	762	972	1,989	2,825
净利润同比(%)	87.1%	-40.0%	27.5%	104.6%	42.1%
毛利率(%)	21.1%	14.8%	21.0%	23.0%	23.0%
ROE(%)	26.1%	12.9%	11.7%	19.6%	22.3%
每股收益(元)	1.50	0.90	1.15	2.34	3.33

资料来源:公司公告,华泰研究预测

## 产销假设

产能方面,据公司公告及可转债募集说明书,增量方面主要集中炭黑、丙烯及聚丙烯,在建产能包括48万吨炭黑、90万吨丙烯、45万吨聚丙烯,预计2021年4月投产;减量方面主要集中在焦炭,根据山东省工信厅2020年5月发布《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》,公司将有80万吨焦炭产能将于2021年底压减退出。产量方面,参考历史产能利用率水平进行假设,通过计算得到;销量方面,假设产销率均为100%。

**图表61: 公司主要产品产能、产销量假设(万吨)**

产能	2018	2019	2020E	2021E	2022E
焦炭	230.0	230.0	230.0	230.0	150.0
煤焦油深加工	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
炭黑	23.5	24.0	24.0	72.0	72.0
丙烯				90.0	90.0
聚丙烯				45.0	45.0
精细化工:					
纯苯	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
甲醇	18.3	18.3	18.3	18.3	18.3
白炭黑	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
甲基苯酚	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
山梨酸及山梨酸钾	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2
产量	2018	2019	2020E	2021E	2022E
焦炭	203.8	213.2	174.4	172.5	142.5
炭黑	24.3	28.6	30.2	57.6	79.2
丙烯				20.0	42.3
聚丙烯				20.3	42.8
精细化工:					
纯苯	4.0	3.8	1.0	2.0	2.0
甲醇	14.2	16.1	13.8	14.7	14.7
白炭黑	4.2	3.3	3.6	3.6	3.6
甲基苯酚	1.1	1.2	1.0	1.2	1.2
山梨酸及山梨酸钾	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3

资料来源:公司公告,华泰研究预测

## 价格、成本及费用假设

价格方面,20年受疫情影响,原材料价格呈现出先低后高格局,全年看大多数仍处同比下行,相关产品价格参考市场价格变动情况进行假设,预计焦炭、炭黑、纯苯、甲醇、白炭黑、甲基苯酚、山梨酸及山梨酸钾均价分别为1788/4458/3965/1835/4640/19384/28040元/吨。结合20年丙烯及聚丙烯市场均价分别为5889/7517元/吨,21年,考虑到疫情影响逐步消退,全球经济步入复苏通道,原油价格同比显著上涨,假设丙烯及聚丙烯均价分别为6960/8880元/吨,22年同比涨幅10%;炭黑在供需双改善的及原材料受油价影响提价背景下,预计21-22年价格同比涨幅分别为20%/5%。焦炭方面,考虑仍是供给偏紧格局,

焦炭价格具备上涨基础，据前述针对焦炭年度供需分析，我们假设预计 21-22 年焦炭均价同比涨幅分别为 25%、13%。其余精细煤化工产品价格中，纯苯、甲醇价格与油价相关性大，预计 21-22 年均价分别同比上升 15%/5%，其余白炭黑、甲基苯酚、山梨酸及山梨酸钾价格相对波动小，预计 21-22 年均价分别同比上升 5%/3%。

成本方面，焦炭成本主要由焦煤价格决定，考虑 20 年参考市场价格水平，假设 21-22 年同样受供给偏紧影响，焦煤价格分别上涨 20%、10%，20-22 年成本分别为 1788/2235/ 2525 元/吨；炭黑成本主要由煤焦油和葱油决定，在原材料提价情况下，预计 20-22 年成本分别为 4458/5350/5617 元/吨；丙烯、聚丙烯成本主要由丙烷决定，考虑 20 年参考市场价格水平，假设 21-22 年受经济复苏、原油价格修复，21-22 年丙烯成本分别为 6960/7658 元/吨，聚丙烯成本分别为 8880/9768 元/吨。

**图表62： 公司主要产品的价格、成本、吨毛利假设（元/吨）**

价格	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
焦炭	1,647	2,075	1,935	1,788	2,235	2,525
炭黑	5,308	6,324	5,338	4,458	5,350	5,617
丙烯					6,960	7,656
聚丙烯					8,880	9,768
精细化工：						
纯苯	5,643	5,438	4,174	3,965	4,560	4,788
甲醇	2,139	2,359	1,835	1,835	2,111	2,216
白炭黑	4,090	4,667	4,419	4,640	4,871	5,018
甲基苯酚	17,689	19,279	18,461	19,384	20,353	20,963
山梨酸及山梨酸钾	21,038	24,813	26,705	28,040	29,442	30,325
<b>成本</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
焦炭	1,299	1,560	1,610	1,385	1,653	1,815
炭黑	3,812	4,499	4,534	3,185	3,876	4,334
丙烯					5,981	6,393
聚丙烯					6,683	7,080
精细化工：						
纯苯	5,049	4,676	3,902	3,162	3,692	4,011
甲醇	1,610	1,742	1,851	1,839	1,840	1,842
白炭黑	3,123	3,288	3,537	3,641	3,649	3,657
甲基苯酚	15,980	15,720	12,524	10,839	12,660	13,165
山梨酸及山梨酸钾	15,995	17,469	16,634	16,090	16,391	16,587
<b>吨毛利</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
焦炭	347	515	325	403	582	711
炭黑	1,496	1,825	805	1,273	1,473	1,283
丙烯					979	1,263
聚丙烯					2,197	2,688
精细化工：						
纯苯	594	762	272	803	867	776
甲醇	529	616	-16	-4	270	374
白炭黑	967	1,379	881	998	1,223	1,361
甲基苯酚	1,709	3,560	5,937	8,545	7,693	7,798
山梨酸及山梨酸钾	5,044	7,343	10,071	11,950	13,051	13,738

资料来源：公司公告，华泰研究预测

基于以上单位假设，结合公司销量，我们预计公司 20-22 年焦炭营收分别为 31.2/38.6/36.0 亿元，炭黑板块营收分别为 13.4/30.8/44.5 亿元，精细化工营收分别为 10.1/12.3/12.8 亿元，伴随 PDH 及配套 PP 项目投产，21-22 年丙烯营收分别为 14.0/32.4 亿元，聚丙烯营收分别为 18.0/41.8 亿元，综上 20-22 年总营收分别为 67.6/127.1/181.5 亿元。结合公司产品单位成本，20-22 年综合毛利率分别为 21%/23%/23%。

此外，由于煤化工及石化业务同属于大宗品制造业，我们预计 20-22 年费用率整体变化不大，考虑公司因石化板块收入基数上升，20-22 年预计销售费用率分别为 2.49%、2.54%、2.52%，管理费用率分别为 2.05%/2.07%/2.07%，研发费用率分别为 0.28%/0.30%/0.29%。



**图表63： 公司主要产品的营收、毛利率假设（百万元）**

营收	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
焦炭	3,206	4,149	4,111	3,117	3,855	3,599
炭黑	1,082	1,534	1,538	1,344	3,081	4,449
丙烯					1,395	3,240
聚丙烯					1,798	4,176
精细化工：	1,115	1,270	1,183	1,014	1,234	1,280
其他	1,248	1,859	1,318	1,280	1,344	1,411
合计	6,652	8,812	8,150	6,755	12,708	18,154
毛利率	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
焦炭	21%	25%	17%	23%	26%	28%
炭黑	28%	29%	15%	29%	28%	23%
丙烯					14%	17%
聚丙烯					25%	28%
精细化工：	19%	24%	20%	29%	32%	33%
其他	7%	4%	3%	3%	3%	3%
合计	19%	21%	15%	21%	23%	23%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**图表64： 公司费用率假设**

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	2.16%	2.65%	2.49%	2.54%	2.52%
管理费用率	1.93%	2.11%	2.05%	2.07%	2.07%
研发费用率	0.21%	0.32%	0.28%	0.30%	0.29%
财务费用率	0.06%	0.04%	0.45%	0.18%	-0.16%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

**公司估值：首次覆盖给予“买入”评级**

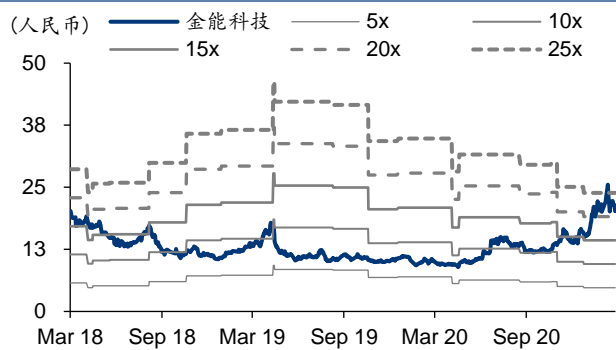
21年随着公司炭黑及C3产品投产后，公司主营产品将进一步多元化，分别选取焦炭、炭黑及C3相关的可比公司。测算公司焦炭及其它、炭黑以及C3产品归母净利分别为9.54、5.81、4.39亿元，公司焦炭及其他业务部分PE（2021E）取8倍（公司焦化副产品深加工强于可比公司，产出山梨酸钾等精细化工品，估值应较可比公司均值7.0倍PE（2021E）溢价）；炭黑部分及C3部分，考虑21年4月新建产能投产，公司对应业务PE（2021E）分别参考Wind一致预期下的可比公司平均水平，取为16、14倍，通过分部估值法测算得到公司目标市值为230.74亿元，股本8.49亿股，目标价27.18元，首次覆盖取为“买入”评级。

**图表65： 可比公司估值**

证券代码	证券简称	PE (21E)	品种	公司归母净利 (亿元)	可比公司平均 PE (21E)	金能科技业 务PE (21E)	目标市值(亿元)
601015 CH	陕西黑猫	7.38	焦炭及其它	9.54	7.0	8	76.32
600740 CH	山西焦化	6.56	焦炭及其它				
002068 CH	黑猫股份	16.32	炭黑	5.81	16.0	16	92.96
300121 CH	阳谷华泰	15.59	橡胶助剂				
002648 CH	卫星石化	16.16	C3	4.39	13.7	14	61.46
002221 CH	东华能源	11.19	C3				
合计（不含其它）				19.73			230.74

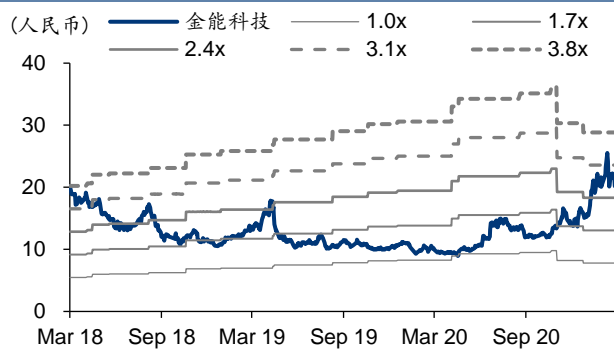
资料来源：Bloomberg，公司公告，华泰研究；数据截至2021.3.9

图表66: 金能科技 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表67: 金能科技 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 风险提示

### 宏观经济不及预期

若 21 年全球宏观经济复苏进度不及预期, 则公司主要产品需求强度均不及预期, 价格或将承压, 公司业绩受到影响。

### 新建项目投产进度不及预期

若公司炭黑、丙烯及聚丙烯等新建项目投产进度不及预期, 将延后公司业绩增长节奏。

### 行业产能投放进度、规模超预期

若丙烯、聚丙烯行业中, 产能投放进度、规模超预期, 将对丙烯、聚丙烯价格形成压制, 公司业绩或受到影响。

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	3,477	3,883	3,511	4,923	5,612
现金	933.10	314.47	260.65	490.34	700.49
应收账款	537.03	397.49	368.01	710.80	852.19
其他应收账款	1.39	1.49	0.90	3.60	2.83
预付账款	153.83	159.61	126.23	196.13	239.66
存货	552.14	567.54	432.27	875.02	1,039
其他流动资产	1,299	2,442	2,323	2,648	2,777
<b>非流动资产</b>	3,319	4,780	9,798	10,055	12,214
长期投资	29.50	30.09	30.91	31.85	32.75
固定投资	2,205	2,273	5,313	6,834	8,508
无形资产	809.06	820.07	975.97	1,077	1,193
其他非流动资产	275.46	1,657	3,478	2,113	2,481
<b>资产总计</b>	6,795	8,663	13,309	14,979	17,826
<b>流动负债</b>	1,546	1,305	3,104	3,284	3,692
短期借款	171.06	73.50	1,657	961.05	912.77
应付账款	478.14	593.59	426.66	884.09	1,045
其他流动负债	897.23	638.22	1,020	1,439	1,734
<b>非流动负债</b>	383.06	1,464	1,895	1,542	1,454
长期借款	10.00	1,139	1,570	1,217	1,129
其他非流动负债	373.06	325.19	325.19	325.19	325.19
<b>负债合计</b>	1,929	2,769	4,999	4,826	5,146
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	675.94	675.94	848.56	848.56	848.56
资本公积	1,784	1,784	3,056	3,056	3,056
留存公积	2,391	3,054	3,880	5,570	7,971
归属母公司股东权益	4,866	5,894	8,310	10,153	12,680
<b>负债和股东权益</b>	6,795	8,663	13,309	14,979	17,826

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金</b>	1,692	487.25	1,608	2,505	3,837
净利润	1,270	762.33	971.92	1,989	2,825
折旧摊销	310.67	341.00	505.53	865.19	1,183
财务费用	5.36	3.50	36.74	24.24	(14.52)
投资损失	(53.93)	(54.92)	(54.59)	(54.70)	(54.67)
营运资金变动	110.07	(574.89)	147.00	(323.00)	(109.27)
其他经营现金	49.42	10.24	1.46	4.78	7.24
<b>投资活动现金</b>	(622.22)	(2,251)	(5,467)	(1,066)	(3,286)
资本支出	771.15	1,364	5,522	1,122	3,341
长期投资	0.00	(941.89)	(0.82)	(0.94)	(0.90)
其他投资现金	148.93	55.09	56.14	56.51	56.39
<b>筹资活动现金</b>	(96.48)	1,088	2,222	(513.52)	(293.03)
短期借款	114.55	(97.56)	1,584	(695.99)	(48.29)
长期借款	(40.00)	1,129	431.52	(353.30)	(87.85)
普通股增加	0.00	0.00	172.62	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	1,272	0.00	0.00
其他筹资现金	(171.03)	56.84	(1,238)	535.76	(156.90)
现金净增加额	974.13	(672.80)	(1,637)	925.68	258.43

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	8,812	8,150	6,755	12,708	18,154
营业成本	6,949	6,943	5,337	9,782	13,977
营业税金及附加	74.06	43.43	42.92	76.40	111.21
营业费用	190.08	216.24	168.06	323.17	458.33
管理费用	169.93	172.23	138.59	263.33	374.94
财务费用	5.36	3.50	36.74	24.24	(14.52)
资产减值损失	(48.19)	(2.61)	(13.76)	(12.26)	(23.99)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	53.93	54.92	54.59	54.70	54.67
<b>营业利润</b>	1,459	861.40	1,112	2,306	3,290
营业外收入	32.82	41.89	38.86	39.87	39.53
营业外支出	6.47	3.05	7.20	6.11	5.71
<b>利润总额</b>	1,485	900.23	1,143	2,340	3,324
所得税	215.15	137.90	171.52	350.96	498.54
<b>净利润</b>	1,270	762.33	971.92	1,989	2,825
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	1,270	762.33	971.92	1,989	2,825
EBITDA	1,784	1,289	1,706	3,277	4,556
EPS (人民币, 基本)	1.50	0.90	1.15	2.34	3.33

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入	32.47	(7.51)	(17.11)	88.12	42.86
营业利润	87.47	(40.96)	29.07	107.41	42.66
归属母公司净利润	87.14	(39.99)	27.49	104.62	42.05
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	21.15	14.81	21.00	23.02	23.01
净利率	14.42	9.35	14.39	15.65	15.56
ROE	26.10	12.93	11.70	19.59	22.28
ROIC	28.02	13.33	9.37	17.89	20.90
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	28.39	31.96	37.56	32.22	28.87
净负债比率 (%)	(6.97)	20.65	44.14	23.63	16.81
流动比率	2.25	2.97	1.13	1.50	1.52
流动比率	1.06	1.67	0.64	0.88	0.91
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.46	1.05	0.61	0.90	1.11
应收账款周转率	18.26	17.44	17.65	23.56	23.23
应付账款周转率	15.25	12.96	10.46	14.93	14.49
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.50	0.90	1.15	2.34	3.33
每股经营现金流(最新摊薄)	1.99	0.57	1.90	2.95	4.52
每股净资产(最新摊薄)	5.73	6.51	9.36	11.53	14.51
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	14.36	23.93	18.77	9.17	6.46
PB (倍)	3.75	3.30	2.30	1.86	1.48
EV EBITDA (倍)	10.04	14.28	12.23	5.98	4.24

## 免责声明

### 分析师声明

本人，邱瀚萱、庄汀洲、刘曦，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师邱瀚莹、庄汀洲、刘曦本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司****南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/  
邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司