

金能科技 (603113.SH)

业绩拐点渐进，降本扩产未来可期

买入

核心观点

公司是一家综合性化工企业。主营业务为煤化工、石油化工和精细化工业务，主要产品涉及焦炭、炭黑、烯烃等产品。公司下游涉及钢铁、汽车、塑料、化纤、食品、医药等行业。公司建有国家级企业技术中心及国家级实验室，连续多年跻身中国化工企业 500 强。

公司成本具有比较优势。一是坚持发展循环经济，二是基础设施优势，三是产品直接供应周边工业园区。焦炭和炭黑毛利率水平居行业前列。

齐河本部打造化工循环经济基地。齐河本部主要进行煤化工和精细化工产品生产，包括焦炭（150 万吨/年）、炭黑（24 万吨/年）、山梨酸（钾）（1.2 万吨/年）、对甲基苯酚（1.5 万吨/年）。

青岛基地拓展石油化工带来新成长。公司在青岛建设新材料与氢能源综合利用项目。截至 2022 年底，已完成 90 万吨丙烷脱氢、48 万吨绿色炭黑循环利用、45 万吨高性能聚丙烯、60 万立方米地下洞库项目等项目。二期 90 万吨/年丙烷脱氢、2×45 万吨/年高性能聚丙烯项目将于 2023 年年底建成。公司已完成三期项目的规划，将进一步延伸产业链。

营收稳定增长，毛利受上下游影响承压。2022 年，公司实现营收 168.0 亿元，同比增加 39.9%；实现归母净利润 2.49 亿元，同比下降 73.09%。2023Q1，营收减少 23.83%，归母净利润亏损 1.39 亿元，由盈转亏。主要因为检修导致开工率不足和产品-原料价差收窄影响。

成本需求有望改善，三大主业将迎来业绩修复。三大主业成本端均为能源品，近期价格已明显回调。焦煤供给改善，焦炭毛利预期企稳回升，蒙煤进口增加缓解焦煤供需紧张，焦炭利润有望走阔。炭黑行业毛利处于低位，上游原料价格中枢回落，下游轮胎替换市场需求回暖，炭黑行业盈利存在修复空间。丙烷价格冲高回落，PDH 毛利有望触底回升。

盈利预测与估值：预计公司 23-25 年收入分别为 167.3/180.4/229.2 亿元，归属母公司净利润 5.2/9.5/12.8 亿元。我们认为公司股价合理区间在 10.5-11.1 元，相对于 5 月 19 日收盘价有 21.0%-27.9%溢价。考虑公司坚持发展循环经济，具备成本比较优势，新建烯烃、精细化工等项目将带来规模化一体化效益，产业链进一步向新材料延伸，成长性较好，且成本下移，毛利有望改善，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：估值风险、盈利预测风险、化工品需求下降、突发事件扰动、安全生产事故影响、公司在建产能不及预期、行业产能扩张。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11,976	16,801	16,729	18,041	22,920
(+/-%)	58.7%	40.3%	-0.4%	7.8%	27.0%
净利润(百万元)	935	249	516	953	1280
(+/-%)	5.1%	-73.3%	106.9%	84.8%	34.4%
每股收益(元)	1.09	0.29	0.60	1.11	1.50
EBIT Margin	9.6%	1.4%	4.5%	7.1%	7.2%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	2.9%	5.7%	9.9%	12.2%
市盈率 (PE)	8.0	30.2	14.6	7.9	5.9
EV/EBITDA	7.1	15.4	10.7	7.5	6.6
市净率 (PB)	0.86	0.86	0.83	0.78	0.72

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

煤炭·焦炭 II

证券分析师：樊金璐

010-88005330

fanjinlu@guosen.com.cn

S0980522070002

基础数据

投资评级	买入(首次评级)
合理估值	10.50 - 11.10 元
收盘价	8.68 元
总市值/流通市值	7422/7422 百万元
52 周最高价/最低价	11.41/8.63 元
近 3 个月日均成交额	56.44 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

内容目录

公司概况	4
➢ 公司沿革	4
➢ 主营业务及经营情况	5
➢ 公司核心竞争优势	7
齐河本部打造化工循环经济基地	8
➢ 煤化工与精细化工业务循环发展	8
➢ 焦炭业务	9
➢ 炭黑业务	10
➢ 精细化工业务	11
青岛基地拓展石油化工产业带来新成长	11
➢ 成立新公司，发展石油化工产业	11
➢ 发展丙烯与聚丙烯业务	12
➢ 副产氢未来有望产生增量收益	13
➢ 三期规划进一步延伸产业链	13
成本端已改善，需求有望边际好转	14
➢ 公司主要成本跟能源价格密切相关，当前价格均已出现下降	14
➢ 焦炭成本已经明显下降，焦炭毛利有望改善	14
➢ 炭黑成本端已经有所下降，轮胎需求边际改善可期	17
➢ PDH 成本有所下降，需求逐步复苏	19
盈利预测	21
假设前提	21
未来 3 年业绩预测简表	23
盈利预测的敏感性分析	23
估值与投资建议	24
相对估值：10.5-11.1 元	24
投资建议：首次覆盖给予买入评级	24
风险提示	25
附表：财务预测与估值	26

图表目录

图1：公司历史沿革情况	4
图2：金能科技股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）	4
图3：2017 年以来公司营业总收入及同比（亿元）	6
图4：2017 年以来公司毛利润及毛利率（亿元）	6
图5：2022 年公司营业总收入分产品占比	6
图6：2022 年公司毛利润分产品占比	6
图7：2017 年以来公司归属母公司净利润及同比（亿元）	7
图8：循环经济一体化发展框架	8
图9：煤化工业务主要生产路线图	9
图10：2017 年以来公司煤焦产品营业收入（万元）	9
图11：2017 年以来公司煤焦产品毛利润（万元）	9
图12：2017 年以来公司煤焦产品产销量（万吨）	10
图13：2017 年以来公司炭黑营业收入情况（万元）	10
图14：2017 年以来公司炭黑营业毛利润情况（万元）	10
图15：2017 年以来公司炭黑产销量（万吨）	11
图16：青岛基地一二期石油化工业务生产路线	12
图17：青岛基地拓展石油化工产业一二期项目	12
图18：青岛基地三期项目是一二期项目的延伸	13
图19：能源产品的价格趋势基本一致	14
图20：2023 年 1-4 月焦煤价格显著低于 2022 年均价（元/吨）	15
图23：港口焦炭-焦煤价格走势及价差（元/吨）	17
图24：2023 年炼焦煤进口数量同比大幅增加（万吨）	17
图25：蒙煤及澳煤月度进口数量（万吨）	17
表1：公司主要产能情况	5
表2：最新焦化产业相关政策汇总	16
表3：2023 年焦化产能淘汰及新增情况（万吨/年）	16
表4：公司业绩预测（百万元）	22
表5：未来 3 年盈利预测表（百万元）	23
表6：情景分析（乐观、中性、悲观）	23
表7：同类公司估值比较	24

公司概况

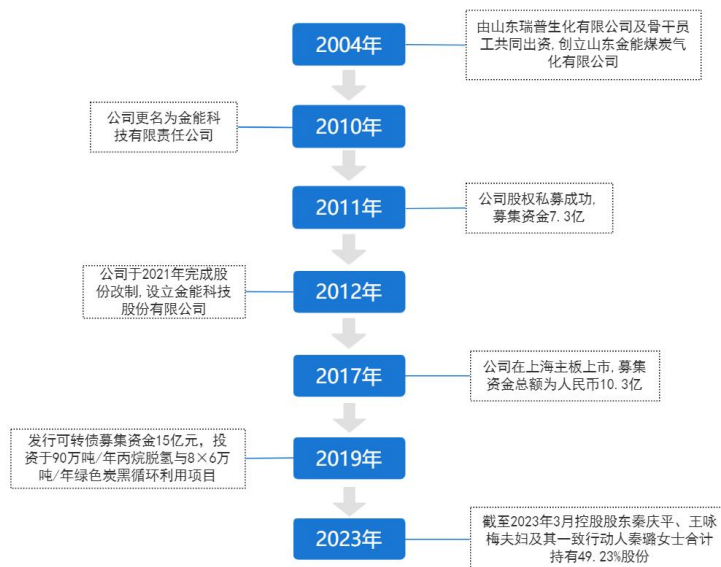
公司沿革

公司的主营业务为石油化工、煤化工和精细化工业务。公司发展目标是以石油化工为核心，以煤化工与精细化工为两翼，走差异循环发展之路，打造基业长青的化工企业。

金能科技股份有限公司（以下简称“公司”）是一家资源综合利用型、经济循环式的综合性化工企业，在生产规模、产品结构、区位及循环经济效应等方面均具备一定的综合竞争优势。公司前身山东金能煤炭气化有限公司成立于 2004 年 11 月，从精细化工延至煤化工，形成了焦炭、炭黑、甲醇以及延伸的精细化工产品生产链条。2010 年 10 月更名为金能科技有限责任公司；2011 年股权私募成功，募集资金 7.3 亿元。公司于 2012 年完成股份改制，设立金能科技股份有限公司，于 2017 年 5 月 11 日在上海主板上市。2018 年 3 月，子公司青岛金能新材料有限公司注册成立。

2023 年 3 月 31 日，公司发布《金能科技股份有限公司可转债转股结果暨股份变动公告》，控股股东秦庆平、王咏梅夫妇及其一致行动人秦璐女士合计持有公司股份比例由 49.56%减少至 49.23%，持股变动为 0.33%，其中秦庆平持有 37.18%。

图1：公司历史沿革情况



资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

图2：金能科技股权结构（截至 2023 年 3 月 31 日）



资料来源：同花顺、公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 主营业务及经营情况

公司的主营业务为石油化工、煤化工和精细化工业务。公司发展目标是以石油化工为核心，以煤化工与精细化工为两翼，走差异循环发展之路，打造基业长青的化工企业。公司主要产品包括焦炭、炭黑、山梨酸及山梨酸钾、对甲基苯酚、甲醇、丙烯及聚丙烯等，下游涉及钢铁、汽车、塑料、化纤、食品、医药等行业。截至 2022 年底，公司拥有焦炭产能 150 万吨/年，炭黑 72 万吨/年（齐河 24 万吨/年，青岛 48 万吨），山梨酸钾产能 1.2 万吨/年，对甲酚产能 1.5 万吨/年，烯烃产品 90 万吨/年，PP 产能 45 万吨/年。

公司产能有增长空间。2023 年底-2024 年初，公司在建的 90 万吨/年丙烷脱氢、2×45 万吨/年高性能聚丙烯等项目将相继投产。**同时，公司完成了三期项目的规划**，项目具体包括：金能绿色低碳循环新材料产业园-44 万吨/年丙烯酸丁酯及 12 万吨/年高吸水性树脂（SAP）项目、金能绿色低碳循环新材料产业园-50 万吨/年丁辛醇及 20 万吨/年新戊二醇项目、金能绿色低碳循环新材料产业园-22 万吨/年可降解新材料项目。目前项目已取得立项和能评手续，其他手续正在申请办理中。项目预计于 2025 年年底陆续投产。

表1：公司主要产能情况

序号	主要项目	已建产能	在建/规划产能	预计建成时间
1	煤焦产品	250 万吨/年		
2	传统炭黑产品	24 万吨/年		
3	精化产品	2.7 万吨/年		
4	一期 90 万吨丙烷脱氢项目	90 万吨/年		2021 年 9 月底开始投产
5	一期 1*45 万吨 pp (Spheripol 技术)	45 万吨/年		
6	48 万吨绿色炭黑	48 万吨/年		
7	90 万吨/年丙烷脱氢项目		90 万吨/年	2023 年年底
8	二期 2×45 万吨/年 PP 项目 (Spheripol 技术)		45 万吨/年	2023 年年底
9	一期 2×45 万吨/年 PP 项目 (Spherizone 技术)		45 万吨/年	2023 年年底
10	金能沐关岛渔光互补海上光伏项目（一期）			已开工
11	4 万吨/年山梨酸（钾）项目			2024 年第一季度
12	44 万吨/年丙烯酸丁酯		44 万吨/年	预计 2025 年底建成
13	12 万吨/年高吸水性树脂 (SAP)		12 万吨/年	预计 2025 年底建成
14	50 万吨/年丁辛醇		50 万吨/年	预计 2025 年底建成
15	20 万吨/年新戊二醇项目		20 万吨/年	预计 2025 年底建成
16	22 万吨/年可降解新材料		22 万吨/年	预计 2025 年底建成

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

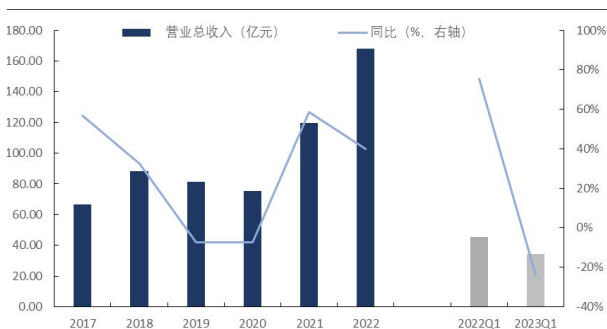
从业务收入占比来看，2022 年烯烃产品收入占比最高，达到 32.2%；其次是炭黑及煤焦油深加工产品，收入占比达 30.8%；第三是煤焦产品，占比达 25.6%，精细化工收入占比为 3.6%。**从毛利占比来看**，2022 年炭黑及煤焦油深加工产品毛利占

比高达 48.4%，其次是煤焦产品，毛利占比为 29.2%，精细化工产品毛利占比 27.5%，烯烃产品出现亏损。

自 2017 年以来，营业总收入同比增加，但毛利率整体平稳，2022 年受上下游两端影响较大。营业收入方面，公司营业收入波动向上，2022 年受新产能投产和价格上涨因素影响，营收同比增加 39.9%，达到 168.0 亿元。毛利方面，整体较为平稳，2018 年受益供给侧改革，毛利率水平较高；2022 年，公司实现毛利润 6.7 亿元，毛利率仅为 4.0%，同比下降 9.8 个百分点。其原因在于国内疫情反复、全球能源价格高企等因素影响，公司营业成本同比上涨。产品销售价格未能及时传导，公司利润下滑，业绩受到较大影响。

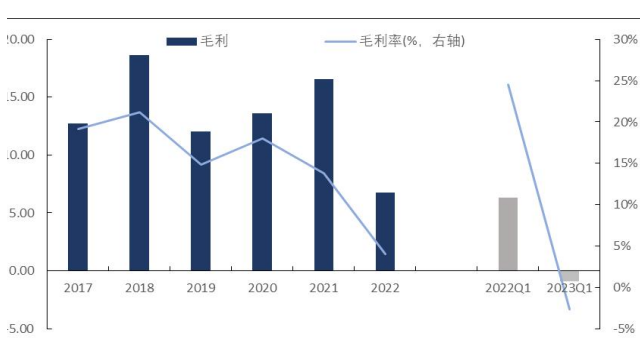
2022 年，公司归母净利润 2.49 亿元，同比下降 73.09%；扣非净利润 1168 万元，同比下降 98.52%。2023 年 Q1，营业收入 34.42 亿元，同比减少 23.83%；归母净利润亏损 1.39 亿元，上年同期净利润 1.24 亿元，由盈转亏。主要因为检修导致开工率不足和产品-原料价差收窄影响。

图3：2017 年以来公司营业总收入及同比（亿元）



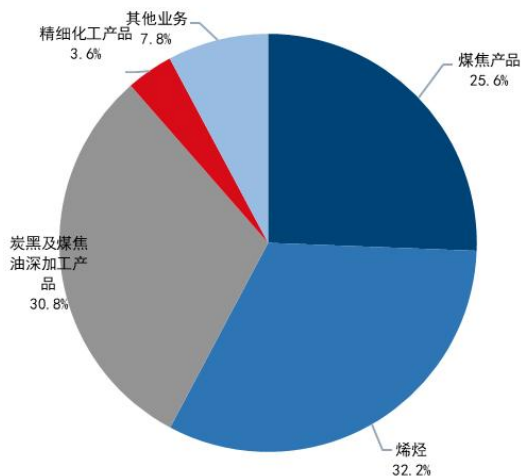
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图4：2017 年以来公司毛利润及毛利率（亿元）



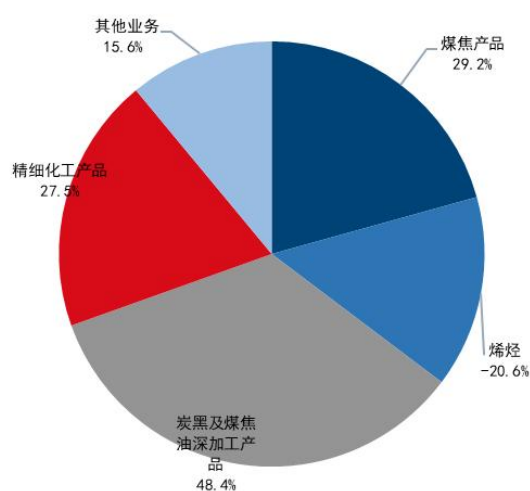
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图5：2022 年公司营业总收入分产品占比



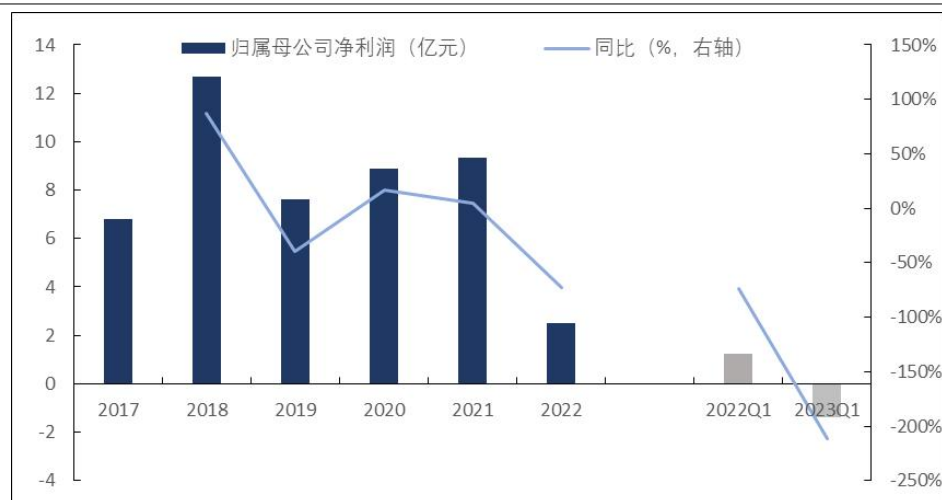
资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图6：2022 年公司毛利润分产品占比



资料来源：同花顺、国信证券经济研究所整理

图7：2017年以来公司归属母公司净利润及同比（亿元）



资料来源：同花顺、公司公告、国信证券经济研究所整理（注：2022 年数据采用公司业绩预告数据）

► 公司核心竞争优势

双基地区位优势。山东是我国煤炭大省，煤炭资源储量大、种类多，且公司地处黄河北煤田腹地（蕴含高质量的主焦煤、1/3 焦煤），煤质优且运输便利。同时山东是焦炭大省，市场容量大，副产的煤焦油和粗苯供给充足，所以公司煤焦油深加工与苯加氢生产具有成本相对竞争力。齐河本部与青岛基地区位互补，充分利用国内和国外原料供应和销售的差异化优势。此外，山东是我国最大的轮胎生产基地，是炭黑销售腹地，公司丙烯主要销往山东地区，聚丙烯销售以华东、华南市场为主。与业内大多数公司相比，公司贴近市场，销售便利，具有一定的区位优势。此外，公司氢能源综合利用项目位于董家口经济区，董家口港配套建设有专用流体化学品泊位，公司在港口建设管道直连厂区，丙烷原料可直接在港口通过管道进入洞库，既安全高效，又节约运输成本。

循环经济优势。公司自成立以来积极探索适合自身的发展模式，秉承资源高效利用、绿色低碳的发展理念，通过不断创新和实践，形成了以循环经济为核心的多产业链模式，在齐河工厂构建了“3+3”循环经济产业链，青岛工厂定位高端，科学规划，首创独特的循环经济模式，建设全球最大、最优的生产装置，树立了绿色化、智能化发展的行业典范。

技术设备先进性优势。公司焦炭生产的主装置 7 米顶装焦炉技术先进，行业领先；炭黑方面，公司属首家研发应用煤气生产的企业，且检测手段领先，拥有炭黑国家认可实验室；公司的球状山梨酸钾技术引领着行业发展趋势；丙烷脱氢装置核心设备以进口为主，是目前世界首套单体最大的装置。仓储方面，配套建设立库项目，单个立库储量可达 2 万吨，是国内首次将立库引入炭黑项目的企业；公司拥有丙烷洞库，是目前国内为数不多的拥有丙烷洞库的企业，采用地下水封石洞储库储存丙烷技术，具有运行安全可靠、成本和环境优势明显等特点。2015 年，公司获评国家企业技术中心，2012-2016 年，公司连续被中国炼焦行业协会评为“技术创新型焦化企业，连续 9 年列中国化工企业 500 强。公司荣获“山东省首批循环经济示范企业”“山东省级花园式单位”“国家首批绿色工厂”“国际热电联产奖”等。

成本具有相对优势。一是坚持发展循环经济，以循环经济为核心的多产业链模式。打造了区别于业内其他企业的循环经济产业链，实现了原料和能源的双循环，成为煤化工与精细化工科学整合的行业典范。经济效益和环保效益较为突出。二是区位和基础设施优势，董家口港配套建设有专用液体化学品泊位，公司在港口建设管道直连厂区，丙烷原料可直接在港口通过管道进入洞库，节约运输成本。三是产品直接供应周边工业园区，山东是钢铁和化工大省，公司焦炭、炭黑、烯烃主要在省内销售，运输距离较短。

齐河本部打造化工循环经济基地

► 煤化工与精细化工业务循环发展

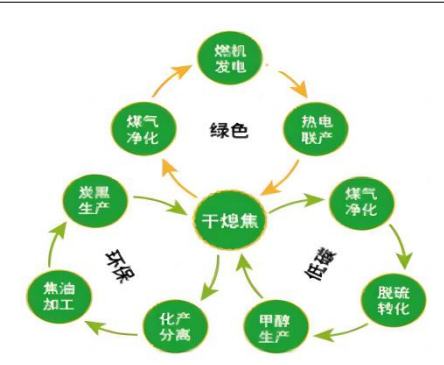
公司齐河本部以焦炭、炭黑、山梨酸等产品为主，以炼焦为起点构建“3+3”循环经济产业链。

公司的煤化工和精细化工产品主要在山东德州的齐河县生产，主要产品包括焦炭、炭黑、山梨酸及山梨酸钾、对甲基苯酚等。公司自成立以来，便以技术创新为驱动、以资源高效综合利用为导向，致力向产业链专业化与精细化方向发展，通过持续的技术创新改造和提升传统行业，经过多年实践，探索出了一条以循环经济发展煤化工产业的独特发展路径，并成功实现了煤化工与精细化工的科学整合。

公司以煤炭为原料、炼焦为基础、煤气为载体，打造了区别业内其他企业的“3+3”循环经济产业链，构建了差异化的发展模式，树立了产业升级的卓越典范。其中，第一个“3”表示**三种循环经济模式**：①“炼焦-化产-焦油加工-炭黑生产-尾气再炼焦”的循环模式；②“炼焦-化产-燃机发电-热电联产”的循环模式；③“炼焦-化产-甲醇生产-弛放气再炼焦”的循环模式。

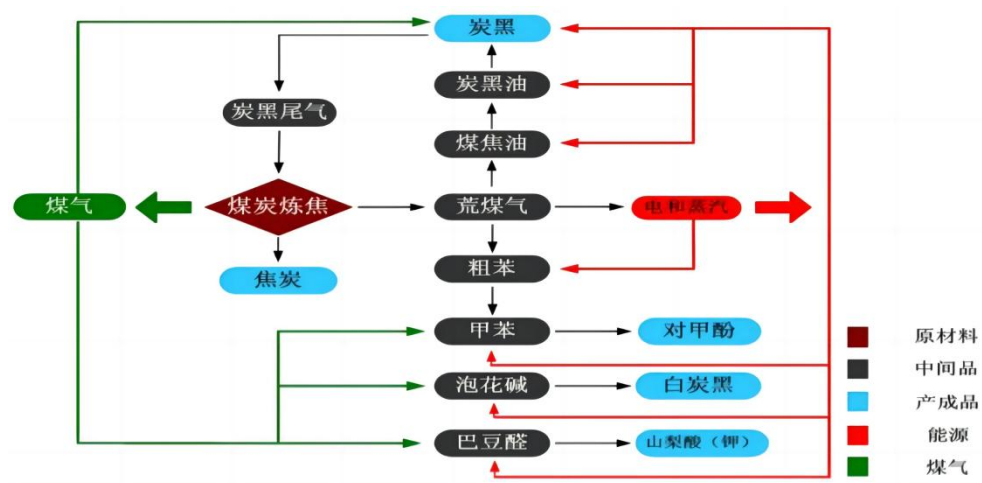
第二个“3”表示**三条产品链**：①炼焦—化产—巴豆醛—山梨酸—山梨酸钾产品链；②炼焦—化产—苯加氢—对甲基苯酚产品链；③炼焦—化产—泡花碱—白炭黑产品链。近期由于去产能，白炭黑产品因为原料不足停产。

图8：循环经济一体化发展框架



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图9：煤化工业务主要生产路线图



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

焦炭业务

焦炭业务是公司主业之一。2022 年，公司焦炭年产能 150 万吨/年（2021 年公司积极落实淘汰落后产能的相关政策，并于年底前关停高度为 4.3 米、产能为 80 万吨/年的焦炉）。从收入来看，除了 2020 年受疫情影响，近五年焦炭营业收入总体维持高位。由于产量下降，2022 年，煤焦产品营收 43.0 亿元，同比下降 19.0%。从毛利来看，煤焦产品毛利率受宏观环境影响较大。

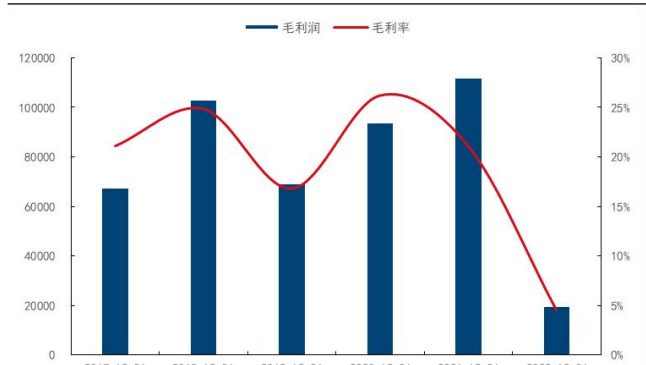
2022 年煤焦产品产销量下滑。2022 年，公司煤焦产品（焦炭、焦煤等）产销量分别为 192.2 万吨和 193.5 万吨，同比分别下降 13.9% 和 16.2%。从销售价格来看，煤焦产品（焦炭、焦煤等）均价 2222.9 元/吨，同比下降 3.4%。2022 年，公司焦煤购买成本同比增加 33.97%。公司产能退出、下游需求偏弱以及原材料成本的上升，使得公司焦炭业务的盈利能力有所下滑。

图10：2017 年以来公司煤焦产品营业收入（万元）



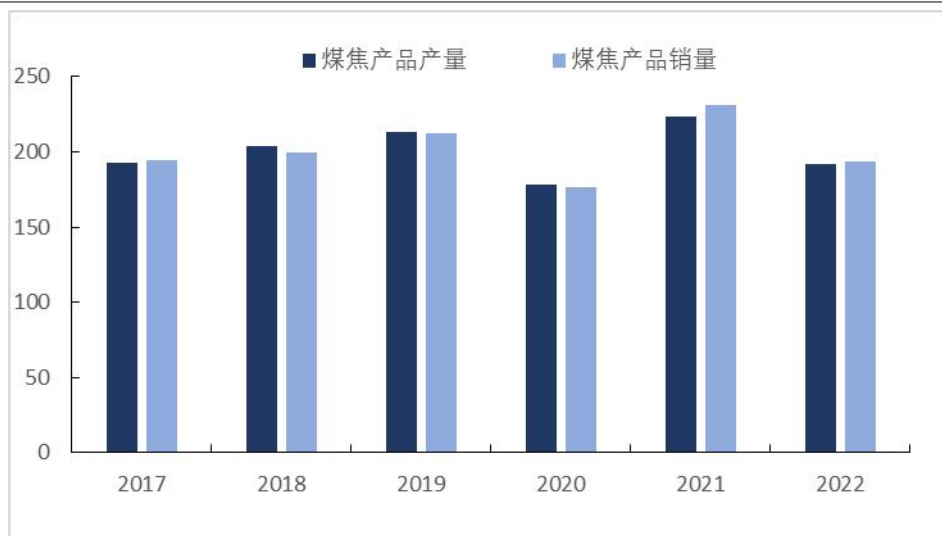
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图11：2017 年以来公司煤焦产品毛利润（万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图12: 2017年以来公司煤焦产品产销量(万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 炭黑业务

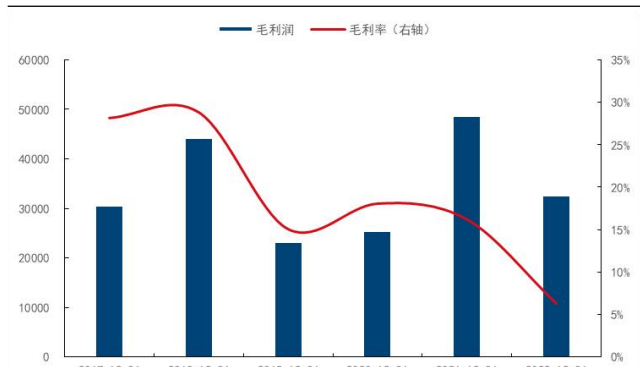
炭黑业务是2022年公司第一大业务。2022年,公司炭黑业务营业收入为51.7亿元,占营业总收入的30.8%;实现毛利润3.3亿元,占总毛利的48.4%。截止2022年底,公司炭黑产能72万吨/年(齐河24万吨/年,青岛48万吨/年)。从营业收入来看,由于青岛工厂产能的投产,2022全年炭黑产销量分别达到61.8万吨和62.5万吨,同比增加31.1%和37.1%。2022年,受到上游煤焦油等成本上涨影响,毛利率有所下降。

图13: 2017年以来公司炭黑营业收入情况(万元)



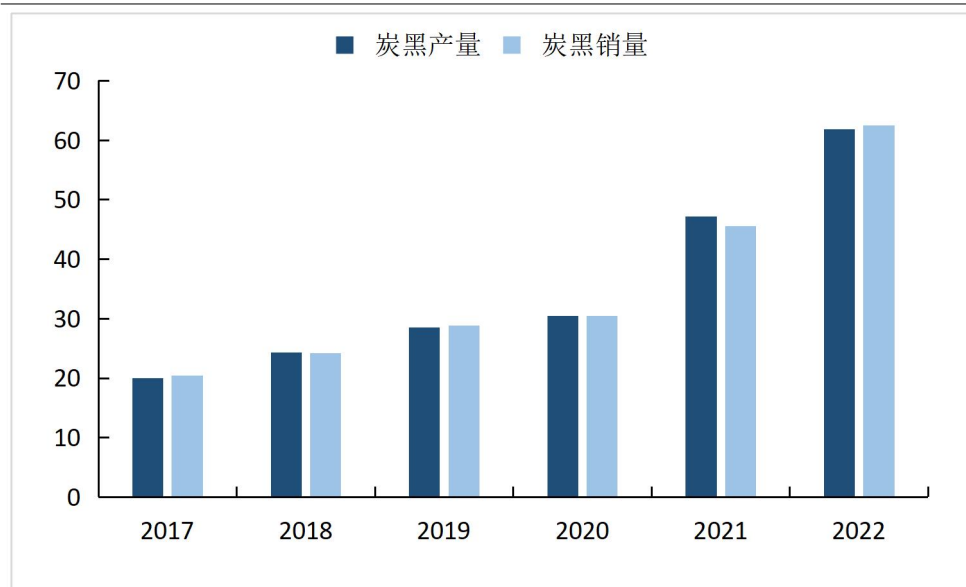
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图14: 2017年以来炭黑营业毛利润情况(万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图15: 2017年以来公司炭黑产销量(万吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 精细化工业务

公司的精细化工业务主要是指山梨酸(钾)和对甲基苯酚的生产销售。2022年,精细化工产品营业收入为6.1亿元,占营业总收入的3.6%;实现毛利润为1.9亿元,占总毛利的27.5%,精细化工产品产销量分别为4.5万吨和4.6万吨。公司4万吨/年山梨酸(钾)项目已经开工,预计2024年3月竣工投产。

青岛基地拓展石油化工产业带来新成长

公司青岛基地积极拓展石油化工产业,规划建设48万吨/年绿色炭黑、180万吨/年丙烷脱氢、200万吨/年高性能聚丙烯等系列项目。目前已完成90万吨丙烷脱氢、48万吨绿色炭黑循环利用、45万吨高性能聚丙烯的建设。

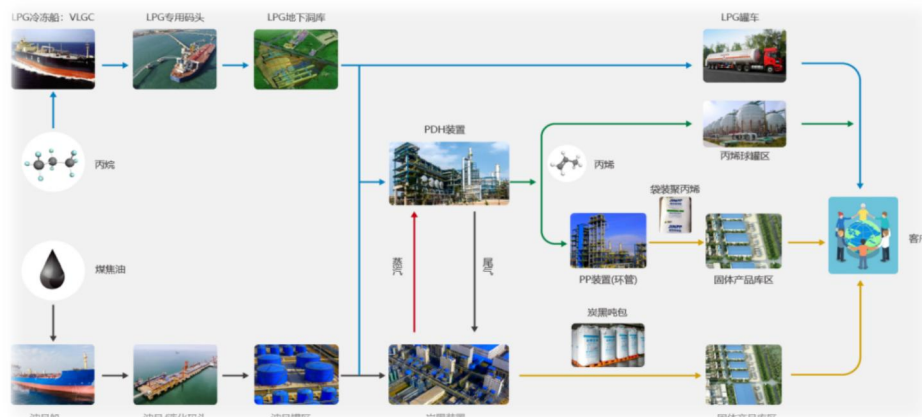
公司顺应新旧动能转换大势,在青岛西海岸新区建设新材料与氢能源综合利用项目,采用全球领先的工艺技术,基于资源循环利用模式,开启公司发展新时代。

➤ 成立新公司,发展石油化工产业

2018年,公司在青岛成立金能化学(青岛)有限公司,总投资203亿元,占地3000余亩,着手布局石化业务,主营业务新增石油化工业务。采用全球一流的技术和设备,基于循环经济发展模式,规划建设48万吨/年绿色炭黑、180万吨/年丙烷脱氢、200万吨/年高性能聚丙烯及清洁氢能源综合利用系列项目,并入选山东省首批新旧动能转换重大项目库优选高端化工项目。

截止2021年底,公司已完成90万吨丙烷脱氢、48万吨绿色炭黑循环利用、45万吨高性能聚丙烯、60万立方米地下洞库项目等系列项目的建设。氢能源综合利用项目位于董家口经济区,董家口港配套建设有专用液体化学品泊位,公司在港口建设管道直连厂区,丙烷原料可直接在港口通过管道进入洞库,既安全高效,又节约运输成本。

图 16: 青岛基地一二期石油化工业务生产路线



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 17: 青岛基地拓展石油化工产业一二期项目



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 发展丙烯与聚丙烯业务

丙烯是最重要的石油化工产品之一，用途较为广泛，是聚丙烯、丙烯腈、环氧丙烷、丙烯酸等大宗化工产品的主要原料，下游涵盖建筑、汽车、包装、纺织服装等领域。丙烯产品市场化程度较高，且具有一定的区域性特征。近年来，丙烯产能快速扩张，炼化一体化、PDH新增产能众多，多元化、一体化及规模化扩张趋势明显。截至2022年底，公司的PDH装置是世界单体产能最大的生产装置，公司也是北方地区丙烯外放量最大的企业，对市场的影响力较为突出。

聚丙烯（PP）作为五大通用合成树脂之一，在耐热、耐腐蚀、透明性等方面优于其他合成树脂，广泛应用于包装、纤维、汽车、家电等日用品以及工业品等领域。聚丙烯处于产业链的中间环节，上游丙烯的来源趋向多元化发展，下游塑料制品

涉及较多行业。PP 需求增速相对稳定，近几年应用不断向新兴领域拓展，如疫情期间熔喷布市场在医疗领域的应用出现爆发式增长。

公司现运行的聚丙烯装置采用利安德巴塞尔的 Spheripol 工艺，在产品性能和质量控制方面优势较为明显。二期在建 2×45 万吨/年高性能聚丙烯项目，分别采用 Spheripol 工艺技术，和 Spherizone 工艺技术。Spheripol 工艺技术可生产均聚聚丙烯、无规共聚聚丙烯、抗冲共聚聚丙烯、三元共聚物（乙烯-丙烯-丁烯共聚物）。Spherizone 技术工艺是 LyondellBasell 公司开发的最新一代聚丙烯生产工艺技术，采用第四代和第五代高效载体的 Z-N 催化剂体系及先进的添加剂体系，采用气相循环技术可生产保持韧性和加工性同时又具有高结晶度和刚性更加均一的聚合物。

➤ 副产氢未来有望产生增量收益

丙烷脱氢制丙烯工艺中，生成产品丙烯的同时，副产同等摩尔量的氢气，混合在乙烷、乙烯、一氧化碳、甲烷等的混合尾气中，如采用适当的分离手段，可获得大量的高纯度氢气，作为产品出售能获取更大经济效益。

按照生产 1 吨丙烯，副产 38 千克氢气计算，公司 180 万吨烯烃全部投产后，满负荷运行，每年副产氢气 6.8 万吨/年。如果周边有稳定的氢能需求，每年副产氢可以带来增量收益。

➤ 三期规划进一步延伸产业链

公司完成了青岛基地三期项目的规划，项目具体包括：金能绿色低碳循环新材料产业园-44 万吨/年丙烯酸丁酯及 12 万吨/年高吸水性树脂（SAP）项目、金能绿色低碳循环新材料产业园-50 万吨/年丁辛醇及 20 万吨/年新戊二醇项目、金能绿色低碳循环新材料产业园-22 万吨/年可降解新材料项目。目前项目已取得立项和能评手续，其他手续正在申请办理中。项目预计于 2025 年年底陆续投产，届时，将大大增强公司在 C3 产业链的竞争力，实现多产品、多细分行业的布局，提高公司的经营竞争力和市场抗风险能力。

图18：青岛基地三期项目是一二期项目的延伸



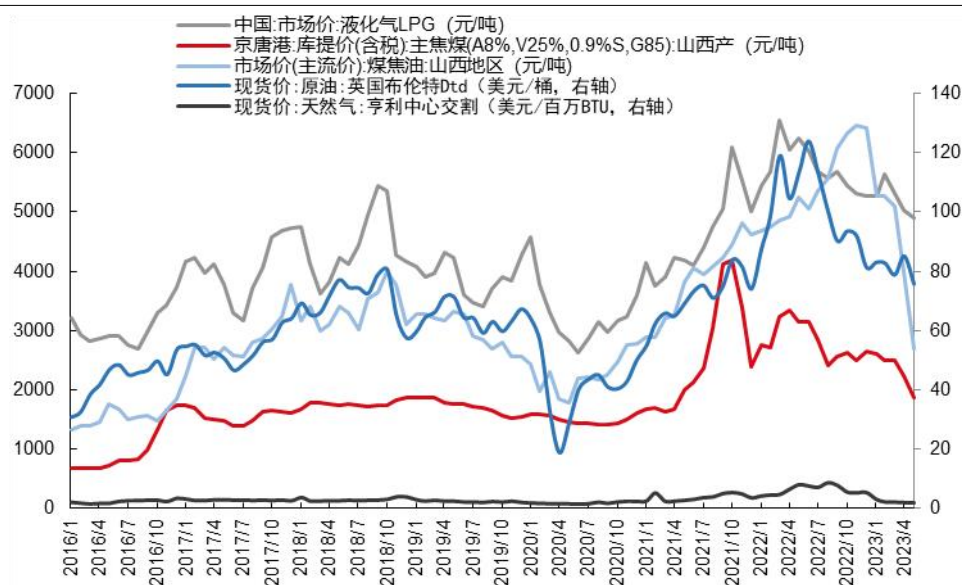
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

成本端已改善，需求有望边际好转

➤ 公司主要成本跟能源价格密切相关，当前价格均已出现下降

公司主要成本包括生产焦炭的焦煤、生产炭黑的煤焦油、生产丙烷的丙烷（LPG）。三种原料均与能源价格密切相关。从图 19 可以看出，2016 年以来，LPG、焦煤、煤焦油产品价格趋势与原油基本一致。当前，特别是 2023 年 1 月以来，LPG、焦煤、煤焦油的价格均出现一定幅度的下跌，预计在海外经济衰退的预期性，原油价格保持弱势震荡，能源价格整体保持弱势。

图 19: 能源产品的价格趋势基本一致



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

➤ 焦炭成本已经明显下降，焦炭毛利有望改善

2022 年焦炭板块业绩承压，公司成本控制具有相对优势。2023 年 Q1，京唐港主焦煤平均价格为 2529 元/吨，低于 2022 年 2931 元/吨的均价。2023 年 4 月，京唐港主焦煤平均价格为 2229 元/吨，5 月上旬均价 1970 元/吨。2021 年以来，受到上游能源价格上涨以及焦炭产能增加、下游钢铁需求较弱等影响，焦炭毛利率呈现持续下降的状态。根据中信行业分类板块数据，作为焦炭下游主要消费行业，钢铁板块 2022 年销售毛利率为 5.9%，同比下降 4.9 个百分点；2022 年焦炭板块毛利率仅为 7.4%，同比下降 7.5 个百分点。行业代表性企业毛利均出现下滑。与同类公司相比，金能科技毛利率仅低于拥有煤炭产能的美锦能源。

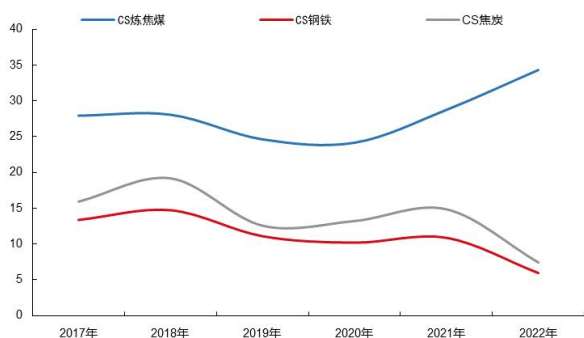
2022 年，在能源高位、需求减弱、疫情反复等背景下，公司焦炭、炭黑、PDH 业务毛利收窄。2023 年 1-4 月，能源价格已经回落，随着下游产业复苏，毛利率有望边际改善。

图 20: 2023 年 1-4 月焦煤价格显著低于 2022 年均价 (元/吨)



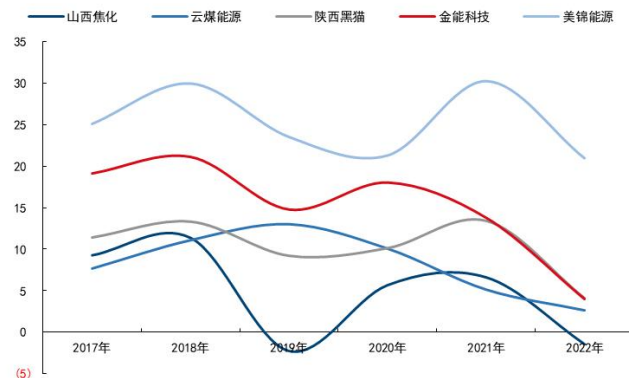
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 2021 年以来煤炭、焦炭、钢铁子版块毛利率 (%)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图 22: 2017-2022 年焦炭企业毛利率走势 (%)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

预计 2023 年下半年焦炭产能将边际下降。随着 2020 年焦化行业集中去产能进入尾声, 2021 年以来焦化产能保持净新增态势。Mysteel 统计 2020 年焦化产能净淘汰 2500 万吨, 2021 年焦化边际收缩, 2022 年焦化产能维持增长。2023 年, 山西、山东等焦炭大省出台全面关停 4.3 米焦炉等焦炭进一步去产能的政策, 预计 2023 年底焦炭供需格局将有所改善。

根据 Mysteel 调研数据, 全国 2023 年预计将淘汰焦化产能 4754 万吨, 新增产能 5039 万吨, 净新增产能 285 万吨。截至 5 月 5 日, 2023 年已淘汰焦化产能 763 万吨, 新增 1059 万吨, 净新增 296 万吨。对于全国整体而言, 2023 年焦化产能将净新增 285 万吨, 但是根据 Mysteel 调研数据, 净新增产能已于 5 月前投产。

而山西、内蒙等焦化产能大省产能将净减少，且由于新焦炉从投产到达到满产状态仍需要一定时间，所以预计 2023 年下半年焦炭产能将边际下降。

上游焦煤供给有所增加，焦炭毛利有望企稳回升。2022 年，焦煤总体偏强运行，焦煤供应偏紧，价格随之上扬，双焦价差缩小，炼焦利润走低。2023 年，国内炼焦煤供应平稳，蒙古和澳洲进口炼焦煤稳中有增，而需求方面相对平稳，炼焦煤供需偏紧格局逐步缓解。随着焦煤供给增加、焦炭产能边际下降，预计焦炭利润有望走阔，焦炭毛利预期企稳回升。

表2: 最新焦化产业相关政策汇总

发布时间	发行部门	政策名称	重点内容解读
2023 年 1 月	山东省政府	山东省“两高”建设项目碳排放指标收储调剂管理办法（试行）	通过产能转移、企业关停转产、淘汰落后产能、压减过剩产能、核电替代化石能源等途径减少的碳排放量，全省核电发电增量替代煤电形成的碳排放指标，省级收储 80%，其余 20%由项目所在设区的市收储。
2022 年 12 月	生态环境部	钢铁/焦化建设项目环境影响评价文件审批原则	增加了新建（含搬迁）钢铁、焦化项目原则上应达到超低排放水平，鼓励改建、扩建项目达到钢铁和焦化行业超低排放水平。
2022 年 7 月	山东省政府	山东省焦化行业超低排放改造实施方案	对完成超低排放改造的焦化企业，在焦炭产量指标分配、重污染天气绩效分级等方面予以倾斜；对未完成超低排放改造和未按照产能转出协议停产的焦化企业，加大联合惩戒力度。
2022 年 6 月	山西省政府	《关于推动焦化行业高质量发展的意见》	《意见》提出，2023 年底前，全省焦化企业要实现全面实现干法熄焦，完成超低排放改造，全面关停 4.3 米焦炉以及不达超低排放标准的其他焦炉。到 2025 年，全行业能耗总量和能耗强度较 2020 年实现“双下降”，焦化企业全面迈过“生存线”，力争 30%以上企业达到“发展线”。
2022 年 6 月	山东省政府	2022 年山东省利用综合标准依法依规推动落后产能退出工作方案	我省将盯紧严控 16 个“两高”行业，摸清产能底数，强化监管，坚决遏制“两高”项目违规新增产能。焦化行业组织单独厂区装置产能 100 万吨以下独立焦化企业 115 万吨产能整合转移退出。
2022 年 5 月	山西省政府	关于优化调整全省重污染天气钢铁焦化行业绩效分级指标推动钢铁焦化行业实现高质量发展的通知	在保证安全生产的前提下，鼓励焦炉炉体采取加罩措施，熄焦方式全部采用干法熄焦（含备用熄焦装置），钢铁、焦化企业均应建设管控一体化平台。
2022 年 4 月	工信部、国家发展改革委等六部门	《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》	提出到 2025 年，我国石化化工行业基本形成自主创新能力强、结构布局合理、绿色安全低碳的高质量发展格局。其中，大宗化工产品生产集中度进一步提高，产能利用率达到 80%以上；建成 30 个左右智能制造示范工厂、50 家左右智慧化工示范园区。
2022 年 1 月	山东省政府	《关于促进钢铁工业高质量发展的指导意见》	统筹焦化行业与钢铁等行业发展，引导焦化行业加大绿色环保改造力度。
2021 年 4 月	内蒙古自治区工业和信息化厅	《关于印发淘汰落后化解过剩产能计划的通知》	要求各盟市抓紧制定铁合金、钢铁、电石、焦炭、石墨电极等重点行业整合退出方案，明确 2021-2023 每一年度具体计划，并要求整合退出的 80%以上任务要安排在 2021-2022 年，整合工作要尽早开展，为产能退出创造条件。

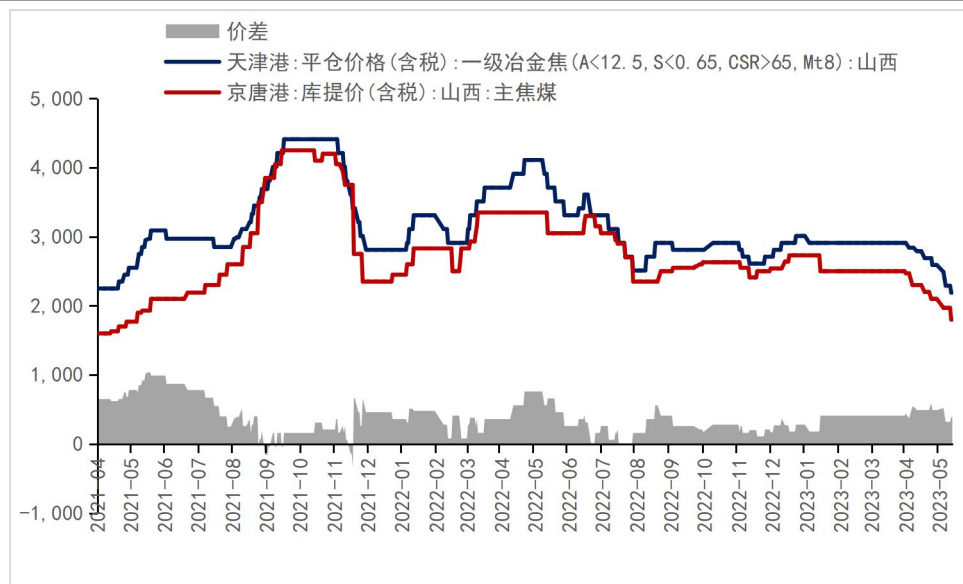
资料来源：政府官网，国信证券经济研究所整理

表3: 2023 年焦化产能淘汰及新增情况（万吨/年）

省份	产能（截至 2023 年 1 月初）	淘汰产能	淘汰产能占比	新增产能	净新增产能
全国	55890	4754	8.51%	5039	285
山西	11650	2646	22.71%	2193	-453
内蒙古	5906	1315	22.27%	1110	-205
河北	7882	475	6.03%	324	-151

资料来源：Mysteel、政府官网，国信证券经济研究所整理

图23: 港口焦炭-焦煤价格走势及价差(元/吨)



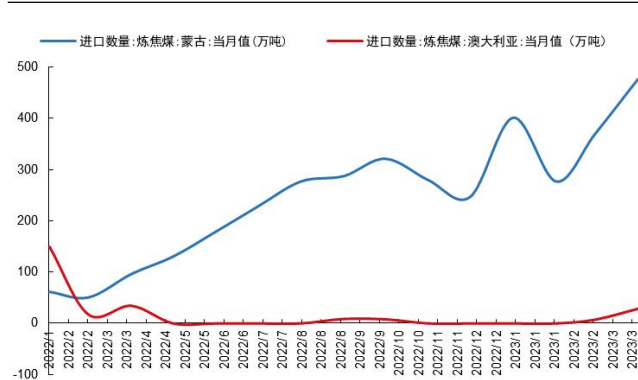
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图24: 2023年炼焦煤进口数量同比大幅增加(万吨)



资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图25: 蒙煤及澳煤月度进口数量(万吨)



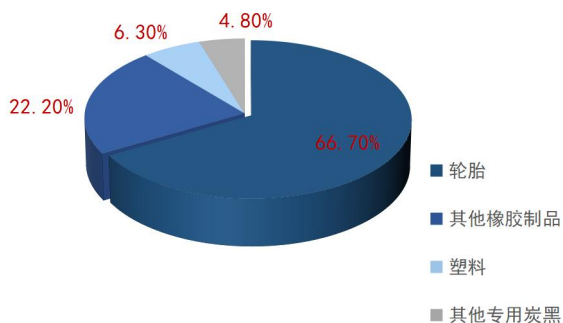
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

➤ 炭黑成本端已经有所下降，轮胎需求边际改善可期

炭黑在各种类型轮胎和橡胶产品制作中运用广泛，统计显示 67%的炭黑用于轮胎制造。国内炭黑生产的主要原材料是煤焦油，生产单耗一般在 1.4-1.7（吨煤焦油/吨炭黑），各企业生产效率存在差异，金能科技生产单耗为 1.28 吨煤焦油/吨炭黑，处于行业领先水平，而其他的制造费用相对来说比较固定，一般在 1200-1400 元/吨。下游消费方面，炭黑是橡胶轮胎行业必不可少的原料，对增加轮胎行驶里程、改善轮胎撕裂强度等物理性能具有较好作用。

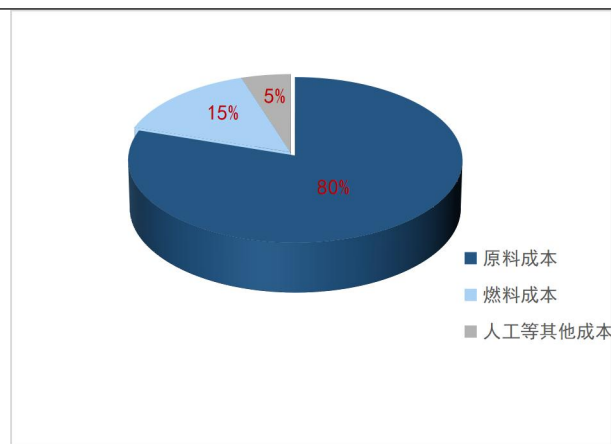
2023 年 1-3 月，山西高温煤焦油（炭黑原料）平均价格为 5202 元/吨，低于 2022 年全年 5476 元/吨的均价。2022 年，在油价高位、需求减弱、疫情反复等多重不利因素冲击下，焦油和蒽油价格明显抬升，炭黑生产成本压力较大。根据行业板块数据，2022 年申万炭黑板块实现营业总收入 222.5 亿元，同比增加 26.9%；2022 年高温煤焦油平均价格上涨 41.7%，挤压炭黑毛利空间，总体毛利率有所下滑，板块总毛利率仅为 7.9%，同比下降 7.4 个百分点。

图26：2021 炭黑下游消费结构



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图27：炭黑生产成本构成



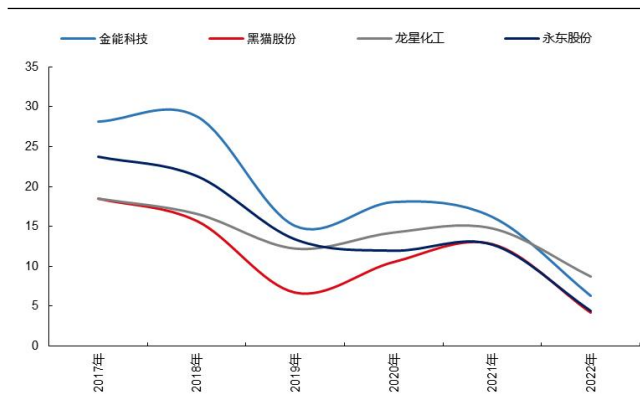
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图28：高温煤焦油价格变化（元/吨）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图29：炭黑业务毛利率变化（%）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

预计 2023 年高温煤焦油价格中枢回落，炭黑价差走阔。2022 年受到国际油价和焦煤价格上涨等因素影响，高温煤焦油价格上行，从年初的 4500 元/吨上涨至年末的 6160 元/吨，涨幅为 36.9%。2023 年，高温煤焦油价格显著下行，截至 2023 年 5 月 12 日，高温煤焦油价格从年初的 6160 元/吨，下降到 2530 元/吨。

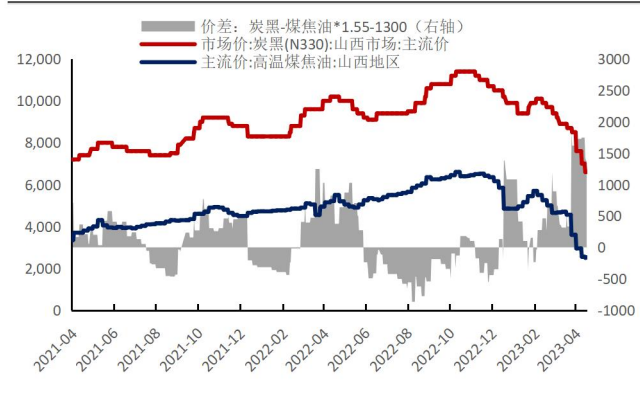
原油价格回落叠加煤焦油下游需求放缓，预计高温煤焦油价格中枢有望继续回落，未来炭黑成本压力减轻，利润水平有望改善。

图30: 煤焦油产业链价格走势(元/吨、美元/桶)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图31: 炭黑-高温煤焦油价格走势及价差(元/吨)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

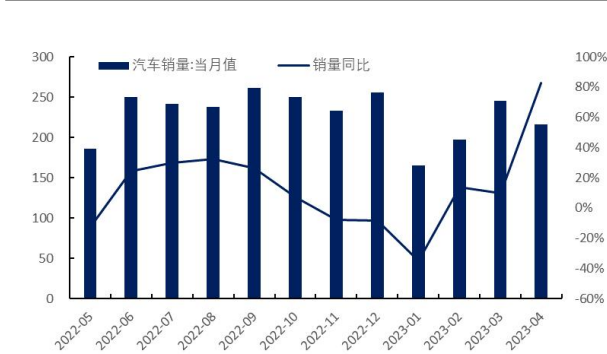
下游轮胎替换市场复苏可期，炭黑需求预期向好。2022年，国内轮胎市场疲软，全年我国橡胶轮胎外胎产量累计值为8.6亿条，同比下降5.0%；新车市场汽车产/销量分别为2699.7万辆、2684.9万辆，同比增长+2.3%、+3.6%。2023年，预计在经济整体复苏的背景下，乘用车销量有望增长。根据中国汽车流通协会介绍，大部分经销商认为全年乘用车销量增幅将接近5%，2023年1-4月份，乘用车销量823.5万辆，同比增加7.2%。除了乘用车市场，我国商用车轮胎替换市场前景广阔，商用车承担了全社会74%的货物运输量和61%的旅客运输量，未来随着居民出行及物流运输的恢复，商用车轮胎替换需求也将进一步上升，炭黑需求有望改善。

图32: 轮胎累计产量及增速(万条)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

图33: 全国汽车月销量及增速(万辆)



资料来源: iFind、国信证券经济研究所整理

➤ PDH 成本有所下降，需求逐步复苏

丙烯下游消费持续增长，PDH 产能快速扩张。近年来，中国丙烯及其下游衍生物的消费量持续保持增长，2021年我国丙烯表观消费量为4538万吨，同比增长11.36%，自给率达到95%左右。PDH装置因其原料单一、收率高、副产品少、清洁环保等特点，在目前国家倡导碳达峰、碳中和的背景下，成为烯烃生产重要工艺路线，且PDH副产高纯度、低成本氢气，PDH企业可以充分利用副产氢气的附加值，提升装置利润水平。截至2022年8月，我国PDH产能已达1117万吨/年，在行业整体盈利能力较差的情况下，预计新产能的投产放缓。

上游丙烷价格回落，PDH 行业毛利有改善预期。丙烷作为 PDH 生产工艺中的主要原料，通常占生产总成本的 80% 左右，生产单耗为 1.3 吨丙烯/吨丙烷。国内化工丙烷主要依托进口，国际丙烷主要产地为中东油田伴生气以及美国页岩气田的伴生天然气凝析油。2022 年，国际油价震荡上涨，国内丙烷价格上行，全年丙烷现货均价为 6086.4 元/吨，较去年同期上涨 1113.4 元/吨，涨幅为 22.4%，导致 PDH 生产成本大幅上升，同时下游客户需求不足，成本价格传导不畅，丙烷丙烯价差缩小，直接挤压 PDH 行业毛利。2023 年，丙烷价格从年初的 5688 元/吨，下降到 5 月 12 日的 4680.8 元/吨。未来在国际油价区间震荡的情况下，丙烷价格预期理性回调，PDH 利润有望修复。

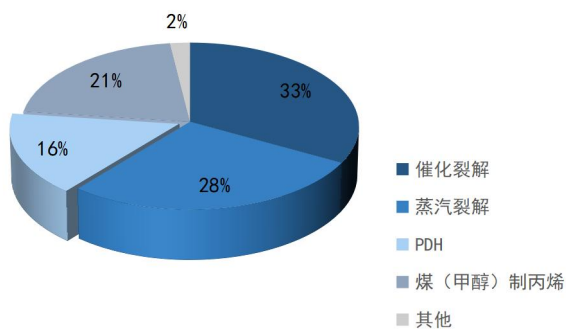
宏观经济趋势向好，丙烯下游消费稳定向好。丙烯下游应用领域众多，主要为聚丙烯、环氧丙烷、丙烯腈等，目前国内丙烯表观消费主要以聚丙烯为主。2022 年聚丙烯表观需求弱势，市场宽幅震荡，整体呈现冲高回落走势，随着 2023 年经济逐步复苏，国内丙烯需求预期稳中向好，PDH 行业毛利有望边际改善。

图34：2020 年以来丙烷价格变化（元/吨）



资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图35：2021 年丙烯供给结构



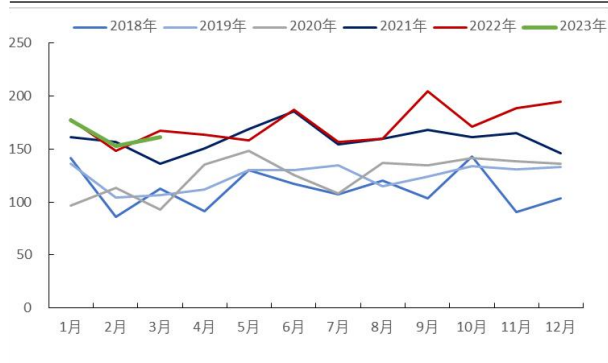
资料来源：WIND、国信证券经济研究所整理

图36：丙烯-丙烷现货价格及价差（元/吨）



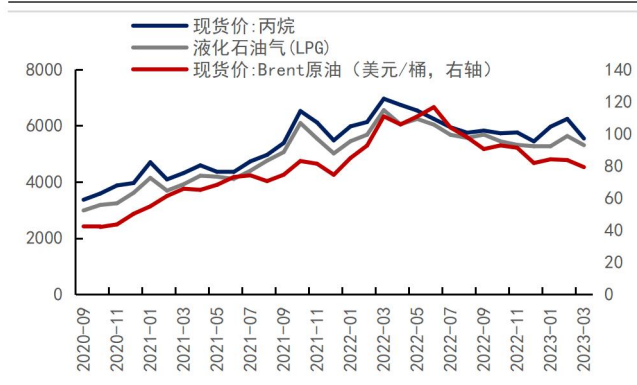
资料来源：iFinD、国信证券经济研究所整理

图37: 2018-2022 年丙烷进口数量对比 (万吨)



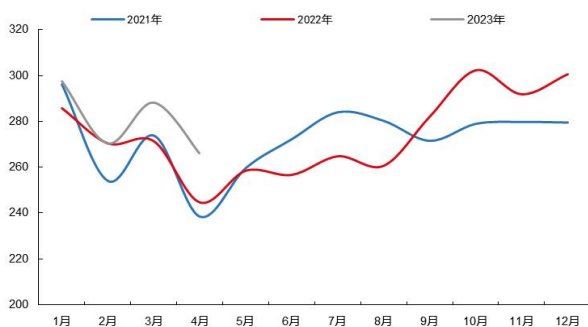
资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图38: 液化石油气相关价格走势 (元/吨、美元/桶)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图39: 聚丙烯表观消费量 (万吨)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

图40: 聚丙烯现货价 (元/吨)



资料来源: iFinD、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

按假设前提, 预计
23-25 年营收
167.3/180.4/229.2
亿元, 归属母公司净
利润 5.2/9.5/12.8 亿
元, 每股收益
2023-2025 年分别为
0.60/1.11/1.50 元。

公司业务以煤化工、石油化工、精细化工为主, 预计新建烯烃项目和山梨酸(钾)项目分别将于 2023 年底和 2024 年初完工并逐步投产。因新建产能规模较大, 盈利预测考虑新建项目对业绩的影响。

煤焦产品: 根据公司 2022 年产销量以及公司产能情况, 考虑焦炭价格中枢略有下移, 预计 2023-2025 年, 公司焦炭产量均为 120 万吨, 煤焦产品产量均为 193 万吨, 煤焦产品价格分别为 2200/2100/2100 元/吨。给予 23-25 年焦炭业务 8.0%/11.0%/12.0% 的毛利率, 预计公司 2023-2025 煤焦产品业务营收分别为 42.5/40.5/40.5 亿元, 同比变化-1.3%/-4.6%/0%。

炭黑: 根据公司 2022 年产销量以及公司产能情况, 考虑炭黑价格中枢略有下移,

预计 2023-2025 年, 公司炭黑产量均为 70 万吨, 炭黑价格分别为 7000 元/吨、6800 元/吨、6800 元/吨。给予 2023-2025 年炭黑业务 8.0%/12.0%/12.0% 的毛利率, 预计公司 2023-2025 炭黑业务营收为 49.0/47.6/47.6 亿元, 同比变化 -5.3%/-2.9%/0%。

烯烃: 根据公司 2022 年产销量以及公司产能情况, 暂不考虑加工成聚烯烃。考虑 2023 年烯烃价格略有下降, 24-25 年略有提升, 预计 2023-2025 年, 公司烯烃产量分别为 80 万吨、100 万吨、160 万吨, 烯烃价格分别为 7000 元/吨、7100 元/吨、7200 元/吨。给予 2023-2025 年烯烃业务 6.0%/9.0%/9.0% 的毛利率, 预计公司 2023-2025 烯烃业务营收为 56.0/71.0/115.2 亿元, 同比变化 3.6%/26.8%/62.3%。

精细化工: 根据公司 2022 年产销量以及公司产能情况, 考虑精细化工产品价格较为稳定, 预计 2023-2025 年, 公司精细化工产量分别为 4.5 万吨、4.5 万吨、7 万吨, 价格均为 12000 元/吨。给予 2023-2025 年精细化工业务 30.0%/30.0%/30.0% 的毛利率, 预计公司 2023-2025 精细化工业务营收为 5.4/5.4/8.4 亿元, 同比变化 -11.4%/0%/55.6%。

其他: 我们预测 2023-2025 年, 公司其他业务增速为 10%、10%、10%, 毛利率维持 5% 的水平。

公司各项业务增速及毛利率假设如表 4 所示:

表4: 公司业绩预测 (百万元)

业务	类别	2021	2022	2023E	2024E	2025E
煤焦产品	销售收入	5,308.76	4,301.56	4,246.00	4,053.00	4,053.00
	成本	4,188.61	4,104.72	3,906.32	3,607.17	3,566.64
	销售收入增长率		-18.97%	-1.29%	-4.55%	0.00%
	毛利率	21.10%	4.58%	8.00%	11.00%	12.00%
炭黑	销售收入	2,995.66	5,172.53	4,900.00	4,760.00	4,760.00
	成本	2,509.75	4,846.71	4,508.00	4,188.80	4,188.80
	销售收入增长率	113.28%	72.67%	-5.27%	-2.86%	0.00%
	毛利率	16.22%	6.30%	8.00%	12.00%	12.00%
烯烃	销售收入	1,556.09	5,404.64	5,600.00	7,099.99	11,519.99
	成本	1,663.49	5,543.58	5,264.00	6,460.99	10,483.19
	销售收入增长率		247.32%	3.61%	26.79%	62.25%
	毛利率	-6.90%	-2.57%	6.00%	9.00%	9.00%
精细化工	销售收入	595.90	609.70	540.00	540.00	840.00
	成本	484.32	424.60	378.00	378.00	588.00
	销售收入增长率		2.32%	-11.43%	0.00%	55.56%
	毛利率	18.73%	30.36%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	销售收入	1,519.65	1,312.24	1,443.47	1,587.82	1,746.60
	成本	1,474.70	1,207.49	1,371.30	1,508.43	1,659.27
	销售收入增长率	19.42%	-13.65%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	2.96%	7.98%	5.00%	5.00%	5.00%
合计	销售收入	11,976.05	16,800.68	16,729.47	18,040.82	22,919.59
	成本	10,320.87	16,127.11	-0.42%	7.84%	27.04%
	销售收入增长率	58.73%	40.29%	15,427.62	16,143.39	20,485.90
	毛利率	13.82%	4.01%	7.78%	10.52%	10.62%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述, 预计 2023-2025 年营收 167.3/180.4/229.2 亿元, 同比变化 -0.42%/+7.84%/+27.04%, 毛利率 7.8%/10.5%/10.6%, 毛利 13.0/19.0/24.3 亿元, 同比变化 93.3%/45.8%/28.3%。

未来 3 年业绩预测简表

表5: 未来 3 年盈利预测表 (百万元)

	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	16801	16729	18041	22920
营业成本	16127	15428	16143	20486
销售费用	22	25	27	34
管理费用	214	291	311	384
财务费用	171	126	126	116
营业利润	243	604	1124	1514
利润总额	246	614	1134	1524
归属于母公司净利润	249	516	953	1280
EPS	0.29	0.60	1.11	1.50
ROE	2.86%	6%	10%	12%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

按上述假设条件, 预计 2023-2025 年营收 167.3/180.4/229.2 亿元, 归属母公司净利润 5.2/9.5/12.8 亿元, 利润变化分别为 106.9%/84.8%/34.4%。每股收益 2023-2025 年分别为 0.60/1.11/1.50 元。

盈利预测的敏感性分析

表6: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	11,976	16,801	16,722	18,164	23,568
(+/-%)	58.7%	40.3%	-0.5%	8.6%	29.7%
净利润(百万元)	935	249	1894	2442	3256
(+/-%)	5.1%	-73.3%	660.3%	28.9%	33.4%
摊薄 EPS	1.09	0.29	2.22	2.86	3.81
中性预测					
营业收入(百万元)	11,976	16,801	16,729	18,041	22,920
(+/-%)	58.7%	40.3%	-0.4%	7.8%	27.0%
净利润(百万元)	935	249	516	953	1280
(+/-%)	5.1%	-73.3%	106.9%	84.8%	34.4%
摊薄 EPS(元)	1.09	0.29	0.60	1.11	1.50
悲观的预测					
营业收入(百万元)	11,976	16,801	16,737	17,917	22,278
(+/-%)	58.7%	40.3%	-0.4%	7.1%	24.3%
净利润(百万元)	935	249	-818	-479	-551
(+/-%)	5.1%	-73.3%	—	—	—
摊薄 EPS	1.09	0.29	-0.96	-0.56	-0.64
总股本 (百万股)	855	855	855	855	855

资料来源: 国信证券经济研究所整理及预测

估值与投资建议

公司股票合理估值区间在 10.5-11.1 元, 相对于公司 5 月 19 日收盘价有 21.0%-27.9% 的溢价空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

考虑公司的业务特点, 我们采用相对估值来估算公司的合理价值区间。

相对估值：10.5-11.1 元

公司核心主业为焦炭、炭黑、烯烃和精细化工, 均为化工行业, 同时上游原料均为能源产品(焦煤、煤焦油、丙烷等), 下游产品与工业生产密切相关, 均属于中游的加工产业。因此, 我们选取相关公司作为可比公司, 焦炭公司山西焦化, 炭黑公司黑猫股份, 烯烃公司东华能源, 精细化工选择醋化股份。

山西焦化: 公司以煤焦化为主导, 形成了焦炉煤气综合利用、煤焦油、粗苯深加工全产业链, 同时公司拥有中煤华晋(煤炭企业)股权, 投资收益对业绩贡献明显。考虑金能科技焦炭产能先进、成本控制较好, 在焦煤价格下降的趋势下, 我们认为可以给金能科技更高的估值溢价。

黑猫股份: 公司主要从事炭黑、焦油精制和白炭黑等产品的生产与销售, 其中炭黑产品占逾八成, 是公司最主要的主营业务产品。考虑金能科技新建炭黑产能, 技术较为先进, 我们认为金能科技与黑猫股份估值水平相当。

东华能源: 公司目前已投产产能为 180 万吨/年的丙烷脱氢制丙烯 PDH 项目、产能为 160 万吨/年的聚丙烯 PP 项目。考虑金能科技与东华能源 PDH 产能相当, 我们认为金能科技与东华能源估值水平相当。

醋化股份: 公司主要从事以醋酸衍生物、吡啉衍生物为主体的高端专用精细化学品的研发、生产和销售。2022 年, 食品、饲料添加剂(山梨酸(钾)、脱氢乙酸(钠))产量 3.48 万吨。考虑金能科技与醋化股份山梨酸(钾)产量接近, 我们认为金能科技与醋化股份估值水平相当。

表 7: 同类公司估值比较

公司代码	公司名称	收盘(元)	总市值(亿元)	EPS 2023E	2024E	PE 2023E	2024E
600740.SH	山西焦化	5.46	139.89	0.79	0.97	6.94	5.63
002068.SZ	黑猫股份	9.79	73.20	0.48	0.74	20.43	13.19
002221.SZ	东华能源	8.99	141.69	0.44	0.67	20.55	13.41
603968.SH	醋化股份	17.56	36.76	2.13	2.62	8.24	6.70
	平均值						9.73
603113.SH	金能科技	8.95	76.53	0.60	1.11	14.92	7.58

资料来源: WIND, 国信证券经济研究所整理及预测, 股价按照 5 月 15 日收盘价。可比公司 EPS 采用 WIND 一致性预期值。

金能科技以焦炭、炭黑、烯烃等为核心主业, 根据 Wind 一致性预期, 上述可比公司 2024 年 PE 平均值为 9.7。我们认为金能科技 2024 年合理 PE 水平为应为 9.5-10, 对应公司股票合理估值区间为 10.5-11.1 元。

投资建议：首次覆盖给予买入评级

预计公司 23-25 年收入分别为 167.3/180.4/229.2 亿元, 归属母公司净利润 5.2/9.5/12.8 亿元, 每股收益 2023-2025 年分别为 0.60/1.11/1.50 元。我们认为公司股价合理区间在 10.5-11.1 元之间, 相对于 5 月 19 日收盘价有 21.0%-27.9%

的溢价空间。考虑公司坚持发展循环经济，具备成本比较优势，新建烯烃、精细化工等项目将带来规模化一体化效益，产业链进一步向新材料延伸，成长性较好，且成本下移，毛利有望改善，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的，可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险；以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用！

我们采取了相对估值方法，得出公司的合理估值在 10.5-11.1 元之间，我们选取了与公司业务相同或相近的山西焦化、黑猫股份、东华能源、醋化股份等的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2024 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予 21.0%-27.9%的溢价，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入变化-0.42%/+7.84%/+27.04%，可能存在对公司产品销量及价格预计偏乐观、进而高估未来 3 年业绩的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 7.8%/10.5%/10.6%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年盈利预测值高于实际值的风险。

经济放缓导致化工品需求下降

受宏观形势因素影响，可能出现区域经济放缓，焦炭、烯烃等消费端钢铁、建材、汽车等需求下降，公司产品销量或价格受到影响。

突发事件扰动造成能源价格波动

由于地缘政治、异常天气、突发事件等因素造成能源供给端大幅波动，从而引起公司成本端波动。

安全生产事故的影响

公司所属的化工行业属于危险行业，如果发生安全事故，可能会对产生较大影响。

公司在建产能不及预期

在建化工项目可能会出现工程进度不及预期、产能释放滞后的情况，影响公司业绩。

行业产能扩张带来过剩

在政策支持或经济效益的驱动下，公司所在行业产能进一步扩张，带来供需过剩的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	946	1707	1998	2030	2782	营业收入	11976	16801	16729	18041	22920
应收款项	716	2521	1755	1892	2404	营业成本	10321	16127	15428	16143	20486
存货净额	1151	1002	1352	1406	1799	营业税金及附加	59	60	59	99	126
其他流动资产	1196	623	1338	1443	1834	销售费用	16	22	25	27	34
流动资产合计	5060	7154	7743	8071	10118	管理费用	266	214	291	311	384
固定资产	6978	7809	8988	9517	9469	研发费用	162	144	167	180	229
无形资产及其他	976	1002	962	922	882	财务费用	23	171	126	126	116
投资性房地产	108	361	361	361	361	投资收益	41	46	20	20	20
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(105)	(57)	(50)	(50)	(50)
资产总计	13123	16326	18054	18872	20830	其他收入	(105)	48	(167)	(180)	(229)
短期借款及交易性金融负债	1337	3795	4000	4000	4000	营业利润	1123	243	604	1124	1514
应付款项	1444	1207	2520	2620	3353	营业外净收支	16	3	10	10	10
其他流动负债	511	1346	1180	1228	1571	利润总额	1138	246	614	1134	1524
流动负债合计	3292	6347	7700	7848	8924	所得税费用	204	(4)	98	182	244
长期借款及应付债券	858	1013	1013	1013	1013	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	220	258	298	348	398	归属于母公司净利润	935	249	516	953	1280
长期负债合计	1077	1271	1311	1361	1411	现金流量表（百万元）					
负债合计	4370	7618	9012	9210	10336	净利润	935	249	516	953	1280
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	17	(59)	26	5	(0)
股东权益	8753	8707	9043	9662	10494	折旧摊销	519	752	785	956	1039
负债和股东权益总计	13123	16326	18054	18872	20830	公允价值变动损失	105	57	50	50	50
关键财务与估值指标						财务费用	23	171	126	126	116
每股收益	1.09	0.29	0.60	1.11	1.50	营运资本变动	(745)	(759)	915	(93)	(170)
每股红利	0.38	0.41	0.21	0.39	0.52	其它	(17)	59	(26)	(5)	0
每股净资产	10.24	10.18	10.58	11.30	12.27	经营活动现金流	813	299	2266	1865	2200
ROIC	10.61%	0.85%	5%	8%	10%	资本开支	0	(1437)	(2000)	(1500)	(1000)
ROE	10.68%	2.86%	6%	10%	12%	其它投资现金流	524	(249)	0	0	0
毛利率	14%	4%	8%	11%	11%	投资活动现金流	524	(1685)	(2000)	(1500)	(1000)
EBIT Margin	10%	1%	5%	7%	7%	权益性融资	6	0	0	0	0
EBITDA Margin	14%	6%	9%	12%	12%	负债净变化	0	100	0	0	0
收入增长	59%	40%	-0%	8%	27%	支付股利、利息	(324)	(354)	(180)	(334)	(448)
净利润增长率	5%	-73%	107%	85%	34%	其它融资现金流	(70)	2656	205	0	0
资产负债率	33%	47%	50%	49%	50%	融资活动现金流	(711)	2148	25	(334)	(448)
股息率	4.3%	4.7%	2.4%	4.4%	6.0%	现金净变动	626	761	291	32	752
P/E	8.0	30.2	14.6	7.9	5.9	货币资金的期初余额	319	946	1707	1998	2030
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	货币资金的期末余额	946	1707	1998	2030	2782
EV/EBITDA	7.1	15.4	10.7	7.5	6.6	企业自由现金流	0	(1207)	339	438	1264
						权益自由现金流	0	1549	438	332	1167

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

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

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032