

金能科技 (603113.SH) 煤焦化龙头再起航，大举进军 PDH 新领域

2020年07月06日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

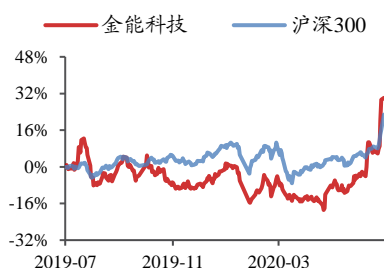
张绪成 (分析师)

zhangxucheng@kysec.cn

证书编号: S0790520020003

日期	2020/7/6
当前股价(元)	14.33
一年最高最低(元)	14.48/8.62
总市值(亿元)	96.86
流通市值(亿元)	96.86
总股本(亿股)	6.76
流通股本(亿股)	6.76
近3个月换手率(%)	80.4

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 煤焦化龙头再起航，大举进军 PDH 新领域。首次覆盖，给予“买入”评级

金能科技作为山东省煤焦化龙头，以焦化为基础打造了独特的“3+3”循环经济产业链，构建了“煤化工+精细化工”的业务矩阵，各产线之间紧密结合，实现资源循环利用，从而造就了焦炭与炭黑主业低成本、高毛利的竞争优势，产品单位毛利均位于各细分行业前列。焦化行业供改深化促成焦价回升，煤焦价差扩大打开利润空间，公司通过“以价补量”对冲减产；炭黑行业供需基本面改善有望支撑公司炭黑业绩。青岛项目打造“PDH+炭黑”循环产业链，项目投产后或将贡献 7.7 亿元年均净利润，公司将借助 PDH 先进工艺进军烯烃产业，石油化工或将成为公司业绩又一核心驱动力，看好公司中长期增长潜力。我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 7.0/12.8/15.2 亿元，同比变化-8.4%/83.8%/18.5%；EPS 分别为 1.03/1.90/2.25 元，对应当前股价，PE 分别为 13.9x/7.5x/6.4x。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 循环产业链降本显著，焦炭&炭黑盈利性业内领先

受益于公司着力构建的循环经济产业链体系，各产线间进行科学整合，焦炉煤气等副产品实现循环利用，原材料成本得以在各个产业链间分摊，显著降低了焦炭、炭黑等主要产品的单位成本，拓宽了主业的盈利空间，从而使公司在焦化、炭黑行业内均具备明显的单位毛利优势。

● PDH+绿色炭黑，新项目注入业绩增长新动力

青岛项目 90 万吨/年 PDH 制丙烯与 48 万吨绿色炭黑产能预计将于 2021 年 4 月投产，“PDH+炭黑”的循环经济产业链延续了总部模式，预计将为公司贡献 7.7 亿元年均净利润。项目投产后，石油化工业务将成为公司除焦化、炭黑以外的又一业绩核心驱动力，丙烯毛利占比或将超 30%，是公司中长期增长的主要看点。同时，公司炭黑产能将扩至 3 倍，品质提升助力进军高端市场，份额有望提升。

● **风险提示:** 经济恢复不及预期；原材料价格上涨超预期或产品价格下跌超预期；焦化及炭黑产业去产能政策力度超预期；青岛项目建设进度不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,812	8,150	6,097	12,150	14,185
YOY(%)	32.5	-7.5	-25.2	99.3	16.8
归母净利润(百万元)	1,270	762	699	1,284	1,522
YOY(%)	87.1	-40.0	-8.4	83.8	18.5
毛利率(%)	21.1	14.8	17.6	17.9	18.4
净利率(%)	14.4	9.4	11.5	10.6	10.7
ROE(%)	26.1	12.9	10.6	16.3	16.2
EPS(摊薄/元)	1.88	1.13	1.03	1.90	2.25
P/E(倍)	7.6	12.7	13.9	7.5	6.4
P/B(倍)	2.0	1.8	1.6	1.3	1.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 山东煤焦化龙头，打造独特循环经济产业链.....	4
1.1、 民营实力龙头，独创“3+3”循环经济产业链.....	4
1.2、 焦炭&炭黑是主力产品，精细化工补足产业链.....	5
2、 焦炭业务：坚持环保高标准，行业供改拓宽盈利空间.....	7
2.1、 高标准打造先进焦炭产能，产量稳定.....	7
2.2、 焦炭业务盈利能力位于业内前列，竞争优势凸显.....	8
2.3、 供给侧改革不断深化，公司或成优先受益者.....	9
2.3.1、 山东“以煤定焦”政策落地，公司将退出 80 万吨产能.....	9
2.3.2、 焦炭供给持续收紧，促成行业提价信心.....	10
2.3.3、 煤焦价差扩大打开焦炭利润空间，“以价补量”对冲减产.....	13
3、 炭黑业务：单吨毛利业内领先，供需改善后市可期.....	14
3.1、 炭黑产能 24 万吨，原材料来自焦化线煤焦油.....	14
3.2、 低成本优势造就单吨毛利业内领先.....	16
3.3、 炭黑供给偏宽松，供需格局有望改善.....	17
3.3.1、 供给端：供给收紧、集中度提升，盲目扩产已成过去时.....	17
3.3.2、 需求端：低迷只是暂时，后市仍然可期.....	18
4、 PDH+绿色炭黑，新项目注入业绩增长新动力.....	19
4.1、 丙烯&炭黑产线整合，或贡献年均净利润 7.7 亿元.....	19
4.2、 进军烯烃大有可为，石油化工或成新增长极.....	21
4.3、 炭黑实力再巩固，绿色产能冲击高端市场.....	22
5、 盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	22
5.1、 关键假设.....	22
5.2、 投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级.....	24
6、 风险提示.....	26
附：财务预测摘要.....	27

图表目录

图 1： 公司实际控制人为秦庆平夫妇及其女儿秦璐所构成的一致行动人.....	4
图 2： 公司构建了独特的“3+3”循环经济产业链.....	4
图 3： 公司对煤化工、精细化工业务进行了科学整合，实现了资源循环利用.....	5
图 4： 公司 2020 年第一季度总营收同比下降.....	6
图 5： 公司 2020 年第一季度总毛利同比大幅增长.....	6
图 6： 公司 2020 年第一季度归母净利润同比大幅增长.....	6
图 7： 焦炭与炭黑产品贡献公司主要营收.....	7
图 8： 焦炭与炭黑产品贡献公司主要毛利.....	7
图 9： 2019 年公司主要精细化工产品毛利率有所上涨.....	7
图 10： 2015 年以来公司焦炭产量保持稳定.....	8
图 11： 公司焦炭业务单位售价位于业内前列（元/吨）.....	9
图 12： 公司焦炭业务单位成本在业内具有优势（元/吨）.....	9
图 13： 公司焦炭业务单位毛利位于业内前列（元/吨）.....	9
图 14： 公司焦炭业务毛利率位于业内前列（元/吨）.....	9

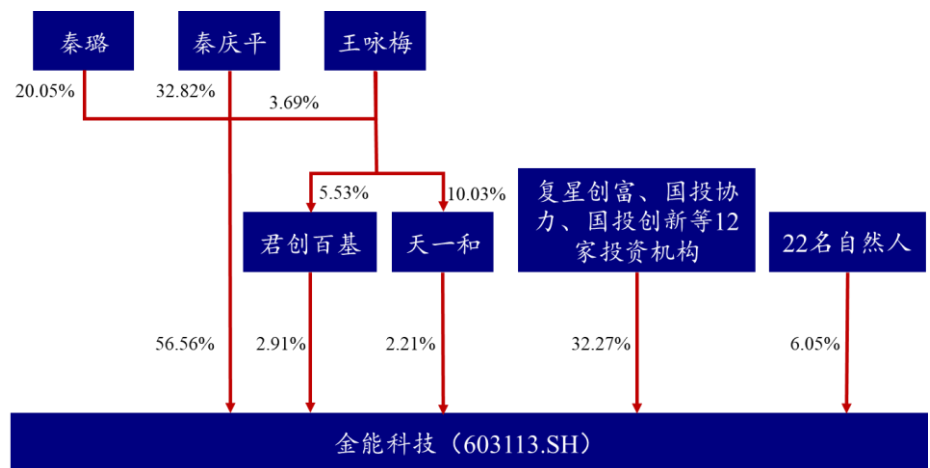
图 15:	2020 年以来各月份全国焦炭累计产量均同比下降.....	11
图 16:	2019 年山东省焦炭产量位列第三 (万吨)	12
图 17:	2020 年 1-5 月山东省焦炭产量位列第五 (万吨)	12
图 18:	2020 年二季度以来, 全国高炉开工率已经基本恢复至 2019 年同期水平	12
图 19:	2020 年 4 月螺纹钢产量超过 2019 年同期 (万吨)	13
图 20:	2020 年 5-6 月焦炭价格已完成六轮提涨 (元/吨)	13
图 21:	2020Q2 以来经历数轮焦炭价格提涨后, 焦炭焦煤价差持续扩大 (元/吨)	13
图 22:	预计 2020Q2 吨焦毛利、利润或环比大幅上涨.....	14
图 23:	预计 2020Q2 焦炭利润或环比大幅增长 (亿元)	14
图 24:	公司炭黑产线工艺流程: 原材料为焦化线副产品煤焦油及焦炉煤气.....	15
图 25:	公司主要客户为普利司通等知名轮胎制造商.....	15
图 26:	2016 年公司炭黑产品前十大客户占比约 50%	15
图 27:	公司炭黑单吨售价略低于可比公司 (元/吨)	16
图 28:	公司炭黑单吨成本明显低于可比公司 (元/吨)	16
图 29:	公司炭黑单吨毛利明显高于可比公司 (元/吨)	16
图 30:	公司炭黑毛利率明显高于可比公司.....	16
图 31:	煤焦油价格下行, 炭黑煤焦油价差扩大 (万吨)	17
图 32:	2018-2019 年炭黑产能增长, 产能利用率下降	17
图 33:	2018 年后炭黑价格呈下行趋势 (元/吨)	17
图 34:	2020 年上半年炭黑产量同比下降 7.8% (万吨)	18
图 35:	炭黑各用途中, 轮胎占比近 70%	19
图 36:	2018 年以来轮胎产量一定程度下降.....	19
图 37:	国内汽车保有量稳定增长	19
图 38:	2020 年 5 月汽车产量超越 2019 年同期 (万辆)	19
图 39:	PDH 制丙烯、聚丙烯及绿色炭黑项目构成了循环经济产业链.....	20
图 40:	项目投产后丙烯或将贡献近 40% 收入	22
图 41:	项目投产后丙烯或将贡献 30% 以上毛利	22
表 1:	公司主要产品产能情况	5
表 2:	公司焦炉排放污染物均达标	8
表 3:	涉及延期减压退出项目的公司包括金能科技、山东铁雄冶金、临沂烨华焦化	10
表 4:	相较于 2020 年一季度, 6-12 月公司月均焦炭产量控制比例为 52.6%	10
表 5:	2020 年 6-12 月山东焦化企业产能利用率将降至 48.8%	11
表 6:	2019 年主要炭黑生产企业产能利用率均远高于全国平均水平	18
表 7:	预计青岛项目将贡献年均净利润 7.7 亿元.....	20
表 8:	预计项目年折旧费用为 5 亿元	21
表 9:	公司各业务关键假设	23
表 10:	可比公司盈利预测与估值	25

1、山东煤焦化龙头，打造独特循环经济产业链

1.1、民营实力龙头，独创“3+3”循环经济产业链

金能科技股份有限公司（以下简称“公司”或“金能科技”）是一家资源综合利用型、经济循环式的民营化工企业，公司的前身山东金能煤炭气化有限公司于2004年11月在山东省齐河县成立，于2012年3月完成股份制改制，并于2017年5月在上海证券交易所上市。公司控股股东、实际控制人为秦庆平、王咏梅夫妇及其女儿秦璐所构成的一致行动人，通过直接及间接持股共计持有公司56.94%股份。

图1：公司实际控制人为秦庆平夫妇及其女儿秦璐所构成的一致行动人



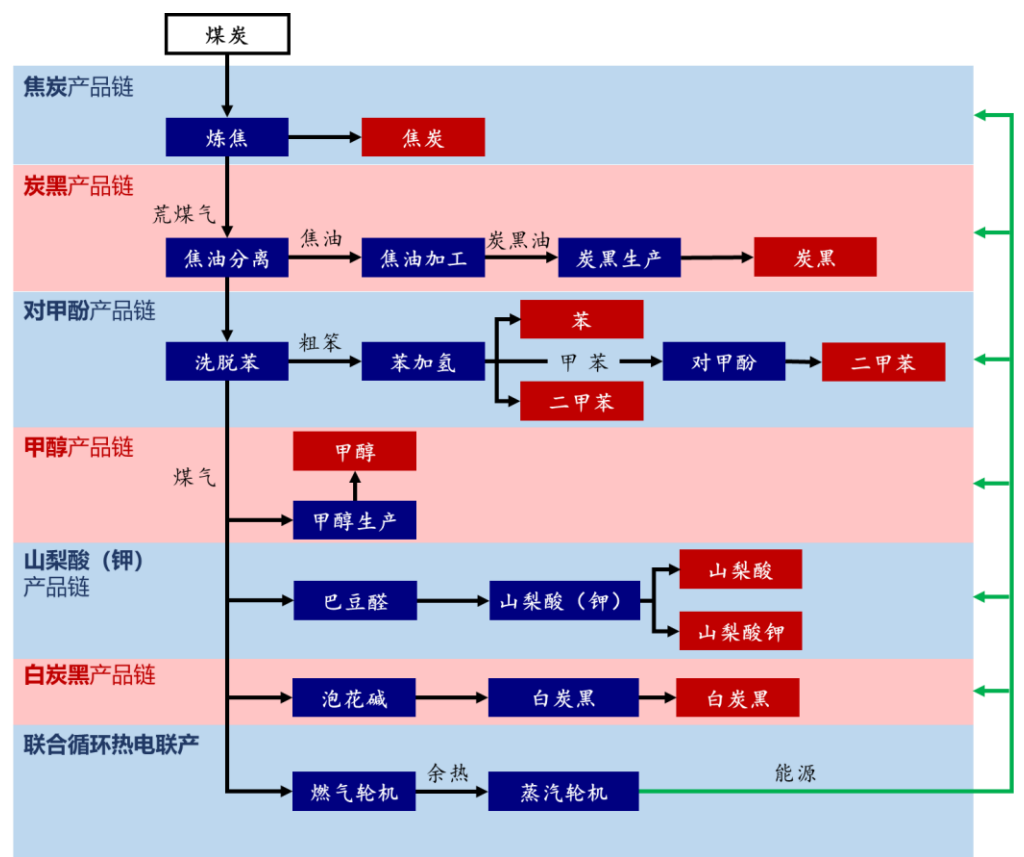
资料来源：公司公告、开源证券研究所

自成立以来，公司以煤焦化为基础，逐步发展出煤化工、精细化工等多元化的产业矩阵，构建了独特的“3+3”循环经济产业链，实现了煤化工与精细化工的科学整合，主要生产产品为焦炭、炭黑、白炭黑、山梨酸及山梨酸钾、对甲基苯酚等。截至2019年末，公司各类主要产品及其产能情况如下：焦炭230万吨/年，炭黑24万吨/年，白炭黑6万吨/年，对甲基苯酚1.5万吨/年，山梨酸及山梨酸钾1.2万吨/年，苯加氢10万吨/年，甲醇20万吨/年。另外，公司仍有炭黑在建产能48万吨/年，丙烯90万吨/年，聚丙烯45万吨/年，预计均将于2021年投产。

图2：公司构建了独特的“3+3”循环经济产业链



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图3: 公司对煤化工、精细化工业务进行了科学整合, 实现了资源循环利用


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

表1: 公司主要产品产能情况

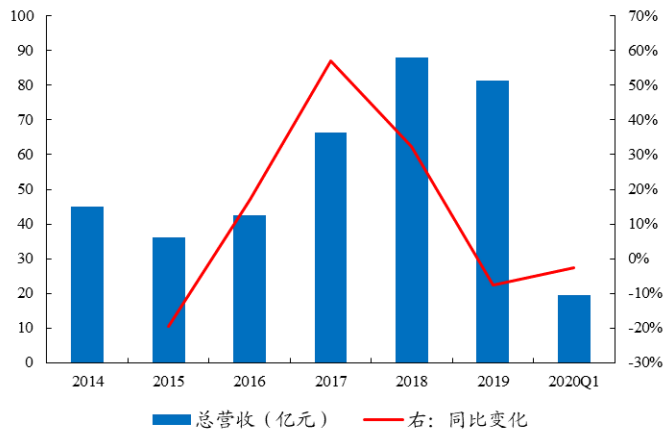
主要产品	产能(万吨/年)	预计投产时间
在产产能		
焦炭	230	---
炭黑	24	---
白炭黑	6	---
对甲基苯酚	1.5	---
山梨酸(钾)	1.2	---
苯加氢	10	---
甲醇	20	---
在建产能		
炭黑	48	2021年4月
丙烯	90	2021年4月
聚丙烯	45	2021年4月

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

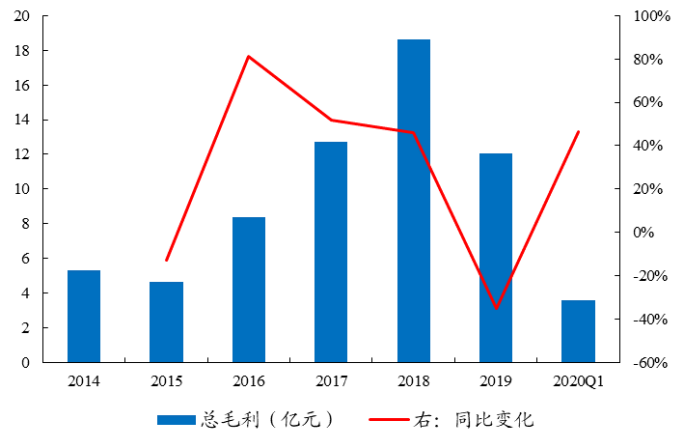
1.2、焦炭&炭黑是主力产品, 精细化工补足产业链

受益行业供给侧改革, 公司业绩成长有目共睹。由于公司主业立足于煤焦化, 2016年以来焦炭行业以环保为切入点的行业供改进程中, 公司受益较为明显, 2016-2018年三年间, 公司的业绩实现了快速增长, 2018年总营收约为2016年的两

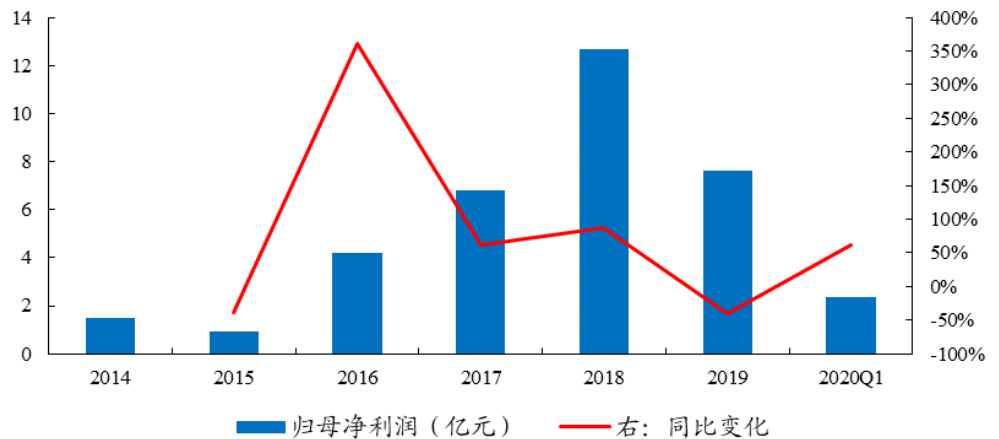
倍，归母净利润的年均复合增长率达到 174%。2019 年公司业绩有所下滑，实现归母净利润 7.62 亿元，同比下降 40%，主要原因在于各产品的主要原料成本来源——焦煤采购价格上涨，以及焦炭、炭黑等产品售价下跌。2020 年一季度由于原材料成本大幅下降推动公司整体毛利率上升，使公司在总营收同比下降 2.6% 的情况下实现了总毛利和归母净利润的明显上涨，2020Q1 实现总毛利 3.59 亿元，同比增长 46.5%，实现归母净利润 2.37 亿元，同比增长 62.3%。

图4：公司 2020 年第一季度总营收同比下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

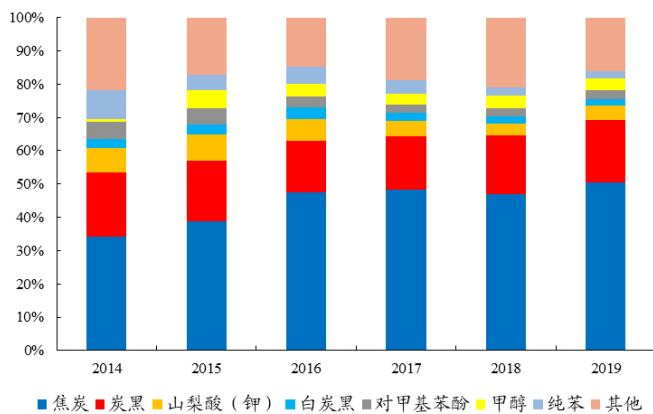
图5：公司 2020 年第一季度总毛利同比大幅增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

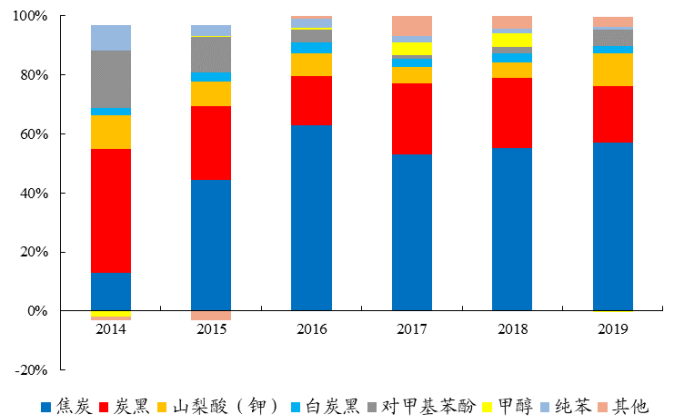
图6：公司 2020 年第一季度归母净利润同比大幅增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

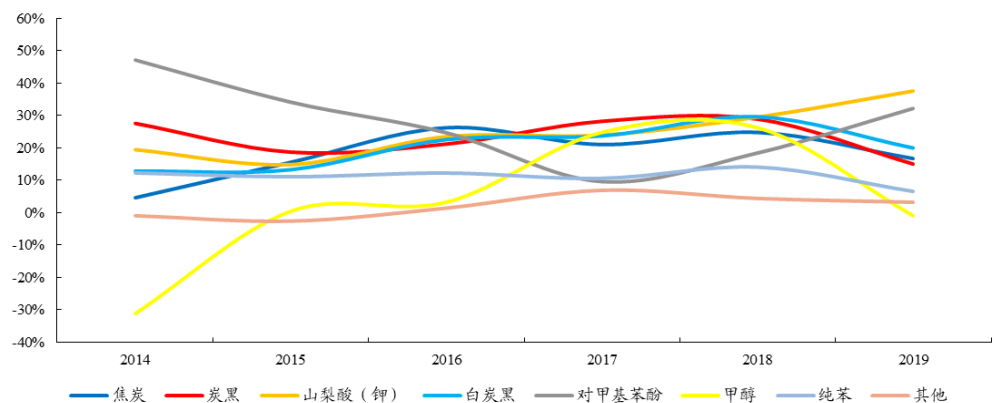
公司各类煤化工及精细化工产品中，焦炭及炭黑占据主导。这两项产品贡献了公司的主要营收和毛利。营收方面，2019 年公司的焦炭产品实现销售收入 41.1 亿元，占比达 50.5%，炭黑产品销售收入为 15.4 亿元，占比达 18.9%。毛利方面，2019 年焦炭产品贡献毛利 6.91 亿元，占比为 57.3%，炭黑贡献毛利 2.32 亿元，占比 19.2%。在精细化工产品当中，山梨酸及山梨酸钾的毛利贡献较为亮眼，2019 年贡献毛利 1.35 亿元，占比为 11.2%。同时，山梨酸（钾）的毛利率水平也位列公司各产品前列，2019 年其毛利率达到 37.7%。

图7：焦炭与炭黑产品贡献公司主要营收


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图8：焦炭与炭黑产品贡献公司主要毛利


数据来源：公司公告、开源证券研究所

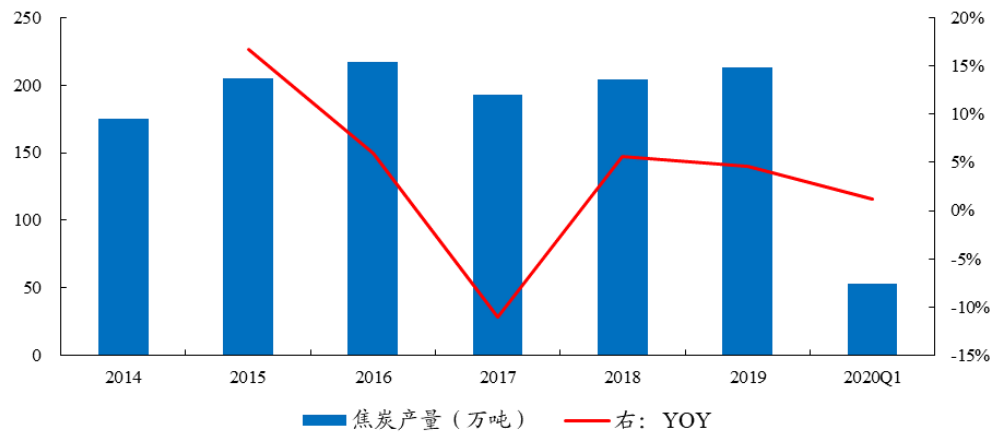
图9：2019年公司主要精细化工产品毛利率有所上涨


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、焦炭业务：坚持环保高标准，行业供改拓宽盈利空间

2.1、高标准打造先进焦炭产能，产量稳定

截至2019年末，公司煤焦化业务共具备焦炭产能230万吨/年，其中包括二期项目的2个4.3米捣固炼焦炉（3#、4#焦炉，产能80万吨/年，预计将于2021年底前停产）和三期项目的2个7米顶装炼焦炉（5#、6#焦炉，产能150万吨/年）。其中二期与三期焦炉分别与于2014年和2018年完成干法熄焦改造，其后于2019年分别完成焦炉烟气的脱硫脱硝、脱硝除尘技改，均属于符合高环保标准的先进产能。2015年以来，公司的焦炭产量保持基本稳定，产能利用率保持在90%左右，2019年公司实现焦炭产量213万吨，同比增长4.6%，产能利用率达93%；2020年第一季度实现焦炭产量52.9万吨，同比增长1.2%。

图10: 2015年以来公司焦炭产量保持稳定


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表2: 公司焦炉排放污染物均达标

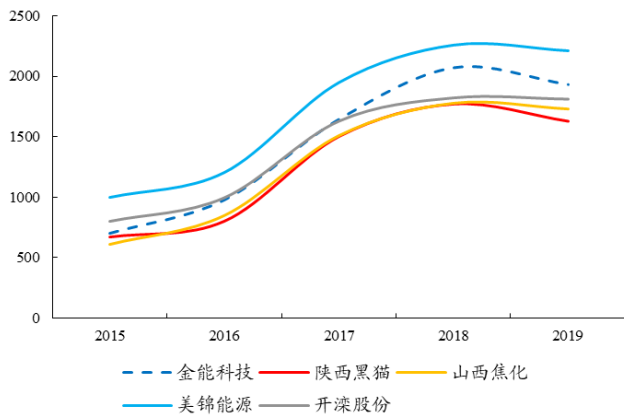
序号	名称	污染物名称	污染类型	排放方式	排放浓度 Mg/Nm ³	排放总量 t/a	是否达标	核定排放总量
1	城市煤气项目焦炉烟囱	烟尘	大气	有组织 排放	10.4	27.4	达标	
		二氧化硫			26.5	70	达标	
		氮氧化物			129	342	达标	
2	城市煤气改造项目焦炉烟囱	烟尘	大气	有组织 排放	7.23	25.4	达标	二氧化硫: 1118.13t/a 氮氧化物: 3972.35t/a
		二氧化硫			18.4	65.5	达标	
		氮氧化物			264	921	达标	
3	泡花碱窑炉烟囱	烟尘	大气	有组织 排放	6.78	0.636	达标	
		二氧化硫			7.36	0.685	达标	
		氮氧化物			6.8	0.622	达标	

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.2、焦炭业务盈利能力位于业内前列，竞争优势凸显

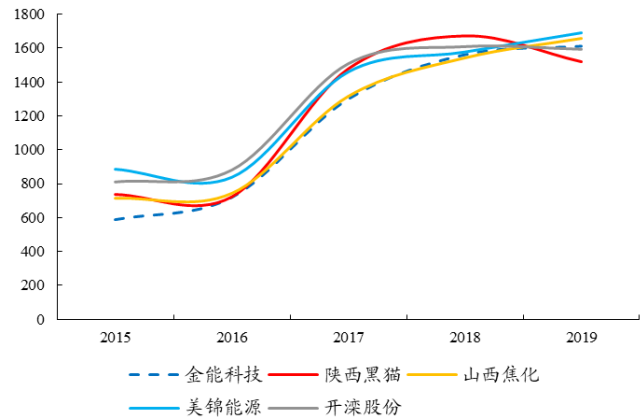
受益于公司着力构建的循环经济产业链体系，原材料成本得以在各个产业链间分摊，同时地处煤焦化大省山东，临近主要上游原料供给端和下游需求端，运输成本较低；另一方面，高品质的焦炭产品保障了公司的高售价优势。这使得公司的焦炭业务盈利能力在业内位居前列。2018年公司吨焦毛利达515元/吨，远高于行业平均水平；2019年，在焦化行业整体面临售价下降、成本上涨的情况下，公司依然实现了325元/吨的吨焦毛利。我们选取了四家业内主要的焦化上市公司作为可比公司（陕西黑猫、山西焦化、美锦能源、开滦股份）对金能科技的焦炭业务单位盈利水平进行了比较分析。对比发现公司的焦炭业务单位毛利及毛利率在业内均位于前列，仅次于煤焦一体化的美锦能源，具备强劲的竞争优势。

图11: 公司焦炭业务单位售价位于业内前列 (元/吨)



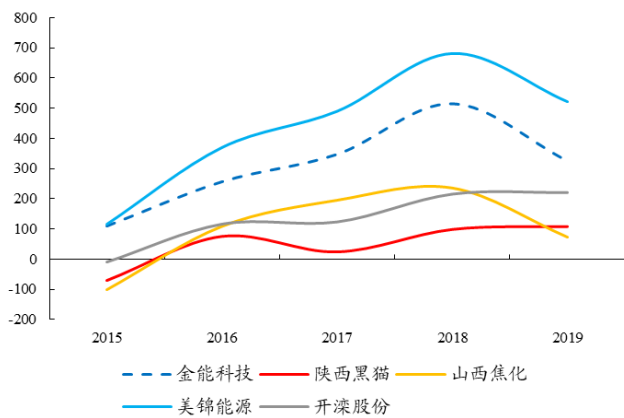
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图12: 公司焦炭业务单位成本在业内具有优势 (元/吨)



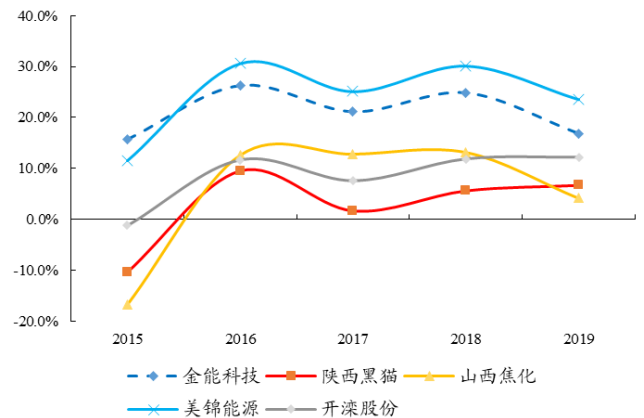
数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图13: 公司焦炭业务单位毛利位于业内前列 (元/吨)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

图14: 公司焦炭业务毛利率位于业内前列 (%)



数据来源: 各公司公告、开源证券研究所

2.3、供给侧改革不断深化, 公司或成优先受益者

2.3.1、山东“以煤定焦”政策落地, 公司将退出 80 万吨产能

2020年5月21日, 山东省工信厅、发改委、生态环境厅联合发布了《关于实行焦化项目清单管理和“以煤定产”工作的通知》, 为推动山东省焦化行业高质量发展, 严格控制新增产能, 降低煤炭消费, 决定对省内的焦化项目实施清单管理, 并对焦化企业实行“以煤定产”:

● 清单管理

政策要求: 焦炉炭化室在 5.5 米及以上高度的焦化产能将纳入项目清单, 予以生产或置换, 而未列入清单的项目将落实“在建停建、在产停产”措施。

对公司影响: 公司的二期 80 万吨/年的焦炉项目由于炭化室高度低于 5.5 米, 未被纳入清单, 但由于涉及上市公司已批复公开募集资金问题, 并落实了煤炭消费替代方案, 经允许可延期至 2021 年底前压减退出, 但不得用于产能置换。

● **以煤定产**

政策要求：为实现 2020 年全省焦炭产量不超过 3200 万吨的目标，对列入《清单》及 3 家上市公司延期压减产能的项目分类实行“以煤定产”，对钢铁联合企业、装置产能 100 万吨及以上企业、装置产能 100 万吨以下企业、碳化室高度 4.3 米的上市企业原则上分别按照核定产能的 76%、70%、60% 和 60% 确定每个企业的产量控制目标。**原定清单内焦化项目（包含延期减压项目）的总核定产能为 4710 万吨/年，经减压控制后的产量目标总计调整为 3070 万吨/年，为核定产能的 65.2%。**

对公司影响：公司的三期 150 万吨/年的 7 米焦炉和二期 80 万吨/年的 4.3 米焦炉将分别按照 70%、60% 的比例进行产量控制，**经调整后公司 2020 年实际产能应为 153 万吨/年。**经测算，我们预计公司 6-12 月月均产量为 9.3 万吨，产量控制比例为 52.6%。

表3：涉及延期减压退出项目的公司包括金能科技、山东铁雄冶金、临沂烨华焦化

公司	生产装置	核定产能	适用比例	产量控制目标
	碳化室高度（米）*孔数*组数	万吨/年		万吨/年
金能科技股份有限公司	7.0*60*2	150	70%	105
	4.3*65*2	80	60%	48
	合计	230		153
山东铁雄冶金科技有限公司	4.3*72*2	110	60%	66
	5.5*75*2	150	70%	105
	合计	260		171
临沂烨华焦化有限公司	4.3*50*3	100	60%	60

数据来源：山东省政府官网、开源证券研究所

表4：相较于 2020 年一季度，6-12 月公司月均焦炭产量控制比例为 52.6%

2020 年金能科技焦炭减产测算	单位：万吨、万吨/月
核定产能	230
产量控制目标	153
一季度产量	52.9
一季度月均产量	17.6
4-5 月预期产量	35.3
1-5 月预期产量	88.1
6-12 月预期产量	64.9
6-12 月月均产量	9.3
6-12 月月均产量控制比例	52.6%

数据来源：山东省政府官网、公司公告、开源证券研究所

2.3.2、焦炭供给持续收紧，促成行业提价信心

2020 年山东供给将减少至 3070 万吨以内。综合本次山东去产能政策中“清单管

理”及“以煤定产”两项重点,《清单》中 29 家焦化企业核定产能 4420 万吨/年,在包含 290 万吨延期压减产能后,2020 年山东焦化企业总核定产能共计 4710 万吨/年,经测算,在按照不同比例进行产量控制调整后,2020 年山东省内总产量目标为 3070 万吨,对比核定产能全年需减产 1640 万吨。而由于 2020 年 5 月山东累计产量已达 1507 万吨,为保障全年减产目标,预计 6-12 月月均产量将较 1-5 月下降 25.9%,产能利用率仅能达到 48.8%。

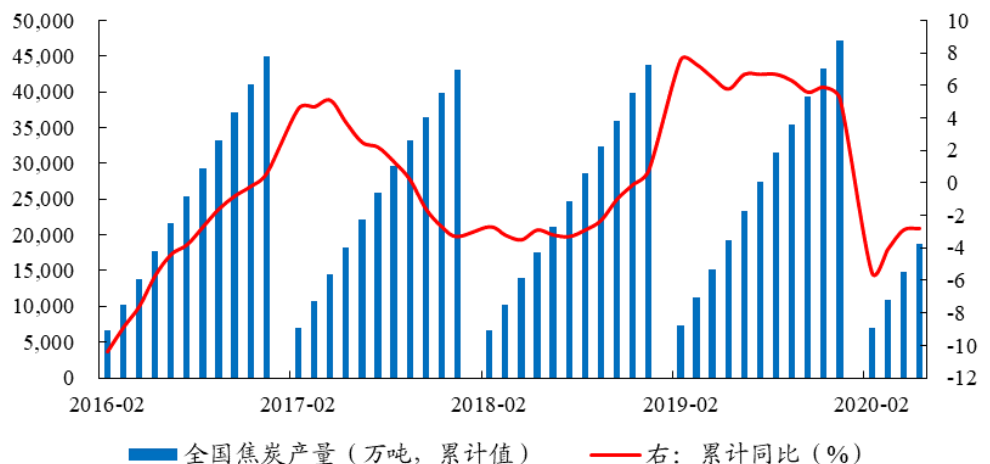
表5: 2020 年 6-12 月山东焦化企业产能利用率将降至 48.8%

2020 年山东省焦炭产能产量测算	单位: 万吨, 万吨/月
总核定产能	4710
产量控制目标	3070
5 月累计产量	1507
1-5 月月均产量	301
年内剩余产量	1563
6-12 月月均产量预期	223
月均减产幅度	-25.9%
焦化企业剩余产能	3203
6-12 月产能利用率	48.8%

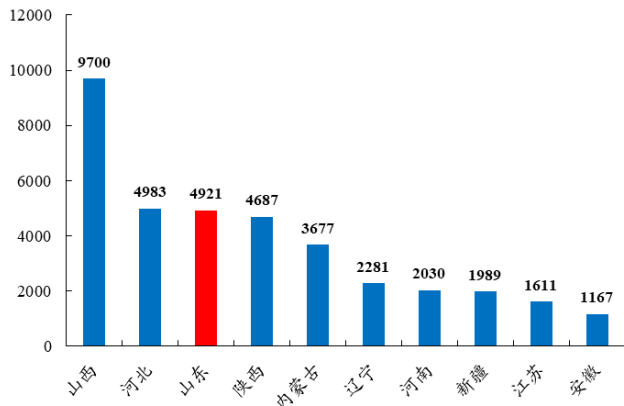
数据来源: 山东省政府官网、Wind、开源证券研究所

山东去产能对全国焦炭供给格局影响较大。长期以来,山东省就是国内煤焦化大省,2019 年山东省焦炭产量达 4921 万吨,位列全国第三,仅次于山西、河北。2019 年 7 月山东省发改委发布了《山东省煤炭消费压减工作总体方案(2019-2020 年)》征求意见的函,要求尽快落实 24 家焦化企业压减焦化产能 1686 万吨,并要求 2020 年压减任务力争提前到 4 月底前完成。随着 2020 年去产能进度加速,山东省焦炭产量也明显下降,2020 年 5 月山东累计焦炭产量为 1507 万吨,同比大幅下降 25.9%,位列第五。

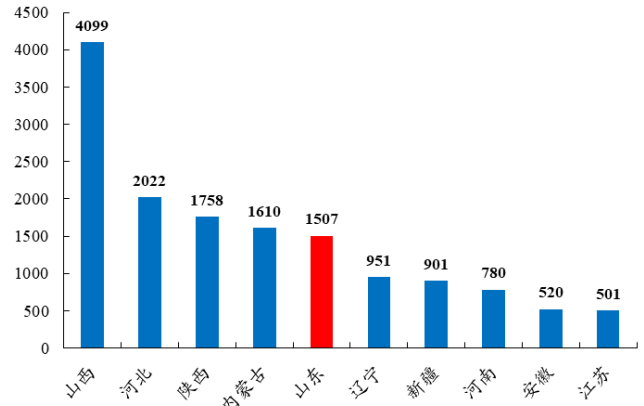
图 15: 2020 年以来各月份全国焦炭累计产量均同比下降



数据来源: Wind、开源证券研究所

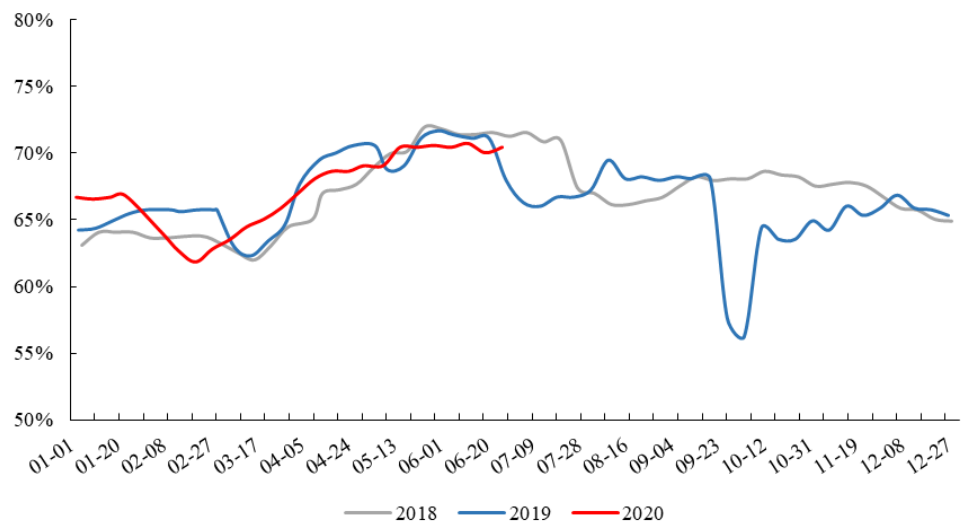
图16: 2019年山东省焦炭产量位列第三(万吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

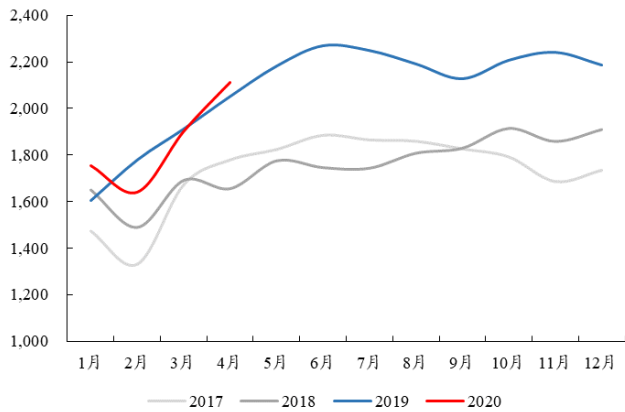
图17: 2020年1-5月山东省焦炭产量位列第五(万吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

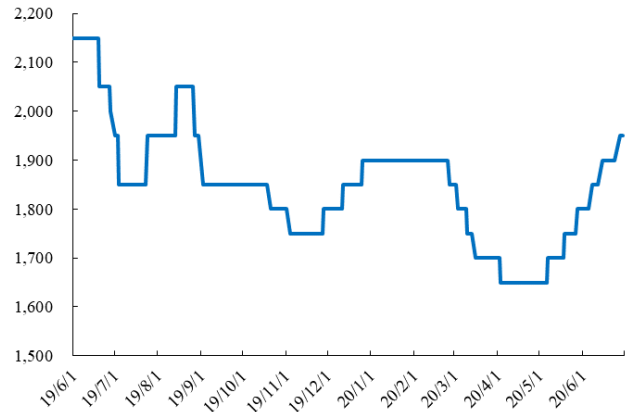
钢厂需求回升, 焦企话语权提升完成六轮提价。随着新冠疫情控制, 全社会复工复产加速, 2020年全国钢厂开工率逐步回升, 截至6月底, 开工率达到70%, 已基本恢复至2019年同期水平。同时, 4月份全国螺纹钢当月产量达到2111万吨, 已经超过2019年同期水平, 同比增长2.93%, 累计产量达7409万吨, 同比增长0.87%。各项数据均显示钢厂对于焦炭的消费需求回升。另外, 随着经济恢复速度加快, 叠加2020年政府工作报告中提到的“两新一重”建设进一步刺激内需增长, 未来用钢需求增长有望带动焦炭需求增长。因此, 在供给收紧, 需求增长的焦炭供需格局下, 焦企在焦钢产业链中的话语权得以提升, 支撑焦炭价格底部反弹, 从2020年5月初至6月底, 焦企已陆续完成六轮焦炭价格提涨, 提涨幅度达300元/吨。

图18: 2020年二季度以来, 全国高炉开工率已经基本恢复至2019年同期水平


数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 2020年4月螺纹钢产量超过2019年同期(万吨)


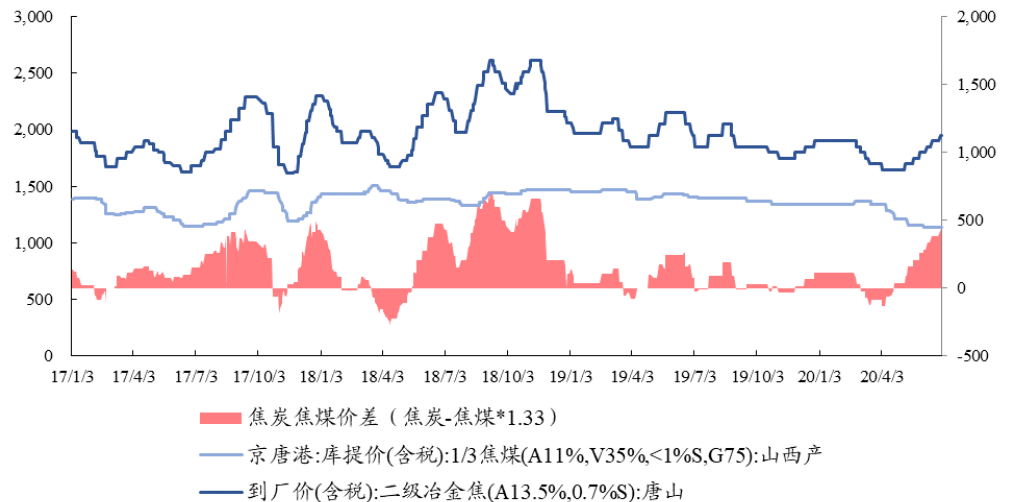
数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 2020年5-6月焦炭价格已完成六轮提涨(元/吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

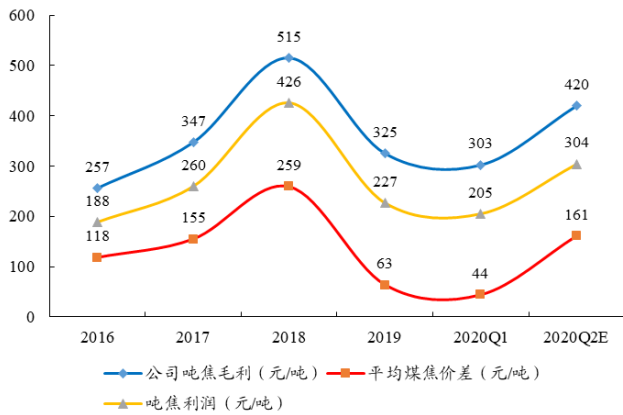
2.3.3、煤焦价差扩大打开焦炭利润空间，“以价补量”对冲减产

由于焦炭产量进一步收紧，焦煤价格上行承压，而焦炭价格经历多轮提涨，煤焦价差持续扩大，焦化行业利润空间逐渐打开。而公司作为去产能政策最为积极的山东省内主要的独立焦化企业，有望率先受益。经测算，2020年二季度吨焦毛利或将提升至420元/吨，环比增长38.8%，剔除三项费用成本后，吨焦利润或提升至304元/吨，环比提升48.4%，焦炭贡献总利润提升至1.34亿元，环比增长24.9%。

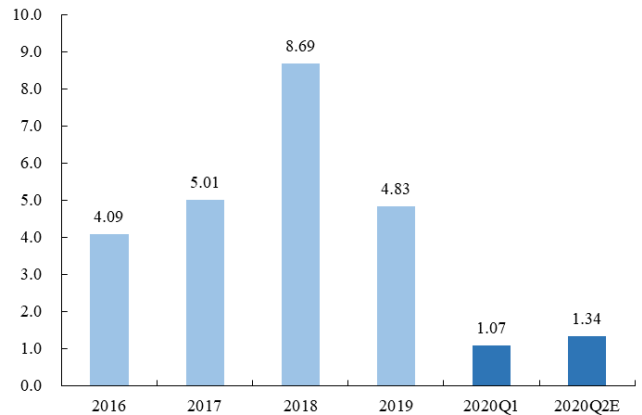
图21: 2020Q2以来经历数轮焦炭价格提涨后，焦炭焦煤价差持续扩大(元/吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 由于煤焦转化比例约为1.33, 即1.33吨焦煤可炼制1吨焦炭, 图中煤焦价差公式设置为焦炭价格-焦煤价格*1.33, 文中其余煤焦价格均采用此公式

图22: 预计 2020Q2 吨焦毛利、利润或环比大幅上涨


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图23: 预计 2020Q2 焦炭利润或环比大幅增长 (亿元)


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

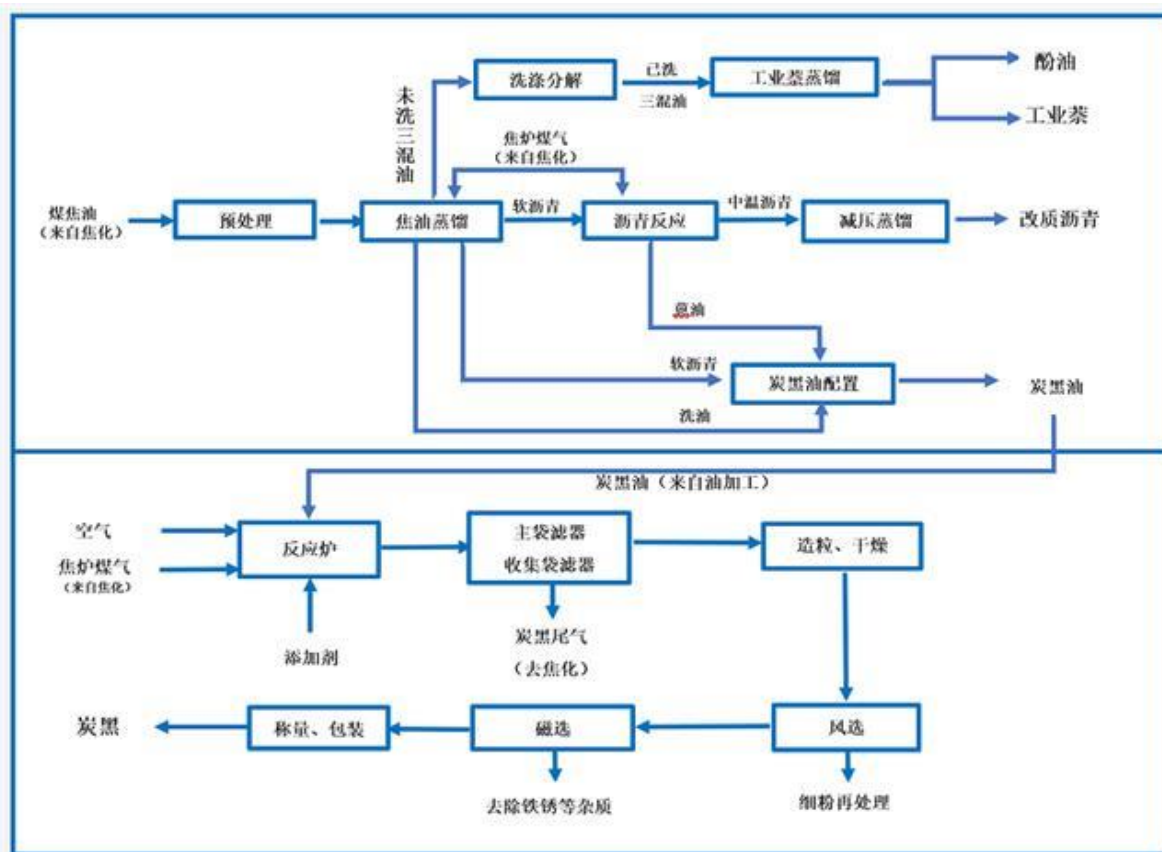
3、 炭黑业务: 单吨毛利业内领先, 供需改善后市可期

3.1、 炭黑产能 24 万吨, 原材料来自焦化线煤焦油

24 万吨炉法炭黑产能, 深度结合焦化产线。截至 2019 年末, 公司炭黑业务在产产能 24 万吨/年, 另有在建产能 48 万吨/年, 预计将于 2021 年 4 月建成投产。炭黑生产根据原材料不同有多种类型, 包括天然气制成的气黑、石油制成的灯黑、煤焦油制成的炉黑等, 国内因资源结构富煤贫油, 绝大部分炭黑为炉黑。公司的炭黑生产以焦化线副产品煤焦油为原材料, 经过深加工后产出炭黑油, 混入焦炉煤气进一步反应加工制成炭黑。可见公司的炭黑产线与焦化产线紧密结合, 大幅提升了资源利用率, 形成了高效的循环经济产业链。

炭黑生产技术装备具备先进性。公司采用大型新工艺炭黑反应炉, 单炉生产能力可达到 120 吨/天; 每吨炭黑生产所需原料油也有所下降。炭黑生产过程中产生的尾气经脱硫后进入焦炉作燃料, 置换出焦炉煤气供燃机发电, 以年产 22 万吨炭黑计算, 每年可节约 11.32 万吨标准煤, 可减排二氧化碳 31 万吨、二氧化硫 226 吨。

图24: 公司炭黑产线工艺流程: 原材料为焦化线副产品煤焦油及焦炉煤气



资料来源: 公司公告

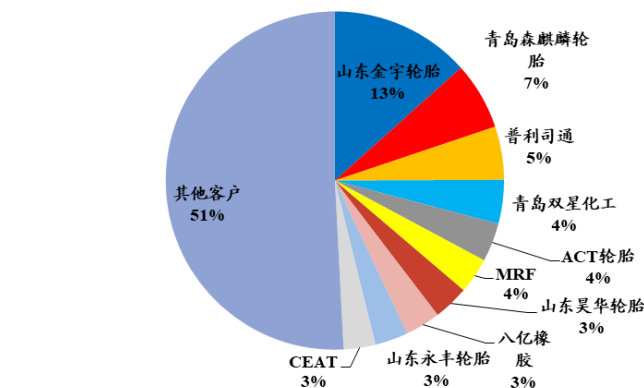
下游需求以轮胎为主，外销拓展海外市场。公司的炭黑产业下游主要为轮胎制造业，主要客户包括普利司通、优科豪马、韩泰、锦湖、双星、赛轮金宇等。综合来看，公司的主要下游客户分别为山东本地轮胎制造商及海外轮胎企业。一方面，公司的炭黑业务扎根于山东，对本地轮胎制造企业形成有效辐射；另一方面，公司也加强与普利司通、MRF 等海外的全球知名轮胎企业的合作，通过产品的优秀品质获得了认可，海外市场也不断扩展。

图25: 公司主要客户为普利司通等知名轮胎制造商



资料来源: 公司公告

图26: 2016 年公司炭黑产品前十大客户占比约 50%



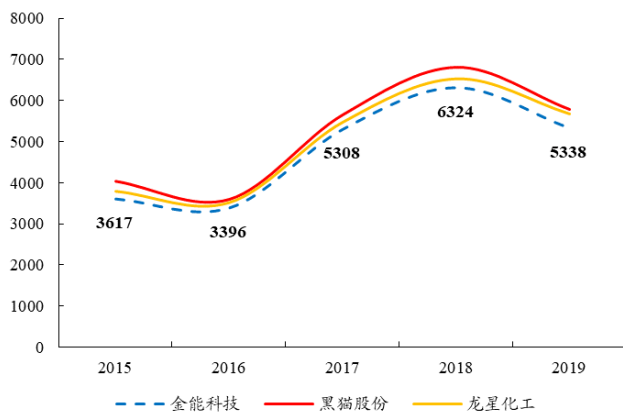
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.2、低成本优势造就单吨毛利业内领先

受益于公司独特的循环经济产业链，炭黑原材料煤焦油实现了部分自给，结合焦炉煤气等副产品的循环利用，公司的炭黑单吨成本得到有效控制，从而大幅拓展了利润空间，毛利率极具竞争优势。2018 年公司炭黑产品单吨成本仅 4499 元/吨，单吨毛利达 1825 元/吨，毛利率达 28.9%；2019 年在原材料成本上涨、市场售价下跌的恶劣环境下，公司仍然实现了 805 元/吨的单吨毛利及 15.1% 的毛利率，在行业内均处于领先地位。我们选取了国内主要的炭黑生产企业黑猫股份（002068.SZ）、龙星化工（002442.SZ）作为可比公司进行横向对比，经比较发现公司在单吨售价略低的情况下，通过远低于可比公司的单吨成本，实现了业内领先的单吨毛利和毛利率，凸显了公司炭黑业务的盈利优势。

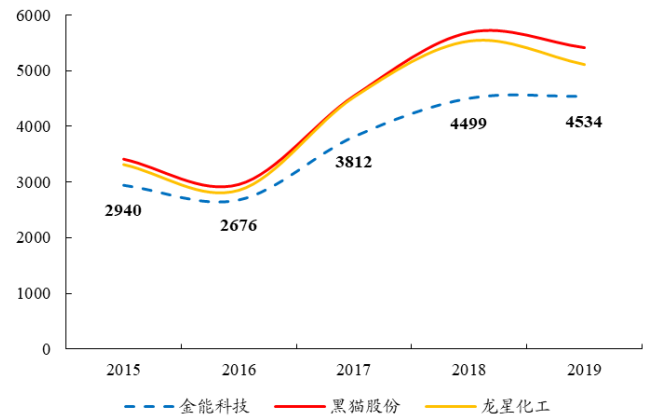
另一方面，从外购煤焦油角度来看，2020 年一季度以来煤焦油价格下行，且幅度大于炭黑，带动炭黑煤焦油价差扩大，有利于扩大公司炭黑业务毛利空间。

图27：公司炭黑单吨售价略低于可比公司（元/吨）



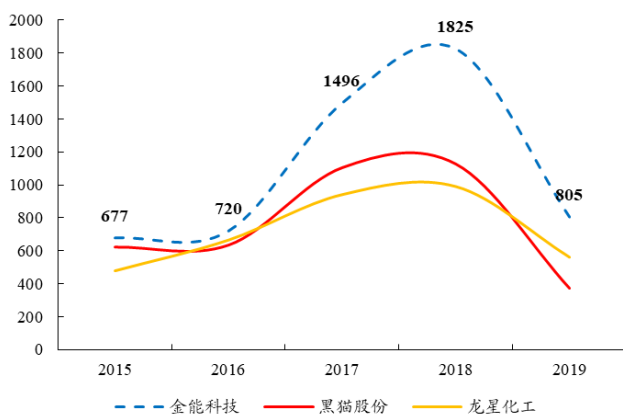
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图28：公司炭黑单吨成本明显低于可比公司（元/吨）



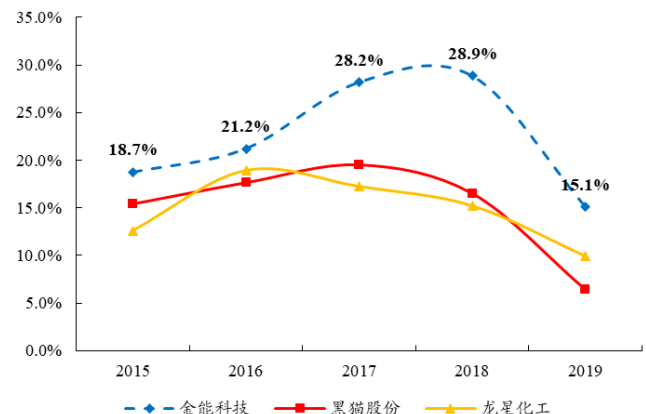
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图29：公司炭黑单吨毛利明显高于可比公司（元/吨）



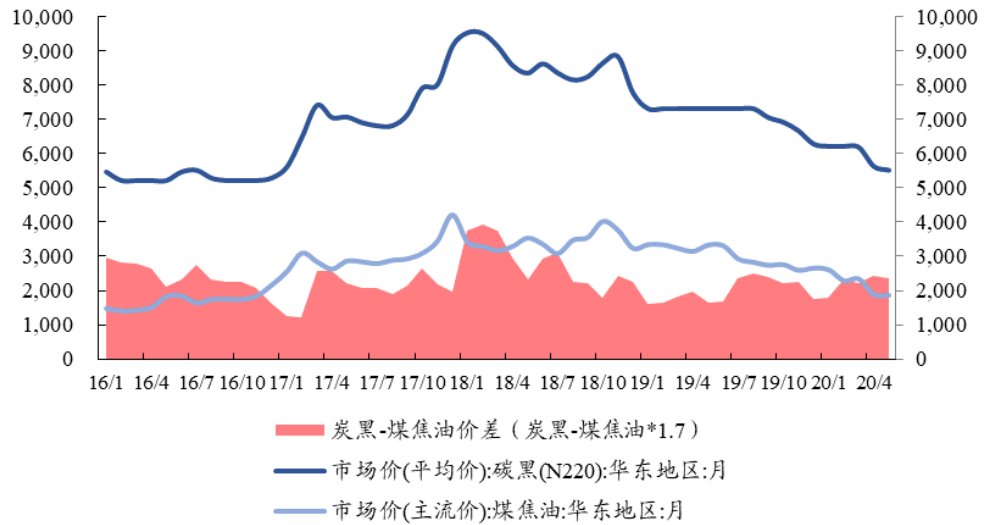
数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图30：公司炭黑毛利率明显高于可比公司



数据来源：各公司公告、开源证券研究所

图31: 煤焦油价格下行, 炭黑煤焦油价差扩大(万吨)



数据来源: Wind、开源证券研究所

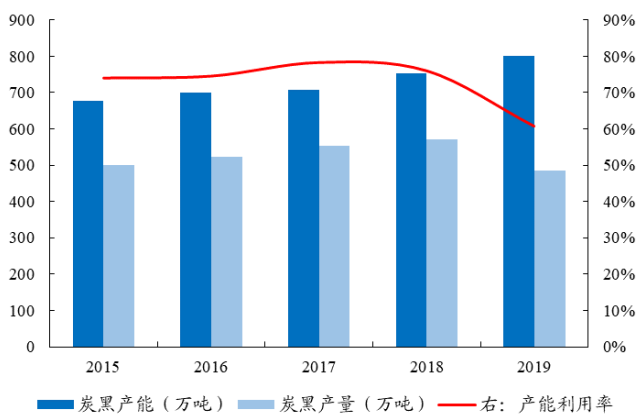
注: 炭黑-煤焦油价差公式为“炭黑价格-煤焦油价格*1.7”，1.7为转化比例，类同于上文煤焦价差公式

3.3、炭黑供给偏宽松, 供需格局有望改善

3.3.1、供给端: 供给收紧、集中度提升, 盲目扩产已成过去时

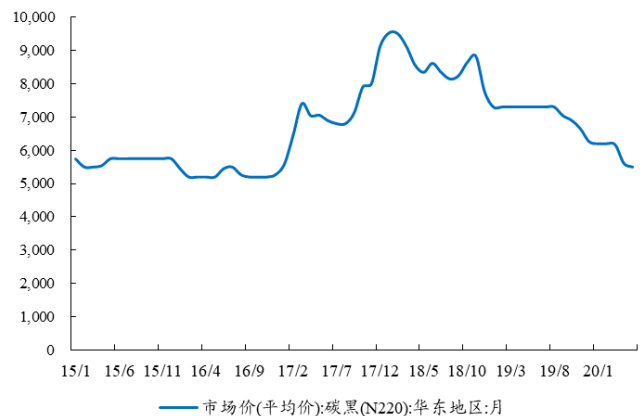
历史回顾: 激进扩产能导致行业供给过剩, 产能利用率低&集中度低。2018-2019年, 炭黑行业受利润增长刺激, 产能快速扩张, 导致行业出现了严重的供给过剩, 同时由于中小企业扩产能较为激进, 行业集中度较低, 产能利用率下降, 2019年全国产能利用率仅61%, 相较2018年同比下降15个百分点。混乱的竞争格局导致炭黑价格一路走低, 行业盈利性受到严重影响。但值得注意的一点是, 低产能利用率主要发生在中小规模企业, 而作为行业内主要的生产企业, 黑猫股份、龙星化工、金能科技的2019年产能利用率分别为88%、107%、119%, 均处于高位。

图32: 2018-2019年炭黑产能增长, 产能利用率下降



数据来源: 中国橡胶工业协会、百川盈孚、开源证券研究所

图33: 2018年后炭黑价格呈下行趋势(元/吨)



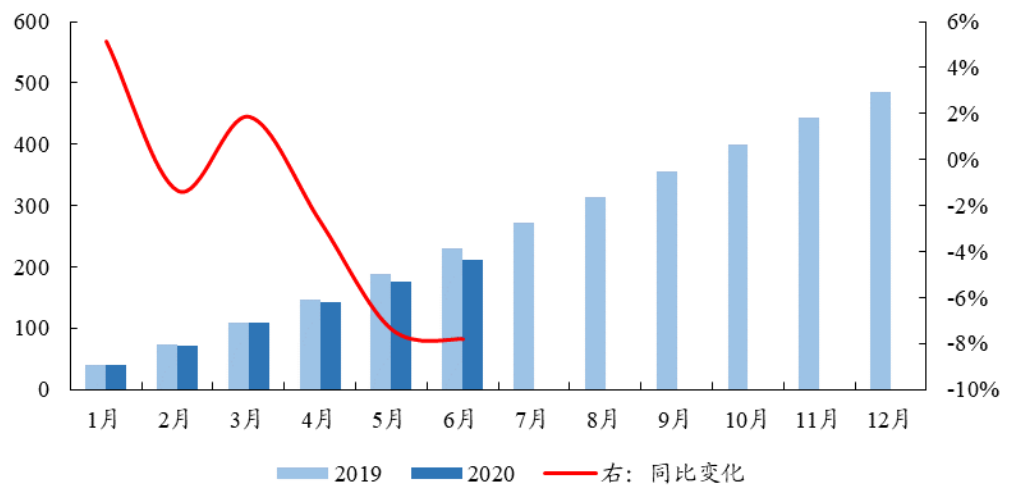
数据来源: Wind、开源证券研究所

表6: 2019年主要炭黑生产企业产能利用率远高于全国平均水平

	产能 (万吨/年)	产量 (万吨)	产能利用率
全国	800	486	61%
黑猫股份	110	97	88%
龙星化工	42	45	107%
金能科技	24	29	119%

数据来源: 百川盈孚、各公司公告、开源证券研究所

协会发布减产倡议, 供给侧改善利好龙头。2019年7月, 中国橡胶工业协会炭黑分会发布《炭黑行业自律倡议书》, 倡议各企业自觉限产, 限产幅度根据市场需求, 在原有产量基础上限产 10%-20%, 保证市场供需平衡; 稳定炭黑原料油市场, 不参与哄抬原料油价格的不良竞争行为; 稳定市场销售, 按照合理利润空间销售; 对于出口到国际市场的中国炭黑, 同样要求不能无序竞争。同时, 为打赢蓝天保卫战, 全国多地加强污染防治力度, 对一些落后的中小产能实施停产限产措施, 收紧了产能的无序扩张。另一方面, 严重的亏损也倒逼中小产能淘汰退出。2020年上半年炭黑累计产量为 212 万吨, 同比下降 7.8%。总体来看, 供给端在逐步地收紧, 产能集中度有所提升, 供给端基本面有望持续改善, 利好炭黑生产龙头企业。

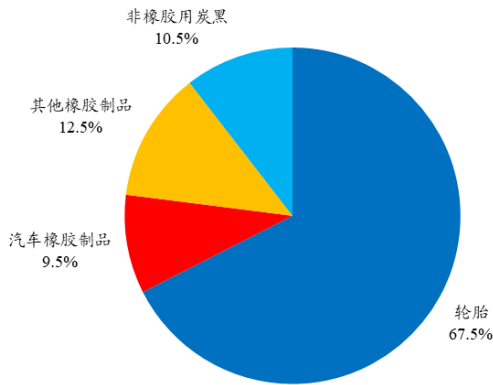
图34: 2020年上半年炭黑产量同比下降7.8% (万吨)


数据来源: Wind、开源证券研究所

3.3.2、需求端：低迷只是暂时，后市仍然可期

由于炭黑在轮胎生产过程中用作补强填充剂, 用于增加橡胶的强度及耐磨性, 因此在轮胎产业中炭黑必不可少, 炭黑的下游需求近 70% 为轮胎制造。自 2018 年以来汽车行业不振以及海外市场针对中国轮胎出台“双反”政策导致国内轮胎产量有所下降, 以及 2020 年一季度新冠疫情影响, 炭黑需求承压。但后期判断, 炭黑需求有望释放, 短期来看, 随着经济回暖复工复产加速, 汽车生产已经重回正轨, 2020 年 5 月全国汽车产量已经超越 2019 年同期, 有望带动新配轮胎需求; 长期来看, 全

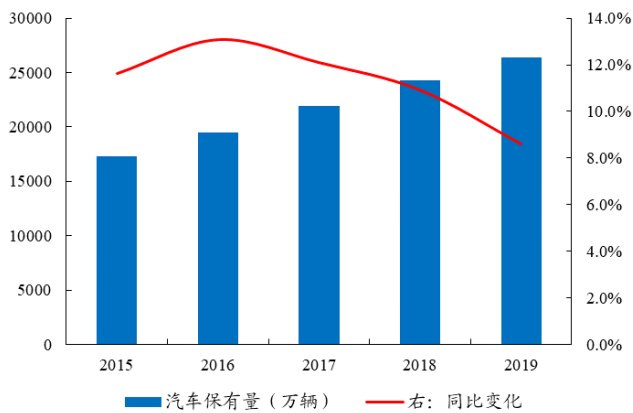
国汽车保有量在近年内稳定增长，截至 2019 年底全国汽车保有量达 2.64 亿辆，同比增长 8.6%，未来有望随着经济增长进一步实现平稳提升，庞大的汽车保有规模也将进一步打开替换轮胎市场。综合来看，炭黑的未来需求增长比较乐观。

图35：炭黑各用途中，轮胎占比近 70%


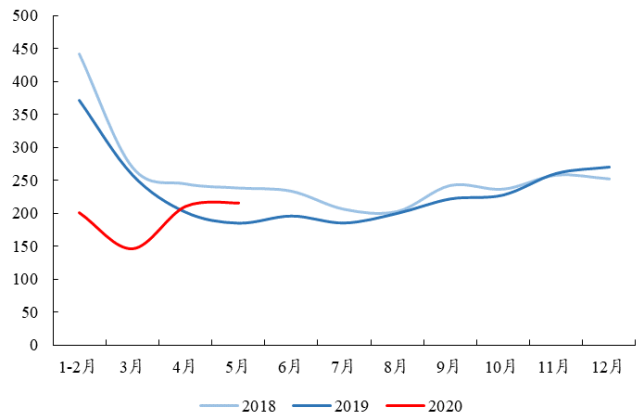
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图36：2018 年以来轮胎产量一定程度下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

图37：国内汽车保有量稳定增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

图38：2020 年 5 月汽车产量超越 2019 年同期 (万辆)


数据来源：Wind、开源证券研究所

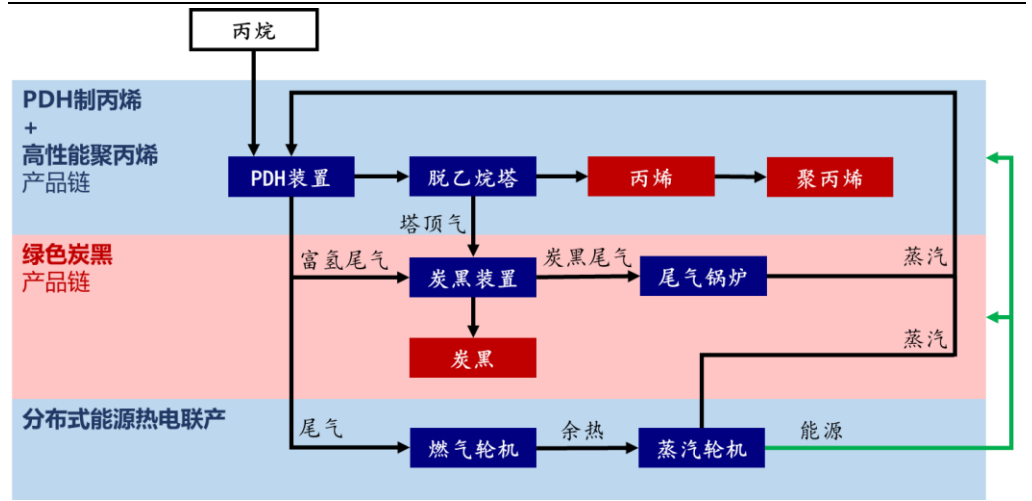
4、PDH+绿色炭黑，新项目注入业绩增长新动力

4.1、丙烯&炭黑产线整合，或贡献年均净利润 7.7 亿元

2018 年 3 月，公司通过《关于变更部分募集资金投资项目的议案》，同意将原 50 万吨/年煤焦油加氢精制项目及 5×4 万吨/年高性能炭黑项目未建部分变更为 90 万吨/年丙烷脱氢 (PDH, Propane Dehydrogenation) 与 8×6 万吨/年绿色炭黑循环利用项目，预计均将于 2021 年 4 月投产。该项目位于山东青岛，由全资孙公司金能化学 (青岛) 有限公司 (原名称为“青岛金能新材料有限公司”) 负责实施，项目总投资为 68.36 亿元，公司于 2019 年 11 月发行可转债募集 15 亿元对项目提供资金支持。

项目延续了公司齐河总部在煤化工和精细化工的循环经济产业链模式，实现了产业链间资源的循环利用。2020年4月公司公告，拟向秦庆平定向增发10亿元用于支持2×45万吨/年高性能聚丙烯项目建设，该项目将进一步延续丙烯下游生产线，补足PDH制丙烯产业链。

图39: PDH制丙烯、聚丙烯及绿色炭黑项目构成了循环经济产业链



资料来源：公司公告、开源证券研究所

“PDH+炭黑”项目投产或贡献年均净利润达7.7亿元。此前公司曾在《关于金能科技股份有限公司公开发行可转换公司债券申请文件反馈意见的回复》公告中公开披露了项目的盈利预测，来自于项目可研报告，主要依据2017、2018年相关假设。由于进入2020年以来丙烯、炭黑等市场行情变化较大，我们对其部分关键假设进行了适当调整：预计丙烯平均单价为5800元/吨，炭黑平均单价为4500元/吨，炭黑毛利率为20%。经过测算，PDH项目和炭黑项目预计贡献年均净利润分别为5.1/2.6亿元，合计7.7亿元。另外，经测算项目投产后预计年均折旧费用为5亿元，占收入比重为6.8%，对项目业绩无重大不利影响。

表7: 预计青岛项目将贡献年均净利润7.7亿元

	调整假设后盈利预测		可研盈利预测	
	PDH项目	炭黑项目	PDH项目	炭黑项目
产能(万吨/年)	90	48	90	48
预计销量(万吨)	90	48	90	48
收入测算				
产品单价(元/吨, 不含税)	5800	4500	6946	6563
收入(亿元)	52.2	21.6	62.5	31.5
毛利测算				
毛利率	17%	20%	17%	24%
毛利(亿元)	8.9	4.3	10.7	7.5
期间费用				
期间费用占收入比重	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
期间费用(亿元)	2.0	0.8	2.4	1.2

	调整假设后盈利预测		可研盈利预测	
	2023E	2024E	2023E	2024E
税前利润 (亿元)	6.8	3.5	8.3	6.3
税后净利润 (亿元)	5.1	2.6	6.2	4.7
合计净利润 (亿元)	7.7		10.9	

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表8: 预计项目年折旧费用为 5 亿元

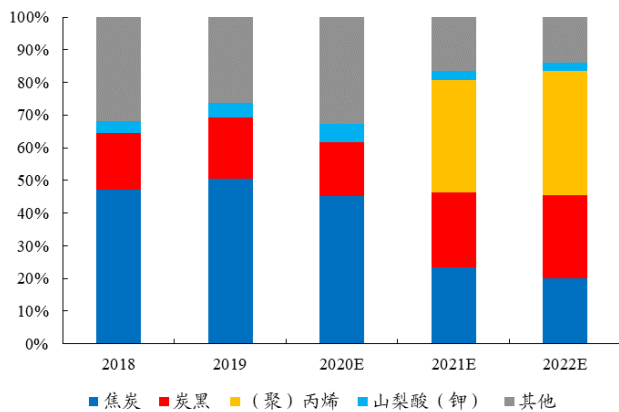
项目折旧费用测算	
固定资产 (亿元)	62.0
折旧年限 (年)	12
残值率	3%
年折旧率	8.1%
年折旧费用 (亿元)	5.0
占收入比重	6.8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

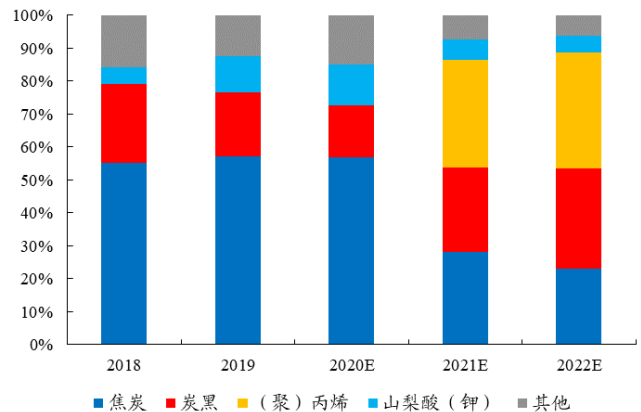
4.2、进军烯烃大有可为，石油化工或成新增长极

PDH 优势明显，发展潜力大。目前主要的烯烃制造工艺有石脑油制烯烃、煤制烯烃及 PDH 制烯烃，前两者存在原材料供给相对不足的问题，而 PDH 技术则在多方面具备优势，包括产品收率高，工艺路线简单稳定、能耗低、安全、环保等，且原料丙烷主要来自油田伴生气和页岩气，供应充足。目前国内外已有多套采用 PDH 技术的装置投产运行，在环保和安全要求都十分严格的欧洲、美国、中东、东北亚和东南亚均有建成的 PDH 装置在运行，自 2013 年以来，我国天津渤化、宁波海越、卫星石化、三锦石化、扬子江石化、万华化学、神驰化工、宁波福基、河北海伟、东明石化等企业的 PDH 装置相继建成投产。PDH 制丙烯有着较大的发展空间，未来的占比或将继续提升。另外，公司项目采用世界先进的美国 Lummus 公司 Catofin 技术，具备装置大型化、智能化和低碳化等优势，工艺技术业内领先。

石油化工或成为公司新增长极。布局 PDH 项目是公司由传统主业“煤化工+精细化工”向石油化工的拓展，公司业务布局或将转型为“煤化工+精细化工+石油化工”。项目的未来建成投产将使公司产品结构得到优化，整体抗风险能力大大提升，持续盈利能力将不断增强，有望成为公司未来业绩增长的强劲驱动力。根据上文对青岛项目的盈利预测，PDH 项目或将贡献年均毛利 8.9 亿元，我们预计项目投产后丙烯产品毛利占比将达到 30% 以上，即意味着石油化工业务将成为公司除炼焦、炭黑业务以外又一业绩核心驱动力。

图40: 项目投产后丙烯或将贡献近40%收入


数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 项目投产后丙烯或将贡献30%以上毛利


数据来源: Wind、开源证券研究所

4.3、炭黑实力再巩固，绿色产能冲击高端市场

结合上文对于炭黑行业供给格局的探讨，由于当前存在产能集中度提升的行业趋势，处于供给端结构性优化进程中，公司作为行业的重要参与者，积极建设先进、绿色产能符合行业趋势。同时，当下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，炭黑生产企业存在产品规格不全、产品质量不稳定的问题，在一定程度上对下游轮胎行业的技术改进、新型轮胎开发和生产稳定性造成了不利影响，因此产能升级对于炭黑企业而言势在必行。项目生产的绿色炭黑产品规格齐全、性能指标稳定，符合未来市场需求，具有良好的市场前景。项目预计将于2021年4月投产，届时公司炭黑总产能将达到72万吨，超越龙星化工成为国内第二大炭黑生产企业，市场份额将进一步提升。

5、盈利预测与投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

5.1、关键假设

焦炭：产能产量方面，受山东“以煤定焦”政策限产影响，公司2020年产能将控制在153万吨/年以内，目前省内对于2021年限产政策尚不确定，我们假设2021年限产将会延续，2021年底公司退出80万吨/年焦炭产能后，预计在供给端收紧的情况下，限产政策将会放开，2022年公司产能为150万吨/年。因此我们假设2020/2021/2022年焦炭产（销）量分别为153/153/150万吨；价格方面，受益供需改善，焦炭价格或将平稳提升，我们预计吨焦售价分别为1800/1850/1900元/吨；成本方面，炼焦煤价格短期较弱，长期随产业链价值传导或平稳提升，带动成本上涨，我们预计吨焦成本分别为1400/1450/1500元/吨。

炭黑：产能产量方面，48万吨/年绿色炭黑项目预计将于2021年4月投产，因此我们假设2020/2021/2022年炭黑产（销）量分别为24/62/72万吨；价格方面，随着炭黑行业供需改善，炭黑价格或将有所上涨，同时青岛项目高品质炭黑产能投产也将一定程度提升公司炭黑产品综合价格，我们预计炭黑单吨售价分别为4200/4500/5000元/吨；成本方面，原材料煤焦油的价格或将随炭黑价格上涨，但由

于公司循环经济产业链中煤焦油实现部分自给，成本影响幅度相对较小，另外折旧摊入也将抬高成本，我们预计单吨成本分别为 3500/3600/3900 元/吨。

山梨酸（钾）：我们假设 2020/2021/2022 年山梨酸（钾）产量均为 1.34 亿吨，单位售价均为 25000 元/吨，单位成本均为 15000 元/吨。

（聚）丙烯：产能产量方面，PDH 项目预计于 2021 年 4 月投产，假设 2021 年产能利用率为 80%，我们预计 2021/2022 年丙烯产量分别为 72/90 万吨；价格与毛利率方面，我们预计丙烯价格均为 5800/6000 元/吨，毛利率均为 17%。

表9：公司各业务关键假设

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
焦炭					
产能（万吨/年）	230	230	153	153	150
产量（万吨）	204	213	153	153	150
产能利用率	89%	93%	100%	100%	100%
销量（万吨）	200	212	153	153	150
产销率	98%	100%	100%	100%	100%
吨焦售价（元/吨）	2075	1935	1800	1850	1900
吨焦成本（元/吨）	1560	1610	1400	1450	1500
吨焦毛利（元/吨）	515	325	400	400	400
收入（亿元）	41.5	41.1	27.5	28.3	28.5
成本（亿元）	31.2	34.2	21.4	22.2	22.5
毛利（亿元）	10.3	6.9	6.1	6.1	6.0
毛利率	24.8%	16.8%	22.2%	21.6%	21.1%
毛利占比	55.3%	57.2%	57.0%	28.1%	23.0%
炭黑					
产能（万吨/年）	24.00	24.00	24	72	72
产量（万吨）	24.28	28.57	24	62	72
产能利用率	101%	119%	100%	100%	100%
销量（万吨）	24.26	28.81	24	62	72
产销率	100%	101%	100%	100%	100%
单吨售价（元/吨）	6324	5338	4200	4500	5000
单吨成本（元/吨）	4499	4534	3500	3600	3900
单吨毛利（元/吨）	1825	805	700	900	1100
收入（亿元）	15.34	15.38	10.1	28.1	36.0
成本（亿元）	10.91	13.06	8.4	22.5	28.1
毛利（亿元）	4.4	2.3	1.7	5.6	7.9
毛利率	28.9%	15.1%	16.7%	20.0%	22.0%
毛利占比	23.8%	19.2%	15.6%	25.8%	30.4%
山梨酸（钾）					
产能（万吨/年）	1.20	1.20	1.20	1.20	1.20
产量（万吨）	1.30	1.37	1.34	1.34	1.34
产能利用率	109%	114%	112%	112%	112%

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
销量 (万吨)	1.31	1.34	1.34	1.34	1.34
产销率	101%	98%	100%	100%	100%
单吨售价 (元/吨)	24813	26705	25000	25000	25000
单吨成本 (元/吨)	17469	16634	15000	15000	15000
单吨毛利 (元/吨)	7343	10071	10000	10000	10000
收入 (亿元)	3.26	3.58	3.4	3.4	3.4
成本 (亿元)	2.29	2.23	2.0	2.0	2.0
毛利 (亿元)	1.0	1.3	1.3	1.3	1.3
毛利率	29.6%	37.7%	40.0%	40.0%	40.0%
毛利占比	5.2%	11.2%	12.5%	6.2%	5.2%
(聚) 丙烯					
产能 (万吨/年)				90	90
产量 (万吨)				72	90
销量 (万吨)				72	90
单吨售价 (元/吨)				5800	6000
单吨成本 (元/吨)				4814	4980
单吨毛利 (元/吨)				986	1020
收入 (亿元)				41.8	54.0
成本 (亿元)				34.7	44.8
毛利 (亿元)				7.1	9.2
毛利率				17.0%	17.0%
毛利占比				32.6%	35.3%
其他产品					
收入 (亿元)	28.0	21.4	20.0	20.0	20.0
成本 (亿元)	25.1	19.9	18.4	18.4	18.4
毛利 (亿元)	2.9	1.5	1.6	1.6	1.6
毛利率	10.5%	7.0%	8.0%	8.0%	8.0%
毛利占比	15.8%	12.4%	14.9%	7.3%	6.1%
合计					
收入 (亿元)	88.1	81.5	61.0	121.5	141.9
成本 (亿元)	69.5	69.4	50.2	99.7	115.8
毛利 (亿元)	18.6	12.1	10.7	21.8	26.0
毛利率	21.1%	14.8%	17.6%	17.9%	18.4%

数据来源：公司公告、Wind、开源证券研究所

5.2、投资建议：首次覆盖，给予“买入”评级

金能科技作为山东省煤焦化龙头，以焦化为基础打造了独特的“3+3”循环经济产业链，构建了“煤化工+精细化工”的业务矩阵，各产线之间紧密结合，实现资源循环利用，从而造就了焦炭与炭黑主业低成本、高毛利的竞争优势，产品单位毛利均位于各细分行业前列。焦化行业供改深化促成焦价回升，煤焦价差扩大打开利润空间，公司通过“以价补量”对冲减产；炭黑行业供需基本面改善有望支撑公司炭黑业绩。青岛项目打造“PDH+炭黑”循环产业链，项目投产后或将贡献7.7亿元年

均净利润，公司将借助 PDH 先进工艺进军烯烃产业，石油化工或将成为公司业绩又一核心驱动力，看好公司中长期增长潜力。

我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 7.0/12.8/15.2 亿元，同比变化-8.4%/83.8%/18.5%；EPS 分别为 1.03/1.90/2.25 元，对应当前股价，PE 分别为 13.9x/7.5x/6.4x。相对估值方面，由于公司业务布局相对广泛，我们选取以下三组上市公司作为可比公司：（1）焦炭可比公司：山西焦化、开滦股份；（2）“焦炭+烯烃”可比公司：宝丰能源；（3）PDH 可比公司：东华能源、卫星石化、齐翔腾达。公司 2020 年预测 PE 为 13.9 倍，低于焦炭可比公司 15.1 倍平均 PE、PDH 可比公司 14.6 倍平均 PE 和“焦炭+烯烃”可比公司 15.9 倍 PE；公司当前 PB 为 1.69 倍，高于焦化可比公司 0.87 倍平均 PB，微低于 PDH 可比公司 1.72 倍的平均 PB，低于“焦炭+烯烃”可比公司 2.8 倍 PB。2021 年青岛项目投产后，公司主业将扩展为“煤化工+石油化工+精细化工”的多元化矩阵，且 PDH 项目及绿色炭黑项目新增利润可观，为公司的业绩增长注入强劲动力，看好公司中长期增长潜力，我们认为公司应享有一定估值溢价。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

表10：可比公司盈利预测与估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE			PB
			2020/7/3	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
焦炭									
600740.SH	山西焦化	102	5.0	6.2	7.1	20.6	16.6	14.3	0.99
600997.SH	开滦股份	87	9.1	10.1	11.0	9.6	8.6	7.9	0.74
平均						15.1	12.6	11.1	0.87
焦炭+烯烃									
600989.SH	宝丰能源	675	42.4	55.1	65.1	15.9	12.3	10.4	2.80
PDH									
002221.SZ	东华能源	159	15.4	18.5	23.1	10.3	8.6	6.9	1.65
002648.SZ	卫星石化	183	14.2	25.4	31.8	12.9	7.2	5.7	1.97
002408.SZ	齐翔腾达	119	5.8	8.8	13.0	20.6	13.6	9.2	1.54
平均						14.6	9.8	7.3	1.72
603113.SH	金能科技	97	7.0	12.8	15.2	13.9	7.5	6.4	1.69

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除宝丰能源、金能科技外，其他公司盈利预测与估值均来自 Wind 一致预期。

6、风险提示

经济恢复不及预期。公司作为化工企业生产产品众多，与下游产业的景气与否息息相关。2020年一季度受新冠疫情冲击，经济增长承压，下游产业需求相对低迷。随着二季度以来复工复产加速，经济回暖带动需求回升。如果经济恢复不及预期，将会对公司中长期业绩造成严重影响。

原材料价格上涨超预期或产品价格下跌超预期。公司产业链中炼焦煤、煤焦油等原材料部分来自外购，同时生产的焦炭、炭黑等产品均随市价销售，因此公司主业的利润空间受原材料成本及产品售价两端的价格波动影响，如果价格波动不符合预期，会对公司业绩造成影响。

焦化及炭黑产业去产能政策力度超预期。在各行业供给侧改革当中，焦化与炭黑两个产业的去产能力度相对较大，同时公司受山东省内去产能政策影响较大，在山东“以煤定焦”去产能政策当中，公司将退出80万吨/年的焦炭产能，同时2020年需减产约30%。如果去产能政策力度超预期，对公司进行进一步的减产限制，将影响到公司的正常生产经营。

青岛项目建设进度不及预期。青岛项目是公司向石油化工布局的关键一步，也是公司未来业绩的主要增长点。如果项目建设进度不及预期，将会影响到公司的盈利预期，同时也会进一步增加公司的资本投入。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,477	3,883	3,639	7,033	6,599
现金	933	314	918	1,396	3,152
应收票据及应收账款	711	747	268	1,764	632
其他应收款	1	1	1	4	1
预付账款	154	160	121	415	205
存货	552	568	250	1,354	517
其他流动资产	1,125	2,092	2,080	2,101	2,093
非流动资产	3,319	4,780	5,253	5,678	6,030
长期投资	29	30	35	38	41
固定资产	2,205	2,273	3,200	3,818	4,232
无形资产	809	820	807	794	781
其他非流动资产	275	1,657	1,211	1,028	976
资产总计	6,795	8,663	8,892	12,711	12,629
流动负债	1,546	1,305	648	2,994	1,193
短期借款	171	73	73	73	73
应付票据及应付账款	710	920	156	2,013	524
其他流动负债	665	312	418	907	596
非流动负债	383	1,464	1,652	1,840	2,038
长期借款	10	1,139	1,314	1,507	1,707
其他非流动负债	373	325	338	333	331
负债合计	1,929	2,769	2,299	4,834	3,231
少数股东权益	-0	-0	-0	-0	-0
股本	676	676	676	676	676
资本公积	1,784	1,784	1,784	1,784	1,784
留存收益	2,391	3,054	3,682	4,838	6,208
归属母公司股东权益	4,866	5,894	6,593	7,877	9,398
负债和股东权益	6,795	8,663	8,892	12,711	12,629

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	1,692	487	1,059	1,189	2,540
净利润	1,270	762	699	1,284	1,522
折旧摊销	311	341	361	503	631
财务费用	5	3	15	65	95
投资损失	-54	-55	-54	-54	-54
营运资金变动	110	-575	54	-608	346
其他经营现金流	49	10	-16	-0	-0
投资活动现金流	-622	-2,251	-779	-873	-929
资本支出	771	1,364	1,003	22,487	22,487
长期投资	-0	-942	-5	-3	-3
其他投资现金流	149	-1,829	219	21,610	21,555
筹资活动现金流	-96	1,088	324	162	145
短期借款	115	-98	-0	-0	-0
长期借款	-40	1,129	175	194	200
普通股增加	-0	-0	0	-0	-0
资本公积增加	-0	-0	-0	-0	-0
其他筹资现金流	-171	57	149	-32	-55
现金净增加额	974	-673	604	478	1,756

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8,812	8,150	6,097	12,150	14,185
营业成本	6,949	6,943	5,023	9,972	11,581
营业税金及附加	74	43	43	84	92
营业费用	190	216	183	364	426
管理费用	170	172	129	257	300
研发费用	19	26	17	36	42
财务费用	5	3	15	65	95
资产减值损失	48	-3	-0	-0	-0
其他收益	48	56	49	51	52
公允价值变动收益	-0	-0	-0	-0	-0
投资净收益	54	55	54	54	54
资产处置收益	-0	2	-0	-0	-0
营业利润	1,459	861	790	1,477	1,756
营业外收入	33	42	35	37	37
营业外支出	6	3	5	5	4
利润总额	1,485	900	820	1,509	1,789
所得税	215	138	121	225	267
净利润	1,270	762	699	1,284	1,522
少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
归母净利润	1,270	762	699	1,284	1,522
EBITDA	1,784	1,306	1,192	2,013	2,396
EPS(元)	1.88	1.13	1.03	1.90	2.25

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	32.5	-7.5	-25.2	99.3	16.8
营业利润(%)	87.5	-41.0	-8.3	86.9	18.9
归属于母公司净利润(%)	87.1	-40.0	-8.4	83.8	18.5
获利能力					
毛利率(%)	21.1	14.8	17.6	17.9	18.4
净利率(%)	14.4	9.4	11.5	10.6	10.7
ROE(%)	26.1	12.9	10.6	16.3	16.2
ROIC(%)	23.1	11.0	8.4	12.9	12.8
偿债能力					
资产负债率(%)	28.4	32.0	25.9	38.0	25.6
净负债比率(%)	-7.0	20.7	14.5	8.9	-8.7
流动比率	2.2	3.0	5.6	2.3	5.5
速动比率	1.1	1.6	3.5	1.4	4.1
营运能力					
总资产周转率	1.5	1.1	0.7	1.1	1.1
应收账款周转率	13.4	11.2	12.0	12.0	11.8
应付账款周转率	10.1	8.5	9.3	9.2	9.1
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.88	1.13	1.03	1.90	2.25
每股经营现金流(最新摊薄)	2.50	0.72	1.57	1.76	3.76
每股净资产(最新摊薄)	7.20	8.18	9.21	11.11	13.36
估值比率					
P/E	7.6	12.7	13.9	7.5	6.4
P/B	2.0	1.8	1.6	1.3	1.1
EV/EBITDA	5.2	7.5	8.0	4.6	3.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835