

**金能科技(603113)/焦炭**
**出色的成本控制，半年度净利润上涨9.3%**
**评级：买入(上调)**
**分析师：陈晨**

执业证书编号：S0740518070011

Email: chenchen@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	675.9
流通股本(百万股)	675.9
市价(元)	13.15
市值(百万元)	8,888.6
流通市值(百万元)	8,888.6

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 金能科技 2020Q1 点评：成本端大幅下降，一季度业绩超预期上涨
- 2 金能科技 2019 年报点评：青岛新项目稳步推进，增长可期
- 3 金能科技 2019 三季报点评：单季归母净利润 2.0 亿元，具有成长性的精细化工企业

**公司盈利预测及估值**

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	8,812	8,150	7,825	12,440	15,883
增长率 yoy%	32.47%	-7.51%	-3.99%	58.98%	27.68%
净利润	1,270	762	740	976	1,347
增长率 yoy%	87.14%	-39.99%	-2.91%	31.88%	37.98%
每股收益(元)	1.88	1.13	1.09	1.44	1.99
每股现金流量	2.50	0.72	1.29	1.65	2.94
净资产收益率	26.10%	12.93%	12.05%	14.00%	16.59%
P/E	7.00	11.66	12.01	9.11	6.60
PEG	-0.83	0.56	4.11	-1.08	0.32
P/B	1.83	1.51	1.45	1.27	1.10

备注：

**投资要点**
**■ 公司披露 2020 年半年报，主要财务数据如下：**

上半年，实现营业收入 37.14 亿元 (-11.10%)，归属于上市公司股东净利润为 4.29 亿元 (+9.31%)，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3.75 亿元 (+13.65%)，经营活动产生的现金流量净额为 4.21 亿元 (+147%)，每股收益为 0.63 元/股 (+8.62%)，加权平均 ROE 为 7.02% (同比减少 0.73 个 pct)。

第二季度：实现营业收入 17.66 亿元，同比下降 18.94%，环比下降 9.32%；归属于上市公司股东净利润为 1.91 亿元，同比下降 22.46%，环比下降 19.40%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 1.64 亿元，同比下降 23.08%，环比下降 22.64%。

**■ 净利润同比上升主要来自于原材料价格下跌所让出的利润空间：**

公司主要生产焦炭、炭黑、白炭黑、甲醇、山梨酸钾、对甲基苯酚等产品，上半年产品营收占比分别为：51%、16%、2%、3%、5%和 2%。原材料主要有煤炭、煤焦油、葱油等。上半年，公司实现营业收入 37.17 亿元，同比下降 11.10%，营业成本 30.5 亿元，同比下降 14.90%，毛利率为 17.9%，同比上升 3.7 个百分点，三项期间费用率为 5.55%，相比上年度同期的 5.9%略有下降。综合来看，公司业绩上涨，主要是由于原材料成本下降幅度大于产成品下降幅度，毛利率提升所致。(具体分析见下文)

**■ 产成品的产销方面：炭黑以及山梨酸(钾)销量有所增加，其余产品皆有所下滑。上半年，焦炭销量为 97.83 万吨 (-8.9%)，主要受山东地区控制煤耗，导致公司焦炉利用率下降所致；炭黑销量为 13.93 万吨 (+6.8%)；白炭黑销量为 1.46 万吨 (-16.7%)；甲醇销量为 8.08 万吨 (-2.8%)；对甲基苯酚销量为 0.48 万吨 (-26%)；山梨酸(钾)销量为 0.71 万吨 (+4.5%)。**
**■ 产成品的价格方面：山梨酸(钾)售价上升，其余产品皆有所下滑。上半年，受疫情以及钢铁产业链利润下滑等因素影响，焦炭平均价格为 1924 元/吨 (-3.20%)。由于汽车行业比较低迷，炭黑价格为 4198 元/吨 (-24.3%)，白炭黑价格为 4323 元/吨 (-1.8%)。由于油价下跌，甲醇价格为 1518 元/吨 (-20%)，对甲基苯酚价格为 18055 元/吨 (-1.7%)。由于行业需求较稳定叠加供给受到疫情影响，山梨酸钾价格为 27380 元/吨 (+4.98%)。**
**■ 产成品的成本方面：原材料煤炭、煤焦油、葱油价格分别下跌 12.33%、27.49%、26.76%，让出较大利润空间。2020 年上半年，公司主要原材料成本中，煤炭，煤焦油，葱油等平均采购价分别为 1083 元/吨、2129 元/吨、2213 元/吨，同比分别下降 12.33%、27.49%、26.76%，煤炭下滑幅度显著高于焦炭，煤焦油、葱油价格下滑幅度显著高于炭黑。原材料成本下降幅度大于产成品下降幅度，致使公司毛利率提升。**
**■ 第二季度，焦炭、炭黑售价及产销量环比下滑，致使业绩环比下降。第二季度营收为 17.66 亿元 (环比-9.32%)，营业总成本 15.80 亿元 (环比-6.75%)，归属于上市公司股东净利润为 1.91 亿元 (环比下降 19.40%)。第二季度，山东以煤定产等控煤措施力度加大，焦炭销量为 44.14 万吨 (环比-17.8%)，价格为 1914.08 元/吨 (环比-0.98%)。炭黑销量为 6.86 万吨 (环比-2.83%)，价格为 3788.69 元/吨 (环比-17.57%)。焦炭、炭黑售价及产**

销量环比下滑，致使二季度利润空间相对一季度被挤压。

- **青岛新材料与氢能源综合利用项目建设有序推进。**公司未来重要看点是青岛新材料与氢能源综合利用项目。根据公司公告，截至上半年末，90万吨/年丙烷脱氢与8×6万吨/年绿色炭黑循环利用项目、2×45万吨/年高性能聚丙烯项目（一期）分别投入23.42亿元、4.46亿元，分别占预算总投资的37.3%和24.6%。该项目预计将于2021年4月投产，一方面将公司业务延伸至石油化工领域，优化产品结构，另一方面有利于扩大炭黑产品现有产能，提高市场占有率。
- **盈利预测与估值：**出于公司出色的成本控制能力，以及向好的业务成长，我们上调公司评级至买入（原先为增持），预计公司2020/2021/2022年实现归属于母公司股东净利润分别为7.4/9.8/13.5亿元，同比-2.9%、+32%、+38%，折合EPS分别是1.09/1.44/1.99元，当前13.15元股价对应PE分别为12.0/9.1/6.6倍。
- **风险提示：**下游钢铁、轮胎等行业需求不及预期风险；青岛新建项目不及预期风险等；原始股减持风险。

**图表 1: 公司 2020 年上半年各产品线主要产销数据**

主要产品	经营指标	单位	2020H1	2019H1	变动比率 (%)
焦炭	产量	吨	954769.36	1072976.76	-11.0%
	销量	吨	978304.57	1073674.42	-8.9%
	销售收入 (不含税)	元	1882707902.75	2133883008.31	-11.8%
炭黑	产量	吨	144355.89	132156.01	9.2%
	销量	吨	139266.17	130379.82	6.8%
	销售收入 (不含税)	元	584672383.25	723068433.01	-19.1%
白炭黑	产量	吨	14676.98	17707.07	-17.1%
	销量	吨	14550.25	17457.45	-16.7%
	销售收入 (不含税)	元	62901451.55	76830767.82	-18.1%
甲醇	产量	吨	82492.68	84688.20	-2.6%
	销量	吨	80847.19	83174.18	-2.8%
	销售收入 (不含税)	元	122726270.55	157788118.92	-22.2%
山梨酸及山梨酸钾	产量	吨	6932.98	6848.62	1.2%
	销量	吨	7129.51	6819.29	4.5%
	销售收入 (不含税)	元	195207693.45	177864563.97	9.8%
对甲基苯酚	产量	吨	4692.36	6626.44	-29.2%
	销量	吨	4791.58	6477.03	-26.0%
	销售收入 (不含税)	元	86513867.54	118986569.82	-27.3%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 2: 公司 2020 年上半年各产品线主要价格数据**

主要产品	经营指标	单位	2020H1	2019H1	半年同比
焦炭			1923.5	1987.21	-3.20%
炭黑			4192.4	5527.14	-24.15%
白炭黑			4328.4	4396.14	-1.54%
甲醇	平均售价 (不含税)	元/吨	1512.4	1896.32	-20.25%
山梨酸及山梨酸钾			27372.3	26095.42	4.89%
对甲基苯酚			18120.9	18330.98	-1.15%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

**图表 3: 公司 2020 年上半年主要原材料的价格变动情况**

主要原材料	经营指标	单位	2020H1	2019H1	变动比率 (%)
煤炭			1083.14	1235.53	-12.33%
煤焦油	平均单价 (不含税)	元/吨	2129.07	2936.44	-27.49%
蒽油			2213.03	3021.47	-26.76%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 4: 三张报表摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业总收入</b>	<b>8,812</b>	<b>8,150</b>	<b>7,825</b>	<b>12,440</b>	<b>15,883</b>	货币资金	933	314	302	480	613
增长率	32.5%	-7.5%	-4.0%	59.0%	27.7%	应收款项	713	749	584	1,429	1,013
营业成本	-6,949	-6,943	-6,572	-10,680	-13,496	存货	552	568	439	1,115	751
% 销售收入	78.9%	85.2%	84.0%	85.9%	85.0%	其他流动资产	1,279	2,252	2,421	2,860	3,054
毛利	1,863	1,207	1,253	1,760	2,388	流动资产	3,477	3,883	3,747	5,884	5,431
% 销售收入	21.1%	14.8%	16.0%	14.1%	15.0%	% 总资产	51.2%	44.8%	33.5%	39.9%	37.4%
营业税金及附加	-74	-43	-55	-86	-103	长期投资	29	30	30	30	30
% 销售收入	0.8%	0.5%	0.7%	0.7%	0.6%	固定资产	2,205	2,273	3,210	4,098	4,604
营业费用	-190	-216	-191	-301	-397	% 总资产	32.4%	26.2%	28.7%	27.8%	31.7%
% 销售收入	2.2%	2.7%	2.4%	2.4%	2.5%	无形资产	809	820	900	978	1,053
管理费用	-170	-172	-168	-257	-335	非流动资产	3,319	4,780	7,445	8,871	9,083
% 销售收入	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	% 总资产	48.8%	55.2%	66.5%	60.1%	62.6%
息税前利润 (EBIT)	1,429	775	838	1,116	1,553	<b>资产总计</b>	<b>6,795</b>	<b>8,663</b>	<b>11,192</b>	<b>14,755</b>	<b>14,514</b>
% 销售收入	16.2%	9.5%	10.7%	9.0%	9.8%	短期借款	171	73	2,835	4,193	3,661
财务费用	-5	-3	-7	-6	-6	应付款项	885	1,124	686	2,100	1,249
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	其他流动负债	490	107	97	88	80
资产减值损失	48	-3	50	50	50	流动负债	1,546	1,305	3,618	6,381	4,991
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	10	0	0	0	30
投资收益	54	55	55	55	55	其他长期负债	373	1,464	1,431	1,402	1,376
% 税前利润	3.5%	6.4%	5.7%	4.4%	3.3%	<b>负债</b>	<b>1,929</b>	<b>2,769</b>	<b>5,049</b>	<b>7,783</b>	<b>6,396</b>
营业利润	1,526	824	936	1,215	1,652	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,866</b>	<b>5,894</b>	<b>6,143</b>	<b>6,972</b>	<b>8,117</b>
营业利润率	17.3%	10.1%	12.0%	9.8%	10.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0
营业外收支	26	39	30	30	30	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,795</b>	<b>8,663</b>	<b>11,192</b>	<b>14,755</b>	<b>14,514</b>
税前利润	1,552	862	966	1,245	1,682	<b>比率分析</b>					
利润率	17.6%	10.6%	12.3%	10.0%	10.6%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	-215	-138	-126	-169	-235	<b>每股指标</b>					
所得税率	13.9%	16.0%	13.0%	13.6%	14.0%	每股收益 (元)	1.88	1.13	1.09	1.44	1.99
净利润	1,270	762	740	976	1,347	每股净资产 (元)	7.20	8.72	9.09	10.32	12.01
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金流 (元)	2.50	0.72	1.29	1.65	2.94
归属于母公司的净利润	1,270	762	740	976	1,347	每股股利 (元)	0.23	0.23	0.16	0.22	0.30
净利率	14.4%	9.4%	9.5%	7.8%	8.5%	<b>回报率</b>					
						净资产收益率	26.10%	12.93%	12.05%	14.00%	16.59%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>						总资产收益率	18.69%	8.80%	6.61%	6.62%	9.28%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	投入资本收益率	35.51%	18.05%	12.78%	11.05%	12.46%
净利润	1,270	762	740	976	1,347	<b>增长率</b>					
加: 折旧和摊销	311	341	550	791	1,009	营业总收入增长率	32.47%	-7.51%	-3.99%	58.98%	27.68%
资产减值准备	48	-3	0	0	0	EBIT增长率	85.97%	-42.01%	1.34%	32.93%	38.97%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	净利润增长率	87.14%	-39.99%	-2.91%	31.88%	37.98%
财务费用	13	6	7	6	6	总资产增长率	28.18%	27.48%	29.19%	31.84%	-1.64%
投资收益	-54	-55	-55	-55	-55	<b>资产管理能力</b>					
少数股东损益	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	19.8	20.7	19.7	18.7	17.8
营运资金的变动	-27	-729	-372	-600	-319	存货周转天数	22.0	24.7	23.2	22.5	21.1
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,692</b>	<b>487</b>	<b>871</b>	<b>1,118</b>	<b>1,987</b>	应付账款周转天数	23.6	27.8	26.4	25.1	23.8
固定资本投资	-173	-1,447	-3,100	-2,100	-1,100	固定资产周转天数	80.8	98.9	126.1	105.8	98.6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-622</b>	<b>-2,251</b>	<b>-3,145</b>	<b>-2,145</b>	<b>-1,145</b>	<b>偿债能力</b>					
股利分配	-159	-159	-111	-146	-202	净负债/股东权益	-1.92%	15.61%	57.02%	67.80%	51.31%
其他	62	1,247	2,373	1,352	-507	EBIT利息保障倍数	267.5	238.1	112.9	193.5	261.0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-96</b>	<b>1,088</b>	<b>2,262</b>	<b>1,205</b>	<b>-709</b>	资产负债率	28.39%	31.96%	45.11%	52.75%	44.07%
<b>现金净流量</b>	<b>973</b>	<b>-676</b>	<b>-13</b>	<b>178</b>	<b>133</b>						

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。