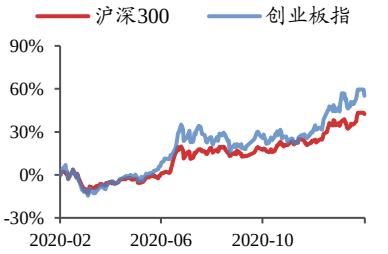
2021 年 02 月 19 日

# 开源晨会 0219

## ——晨会纪要

**沪深 300 及创业板指数近 1 年走势**




数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅前五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 有色金属 | 6.69 |
| 采掘 | 5.54 |
| 钢铁 | 4.72 |
| 房地产 | 3.35 |
| 商业贸易 | 2.73 |

数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅后五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 家用电器 | -3.98 |
| 食品饮料 | -3.92 |
| 医药生物 | -3.15 |
| 电气设备 | -1.08 |
| 休闲服务 | -0.8 |

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

## 观点精粹

### 总量视角

**【策略】中小市值的现象与本质**

当下宏观环境正在发生转变：通胀预期回升、利率上行对 DCF 估值方法下的分母端正在带来压力，而全球经济复苏过程中制造业投资和出口出现了更多维度的景气回升，这才是挖掘所谓“中小市值”机遇的关键。

### 行业公司

**【计算机】云安全专题报告：网络安全的未来在云端**

云安全市场伴随着云计算市场的快速发展，及云原生技术的广泛应用而快速增长。国内云安全市场需求旺盛，在新兴云安全技术应用上不断追赶，高速发展可期。推荐深信服、奇安信、安恒信息、绿盟科技、启明星辰、美亚柏科。

**【新能源与电力设备】SKI 败走美国动力电池市场，国内产业链加速走向全球**

拜登政府注重扶持新能源车行业发展，美国新能源车市场在拜登政府上台后被给予较高的增长预期，若 SKI 在 10 年内被禁入美国市场，在美国具有良好客户基础的动力电池龙头宁德时代、LG 化学及孚能科技等公司将显著受益。

**【商贸零售】春节餐饮消费额超 8000 亿元，就地过年无碍“悦己”品质消费升级**

根据商务部，2021 年春节黄金周全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，同比 2020 年+28.7%，较 2019 年+4.9%。整体看春节社会消费稳步复苏。

**【计算机】周观点： 底部把握板块机会**

预计 2021 年 Q1 板块基本面将迎来大幅度复苏，推荐云计算、产业互联网等板块。

**【化工：海利得(002206.SZ)】Q4 业绩超预期，车用丝龙头业绩拐点显现**

2 月 17 日公司发布 2020 年度业绩快报，结合业绩快报我们上调盈利预测，调整后预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.53、4.54、6.16 亿元，当前股价对应 PE 分别为 23.8、13.3、9.8 倍。

**【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】打造极致产品与服务的农牧龙头**

现代化农牧龙头企业，以产品服务驱动价值增长。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 25.0/33.2/39.7 亿元（此前预测值为 25.0/31.1/35.6 亿元），对应 EPS 分别为 1.5/2.0/2.4 元，当前股价对应 PE 分别为 56.1/42.2/35.3 倍，维持“买入”评级。

**【煤炭开采：金能科技(603113.SH)】深度系列三：四问四答，真金不镀**

青岛项目炭黑于 2021 年 1 月底开始分段投产，我们上调 2022 年盈利预测，预计 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9/18.7/ 21.9(+1.4)亿元，同比增长 17.7%/108.1%/17.2%；EPS 分别为 1.06/2.2/2.58(+0.16)元，对应当前股价，PE 为 19.0/9.1/7.8 倍。公司后期仍规划有青岛二期项目，将支持未来持续成长性，看好公司中长期增长潜力。维持“买入”评级。

# 研报摘要

## 总量研究

### 【策略】中小市值的现象与本质——投资策略专题-20210218

**牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001| 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044| 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033**

抱团背后的投资理念是寻找所谓“中小市值”机遇的线索

投资者开始将眼光投向“大盘成长”外寻求机遇。但如果单以中小市值为鉴定标准，无异于缘木求鱼。投资是主观映照客观的过程，“抱团”其实可能反应的是投资理念和客观环境共同变化的结合。当下宏观环境正在发生转变：通胀预期回升、利率上行对 DCF 估值方法下的分母端正在带来压力，而全球经济复苏过程中制造业投资和出口出现了更多维度的景气回升。而理解过去投资理念的形成与变化，成为探寻未来机遇的出发点，结合前述基本面的变化我们将得到最终的答案——这才是挖掘所谓“中小市值”机遇的关键。

生活在“经验”里：大市值、大营收因何被“抱团”

我们以北上资金和主动偏股型基金共同重仓的股票作为被“抱团”的对象进行研究，找到“抱团股”的特征重要性排序为：市值>营收>ROE>当年预期的净利润增速>历史净利润增速>ROE 稳定性。选择“大市值”和“大营收”的股票，背后有两个相互串联的线索：（1）降低研究成本、最大限度利用现成资源：五年间机构变得越来越愿意去覆盖大市值的股票，减少对小市值股票的研究资源投入，其结果就是研究资源同样集中于头部，这与买方持仓形成了投资产业链的正向循环。（2）买卖方机构如此选择的背后是：“大”更有可能“穿越周期”，即盈利的长期稳定性和业绩兑现的“胜率”较高。这是存量经济时代形成的结果。

从两个路径寻觅沧海遗珠

在上述的两个线索的背后，都隐藏着待挖掘的机会：第一点，覆盖少、关注少的公司中也存在基本面财务指标满足投资者要求的“好标的”。我们构建了“关注度”和“认可度”指标，并寻找两类标的：（1）关注度足够高，而认可度不高的标的，价值的发现具备“高赔率”但胜率需要等待基本面信号；（2）认可度足够高，但关注度不足，意味着已经有部分投资者给予定价，是胜率更高的方向。第二点，在中观景气程度较高的情形下，并非“龙头”的公司在当期盈利兑现的概率和兑现幅度也可能很高，然而在“以大为美”的价值观下可能被忽略。以 2020 年度业绩预告的数据来看，在电气设备、机械设备、化工、农林牧渔、食品饮料中，出现营收规模前五的“龙头”与尾部的盈利增速差收敛的情形，更进一步的，医药生物、电子行业已经实现“小”比“大”好。我们筛选所在的三级行业中个股的业绩增速与“龙头”的差距在缩小或优势仍在扩大。

切勿冒进，交易结构是重要考量

A 股过去一年的价格变化并非单纯基本面可以解释，在挖掘未来机遇中交易结构影响本身也应该纳入考量。公募基金的头部化趋势被认为是“大市值”偏好的重要原因，那中型规模及以下基金的偏好可以被理解为不受市值影响的“对照组”，为我们两条路径下的挖掘标的提升了更高的置信度；对于规模以上基金未重仓但持有流通市值也高于小型基金的个股，短期内需要重点考虑交易结构，规避由于流动性带来的“卖出风险”。最终，我们给出了中小市值的“沧海遗珠”组合。

风险提示：行业景气度不及预期，统计误差

## 行业公司

### 【计算机】云安全专题报告：网络安全的未来在云端——行业深度报告-20210218

**陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001**

重点关注网安领域综合实力强，同时在云安全等业务布局领先的厂商

云安全市场伴随着云计算市场的快速发展，及云原生技术的广泛应用而快速增长。国内云安全市场需求旺盛，在新兴云安全技术应用上不断追赶，高速发展可期。建议重点关注网安领域综合实力强，同时在云安全等业务布局领先的厂商，推荐深信服、奇安信、安恒信息、绿盟科技、启明星辰、美亚柏科，其他受益标的包括天融信、山石网科等。

云安全市场正处于发展黄金时期，全球市场规模有望达数百亿

一方面，云基础设施的投资不断增加，网络攻击的不断增长，推动云安全市场快速发展；另一方面，云原生技术应用越来越广泛，应运而生的 CASB（云访问安全代理），CSPM（云安全配置管理），CWPP（云工作负载安全防护平台），SASE（安全访问服务边缘模型）等新兴云安全技术快速发展。目前云安全支出占云 IT 支出比例尚处于较低水平。根据 IDC 数据，2020 年全球云安全支出占云 IT 支出比例仅为 1.1%，说明目前云安全支出远远不够，假设这一比例提升至 5%，那么 2020 年全球云安全市场空间可达 53.2 亿美元，2023 年可达 108.9 亿美元。

海外云安全市场：技术创新与兼并整合活跃

整体来看，海外云安全市场正处于快速发展阶段，技术创新活跃，兼并整合频繁。一方面，云安全技术创新活跃，并呈现融合发展趋势。例如，综合型安全公司 Palo Alto 的 Prisma 产品线将 CWPP、CSPM 和 CASB 三个云安全技术产品统一融合，提供综合解决方案及 SASE、容器安全、微隔离等一系列云上安全能力。另一方面，新兴的云安全企业快速发展，并获得资本市场的高度认可。同时，传统安全供应商也通过自研+兼并的方式加强云安全布局。例如，Palo Alto Networks 相继收购 Evident.io、RedLock、PureSec 和 Twistlock；McAfee 收购了 Skyhigh。

国内云安全市场：市场空间广阔，尚处于技术追随阶段

市场规模上，根据中国信通院数据，2019 年我国云计算整体市场规模达 1334.5 亿元，增速 38.6%。预计 2020-2022 年仍将处于快速增长阶段，到 2023 年市场规模将超过 3754.2 亿元。中性假设下，安全投入占云计算市场规模的 3%-5%，那么 2023 年中国云安全市场规模有望达到 112.6 亿-187.7 亿元。技术发展上，中国在云计算的发展阶段和云原生技术的程度上与海外市场还有一定差距。因此，国内 CWPP 技术应用较为广泛，对于 CASB、CSPM 一些新兴的云安全技术应用较少。但随着国内公有云市场的加速发展，云原生技术的应用越来越广泛，我们认为 CASB、SCPM、SASE 等新兴技术在国内的应用也将越来越广泛。

风险提示：市场竞争加剧风险；技术变革风险；人员流失风险

**【新能源与电力设备】SKI 败走美国动力电池市场，国内产业链加速走向全球——行业点评报告-20210218**

**刘强（分析师）证书编号：S0790520010001**

SKI 败走美国动力电池市场，国内产业链加速走向全球

美国当地时间 2021 年 2 月 10 日，美国国际贸易委员会（简称 ITC）作出最终裁决，认定对 SKI 侵占了竞争对手 LG 化学的商业机密，LG 化学和 SKI 之间为期 21 个月的诉讼尘埃落定。ITC 的最终裁决显示：（1）SKI 在未来的 10 年内，禁止在美国进口、生产和销售动力电池。（2）考虑到 SKI 在美国的两大客户短期内无法找到新的电池供应商，允许 SKI 继续向福特 F-150 EV 项目和大众 ID.4 项目分别供应 4 年、2 年。（3）SKI 可以继续更换或维修在美国销售的起亚汽车的电池。若 60 天内拜登总统不行使否决权，则上述判决起效。拜登政府注重扶持新能源车行业发展，美国新能源车市场在拜登政府上台后被给予较高的增长预期，若 SKI 在 10 年内被禁入美国市场，在美国具有良好客户基础的动力电池龙头宁德时代、LG 化学及孚能科技等公司将显著受益。同时，2021 年是新能源车产业链全面繁荣的一年，国内锂电产业链优质公司宁德时代、恩捷股份、当升科技等公司将加速走向全球。

SKI 今后或将产能重心放至中国、欧洲，国内锂电材料供应链受益

此前 SKI 在美国有两座工厂：一期 9.8GWh 原计划在 2022Q1 投产，二期 11.7GWh 于 2020Q3 开始建设，预计 2023 年投产，目前美国工厂尚未对外供货，因此对现有锂电材料供应商（当升科技、中科电气等）影响有限。根据 SKI 目前规划，到 2023 年产能将达 76GWh，各地产能占比为：中国 46%、美国 28%、匈牙利 20%、韩国 6%。SKI 后续或将产能建设重心放在中国和欧洲，现有供应商当升科技（正极一供）、中科电气（负极主供）及国内锂电材料潜在供应商受益。

美国新能源车销量预计高增长，动力电池供应格局优化

美国新任政府青睐清洁能源，此前在竞选时期提出清洁能源改革计划，其中指出要在电动汽车及电动车零部件产业规模上赶超中国等，且拜登政府刚上任便宣布政府换用新能源车政策，美国新能源车市场将在未来 3-5 年高速发展，我们预计到 2025 年新能源车销量将达 201 万辆，年均增速约达 49.4%。当前美国几乎没有较大规模的本土电池厂，如今 SKI 被“禁赛”10 年，全球龙头宁德时代、LG 化学、孚能科技将最为受益。

风险提示：固态电池等新技术发展超预期、新能源车销量不及预期等。

**【商贸零售】春节黄金周零售餐饮消费额超 8000 亿元，就地过年无碍“悦己”品质消费升级——行业点评报告-20210218**

**黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014**

2021 年春节零售餐饮消费约 8210 亿元，同比增长 28.7%

根据商务部数据，2021 年春节黄金周（2 月 11 日-17 日，农历除夕至正月初六）全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，同比 2020 年春节增长 28.7%，较 2019 年春节增长 4.9%。整体看，春节黄金周期间社会消费稳步复苏，“就地过年”背景下，“悦己消费”和精神文化消费表现亮眼，线上电商持续高景气。

美妆、珠宝等“悦己消费”类产品表现亮眼，精神文化消费受青睐

从消费需求看，基于“悦己”诉求的消费升级类商品表现亮眼：根据商务部数据，春节期间重点监测零售企业的珠宝首饰、服装、通讯器材、家电数码较 2020 年春节分别增长 160.8%、107.1%、39.0%和 29.9%；京东大数据也显示，珠宝首饰、美妆和钟表礼品类的消费占比增速位居前三名，其中香水彩妆同比增长近 7 倍，黄金转运珠销量达到 2020 年同期的 3.5 倍。可以看到，春节叠加情人节背景下，以美妆、珠宝等“悦己消费”类商品为代表的品质消费需求旺盛。此外，受“就地过年”倡议影响，短途游和看电影等精神文化消费也受到消费者青睐：旅游方面，本地游、周边游、短途自驾游等表现火热，商务部数据显示，春节期间北京、上海的郊区住宿消费额分别同比增长超 3 倍和 2 倍；电影方面，2021 年春节档票房创下历史新高（截至 2 月 17 日晚 24:00，全国累计总票房超过 78 亿），其中《唐人街探案 3》、《你好，李焕英》两部影片票房位居前两名。

线上电商高景气、线下客流稳复苏；网购半成品“年夜饭”成为新风尚

消费渠道方面，网购年货成为新潮流，线上电商保持高景气：“全国网上年货节”春节假期前 6 天网络零售额超 1200 亿元；国家邮政局数据也显示，除夕和初一两日全国快递处理超过 1.3 亿件，同比增长 223%；此外异地订单显著增加，盒马数据显示，2021 年货节中，为亲朋好友购买的异地年货下单占比达到 19%。线下方面，疫情后客流稳步复苏仍是主旋律：根据商务部数据，全国 10 个一二线城市购物中心日均客流量同比增长超过 200%，约达到 2019 年春节 86%水平。再看餐饮方面，春节期间大型支付机构监测餐饮商户销售额同比增长约 1.3 倍。此外，受“就地过年”影响，网购半成品“年夜饭”到家成为新亮点：饿了么数据显示，农历廿八至除夕的年夜饭半成品外卖同比增长 4 倍，京东数据也显示，从除夕至初五，年夜饭礼盒、方便菜等相关食材销售同比 2020 年增长 90%。

社会消费稳步复苏，建议关注颜值经济、新兴电商和黄金珠宝板块

整体看，本次春节黄金周消费升级趋势未变，线上保持高景气、线下也稳步复苏。投资建议关注“颜值经济”（医美、化妆品）、“新兴电商”和“线下零售细分龙头”（黄金珠宝）三条主线，重点推荐爱美客、吉宏股份、周大

生，受益标的珀莱雅、华熙生物、青松股份、贝泰妮（拟上市）等。

风险提示：疫情出现反复带来影响；企业经营成本费用提升。

**【计算机】周观点： 底部把握板块机会——行业周报-20210218**

**陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001**

一周市场回顾：节前一周交易日（2.8-2.10），计算机板块上涨 5.21%，沪深 300 指数上涨 5.81%。

周观点：底部把握板块机会

板块估值处于历史地位，配置价值凸显

截至 2021 年 2 月 10 日，计算机板块 PE（TTM，中值）为 42.4 倍，近五年来计算机板块（TTM，中值）的均值为 61.1 倍，当前估值仅为近五年历史均值的 69%。除少数龙头公司以外，板块内大部分公司估值处于历史低位，板块配置价值凸显。

基金持仓比例处于较低位置

从基金持仓比例来看，2020Q4 计算机板块基金持仓为 3.2%，较 2020Q3 的 4.32%有明显下降，在所有一级行业板块中排名第 10。板块前十大重仓股为海康威视、东方财富、金山办公、广联达、恒生电子、深信服、用友网络、中科创达、宝信软件、华宇软件。其中基金加仓最多的前十大股为海康威视、东方财富、金山办公、深信服、中科创达、用友网络、广联达、国联股份、中国长城、东方通。

板块基本面正在迎来明显回暖

2019 年 1-2 月的计算机板块指数涨幅高沪深 300 近 10%，2020 年 1-2 月的计算机板块指数涨幅高沪深 300 指数约 22%。而 2021 年至今计算机板块下跌 4.73%，弱于沪深 300 走势。计算机板块内公司业务因多需实地实施，疫情造成 2020 年的订单签订及执行出现不同程度的递延。板块内多数公司 Q4 业绩较前 3 季度有明显回暖，我们预计 2021 年 1 季度板块基本面将迎来较大幅度复苏。

投资建议：

（1）云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、福昕软件、泛微网络、致远互联、万兴科技，其他受益标的包括浪潮信息、新开普、石基信息。

（2）产业互联网：推荐国联股份、中控技术、鼎捷软件、宝信软件、赛意信息、朗新科技；其他受益标的包括中望软件（拟上市）等。

（3）网络安全：推荐深信服、安恒信息、奇安信、绿盟科技、美亚柏科、启明星辰、迪普科技、拓尔思；其他受益标的包括天融信、中新赛克、卫士通。

（4）信创行业：推荐中国长城、中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神州数码、中国软件、诚迈科技等。

（5）智能网联汽车：推荐中科创达；受益标的包括德赛西威、千方科技、道通科技等。

（6）金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺。

（7）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，其他受益标的包括思创医惠、万达信息。

（8）军工信息化：推荐淳中科技、航天宏图，其他受益标的包括中科星图。

风险提示：政府及企业 IT 支出缩减；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

**【化工：海利得(002206.SZ)】Q4 业绩超预期，车用丝龙头业绩拐点显现——公司信息更新报告-20210218**

**金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015**

Q4 业绩大超预期，公司迎来业绩拐点，维持“买入”评级

2 月 17 日，公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年公司实现总营收 35.38 亿元，同比-11.86%；实现归母净利润 2.53 亿元，同比-22.79%。2020Q4 公司实现归母净利润 1.04 亿元，同比+23.8%，环比+121.3%。结合业绩快报以及公司越南工厂逐步释放业绩，我们上调盈利预测，调整后预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.53（+0.39）、4.54（+0.90）、6.16（+1.17）亿元，对应 EPS 分别为 0.21（+0.03）、0.37（+0.07）、0.50（+0.09）元/股，当前股价对应 PE 分别为 23.8、13.3、9.8 倍。我们看好，公司作为车用丝龙头随汽车行业复苏业绩拐点到来，越南工厂分批投产业绩也将逐步释放，公司成长性凸显，维持“买入”评级。

全球疫情形势缓和，汽车行业迎来强势复苏，公司作为车用丝龙头充分受益

根据业绩快报，2020Q4 公司实现归母净利润 1.04 亿元，单季度盈利水平创下 2019 年以来的新高。2 月 5 日乘联会发布 2020 年全球汽车销量数据，2020 年全球汽车销量为 7803 万辆，同比-13%，全球汽车销量 2020Q1 和 Q2 分别同比下降 24%和 29%，进入 Q3 迅速好转仅同比-2%，Q4 实现同比增长 2%。此外，根据全球领先的安全总成厂商 Autoliv 2020 年财报显示，其安全气囊产品销售额于 2020Q4 同比大幅增长 13.4%，侧气帘产品增长较为明显。安全带产品也于 2020Q4 同比增长 17.7%，增长最为明显的区域依次为北美、欧洲和中国。随着全球汽车行业回暖，公司作为车用丝龙头充分受益，Q4 业绩同步迎来同比环比大幅增长。

越南工厂分批次逐步投产，预计业绩将逐步释放，助力公司新一轮腾飞

据公司公告，目前越南项目 3.7 万吨气囊丝已投产，后续 7.3 万吨产能将于 2021 年底前分两批逐步投放，公司成长性凸显；据 IHS 预测，2021 年中国、欧洲、北美地区 LVP 销量预计分别同比增长 7%、14%和 25%，新产能投放叠加汽车行业强势复苏有望带动公司业绩同步增长。公司年产 1200 万平石塑地板正在建设中，增长空间广阔。越南工厂与石塑地板双轮驱动，助力公司迎来新一轮腾飞。

风险提示：下游需求低迷，产能投放不及预期。

**【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】打造极致产品与服务的农牧龙头——公司深度报告-20210218**

**陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001**

现代化农牧龙头企业，以产品服务驱动价值增长

海大集团是一家围绕养殖产业提供整体解决方案的现代化农牧企业。公司业务聚焦水产及畜禽养殖产业链，以饲料业务为主营，经过 23 年的发展业务内容已延伸农牧领域的 8 个类别及方向。公司 2020 年实现营业收入 604.2 亿元，同比增长 26.9%；预计归母净利润 25.0 亿元，同比增长 51.6%。公司全年饲料对外销售 1470 万吨，同比增长 19.6%；随着公司生猪养殖产能持续扩增，全品类饲料需求量保持高位，以及公司产品结构持续优化，毛利率较高的特种水产料增幅有望扩大，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 25.0/33.2/39.7 亿元（此前预测值为 25.0/31.1/35.6 亿元），对应 EPS 分别为 1.5/2.0/2.4 元，当前股价对应 PE 分别为 56.1/42.2/35.3 倍，公司业绩稳步增长，维持“买入”评级。

需求带动公司产品转型，公司水产链业务盈利能力稳步提升

我国水产消费需求持续增长，消费升级催化养殖产品结构调整，政策驱动水产供给养捕比持续提升，叠加渔业养殖行业对养殖效率及养殖安全考量的增加，共塑水产养殖行业的黄金十年。公司水产业务实现全产业链布局，种苗、动保、膨化鱼料及虾料销售量快速增长，抬高公司水产链盈利能力。

禽链业务向末端食品流通环节贯通，盈利能力顺势抬升

公司全品类布局，禽饲料销售量受益于周期共振，2019 年禽饲料销量 711 万吨，同比增长 35%。公司禽链服务能力趋于完整，已实现向末端食品加工及食品流通环节的贯通，食品高毛利抬升公司禽链业务整体盈利能力。

猪链业务驶入规模扩增快车道，公司十年沉淀迎厚积薄发

公司于非洲猪瘟在我国出现后加快生猪养殖业务战略储备与布局，目前已经在全国成立 44 家养猪子公司，累计签订生猪产能超 1100 万头。公司于 2020 年底加快储备产能建设投产，我们预计 2025 年可实现生猪出栏 750 万头。

风险提示：上游原材料成本大幅上涨；肉禽产能高位，存在去产能预期；生猪养殖疫病风险仍存，公司生猪养殖产能投产节奏较慢；水产养殖疫病高发。

**【煤炭开采：金能科技(603113.SH)】深度系列三：四问四答，真金不镀——公司深度报告-20210218**

**张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003**

青岛项目全面投产在即，持续看好公司业绩潜力。维持“买入”评级

金能科技当前处于转型关键时期，青岛项目炭黑于 2021 年 1 月底开始分段投产，PDH 装置预计 4 月投料 5 月满产，届时青岛项目一期全面投产，项目新增利润可观，为业绩增长注入强劲动力。考虑到 2022 年起公司可获得政策补贴，我们上调 2022 年盈利预测，预计 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9/18.7/21.9(+1.4)亿元，同比增长 17.7%/108.1%/17.2%；EPS 分别为 1.06/2.2/2.58(+0.16)元，对应当前股价，PE 为 19.0/9.1/7.8 倍。公司后期仍规划有青岛二期项目，将支持未来持续成长性，看好公司中长期增长潜力。维持“买入”评级。

四问四答，真金不镀

问答一：公司循环经济产业链如何体现成本优势？公司本部构建了“3+3 循环产业链”，通过焦炉煤气、炭黑尾气循环利用，最大限度提升副产品附加值，降低各环节生产成本，最显著表现即为炭黑单位成本领先行业；青岛项目则构建了“PDH+炭黑”产业链，对富氢尾气及蒸汽进行充分循环利用，大大提高资源综合利用率，有望在投产后凸显成本优势。

问答二：公司炭黑产能扩张是否会对行业供给造成冲击，打压炭黑价格？48 万吨产能投放在全行业供给中占比较大，但不应夸大影响。一方面，炭黑行业产能分散，龙头企业产能扩张对中小产能或存在挤出作用。另一方面，公司新增的高端炭黑可对市场内低品质炭黑进行替代，同时高端炭黑存在溢价，价格冲击有限。

问答三：相对于行业，公司在 PDH 项目上有哪些优势？公司青岛 PDH 项目相对于行业的优势主要包括：丙烷洞库优势、PDH 装置单体规模优势、工艺技术优势、项目区位优势、循环经济优势、政策补贴优势等，这些独特因素或将在投产后逐渐转化为成本下降、盈利性提升的竞争优势。

问答四：公司业绩中枢预计可达到多少？针对公司业绩中枢，我们选择合理的历史区间作为主要产品及原材料价格中枢。经测算，公司业绩中枢为 20.8 亿（本部 10.3 元、青岛项目 10.5 亿元）。经过弹性测算，焦炭/炭黑/丙烯价格分别单独上涨 10%，公司业绩分别增长 9%/5%/21%。

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。

## 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 | 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 | 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

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn