

# 卓然股份 (688121)

证券研究报告  
2022年11月12日

## 乙烯审批周期或将再起，助力公司订单金额提高

### 1. 2022年已有多套乙烯设备进入环评公示

中央经济工作会议定调“原料用能不纳入能耗双控考核”之后，多套乙烯项目进入环评公示。截至2022年11月11日，我国已经有4个乙烯项目，共计490万吨产能（巴斯夫、广西石化、万华化学与古雷石化）进入了环评公示阶段，还有洛阳石化的100万吨乙烯项目处于风险评估阶段，**总产能高达590万吨。**

**重要假设：**1) 公司乙烯裂解炉的市占率为招股说明书披露的44.5%；2) 参考浙石化3#乙烯，140万吨提供17.5亿的合同金额。

我们认为，590万吨的乙烯可以为公司的合同金额数量提供33亿元的空间，未来公司的业绩有望高于2022年。

### 2. 仍有多个乙烯项目有望成为潜在客户

根据《2021年国内外油气行业发展报告》，2023~2025年，除了上述已经公开环评的项目之外，仍有其他裂解制乙烯项目有望投产，产能共计约900万吨。

综上，我们认为公司中长期来看，在乙烯裂解炉方面或将还存有一定的潜在客户数量。

### 3. 自主PDH工艺包打破国外垄断，长期有望提供新增长点

2022年6月19日，远东科技有限公司15万吨的PDH成功开车，标志着公司打破国外技术垄断，成功研发我国自有的工艺包。跟国外的两种主流工艺相比，公司自身的ADHO技术不仅拥有着高选择性与转化率的优势，其催化剂还是非贵金属催化剂，成本更低。

根据公司2021年年报来看，濮阳远东科技15万吨PDH的合同金额为8.8亿。我们认为等公司自有工艺包的PDH项目推广之后，其有望成为公司新的业绩增长点。

### 4. 盈利预测

维持22/23/24年归母净利润预测2.02/2.40/2.59亿元，维持“增持”评级。

**风险提示：**1) 乙烯投产进度不及预期的风险；2) PDH市场推广进度缓慢的风险；3) 乙烯裂解炉市占率降低的风险。

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,727.51	3,900.89	2,883.44	3,422.29	3,700.00
增长率(%)	95.51	43.02	(26.08)	18.69	8.11
EBITDA(百万元)	308.44	498.23	374.94	431.98	459.39
归属母公司净利润(百万元)	244.14	315.25	201.92	239.65	259.10
增长率(%)	118.36	29.13	(35.95)	18.69	8.11
EPS(元/股)	1.63	1.56	1.00	1.18	1.28
市盈率(P/E)	12.25	12.83	19.96	16.92	15.59
市净率(P/B)	5.96	2.19	1.98	1.77	1.59
市销率(P/S)	1.48	1.04	1.40	1.18	1.09
EV/EBITDA	0.00	12.19	5.19	8.97	5.46

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

行业	机械设备/专用设备
6个月评级	增持(维持评级)
当前价格	19.96元
目标价格	元

### 基本数据

A股总股本(百万股)	202.67
流通A股股本(百万股)	139.38
A股总市值(百万元)	4,045.23
流通A股市值(百万元)	2,781.95
每股净资产(元)	9.52
资产负债率(%)	73.33
一年内最高/最低(元)	39.08/14.82

### 作者

张樨樨 分析师  
SAC执业证书编号：S1110517120003  
zhangxixi@tfzq.com

李鲁靖 分析师  
SAC执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《卓然股份-半年报点评:乙烯与PDH工艺包齐发力，业绩未来有望增长》  
2022-08-30
- 《卓然股份-首次覆盖报告:受益于炼化行业发展，公司一体化服务为亮点》  
2022-07-03

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	616.87	717.36	2,740.51	832.41	2,176.29
应收票据及应收账款	1,409.04	1,617.18	556.91	2,050.76	775.71
预付账款	618.66	498.58	714.34	591.70	751.01
存货	2,449.66	2,077.93	1,619.89	2,702.12	1,868.59
其他	119.11	153.29	330.49	198.45	205.93
<b>流动资产合计</b>	<b>5,213.34</b>	<b>5,064.34</b>	<b>5,962.13</b>	<b>6,375.45</b>	<b>5,777.53</b>
长期股权投资	106.99	109.81	109.81	109.81	109.81
固定资产	725.18	647.26	588.35	529.45	470.55
在建工程	15.92	351.58	351.58	351.58	351.58
无形资产	280.06	306.36	292.58	278.80	265.01
其他	36.19	247.35	130.71	132.43	157.43
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,164.33</b>	<b>1,662.36</b>	<b>1,473.03</b>	<b>1,402.07</b>	<b>1,354.38</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,377.68</b>	<b>6,726.70</b>	<b>8,023.19</b>	<b>8,383.03</b>	<b>7,748.25</b>
短期借款	223.00	188.00	175.67	195.56	186.41
应付票据及应付账款	1,876.45	1,911.71	1,424.09	2,283.17	1,677.37
其他	2,693.36	2,174.25	3,700.01	2,910.83	2,668.85
<b>流动负债合计</b>	<b>4,792.81</b>	<b>4,273.96</b>	<b>5,299.77</b>	<b>5,389.56</b>	<b>4,532.62</b>
长期借款	420.00	370.00	395.00	382.50	388.75
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	310.92	89.64	138.53	179.70	135.95
<b>非流动负债合计</b>	<b>730.92</b>	<b>459.64</b>	<b>533.53</b>	<b>562.20</b>	<b>524.70</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,523.73</b>	<b>4,733.60</b>	<b>5,833.30</b>	<b>5,951.76</b>	<b>5,057.32</b>
少数股东权益	174.68	142.15	142.15	142.15	142.15
股本	152.00	202.67	202.67	202.67	202.67
资本公积	131.47	937.51	937.51	937.51	937.51
留存收益	378.13	688.02	889.94	1,129.59	1,388.69
其他	17.68	22.75	17.63	19.35	19.91
<b>股东权益合计</b>	<b>853.95</b>	<b>1,993.11</b>	<b>2,189.90</b>	<b>2,431.27</b>	<b>2,690.93</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6,377.68</b>	<b>6,726.70</b>	<b>8,023.19</b>	<b>8,383.03</b>	<b>7,748.25</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	244.14	282.72	201.92	239.65	259.10
折旧摊销	26.91	79.45	72.68	72.68	72.68
财务费用	6.92	38.69	29.80	30.87	31.48
投资损失	(15.11)	(8.23)	(8.67)	(10.67)	(9.19)
营运资金变动	2,757.99	(1,577.48)	2,373.74	(2,226.18)	1,019.78
其它	(2,879.57)	1,114.87	0.00	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>141.27</b>	<b>(69.98)</b>	<b>2,669.47</b>	<b>(1,893.65)</b>	<b>1,373.85</b>
资本支出	535.27	583.78	(48.89)	(41.17)	43.74
长期投资	16.06	2.82	0.00	0.00	0.00
其他	(1,249.73)	(943.34)	40.20	41.75	(48.28)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(698.40)</b>	<b>(356.73)</b>	<b>(8.69)</b>	<b>0.58</b>	<b>(4.54)</b>
债权融资	556.75	(74.61)	(632.49)	(16.76)	(25.99)
股权融资	6.25	861.79	(5.13)	1.73	0.56
其他	134.76	(77.73)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>697.75</b>	<b>709.45</b>	<b>(637.62)</b>	<b>(15.03)</b>	<b>(25.44)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>140.62</b>	<b>282.74</b>	<b>2,023.15</b>	<b>(1,908.10)</b>	<b>1,343.88</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2,727.51</b>	<b>3,900.89</b>	<b>2,883.44</b>	<b>3,422.29</b>	<b>3,700.00</b>
营业成本	2,202.49	3,178.94	2,349.80	2,788.92	3,015.23
营业税金及附加	13.60	29.63	21.90	25.99	28.10
销售费用	22.53	27.35	20.22	24.00	25.94
管理费用	69.86	128.33	94.86	112.59	121.72
研发费用	131.56	142.04	104.99	124.62	134.73
财务费用	10.25	36.66	29.80	30.87	31.48
资产/信用减值损失	(30.24)	(58.48)	(33.82)	(40.85)	(44.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.11	8.23	8.67	10.67	9.19
其他	6.01	61.41	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>286.34</b>	<b>346.77</b>	<b>236.73</b>	<b>285.13</b>	<b>307.59</b>
营业外收入	0.00	0.01	0.12	0.04	0.06
营业外支出	0.50	8.47	3.08	4.02	5.19
<b>利润总额</b>	<b>285.84</b>	<b>338.30</b>	<b>233.64</b>	<b>281.11</b>	<b>302.40</b>
所得税	41.71	55.58	31.72	41.46	43.30
<b>净利润</b>	<b>244.14</b>	<b>282.72</b>	<b>201.92</b>	<b>239.65</b>	<b>259.10</b>
少数股东损益	0.00	(32.53)	0.00	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>244.14</b>	<b>315.25</b>	<b>201.92</b>	<b>239.65</b>	<b>259.10</b>
每股收益(元)	1.63	1.56	1.00	1.18	1.28

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	95.51%	43.02%	-26.08%	18.69%	8.11%
营业利润	131.17%	21.10%	-31.73%	20.45%	7.88%
归属于母公司净利润	118.36%	29.13%	-35.95%	18.69%	8.11%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.25%	18.51%	18.51%	18.51%	18.51%
净利率	8.95%	8.08%	7.00%	7.00%	7.00%
ROE	35.94%	17.03%	9.86%	10.47%	10.17%
ROIC	212.09%	35.61%	13.63%	-513.44%	13.72%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	86.61%	70.37%	72.71%	71.00%	65.27%
净负债率	7.74%	-3.63%	-97.15%	-8.14%	-57.20%
流动比率	1.09	1.18	1.12	1.18	1.27
速动比率	0.58	0.70	0.82	0.68	0.86
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	2.65	2.58	2.65	2.62	2.62
存货周转率	1.50	1.72	1.56	1.58	1.62
总资产周转率	0.56	0.60	0.39	0.42	0.46

每股指标(元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股收益	1.63	1.56	1.00	1.18	1.28
每股经营现金流	0.70	-0.35	13.17	-9.34	6.78
每股净资产	3.35	9.13	10.10	11.30	12.58
<b>估值比率</b>					
市盈率	12.25	12.83	19.96	16.92	15.59
市净率	5.96	2.19	1.98	1.77	1.59
EV/EBITDA	0.00	12.19	5.19	8.97	5.46
EV/EBIT	0.00	13.87	6.44	10.78	6.48

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com