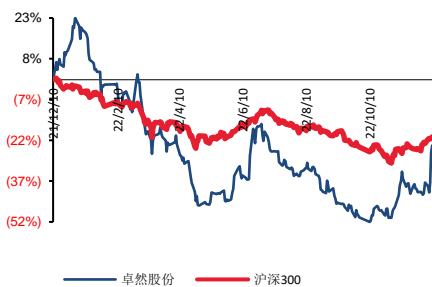


机械设备 专用设备

## 行业扩产+升级东风来, 卓然装备+工艺扬帆起

## ■ 走势比较



## ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	203/139
总市值/流通(百万元)	4,823/3,317
12个月最高/最低(元)	38.45/15.00

## 相关研究报告:

卓然股份(688121)《21年业绩符合预期,股权激励将激发员工热情》  
--2022/05/02

卓然股份(688121)《优质炼化装备厂商,订单饱满增长强劲》  
--2021/09/08

证券分析师: 崔文娟

电话: 021-58502206

E-MAIL: cuiwj@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190520020001

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

## 报告摘要

**乙烯裂解炉份额领先, 积累全球优质客户资源。**公司目前主要收入利润来自石化专用设备, 核心产品为乙烯裂解炉。根据公告, 公司2020年在国内乙烯裂解炉的市占率为44.2%, 在炉管离心铸造设备、炉管材料万小时持久性能及炼化装备模块化集成化制造技术等方面都有深厚的技术沉淀, 竞争力遥遥领先。从项目合作时间来看, 公司更早获得海外客户的认可、积累了合作经验, 未来不仅局限于国内市场、在海外或中外合资项目上也拥有很大发展潜力。

**国内乙烯开启新一轮建设, 公司将显著受益。**2021年多地化工项目审批有所收紧, 随着“原料用能不纳入能源消费总量控制”的部署落实, 目前审批已经恢复, 我们不完全统计短期2023-2024年有望形成增量产能的项目, 已累计产能1310万吨。根据《中国石化市场预警报告2021》, 截至2020年乙烯的进口依存度49.4%, 国内乙烯有3103万吨的产能缺口, “十四五”期间国内乙烯有望再启一轮建设高潮。公司作为核心装置乙烯裂解炉的头部供应商, 新签单有望高速增长。

**化工装备+工艺技术双轮驱动, 把握产业升级大趋势。**国内石化行业正处在由炼油向化工转型、低端向高端化工产品转型升级的关键期, 将更加重视低能耗、低碳排放工艺、设备研发及工业应用, 节能降碳的炼化工艺及专用设备市场前景广阔。公司原先优势领域为化工装备, 面对新的市场机遇, 通过与高校、科研院所等合作的方式积极探索新工艺、新材料、新能源方向。目前公司与中国石油大学合作开发的ADHO工艺, 打破了海外厂商垄断丙烷脱氢工艺的局面, 今年上半年, ADHO工艺首台套装置成功开车投产, 后续将全面开启国产替代。

**实控人拟全额认购定增, 彰显企业信心。**11月公司公告2022年定增计划, 拟募集资金不超过4.13亿元, 拟发行价格13.57元/股, 公司共同实际控制人张锦红先生、张新宇先生将全额认购。发行完成后, 两位合计持股比例将由30.14%上升至39.25%。

**盈利预测与投资建议:**预计2022年-2024年公司营业收入分别为29.26亿元、51.20亿元、66.56亿元, 归母净利润分别为2.04亿元、4.50亿元和6.00亿元, 对应EPS分别为1.00元、2.22元和2.96元。维持“买入”评级, 6个月目标价33.30元, 相当于2023年15倍动态市盈率。

风险提示：炼化投资周期波动，盈利能力下降等。

■ 盈利预测和财务指标：

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	3900.89	2925.66	5119.91	6655.89
增长率	43.02%	-25.00%	75.00%	30.00%
归属母公司净利润（百万元）	315.25	203.53	449.51	599.41
增长率	26.89%	-35.44%	120.86%	33.35%
每股收益 EPS（元）	1.56	1.00	2.22	2.96
PE	15	24	11	8
PB	2.44	2.25	1.87	1.52

资料来源：wind，太平洋证券

## 目录

一、 公司简介：专注石化专用设备，模块化供应优势明显 .....	5
(一) 公司历史和产品简介 .....	5
(二) 股权结构：实控人拟全额认购定增，股权激励释放活力 .....	6
(三) 财务分析：模块化供应带动经营体量及人均产值跃升 .....	7
二、 行业：“十四五”炼转化趋势明确，带动千亿装备空间 .....	9
(一) 乙烯：扩产逻辑清晰，总量不足与结构性短缺并存 .....	9
(二) 丙烯：丙烷脱氢优势明显，行业企业投资热情饱满 .....	11
(三) 装备市场规模测算：乙烯丙烯合计装置规模年均 311 亿元，炼化装备整体市场规模达千亿 .....	13
三、 公司：化工装备+工艺双轮驱动，进军全球石化市场 .....	16
(一) 乙烯裂解炉份额领先，积累全球优质客户资源 .....	16
(二) 工艺+设备双轮驱动，把握产业升级大机遇 .....	18
(三) 储备充裕产能，保障交付能力 .....	19
四、 盈利预测与投资建议 .....	20
五、 风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司产品种类	5
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 股权激励授予人员名单	7
图表 5: 公司分部收入 (左轴, 亿元) 及增速 (右轴)	8
图表 6: 公司归母净利润及增速	8
图表 7: 公司毛利率和净利率	8
图表 8: 公司人均创收 (万元) 高于工程公司	8
图表 9: 国内乙烯供需平衡表	9
图表 10: 2021-2025 年间国内乙烯规划新建产能 3952 万吨	10
图表 11: 国内丙烯供需平衡表	12
图表 12: 丙烷丙烯价格对比	12
图表 13: 当前已规划 PDH 产能合计 1181 万吨	13
图表 14: 辐射段模块是乙烯裂解炉的核心部件	14
图表 15: 乙烯裂解炉安装示意图	14
图表 16: 炼化产业链全图	15
图表 17: 公司国内典型项目分布图	16
图表 18: 公司国外典型项目分布图	16
图表 19: 2020 年公司乙烯裂解炉中标率 44.2%	17
图表 20: 公司主要参与乙烯裂解炉项目中标率: 65.87%	17
图表 21: 乙烯裂解炉国内供应商对比	17
图表 22: ADHO 技术与现行两大工艺包对比	18
图表 23: 截止 2022/9/30 公司 IPO 募集资金使用情况	19

## 一、 公司简介：专注石化专用设备，模块化供应优势明显

### (一) 公司历史和产品简介

公司成立于2002年7月，一直专注于大型炼化专用设备，经历了炼化设备核心部件供货→设备模块化供货→整炉供货及装置集成工程→自主工艺包的发展过程，目前公司已积累丰富的模块化设计、交付项目经验，形成丙烷脱氢、催化裂解自有工艺包等石油炼化领域特色专利技术。

图表 1：公司发展历程

年份	重要节点	典型项目
2003年	发展重心置于零部件生产	泰国TPI36万吨/年乙烯裂解炉炉管
2006年	形成了工业炉模块化生产方式	中石油独山子石化 - 8万标立/时制氢转化炉项目 - 制氢转化炉
2007年		泰国MOC - 100万吨/年新建乙烯裂解炉 - 乙烯裂解炉
2008年	完成工业炉国产化替代	
2009年		中石化扬子石化 - CO转化炉项目
2013年	工业炉集成创新	
2014年		中海惠炼 - 惠州炼化二期100万吨乙烯装置 - 裂解炉
2016年	整体炉制造	
2018年	构建工业炉全国产化集成、石化装置集成模块	
2019年	实现自有工艺技术新突破	浙石化 - 4000万吨/年炼化一体化项目二期工程3#、4#380万吨/年连续重整装置加热炉及配套空气预热系统项目 - 连续重整装置
2020年		濮阳远东科技 - 15万吨/年丙烷脱氢 (ADHO) 装置项目 - 丙烷脱氢装置
2021年	实现乙烯、丙烯关键技术国产化、设计制造一体化	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司产品体系涵盖石化专用设备、炼油专用设备、工程总包服务、其他产品及服务四大业务板块，与中石化、中石油、中海油、中化集团、浙石化、德希尼布、美国空气化工公司、西班牙 TR 公司、法液空、林德工程、韩国乐天化学、泰国 SCG 集团、扬子巴斯夫、赛科等国际一流企业建立了长期稳定合作关系。

图表 2：公司产品种类

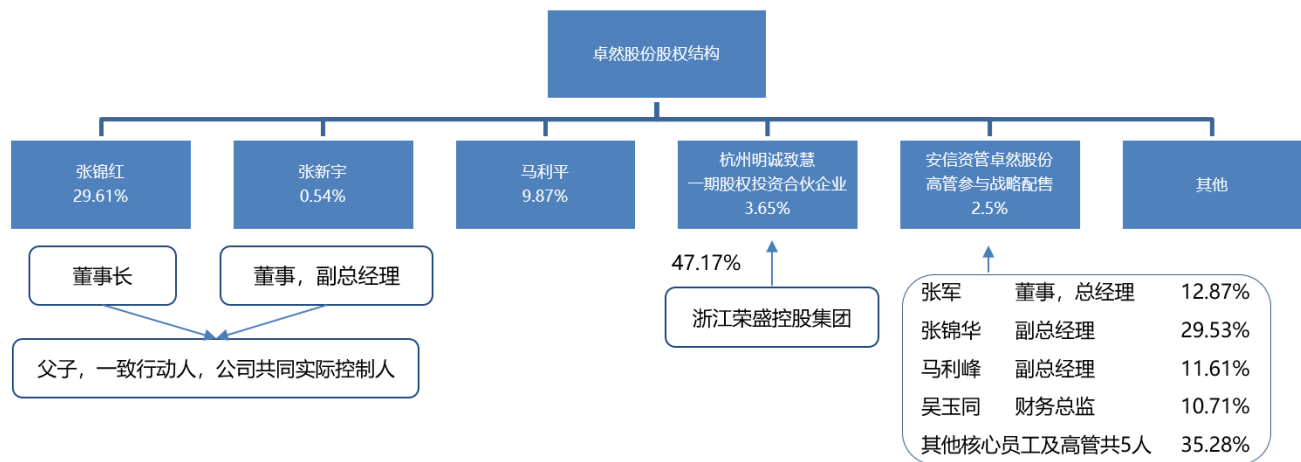
卓然股份产品体系		
石化专用设备	乙烯裂解炉	乙烯装置中，裂解炉综合能耗约占乙烯装置综合能耗的50%~60%，裂解炉的投资根据裂解原料不同，约占整个乙烯装置投资的1/4~1/3，是整个乙烯装置的龙头。
	转化炉	制氢转化炉、甲醇转化炉、CO转化炉、合成氨转化炉
炼油专用设备	炼油加热炉	常减压加热炉、重整加热炉等
	余热锅炉	催化余热锅炉、对流段烟气余热锅炉等
工程总包服务	EPC服务，提供工程建设项目的的设计、采购、施工、试运行等全过程或若干阶段的服务，包括ADHO装置、乙烯装置、聚醚装置等	
其他产品及服务	压力容器、其他配套产品	压力容器、静态铸件、辐射段盘管、相关技术服务

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (二) 股权结构：实控人拟全额认购定增，股权激励释放活力

张锦红先生直接持有公司 29.61% 股份，张新宇先生直接持有公司 0.54% 股份；两位系父子关系，合计持有公司 30.14% 股份，为一致行动人、为公司的共同实际控制人，控股地位稳定。今年 11 月公司公告 2022 年定增计划，拟募集资金不超过 4.13 亿元，拟发行价格 13.57 元/股，募集资金将全部用于补充流动资金。公司共同实际控制人张锦红先生、张新宇先生将全额认购公司定增，发行完成后，张锦红先生的持股比例将由 29.61% 上升至 32.27%，张新宇先生的持股比例将由 0.54% 上升至 6.99%，两位合计持股比例将由 30.14% 上升至 39.25%，彰显实控人对于企业未来向好发展的信心。

图表 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

今年 2 月，公司发布首个股权激励计划，拟授予限制性股票数量 608 万股，占公司总股本的 3%；其中首次授予 486.4 万股、占总股本的 2.4%，预留 121.6 万股、占总股本的 0.6%。根据公告，22 年 5 月 12 日首次授予已完成。本次股权激励计划授予价格 16.59 元/股；激励对象共 37 人，占公司总人数的 5.63%，包括董事、高管、核心技术人员等。本次股权激励给予了公司高管较大比例的股份，将有效调动公司核心团队积极性，有助于公司发展战略和经营目标的实现。

图表 4：股权激励授予人员名单

姓名	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占激励计划公告时总股本的比例
<b>一、董事、高级管理人员</b>				
张军	总经理	31.62	5.20%	0.16%
张锦华	副总经理	31.13	5.12%	0.15%
马利峰	副总经理	29.18	4.80%	0.14%
张笑毓	董事会秘书	26.75	4.40%	0.13%
吴玉同	财务总监	26.75	4.40%	0.13%
小计		<b>145.43</b>	<b>23.92%</b>	<b>0.72%</b>
<b>二、实际控制人配偶</b>				
赵亚红	人力资源总监	37.94	6.24%	0.19%
何芃	投融资部经理	36.48	6.00%	0.18%
小计		<b>74.42</b>	<b>12.24%</b>	<b>0.37%</b>
<b>三、董事会认为需要激励的其他人员（共30人）</b>		<b>266.5472</b>	<b>43.84%</b>	<b>1.32%</b>
<b>四、预留部分</b>		<b>121.60</b>	<b>20.00%</b>	<b>0.60%</b>
合计		<b>608.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>3.00%</b>

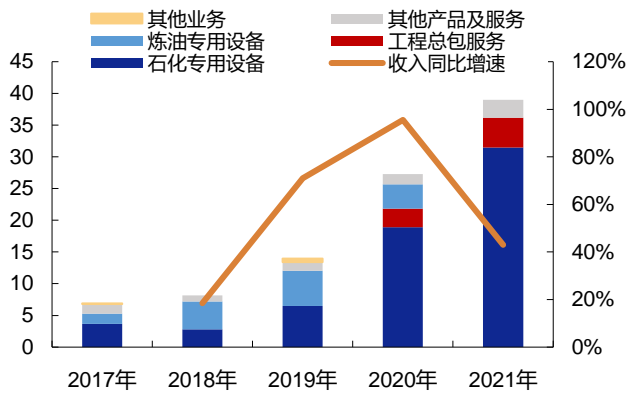
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### （三）财务分析：模块化供应带动经营体量及人均产值跃升

2020 年以前公司收入主要由炼油专用设备、石化专用设备两大业务构成，2020 年起公司收入结构产生明显变化（1）石化专用设备收入体量快速提升，这得益于 17 年后公司模块化成套供货获得客户认可，新签订单金额大幅提升，带来 20 年起石化专用设备的快速增长；（2）炼油专用设备收入占比逐渐下降，国内炼油产业有供过于求现象，公司对炼油设备的依赖度低，21 年炼油设备已不贡献收入。

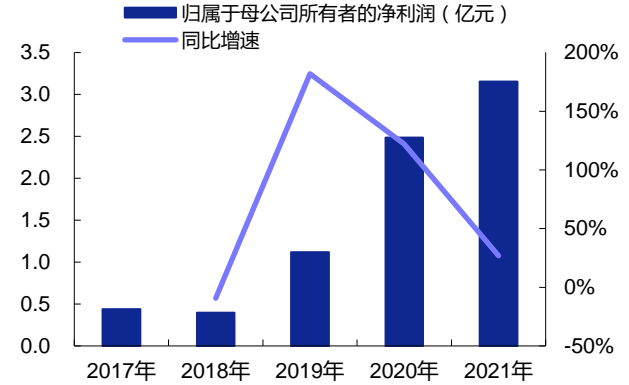
公司所从事炼油化工行业设备工艺复杂，同一时间只能进行几个项目的施工建设，根据不同的项目工期，安排公司整体模块化建造、码头集成安装与整炉及模块海运发货。目前的在手订单主要都是以终验法确认收入，这种项目体量和收入确认政策使得项目的交付节点对收入确认至关重要。由于季节性、疫情等客观因素影响，今年前三季度公司实现收入 17.29 亿元，同比下降 21.34%；实现归母净利润 6673 万元，同比下降 47.49%。

图表 5: 公司分部收入 (左轴, 亿元) 及增速 (右轴)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

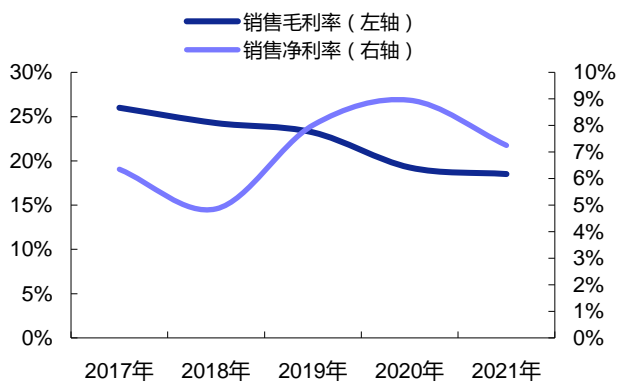
图表 6: 公司归母净利润及增速



资料来源: wind, 太平洋证券整理

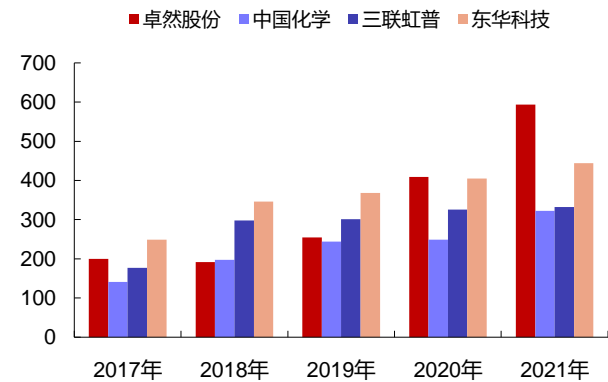
盈利能力方面，近几年公司毛利率呈现下降趋势，主要系近年来大客户增加、单个项目规模不断增大，公司给予部分大客户一定让利。公司净利率在过去几年得以抬升，系订单金额提升带来，订单金额的增加体现在前端设计复杂度提升，但对公司人数、其他成本等要求变化不大，这部分增量带来显著的规模效应，从人均创收也看出这一趋势。

图表 7: 公司毛利率和净利率



资料来源: wind, 太平洋证券整理

图表 8: 公司人均创收 (万元) 高于工程公司



资料来源: wind, 太平洋证券整理

## 二、行业：“十四五”炼转化趋势明确，带动千亿装备空间

### (一) 乙烯：扩产逻辑清晰，总量不足与结构性短缺并存

乙烯是石油化工的重要基础原料，广泛应用于生产合成纤维、合成橡胶、合成塑料等基础化工原料，也用于制造氯乙烯、苯乙烯、环氧乙烷、醋酸、乙醛、乙醇等，是世界上产量最大的化学产品之一。国内乙烯整体供应偏紧，开工率高；根据《中国石化市场预警报告 2021》，20 年国内乙烯产能 3474 万吨，产量 3177 万吨，开工率 91.5%、开工率全球领先。

当前国内乙烯进口依赖度较高，乙烯单体进口量在 16~18 年持续增长、19 年小幅下滑；由于乙烯不宜长距离运输，全球范围内贸易流通通常以下游衍生物（聚乙烯、乙二醇、苯乙烯等）形式进行；目前我国每年还大量进口聚乙烯、乙二醇、苯乙烯等乙烯下游衍生物，且仍呈持续增长态势。20 年乙烯下游当量净进口量 2914 万吨，乙烯的进口依赖度 49.4%，国内新建产能仍然有较大空间。

图表 9：国内乙烯供需平衡表

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021E	2025E	2030E	年均增速		
									2019~2020	2020~2025	2025~2030
产能 (万吨/年)	2304	2385	2550	2902	3474	4412	6200	7100	19.7%	11.9%	3.1%
产量 (万吨)	2171	2303	2372	2689	3177	3860	5670	6750	18.2%	12.3%	3.5%
开工率	94.2%	96.6%	93.0%	92.7%	91.5%						
单体进口量 (万吨)	166	216	258	251	198						
单体出口量 (万吨)	1	1	0	1	9						
表观消费量 (万吨)	2336	2518	2630	2939	3366						
下游当量净进口量 (万吨)	1800	2070	2394	2639	2914						
当量消费量 (万吨)	4136	4588	5024	5578	6280	6560	7640	8640	12.6%	4.0%	2.5%
进口依存度	47.5%	49.8%	52.8%	51.8%	49.4%						
供需平衡 (万吨)						-2700	-1970	-1890			

注：20 年多套装置在下半年投产，新增产能未能充分释放，20 年国内乙烯行业平均开工率约 91.5%、同比下降 1.2pct

资料来源：《中国石化市场预警报告 2021》，太平洋证券整理

按照《中国石化市场预警报告 2021》的预计，国内乙烯的产能将由 2020 年底的 3474 万吨上升至 2025 年底 6200 万吨，“十四五期间”预计将新建产能 2726 万吨；根据当前规划梳理来看，“十四五”期间乙烯规划新建产能已达 3952 万吨；综合上述预测和规划统计，预计“十四五”期间乙烯产能新建 3000 万吨左右。

2021 年 5 月国家发改委部署落实遏制“两高”项目盲目发展，加快推动绿色低碳发展，导致多地化工项目审批有所收紧。随着工信部陆续出台《“十四五”工业绿色发展规划》、《“十四五”原材

料工业发展规划》，工业领域“双碳”目标实现路径逐渐清晰，项目审批有法可依。2021年中央经济工作会议中提出“原料用能不纳入能源消费总量控制”，石油和化工行业原料用能占全国原料用能总量的70%，将原料用能从能耗总量控制中移除，使行业内新增项目不再受“能源消耗总量”考核指标的限制，炼化行业项目投资仍保持平稳增长。2022年以来，2月中石油和吉林省“十四五”规划重点项目之一——中国石油吉林石化公司转型升级项目在吉林市启动，项目主要内容包包括新建120万吨/年乙烯等7套装置，预计25年完全达产。6月，福建省发改委对古雷150万吨/年乙烯及下游深加工联合体项目进行了核准批复，可见项目的批复已恢复。国内乙烯产能总量不足与结构性短缺并存，预计后续新建项目继续保持平稳增长。

图表 10：2021-2025 年间国内乙烯规划新建产能 3952 万吨

企业/项目	企业性质	工艺路线	地点	建成年份	乙烯产能	企业/项目	企业性质	工艺路线	地点	建成年份	乙烯产能
浙石化（二期）	民营企业	石脑油裂解	浙江宁波	2021	140	青海矿业	国有企业	煤制烯烃	青海海西	2022	30
卫星石化	民营企业	乙烷裂解	江苏连云港	2021	125	埃克森美孚乙烯项目	外资企业	原油直接制烯烃	广东惠州	2023	120
盛虹石化	民营企业	石脑油裂解	江苏连云港	2021	110	巴斯夫乙烯项目	外资企业	石脑油裂解	广东湛江	2023	100
鲁清石化	民营企业	轻烃裂解	山东潍坊	2021	100	陕煤集团	国有企业	煤制烯烃	陕西榆林	2023	100
中石油长庆乙烷裂解	国有企业	乙烷裂解	陕西榆林	2021	80	广投石化	国有企业	轻烃裂解	广西钦州	2023	60
中石油塔里木乙烷裂解	国有企业	乙烷裂解	新疆巴州	2021	60	四川能投	国有企业	轻烃裂解	广西北海	2023	60
华泰盛富	民营企业	轻烃裂解	浙江宁波	2021	60	缘泰石油	民营企业	乙烷制乙烯	福建福州	2024	200
天津渤化	民营企业	甲醇制烯烃	天津	2021	30	华锦石化	国有企业	石脑油裂解	辽宁盘锦	2024	150
中韩石化	中外合资 (中石化、韩国SK)	石脑油裂解	湖北武汉	2021	30 (扩能)	恒力石化（榆林）	民营企业	煤制烯烃	陕西榆林	2024	150
中沙石化	中外合资 (中石化、SABIC)	石脑油裂解	天津	2021	30 (扩能)	恒力石化（二期）	民营企业	石脑油裂解	辽宁大连	2024	150
福建古雷石化	中石化与台湾省合资	石脑油裂解	福建古雷	2021/2022	80	华锦阿美	中外合资 (中兵集团、沙特阿美、盘锦鑫诚)	石脑油裂解	辽宁盘锦	2024	150
中沙古雷乙烯	中外合资 (中石化、SABIC)	轻烃+石脑油裂解	福建古雷	2021/2022	150	中科炼化（二期）	国有企业	石脑油裂解	广东湛江	2024	120
永荣集团	民营企业	轻烃裂解	福建莆田	2022	150	神沙煤制烯烃	中外合资 (神华宁煤、SABIC)	煤制烯烃	宁夏银川	2024	37
中石油广东石化	国有企业	石脑油裂解	广东揭阳	2022	120	山东裕龙石化	民营企业	石脑油裂解	山东烟台	2025	300
镇海炼化轻烃项目	国有企业	轻烃裂解	浙江宁波	2022	120	埃克森美孚二期项目	外资企业	原油直接制烯烃	广东惠州	2025	120
中石化海南石化	国有企业	石脑油裂解	海南洋浦	2022	100	中石化南港乙烯项目	国有企业	石脑油裂解	天津	2025	120
辽阳石化	国有企业	石脑油裂解	辽宁辽阳	2022	80 (扩能)	巴斯夫二期乙烯项目	外资企业	石脑油裂解	广东湛江	2025	100
东明石化	民营企业	轻烃裂解	山东菏泽	2022	40	洛阳石化	国有企业	石脑油裂解	河南洛阳	2025	100
同煤集团	国有企业	煤制烯烃	山西大同	2022	30	中石化吉林石化	国有企业	石脑油裂解	吉林	2025	120
山西焦煤	国有企业	甲醇制烯烃	山西临汾	2022	30						

资料来源：中国化工信息周刊，太平洋证券整理

我们还对短期2023-2024年有望形成增量产能的项目进行了梳理，不完全统计显示已累计有10个乙烯装置、合计产能1310万吨：

(1) 2021年8月湛江市人民政府印发《湛江市国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，其中指出湛江市“十四五”时期现代产业重大工程包括，加快建设中科炼化一体化二期（120万吨/年乙烯）、巴斯夫（广东）一体化项目一期（包含100万吨/年乙烯裂解装置）。

(2) 2021年12月13日，中石油广西石化炼化一体化升级项目进行了环评公示，广西石化计划在现有1000万吨/年的炼油基础上，新建120万吨/年的乙烯及下游一系列装置。

(3) 2022年2月8日，中国石油和吉林省“十四五”规划重点项目之一——中国石油吉林石化公

司转型升级项目在吉林市启动，其中建设内容包括新建 120 万吨/年乙烯。

(4) 沙特阿美今年 3 月 10 日宣布，已作出最终投资决定，将与北方工业集团、辽宁盘锦鑫诚集团合作，在中国东北部合作开发一座大型炼油化工一体化联合装置。按照最初设计，该项目每天 30 万桶原油，附带每年生产 150 万吨乙烯和 130 万吨的对二甲苯。

(5) 同日，福建能化集团与全球石化巨头沙特基础工业公司（SABIC）合资企业福建中沙石化有限公司正式注册成立，将在古雷石化基地投资建设中沙古雷乙烯项目，包括一套年产 150 万吨乙烯装置，同时配套建设一系列下游生产装置。

(6) 今年 3 月 16 日，天津南港乙烯项目“国四套”装置开工，项目集群由 11 个项目组成，其中包括天津南港 120 万吨/年乙烯。

(7) 今年 3 月 22 日，中国石化与湖南省签署岳阳地区乙烯炼化一体化项目合作框架协议，规划岳阳地区 150 万吨/年乙烯炼化一体化项目。

(8) 今年 8 月，万华化学公告其 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目获得核准批复，建设地点位于烟台化工产业园，今年 9 月惠生工程与万华化学签订了工程设计合同，11 月 16 日，120 万吨/年乙烯装置裂解炉总包开工会暨设计推进会在万华化学公司顺利召开。

(9) 今年 9 月 13 日，中海壳牌惠州三期乙烯项目（简称三期乙烯项目）在中国、英国两地“云签约”，标志着三期乙烯项目开启总体设计阶段；三期乙烯项目在中海壳牌一、二期项目 220 万吨/年乙烯产能的基础上，新增 160 万吨/年乙烯规模。

## （二）丙烯：丙烷脱氢优势明显，行业企业投资热情饱满

根据《中国石化市场预警报告 2021》，2020 年国内丙烯产量 3704 万吨，表观消费量 3954 万吨，当量消费量 4708 万吨，自给率 93.68%，国内丙烯从总量看供给较为充分。结构上变化显著，传统炼油工艺因综合利用率低、盈利能力弱等因素上马少，丙烷脱氢因盈利丰厚、产品质量优异，将成为未来产能占比增加最快的工艺；19 年起，以大产能、新工艺为主的投产热潮掀起，预计未来两年结构性的变化将继续带动丙烯产能扩张。同时一体化的趋势也很明显，21 年底，预计国内丙烯产能将达 5000 万吨以上，投产的多数为一体化装置，所产丙烯主要供系统内下游产品使用，外销量较少，将上马的项目中 80% 左右下游配套聚丙烯。总结来看，当前国内丙烯自给率较高，大产能、新工艺、一体化为丙烯扩产驱动因素；预计国内丙烯产能将由 20 年底的 3704 万吨上升至 2025 年的 5530 万吨，“十四五”期间新增丙烯产能 1826 万吨。

图表 11：国内丙烯供需平衡表

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年E	2025年E	2030年E	年均增长率			
									2015~2020年	2020~2025年	2025年~2030年	
产能 (万吨/年)	3339	3481	3620	4061	4518							
产量 (万吨)	2542	2800	3005	3288	3704	4100	5530	6900		9.9%	8.3%	4.5%
开工率	76.1%	80.4%	83.0%	81.0%	82.0%							
进口量 (万吨)	290	310	284	313	251							
出口量 (万吨)	0	0.17	0.34	1.17	1.34							
表观消费量 (万吨)	2832	3110	3289	3600	3954							
当量消费量 (万吨)	3380	3655	3869	4230	4708	4990	6150	7200		8.2%	5.5%	3.2%
进口依存度	10.24%	9.97%	8.64%	8.69%	6.35%							
当量进口依存度	8.58%	8.48%	7.34%	7.38%	5.31%							
供需平衡							-890	-620	-300			

资料来源：《中国石化市场预警报告 2021》，太平洋证券整理

技术路线上看，丙烷脱氢的占比已开始提升：20 年底存量的 4518 万吨丙烯产能中，丙烷脱氢大约占比 15%；20 年新增的丙烯产能 472 万吨/年中，其中裂解装置占比 52.33%、丙烷脱氢占比 22.25%、炼油装置占比 14.41%、煤/甲醇制丙烯占比 11.01%；预计未来丙烷脱氢技术路线占比将越来越高。丙烷的产出通常是处理天然气或精炼原油所得的副产物，其价格与原油价格高度拟合，21 年以来丙烷价格跟随原油价格水涨船高，丙烷华南进口 CFR 价格从 21 年初 648 美元/吨、上涨至年末 778 美元/吨，涨幅 20%，原料价格的上涨使得丙烷脱氢路线利润被挤压。同样的，其他技术路线制取丙烯（石脑油裂解、煤制丙烯）的原料石脑油、煤炭价格波动也很大，相比较来看，丙烷脱氢制丙烯成本仍明显低于其他几条路线，还具有能耗小、碳排放少、流程短、收率高、投资小等优势。同时随着我国“双碳”目标的全面推进，国内制氢应用逐步重视，丙烷脱氢项目中大量副产氢气的价值或将显现，未来丙烷脱氢项目可以通过开发氢能利用价值再提升项目的盈利能力。

图表 12：丙烷丙烯价格对比



资料来源：wind，太平洋证券整理

行业企业对 PDH 的投资热情饱满，我们梳理汇总发现，当前各家规划的 PDH 产能合计已达 1181 万吨。

图表 13：当前已规划 PDH 产能合计 1181 万吨

企业/项目	地点	产能（万吨/年）	工艺包	建成年份
万华化学	烟台蓬莱	90	Lummus工艺	22下半年开工建设、24年投产
万华化学	福建福清	90	Lummus工艺	22下半年开工建设、24年投产
巨正源	揭阳	90		
海泉化学	福建	90	Lummus工艺	26年1月投产
浙江华泓二期	嘉兴	45		
永荣新材一期	福建	90		24年投产
永荣新材二期	福建	110		
国亨化学	福建泉港	66		25年投产
远东科技二期	濮阳	75		
浙江圆锦新材料	绍兴	75	UOP工艺	
东华能源一期 (I)	茂名	60		23年投产
东华能源一期 (II)	茂名	60		22年投产
福建美得	福州	90	Lummus工艺	23年投产
金能化学二期		90	Lummus工艺	23年投产
利华益	山东	60	Lummus工艺	
合计		1181		

资料来源：各厂商规划汇总，太平洋证券整理

### （三）装备市场规模测算：乙烯丙烯合计装置规模年均 311 亿元，炼化装备整体市场规模达千亿

#### （1）乙烯装备价值量测算：“十四五”期间国内新建乙烯带来的装备需求约 180 亿元/年。

根据公司公告，浙石化二期 3#140 万吨/年乙烯装置裂解炉订单 6.43 亿元，盛虹炼化一体化项目 110 万吨/年乙烯装置炉订单金额 4.75 亿元，此两项目公司乙烯裂解炉的中标份额均为 100%。按照此两个项目订单额的平均数来推测，预计每 150 万吨/年乙烯装置的乙烯裂解炉价值量为 6.7 亿元。乙烯裂解炉是乙烯装置中的关键和核心工艺装备，裂解炉的综合能耗占乙烯装置综合能耗的 50%~60%，其价值量约占整个乙烯装置投资的 15%，则每 150 万吨/年乙烯装置总价值量 45 亿元。

按照本文前述预计的“十四五”期间国内乙烯新建产能 3000 万吨，若以平均每年 600 万吨算，每年乙烯装置市场规模 180 亿元，其中乙烯裂解炉 27 亿元。

图表 14：辐射段模块是乙烯裂解炉的核心部件



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 15：乙烯裂解炉安装示意图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

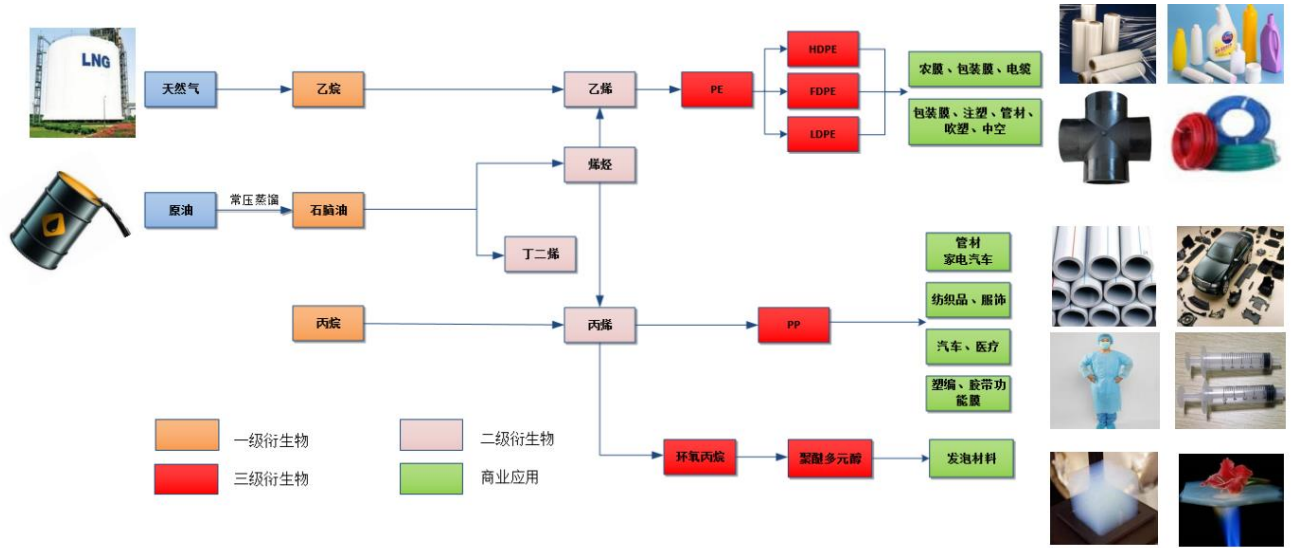
### (2) PDH 装备价值量测算：未来 3 年年均市场规模 131 亿元。

根据公告，公司与远东科技签订的 PDH 订单金额 7 亿元，对应 15 万吨/年产能。目前新建 PDH 装置的产能一般 60 万吨/年或 90 万吨/年，预计 60 万吨/年的装置价值量 20 亿元。按照本文前述汇总的 PDH 已规划产能 1181 万吨，对应装置价值量 394 亿元；假设 3 年内建设完毕，则对应年均市场规模 131 亿元。

### (3) 炼化设备年均市场规模预计达千亿。

炼化项目除偏上游的乙烯丙烯外，还会配套中游、下游产品，形成综合的炼化一体化项目，对设备的投资规模更大。以盛虹炼化 1600 万吨炼化一体化项目为例，就是集炼油、芳烃、烯烃及下游衍生化工品为一体的炼化项目，主要包含原油加工能力 1600 万吨/年，芳烃联合装置公称规模 280 万吨/年（以对二甲苯产量计），乙烯裂解装置公称规模 110 万吨/年。此项目中，乙烯裂解炉的设备价值量 4.75 亿元，按照乙烯裂解炉价值量占比 15% 的话，乙烯整体的装置投资额为 31.67 亿元。根据东方盛虹公告，1600 万吨炼化一体化项目总投资 676.64 亿元，其中设备购置费 236.94 亿元、占比 40.31%；总的设备投资额是乙烯装置投资额的 7.48 倍。当然每个项目会因具体的细分产品种类不同、投资额会有所不同，大约在 5-10 倍的价值量放大。以本文前述的“十四五”期间新建乙烯对应的每年 180 亿元设备投资额去推算，整体的炼化设备年均市场规模预计达千亿。

图表 16: 炼化产业链全图



资料来源：太平洋证券整理

### 三、公司：化工装备+工艺双轮驱动，进军全球石化市场

#### (一) 乙烯裂解炉份额领先，积累全球优质客户资源

公司成立至今深耕核心炉管性能及整炉生产工艺多年，在炉管离心铸造设备、炉管材料万小时持久性能及炼化装备模块化集成化制造技术等方面都有深厚的技术沉淀，竞争力遥遥领先。

**(1) 优势一：自产核心部件炉管，产品竞争力强。**乙烯裂解炉日常运行中最主要问题是产生结焦，结焦后(1)阻碍裂解反应的正常进行；(2)造成炉管内壁高温渗碳，原料消耗增加，热效率与收率降低。达到极限时就需要停炉清焦，清焦周期普遍 40-90 天。影响乙烯裂解炉结焦周期的因素较多，设备方面主要为乙烯裂解炉辐射炉管的性质、急冷换热器等附属设备状态；公司从乙烯裂解炉炉管入手，通过研发新型稀土耐热钢炉管材料，采用扭曲片、高温辐射涂料等技术，使乙烯裂解炉的清焦周期从 40-90 天提高到 90-116 天、燃料消耗量降低 1.5%、运行周期延长 37%。

**(2) 优势二：模块化供货优势。**缩短供货时间、减少现场人力、降低建设成本、降低安全隐患。

**(3) 优势三：项目经验优势。**公司积累了国内外众多标杆项目经验，在生产规模、研发设计、制造技术、产品质量等方面日益成熟，已具备与国际知名品牌同台竞争的實力。从项目合作时间来看，公司更早获得海外客户的认可、积累了合作经验，产品和工程总包服务不仅局限于国内市场，未来在海外或中外合资项目上，跟国内项目一样，拥有很大发展潜力。

图表 17：公司国内典型项目分布图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 18：公司国外典型项目分布图



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

公司的市占率表现优异，以 2020 年来看，2020 年乙烯行业新增产能 572 万吨，其中石脑油裂解制乙烯的产能为 430 万吨，全行业对乙烯裂解炉的需求总数为 34 台，公司中标 15 台，市占率 44.2%。根据公司汇总历史主要投标的乙烯裂解炉项目，公司的参与率为 65.87%。与国内同行对比来看，公司规模、市占率表现、标杆项目经验的积累都更为领先，行业地位突出。

图表 19：2020 年公司乙烯裂解炉中标率 44.2%

项目名称	产能	工艺路线	装置总台数 (台)	各家供应台数 (台)		
				卓然股份	茂名重力	宁波连通
中科 (广东) 炼化有限公司	80	石脑油裂解	7	3	3	1
恒力石化 (注)	150	石脑油裂解	12	-	12	-
宝来石化	100	石脑油裂解	8	8	-	-
中化泉州	100	石脑油裂解	7	4	3	-
<b>合计</b>	<b>430</b>		<b>34</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>1</b>

注：恒力石化中标人为茂名重力和宁波连通，因其为传统散件供货方式，故无法获取拆分后茂名重力和宁波连通具体中标台数，合计数为其对应中标套炉数量。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 20：公司主要参与乙烯裂解炉项目中标率：65.87%

类别	序号	客户名称	装置规模	供货内容	供货方式	卓然供应台数	装置总台数	合同签订日期/中标通知日
中标项目	1	中国石化海南炼油化工有限公司	100万吨乙烯及炼油改扩建工程	3台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	3	8	2021-01-14
	2	盛虹炼化 (连云港) 有限公司	110万吨乙烯装置	9台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	9	9	2020-02-25
	3	利华益利津炼化有限公司	100万吨/年催化裂解制烯烃 (K-COT) 装置	4台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	4	4	2020-01-19
	4	中国石油天然气股份有限公司兰州石化分公司榆林化工有限公司	80万吨/年乙烯装置	5台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	5	5	2020-01-08
	5	福建古雷石化有限公司	80万吨/年蒸汽裂解装置	3台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	3	8	2019-10-29
	6	山东寿光鲁清石化有限公司	100万吨/年乙烯装置	7台乙烯裂解炉，炉区1m范围内	辐射段分片+对流段模块+其他散件	7	7	2019-05-03
	7	中国石化兰州石化分公司	24万吨/年乙烯装置	3台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	3	3	2019-03-06
	8	浙江石油化工有限公司	140万吨/年乙烯装置	9台乙烯裂解炉，装置区所有物资	辐射段整体+对流段分片	9	9	2018-11-30
	9	黑龙江省龙油石油化工有限公司	40万吨/年轻烃裂解装置	8台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	5	5	2018-11-30
	10	中科 (广东) 炼化有限公司	80万吨/年蒸汽裂解装置	3台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	3	7	2018-07-09
	11	中化泉州石化有限公司	100万吨/年乙烯装置	4台乙烯裂解炉	辐射段模块+对流段模块+其他散件	4	7	2018-04-11
	12	辽宁宝来化工股份有限公司	100万吨/年乙烯装置	8台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	8	8	2018-03-01
	13	宁波华泰盛福聚合材料有限公司	60万吨/年乙烯装置	5台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	5	5	2017-09-08
	14	中国石化扬子石油化工有限公司	80万吨/年乙烯装置	2台乙烯裂解炉对流段模块	对流段模块+其他散件	2	2	2014-03-25
	15	中海石油炼化有限责任公司惠州炼化分公司	100万吨/年乙烯装置	4台乙烯裂解炉	辐射段模块+对流段模块+其他散件	4	9	2014-12-19
	16	马来西亚大腾石化公司	70万吨/年乙烯装置	1台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	1	1	2011-11-23
	17	Map Ta Phut Olefins Co.Ltd.	100万吨/年乙烯装置	8台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	8	8	2007-08-15
未中标项目	18	大连恒力石化有限公司	150万吨/年乙烯裂解炉	未中标系主要项目的供货方式为传统散件供货、现场施工组装的模式，公司从自身制造、安装和服务一体化、模块化的整体战略及未来发展规划的角度考虑，未能匹配业主方的要求，导致未中标。			12	/
	19	浙江石油化工有限公司	一期项目140万吨/年乙烯装置	未中标主要系公司从投资资金管控和经营风险的角度考虑，未能匹配竞争对手的商业条件，导致未中标。			9	/
<b>合计</b>						<b>83</b>	<b>126</b>	
<b>卓然乙烯裂解炉主要投标项目参与率</b>							<b>65.87%</b>	

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 21：乙烯裂解炉国内供应商对比

公司	公司历史	产能情况	重点产品	重要项目
茂名重力	1958年，“茂名石化机修厂”成立，隶属于茂名石化；1983年，改名为“茂名石油工业公司机械厂”；2006年，改制为“茂名重力石化机械制造有限公司”；2016年，改制为“茂名重力石化装备股份公司”	主厂区厂房面积15万多平方米，重型容器厂房面积1万平方米；生产能力4万吨/年。2014年重力公司在茂名市高新区启动了大型石化设备重装厂房建设，面积1.8万平方米，产能5000吨/年。总资产10亿元。	工业炉、急冷废锅、聚烯烃反应器、气化炉、加氢反应器、其他压力容器及换热设备	中海油惠炼二期乙烯裂解炉；中石化武汉分公司80万吨乙烯裂解炉对流段模块，装置已于2013年7月一次投产成功；
连通设备	成立于1987年，前身为中石化三公司镇海石化设备厂；2016年3月组建为集团公司，集团公司名称为“宁波连通设备集团”，由宁波连通设备集团有限公司、宁波中能连通机械有限公司、宁波市镇海亨利石油化工有限公司、北京腾元工程技术有限公司组成。	联合厂房4.5万平方米，喷砂房约2600平方米，油漆房2600平方米、探伤室、热处理炉1500平方米，另有露天龙门吊堆场、混合气站等。现有员工400余人。	各类加热炉、余热锅炉、压力容器、炉附件及配件、烟气处理系统 (SCR) 脱硝系统及脱硫系统) 并提供设备安装，拥有EPC总包能力	2017年浙石化4000万吨/年炼化一体化项目140万吨/年乙烯装置，循环气裂解炉对流段模块；
卓然股份	2002年设立，创始人张锦红及关系密切家庭成员	现生产厂房面积20多万平方米；截至21年底员工总数657人、总资产67亿。	乙烯装置、炼油装置、化工装置	盛虹石化110万吨/年乙烯装置裂解炉；浙石化二期140万吨/年乙烯装置；

资料来源：各公司官网，太平洋证券整理

## (二) 工艺+设备双轮驱动，把握产业升级大机遇

国内石化企业正处在由炼油向化工转型、低端化工产品向高端化工产品转型升级的关键期，由此带动未来几年国内石化市场的广阔前景，行业未来将更加重视低能耗、低碳排放工艺、设备研发及工业应用，节能降碳的炼化工艺及专用设备市场前景广阔。公司传统的优势领域是石化专用设备制造、集成、工程化，面对新的市场机遇，公司选择石化专用设备+制造工艺技术双轮驱动发展的策略，两条发展路径相辅相成相互促进，使得公司近年来业务量不断上升，在行业内具有较强的竞争优势，未来也将继续积极与高校、社会研究机构展开技术研发合作，在新工艺、新材料、新能源方向持续探索。目前来看，公司与中国石油大学合作开发了 ADHO 工艺、催化裂解工艺及催化剂，其中 ADHO 工艺具备推广应用的条件，催化裂解工艺具备工业示范的条件。

ADHO 工艺已具备推广应用条件：ADHO 是丙烷脱氢生产丙烯的工艺包，丙烷脱氢工艺是市场占有率增长较快、富有前景的丙烯生产新技术，有着原料单一、流程短、丙烯收率高、投资成本低、经济性高等优势。不过丙烷脱氢目前相关工艺技术被美、德等少数国家所垄断，我国现有的多套丙烷脱氢法丙烯装置工艺均从国外高价引进，催化剂也依赖进口，且为贵金属基，价格高昂，实现丙烷脱氢工艺技术的国产化替代是炼化行业的紧迫要求。中国石油大学（华东）重质油国家重点实验室李春义教授课题组于 2008 年前后开始研究 ADHO 工艺与工程技术的开发，成功开发出无毒无腐蚀性的非金属氧化物催化剂，并位置配套开发了高效循环流化床反应器，填补了国内空白。李春义教授联合国内多位专家于 2018 年 3 月共同创立博颂化工，2020 年 4 月公司以 8000 万元完成收购博颂化工 100% 股权；目前双方共同持有该专利。目前国际主流的丙烷脱氢技术与博颂化工推广的 ADHO 技术的综合对比如下：

图表 22：ADHO 技术与现行两大工艺包对比

项目	ADHO 技术	ABB 鲁玛斯 (Catofin 技术)	霍尼韦尔 (UOP Oleflex 技术)
反应再生类型	流化床	固定床	移动床
催化剂类型	WO <sub>3</sub>	CrO <sub>x</sub>	Pt-Sn
安全、环保	安全性好、环保 非贵金属催化剂	安全性差 催化剂有环保隐患	安全性好、环保 贵金属催化剂
单程转化率 (%)	~43	~45	~32
选择性 (%)	~90	82-87	89-91

数据来源：Li C, Wang G. Dehydrogenation of light alkanes to mono-olefins[J]. Chemical Society Reviews, 2021, 50(7): 4359-4381.

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

根据公告，2020年9月公司与远东科技签订15万吨丙烷脱氢（ADHO）装置的EPC总包，合同总金额7亿元（含税），此为公司PDH自主工艺包的首台套装置。2022上半年，公司突破关键技术，该装置成功开车投产，显著提高行业国产化水平。目前丙烷脱氢工艺行业进口替代空间广阔，公司的ADHO工艺包又拥有领先优势，伴随ADHO工艺的份额提升，公司订单也有望快速增长。

除ADHO工艺外，公司同时还在开拓更多新业务。今年10月公司公告，拟使用超募资金1.55亿元在上海闵行区建设“卓然股份上海创新研发中心项目”，开展炼化化工、新能源等领域的工艺及专用设备的创新研发，建设周期预计为2.5年。具体来看，**(1) 炼化工艺方面**，公司将布局催化氧化脱氢、催化裂解、低碳烯烃催化聚合工艺等，通过相关工艺的深入研究，提高公司的专用设备制造能力与炼化工艺之间的匹配度及依存度；并通过工艺研发方面的更新迭代，增加用户粘性与产业升级意向。**(2) 新能源领域工艺方面**，公司将聚焦与现有石化领域相关的新能源专用设备，如石化行业内含碳尾气的捕集利用、副产氢气能源利用、石化园区绿色能源利用、石化园区生物质利用等相关专用设备。公司将着重研究相关工艺流程，并选择其中高附加值的专用设备进行研发突破，从而达到以点带线、以线带面的目的，最终实现新能源在石化领域的全面铺开。

### (三) 储备充裕产能，保障交付能力

根据公告，公司IPO募集资金总额9.2亿元、扣除各项发行费用后募集资金净额8.57亿元，截止到2022年9月30日累计已使用募集资金2.77亿元，募投项目“石化专用设备生产项目”、“研发运营支持中心及信息化建设项目”均预计于2024年9月可投入使用。

图表 23：截止 2022/9/30 公司 IPO 募集资金使用情况

序号	投资项目	实施主体	总投资 (万元)	拟使用募集资金 (万元)	截至2022/9/30已使用 (万元)	已使用比例	项目达到预定 可使用状态日期
1	石化专用设备生产项目	全资子公司 卓然（靖江）设备制造有限公司	50,150.00	50,150.00	16,980.00	33.86%	2024年9月
2	研发运营支持中心及信息化建设项目		10,800.00	10,800.00	3,324.65	30.78%	2024年9月
3	超募资金-永久补充流动资金			7,400.00	7,400.00	100.00%	不适用
4	超募资金-上海创新研发中心项目	全资子公司 上海卓然数智能源有限公司		15,527.92			2025年3月
合计				83,877.92	27,704.65		

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

根据公告，2018/2019/2020年公司产能利用率分别为97.67%、107.89%、104.05%，基本达到饱和

状态。为突破产能瓶颈，2020年4月公司于岱山设立卓然（浙江）集成科技有限公司，依托绿色石化基地的战略规划，打造和建设具有一定行业前瞻性的石化装备制造基地和配套高端产业基地。目前该基地正在积极建设中，未来随着产能的逐步释放，公司将进一步扩大石化专用设备制造能力。

通过研发运营支持中心及信息化建设项目的实施，公司将建设一个现代化技术研发试验中心，并建立一套信息管理系统，以提升公司自主研发能力和科技成果转化能力。

今年10月公司公告拟使用超募资金1.55亿元在上海市闵行区建设卓然股份上海创新研发中心项目，开展炼油化工、新能源等领域的工艺及专用设备的创新研发，助力公司在产业升级大趋势中获得突破。

#### 四、 盈利预测与投资建议

预计2022年-2024年公司营业收入分别为29.26亿元、51.20亿元、66.56亿元，归母净利润分别为2.04亿元、4.50亿元和6.00亿元，对应EPS分别为1.00元、2.22元和2.96元。维持“买入”评级，6个月目标价33.30元，相当于2023年15倍动态市盈率。

#### 五、 风险提示

炼化投资周期波动，盈利能力下降等。

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3900.89	2925.66	5119.91	6655.89
营业成本	3178.94	2428.30	4198.33	5391.27
营业税金及附加	29.63	20.48	20.48	26.62
销售费用	27.35	14.63	40.96	59.90
管理费用	128.33	117.03	179.20	226.30
财务费用	36.66	20.45	1.64	12.05
资产减值损失	-5.39	0.00	0.00	0.00
投资收益	8.23	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-0.02	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>346.77</b>	<b>232.75</b>	<b>525.11</b>	<b>698.51</b>
其他非经营损益	-8.46	0.01	-2.90	-2.86
<b>利润总额</b>	<b>338.30</b>	<b>232.76</b>	<b>522.22</b>	<b>695.66</b>
所得税	55.58	34.24	79.71	106.25
净利润	282.72	198.53	442.51	589.41
少数股东损益	-32.53	-5.00	-7.00	-10.00
归属母公司股东净利润	315.25	203.53	449.51	599.41
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	717.36	585.13	1023.98	1331.18
应收和预付款项	2120.72	2040.42	2949.90	3855.66
存货	1904.99	1455.61	2517.09	3232.52
其他流动资产	321.28	90.23	157.89	205.26
长期股权投资	287.16	287.16	287.16	287.16
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	998.84	1629.30	1833.33	1914.83
无形资产和开发支出	322.21	288.95	255.69	222.43
其他非流动资产	54.15	52.19	50.22	48.26
<b>资产总计</b>	<b>6726.70</b>	<b>6428.99</b>	<b>9075.27</b>	<b>11097.30</b>
短期借款	188.00	668.87	757.18	468.86
应付和预收款项	1985.37	1917.45	3147.90	4002.80
长期借款	370.00	370.00	370.00	370.00
其他负债	2190.22	1303.79	2188.80	3054.83
<b>负债合计</b>	<b>4733.60</b>	<b>4260.11</b>	<b>6463.88</b>	<b>7896.50</b>
股本	202.67	202.67	202.67	202.67
资本公积	937.51	937.51	937.51	937.51
留存收益	688.02	891.55	1341.06	1940.47
归属母公司股东权益	1850.96	2031.73	2481.24	3080.64
少数股东权益	142.15	137.15	130.15	120.15
<b>股东权益合计</b>	<b>1993.11</b>	<b>2168.88</b>	<b>2611.39</b>	<b>3200.79</b>
负债和股东权益合计	6726.70	6428.99	9075.27	11097.30
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
EBITDA	462.88	357.97	657.95	864.28
PE	15.45	23.94	10.84	8.13
PB	2.44	2.25	1.87	1.52
PS	1.25	1.67	0.95	0.73
EV/EBITDA	9.91	14.29	7.24	4.82

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	282.72	198.53	442.51	589.41
折旧与摊销	79.45	104.76	131.20	153.72
财务费用	36.66	20.45	1.64	12.05
资产减值损失	-5.39	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-299.25	-108.47	76.98	51.69
其他	-164.17	1.88	-0.15	0.69
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-69.98</b>	<b>217.16</b>	<b>652.18</b>	<b>807.55</b>
资本支出	-550.85	-700.00	-300.00	-200.00
其他	194.12	0.00	0.00	0.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-356.73</b>	<b>-700.00</b>	<b>-300.00</b>	<b>-200.00</b>
短期借款	-35.00	480.87	88.31	-288.31
长期借款	-50.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	856.71	0.00	0.00	0.00
支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-62.27	-130.26	-1.64	-12.05
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>709.45</b>	<b>350.61</b>	<b>86.67</b>	<b>-300.36</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>281.58</b>	<b>-132.23</b>	<b>438.85</b>	<b>307.19</b>
财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
销售收入增长率	43.02%	-25.00%	75.00%	30.00%
营业利润增长率	21.10%	-32.88%	125.61%	33.02%
净利润增长率	15.80%	-29.78%	122.90%	33.20%
EBITDA 增长率	43.09%	-22.67%	83.80%	31.36%
获利能力				
毛利率	18.51%	17.00%	18.00%	19.00%
三费率	8.57%	9.20%	7.83%	8.48%
净利率	7.25%	6.79%	8.64%	8.86%
ROE	14.18%	9.15%	16.95%	18.41%
ROA	4.20%	3.09%	4.88%	5.31%
ROIC	17.23%	8.20%	14.15%	16.85%
EBITDA/销售收入	11.87%	12.24%	12.85%	12.99%
营运能力				
总资产周转率	0.60	0.44	0.66	0.66
固定资产周转率	5.68	3.56	4.50	4.87
应收账款周转率	2.77	1.94	2.92	2.83
存货周转率	1.46	1.44	2.11	1.87
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	61.45%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	70.37%	66.26%	71.23%	71.16%
带息债务/总负债	11.79%	24.39%	17.44%	10.62%
流动比率	1.18	1.10	1.11	1.16
速动比率	0.74	0.71	0.69	0.73
每股指标				
每股收益	1.56	1.00	2.22	2.96
每股净资产	9.83	10.70	12.89	15.79
每股经营现金	-0.35	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。