

卓尔不群 腾飞远航

——卓然股份（688121.SH）首次覆盖报告 机械设备/通用设备

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

看好公司的核心逻辑在于其在手订单释放将带动公司业绩大幅增长。

乙烯产能大规模建设浪潮即将到来。从数据来看，乙烯价格同比变动与产量同比变动呈现出较强相关性。当前乙烯价格处于较低水平，预计后续伴随着宏观经济企稳，乙烯价格有望向上修复，从而有利于提升炼化厂盈利水平，增强炼化厂扩产意愿，故预计乙烯产量提升周期即将到来。

卓然在手订单释放逻辑顺畅。截至 2023 年 4 月 23 日，公司 2 亿元以上的在手订单合计为 120.89 亿元，而对比公司 2022 年收入仅为 29.36 亿元，在手订单金额是 22 年收入的 4.12 倍。公司充沛的在手订单为其业绩增长将提供有力支撑。

公司看点：大型炼化项目经验丰富，项目中标率较高。

- ◆ **核心技术实力强劲并得到项目检验。**在公司发展历程中，卓然不断加强研发和创新，目前已经形成了裂解炉模块化技术、稀土耐热钢炉管技术、耐热钢炉管制备技术、大型模块化供货技术等多项核心技术，为公司赢得了在市场上的竞争优势，并且在实际项目中得到了成功的应用和验证。
- ◆ **乙烯裂解炉项目中标率较高验证实力。**卓然股份由于炼化设备行业非标属性明显，故公司的生产工艺比较难以用具体的参数指标对比衡量，我们通过测算公司参与项目中标率高达 65.9%，项目中标率较高反映公司在乙烯裂解炉项目中的技术实力、工程管理经验、客户认可度等多个方面均较为出色。
- ◆ **高客户粘性利于形成护城河。**公司会深度介入下游客户项目建设流程，从而能够为客户提供高度定制化的解决方案，使得公司能够满足客户的个性化需求，提供符合其工艺要求的设备，帮助客户提高生产效率，降低成本，实现更加优化的生产工艺。由于公司产品的定制性和贴近客户需求的特点，客户往往会与公司建立长期合作关系，形成较高的客户粘性。

投资建议：我们预计公司 22-25 年净利润复合增速为 57%。预计 23-25 年市盈率分别为 17.12 倍、12.07 倍、8.84 倍。我们给予 2023 年卓然股份 PE 为 24 倍，目标价格 42.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险；产能不及预期风险；原材料供应及价格波动风险；应收账款风险；投资收益波动风险。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3,900.9	2,935.7	5,026.0	7,779.6	11,207.6
增长率（%）	43.02%	-24.74%	71.20%	54.79%	44.06%
归母净利润（百万元）	315.2	179.7	358.3	508.4	693.7
增长率（%）	26.89%	-43.01%	99.45%	41.89%	36.43%
净资产收益率（%）	17.03%	8.82%	13.93%	16.51%	18.38%
每股收益（元）	1.91	0.89	1.77	2.51	3.42
PE	15.85	34.01	17.12	12.07	8.84
PB	3.31	3.01	2.39	1.99	1.63

资料来源：同花顺 iFind、申港证券研究所

评级

买入（首次）

2023 年 8 月 4 日

曹旭特

分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

尤少炜

研究助理

SAC 执业证书编号：S1660123030009

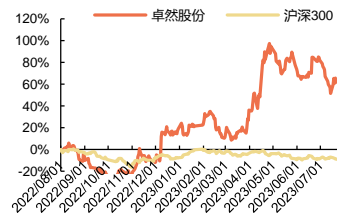
电子邮箱：youshaowei@shqsec.com

交易数据

时间 2023.08.04

总市值/流通市值（亿元）	62/ 42
总股本（亿股）	2.03
资产负债率	70.37%
每股净资产（元）	9.13
收盘价（元）	30.30
一年内最低价/最高价（元）	14.82/42.50

公司股价表现走势图



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

内容目录

1. 乙烯产能大规模建设浪潮即将到来	4
1.1 乙烯表观需求量稳步提升 供需缺口有望收窄	4
1.2 24 年新增乙烯产能翻倍	6
2. 产品定制属性明显 大型项目经验丰富	7
2.1 卓然核心产品为石化及炼油专用设备	7
2.2 核心技术优势明显 项目经验构成坚实壁垒	9
2.3 乙烯裂解炉项目中标率较高验证实力	14
3. 公司在手订单释放逻辑顺畅	16
4. 财务分析	17
4.1 预计公司今年营业收入弹性较高	17
4.2 毛利率与费用率基本维持稳定	18
4.3 归母净利润率有望触底反弹	20
5. 盈利预测和投资建议	21
5.1 盈利预测	21
5.2 投资建议	22
6. 风险提示	22

图表目录

图 1: 我国乙烯表观需求量稳步提升	4
图 2: 我国乙烯缺口情况	5
图 3: 乙烯价格与产量同比变动情况	5
图 4: 乙烯价格情况	6
图 5: 2022 年卓然股份收入结构	8
图 6: 炼油化工行业设备产品分类图	8
图 7: 乙烯裂解炉产品示意	9
图 8: 转化炉产品示意	9
图 9: 卓然股份模块化供货	10
图 10: 卓然股份生产模式演化图	11
图 11: 卓然股份国内典型项目分布图	13
图 12: 卓然股份国外典型项目分布图	14
图 13: 截至 2023 年 4 月 23 日卓然股份在手订单情况 (单位: 亿元)	16
图 14: 卓然股份 2023 年 1 季度收入增长明显	18
图 15: 卓然股份各产品收入结构占比	18
图 16: 卓然股份毛利率情况	19
图 17: 卓然股份 2022 年成本结构构成	19
图 18: 钢材价格 (单位: 元)	19
图 19: 卓然股份费用率情况	20
图 20: 卓然股份归母净利润	20
图 21: 卓然归母净利润率	20
表 1: 2021-2025 年国内新增乙烯产能 (万吨/年)	6
表 2: 乙烯裂解炉产物	9
表 3: 卓然股份核心技术情况	10

表 4：卓然股份主要战略合作伙伴情况	12
表 5：公司主要参与乙烯裂解炉项目中标情况统计	14
表 6：2023 年 4 月 15 日公布近期振华石油化工有限公司采购订单明细	17
表 7：卓然股份 2021-2022 年项目金额履行情况	17
表 8：卓然股份各项业务盈利预测（单位：亿元）	21
表 9：卓然股份可比公司估值表	22
表 10：公司盈利预测表	24

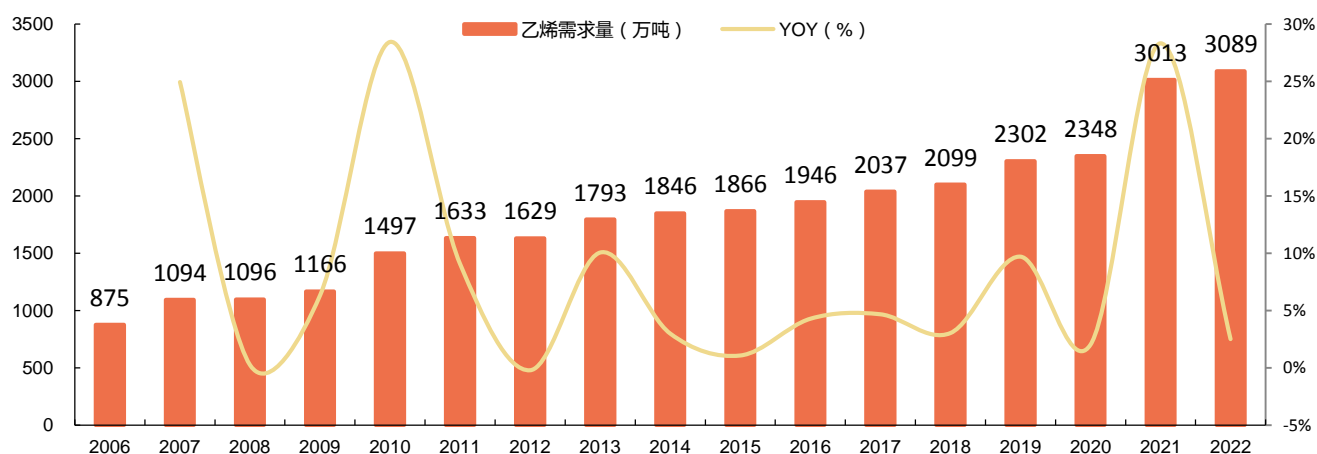
1. 乙烯产能大规模建设浪潮即将到来

1.1 乙烯表观需求量稳步提升 供需缺口有望收窄

乙烯表观需求量稳步提升。

乙烯作为石化行业重要的起始物料，是石化产业链的核心化工品，从产业链来看，乙烯原料可以是原油精炼后的石脑油、乙烷气体以及煤炭，而聚乙烯、乙二醇、PVA、PVC、苯乙烯等都是重要的下游产品。乙烯及下游产品占石化产品的 75% 左右，所以乙烯常用来衡量一个国家化工行业发展水平。2022 年我国乙烯表观需求量为 3089 万吨，同比增长 2.51%，2006 年至 2022 年复合增速为 8.2%。从数据来看，乙烯表观需求量稳步提升将带动炼化设备持续扩产。

图1：我国乙烯表观需求量稳步提升



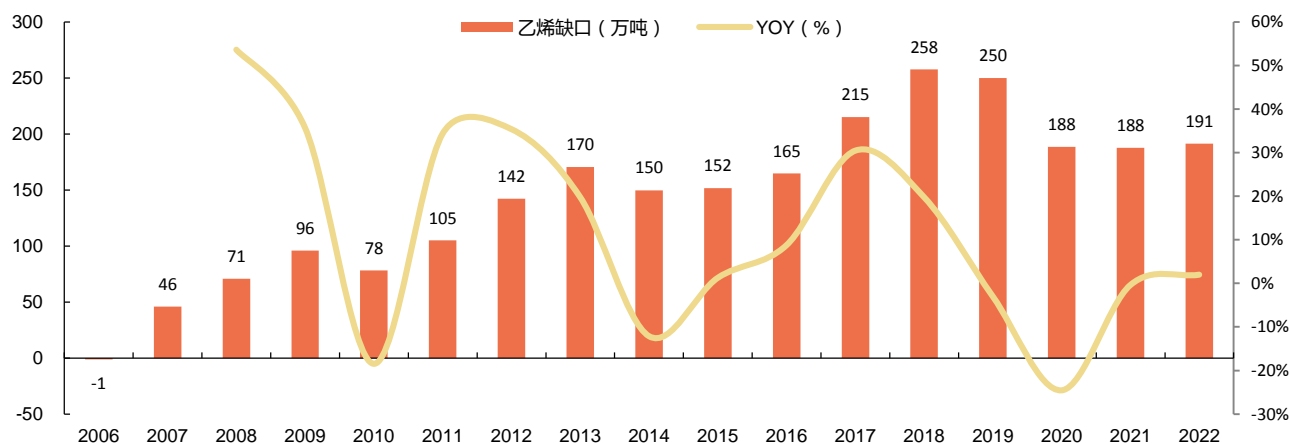
资料来源：国家统计局，Wind，申港证券研究所

注：乙烯表观需求量=乙烯总产量+进口量-出口量

乙烯缺口有望收窄，产能仍有潜在增长空间。

根据海关总署数据测算，我国 2022 年进口乙烯 206.75 万吨，出口乙烯 15.41 万吨，形成乙烯缺口 191 万吨，同比增长 1.97%。从历史来看，我国乙烯缺口从 06 年开始持续拉大，并在 2018 年达到最高值，但伴随贸易战开始，乙烯缺口有所收窄，预计后续我国将从自主可控角度出发，从政策端鼓励新建乙烯产能，从而降低对进口乙烯依赖，故当前的乙烯缺口将成为未来我国乙烯产能潜在的增长空间。

图2：我国乙烯缺口情况

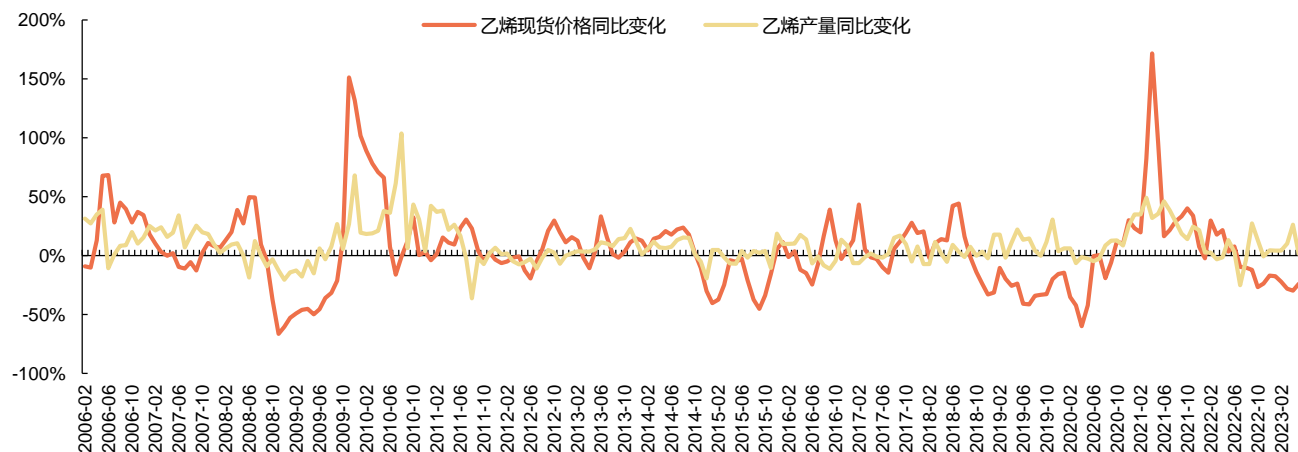


资料来源：国家统计局，海关总署，Wind，申港证券研究所

下一轮乙烯产量提升周期即将到来。

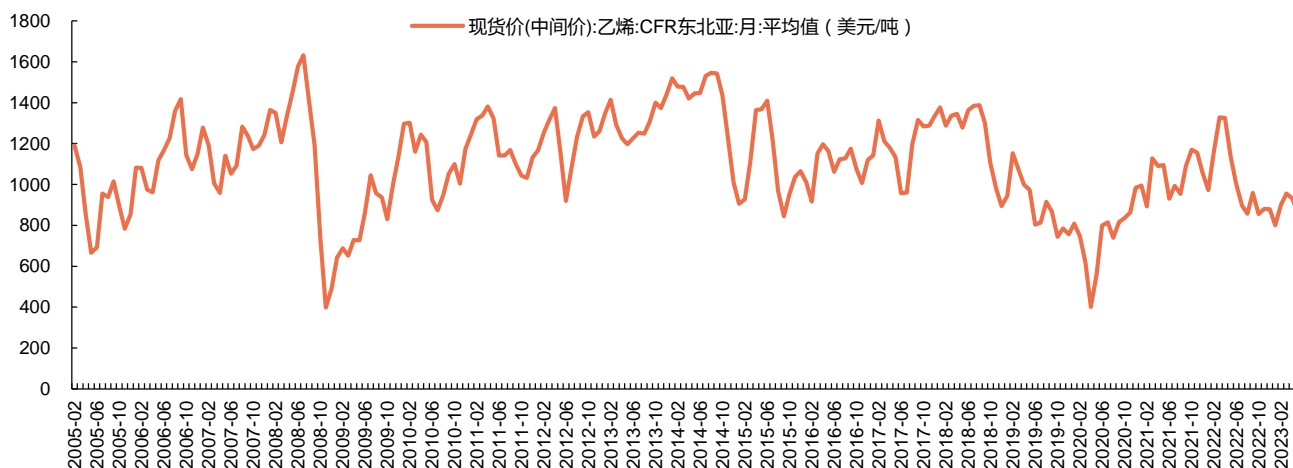
根据国家统计局以及金联创数据，乙烯价格同比变动与产量同比变动呈现出较强相关性，例如在 09-10 年、21-22 年均出现明显的同向共振。同时当前乙烯价格处于历史较低水平，预计后续伴随着宏观经济企稳，乙烯价格有望向上修复，从而有利于提升炼化厂盈利水平，增强炼化厂扩产意愿，故预计乙烯产量提升周期即将到来。

图3：乙烯价格与产量同比变动情况



资料来源：金联创，国家统计局，Wind，申港证券研究所

图4：乙烯价格情况



资料来源：金联创，Wind，申港证券研究所

1.2 24 年新增乙烯产能翻倍

24 年有望迎来乙烯产能建设高峰。

根据《2020 年国内外油气行业发展报告》，“十四五”期间，国内预计新增乙烯产能约高达 3,832 万吨/年。其中 23、24、25 年预计新增乙烯产能分别为 440、957、740 万吨，24 年新增乙烯产能较 23 年同比增长 117.5%，故预计 2024 年国内乙烯产能将迎来扩产高峰，将显著拉动对于上游乙烯炼化设备需求。

表1：2021-2025 年国内新增乙烯产能（万吨/年）

项目/企业	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
卫星石化	民营企业	乙烷裂解	江苏连云港	2021	125
盛虹石化	民营企业	石脑油裂解	江苏连云港	2021	110
鲁清石化	民营企业	轻烃裂解	山东潍坊	2021	100
中石油长庆乙烷裂解	国有企业	乙烷裂解	陕西榆林	2021	80
中石油塔里木乙烷裂解	国有企业	乙烷裂解	新疆巴州	2021	60
华泰盛富	民营企业	轻烃裂解	浙江宁波	2021	60
天津渤化	民营企业	甲醇制烯烃	天津	2021	30
中韩石化	中外合资企业（中石化、韩国 SK）	石脑油裂解	湖北武汉	2021	30
中沙石化	中外合资企业（中石化、SABIC）	石脑油裂解	天津	2021	30
福建古雷石化	中石化与中国台湾合资	石脑油裂解	福建古雷	2021/2022	80
中沙古雷乙烯	中外合资企业（中石化、SABIC）	轻烃+石脑油裂解	福建古雷	2021/2022	150
永荣集团	民营企业	轻烃裂解	福建莆田	2022	150
中石油广东石化	国有企业	石脑油裂解	广东揭阳	2022	120
镇海炼化轻烃项目	国有企业	轻烃裂解	浙江宁波	2022	120
中石化海南石化	国有企业	石脑油裂解	海南洋浦	2022	100
辽阳石化	国有企业	石脑油裂解	辽宁辽阳	2022	80

项目/企业	企业性质	工艺路线	地点	建成年份	乙烯产能
东明石化	民营企业	轻烃裂解	山东菏泽	2022	40
同煤集团	国有企业	煤制烯烃	山西大同	2022	30
山西焦煤	国有企业	甲醇制烯烃	山西临汾	2022	30
青海矿业	国有企业	煤制烯烃	青海海西	2022	30
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
巴斯夫乙烯项目	外资企业	石脑油裂解	广东湛江	2023	100
陕煤集团	国有企业	煤制烯烃	陕西榆林	2023	100
广投石化	国有企业	轻烃裂解	广西钦州	2023	60
四川能投	国有企业	轻烃裂解	广西北海	2023	60
缘泰石油	民营企业	乙烷制乙烯	福建福州	2024	200
华锦石化	国有企业	石脑油裂解	辽宁盘锦	2024	150
恒力石化（榆林）	民营企业	煤制烯烃	陕西榆林	2024	150
恒力石化（二期）	民营企业	石脑油裂解	辽宁大连	2024	150
华锦阿美	中外合资企业（中国兵器工业集团沙特阿美、盘锦塞诚）	石脑油裂解	辽宁盘锦	2024	150
中科炼化（二期）	国有企业	石脑油裂解	广东湛江	2024	120
神沙煤制烯烃	中外合资企业（神华宁煤、SABIC）	煤制烯烃	宁夏银川	2024	37
山东裕龙石化	民营企业	石脑油裂解	山东烟台	2025	300
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
中石化南港乙烯项目	国有企业	石脑油裂解	天津	2025	120
巴斯夫二期乙烯项目	外资企业	石脑油裂解	广东湛江	2025	100
洛阳石化	国有企业	石脑油裂解	河南洛阳	2025	100

资料来源：《2020 年国内外油气行业发展报告》，卓然股份 2022 年度向特定对象发行股票证券募集说明书，申港证券研究所

备注：其中 2023-2025 年为预测值。

2. 产品定制属性明显 大型项目经验丰富

2.1 卓然核心产品为石化及炼油专用设备

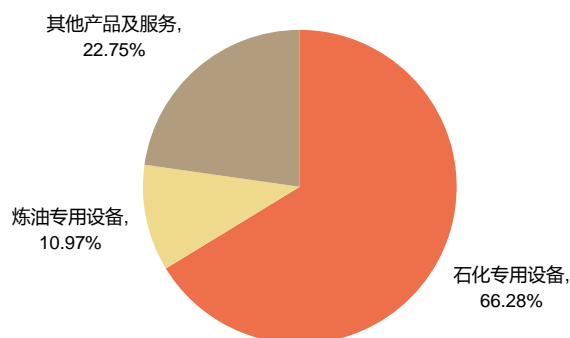
卓然股份是大型炼油化工专用装备模块化、集成化制造的提供商，专业为石油化工、炼油、天然气化工等领域的客户提供设计、制造、安装和服务一体化的解决方案。其产品主要分为：

- ◆ **石化专用设备**：主要包括乙烯裂解炉和转化炉：乙烯裂解炉是乙烯装置中的关键和核心工艺设备，可分为气体裂解炉和液体裂解炉两种，主要作用是把天然气、炼厂气、原油及石脑油等各类原材料加工成裂解气，并提供给其它乙烯装置，最终加工成乙烯、丙烯及各种副产品；转化炉是制氢、制 CO、制甲醇等装置的核心设备，公司的转化炉产品包括制氢转化炉、甲醇转化炉、CO 转化炉、合成氨转化炉。
- ◆ **炼油专用设备**：主要为炼油加热炉和余热锅炉：炼油加热炉为蒸馏、萃取、裂解、缩合、转化提供热量，包括常减压加热炉、重整加热炉、延迟焦化加热炉、渣油加氢加热炉、蜡油加氢加热炉、汽柴油加氢加热炉、汽油加氢脱硫加热炉、蒸汽过热炉、焚烧炉等；余热锅炉作为回收余热和废热系统的重要组成部分，是节能

减排的关键设备，产品包括：催化余热锅炉、对流段烟气余热锅炉、透平尾气余热锅炉。

- ◆ **工程总包服务：**工程总包服务主要系公司作为工程建设 EPC 总承包商按照合同约定，向客户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。
- ◆ **其他产品及服务：**包括压力容器、工业装备配套产品及技术服务：压力容器是各工业行业均涉及的通用性特种设备，用来盛装气体或者液体并需要承载一定压力；工业装备配套产品包括静态铸件、辐射段盘管、对流段模块、炉墙板、钢结构、冷壁管、翅片管、钉头管、扭曲片管、出入口管系、弹簧吊架、燃烧器等。

图5：2022 年卓然股份收入结构

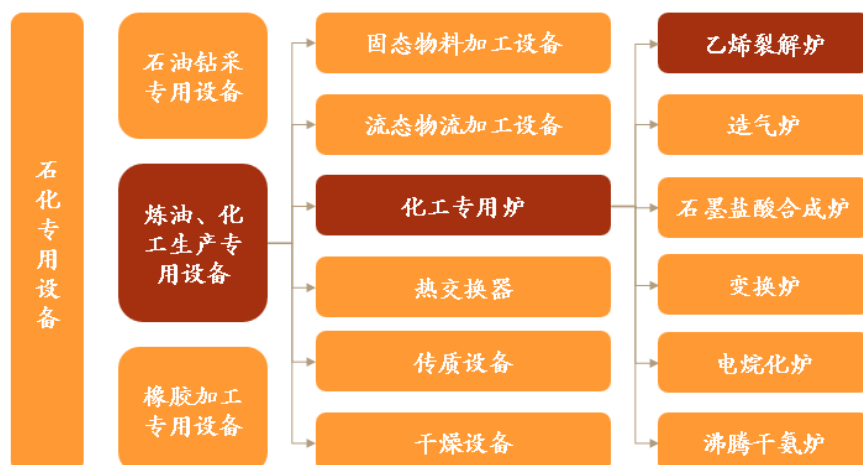


资料来源：Wind，申港证券研究所

公司核心产品定制化属性明显，有利于形成较高客户粘性。

公司产品属于大型炼油、石化专用设备，属于非标定制业务，需要根据客户的技术要求、工艺路线、场地限制、信息化程度等个性化要求进行定制。因此公司会深度介入下游客户项目建设流程，与客户密切合作，从而能够为客户提供高度定制化的解决方案，使得公司能够满足客户的个性化需求，提供符合其工艺要求的设备，帮助客户提高生产效率，降低成本，实现更加优化的生产工艺。由于公司产品的定制性和贴近客户需求的特点，客户往往会与公司建立长期合作关系，形成较高的客户粘性。

图6：炼油化工行业设备产品分类图



资料来源：前瞻产业研究院，卓然股份招股说明书，申港证券研究所

表2：乙烯裂解炉产物

乙烯加工方式	中间体	下游产品
氧化	乙丙橡胶、环氧乙烷	炸药、电线电缆
氯化	二氯乙烷、乙醛	维尼龙、塑料薄膜，合成纤维
水合	高碳醇、乙醇	增塑剂、化学溶剂、表面活性剂
基化	醋酸乙烯、乙苯	丁苯橡胶、涂料、聚苯乙烯塑料 ABS
聚合	高压/低压/线性低密度聚乙烯	塑料薄膜制品

资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

图7：乙烯裂解炉产品示意



资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

图8：转化炉产品示意



资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

2.2 核心技术优势明显 项目经验构成坚实壁垒

公司核心技术实力强劲并得到项目检验。

在公司发展历程中，卓然不断加强研发和创新，目前已经形成了裂解炉模块化技术、稀土耐热钢炉管技术、耐热钢炉管制备技术、大型模块化供货技术等多项核心技术，为公司赢得了在市场上的竞争优势，并且在实际项目中得到了成功的应用和验证。例如裂解炉模块化技术属于国内首创，该技术允许公司将裂解炉的设计和制造模块化，使得炉体可以更加灵活地组装和调整，以适应不同项目的需要。模块化技术有助于缩短工程周期、提高制造效率，并且降低项目风险和成本。

表3：卓然股份核心技术情况

技术	优势	应用
裂解炉模块化技术	模块化应用保证了裂解炉设备建造质量,可减少对流段外部散热损失约 0.57%,节省约 50%的现场施工人力。该成果属国内首创,达到了国际先进水平,已通过中国石油化工股份有限公司科技部鉴定。	该技术在福联乙烯装置脱瓶颈改造项目、扬子改造项目、马来西亚 Titan9 万吨/年乙烯裂解炉项目上得到应用。
稀土耐热钢炉管技术	公司在国内首次进行了乙烯裂解炉稀土耐热钢炉管工业化应用试验。与普通耐热钢炉管相比,抗结焦性能明显提高,燃料消耗量降低 1.5%,运行周期延长 37%。该技术已通过中国石油化工股份有限公司科技部鉴定。	公司依据该技术开发了新型稀土耐热钢炉管材料,实现了稀土耐热钢炉管的工业化生产。
耐热钢炉管制备技术	公司以成熟的耐热钢炉管制备技术,参与承担了国家 863 项目(课题编号: 2015AA034402),攻克了微合金元素 Ti 烧损工艺、离心铸造典型工艺参数设计、抗渗碳涂层制备工艺等关键技术,建立了耐热合金炉管成套制备工艺,实现组织控制优化及炉管抗渗碳性能显著提高。目前公司承担项目已通过科技部高技术中心组织的课题验收。	该技术优化制备工艺,在承担的课题项目和市场项目中得以应用。
大型模块化供货技术	公司在传统模块化技术基础上,改变辐射段片式供货,提高模块化程度,具备根据运输条件调整模块设计的能力,实现双炉膛辐射段炉管与衬里集成,比传统模块化现场施工人员减少 20%,辐射段模块整体吊装可减少补焊补漆等常规高空施工尾项、吊装作业范围小、交叉作业少,实现建设项目成本比传统模块化供货减少约 5%。本项目为行业中裂解炉大模块设计、制造、运输、安装提供了示范作用。	该技术在中海惠炼二期 100 万吨/年乙烯装置供货中得到应用。
整体模块化供货技术	公司在大型模块化技术基础上,增加燃烧器、风机、空气预热器等相关设备,以及炉本体管线集成,实现炉本体整体模块化供货,大大减少现场安装施工工作量、高空作业、现场安装时间及施工尾项、高空尾项,提高设备安装质量。	该技术在 2018 年浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目(一期)、2019 年浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目(二期)中得到应用。
耐热钢炉管智能化生产技术	该技术在耐热钢炉管材料性能与工艺优化基础上,进一步稳定生产线质量、提升原材料与能源利用率、提高生产效率,在自动化配料库、中频电炉、测温设备、自动化浇注设备、离心机、矫直机、抛丸机、切头机、打标机器人、镗床、镗床机器人、转运机器人、自动上料机器人、拔管机器人、多关节拆装挡板机器人等方面入手进行硬件提升,搭配过程监测与报警系统,实现炉管制备全线优化。	该技术集成硬件设备和软件系统,稳定制备工艺,形成耐热钢炉管智能化生产线。

资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

模块化供货优势显著，对客户吸引力较强。

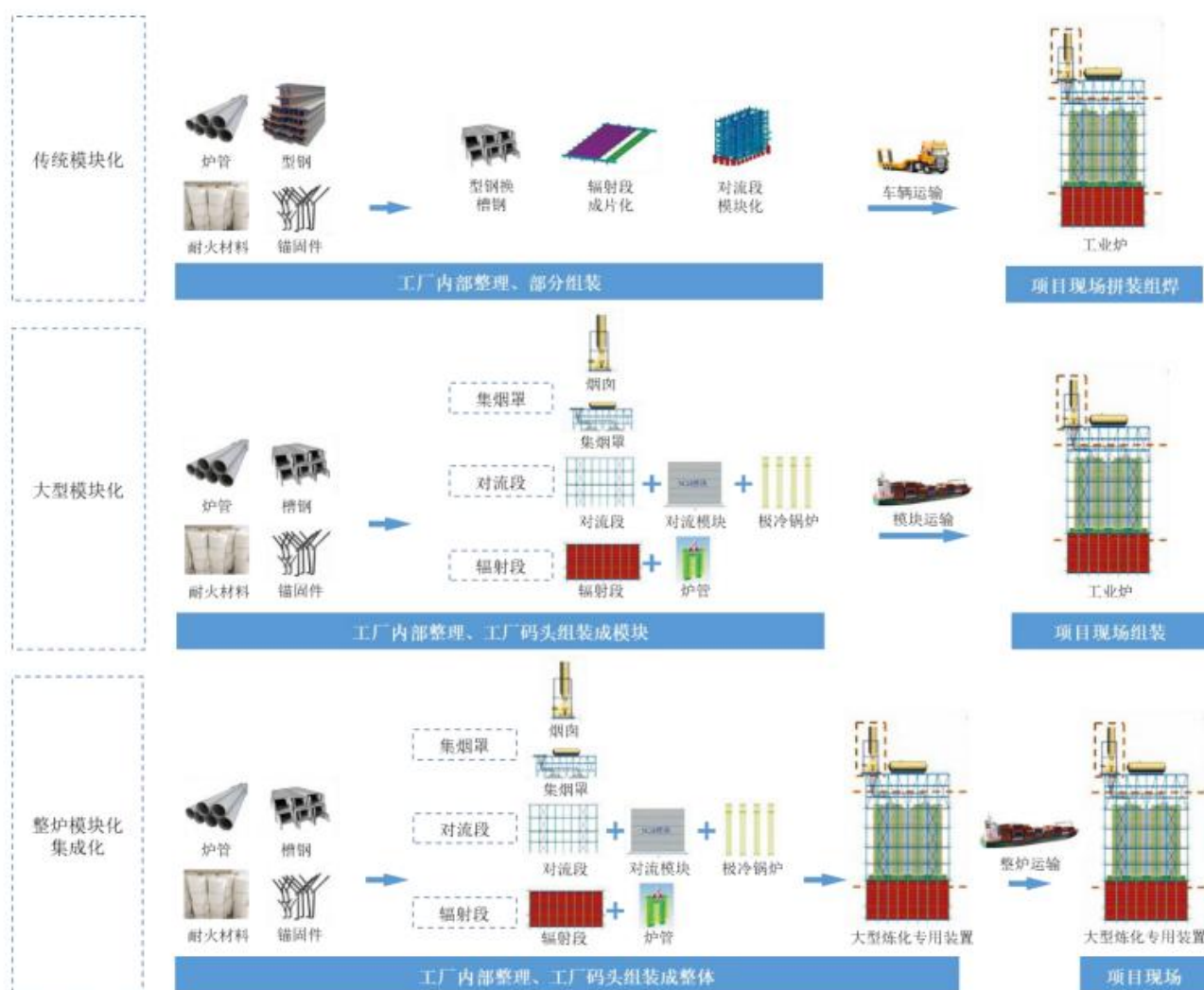
凭借“裂解炉模块化技术”和“整体模块化供货技术”两项核心技术，卓然已实现大型乙烯裂解炉等炼油化工装备的整炉模块化及集成化生产制造与供货。大型乙烯裂解炉传统的生产制造与供货是采用散装供货、现场安装的方式，这种模式现场施工工作量大，施工质量也得不到完全控制，对于出口项目更难以实施。为实现出口项目的顺利安装，卓然在承接的多个项目中采用模块化的供货方式，在公司的生产制造车间内完成预组装、锚固钉、托砖板焊接、喷砂油漆后，运到项目现场进行安装，不仅缩短供货时间、提高设备质量、节约制造成本，同时有力保障了设备运行安全，故可大幅提升客户安装体验。

图9：卓然股份模块化供货



资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

图10：卓然股份生产模式演化图



资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

公司持续积累的大型项目经验构成坚实竞争壁垒。

公司依托在炼化装置设计和制造领域具备的先进技术，与中石化、中石油、中海油、中化集团、浙石化等多家客户在海内外进行多次合作，公司的产品也先后在葡萄牙、

泰国、马来西亚等多个国家获得应用，这种合作关系的建立需要时间和资源，具备一定的市场准入门槛，从而形成较为深厚的竞争壁垒。

表4：卓然股份主要战略合作伙伴情况

公司名称	合作历史及主要合作内容	合作年限（年）
中石化	SEI 加氢裂化加热炉项目	13
	葡萄牙 Galp90,000Nm ³ /h 制氢转化炉项目	
	马来西亚 Titan9 万吨/年乙烯裂解炉项目	
	古雷炼化 80 万吨/年乙烯装置	
	洛阳炼化 120 万吨/年连续重整项目	
	荆门石化 200 万吨/年渣油加氢装置	
	石家庄炼化 500 万吨/年常减压炉	
	长岭石化 5 万标立制氢转化炉	
	上海高桥 260 万吨/年柴油加氢精制装置	
	九江石化 500 万吨/年常减压装置	
	九江石化 170 万吨/年渣油加氢装置	
	九江石化 120 万吨/年连续重整装置	
	扬子石化 150 万吨/年连续重整装置项目	
	扬子石化 12 万标立 HyCO 转化炉	
中石油	华北石化 2 台 8 万标立制氢转化炉	14
	华北石化 130 万吨/年连续重整项目	
	兰州石化 5 万标立制氢转化炉	
	中石油榆林化工 80 万吨/年乙烷制乙烯项目	
	华北石化 340 万吨/年渣油加氢裂化装置	
	吉林石化 4 万标立制氢转化炉	
	锦西石化 5 万标立制氢转化炉	
	独山子石化 8 万标立制氢转化炉	
中海油	长庆乙烷制乙烯项目 80 万吨/年乙烯装置	11
	宁波大榭 150 万吨/年重整装置加热炉	
	中海惠炼二期 100 万吨/年乙烯装置	
	宁波大榭 6 万标立制氢转化炉	
中化集团	泰州 5 万标立制氢转化炉	9
	中化泉州 1200 万吨/年炼油项目 14 万标立制氢装置	
浙石化	中化泉州 100 万吨/年乙烯及炼油扩建项目 乙烯裂解炉项目	4
	浙石化一期工程 120 万吨/年苯乙烯装置	
	浙石化一期工程 380 万吨/年重整加热炉装置	
	浙石化一期工程 2#300 万吨/年蜡油催化裂化装置	
	浙石化一期工程 1#350 万吨/年柴油加氢裂化装置	
	浙石化一期工程 1#400 万吨/年柴油加氢裂化装置	
	浙石化二期工程 1#300 万吨/年柴油加氢精制装置	
	浙石化二期工程 3#140 万吨/年乙烯装置	
延长石油	浙石化二期工程 380 万吨/年重整加热炉装置	11
	陕西延长石油集团 90 万吨/年甲醇装置	
	榆炼炼油厂 2 万标立制氢转化炉	
	永坪炼油厂 2 万标立制氢转化炉	
	陕西延长榆能化轻烃综合利用裂解炉项目	

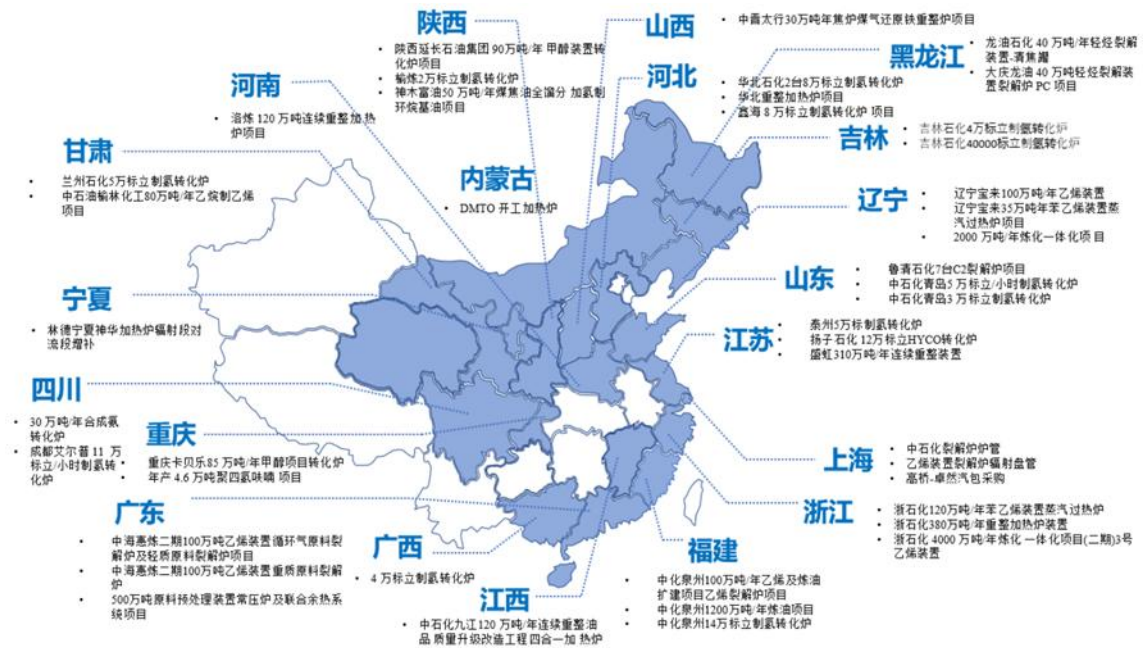
公司名称	合作历史及主要合作内容	合作年限 (年)
宁夏煤业	榆炼炼油厂 180 万吨/年重油催化裂化装置	8
	400 万吨/年煤炭间接液化示范项目加氢裂化装置	
	400 万吨/年煤炭间接液化示范项目尾气装置	
	400 万吨/年煤炭间接液化示范项目加氢精制装置	
辽宁宝来	辽宁宝来 100 万吨/年乙烯装置	4
	辽宁宝来 35 万吨/年苯乙烯装置蒸汽过热炉项目	
盛虹炼化	盛虹炼化一体化项目 310 万吨/年连续重整装置	2
	盛虹炼化一体化项目 110 万吨/年乙烯装置	
德希尼布	TPLukoil 裂解炉管二期项目	18
	德希尼布裂解炉盘管项目	
	泰国 TPI36 万吨/年乙烯裂解炉装置	
林德工程	林德 6 万标立制氢转化炉项目	9
	林德宁夏神华加热炉辐射段对流段增补	
美国空气化工公司	APCI10 万标立制氢转化炉项目	10
	成都艾尔普 10 万标立制氢转化炉	
泰国 SCG 集团	泰国 SCG 集团 MOC100 万吨/年新建乙烯项目	14
	泰国 ROC 乙烯裂解炉改造项目	
	ROC 纯炉管项目	
韩国乐天化学	Titan2H-116 裂解炉辐射盘管项目	4
	马来西亚 Titan 对流段模块	

资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

公司多个国内外项目获得奖项，实现技术突破。

- ◆ “吉林石化 4 万标立制氢转化炉”收获客户“国内同类项目设计工程最短、订货周期最短、施工流程最短、建设工期最快、开车水平最优”的“五个之最”评价，公司从详化设计到产品最终全部交货仅用 4 个月。
- ◆ “中化泉州 1200 万吨/年炼油项目 14 万标立制氢装置”荣获业主颁发的 PC 样板工程奖。
- ◆ “马来西亚 TITAN9 万吨/年乙烯裂解炉项目”首次由中国设计，采用中石化 SEI 工艺，由公司运用综合的材料技术和制造技术生产。

图11：卓然股份国内典型项目分布图



资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

图12：卓然股份国外典型项目分布图



资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

2.3 乙烯裂解炉项目中标率较高验证实力

乙烯裂解炉项目中标率高达 65.9%，验证公司竞争实力。

公司由于行业非属性明显，故公司的生产工艺比较难以用具体的参数指标对比衡量，我们通过测算公司参与项目中标率高达 65.9%，项目中标率较高反映公司在乙烯裂解炉项目中的技术实力、工程管理经验、客户认可度等多个方面均较为出色。

表5：公司主要参与乙烯裂解炉项目中标情况统计

类别	序号	客户名称	装置规模	供货内容	供货方式	卓然股份供应台数 (台)	装置总台数 (台)	合同签订日期/中标通知日
中标项目	1	中国石化海南炼化有限公司	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	2021/1/14
	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	2020/2/25
	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	2020/1/19
	4	中国石油天然气股份有限公司	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	2020/1/8
	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	2019/5/3
	7	中国石油兰州石化分公司	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	2019/3/6
	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 + 对流段分段	9	9	2018/11/30
	9	黑龙江省龙油石油化工股份有限公司	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	2018/7/9
	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	2018/4/11
	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	2018/3/1
	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	2017/9/8
	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	2014/3/25
	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

类别	序号	客户名称	装置规模	供货内容	供货方式	卓然股份供应台数 (台)	装置总台数 (台)	合同签订日期/中标通知日
未中标项目	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	MapTaPhutOlefins 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	2007/8/15
	18	大连恒力石化有限公司	150 万吨/年乙烯裂解炉	——	——	0	12	——
	19	浙江石油化工有限公司	一期项目 140 万吨/年乙烯装置	——	——	0	9	——
	合计					83	126	——
卓然股份乙烯裂解炉主要投标项目参与率							65.9%	

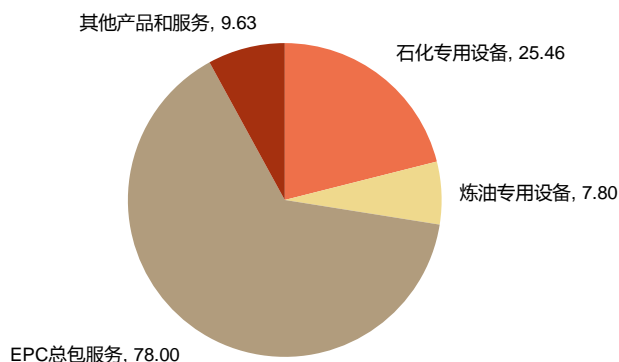
资料来源：卓然股份招股说明书，申港证券研究所

3. 公司在手订单释放逻辑顺畅

公司在手订单充沛将有利于支撑公司业绩增长。

公司目前订单覆盖门类产品较多，包括乙烯、炼油、丙烷脱氢、环氧乙烷、乙二醇、环氧丙烷、聚乙烯、聚丙烯、DMC 等工艺类型的成套装置及既有客户的配件及相关维保服务。根据卓然股份 2023 年 7 月 21 日投资者关系活动记录表，截至 2023 年 4 月 23 日，公司 2 亿元以上的在手订单合计为 120.89 亿元，其中石化专用设备在手订单为 25.46 亿元，炼油专用设备在手订单为 7.80 亿元，EPC 总包服务在手订单为 78.00 亿元，其他产品和服务在手订单为 9.63 亿元，而对比公司 2022 年收入仅为 29.36 亿元，在手订单金额是 22 年收入的 4.12 倍。公司充沛的在手订单为其业绩增长提供了有力支撑。在未来的一段时间内，公司有望通过逐步完成订单交付，实现业务规模扩张和盈利能力的提升，并在市场竞争中保持优势地位。

图13：截至 2023 年 4 月 23 日卓然股份在手订单情况（单位：亿元）



资料来源：卓然股份 2023 年 7 月 21 日投资者关系活动记录表，申港证券研究所

表6：2023 年 4 月 15 日公布近期振华石油化工有限公司采购订单明细

合同方向	合同金额 (亿元)
30/67 万吨/年 PO/SM 主装置及其配套模块化设计制造安装 EPC 总承包合同	33.56
40 万吨/年丁烷反应单元工程设计制造安装 EPC 总承包合同	21.34
26 万吨/年顺酐主装置及其配套模块化设计制造安装 EPC 总承包合同	14.46

资料来源：卓然股份关于全资子公司签订重大订单的公告，申港证券研究所

预计卓然股份 2023 年业绩兑现有较强保证。

根据卓然股份 2021 年、2022 年年度报告披露，公司截至 2022 年期末，仍有 37.78 亿元待履行金额，预计将在 2023 年形成收入，其中 4000 万吨/年炼化一体化项目催化裂解 160 万吨/年乙烯装置改造提升工程 4#、5#乙烯裂解炉(含配套废热锅炉、SCR 系统)项目为 21.64 亿元，浙石化 3#300 万吨/年浆态床渣油加氢装置项目为 8.34 亿元，浙石化乙烯化工加热炉项目为 7.8 亿元。

表7：卓然股份 2021-2022 年项目金额履行情况

合同标的	对方当事人	合同总金额 (亿元)	2021 年履行 金额 (亿元)	2022 年履行 金额 (亿元)	待履行金额 (亿元)
浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目 3#140 万吨/年乙烯装置设备	浙江石油化工有限公司	17.50	1.58	0.00	0.00
125 万吨/年轻烃利用装置(乙烯裂解区)	三江化工有限公司	11.22	10.55	0.00	0.00
15 万吨/年丙烷脱氢项目一期剩余工程(不包括办公区域)	濮阳市远东科技有限公司	8.78	5.22	0.00	0.00
125 万吨/年轻烃利用装置(除裂解区)	三江化工有限公司	15.37	5.37	10.00	0.00
4000 万吨/年炼化一体化项目催化裂解 160 万吨/年乙烯装置改造提升工程 4#、5#乙烯裂解炉(含配套废热锅炉、SCR 系统)	浙江石油化工有限公司	21.64	0.00	0.00	21.64
浙石化 3#300 万吨/年浆态床渣油加氢装置	浙江石油化工有限公司	8.34	0.00	0.00	8.34
浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目二期 3#乙烯装置安装工程	浙江石油化工有限公司	7.00	1.14	0.01	0.00
浙石化乙烯化工加热炉	浙江石油化工有限公司	7.80	0.00	0.00	7.80
合计		97.65	23.86	10.01	37.78

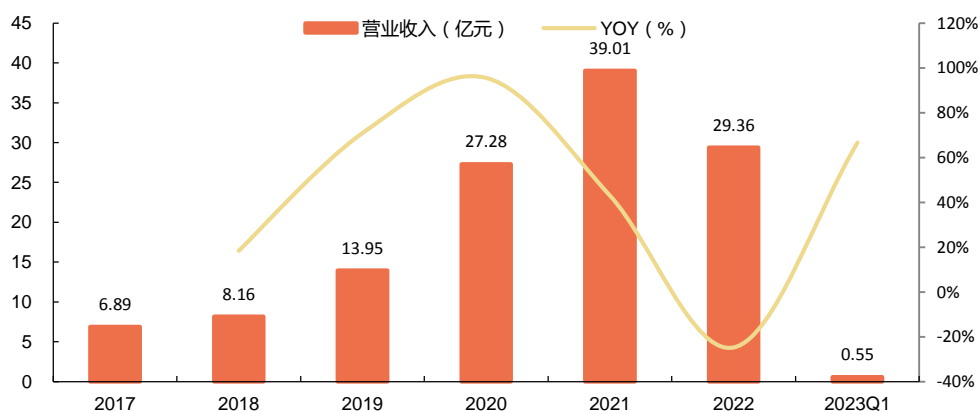
资料来源：卓然股份 2021 年、2022 年年度报告，申港证券研究所

4. 财务分析

4.1 预计公司今年营业收入弹性较高

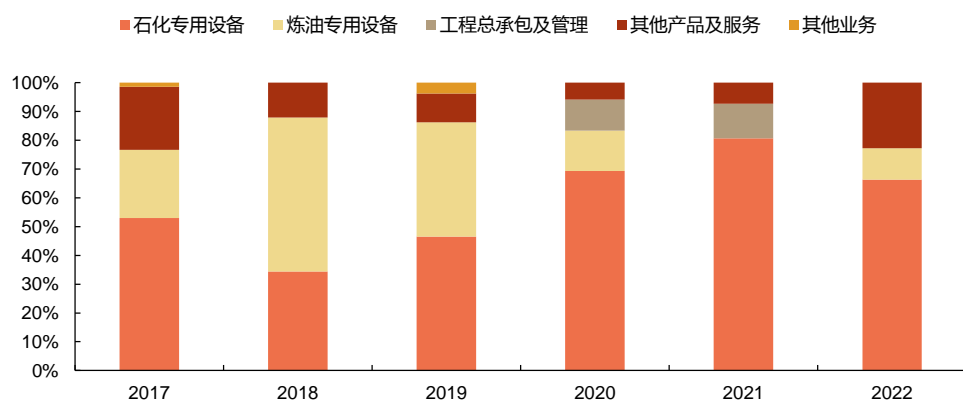
公司 2022 年实现营业收入 29.36 亿元，同比下降 24.74%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比下降 42.86%；实现扣非归母净利润 1.70 亿元，同比下降 38.18%。公司 2022 年收入出现下降主要由于项目施工进度不及预期，验收时间滞后，导致营

收下降。但伴随今年全国施工恢复，以及在手订单释放，预计今年卓然股份营业收入具备较高弹性修复空间。

图14：卓然股份 2023 年 1 季度收入增长明显


资料来源：Wind，申港证券研究所

从收入结构占比来看，石化专用设备产品主要包括乙烯裂解炉、转化炉等，在 2022 年收入占比 66.28%，是公司的主要收入来源；其他产品及服务主要包括压力容器与其他配套产品及相关服务，在 2022 年收入占比为 22.75%；炼油专用设备主要包括炼油加热炉、余热锅炉等，在 2022 年收入占比为 10.97%。主要产品和服务可以分为石化专用设备、炼油专用设备、工程总承包服务和其他产品及服务。公司每年根据订单排产，因此不同类别产品的销售收入在报告期内有所波动，但总体来看石化专用设备和炼油专用设备作为公司的两类主要产品，其他产品和服务占比相对较小。

图15：卓然股份各产品收入结构占比


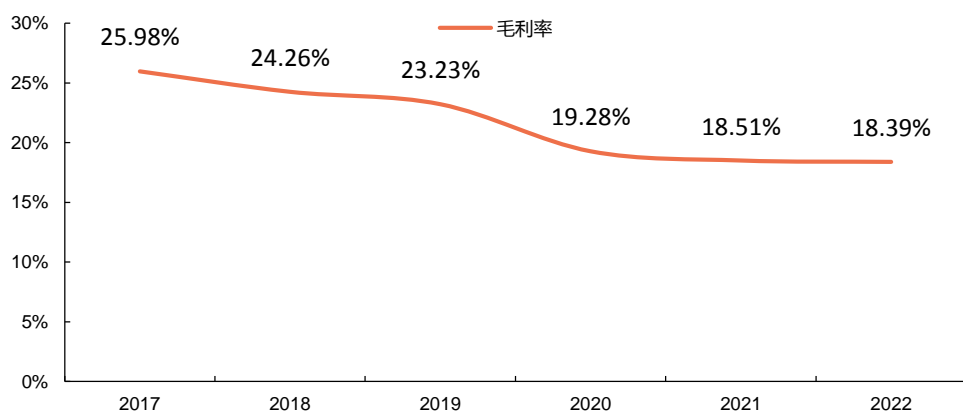
资料来源：Wind，申港证券研究所

4.2 毛利率与费用率基本维持稳定

预计今年公司毛利率将有所提升。卓然股份 2022 年毛利率为 18.39%，较 2021 年下降 0.12pct，近年公司毛利率有所降低主要是由于公司原材料成本压力较大，根据卓然股份 2022 年年报数据显示，直接材料成本占比 86.95%，公司生产所需的主要原材料包括镍板、钢材等大宗材料、电气仪表、定制件、防腐及耐火材料、钢结构预制、管配件、设备及耗材等，以钢材价格为例，其在 16-21 年出现较大幅度上

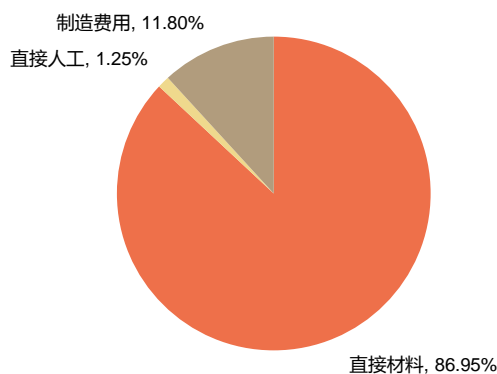
涨，为公司带来了较大的原材料成本压力，预计后续伴随大宗商品价格回落，公司原材料成本端压力将得到缓解，有利于公司释放利润弹性。

图16：卓然股份毛利率情况



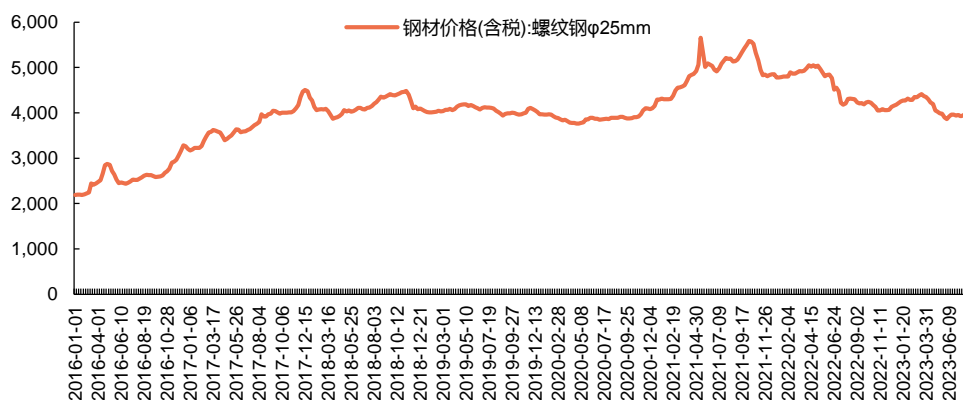
资料来源：Wind，申港证券研究所

图17：卓然股份 2022 年成本结构构成



资料来源：卓然股份 2022 年年度报告，申港证券研究所

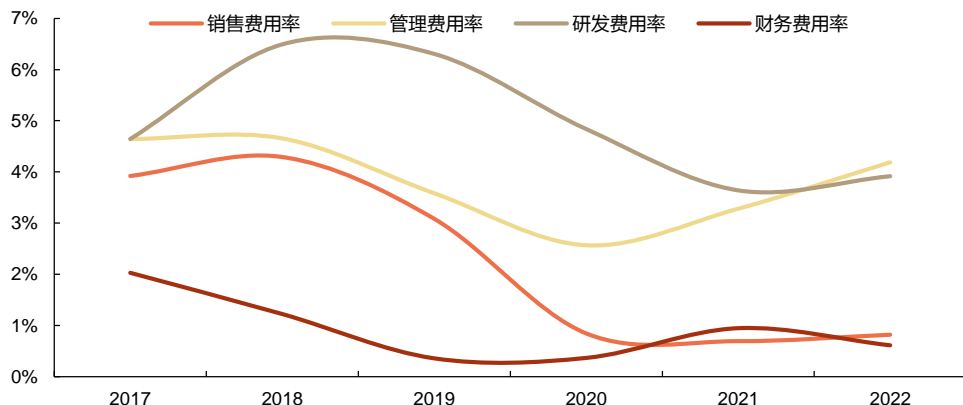
图18：钢材价格（单位：元）



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

公司费用端基本维持稳定。2022 年销售费用率为 0.82%，较去年上升 0.13pct；管理费用率为 4.19%，较去年上升 0.91pct；研发费用率为 3.92%，较去年上升 0.28pct；财务费用率为 0.61%，较去年同期下降 0.34pct。公司主要费用为管理费用与研发费用，其中管理费用主要为职工薪酬，研发费用主要为技术开发费。

图19：卓然股份费用率情况

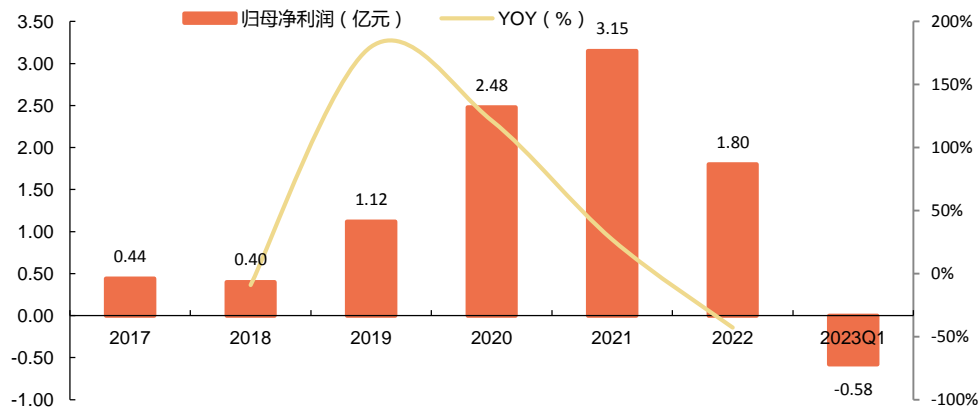


资料来源：Wind，申港证券研究所

4.3 归母净利率有望触底反弹

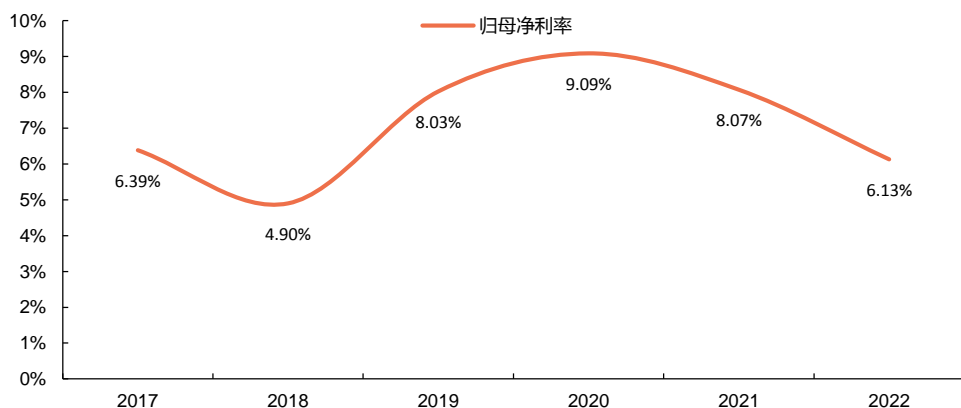
卓然股份 2022 年归母净利率为 6.13%，较 21 年下降 1.94pct，主要由于公司项目施工受阻，2022 年公司重大销售合同履行金额较去年同期下降 58.05%。但伴随今年在手订单业绩释放，归母净利润有望恢复正常，将为公司带来较大的利润弹性。

图20：卓然股份归母净利润



资料来源：Wind，申港证券研究所

图21：卓然归母净利率



资料来源: Wind, 申港证券研究所

5. 盈利预测和投资建议

5.1 盈利预测

预计公司 23-25 年营收分别为 50.26 亿元、77.80 亿元、112.08 亿元，分别同比增长 71.2%、54.8%、44.1%，分业务方面：

石化专用设备：石化专用设备主要包括乙烯裂解炉和转化炉。我们根据卓然股份在手订单情况，同时参考 21 年以及 22 年订单释放节奏，预计 23-25 年石化专用设备收入分别为 29.76 亿元、38.69 亿元、46.43 亿元，分别同比增长 52.95%、30%、20%。

炼油专用设备：炼油专用设备主要为炼油加热炉和余热锅炉。我们根据卓然股份在手订单情况，同时参考 21 年以及 22 年订单释放节奏，预计 23-25 年炼油专用设备收入分别为 4.68 亿元、6.08 亿元、7.30 亿元，分别同比增长 45.34%、30.00%、20.00%。

工程总承包及管理：工程总包服务主要系公司作为工程建设 EPC 总承包商按照合同约定，向客户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。我们根据卓然股份 2023 年 4 月 15 日所披露的关于全资子公司签订重大订单的公告以及在手订单情况，预计 23 年、24 年、25 年卓然 EPC 订单转化收入的比例分别为 10%、30%、60%，故预计 23-25 年工程总承包及管理业务收入分别为 7.80 亿元、23.40 亿元、46.80 亿元。

其他产品及服务：其他产品及服务包括压力容器、工业装备配套产品及技术服务。我们预计 23-25 年其他产品及服务收入分别为 8.02 亿元、9.62 亿元、11.54 亿元。

表8：卓然股份各项业务盈利预测（单位：亿元）

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
石化专用设备	收入	6.49	18.90	31.46	19.46	29.76	38.69	46.43
	YOY	130.96%	191.22%	66.46%	-38.14%	52.95%	30.00%	20.00%
	收入占比	46.52%	69.28%	80.65%	66.28%	59.22%	49.74%	41.43%
	毛利率	22.96%	20.16%	18.60%	15.67%	17.00%	18.00%	19.00%

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
炼油专用设备	毛利润	1.49	3.81	5.85	3.05	5.06	6.96	8.82
	收入	5.54	3.84	—	3.22	4.68	6.08	7.30
	YOY	26.77%	-30.69%	—	—	45.34%	30.00%	20.00%
	收入占比	39.71%	14.08%	—	10.97%	9.31%	7.82%	6.51%
	毛利率	23.10%	19.79%	—	15.22%	17.00%	17.50%	18.00%
	毛利润	1.28	0.76	—	0.49	0.80	1.06	1.31
工程总承包及管理	收入	—	2.92	4.70	—	7.80	23.40	46.80
	YOY	—	—	60.96%	—	—	200.00%	100.00%
	收入占比	—	10.70%	12.05%	—	15.52%	30.08%	41.76%
	毛利率	—	10.96%	13.40%	—	13.40%	13.40%	13.40%
	毛利润	—	0.32	0.63	—	1.05	3.14	6.27
	收入	1.40	1.62	2.85	6.68	8.02	9.62	11.54
其他产品及服务	YOY	41.41%	15.71%	75.93%	134.39%	20.00%	20.00%	20.00%
	收入占比	10.04%	5.94%	7.31%	22.75%	15.95%	12.36%	10.30%
	毛利率	29.29%	22.22%	25.96%	27.69%	27.69%	27.69%	27.69%
	毛利润	0.41	0.36	0.74	1.85	2.22	2.66	3.20
	收入	1.40	1.62	2.85	6.68	8.02	9.62	11.54

资料来源：Wind，申港证券研究所

5.2 投资建议

我们选取石化装备领域标的兰石重装、压力容器领域标的科新机电、空分与石化设备领域标的杭氧股份。采取 Wind 一致预期，可比公司 2023 年 PE 均值为 24.79 倍，最高值为 30.95 倍，最低值为 21.01 倍。预计公司 22-25 年净利润复合增速为 57%。预计 23-25 年市盈率分别为 17.12 倍、12.07 倍、8.84 倍。我们给予 2023 年卓然股份 PE 为 24 倍，目标价格 42.48 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表9：卓然股份可比公司估值表

证券代码	公司简称	当前股价	总市值	EPS			PE		
		(元)	(亿元)	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
603169.SH	兰石重装	6.81	88.96	0.22	0.29	0.38	30.95	23.48	17.92
300092.SZ	科新机电	14.08	38.57	0.67	0.95	1.21	21.01	14.82	11.64
002430.SZ	杭氧股份	34.51	339.77	1.54	1.89	2.22	22.41	18.26	15.55
可比公司均值				0.81	1.04	1.27	24.79	18.85	15.03
688121.SH	卓然股份	30.27	61.35	1.77	2.51	3.42	17.12	12.07	8.84

资料来源：Wind，申港证券研究所

*数据截至 2023 年 8 月 2 日。

6. 风险提示

毛利率下滑带来净利润风险。

如果行业竞争加剧，公司将面临较大的成本压力，对公司净利润造成较大影响。如果公司毛利率每下滑 1pct，则公司净利润下滑 12.29%。

产业政策风险。

公司所处的炼化专用设备制造行业受到国家产业政策和行业规划的影响。近年来，受国家双碳政策影响，新建炼油化工厂及相关行业的行政审批收紧甚至在一段时间内出现暂停审批，使公司部分意向订单无法落地。未来的产业政策或行业规划若出现变化，将可能进一步导致公司的市场环境和发展空间出现变化。

客户集中度较高风险。

2022 年公司前五大客户收入占年度销售总额 95.20%，客户集中度较高。公司产品主要服务于炼油石化行业，近年来随着《石化产业规划布局方案》的顺利实施，以炼化一体化开启产业升级提质增效，我国炼油、石化行业产业集中度进一步提高，呈现出明显的规模化和基地化趋势；另一方面，公司所处的炼油、石化专用设备行业，模块化、集成化、信息化趋势明显，且公司承接行业内的重点工程和大型项目，单个项目规模不断提高。如果主要客户改变采购政策或公司产品不再符合其质量要求，将对公司经营情况产生负面影响。

原材料供应及价格波动风险。

公司的产品为大型炼化装备，生产周期长，原材料主要为大宗材料、动静设备及定制件等，需要提前备货。受市场及供给端的影响，主要原材料单价在报告期内有所波动。公司主要原材料在生产成本中占有较大的比重，如果主要原材料价格未来持续大幅上涨，公司生产成本将显著增加，因此公司存在原材料价格波动的经营风险。

应收账款坏账风险。

公司应收账款的客户分布较为集中，应收账款能否顺利回收与主要客户的经营和财务状况密切相关。公司主要客户信誉较高，资本实力较强、回款情况较好，但如果未来主要客户经营情况发生变动，公司可能面临应收账款无法收回的风险，此将对公司财务状况产生不利影响。

资产负债率较高风险。

2022 年公司资产负债率为 71.7%。资产负债率较高主要系公司为大型炼化专用设备制造企业且报告期内公司主要以验收法确认收入，故公司在确认收入前，预收款项的比例较高；另外随着公司经营规模的不断扩大，公司从供应商处获取的商业信用不断增加，应付票据和应付账款不断增加。公司资产负债率较高，但有息债务相对较低，不会对公司偿债能力产生重大不利影响。公司的资产负债率较高制约了公司以银行贷款为主的债权融资规模，影响公司筹措持续发展所需资金。随着公司业务快速发展，若公司经营资金出现较大缺口，将会对公司生产经营稳定性造成不利影响。

表10：公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
营业收入	3901	2936	5026	7780	11208	流动资产合计	5064	4688	6774	9551	14274		
营业成本	3179	2396	4114	6397	9247	货币资金	717	376	101	117	112		
营业税金及附加	30	17	30	46	66	应收账款	1560	1779	2458	3877	5954		
营业费用	27	24	41	64	92	其他应收款	5	4	8	12	17		
管理费用	128	123	205	310	435	预付款项	499	488	488	488	488		
研发费用	142	115	197	305	440	存货	1905	1863	3413	4704	7220		
财务费用	37	18	64	103	153	其他流动资产	120	135	165	204	253		
资产减值损失	5	-5	-16	-23	-29	非流动资产合计	1662	3003	3363	3870	4407		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	110	81	81	81	81		
投资净收益	8	-28	-2	-2	-2	固定资产	647	697	1362	1949	2432		
营业利润	347	207	413	587	800	无形资产	306	549	576	605	635		
营业外收入	0	0	0	0	0	商誉	16	16	16	16	16		
营业外支出	8	3	0	0	0	其他非流动资产	94	284	284	284	284		
利润总额	338	204	413	587	800	资产总计	6727	7692	10137	13421	18681		
所得税	56	28	61	87	119	流动负债合计	4274	4365	6515	9648	14660		
净利润	283	177	352	500	682	短期借款	188	181	1802	3120	5793		
少数股东损益	-33	-3	-6	-9	-12	应付账款	1163	1497	2535	3942	5698		
归属母公司净利润	315	180	358	508	694	预收款项	1887	1478	1729	2118	2679		
EBITDA	752	827	577	813	1088	一年内到期的非流动负债	87	203	203	203	203		
EPS (元)	1.91	0.89	1.77	2.51	3.42	非流动负债合计	460	1150	894	546	112		
主要财务比率						长期借款	370	1089	1089	1089	1089		
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	应付债券	0	0	0	0	0		
成长能力						负债合计	4734	5515	7410	10194	14772		
营业收入增长	43.02%	-24.74%	71.20%	54.79%	44.06%	少数股东权益	142	139	133	124	112		
营业利润增长	21.10%	-40.34%	99.81%	41.89%	36.43%	实收资本 (或股本)	203	203	203	203	203		
归属于母公司净利润增长	26.89%	-43.01%	99.45%	41.89%	36.43%	资本公积	938	945	1143	1143	1143		
获利能力						未分配利润	647	810	1099	1509	2069		
毛利率(%)	18.51%	18.38%	18.15%	17.78%	17.49%	归属母公司股东权益合计	1851	2038	2572	3080	3774		
净利率(%)	7.25%	6.01%	7.00%	6.42%	6.08%	负债和所有者权益	6727	7692	10137	13421	18681		
总资产净利润(%)	4.69%	2.34%	3.53%	3.79%	3.71%	现金流量表		单位:百万元					
ROE(%)	17.03%	8.82%	13.93%	16.51%	18.38%		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
偿债能力						经营活动现金流	-70	391	-1329	-241	-1445		
资产负债率(%)	70%	72%	73%	76%	79%	净利润	283	177	352	500	682		
流动比率	1.18	1.07	1.04	0.99	0.97	折旧摊销	369	602	0	65	74		
速动比率	0.74	0.65	0.52	0.50	0.48	财务费用	37	18	64	103	153		
营运能力						应付账款减少	0	0	-679	-1419	-2076		
总资产周转率	0.60	0.41	0.56	0.66	0.70	预收账款增加	0	0	251	389	560		
应收账款周转率	3	2	2	2	2	投资活动现金流	-357	-1438	-446	-609	-645		
应付账款周转率	3.55	2.21	2.49	2.40	2.33	公允价值变动收益	0	0	0	0	0		
每股指标 (元)						长期股权投资减少	0	0	0	0	0		
每股收益(最新摊薄)	1.91	0.89	1.77	2.51	3.42	投资收益	8	-28	-2	-2	-2		
每股净现金流(最新摊薄)	1.40	-1.28	-1.36	0.08	-0.02	筹资活动现金流	709	789	1500	866	2086		
每股净资产(最新摊薄)	9.13	10.05	12.69	15.20	18.62	应付债券增加	0	0	0	0	0		
估值比率						长期借款增加	0	0	0	0	0		
P/E	15.85	34.01	17.12	12.07	8.84	普通股增加	51	0	0	0	0		
P/B	3.31	3.01	2.39	1.99	1.63	资本公积增加	806	7	199	0	0		
EV/EBITDA	8.06	8.74	15.82	12.84	12.05	现金净增加额	283	-259	-276	16	-5		

资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人**独立**研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，**不受任何第三方的影响和授意**。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上