

2024年3月21日

中国旭阳 (1907.HK)

公司动态

证券研究报告

焦化

焦炭处于低谷，化工表现突出

中国旭阳 (1907.HK) 23 年收入 460 亿/+6.8%，净利润 8.6 亿/-53%，毛利率 7.2%/-2.7ppt，净利率 2.1%/-2.2ppt。焦炭价格在 23 年末触及近期最高点，之后持续回调，今年以来已回调较多。行业目前正处于低谷，但公司的竞争力在进一步增强。考虑到焦炭价格在今年以来的下跌，我们下调 24/25/26 年净利润至 9.6/13.8/19.6 亿人民币，对应 EPS 为 0.26/0.36/0.51 港元。维持“买入”评级，目标价为 5.5 港元。

报告摘要

焦炭价格下跌拖累焦炭业务利润，产能逆势扩张。23 年焦炭及焦化业务收入 180 亿/+10.4%，主要是旭阳中燃自 23 年 6 月纳入合并范围，可比口径下收入下滑 16.3%。税前利润 3.95 亿/-78.5%，主要是焦炭价格下跌，煤焦差收窄导致利润下跌。23 年内蒙古呼和浩特生产园区年产 300 万吨焦化项目已全部投产；位于印度尼西亚苏拉威西生产园区年产 480 万吨焦化项目中首 160 万吨焦炭产能已顺利点火及投产。全年焦炭业务量为 1583 万吨（含贸易），同比增长 11.6%。未来公司还有印尼和萍乡项目在建，产能将会持续落地。

焦炭行业处于低谷，行业进入亏损状态。23 年焦炭价格先跌后涨，进入 24 年由于需求疲软再次下跌至近五年低位。我们看到一些上市焦化企业已经开始亏损，整个行业的开工率下降，如西北、东北等地的开工率已经下降到极低水平。后续 3、4 月焦炭旺季来临，有望短期拉动价格上升，但整体来看，我们预期 24 年全年焦炭价格将保持宽幅震荡。

化工表现突出。化工业务收入 186 亿/+21%，主要是己内酰胺产线投产，及旭阳中燃的化工业务纳入合并范围。毛利润 13.6 亿/+26.8%，盈利能力有明显提升。税前利润 4.59 亿/-16.9%，主要是非经常性的损益导致。化工品业务量达到 485 万吨/+23.7%。己内酰胺产线投产之后，公司成为全球第二大己内酰胺生产商，生产成本也在不断下降。公司未来还将加大研发投入，聚焦高附加值产品。氢能业务方面 23 年氢气销量达到 930 万方，同比增 2.36 倍，收入达到 6400 万，突破历史新高。

托管业务持续扩张。运营管理业务收入 20.17 亿/+16 倍，主要是增加了山东苯加氢项目和吉林苯胺项目。托管焦炭规模 320 万吨，化工规模 74 万吨。税前利润亏损 0.33 亿，主要是公司在部分项目采用了新的托管模式，在化工品价格下跌时会导致短期亏损，但是价格回升时也会带来更多收益。贸易业务收入 71.6 亿/-36%，税前亏损 1.7 亿，主要是部分订单受价格波动出现亏损。公司通过运营管理项目筛选参股标的，通过贸易业务延伸业务边界，扩大在行业的影响力。

公司化工和焦炭两条腿走路，帮助在焦炭行业低谷期持续保持较为可观的利润。未来公司将加大在海外市场的拓展，探索国际市场定价权。我们认为公司的竞争优势还在不断加强。考虑到焦炭价格在今年以来的下跌，我们下调 24/25/26 年净利润至 9.6/13.8/19.6 亿人民币，对应 EPS 为 0.26/0.36/0.51 港元。维持“买入”评级，目标价为 5.5 港元，较当前股价有 84% 的上涨空间。

风险提示：焦炭价格下跌；石油价格下跌；环保政策变动。

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	38,430	43,139	46,066	49,640	55,216	58,611
增长率(%)		12.25%	6.78%	7.76%	11.23%	6.15%
归母净利润	2,613	1,855	861	960	1,380	1,960
增长率(%)		-29.02%	-53.60%	11.54%	43.74%	42.05%
毛利率(%)	14.39%	9.91%	7.22%	7.99%	7.82%	8.06%
净利率(%)	6.80%	4.30%	1.87%	1.93%	2.50%	3.34%
每股收益(港元)	0.64	0.46	0.25	0.26	0.36	0.51
每股净资产(港元)	2.76	3.13	3.59	6.89	7.07	7.31
市盈率	4.6	6.5	12.2	11.6	8.3	5.9
市净率	1.1	1.0	0.8	0.4	0.4	0.4
净资产收益率(%)	26.81%	15.65%	6.36%	4.55%	4.91%	6.77%
股息收益率	5.22%	5.42%	5.53%	6.16%	8.86%	12.58%

数据来源：Wind 资讯，安信国际预测

投资评级：

买入

目标价格：

5.5 港元

现价 (2024-3-21)：

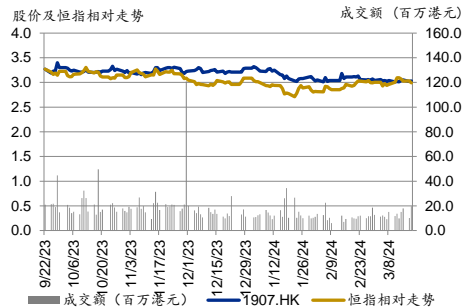
2.99 港元

总市值(百万港元)	13,405.10
流通市值(百万港元)	13,405.10
总股本(百万股)	4,424.13
流通股本(百万股)	4,424.13
12 个月低/高(港元)	3/3.3
平均成交(百万港元)	13.35

股东结构 (截止 2023-06-30)

杨雪岗	71.3%
其他股东	28.7%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.73	-4.87	-0.08
绝对收益	-2.57	-4.72	-15.39

数据来源：wind、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师

Gloriacao@eif.com.hk

1 盈利预测

图表 1: 盈利预测

人民币百万	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	38,430	43,139	46,066	49,640	55,216	58,611
焦炭及焦化产品	15,901	16,368	18,077	18,985	21,185	21,185
精细化工产品	12,579	15,430	18,681	21,111	24,111	27,111
运营管理	261	117	2,017	2,017	2,017	2,017
贸易	9,689	11,224	7,168	7,527	7,903	8,298
主营业务成本	-32,900	-38,864	-42,741	-45,676	-50,900	-53,885
毛利	5,530	4,275	3,325	3,964	4,317	4,726
毛利率	14.4%	9.9%	7.2%	8.0%	7.8%	8.1%
销售费用	-942	-985	-1,185	-1,277	-1,420	-1,508
占收入比例	-2.5%	-2.3%	-2.6%	-2.6%	-2.6%	-2.6%
管理费用	-974	-933	-1,061	-1,143	-1,271	-1,350
占收入比例	-2.5%	-2.2%	-2.3%	-2.3%	-2.3%	-2.3%
其他收入-经营	137	274	508	50	55	59
占收入比例	0.4%	0.6%	1.1%	0.1%	0.1%	0.1%
其他经营净收益	-96	-1	332	832	1,051	1,127
占收入比例	-0.2%	0.0%	0.7%	1.7%	1.9%	1.9%
财务费用	-905	-997	-1,350	-1,340	-1,325	-1,289
占收入比例	-2.4%	-2.3%	-2.9%	-2.7%	-2.4%	-2.2%
应收拨备	-116	88	-111	-120	-133	-142
占收入比例	-0.3%	0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
上市费用	-	-	-	-	-	-
占收入比例	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
合营及联营公司损益	562	482	224	255	442	774
占收入比例	1.5%	1.1%	0.5%	0.5%	0.8%	1.3%
除税前溢利	3,198	2,203	682	1,220	1,714	2,397
所得税	-602	-344	308	-183	-257	-360
所得税率	18.8%	15.6%	-45.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(含少数股东权益)	2,596	1,859	990	1,037	1,457	2,038
少数股东损益	-17	4	129	77	77	77
净利润(不含少数股东权益)	2,613	1,855	861	960	1,380	1,960
EPS (港元)	0.64	0.46	0.25	0.26	0.36	0.51
市盈率(倍)	4.6	6.5	12.2	11.6	8.3	5.9

数据来源: Wind资讯, 安信国际预测

2 估值分析

我们采用可比公司和 DCF 两种方式进行估值。由于港股没有焦化公司，我们选取了 A 股焦化公司进行比较。2024 年 A 股焦化公司预测 PE 的平均值在 16.6x。考虑到目前行业处于低谷，企业净利润也大幅下降，我们给予 PE 倍数 22x 以反映长期的合理估值。结合 2024 年 EPS，对应目标价 5.2 港元。

用 DCF 方式估算时，考虑公司的抗风险能力，以及未来高速增长预期，我们给予 WACC 为 12%，短期增长率 5%，长期给予 2% 的增速，预测港股市值为 253 亿港元，对应目标价 5.7 港元。

综合可比公司和 DCF 的估值，我们认为公司合理目标价为 5.5 港元。

图表 2:可比上市公司当前市盈率对比

公司	代码	市值		归母净利润 (亿元)					P/E				
		(亿)	货币	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E
美锦能源	000723.SZ	293	CNY	25.7	22.1	5.9	11.2	15.7	11.4	13.3	50.1	26.3	18.7
yoy				264%	-14%	-73%	90%	41%					
陕西黑猫	601015.SH	78	CNY	15.3	2.8				5.1	28.2			
yoy				449%	-82%								
山西焦化	600740.SH	128	CNY	12.6	25.8	16.8	18.3	20.6	10.1	4.9	7.6	7.0	6.2
yoy				15%	105%	-35%	9%	13%					
平均估值									8.9	15.5	28.8	16.6	12.4

注：时间截止2024/3/20，预测值为wind一致预测

图表 3:可比估值法下目标价的敏感性分析

		2024年EPS				
		0.19	0.21	0.24	0.26	0.29
PE	16.0	3.1	3.4	3.8	4.2	4.6
	19.0	3.7	4.1	4.5	5.0	5.5
	22.0	4.2	4.7	5.2	5.8	6.3
	25.0	4.8	5.4	6.0	6.6	7.2
	28.0	5.4	6.0	6.7	7.3	8.1

资料来源：安信国际研究

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030
	实际	实际	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	19,785	38,430	43,139	46,066	49,640	55,216					
增长率%		94.2%	12.3%	6.8%	7.8%	11.2%					
EBIT	2,483	4,103	3,200	2,031	2,561	3,040					
增长率%		65.3%	-22.0%	-36.5%	26.0%	18.7%					
EBIT率%	12.5%	10.7%	7.4%	4.4%	5.2%	5.5%					
有效税率%	15.2%	18.8%	15.6%	-45.1%	15.0%	15.0%					
EBIT x (1-有效税率)	2,105	3,331	2,700	2,949	2,176	2,584					
+ 折旧	698	1,320	1,320	2,302	2,302	2,302					
+ 营运资金变动	-1,460	-461	-272	2,887	19	-251					
- 资本支出	-2,279	-3,901	-8,323	-1,713	-1,000	-1,000					
自由现金流, FCF	-936	289	-4,575	6,425	3,498	3,635	3,816	4,007	4,207	4,418	4,639
增长率%		-130.8%	-1684.9%	-240.4%	-45.6%	3.9%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
折现年份					-	1	2	3	4	5	6
折现因子					1.0000	0.8929	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674	0.5066
FCF现值					3,498	3,245	3,042	2,852	2,674	2,507	2,350
FY2024-30 FCF现值总额					20,168						
永续期价值现值					23,971						
企业价值					44,139						
- 净负债					-8,549						
- 少数股东权益					-12,516						
DCF 估值 (HKD 000)					25,356						
假设:											
WACC					12%						
短期增长率					5%						
永续增长率					2%						

数据来源: Wind资讯, 安信国际预测

3 风险提示

焦炭价格下降, 石油价格下降, 环保政策变动。

4 附录：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	1,201	1,239	2,931	4,697	6,832
受限制存款	1,024	2,375	2,375	2,375	2,375
贸易应收款项	861	976	990	1,101	1,169
存货	3,221	3,406	3,541	3,946	4,178
预付及其他应收	4,607	6,585	7,096	7,893	8,378
其他流动资产	2,475	2,553	2,553	2,553	2,553
流动资产总额	13,389	17,134	19,485	22,565	25,485
物业、厂房及设备	22,168	26,897	37,496	35,194	32,892
使用权资产	1,989	2,217	2,217	2,217	2,217
无形资产	764	1,281	1,281	1,281	1,281
商誉	232	232	232	232	232
于联营及合营企业投资	3,896	3,660	4,660	5,660	6,660
长期投资及其他应收款	724	1,214	1,214	1,214	1,214
递延税项资产	128	144	144	144	144
其他非流动资产	2,812	1,056	1,056	1,056	1,056
非流动资产总额	32,714	36,702	48,301	46,999	45,697
总资产	46,103	53,836	67,786	69,563	71,181
贸易应付款项	0	4	2	2	3
其他应付及合同负债	9,464	8,774	9,454	10,516	11,163
短期有息债务	714	380	380	380	380
应付关联方	12,624	17,509	17,509	17,509	17,509
应付即期税项	2,011	2,401	2,401	2,401	2,401
其他流动负债	234	888	888	888	888
流动负债总额	25,047	29,955	30,634	31,697	32,344
长期有息债务	8,461	9,408	9,408	9,408	9,408
长期应付款	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-
非流动负债总额	8,461	9,408	9,408	9,408	9,408
总负债	33,508	39,364	40,043	41,105	41,752
股本	12,595	14,472	14,472	14,472	14,472
储备	382	382	677	1,315	2,210
少数股东权益	11,728	12,516	12,593	12,670	12,747
总股东权益	12,595	14,472	27,743	28,458	29,429

现金流量表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
息税前利润	3,200	2,031	2,561	3,040	3,687
所得税	-473	308	-183	-257	-360
营运资本变动	-272	2,887	19	-251	-138
折旧及摊销	1,300	2,302	2,302	2,302	2,302
其他	-591	-5,324	-	-	-
经营性现金流净额	3,164	2,204	4,699	4,833	5,491
购置固定资产	-4,305	-17,729	-	-	-
收购附属公司	-3,944	16,017	-1,000	-1,000	-1,000
其他净投资	-4,876	16,017	-1,000	-1,000	-1,000
投资性现金流净额	-9,181	-1,713	-1,000	-1,000	-1,000
新发股份	610	-	-	-	-
支付股息	-823	-665	-665	-742	-1,066
新增债务	-10,716	614	-	-	-
利息支出	-1,126	-1,350	-1,340	-1,325	-1,289
其他	16,981	946	-	-	-
筹资性现金流净额	4,926	-455	-2,005	-2,067	-2,356
现金净变动	-1,091	37	1,693	1,766	2,135
现金期初余额	2,281	1,201	1,239	2,931	4,697
现金期末余额	1,190	1,237	2,932	4,697	6,832

数据来源: Wind资讯, 安信国际预测

利润表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	43,139	46,066	49,640	55,216	58,611
主营业务成本	-38,864	-42,741	-45,676	-50,900	-53,885
毛利	4,275	3,325	3,964	4,317	4,726
销售费用	-985	-1,185	-1,277	-1,420	-1,508
管理费用	-933	-1,061	-1,143	-1,271	-1,350
合营及联营公司损益	482	224	255	442	774
其他收入/经营费用	361	729	761	973	1,044
财务费用	-997	-1,350	-1,340	-1,325	-1,289
除税前利润	2,203	682	1,220	1,714	2,397
所得税	-344	308	-183	-257	-360
净利润	1,859	990	1,037	1,457	2,038
归属母公司净利润	1,855	861	960	1,380	1,960
EPS (港元)	0.46	0.25	0.26	0.36	0.51
EBITDA	4,520	4,333	4,863	5,342	5,989

主要财务比率

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		6.8%	7.8%	11.2%	6.1%
除税前利润增长率 (%)		-69.1%	79.0%	40.5%	39.8%
净利润增长率 (%)		-46.8%	4.8%	40.5%	39.8%
盈利能力:					
毛利率 (%)	9.9%	7.2%	8.0%	7.8%	8.1%
净利率 (%)	4.3%	2.1%	2.1%	2.6%	3.5%
ROE (%)	15.6%	6.4%	4.5%	4.9%	6.8%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	72.7%	73.1%	59.1%	59.1%	58.7%
流动比率 (x)	0.53	0.57	0.64	0.71	0.79
利息覆盖倍数 (x)	4.53	3.21	3.63	4.03	4.64
营运能力:					
存货周转天数	25	28	28	28	28
应收账款周转天数	8	7	7	7	7
应付账款周转天数	0	0	0	0	0
每股资料:					
EPS (港元)	0.46	0.25	0.26	0.36	0.51
BPS (港元)	3.13	3.59	6.89	7.07	7.31
每股经营现金 (港元)	0.79	0.55	1.17	1.20	1.36
估值比率:					
PE	6.48	12.16	11.61	8.26	5.91
PB	0.96	0.83	0.43	0.42	0.41

客户服务热线

香港：2213 1888

国内：40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1) 持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2) 进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3) 与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4) 又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5) 可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010