

管理效率优化，钦州基地打开发展新格局

2024年07月24日

► **公司是上海国资下属的大型化工集团。**上海华谊集团股份有限公司是上海市国资委下属的大型国有控股上市公司，是上海华谊控股集团有限公司的核心子公司。母公司上海华谊控股是由上海市人民政府国有资产监督管理委员会授权，通过资产重组建立的大型化工企业集团。公司主要从事能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务五大核心业务，并已基本形成“制造+服务”双核驱动的业务发展模式，以及上下游产业链一体化发展体系。2023年公司实现主营收入403.84亿元，实现利润总额15.65亿元，归属于母公司净利润9.05亿元。

► **公司近年管理效率和人效提升显著。**2019-2023年的5年间，公司业务保持稳健增长，同期公司员工总数却呈下降趋势，从2019年的13020人，下降至10774人，人数下降幅度达17%。同期公司人均创收从290.56万元，提升至383.58万元，上升幅度达32%。近5年中主要是生产人员和行政人员数量有所下降，2019-2023年间，生产人员数量从9660人，下降至8223人，下降幅度达15%，行政人员从1681人下降至876人，而同期技术人员则有11%的增长。经过数年调整，公司人员效率提升、人员结构优化显著。

► **广西华谊一体化基地打开公司发展新格局。**长期以来，公司精细化工等业务在上海地区受制于土地和环境容量等方面资源相对紧张。自2019年开始，公司在广西钦州石化园区规划了一体化产业基地，目前已经建成投产75万吨/年PDH、40万吨/年丙烯酸、40万吨/年丙烯酸丁酯等项目，另有阻聚剂、100万吨/年甲醇制烯烃、30万吨/年EVA等众多新项目在建设之中。公司广西基地发展容量充裕，已规划投资已超过300亿元，该基地将成为公司拉动各板块业务的重要支撑和引擎。

► **投资建议：**公司是上海市国资委下属的大型化工集团企业，在能源化工、绿色轮胎、精细化工、先进材料等领域都有较强竞争优势和自主创新能力。经过多年的持续管理优化，公司内部人员效率得到大幅提升，公司在广西钦州实施的一体化基地项目将为公司发展开辟全新天地。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为10.97、16.46、17.11亿元，EPS分别为0.51、0.77、0.80元，现价（2024年07月23日）对应PE分别为12x、8x、7x。我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 项目建设进度不及预期的风险；2) 重点产品价格下滑的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	41,327	42,953	48,031	49,293
增长率 (%)	6.1	3.9	11.8	2.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	905	1,097	1,646	1,711
增长率 (%)	-29.3	21.2	50.1	3.9
每股收益 (元)	0.42	0.51	0.77	0.80
PE	14	12	8	7
PB	0.6	0.6	0.5	0.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年07月23日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

6.01元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

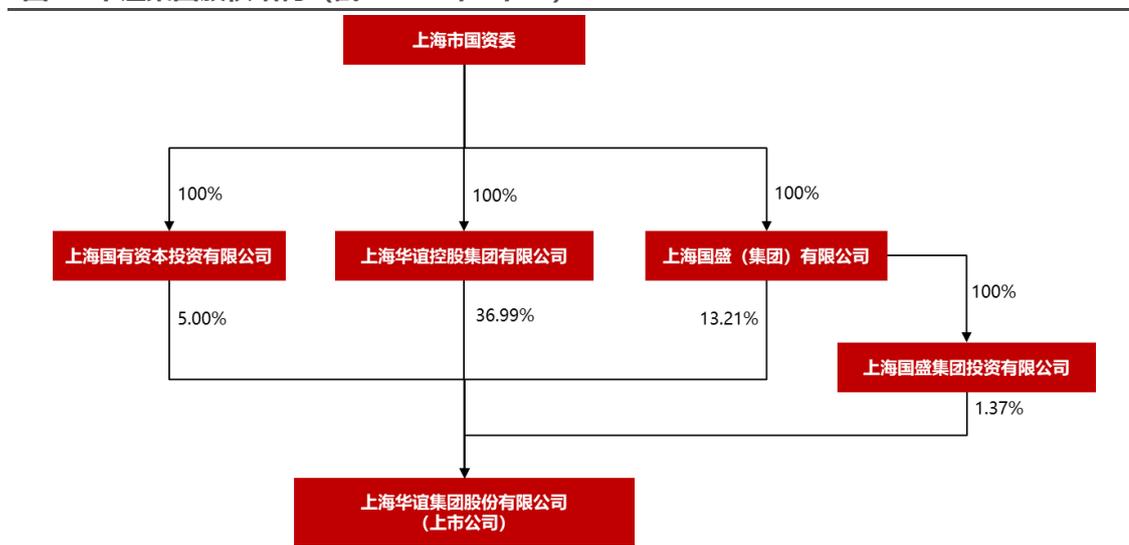
目录

1 华谊集团是上海国资下属大型化工集团	3
2 能源化工：为上海吴泾和安徽芜湖化工园区配套合成气和基础化工原料	7
3 绿色轮胎：拥有双钱、回力等多个知名轮胎品牌	9
4 精细化工：现有业务以丙烯酸酯为核心，广西华谊打开发展新格局	11
5 化工服务：以贸易业务为主	14
6 盈利预测与投资建议	15
6.1 盈利预测假设与业务拆分	15
6.2 估值分析	16
6.3 投资建议	16
7 风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

1 华谊集团是上海国资下属大型化工集团

上海市国资委是华谊集团实控人。上海华谊集团股份有限公司是上海市国资委下属的大型国有控股上市公司，是上海华谊控股集团有限公司的核心子公司。母公司上海华谊控股是由上海市政府国有资产监督管理委员会授权，通过资产重组建立的大型化工企业集团，是上海化学工业区主要的开拓者和建设者，是上海化学工业发展有限公司主要股东之一。上海市国资委通过上海华谊控股集团有限公司、上海国盛（集团）有限公司、上海国盛集团投资有限公司、上海市国有资本投资有限公司持有上市公司合计 56.57% 的股权。

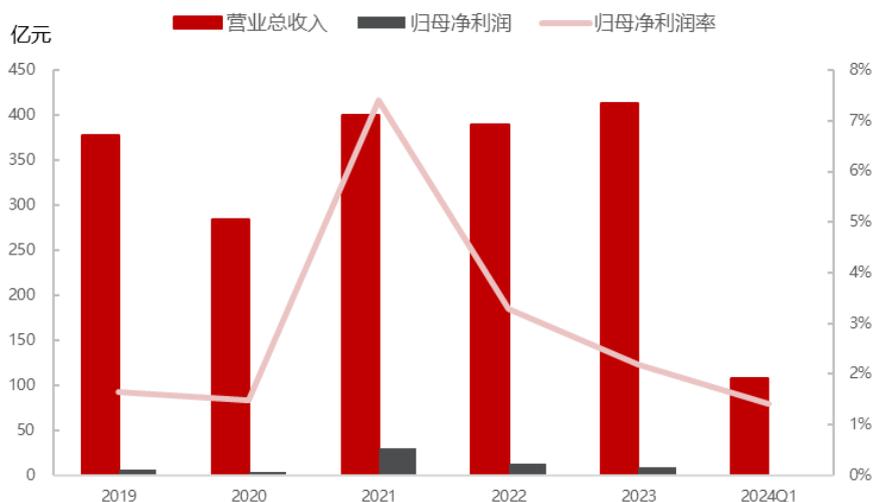
图1：华谊集团股权结构（截至 2024/03/31）



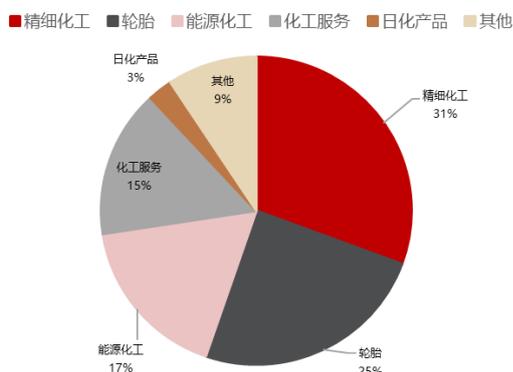
资料来源：wind、天眼查，民生证券研究院

华谊集团主要从事能源化工、绿色轮胎、先进材料、精细化工和化工服务五大核心业务，并已基本形成“制造+服务”双核驱动的业务发展模式，以及上下游产业链一体化发展体系。其中，**能源化工业务**主要产品包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等基础化学品和清洁能源产品，广泛应用于医药、农业、建筑、纺织和新能源汽车等领域，是国内领先的洁净煤综合利用公司；**绿色轮胎业务**主要产品包括载重胎、乘用车胎、工程胎等，产品广泛应用于卡车、客车、乘用车以及采矿和农业车辆等领域，并为众多汽车制造厂提供原厂配套；**先进材料业务**主要产品包括丙烯酸及酯、丙烯酸催化剂、高吸水性树脂等，产品广泛应用于涂料、胶黏剂、合成橡胶、水处理以及卫生用品等领域；**精细化工业务**主要产品包括工业涂料、颜料、油墨、日用化学品等，产品广泛应用于家电、汽车、高铁、航空航天、海洋工程、建筑、医药、食品、化妆品等领域；**化工服务业务**主要包括化工贸易、化工投资、信息技术等，为化工制造提供相应的配套贸易、投资、信息化服务等。

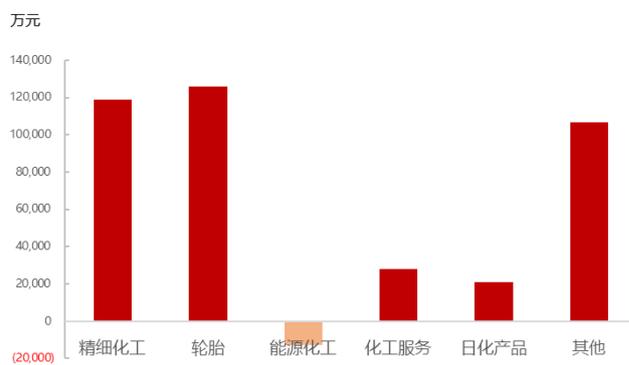
2023 年，公司完成主营收入 403.84 亿元，实现利润总额 15.65 亿元，归母净利润 9.05 亿元，公司总资产 625.85 亿元，归母净资产 222.55 亿元，净资产收益率 4.11%。2024 年第一季度实现收入 107.18 亿元，实现归母净利 1.52 亿元。

图2：华谊集团 2019-2024Q1 营业总收入及归母净利润


资料来源：wind，民生证券研究院

图3：华谊集团 2023 年收入结构


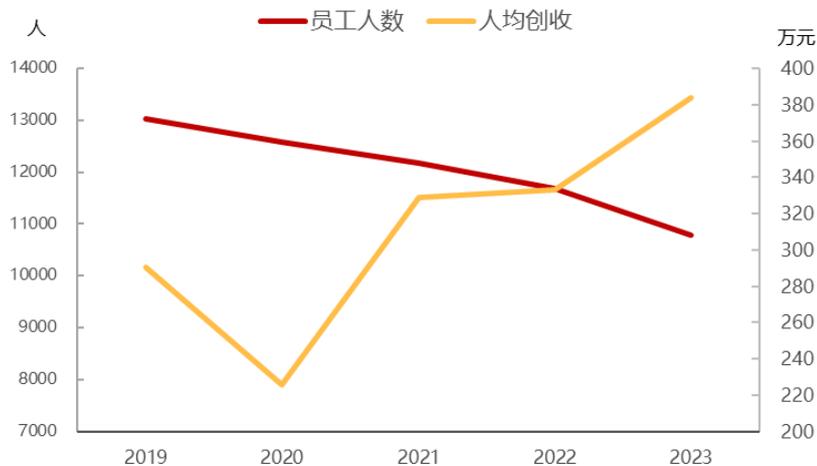
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：华谊集团 2023 年各业务毛利贡献


资料来源：wind，民生证券研究院

2023 年，从收入贡献来看，公司精细化工贡献了 31%，绿色轮胎业务贡献 25%，能源化工业务贡献了 17%，化工服务占比 15%。从毛利贡献来看，2023 年精细化工产品贡献了 29%，轮胎业务贡献了 30%，精细化工和轮胎业务贡献了当年主要利润，2023 年能源化工板块业务毛利贡献为负。

公司近 5 年人员效率大幅提升。2019-2023 年期间，公司业务保持稳健增长，营业收入从 378.31 亿元增长至 413.27 亿元，同期公司员工总数却呈下降趋势，从 2019 年的 13020 人，下降至 10774 人，人数下降幅度达 17%。同期公司人均创收从 290.56 万元，提升至 383.58 万元，上升幅度达 32%。近 5 年间，主要减少的是生产人员和行政人员，2019-2023 年，生产人员数量从 9660 人下降至 8223 人，下降幅度达 15%，行政人员从 1681 人下降至 876 人，下降幅度高达 48%，财务人员也有 33% 的下降。而同期技术人员则有 11% 的增长，销售人员有 3% 的增长。公司人员结构得到明显优化，整体人效有大幅提升。

图5：华谊集团 2019-2023 员工人数及人均创收


资料来源：wind，民生证券研究院

表1：华谊集团 2019-2023 年人员变化

年份	2019	2020	2021	2022	2023	2023 年相比 2019 年变化幅度
生产人员	9660	9429	9238	8917	8223	-15%
销售人员	658	712	876	752	679	3%
技术人员	699	678	701	817	779	11%
财务人员	322	289	244	243	217	-33%
行政人员	1681	1472	1113	962	876	-48%

资料来源：Wind，民生证券研究院

公司现有上海、安徽、广西多个生产基地。其中能化公司甲醇和醋酸业务主要在上海本部和安徽园区，轮胎业务在江苏、重庆、新疆、安徽、泰国都有布局。精细化学品主要在上海本部和广西基地。

表2：华谊集团主要产品产能情况

主要厂区或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	在建产能完工时间
能化本部甲醇 (万吨)	95	46		
能化本部醋酸 (万吨)	70	62		
安徽华谊甲醇 (万吨)	66	97		
安徽华谊醋酸 (万吨)	60	95		
双钱江苏载重轮胎 (万条)	360	95		
双钱重庆载重轮胎 (万条)	250	88		
双钱新疆载重轮胎 (万条)	195	98		
双钱安徽乘用车胎 (万条)	600	90		
双钱安徽乘用车胎二期 (万条)	360		360	预计 2024 年投产
华谊泰国载重轮胎 (万条)	180	70		

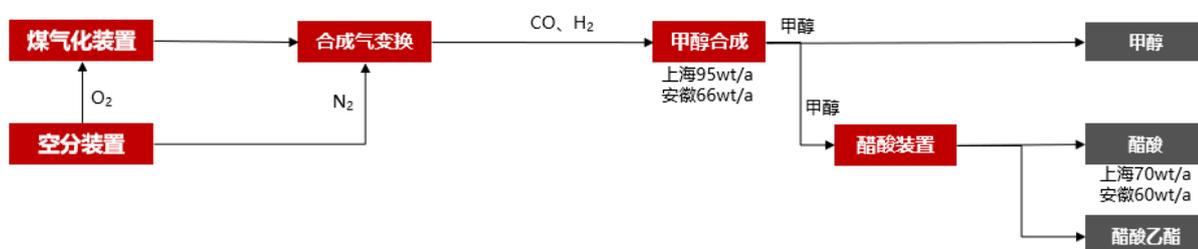
漕泾新材料丙烯酸 (万吨)	32	100		
工业气体 (万 M3)	120000	92		
广西华谊新材料丙烯 (万吨)	75	57		
广西华谊新材料双酚 A (万吨)	20	68		
广西华谊新材料丁辛醇 (万吨)	32		32	预计 2026 年投产

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 能源化工：为上海吴泾和安徽芜湖化工园区配套 合成气和基础化工原料

公司能源化工业务主要产品包括甲醇、醋酸、醋酸乙酯、合成气等基础化学品和清洁能源产品，广泛应用于医药、农业、建筑、纺织和新能源汽车等领域，是国内领先的洁净煤综合利用公司。能源化工板块是集团的核心业务板块，主要由上海吴泾化工区的上海华谊能源化工有限公司和安徽省芜湖市无为县安徽华谊化工园区的安徽华谊化工有限公司以及配套的公用工程、物流等企业组成。2023年，公司能化板块实现销售收入 71.55 亿元，毛利-1.27 亿元。

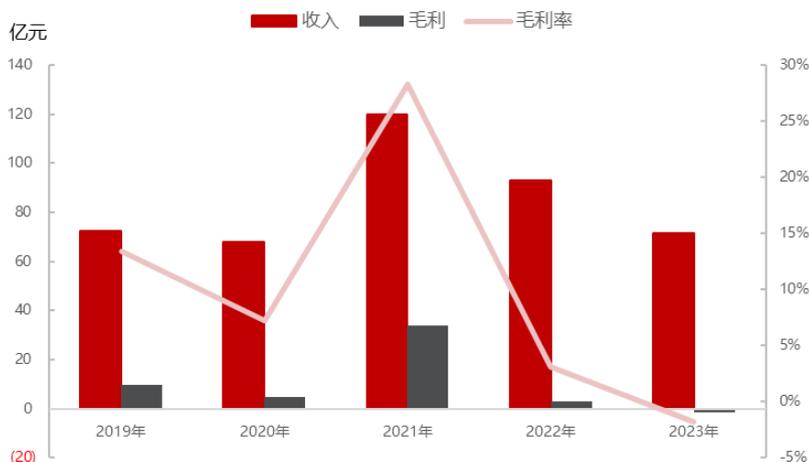
图6：华谊集团能源化工产业链布局



资料来源：公司官网、公司年报，民生证券研究院整理

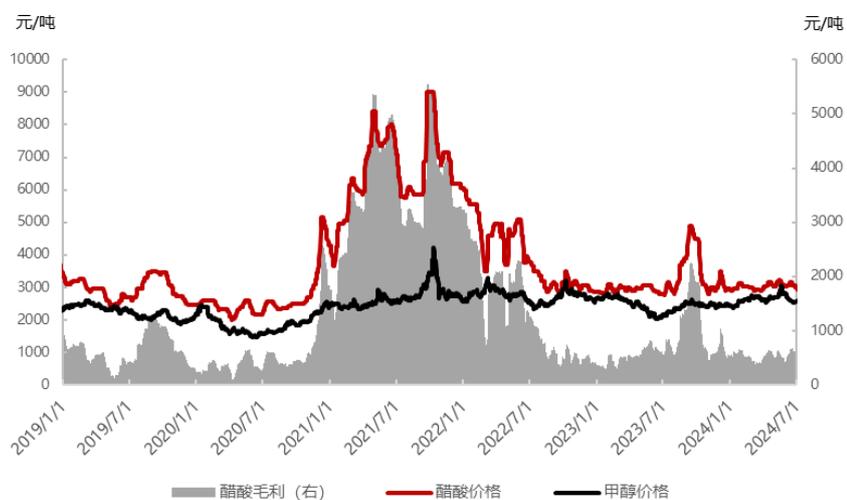
能化板块主要产品为甲醇（上海产能 95 万吨/年+安徽产能 66 万吨/年）、醋酸（上海产能 70 万吨/年+安徽产能 60 万吨/年）、一氧化碳、合成气和硫酸及空气分离产品等，并配套水、电、汽等公用工程，及铁路专用线和沿黄浦江的化工危险品专用码头、化学危险品专用运输车等物流设施。公司建有市级技术中心、模试研发基地，还设有特种材料设备制造中心。

图7：华谊集团能源化工业务收入及毛利



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：2019-2024 年醋酸价格及毛利变化

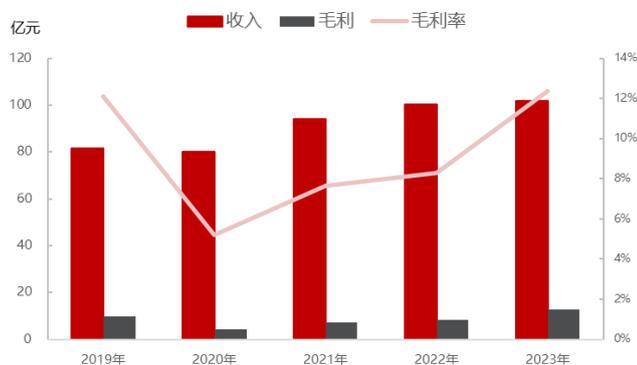


资料来源：wind，民生证券研究院

3 绿色轮胎：拥有双钱、回力等多个知名轮胎品牌

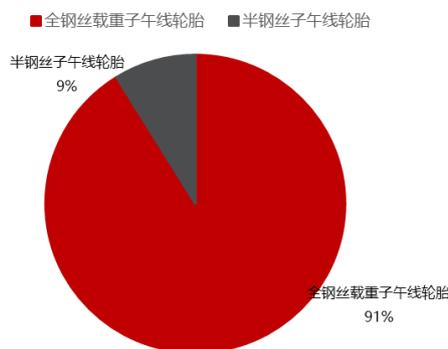
公司绿色轮胎业务主要产品包括载重胎、乘用车胎、工程胎等，产品广泛应用于卡车、客车、乘用车以及采矿和农业车辆等领域，并为众多汽车制造厂提供原厂配套。2023 年公司轮胎业务实现销售收入 101.84 亿元，同比增长 2%，毛利 12.59 亿元，同比增长 52%，毛利率约 12%。其中全钢丝载重子午线轮胎收入 92.86 亿元，占到轮胎业务收入的 91%，半钢丝子午线轮胎收入 8.98 亿元占轮胎业务收入的 9%。

图9：华谊集团轮胎业务 2019-2023 年收入及毛利



资料来源：wind，民生证券研究院

图10：华谊集团轮胎业务 2023 年收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

公司绿色轮胎以“双钱”品牌为核心，截至 2023 年底，公司拥有已拥有江苏、重庆、安徽、新疆、泰国多个生产基地，拥有轮胎产能 1585 万条/年，并在安徽新建乘用车产能 360 万吨/条，预计到 2024 年公司轮胎产能将达到 1945 万条。双钱轮胎前身是国内最早生产轮胎的上海大中华橡胶厂和上海正泰橡胶厂。公司的创业者于 1929 年和 1935 年分别创立了我国橡胶行业民族品牌“双钱”和“回力”，将引进技术与自主创新相结合，研发制造了中国轮胎行业的多个领先，培育和带动了我国轮胎产业的发展。两家公司于 1990 年组建了“上海轮胎橡胶(集团)公司”。2007 年，因循国际国内品牌名与公司名一致的做法，更名为“双钱集团股份有限公司”，2017 年 7 月，更名为“双钱轮胎集团有限公司”。

表3：华谊集团轮胎产能统计

类别	生产地	现有产能	在建产能	备注
载重胎	双钱江苏载重轮胎 (万条)	360		
	双钱重庆载重轮胎 (万条)	250		
	双钱新疆载重轮胎 (万条)	195		
	华谊泰国载重轮胎 (万条)	180		
乘用车胎	双钱安徽乘用车胎 (万条)	600		
	双钱安徽乘用车胎二期 (万条)		360	2024 年投产
合计 (万条)		1585	360	

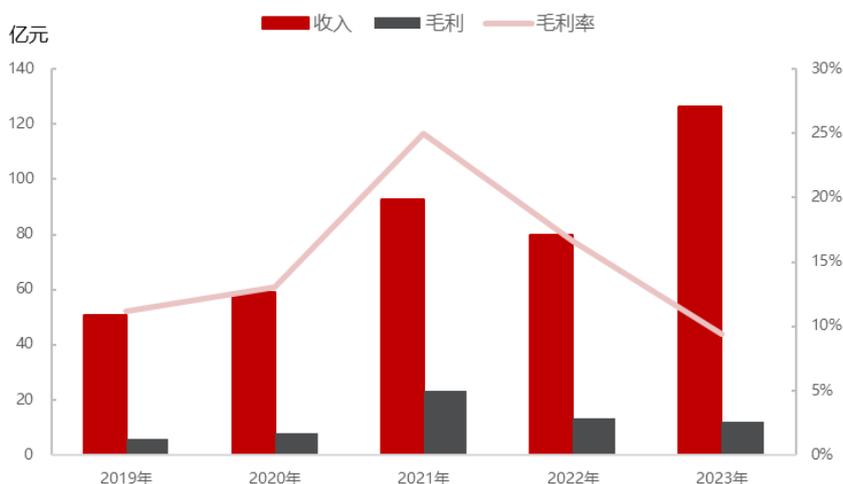
资料来源：公司 2023 年报，民生证券研究院

双钱轮胎是我国拥有自主知识产权的大型轮胎国有控股的制造企业。 公司主要产品有全钢丝子午线载重汽车轮胎、全钢丝子午线轻型载重汽车轮胎、全钢丝子午线工程车辆轮胎、全钢丝子午线工业车辆轮胎、农业子午线轮胎、半钢丝子午线乘用车轮胎、斜交载重汽车轮胎、斜交轻型载重汽车轮胎、斜交工程工业轮胎等。公司享有自营进出口权，产品销往国外一百多个国家和地区，国内市场覆盖各省、市和自治区，同时为中集集团、郑州宇通、厦门金龙、沃尔沃等 30 余家汽车制造厂配套，并进入欧美原配胎市场，与 SCHMITZ CARGO、Caterpillar、Autocar、UTILITY TRAILER 等著名汽车厂商的卡车、校车、工程机械车辆配套，而且还进入了以 J.B.HUNT 等著名物流公司为代表的欧美主流市场。公司在国内拥有四大生产基地，分别为建厂于 2004 年的双钱集团（江苏）轮胎有限公司、建厂于 2007 年的双钱集团（重庆）轮胎有限公司、建厂于 2011 年的双钱集团（安徽）回力轮胎有限公司和 2014 年完成控股的双钱集团（新疆）昆仑轮胎有限公司。

4 精细化工：现有业务以丙烯酸酯为核心，广西华谊打开发展新格局

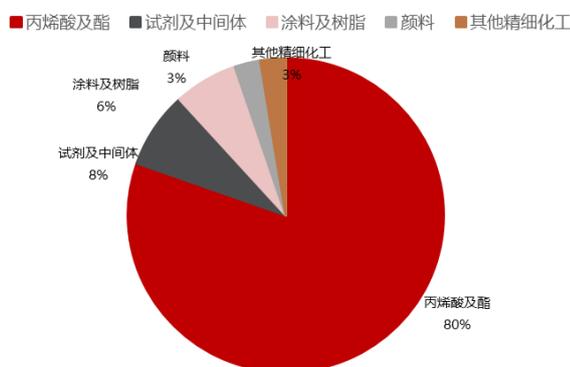
华谊集团精细化工业务主要以丙烯酸酯及相关业务为核心，精细化工板块主要由上海华谊丙烯酸有限公司和上海华谊精细化工有限公司组成，分产品看主要包括丙烯酸及酯、试剂及中间体、涂料及树脂、颜料等业务。2023 年公司精细化工产品实现收入 126.59 亿元，同比增长 59%，实现毛利 11.88 亿元，同比-10%。收入结构中，丙烯酸及酯业务占到精细化工板块收入的 80%，贡献了毛利的 55%，试剂及中间体业务占到精细化工板块收入的 8%，贡献到了毛利的 19%，涂料及树脂业务占到精细化工板块收入的 6%，贡献了毛利的 13%。

图11：华谊集团精细化工业务收入及毛利



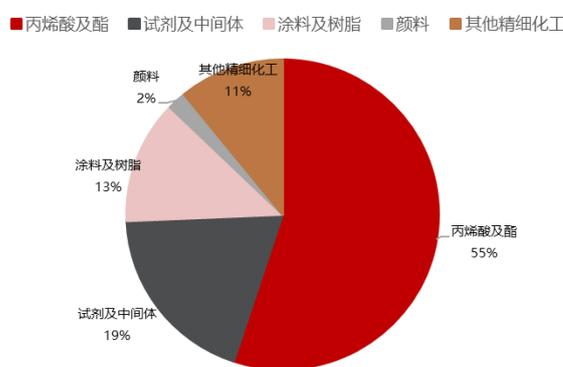
资料来源：wind，民生证券研究院

图12：华谊集团精细化工 2023 年收入结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图13：华谊集团精细化工 2023 年毛利结构

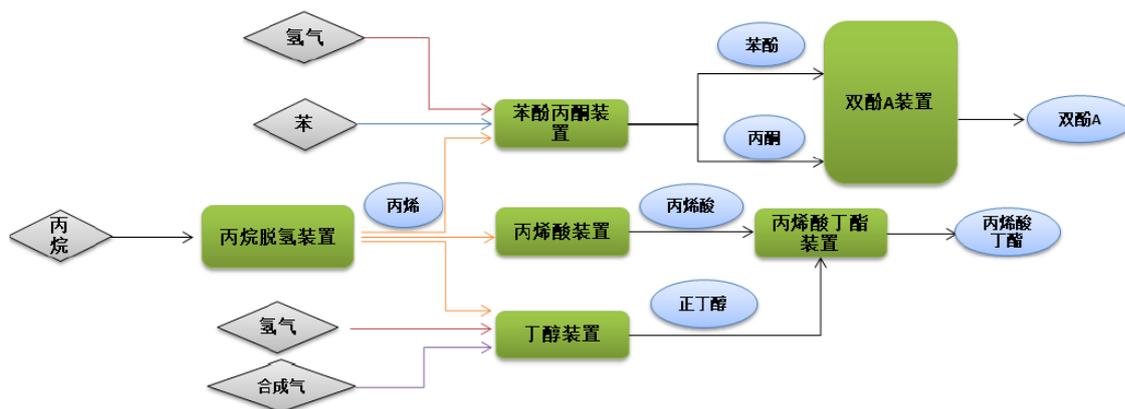


资料来源：wind，民生证券研究院

在丙烯酸酯业务方面，目前上海华谊拥有 32 万吨/年丙烯酸丁酯产能，广西华谊拥有 40 万吨/年丙烯酸丁酯产能，是国内最大的丙烯酸酯生产商之一。上海华谊丙烯酸有限公司于 2002 年 11 月 15 日，通过国有资产划转方式归入华谊集团，为华谊集团和中国石化集团资产管理有限公司按 9:1 控股的化工生产企业。公司通过引进吸收消化技术，并依靠技术创新相继开发了拥有自主知识产权的国产化丙烯酸及酯生产技术。主要产品有丙烯酸、冰晶型丙烯酸、丙烯酸丁酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸异辛酯、丙烯酸羟乙酯等产品。上海华谊精细化工有限公司是上海市高新技术企业、清洁生产企业，中国化工行业技术创新示范企业。公司下属企业上海开林造漆厂始建于 1915 年；次年诞生的上海振华造漆厂于 1918 年创立了“飞虎”牌油漆。公司拥有 20 家生产经营企业、3 家研究所、1 家上海市级技术中心和 5 家中外合资企业，其产品涉足钢铁、造船、汽车、核电及航天科技等领域，应用于长江三峡、秦山核电站、南极长城站、南浦大桥和神州系列火箭、神舟系列飞船等国家及市政多项重点工程，拥有“飞虎”、“光明”、“眼睛”、“一品”、“狮头”、“飞机”等涂料、染料全国著名品牌。

广西钦州基地为公司精细化工板块奠定新格局。2017 年以来公司开始在广西钦州规划实施一体化基地项目，目前已有一期 75 万吨/年 PDH、40 万吨/年丙烯酸及酯、40 万吨/年丙烯酸丁酯、20 万吨/年 BPA 等项目先后投产。此外另有阻聚剂、32 万吨/年丁辛醇、20 万吨/年特种环氧树脂、30 万吨 EVA 等项目在建。目前已经完成投资+规划中投资已超过 300 亿元，广西基地的持续建设和新项目投产将成为公司成长的重要引擎。

图14：广西华谊新材料公司产业链



资料来源：公司 2023 年报，民生证券研究院

表4：广西华谊主要在建/已投产项目

项目	建设内容	投资规模 (万元)	备注
75 万吨/年丙烯及下游深	75 万吨/年丙烷脱氢制丙烯、30 万吨/年羰基合成丁醇、40 万吨/年丙烯酸、	908,973	已投产

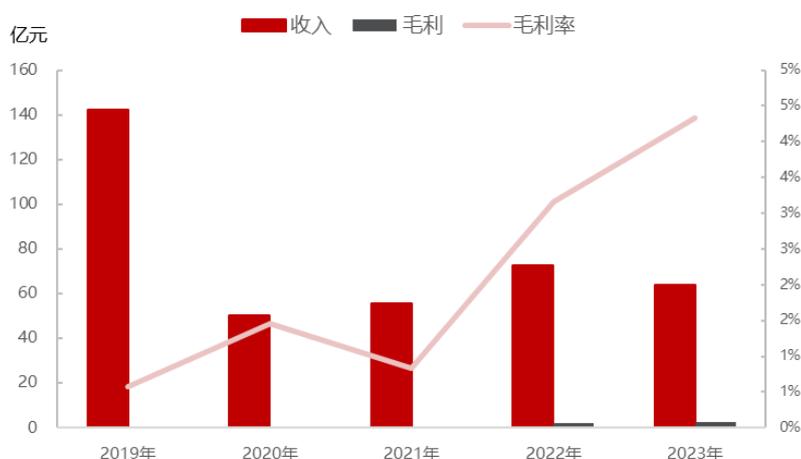
加工项目	40万吨/年丙烯酸丁酯、8.4万吨/年精丙烯酸、10万吨/年高吸水性树脂(SAP)等工艺装置		
苯酚-丙酮-BPA项目	23万吨/年异丙苯、28万吨/年苯酚丙酮、20万吨/年双酚A工艺装置,以及配套公用工程和辅助设施。	326,617	BPA已经投产
20万吨/年环氧树脂特种新材料项目	16.5万吨/年液体环氧树脂装置、1.2万吨/年固体环氧树脂装置、1.0万吨/年配方树脂装置、1.4万吨/年双酚F环氧树脂装置、1.0万吨/年环氧稀释剂装置	198,890	在建
32万吨/年丁辛醇及丙烯酸酯项目	32万吨/年丁辛醇装置(16万吨/年正丁醇+16万吨/年异辛醇)、8万吨/年丙烯酸异辛酯装置,以及配套公用工程和辅助设施。	199,794	在建
阻聚剂项目	建设生产能力为5000吨/年二苯胺-4000吨/年吩噻嗪装置、10000吨/年对苯二酚装置,以及配套的中控室、变配电站、循环水场、中间储罐、仓库等公用工程和辅助设施。	57,324	在建
三期甲醇制烯烃及下游深加工一体化项目	100万吨/年甲醇制烯烃、30万吨/年醋酸乙烯、40万吨/年EVA	1360000	建设周期2023年3月-2025年
合计		3,051,598	

资料来源:公司公告,民生证券研究院

5 化工服务：以贸易业务为主

公司化工服务是将集团四大核心业务板块的相关业务进行逐步集中，并通过专业化管理提升效率，涵盖“物流、工程、地产、投资、信息、金融”等平台，主要由上海天原（集团）有限公司、上海华谊工程有限公司、上海华谊集团化工实业有限公司、上海华谊集团投资有限公司、上海华谊信息技术有限公司、上海华谊集团财务有限责任公司、上海静安华谊小贷有限公司等组成。2023 年该业务板块实现收入 64.08 亿元，同比增长-12%，实现毛利 2.78 亿元，同比增长 4%。

图15：华谊集团化工服务业务 2019-2023 收入及毛利



资料来源：wind，民生证券研究院

化工品物流业务及服务贸易平台，主要由上海天原（集团）有限公司组成。主要从事三大服务产业：化工贸易服务、化工物流服务及材料应用服务。作为上海化工行业较大的贸易平台之一，依托华谊集团的资源和信息优势，显示出强劲的增长态势，不仅具备了多项物流运营资质，还拥有包括专用码头、铁路、车辆、储罐和仓库的丰富物流装备资源，在上海化工区和吴泾化工区及西部地区拥有丰富的业务资源。同时，还具有相当市场影响力的“天原”品牌优势和数十年化工危险品储运管理、危险品泄漏应急处理和全国配送管理的丰富经验，形成了较大的先行优势。此外，材料应用服务正通过注塑件、医用绿色粒料，及市政工程相关配套合作项目，逐步巩固行业地位。

化工工程服务业务平台，主要由上海华谊工程有限公司组成。具有工程总承包、化工石化医药行业设计、建筑行业建筑工程设计和建筑、化工、石化专业工程咨询甲级资质，化工石油工程施工总承包二级资质，以及压力管道和压力容器设计资格，业务范围涵盖化工行业工程咨询、工程设计、项目管理和工程总承包。

6 盈利预测与投资建议

6.1 盈利预测假设与业务拆分

业务拆分：

1) 精细化学品。公司精细化学品板块主要包括丙烯酸及酯、试剂及中间体、涂料及树脂、颜料、其他精细化工品等具体业务。2023 年整体实现收入 126.59 亿元，毛利率 9%。2024-2025 年，广西华谊二期项目的 32 万吨/年丁辛醇、阻聚剂、20 万吨/年环氧特种树脂项目将陆续投产，预计将带动销售收入实现较快增长，2024-2026 年收入增速分别为 5%、31%、3%。毛利率方面，受丙烯酸酯等业务拖累，2023 年精细化学品板块毛利水平处于历史低位的 9%，2024 年上半年以来相关产品盈利修复明显，预计 2024-2026 年毛利水平为 11%、15%、15%。

2) 绿色轮胎。公司现有各类轮胎产能 1585 万条/年，在建产能 360 万条/条，安徽在建产能于 2024 年投产。2023 年公司轮胎业务整体收入 101.84 亿元，毛利率 12%。受新产能投产支撑，预计轮胎板块收入增速分别为 6%、5%、3%。毛利率预计维持在 13%、13%、13%的水平。

3) 能源化工。公司能源化工业务主要产品为甲醇、醋酸等产品，2023 年实现收入 71.55 亿元，毛利率为-2%。主要受甲醇和醋酸产品价格处于相对低迷状态所致。2024 年以来甲醇价格相比 2023 年已有一定程度反弹，从 2023 年的均价 2460 元/吨上升至 2024 年均价的 2636 元/吨。预计 2024-2026 年，收入增速为 2%、2%、2%，毛利率为 1%、3%、4%。

4) 化工服务。公司化工服务业务主要为相关产品的贸易业务，2023 年实现销售收入 65.37 亿元，预计 2024-2026 年收入增速为 2%、2%、2%，毛利率稳定在 4%、4%、4%。

表5：公司营业收入拆分

业务板块	项目	2023	2024E	2025E	2026E
精细化工	收入 (百万元)	12659	13300	17427	17955
	收入增速	59%	5%	31%	3%
	毛利率	9%	11%	15%	15%
绿色轮胎	收入 (百万元)	10184	10819	11412	11781
	收入增速	2%	6%	5%	3%
	毛利率	12%	13%	13%	13%
能源化工	收入 (百万元)	7155	7298	7444	7593
	收入增速	-23%	2%	2%	2%
	毛利率	-2%	1%	3%	4%
化工服务	收入 (百万元)	6408	6537	6667	6801
	收入增速	-11.99%	2.00%	2.00%	2.00%
	毛利率	4%	4%	4%	4%
合计	收入 (百万元)	41327	42953	48031	49293
	收入增速	6%	4%	12%	3%

毛利率 9% 10% 12% 12%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

综上假设，我们预测公司 2024-2026 年营业收入分别为 429.53、480.31、492.93 亿元，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.97、16.46、17.11 亿元，EPS 分别 0.51、0.77、0.80 元，现价（2024 年 07 月 23 日）对应 PE 分别为 12x、8x、7x。

6.2 估值分析

公司业务涉及到精细化学品（丙烯酸酯、PDH、丁辛醇、苯酚/丙酮-BPA、环氧树脂等）、轮胎、能源化工产品（甲醇、醋酸等），我们选择万华化学（丙烯酸酯、PDH、丁辛醇）、赛轮轮胎（轮胎）、华鲁恒升（甲醇、醋酸）和中化国际（PDH、苯酚、丙酮、BPA、环氧树脂）作为对比对象。可比公司 2024-2026 年 PE 平均值为 18 倍、11 倍、10 倍，2024-2026 年公司 PE 分别为 12 倍、8 倍、7 倍，公司 PE 与可比公司均值相比更低，具备投资价值。

表1：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600309.SH	万华化学	79.70	6.27	7.40	8.32	13	11	10
601058.SH	赛轮轮胎	12.31	1.29	1.51	1.74	10	8	7
600426.SH	华鲁恒升	25.03	2.21	2.66	3.04	11	9	8
600500.SH	中化国际	3.62	0.11	0.25	0.28	33	15	13
	平均					18	11	10
600230.SH	华谊集团	6.01	0.51	0.77	0.80	12	8	7

资料来源：wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2024 年 7 月 23 日

6.3 投资建议

公司是上海市国资委下属的大型化工集团企业，在能源化工、绿色轮胎、精细化工、先进材料等领域都有较强竞争优势和自主创新能力。经过多年的持续管理优化，公司内部人员效率得到大幅提升，公司在广西钦州实施的一体化基地项目将为公司发展开辟全新天地。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 10.97、16.46、17.11 亿元，EPS 分别 0.51、0.77、0.80 元，现价（2024 年 07 月 23 日）对应 PE 分别为 12x、8x、7x。我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

7 风险提示

1) 项目建设进度不及预期的风险。公司在广西钦州基地进行大规模一体化园区建设，投资规划较大、项目较多，相关项目如不能如期完成建设或投产，或将对公司盈利产生不利影响。

2) 重点产品价格下滑的风险。公司重点产品丙烯酸及酯、丁辛醇、甲醇、醋酸、轮胎等产品行业内均有其他竞争对手扩产中，如相关产品需求增速不及预期，行业产能增速较快或将导致产品价格下滑，影响公司盈利。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	41,327	42,953	48,031	49,293
营业成本	37,627	38,680	42,474	43,517
营业税金及附加	172	172	192	197
销售费用	614	601	672	690
管理费用	1,119	1,289	1,441	1,479
研发费用	814	859	961	986
EBIT	893	1,525	2,484	2,621
财务费用	253	200	301	346
资产减值损失	-215	-212	-233	-238
投资收益	594	515	576	592
营业利润	1,620	1,843	2,766	2,875
营业外收支	-55	0	0	0
利润总额	1,565	1,843	2,766	2,875
所得税	219	277	415	431
净利润	1,347	1,567	2,351	2,444
归属于母公司净利润	905	1,097	1,646	1,711
EBITDA	2,549	3,580	5,245	5,953

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	16,350	7,906	4,173	4,692
应收账款及票据	1,480	1,648	1,842	1,891
预付款项	520	580	637	653
存货	4,973	5,087	5,586	5,723
其他流动资产	3,338	3,520	3,737	3,791
流动资产合计	26,661	18,740	15,975	16,749
长期股权投资	5,024	5,024	5,024	5,024
固定资产	18,862	25,009	30,842	32,321
无形资产	1,753	1,751	1,751	1,751
非流动资产合计	35,924	41,470	47,264	48,694
资产合计	62,585	60,211	63,239	65,443
短期借款	2,053	2,053	2,053	2,053
应付账款及票据	6,481	6,358	6,982	7,153
其他流动负债	18,690	15,179	15,579	15,688
流动负债合计	27,224	23,590	24,613	24,894
长期借款	7,211	7,211	7,211	7,211
其他长期负债	1,366	1,363	1,363	1,363
非流动负债合计	8,577	8,574	8,574	8,574
负债合计	35,801	32,164	33,187	33,468
股本	2,131	2,131	2,131	2,131
少数股东权益	4,529	4,999	5,705	6,438
股东权益合计	26,784	28,047	30,052	31,975
负债和股东权益合计	62,585	60,211	63,239	65,443

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	6.14	3.94	11.82	2.63
EBIT 增长率	-49.73	70.67	62.87	5.54
净利润增长率	-29.34	21.15	50.07	3.92
盈利能力 (%)				
毛利率	8.40	9.95	11.57	11.72
净利润率	2.21	2.55	3.43	3.47
总资产收益率 ROA	1.45	1.82	2.60	2.61
净资产收益率 ROE	4.07	4.76	6.76	6.70
偿债能力				
流动比率	0.98	0.79	0.65	0.67
速动比率	0.77	0.55	0.39	0.41
现金比率	0.60	0.34	0.17	0.19
资产负债率 (%)	57.20	53.42	52.48	51.14
经营效率				
应收账款周转天数	12.31	13.00	13.00	13.00
存货周转天数	48.47	50.00	50.00	50.00
总资产周转率	0.67	0.70	0.78	0.77
每股指标 (元)				
每股收益	0.42	0.51	0.77	0.80
每股净资产	10.44	10.81	11.42	11.98
每股经营现金流	0.17	1.45	2.23	2.51
每股股利	0.13	0.16	0.24	0.25
估值分析				
PE	14	12	8	7
PB	0.6	0.6	0.5	0.5
EV/EBITDA	4.55	3.24	2.21	1.95
股息收益率 (%)	2.16	2.71	4.06	4.22

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	1,347	1,567	2,351	2,444
折旧和摊销	1,655	2,055	2,762	3,332
营运资金变动	-2,241	-415	-177	-213
经营活动现金流	353	3,086	4,748	5,359
资本开支	-1,436	-7,950	-8,315	-4,515
投资	-175	0	0	0
投资活动现金流	-1,229	-7,712	-7,739	-3,924
股权募资	33	0	0	0
债务募资	940	-3,113	0	0
筹资活动现金流	15	-3,818	-743	-916
现金净流量	-897	-8,445	-3,733	519

插图目录

图 1: 华谊集团股权结构 (截至 2024/03/31)	3
图 2: 华谊集团 2019-2024Q1 营业总收入及归母净利润	4
图 3: 华谊集团 2023 年收入结构	4
图 4: 华谊集团 2023 年各业务毛利贡献	4
图 5: 华谊集团 2019-2023 员工人数及人均创收	5
图 6: 华谊集团能源化工产业链布局	7
图 7: 华谊集团能源化工业务收入及毛利	7
图 8: 2019-2024 年醋酸价格及毛利变化	8
图 9: 华谊集团轮胎业务 2019-2023 年收入及毛利	9
图 10: 华谊集团轮胎业务 2023 年收入结构	9
图 11: 华谊集团精细化工业务收入及毛利	11
图 12: 华谊集团精细化工 2023 年收入结构	11
图 13: 华谊集团精细化工 2023 年毛利结构	11
图 14: 广西华谊新材料公司产业链	12
图 15: 华谊集团化工服务业务 2019-2023 收入及毛利	14

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 华谊集团 2019-2023 年人员变化	5
表 2: 华谊集团主要产品产能情况	5
表 3: 华谊集团轮胎产能统计	9
表 4: 广西华谊主要在建/已投产项目	12
表 5: 公司营业收入拆分	15
表 1: 可比公司 PE 数据对比	16
公司财务报表数据预测汇总	18

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026