

2024年9月5日

中国旭阳 (1907.HK)

公司动态

证券研究报告

焦化

焦炭利润下滑，化工持续增长

中国旭阳 (1907.HK) 24 年上半年收入 252 亿/+21%，净利润 1.3 亿/-84%。焦炭价格今年以来已回调较多，较去年同期下跌约 16%。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 4.2/8.2/17.1 亿元，对应每 EPS 收益为 0.10/0.21/0.43 港元。维持“买入”评级，下调目标价为 4.2 港元，较当前股价有 42% 的上涨空间。

报告摘要

焦炭价格回调，利润承压。 24 年上半年焦炭及焦化业务收入 98 亿/+29%，毛利率 7.5%/-0.6pct，税前利润 0.63 亿/+56%，主要是旭阳中燃自 23 年 6 月纳入合并范围，被焦炭价格下跌所抵消。24 年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 320 万吨焦炭产能已顺利点火及投产，国际市场的开拓进展顺利。上半年焦炭业务量为 869 万吨（含贸易），同比增长 14.8%。未来公司还有萍乡项目在建，产能将会持续落地。

焦炭价格处于低谷，需求较为疲软。 24 年由于需求疲软焦炭价格显著下跌，较去年同期下跌约 16%，公司的平均销售价格约 2000 元/吨，7 月份为 1900 元/吨。1-7 月全国粗钢产量同比下降 2.2%，焦炭需求较为疲软。部分焦化企业已经开始亏损，整个行业的开工率下降，我们预期 24 年全年焦炭价格将保持宽幅震荡。

化工业务持续增长。 化工业务上半年收入 104 亿/+20%，主要是主要是由于苯乙烯的平均售价上升，以及苯乙烯及苯的销量增加。毛利率 8.5%/+0.7pct，盈利能力持续提升。税前利润 3.4 亿/+12.7%。化工品业务量达到 263 万吨/+19%。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，年产能 75 万吨，生产成本不断下降。氢能业务方面 24 年上半年氢气销量达到 945 万方，同比增约 1 倍，公司将建设定州、内蒙两座综合能源加氢站，预计 25 年达 5 座。

托管业务持续扩张。 运营管理业务上半年收入 24 亿/+4.1 倍，主要是去年下半年增加了山东苯加氢项目和吉林苯胺项目，税前利润 0.57 亿，同比扭亏。托管焦炭规模 460 万吨，化工规模 95 万吨。贸易业务收入 24.3 亿/-41%，主要是焦炭价格下降，公司优化贸易业务量；税前亏损 1.7 亿，主要是部分订单受价格波动出现亏损。

行业低谷仍实现盈利，体现了焦炭和化工两条腿走路战略的优势。 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 4.2/8.2/17.1 亿元，对应每 EPS 收益为 0.10/0.21/0.43 港元。维持“买入”评级，下调目标价为 4.2 港元，较当前股价有 42% 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	49,469	56,179	59,293
增长率(%)		12.25%	6.78%	7.39%	13.56%	5.54%
净利润	2,596	1,859	990	419	824	1,713
增长率(%)		-28.39%	-46.77%	-57.62%	96.59%	107.75%
毛利率(%)	14.39%	9.91%	7.22%	7.13%	7.63%	8.59%
净利率(%)	6.76%	4.31%	2.15%	0.85%	1.47%	2.89%
每股收益(港元)	0.65	0.46	0.25	0.10	0.21	0.43
每股净资产(港元)	2.77	3.14	3.61	6.77	6.90	7.17
市盈率	4.6	6.4	12.1	28.5	14.5	7.0
市净率	1.1	0.9	0.8	0.4	0.4	0.4
净资产收益率(%)	26.63%	15.68%	7.31%	2.02%	3.01%	6.08%
股息收益率	5.25%	5.44%	5.57%	2.56%	5.18%	10.93%

数据来源：Wind 资讯，安信国际预测

投资评级：

买入

目标价格：

4.2 港元

现价 (2024-9-5)：

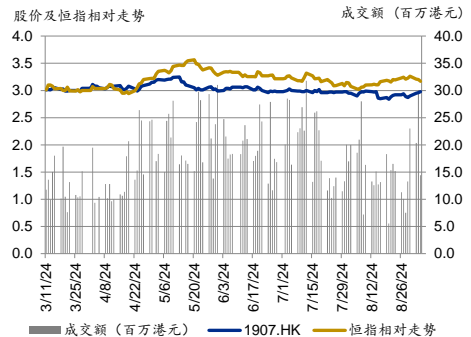
2.96 港元

总市值(百万港元)	13,118.51
流通市值(百万港元)	13,118.51
总股本(百万股)	4,402.19
流通股本(百万股)	4,402.19
12 个月低/高(港元)	2.8/3.3
平均成交(百万港元)	18.10

股东结构 (截止 2023-12-31)

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	-2.00	3.70	-6.47
绝对收益	1.02	-1.55	-13.83

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	49,469	56,179	59,293
焦炭及焦化产品	15,901	16,368	18,077	18,813	21,185	21,474
精细化工产品	12,579	15,430	18,681	19,879	22,704	25,529
运营管理	261	117	2,017	5,042	6,555	6,555
贸易	9,689	11,224	7,168	5,735	5,735	5,735
主营业务成本	-32,900	-38,864	-42,741	-45,940	-51,891	-54,202
毛利	5,530	4,275	3,325	3,529	4,288	5,091
毛利率	14.4%	9.9%	7.2%	7.1%	7.6%	8.6%
销售费用	-942	-985	-1,185	-1,435	-1,629	-1,719
占收入比例	-2.5%	-2.3%	-2.6%	-2.9%	-2.9%	-2.9%
管理费用	-974	-933	-1,061	-1,088	-1,236	-1,304
占收入比例	-2.5%	-2.2%	-2.3%	-2.2%	-2.2%	-2.2%
其他收入-经营	137	274	508	495	562	593
占收入比例	0.4%	0.6%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
其他经营净收益	-96	-1	332	376	300	216
占收入比例	-0.2%	0.0%	0.7%	0.8%	0.5%	0.4%
财务费用	-905	-997	-1,350	-1,336	-1,404	-1,364
占收入比例	-2.4%	-2.3%	-2.9%	-2.7%	-2.5%	-2.3%
应收拨备	-116	88	-111	-119	-136	-143
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	90	261	720
占收入比例	1.5%	1.1%	0.5%	0.2%	0.5%	1.2%
除税前溢利	3,198	2,203	682	511	1,005	2,089
所得税	-602	-344	308	-92	-181	-376
所得税率	18.8%	15.6%	-45.1%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润(含少数股东权益)	2,596	1,859	990	419	824	1,713
少数股东损益	-17	4	129	23	23	23
净利润(不含少数股东权益)	2,613	1,855	861	396	801	1,689
EPS (港元)	0.65	0.46	0.25	0.10	0.21	0.43
市盈率(倍)	4.6	6.4	12.0	28.3	14.4	6.9

数据来源: 公司财报, 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。2025 年 A 股焦化公司预测 PE 的平均值在 20x。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 20x 以反映长期的合理估值。结合 2025 年 EPS，对应目标价 4.0 港元。

用 DCF 方式估算时，考虑公司的抗风险能力，以及未来高速增长的预期，我们给予 WACC 为 12%，长期给予 2% 的增速，预测港股市值为 190 亿港元，对应目标价 4.3 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 4.2 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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
美锦能源	000723.SZ	175	CNY	24.7	3.2	-7.3	5.6	7.4	7.1	54.8		31.5	23.7
yoy				-21%	-87%	N/A	N/A	33%					
陕西黑猫	601015.SH	56	CNY	3.1	-5.7				17.9				
yoy				-83%	N/A								
山西焦化	600740.SH	90	CNY	28.9	14.1	5.8	10.5	17.6	3.1	6.4	15.5	8.6	5.1
yoy				88%	-51%	-58%	79%	68%					
平均估值									9.4	30.6	15.5	20.0	14.4

注：时间截止2024/9/5，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

		2025年EPS				
		0.16	0.18	0.20	0.22	0.24
PE	14.0	2.3	2.5	2.8	3.1	3.4
	17.0	2.8	3.1	3.4	3.7	4.1
	20.0	3.2	3.6	4.0	4.4	4.8
	23.0	3.7	4.1	4.6	5.1	5.6
	26.0	4.2	4.7	5.2	5.7	6.3

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 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	43,139	46,066	49,469	56,179								
增长率%		6.8%	7.4%	13.6%								
EBIT	3,200	2,031	1,847	2,410								
增长率%		-36.5%	-9.1%	30.5%								
EBIT率%	7.4%	4.4%	3.7%	4.3%								
有效税率%	15.6%	-45.1%	18.0%	18.0%								
EBIT x (1-有效税率)	2,700	2,949	1,515	1,976								
+ 折旧	1,320	2,302	2,302	2,302								
+ 营运资金变动	-275	-1,458	1,625	343								
- 资本支出	-8,425	-1,713	-1,000	-1,000								
自由现金流, FCF	-4,679	2,080	4,442	3,621	3,693	3,767	3,843	3,919	3,998	4,078	4,159	4,242
增长率%		-144.4%	113.6%	-18.5%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
折现年份			-	1	2	3	4	5	6	7	8	9
折现因子			1.0000	0.8929	0.7972	0.7118	0.6355	0.5674	0.5066	0.4523	0.4039	0.3606
FCF现值			4,442	3,233	2,944	2,681	2,442	2,224	2,025	1,845	1,680	1,530
FY2024-33 FCF现值总额				25,046								
永续期价值现值				15,605								
企业价值				40,651								
- 净负债				-21,785								
- 少数股东权益				-1,597								
DCF 估值 (HKD 000)				18,976								
假设:												
WACC				12%								
短期增长率				2%								
永续增长率				2%								

数据来源: 公司财报, 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	3,921	6,084	8,578
受限制存款	1,024	2,375	2,375	2,375	2,375
贸易应收款项	4,607	6,585	6,009	6,825	7,203
存货	3,221	3,406	3,562	4,023	4,202
预付及其他应收	-	-	-	-	-
其他流动资产	3,336	3,529	3,529	3,529	3,529
流动资产总额	13,389	17,134	19,395	22,835	25,886
物业、厂房及设备	22,168	26,897	24,595	22,293	19,991
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	837	1,501	1,501	1,501	1,501
递延税项资产	128	144	144	144	144
其他非流动资产	2,699	770	770	770	770
非流动资产总额	32,714	36,702	35,400	34,098	32,796
总资产	46,103	53,836	54,796	56,933	58,682
贸易应付款项	9,464	8,774	9,801	11,071	11,564
其他应付及合同负债	2,011	2,401	2,578	2,928	3,090
短期有息债务	12,624	17,509	17,509	17,509	17,509
应付关联方	184	828	828	828	828
应付即期税项	714	380	380	380	380
其他流动负债	50	64	64	64	64
流动负债总额	25,047	29,955	31,161	32,780	33,435
长期有息债务	7,604	8,197	8,197	8,197	8,197
长期应付款	-	-	-	-	-
其他	856	1,212	1,212	1,212	1,212
非流动负债总额	8,461	9,408	9,408	9,408	9,408
总负债	33,508	39,364	40,569	42,188	42,844
股本	382	382	382	382	382
储备	11,728	12,516	12,247	12,742	13,812
少数股东权益	485	1,574	1,597	1,621	1,644
总股东权益	12,595	14,472	14,227	14,745	15,839

现金流量表

人民币百万	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
息税前利润	3,200	2,031	1,847	2,410	3,452
所得税	-473	-142	-92	-181	-376
营运资本变动	-275	-1,458	1,625	343	98
折旧及摊销	1,425	2,334	2,302	2,302	2,302
其他	-713	-561	-	-	-
经营性现金流净额	3,164	2,204	5,682	4,874	5,476
购置固定资产	-4,305	-2,049	-	-	-
收购附属公司	-4,018	984	-1,000	-1,000	-1,000
其他净投资	-4,876	336	-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	700	-	-	-
支付股息	-823	-305	-665	-306	-619
新增债务	6,464	646	-	-	-
利息支出	-1,126	-1,283	-1,336	-1,404	-1,364
其他	-199	-213	-	-	-
筹资性现金流净额	4,926	-455	-2,001	-1,710	-1,983
现金净变动	-1,091	37	2,681	2,163	2,494
现金期初余额	2,281	1,201	1,239	3,921	6,084
现金期末余额	1,190	1,237	3,921	6,084	8,578

数据来源：公司财报，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	49,469	56,179	59,293
主营业务成本	-38,864	-42,741	-45,940	-51,891	-54,202
毛利	4,275	3,325	3,529	4,288	5,091
销售费用	-985	-1,185	-1,435	-1,629	-1,719
管理费用	-933	-1,061	-1,088	-1,236	-1,304
合营及联营公司损益	482	224	90	261	720
其他收入/经营费用	361	729	751	726	665
财务费用	-997	-1,350	-1,336	-1,404	-1,364
除税前利润	2,203	682	511	1,005	2,089
所得税	-344	308	-92	-181	-376
净利润	1,859	990	419	824	1,713
归属母公司净利润	1,855	861	396	801	1,689
EPS (港元)	0.46	0.25	0.10	0.21	0.43
EBITDA	4,520	4,333	4,149	4,712	5,754

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%	7.4%	13.6%	5.5%
除税前利润增长率 (%)		-69.1%	-25.0%	96.6%	107.7%
净利润增长率 (%)		-46.8%	-57.6%	96.6%	107.7%
盈利能力：					
毛利率 (%)	9.9%	7.2%	7.1%	7.6%	8.6%
净利率 (%)	4.3%	2.1%	0.8%	1.5%	2.9%
ROE (%)	15.7%	7.3%	2.9%	5.7%	11.2%
偿债能力：					
资产负债率 (%)	72.7%	73.1%	74.0%	74.1%	73.0%
流动比率 (x)	0.53	0.57	0.62	0.70	0.77
利息覆盖倍数 (x)	4.53	3.21	3.11	3.35	4.22
营运能力					
存货周转天数	25	28	28	28	28
应收账款周转天数	35	44	44	44	44
应付账款周转天数	69	78	78	78	78
每股资料					
EPS (港元)	0.46	0.25	0.10	0.21	0.43
BPS (港元)	3.14	3.61	3.55	3.68	3.95
每股经营现金 (港元)	0.79	0.55	1.42	1.22	1.37
估值比率					
PE	6.38	11.98	28.28	14.38	6.92
PB	0.94	0.82	0.83	0.80	0.75

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