



买入（维持）

所属行业：原材料业/原材料
当前价格(港币)：2.56 元

证券分析师

翟堃

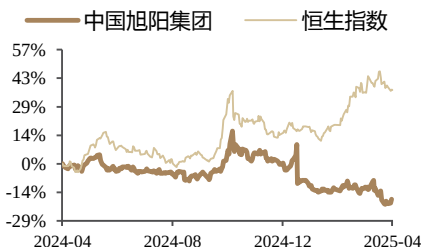
资格编号：S0120523050002
邮箱：zhaikun@tebon.com.cn

研究助理

谢信圆

邮箱：xieji@tebon.com.cn

市场表现



恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.88	-5.88	-7.25
相对涨幅(%)	-7.04	-20.63	-22.93

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《中国旭阳集团(1907.HK)：主业稳健成长，业绩改善可期》，2024.9.1

中国旭阳集团（1907.HK）：传统业务显韧性，新兴领域迎发展

投资要点

- 事件：公司披露 2024 年度业绩。**2024 年公司实现营业收入 475.43 亿，同比+2.98%；实现净利润 0.2 亿元，同比-97.66%。分季度看，2024H2 实现营收 223.18 亿元，同比-11.80%，归母净利润亏损 0.92 亿元。
- 焦炭业务：焦炭价格下滑拖累业绩，“自建+运营管理”打造双轮驱动。**1) 2024 年，公司实现焦炭业销量 955 万吨，同比+16.30%，其中 24H2 焦炭销量 475 万吨，同比-5.06%，环比-0.9%。价格和成本方面，24 年焦炭平均价格为 1847.7 元/吨，同比-16.1%，其中 24H2 价格 1648 元/吨，同比-25.2%，环比-19.5%。24 年焦炭平均成本为 1689 元/吨，同比-15.6%。受到焦炭价格下行影响，24 年焦炭营业收入 176.42 亿元，同比-2.40%；毛利 15.14 亿元，同比-7.75%。展望未来，在“两重”、“两新”政策支持叠加宏观预期改善下，焦炭价格有望迎来触底反弹。2) 在手焦炭项目进展顺利，有望持续贡献增量。据公司官方公众号及公开业绩说明会，25 年公司重点推进江西萍乡 180 万吨、旭阳伟山 480 万吨等项目，规划焦炭增量 121 万吨。2024 年印尼苏拉威西焦炭项目年销量 228.3 万吨，营收 7.3 亿美元，海外项目逐步迎来收获期。3) 运营管理推动公司向轻资产模式转型。公司通过定制化生产，满足客户各类需求目标，提高客户黏性。25 年预计运营管理产能提升至 1740 万吨。通过运营管理模式，公司将逐步从生产型制造业龙头向服务型制造业转型升级。
- 化工业务：盈利同比高增，业务发展稳健。**1) 2024 年化工收入再超焦炭，成为集团收入和毛利占比贡献第一的业务板块。全年化工业务量 528 万吨，同比+8.87%。化工业务收入 207.29 亿元，同比+10.97%；毛利 15.16 亿元，同比+11.44%。2) 随着沧州二期项目投产，公司已内酰胺产能规模达到 75 万吨，预计到 2028 年，公司已内酰胺产能将达 150 万吨，有望成为全球第一的己内酰胺生产商。目前正在建的 5 万吨/年己二胺生产装置拟于下半年投产，有望加速原材料国产替代。同时，公司积极延伸下游，持续研发开拓 PA6、PA66、高温尼龙等新材料。我们认为随着精细化工业业务逐步向下游拓展，未来将成为公司发展的核心增量。
- 氢能源：收购亿华通，深化全产业链布局。**2024 年公司氢气销量 2010 万立方米，同比增长 212%，高纯氢产销量全国第二。在加氢站业务方面，公司已在定州、邢台、保定建有 4 座加氢站业务，现加氢能力 5 吨/天，定州第二座综合能源站将于 2025 年上半年开启运营。3 月 12 日，公司发布公告，宣布与亿华通签署框架协议，亿华通通过发行股份的方式与公司进行资产重组，完成交易后定州旭阳氢能成为亿华通全资子公司，中国旭阳集团变更成为亿华通控股股东。亿华通是国内领先的氢能燃料电池供应商，通过垂直整合产业链，公司将结合亿华通燃料电池系统技术，优化应用端商业路径，加速成为“制-储-运-加-研-用”全链条的一体化氢能企业。
- 盈利预测：**我们预计在宏观预期改善下，2025 年焦炭价格有望迎来触底反弹。同时，在精细化工板块，公司积极延伸下游，毛利率有望提升。我们预计公司 2025-2027 年合计收入分别为 483/509/539 亿元，归母净利润分别为 5.1/8.5/9.2 亿元，对应 PE 为 21/13/12 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**焦炭价格大幅下行，经济复苏不及预期；新项目投产进度不及预期。

股票数据		主要财务数据及预测				
总股本(百万股):	4,454.19		2023A	2024A	2025E	2026E
流通港股(百万股):	4,343.52	营业收入(百万元)	46066	47543	48323	50939
52 周内股价区间(港元):	2.480-3.620	(+/-)YOY(%)	6.78%	3.21%	1.64%	5.41%
总市值(百万港元):	11,402.72	净利润(百万元)	861	20	508	850
总资产(百万港元):	64,620.26	(+/-)YOY(%)	-53.60%	-97.66%	2425.61%	67.24%
每股净资产(港元):	3.09	全面摊薄 EPS(元)	0.19	0.00	0.11	0.19
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	7.2%	7.3%	8.3%	8.6%
		净资产收益率(%)	6.67%	0.16%	3.88%	6.20%
		资料来源: 公司年报 (2023-2024), 德邦研究所				

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	0.005	0.114	0.191	0.205
每股净资产	2.86	2.94	3.08	3.22
每股经营现金流	0.32	0.61	0.62	1.07
每股股利	0.03	0.14	0.16	0.17
价值评估(倍)				
P/E	555.37	21.19	12.67	11.77
P/B	0.88	0.82	0.79	0.75
P/S	0.24	0.22	0.21	0.20
EV/EBITDA	46.00	18.41	14.86	12.12
股息率%	1.2%	5.8%	6.6%	7.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	7.34%	8.33%	8.55%	8.92%
净利润率	0.04%	1.05%	1.67%	1.70%
净资产收益率	0.16%	3.88%	6.20%	6.38%
资产回报率	0.03%	0.88%	1.36%	1.38%
投资回报率	1.66%	2.62%	3.15%	3.45%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	3.21%	1.64%	5.41%	5.89%
EBIT 增长率	-27.19%	65.08%	27.47%	16.04%
净利润增长率	-97.66%	2425.61%	67.24%	7.63%
偿债能力指标				
资产负债率	73.5%	71.8%	72.6%	72.8%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8
速动比率	0.5	0.5	0.5	0.6
现金比率	0.1	0.2	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	11.2	6.9	7.2	7.2
存货周转天数	26.5	24.0	25.4	25.1
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
固定资产周转率	1.7	1.8	1.9	2.0

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	20	508	850	915
少数股东损益	78	112	199	229
非现金支出	0	619	607	595
非经营收益	1338	748	741	1066
营运资金变动	0	739	373	1965
经营活动现金流	1436	2725	2771	4770
资产	0	-2	-22	-4
投资	0	-215	-146	-169
其他	-3644	528	625	405
投资活动现金流	-3644	311	457	233
债权募资	0	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	3051	224	378	454
融资活动现金流	3051	224	378	454
现金净流量	849	3260	3607	5457

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 2 日
资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	47543	48323	50939	53939
营业成本	44053	44297	46581	49130
毛利率%	7.3%	8.3%	8.6%	8.9%
营业费用	1489	1498	1534	1689
营业费用率%	3.13%	3.10%	3.01%	3.13%
管理费用	1143	1112	1019	1025
管理费用率%	2.40%	2.30%	2.00%	1.90%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EBIT	858	1416	1805	2095
财务费用	1410	1213	1206	1203
财务费用率%	2.97%	2.51%	2.37%	2.23%
投资收益	106	106	106	106
营业利润	858	1379	1755	2077
利润总额	109	694	1174	1280
EBITDA	858	2035	2412	2689
所得税	12	74	124	136
有效所得税率%	10.60%	10.60%	10.60%	10.60%
少数股东损益	78	112	199	229
归属母公司所有者净利润	20	508	850	915

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	2088	5348	8955	14412
应收账款及应收票据	1510	349	1689	469
存货	3078	2828	3742	3103
其它流动资产	14427	11075	10183	10740
流动资产合计	21103	19600	24570	28723
长期股权投资	3862	4075	4220	4385
固定资产	27832	27277	26753	26222
在建工程				
无形资产	3103	3041	2980	2921
非流动资产合计	38738	38336	37898	37475
资产总计	59841	57936	62467	66198
短期借款	20884	22536	24536	26736
应付票据及应付账款	5615	1253	2474	2439
预收账款				
其它流动负债	7297	7635	8151	8847
流动负债合计	33796	31424	35160	38022
长期借款	9488	9488	9488	9488
其它长期负债	680	680	680	680
非流动负债合计	10168	10168	10168	10168
负债总计	43964	41592	45328	48190
实收资本	385	385	385	385
普通股股东权益	12760	13116	13711	14352
少数股东权益	3117	3229	3428	3657
负债和所有者权益合计	59841	57936	62467	66198

信息披露

分析师与研究助理简介

翟堃，所长助理，能源开采&有色金属行业首席分析师，中国人民大学金融硕士，天津大学工学学士，8年证券研究经验，2022年上海证券报能源行业第二名，2021年新财富能源开采行业入围，2020年机构投资者（II）钢铁、煤炭和铁行业第二名，2019年机构投资者（II）金属与采矿行业第三名。研究基础扎实，产业、政府资源丰富，擅长从库存周期角度把握周期节奏，深挖优质弹性标的。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。