

2025 年 4 月 17 日
中国旭阳 (1907.HK)

焦炭化工双轮驱动支撑利润

2024 年，中国旭阳实现总营业收入 475.43 亿元，同比增长 3.2%；实现净利润 0.20 亿元，同比减少 97%，主要是受到焦炭价格下跌的影响，焦炭利润承压。考虑到焦炭价格在今年以来的下跌，我们下调 25/26/27 年净利润为 2.3/7.8/11.5 亿元，对应每 EPS 收益为 0.06/0.19/0.29 港元。维持“买入”评级，维持目标价为 4.2 港元，较当前股价有 66% 的上涨空间。

报告摘要

焦炭价格回调，利润承压。24 年全年焦炭及焦化业务收入 176/-2.4%，毛利率 8.6%/-0.5pct，税前利润 0.87 亿/-78%。其中 24 年下半年税前利润 0.23 亿，环比上半年下降 63%。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。24 年焦炭产能达到 2380 万吨。未来公司还有萍乡 160 万吨的项目在建，产能将会持续落地。

焦炭价格持续下跌，拉低业务利润。焦炭产品的平均价格下跌至约人民币 1,848 元/吨（不含税），对比去年下跌约 16.1%；截止 2025 年 3 月底，公司焦炭价格维持在约人民币 1,436.54 元/吨（不含税），主要是部分客户开始去库存。25 年 1-2 月全国粗钢产量同比下降 1.5%，焦炭需求较为疲软。未来我们预期焦炭价格仍将维持低位运行，如果后续经济刺激政策力度加大，也许有宽幅震荡的机会。

化工业务持续增长。化工业务 24 年收入 207 亿/+10%，主要是主要是己内酰胺销量增加 2.7 万吨，以及东明生产园区复产。毛利率 7.3%，同比持平，税前利润 5.5 亿/+21%。化工品业务量达到 528 万吨/+8.8%。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，并且未来还计划扩张到 150 万吨，己内酰胺的生产成本持续下降。2025 年，5 万吨己二胺投产，解决己二胺卡脖子问题。氢能业务方面 24 年氢气销量达到 2010 万方，同比增约 2.1 倍。氢能公司与北京亿华通拟进行换股交易，向上游延伸至燃料电池业务，进一步夯实在氢能产业的布局。

托管业务持续扩张。运营管理业务 24 年收入 4.2 亿/+109%，主要是 24 年增加了吉林苯胺项目和吴忠市焦化项目，税前利润 0.55 亿，同比扭亏。托管焦炭规模 550 万吨，化工规模 96 万吨。贸易业务收入 47.4 亿/-33%，主要是焦炭价格下跌影响；税前亏损-2.7 亿，亏损同比扩大 57%，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 25/26/27 年净利润为 2.3/7.8/11.5 亿元，对应每 EPS 收益为 0.06/0.19/0.29 港元。维持“买入”评级，维持目标价为 4.2 港元，较当前股价有 66% 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。

(转下页...)

公司动态分析

证券研究报告

焦炭

投资评级：买入

维持评级

6 个月目标价 4.2 港元

股价 2025-4-17 2.53 港元

总市值(亿港元)	113.58
流通市值(亿港元)	113.58
总股本(亿股)	44.54
流通股本(亿股)	44.54
12 个月低/高(港元)	2.4/3.3
平均成交(百万港元)	0.24

股东结构 (截止 2024-6-30)

杨雪岗	71.4%
其他股东	28.6%
总计	100.0%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.52	-14.74	-43.74
绝对收益	-6.59	-5.56	-16.90

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 消费行业分析师
gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	43,139	46,066	47,543	51,894	58,693	62,264
增长率(%)		6.78%	3.21%	9.15%	13.10%	6.09%
净利润	1,859	990	98	235	780	1,150
增长率(%)		-46.77%	-90.12%	140.00%	232.12%	47.48%
毛利率(%)	9.91%	7.22%	7.34%	7.20%	7.87%	8.13%
净利润率(%)	4.31%	2.15%	0.21%	0.45%	1.33%	1.85%
每股收益(港元)	0.46	0.25	0.02	0.06	0.19	0.29
每股净资产(港元)	3.14	3.61	3.62	3.64	3.81	4.04
市盈率	6.4	12.0	121.2	50.5	15.2	10.3
市净率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
净资产收益率(%)	15.68%	7.31%	0.68%	1.61%	5.23%	7.32%
股息收益率	5.44%	2.28%	1.12%	1.06%	1.78%	2.71%

数据来源：公司资料，国证国际预测

1. 财务报表预测

图表 1：盈利预测

人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	43,139	46,066	47,543	51,894	58,693	62,264
焦炭及焦化产品	16,368	18,077	17,642	17,588	20,972	21,164
精细化工产品	15,430	18,681	20,729	24,073	27,488	30,868
运营管理	117	2,017	4,225	5,493	5,493	5,493
贸易	11,224	7,168	4,740	4,740	4,740	4,740
主营业务成本	-38,864	-42,741	-44,053	-48,158	-54,073	-57,205
毛利	4,275	3,325	3,490	3,737	4,620	5,059
毛利率	9.9%	7.2%	7.3%	7.2%	7.9%	8.1%
销售费用	-985	-1,185	-1,489	-1,625	-1,838	-1,950
占收入比例	-2.3%	-2.6%	-3.1%	-3.1%	-3.1%	-3.1%
管理费用	-933	-1,061	-1,143	-1,247	-1,411	-1,497
占收入比例	-2.2%	-2.3%	-2.4%	-2.4%	-2.4%	-2.4%
其他收入-经营	274	508	586	640	724	768
占收入比例	0.6%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
其他经营净收益	-1	332	-92	-142	-340	-488
占收入比例	0.0%	0.7%	-0.2%	-0.3%	-0.6%	-0.8%
财务费用	-997	-1,350	-1,410	-1,297	-1,350	-1,245
占收入比例	-2.3%	-2.9%	-3.0%	-2.5%	-2.3%	-2.0%
应收拨备	88	-111	62	67	76	81
占收入比例	0.2%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
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	482	224	106	145	437	625
占收入比例	1.1%	0.5%	0.2%	0.3%	0.7%	1.0%
除税前溢利	2,203	682	109	276	917	1,353
所得税	-344	308	-12	-41	-138	-203
所得税率	15.6%	-45.1%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润(含少数股东权益)	1,859	990	98	235	780	1,150
少数股东损益	4	129	78	78	78	78
净利润(不含少数股东权益)	1,855	861	20	157	702	1,072
EPS (港元)	0.46	0.25	0.02	0.06	0.19	0.29
市盈率 (倍)	6.4	12.0	121.2	50.5	15.2	10.3

数据来源：公司财报，国证国际预测

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。由于预期 25 年净利润仍将保持在历史低位，我们选取用 26 年的净利润进行估值。2026 年 A 股焦化公司预测 PE 的平均值在 22x。考虑中国旭阳的行业竞争优势，我们给予 PE 倍数 20x 以反映长期的合理估值。结合 2026 年 EPS，对应目标价 3.4 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 9.3%，长期给予 2% 的增速，预测港股市值为 225 亿港元，对应目标价 5.1 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 (亿)	货币	归母净利润 (亿元)						P/E			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
美锦能源	000723.SZ	183	CNY	22.1	2.9	-5.7	4.3	6.0	8.3	63.2		42.9	30.2
yoy				-14%	-87%	N/A	N/A	42%					
陕西黑猫	601015.SH	60	CNY	2.8	-5.1				21.5				
yoy				-82%	N/A								
山西焦化	600740.SH	92	CNY	25.8	12.8	3.3	4.2	6.6	3.6	7.2	28.0	22.1	14.0
yoy				88%	-51%	-58%	79%	68%					
平均估值									11.1	35.2	28.0	32.5	22.1

注：时间截止2025.4.17，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

		2026年EPS				
		0.14	0.15	0.17	0.18	0.20
PE	14.0	1.9	2.1	2.3	2.6	2.8
	17.0	2.3	2.6	2.9	3.1	3.4
	20.0	2.7	3.0	3.4	3.7	4.1
	23.0	3.1	3.5	3.9	4.2	4.7
	26.0	3.5	3.9	4.4	4.8	5.3

数据来源：公司年报，国证国际研究预测

图表 4: 自由现金流折让模型估值 (DCF Valuation)

	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028	FY 2029	FY 2030	FY 2031	FY 2032	FY 2033
(年结31/12; RMB 000)	实际	实际	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测	预测
营业额	46,066	47,543	51,894	58,693	62,264	65,644	69,023				
增长率%		3.2%	9.2%	13.1%	6.1%	5.4%	5.1%				
EBIT	2,031	1,520	1,574	2,267	2,598	2,722	2,846				
增长率%		-25.2%	3.5%	44.1%	14.6%	4.8%	4.6%				
EBIT率%	4.4%	3.2%	3.0%	3.9%	4.2%	4.1%	4.1%				
有效税率%	-45.1%	10.6%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%				
EBIT x (1-有效税率)	2,949	1,359	1,338	1,927	2,208	2,314	2,419				
+ 折旧	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302	2,302				
+ 营运资金变动	-1,458	-910	70	101	57	78	78				
- 资本支出	-1,097	-1,097	-1,097	-1,097	-1,097	-1,097	-1,097				
自由现金流, FCF	2,695	1,653	2,612	3,233	3,470	3,597	3,702	3,776	3,852	3,929	4,007
增长率%		-38.7%	58.0%	23.8%	7.3%	3.7%	2.9%	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	0.9149	0.8371	0.7658	0.7007	0.6411	0.5865	0.5366	0.4910	0.4492
FCF现值		1,653	2,390	2,706	2,657	2,520	2,373	2,215	2,067	1,929	1,800
FY2025-33 FCF现值总额				22,311							
永续期价值现值				25,151							
企业价值				47,462							
- 净负债				-24,683							
- 少数股东权益				-1,624							
DCF 估值 (HKD 000)				22,505							
假设:											
WACC				9.3%							
短期增长率				2.0%							
永续增长率				2.0%							

数据来源：公司财报，国证国际预测

3. 风险提示

焦炭价格下跌；石油价格下跌；环保政策变动。

附表：财务报表预测

资产负债表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等值项目	1,239	3,637	5,408	7,368	9,569
受限制存款	2,375	3,673	3,673	3,673	3,673
贸易应收款项	6,585	8,444	8,202	9,277	9,841
存货	3,406	3,017	3,511	3,942	4,170
预付及其他应收	-	-	-	-	-
其他流动资产	3,529	4,628	4,628	4,628	4,628
流动资产总额	17,134	23,398	25,421	28,887	31,881
物业、厂房及设备	26,897	26,556	24,254	21,952	19,650
使用权资产	2,217	2,143	2,143	2,143	2,143
无形资产	1,281	1,231	1,231	1,231	1,231
商誉	232	232	232	232	232
于联营及合营企业投资	3,660	3,726	4,823	5,921	7,018
长期投资及其他应收款	1,501	1,749	1,749	1,749	1,749
递延税项资产	144	170	170	170	170
其他非流动资产	770	639	639	639	639
非流动资产总额	36,702	36,446	35,242	34,037	32,832
总资产	53,836	59,845	60,663	62,924	64,713
贸易应付款项	8,774	10,325	10,439	11,721	12,400
其他应付及合同负债	2,401	2,270	2,478	2,803	2,973
短期有息债务	17,509	19,320	19,320	19,320	19,320
应付关联方	828	1,091	1,091	1,091	1,091
应付即期税项	380	358	358	358	358
其他流动负债	64	55	55	55	55
流动负债总额	29,955	33,419	33,741	35,348	36,198
长期有息债务	8,197	10,770	10,770	10,770	10,770
长期应付款	-	-	-	-	-
其他	1,212	1,165	1,165	1,165	1,165
非流动负债总额	9,408	11,935	11,935	11,935	11,935
总负债	39,364	45,354	45,676	47,283	48,133
股本	382	381	381	381	381
储备	12,516	12,563	12,587	13,163	14,025
少数股东权益	1,574	1,547	1,624	1,702	1,780
总股东权益	14,472	14,490	14,987	15,641	16,580

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	2,031	1,520	1,574	2,267	2,598
所得税	-142	-12	-41	-138	-203
营运资本变动	-1,458	-910	70	101	57
折旧及摊销	2,334	2,302	2,302	2,302	2,302
其他	-561	-	-	-	-
经营性现金流净额	2,204	2,900	3,904	4,533	4,754
购置固定资产	-2,049	341	-	-	-
收购附属公司	984	-1,438	-1,097	-1,097	-1,097
其他净投资	336	-1,438	-1,097	-1,097	-1,097
投资性现金流净额	-1,713	-1,097	-1,097	-1,097	-1,097
新发股份	700	-	-	-	-
支付股息	-305	-270	-133	-126	-211
新增债务	646	4,385	-	-	-
利息支出	-1,283	-1,410	-1,297	-1,350	-1,245
其他	-213	-41	-	-	-
筹资性现金流净额	-455	2,664	-1,430	-1,476	-1,456
现金净变动	37	4,467	1,377	1,960	2,201
现金期初余额	1,201	1,239	3,637	5,408	7,368
现金期末余额	1,237	5,706	5,013	7,368	9,569

数据来源：公司财报，国证国际预测

利润表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	46,066	47,543	51,894	58,693	62,264
主营业务成本	-42,741	-44,053	-48,158	-54,073	-57,205
毛利	3,325	3,490	3,737	4,620	5,059
销售费用	-1,185	-1,489	-1,625	-1,838	-1,950
管理费用	-1,061	-1,143	-1,247	-1,411	-1,497
合营及联营公司损益	224	106	145	437	625
其他收入/经营费用	729	556	565	459	361
财务费用	-1,350	-1,410	-1,297	-1,350	-1,245
除税前利润	682	109	276	917	1,353
所得税	308	-12	-41	-138	-203
净利润	990	98	235	780	1,150
归属母公司净利润	861	20	157	702	1,072
EPS (港元)	0.24	0.02	0.06	0.19	0.27
EBITDA	4,333	3,822	3,876	4,569	4,900

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
同比增长率:					
营业收入增长率 (%)		3.2%	9.2%	13.1%	6.1%
除税前利润增长率 (%)		-84.0%	152.4%	232.1%	47.5%
净利润增长率 (%)		-90.1%	140.0%	232.1%	47.5%
盈利能力:					
毛利率 (%)	7.2%	7.3%	7.2%	7.9%	8.1%
净利率 (%)	2.1%	0.2%	0.5%	1.3%	1.8%
ROE (%)	7.3%	0.7%	1.6%	5.2%	7.3%

偿债能力:

资产负债率 (%)	73.1%	75.8%	75.3%	75.1%	74.4%
流动比率 (x)	0.57	0.70	0.75	0.82	0.88
利息覆盖倍数 (x)	3.21	2.71	2.99	3.38	3.93

营运能力

存货周转天数	28	27	27	27	27
应收账款周转天数	44	58	58	58	58
应付账款周转天数	78	79	79	79	79

每股资料

EPS (港元)	0.24	0.02	0.06	0.19	0.27
BPS (港元)	3.46	3.46	3.49	3.64	3.87
每股经营现金 (港元)	0.53	0.69	0.93	1.08	1.14

估值比率

PE	10.70	108.30	45.12	13.59	9.21
PB	0.73	0.73	0.73	0.69	0.65

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国证国际证券(香港)有限公司(国证国际)编写。此报告所载资料的来源皆被国证国际认为可靠。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。国证国际,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、意见及推测反映国证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。国证国际,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。

国证国际及其高级职员、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。国证国际,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至日本、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),国证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。

收件人应注意国证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,投资者应注意国证国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而国证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。除非获得国证国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。国证国际保留一切权利。

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。
- 国证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。

国证国际证券(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