

广西基地成型与强化市值管理，有望驱动公司价值重估

核心观点

- 上海优质化工国企：**华谊集团是上海大型国企华谊控股集团旗下的上市公司之一，由 2016 年重组双钱轮胎而来。在过去较长时间内，市场对于华谊集团的关注度较低。尽管公司在行业低迷期仍维持较好盈利水平，但市净率却长期低于 1 倍，已被明显低估。但我们认为，随着公司广西一体化基地三期全面投产，以及自身市值管理要求全面提升，华谊集团有望迎来价值重估，并进入新的发展阶段。
- 广西基地开启发展新阶段：**经过持续发展，上市公司目前已形成以煤化工、碳三、轮胎、化工服务等业务为主，上海、安徽、广西、泰国等国内外多基地并举的大型化工集团。2022 年之后虽然化工行业景气度非常低迷，但上市公司凭借优质的下游业务与合资项目使盈利仍维持在较好水平。2019 年起在控股集团牵头下，华谊在广西投资建设大型一体化基地，其中一二期的煤化工与碳三项目已投产，三期也将于今年全面投产。广西基地使集团煤化工、碳三、氯碱化工三大业务实现了大型一体化协同发展，产品线丰富，具有非常突出的区位优势，全面投产后将使集团化工业务的竞争力和盈利稳定性获得显著提升，并奠定未来长期发展的优良基础。
- 迎来估值修复契机：**上市公司公告计划以现金方式收购三爱富 60% 股权，我们认为这预示公司开启了 2017 年重组上市之后第二轮的集团资产证券化进程。按照已披露项目及前期承诺等原因，后续三爱富（氟化工）、广西煤化工全部股权、广西碳三业务少数股权等都有望注入上市公司。这些资产相比上市公司产能的技术水平、规模、一体化程度等都更具优势。而且参考上市公司前期重组的资产评估方法，预计后续的资产对价也有望以有利于上市公司价值提升，有利于中小股东权益的方式来确定。因此我们认为，在上海国资委提出强化上市公司市值管理工作，以及华谊集团资产证券化的多重诉求下，上市公司将由此打开估值修复的契机。

盈利预测与投资建议

- 我们认为公司盈利有望在广西基地三期全面投产、煤价下跌、景气度修复等作用下保持稳健增长。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.43、0.60、0.60 元，按照可比公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价为 8.60 元，首次给予买入评级。

风险提示

- 宏观经济波动风险；新项目投产低于预期；能源品价格波动；假设条件变化影响测算结果。

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	40,856	44,645	44,438	47,234	47,969
同比增长(%)	6.1%	9.3%	-0.5%	6.3%	1.6%
营业利润(百万元)	1,594	1,493	1,442	2,163	2,265
同比增长(%)	-21.9%	-6.4%	-3.4%	50.0%	4.7%
归属母公司净利润(百万元)	861	911	922	1,278	1,283
同比增长(%)	-32.8%	5.8%	1.2%	38.7%	0.4%
每股收益(元)	0.40	0.43	0.43	0.60	0.60
毛利率(%)	8.3%	7.2%	7.8%	8.9%	9.2%
净利率(%)	2.1%	2.0%	2.1%	2.7%	2.7%
净资产收益率(%)	3.9%	4.0%	4.0%	5.3%	5.0%
市盈率	17.0	16.1	15.9	11.5	11.4
市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

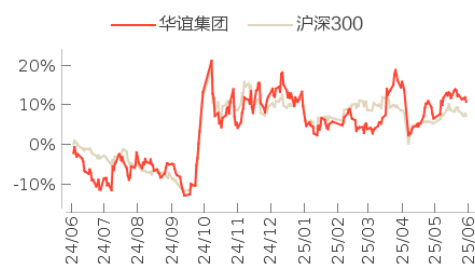
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（首次）

股价（2025年05月30日）	7.07 元
目标价格	8.60 元
52 周最高价/最低价	7.94/5.48 元
总股本/流通 A 股（万股）	213,145/211,494
A 股市值（百万元）	15,069
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2025 年 06 月 02 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.53	3.97	6.64	9.44
相对表现%	-0.45	2.12	7.92	2.6
沪深 300%	-1.08	1.85	-1.28	6.84



证券分析师

倪吉 021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

目 录

1、引言	4
2、企业发展历程	4
2.1 底蕴深厚人才辈出	5
2.2 产业发展历程	6
3、广西基地打开发展新篇章	8
3.1 广西一体化基地即将全面建成	8
3.2 区位优势显著	10
4、强化市值管理驱动价值重估	11
4.1 优质资产有望持续注入	11
4.2 定价有望利好中小投资者	13
5、盈利预测与投资建议	14
6、风险提示	15

图表目录

图 1：华谊集团营收与归母净利（亿元）	4
图 2：华谊集团 ROE 与资产负债率	4
图 3：公司营业收入结构（亿元）	5
图 4：公司毛利结构（亿元）	5
图 5：甲醇醋酸价格（元/吨）	5
图 6：丙烯酸及酯价格（元/吨）	5
图 7：华谊集团市净率	5
图 8：华谊控股、华谊集团、氯碱化工及相关子公司控股情况（本次三爱富交易完成后）	7
图 9：广西华谊一体化基地产业链情况	9
图 10：醋酸（左）与丙烯酸（右）国内产能分布（万吨）	10
图 11：华谊上海与安徽基地甲醇装置开工率	11
图 12：华谊上海与安徽基地醋酸装置开工率	11
图 13：秦皇岛动力煤价（元/吨）	13
图 14：广西防城港进口印尼煤价（元/吨）	13
图 15：甲醇价差（元/吨，甲醇-1.4*煤炭）	13
图 16：醋酸价差（元/吨，醋酸-0.5*甲醇-0.45*煤炭）	13
表 1：华谊集团对联营企业和合营企业的投资收益（万元）	6
表 2：2017 年以来华谊控股五大板块发展	7
表 3：三爱富财务数据（亿元）	7
表 4：华谊主要相关产能与直接持股情况（万吨，万条）	8
表 5：广西华谊一体化基地主要产能与主体（万吨）	9
表 6：广西华谊产品华南与华东市场价差（元/吨，不含税）	10
表 7：华谊控股煤化工产能情况（万吨）	11
表 8：国内煤炭产量、进口量及印尼进口量（万吨）	12
表 9：防城港印尼煤与秦皇岛煤价、价差及秦皇岛到上海煤炭运费（元/吨）	12
表 10：华谊集团煤化工与碳三业务分基地净利润（万元）	13
表 11：华谊集团重组收购情况（万元）	14
表 12：盈利预测核心假设	14
表 13：可比公司估值（截止到 2025 年 5 月 31 日）	15

1、引言

华谊集团是上海大型国企华谊控股集团旗下的上市公司之一，由 2016 年重组双钱轮胎而来。在过去较长时间内，市场对于华谊集团的关注度较低，使得公司估值偏低，市净率长期低于 1 倍。但我们认为，随着公司广西一体化基地三期全面投产，以及上海国企市值管理要求全面提升，华谊集团有望迎来价值重估，并进入新的发展阶段。具体如下：

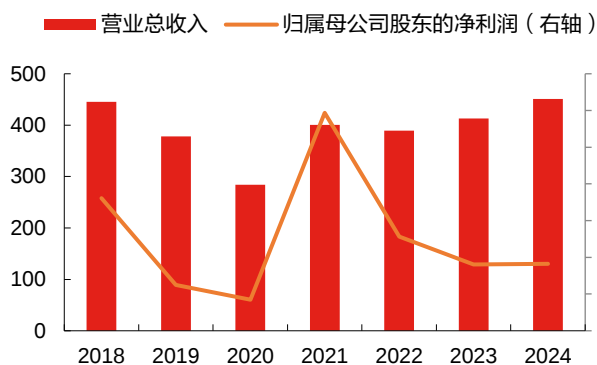
1) 经过持续发展，上市公司目前已形成以煤化工、碳三、轮胎、化工服务等业务为主，上海、安徽、广西、泰国等国内外多基地并举的大型化工集团。2022 年之后虽然化工行业景气度非常低迷，但上市公司凭借优质的下游业务与合资项目使盈利仍维持在较好水平。2019 年起在控股集团牵头下，华谊在广西投资建设大型一体化基地，其中一二期的煤化工与碳三项目已投产，三期也将于今年全面投产。广西基地使控股集团煤化工、碳三、氯碱化工三大业务实现了大型一体化协同发展，产品线丰富，具有非常突出的区位优势，全面投产后将使控股集团化工业务的竞争力和盈利稳定性获得显著提升，并奠定未来长期发展的优良基础。

2) 上市公司公告计划以现金方式收购三爱富 60% 股权，我们认为这预示公司开启了 2017 年重组上市之后第二轮的集团资产证券化进程。我们预计按照已披露项目及前期承诺等原因，后续有望注入上市公司的化工资产包括三爱富（氟化工）、广西煤化工全部股权、广西碳三业务少数股权等，这些资产都具有较强的竞争优势。而且参考上市公司前期重组的资产评估方法，预计后续的资产对价也都有望以有利于上市公司价值提升，有利于中小股东权益的方式来确定。因此我们认为，在上海国资委提出强化上市公司市值管理工作，以及控股集团资产证券化的多重诉求下，上市公司将由此打开估值修复的契机。

2、企业发展历程

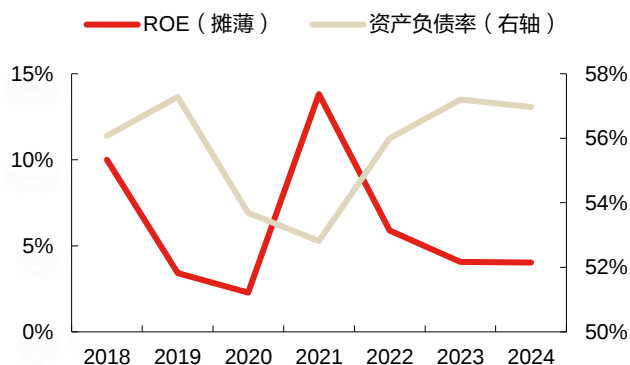
华谊集团的营收近几年在 400 亿左右波动，虽然销量随广西基地投产有所增长，但化工行业近几年景气度低迷，导致价格较弱，在收入端对冲了销量的增长。2021 年是近几年化工行业景气度最高峰，华谊集团的归母净利与 ROE 也出现了高点。之后行业景气度持续下行，公司主要产品甲醇、醋酸、丙烯酸及酯等产品价格也大幅下跌。不过，即使在 2023-2024 年这样景气度较差的时期，上市公司也保持了稳定盈利。从盈利角度看，就已经可以说明上市公司自 2022 年起股价长期破净并不合理。实际上，我们认为华谊从各个维度来看，都属于表现优秀的化工国企。由于华谊控股及下属两个上市公司华谊集团、氯碱化工之间的业务与股权关系比较复杂，我们先从华谊控股的整体情况开始介绍。

图 1：华谊集团营收与归母净利润（亿元）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

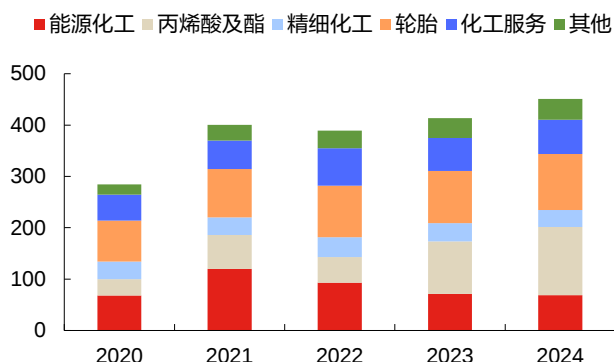
图 2：华谊集团 ROE 与资产负债率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

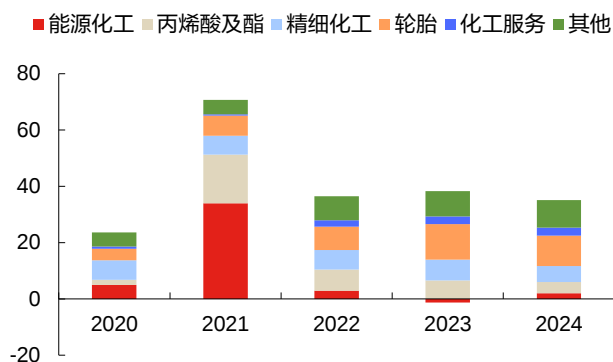
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 3：公司营业收入结构（亿元）



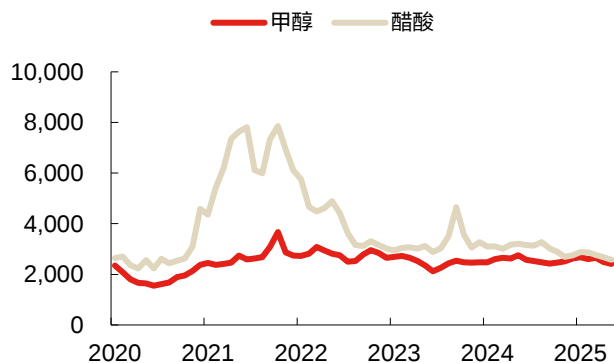
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：公司毛利结构（亿元）



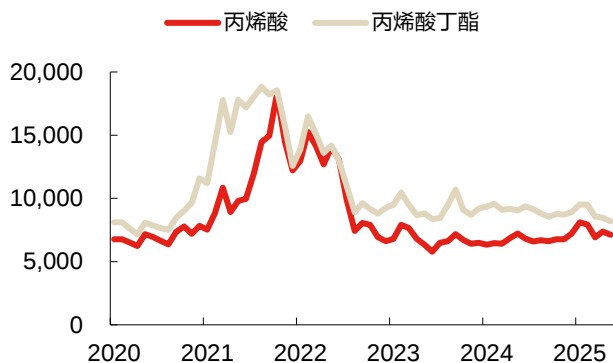
数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 5：甲醇醋酸价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 6：丙烯酸及酯价格（元/吨）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 7：华谊集团市净率



数据来源：同花顺，东方证券研究所

2.1 底蕴深厚人才辈出

华谊控股集团的前身是 1957 年成立的上海市化学工业局。1992-1993 年旗下的氯碱化工、双钱轮胎、三爱富先后上市。1995 年上海市化学工业局改组上海化工控股（集团）公司，1996 年与上海医药局联合重组，成立上海华谊控股集团公司。2016-2018 年，控股集团将煤化工与碳三业务

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

重组入双钱轮胎，并更名为华谊集团；将氟化工业务从三爱富上市公司中剥离回控股集团，上市公司则注入教育资产，变更实控人，并更名为国新文化。

上海作为我国对外开放和经济发展的标杆城市，化工业在发展过程中也扮演过十分重要的角色，并且长期处于国内领先水平。按照中国石油和化学工业联合会组织评选，确定上海化学工业经济技术开发区为 2024 年全国唯一高质量发展卓越化工园区。在早年大力引进外企外资时期，化工外企来我国发展业务的第一站普遍都会选择上海。而华谊作为上海国企，与大量外企成立了合资公司。这些合资公司一方面为公司高标准、规范化经营建立了扎实的基础，同时也为公司提供了长期稳定的投资收益。

在发展的过程中，华谊为产业进步做出了许多贡献，也培养了大量高水平人才。在管理人才方面，华谊为国家培养出多位高级别官员。现任国家副主席韩正曾在上海化工局工作，现任辽宁省政协主席、党组书记周波曾任华谊集团总裁。在重点产业领域，华谊集团前董事长刘训峰 2023 年调任中芯国际任董事长。在技术人才方面，华谊集团旗下的华谊丙烯酸、三爱富、双钱轮胎等在相关领域都是国内的开拓型企业，为国内行业发展输送了大量人才。

表 1：华谊集团对联营企业和合营企业的投资收益（万元）

联营与合资企业	股权比例	2021	2022	2023	2024
富美实（上海）农业科技有限公司	20%	4,585	7,102	29,888	4,887
上海卡博特化工有限公司	30%	5,777	4,664	2,959	7,816
上海阿科玛双氧水有限公司	33.33%	3,106	4,109	1,441	5,324
上海华林工业气体有限公司	50%	12,613	26,019	23,905	21,328
卡博特化工(天津)有限公司	30%	11,472	6,499	9,574	19,430
巴斯夫上海涂料有限公司	40%	40,551	36,593	23,487	28,703
上海国际油漆有限公司	34%	13,020	2,858	2,858	-25
小计（企业净利润乘华谊股权比例）		33,063	32,537	34,757	34,081
其他		11,100	5,511	18,843	25,456
合计		44,162	38,048	53,600	59,537

数据来源：公司公告，东方证券研究所

2.2 产业发展历程

华谊控股集团主要涉及煤化工、碳三、轮胎、氟化工、氯碱五大类化工业务，其中煤化工、碳三、轮胎归属华谊集团，氟化工业务有望注入华谊集团，氯碱业务则归属另一个上市公司氯碱化工。华谊集团的煤化工、碳三、轮胎三大板块的发展起点都在上海，其中煤化工和轮胎是典型的高能耗行业。客观来说，上海并不适合发展高能耗行业，因此华谊也较早就开始在国内其他地区发展业务。煤化工业务在 2012 年开拓了安徽基地，甲醇/醋酸产能（66/60 万吨）虽然小于上海本部（95/70 万吨），但表现出更强的竞争力。轮胎业务很早就在国内江苏、重庆、新疆、安徽等地布局了生产基地，2016 年在泰国建设生产基地，2017 年产品就顺利下线，是较早一批走向国门的轮胎企业。

表 2：2017 年以来华谊控股五大板块发展

	2017	2019	2020	2021	2023	2025E
煤化工				广西基地一期投产		广西基地三期投产
碳三		吴泾基地投产	参股 PDH 嘉兴一期投产		广西基地二期 嘉兴 PDH 二期投产	广西基地三期投产
轮胎	泰国基投产					
氟化工					福建邵武一期投产	福建邵武二期投产
氯碱化工				广西基地一期投产	广西基地二期投产	广西基地三期投产

数据来源：公司公告，东方证券研究所整理

三爱富的氟化工业务虽然从资本市场退出，但并没有停滞发展。2022 年，三爱富在上海、江苏常熟、内蒙古丰镇后的第四个基地福建邵武基地开始建设。福建邵武萤石具有丰富的萤石资源，三爱富邵武基地占地 1000 亩，计划总投资 100 亿。一期项目总投资 10 亿元，已于 2023 年底正式投产，产能主要是包括六氟环氧丙烷、六氟丙酮等在内的各类氟精细化学品。二期也正在建设中，投资 22 亿元，计划在 2025 年底投产。产能主要包括无水氢氟酸、乙炔、142b、VDF、PVDF 等，在扩张 PVDF 产能的同时，提升邵武基地整体的一体化水平。

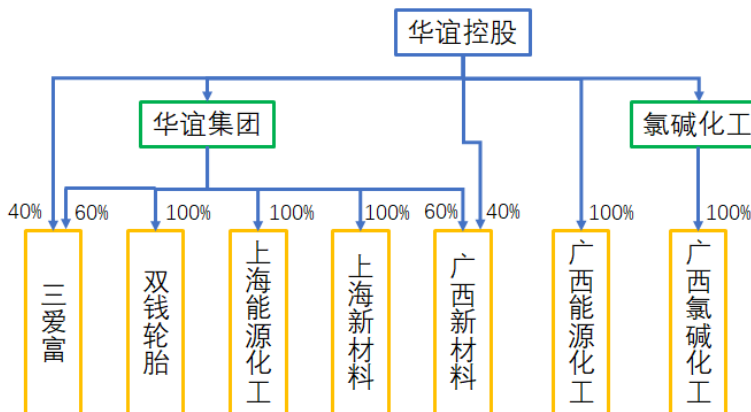
2021 年是华谊迎来的跨越式发展的重要一年，华谊在广西钦州的大型一体化项目的一期工程于 2021 年正式投产。2023 年底，广西基地二期也正式投产，目前三期项目也在建设过程中，计划将在 2025 年底正式投产。

表 3：三爱富财务数据（亿元）

	2023	2024
资产总额	88.83	107.00
净资产	61.64	64.23
营业收入	52.90	46.19
净利润	3.74	2.75

数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 8：华谊控股、华谊集团、氯碱化工及相关子公司控股情况（本次三爱富交易完成后）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 4：华谊主要相关产能与直接持股情况（万吨，万条）

板块	区域	产品	产能	华谊集团	华谊控股	主体
煤化工	上海	甲醇	95	100%		上海能源化工
		醋酸	70	100%		上海能源化工
			80（在建）	60%	40%	上海能源化工
	安徽	甲醇	66	94%		上海能源化工
		醋酸	60	94%		上海能源化工
	广西	甲醇	180		100%	广西能源化工
		醋酸	120		100%	广西能源化工
		甲醇制烯烃	100（在建）		100%	广西能源化工
		醋酸乙烯	30（在建）		100%	广西能源化工
		EVA	40（在建）		100%	广西能源化工
碳三	上海	丙烷脱氢	45	35%		浙江华泓
		丙烯酸	32	100%		上海新材料
	广西	丙烷脱氢	75	60%	40%	广西新材料
		丙烯酸	32	60%	40%	广西新材料
		丁辛醇	32（在建）	60%	40%	广西新材料
		苯酚丙酮	28+18	60%	40%	广西新材料
		双酚 A	20	60%	40%	广西新材料
		环氧树脂	20（在建）	60%	40%	广西新材料
轮胎	国内	载重	805	100%		双钱轮胎
		乘用	1000	100%		双钱轮胎
	泰国	载重	180	100%		双钱轮胎

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3、广西基地打开发展新篇章

广西一体化基地占地约 8000 亩，规划总投资约 900 亿元。整个基地分三期建设，一期建设期为 2019-2021 年，主要项目为园区公用工程、气体岛、氯碱、煤制甲醇、醋酸等。二期建设期为 2021-2023 年，主要项目为丙烷脱氢制丙烯、丙烯酸、丁辛醇、丙烯酸酯、氯碱、PVC。三期正在建设中，主要产品包括 EVA、聚醚、双酚 A、环氧树脂等。在广西基地之前，华谊的煤化工、碳三、氯碱化工等业务基本独立发展，相互之间很少有产业链配合，这导致整个集团的化工能力被限制在比较单线条的产业链之中，无法发挥规模与一体化优势。广西基地的建成使控股集团煤化工、碳三、氯碱化工三大类业务实现了大型一体化协同发展，我们认为广西基地一体化程度很高、产品线丰富、具有非常突出的区位优势，全面投产后将使控股集团化工业务的竞争力和盈利稳定性获得显著提升。

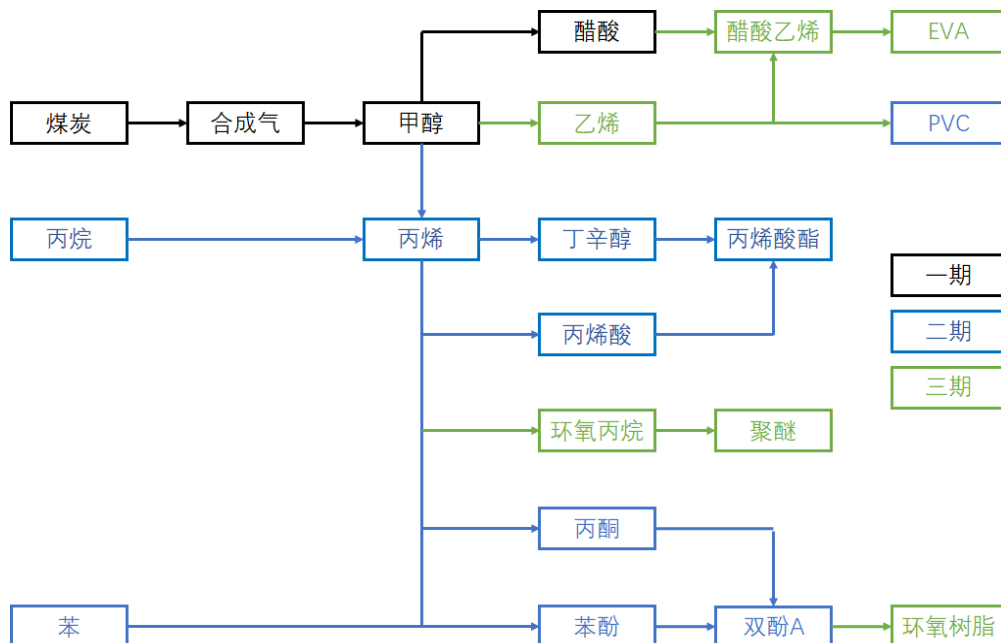
3.1 广西一体化基地即将全面建成

从广西基地的建设过程可以看出，一二期项目主要是将煤化工、碳三与氯碱各自原本的产业在广西单一基地中进行了复刻。而三期则是在一二期的基础上，通过引入芳烃原料与 MTO 工艺等方式，使产品线得到大幅扩张。广西基地全面建成后，将成为国内地区罕见的集合了煤头、气头、氯碱产业链的一体化基地。

国内受限于“缺油、少气、富煤”的资源禀赋，形成了沿海依托海外油气资源的石化产业，与西北依托国内煤炭资源的煤化工产业两大集群。再叠加近几年来自于双碳政策的影响，限制了氯碱

化工的发展，使得石化、煤化工、氯碱化工在发展区域上进一步割裂。而这三大产业分别提供了化工生产的几种基石原料：烯烃、芳烃、合成气、氯碱。因此，单纯的石化或煤化工基地在生产中下游化工原料及材料上都会存在一体化程度不够高的缺陷，甚至因缺少原料配套而难以进行产业链延伸。因此我们认为，华谊的广西基地三期全面建成后将具备国内稀缺的一体化优势，为集团化工业务的长期高质量发展奠定坚实的基础。

图 9：广西华谊一体化基地产业链情况



数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 5：广西华谊一体化基地主要产能与主体（万吨）

一期			三期		
产品	产能	主体	产品	产能	主体
甲醇	180	能源化工	MTO	40	能源化工
醋酸	120	能源化工	醋酸乙烯	30	能源化工
二期			EVA	30	能源化工
产品	产能	主体	苯酚/丙酮	28/18	新材料
丙烷脱氢	75	新材料	丙酮	18	新材料
丙烯酸	36	新材料	双酚 A	20	新材料
丁辛醇	30	新材料	丁辛醇	32	新材料
丙烯酸酯	40	新材料	丙烯酸酯	8	新材料
PVC	40	氯碱化工	环氧树脂	20	新材料
烧碱	30	氯碱化工	环氧丙烷	30	氯碱化工

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 区位优势显著

我们认为华谊广西基地另一个突出的优势就是区位。华谊广西石化位于广西省钦州市，毗邻中石油广西石化，是西南地区成熟度较高的化工产业区。钦州既非常靠近印尼、马六甲海峡等我国进口资源的重要地区和节点；又可以辐射包括东南亚、印度、我国华南等经济高速增长地区，地理位置十分优越。

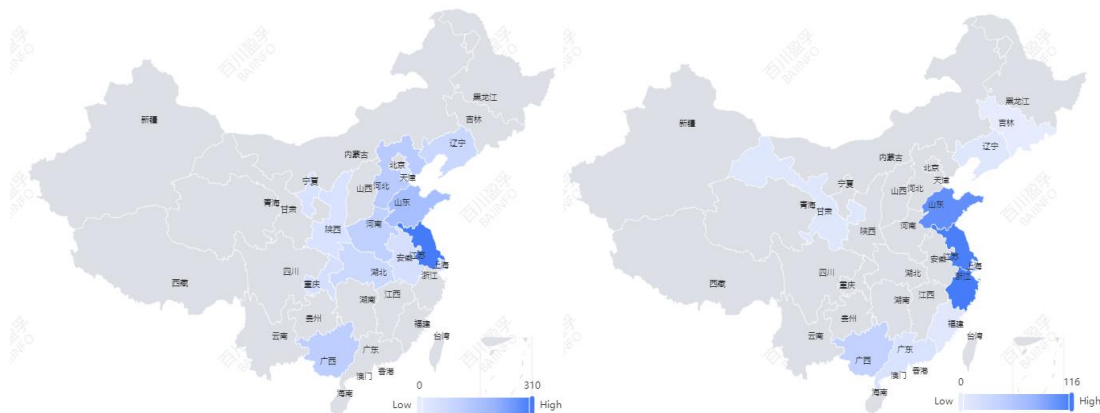
区位优势在产品价格上就有比较明显的体现，我们对比了广西华谊主要产品的华南市场价和华东市场价，华南价格普遍都比华东价格更高。由于长期以来华南区域化工品需求增长快于供给增长，因此需要来自其他地区的支持，华南价格与产能较集中的华东价格之间就会形成运费导致的溢价。可以看出这些化工品在华谊投产的当年或次年，相对华东价差会相对弱势，但基本较快就会恢复溢价。

表 6：广西华谊产品华南与华东市场价差（元/吨，不含税）

主体	广西能化		广西新材料			广西氯碱化工	
	甲醇	醋酸	丙烯酸丁酯	双酚 A	环氧丙烷	PVC	烧碱（32%液碱）
2018	258	100	14	644	-242	86	162
2019	63	153	54	597	-235	76	105
2020	11	62	60	430	-262	-66	155
2021	41	32	192	409	-114	63	109
2022	-19	27	0	231	96	68	242
2023	-2	69	-25	-39	161	80	323
2024	3	5	151	-139	573	-21	299
2025	43	60	128	-24	542	29	348
产能（万吨）	180	120	40	20	30	40	30
投产时间	21 年底	21 年底	21 年底	23 年初	25 年底	23 年底	23 年底
投产前 3 年价差平均	38	82	102	357	426	70	224

数据来源：同花顺，公司公告，东方证券研究所（广西能化股权归属控股集团，广西新材料 60%股权归属上市公司，广西氯碱化工股权归属氯碱化工）

图 10：醋酸（左）与丙烯酸（右）国内产能分布（万吨）



数据来源：百川咨询，东方证券研究所（注：受限于制图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准。）

4、强化市值管理驱动价值重估

上述对于华谊集团化工业务的介绍与分析是从产业角度出发，实际上目前氟化工（三爱富）、广西煤化工全部股权、广西碳三业务少数股权等大量优质资产都还在集团公司层面。今年 3 月，上市公司公告计划以现金方式收购三爱富 60% 股权，我们认为这一行动预示公司开启了 2017 年重组上市之后第二轮的集团资产证券化进程。在上海国资委提出强化上市公司市值管理工作，以及华谊集团业务资产证券化和解决同业竞争的多重诉求下，我们预计华谊上市公司未来可能会持续并表集团化工资产，并由此打开上市公司估值修复的契机。

4.1 优质资产有望持续注入

目前华谊控股煤化工已形成上海、安徽、广西三大基地，上海与安徽煤化工 100% 股权在上市公司，广西煤化工 100% 股权在控股集团。形成目前情况主要原因是 2019 年控股集团开始建设广西基地，由于项目前期投资较大，为了帮助广西项目尽快建成投产，控股集团全资控股广西能化公司（甲醇-醋酸等）。同时为了避免控股集团与上市公司出现同业竞争问题，控股集团承诺广西项目建成并实现盈利后，将广西能化 100% 股权转让给上市公司或其指定主体；广西能化在解决同业竞争问题前，由上市公司托管；产品通过上市公司销售。

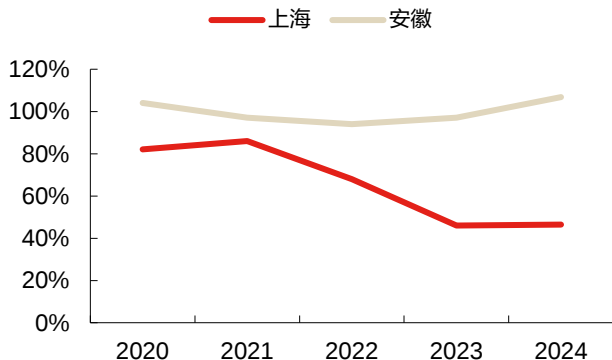
表 7：华谊控股煤化工产能情况（万吨）

基地	投产时间	甲醇	醋酸
上海	2007	95	70
安徽	2012	66	60
广西	2021	180	120

数据来源：公司公告，东方证券研究所

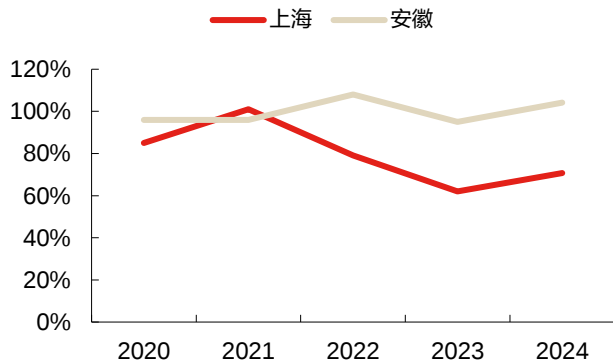
上海与安徽基地的甲醇和醋酸产能合计分别达到 161 与 130 万吨，广西单一基地甲醇和醋酸产能分别为 180 与 120 万吨。三座基地虽然产品相同，但竞争力差异却非常大。首先三座基地投产的时间间隔较大，上海产能主要投产于 2007 年以前，安徽投产于 2012 年，广西则是 2021 年。在 2022-2024 近三年甲醇-醋酸产业链比较低迷的阶段，安徽基地的装置一直维持较高开工率，但是上海基地不得不降低开工率来避免现金流亏损，已经充分体现了新旧装置的竞争力差别。其次广西单一基地的产能就相当于上海和安徽的总和，规模效应也十分突出。因此，我们预计广西华谊作为国内最新一批甲醇-醋酸产能，单位加工成本应当比安徽基地更低。

图 11：华谊上海与安徽基地甲醇装置开工率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 12：华谊上海与安徽基地醋酸装置开工率



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

而且，广西基地使用的煤炭价格的定价体系近几年也发生了较大变化。我国煤炭进口主要来自北方的俄罗斯、蒙古，以及南方的印尼、澳大利亚。2021 年起，来自印尼的进口量开始快速提升。在这之前，防城港 5500Q 煤价与主要煤炭集散地秦皇岛保持 60 元/吨的运费差。随着印尼进口放量，南方煤炭价格体系经过了再平衡之后，相比秦皇岛本地价格的价差明显收窄。而华东地区煤价相比秦皇岛还维持 25 元/吨左右的运费差，这意味着广西地区的煤价相比华东地区已经反而具备了一定优势，这从原料端也扩大了广西基地煤化工的竞争优势。

表 8：国内煤炭产量、进口量及印尼进口量（万吨）

	国内产量	进口量	印尼
2016	341060	25551	10371
2017	352356	27090	10890
2018	369774	28123	12571
2019	384600	29967	13753
2020	390200	30399	14084
2021	412600	32322	19539
2022	455855	29320	17065
2023	472270	47442	22024
2024	478115	54270	24099

数据来源：同花顺，东方证券研究所

表 9：防城港印尼煤与秦皇岛煤价、价差及秦皇岛到上海煤炭运费（元/吨）

	防城港煤价	秦皇岛煤价	防城港-秦皇岛	秦皇岛-上海运费
2016	534	471	62	
2017	700	636	65	
2018	710	656	54	
2019	649	592	58	
2020	629	577	51	26
2021	958	1,045	-87	46
2022	1,242	1,282	-39	31
2023	1,009	980	29	23
2024	847	867	-19	24

数据来源：同花顺，东方证券研究所

根据上市公司披露，煤化工业务主体的华谊能源化工公司过去几年在行业景气度较低迷时，也能维持 2 亿左右净利润。按照生产规模来看，广西甲醇醋酸总产量（300 万吨）与上海安徽合计（291 万吨）相当。虽然我们没有广西的具体数据，但是根据上文分析，广西项目在加工成本与原料价格上都相比上市公司资产更具优势，销售价格上也有一定溢价。因此我们预计广西煤化工项目应当比上市公司体内的煤化工业务具有更好的盈利水平。

另外，甲醇主要有国内的煤制和海外天然气制两条路线，而甲醇又是全球贸易品种，两条路线的盈利能力主要取决于煤炭与天然气的价格变化，因此 2022 年煤制甲醇的价差和盈利能力受到严重影响。2023 年开始，煤价进入下跌通道，目前相比 2022 年高点，已下跌超过 50% 以上。这使得国内煤制甲醇的价差获得了显著修复，今年已几乎回到 2021 年的较高水平。因此控股集团整体煤化工业务的盈利能力，包括上海、安徽、广西等基地，在今年也有望得到提升。

图 13：秦皇岛动力煤价（元/吨）



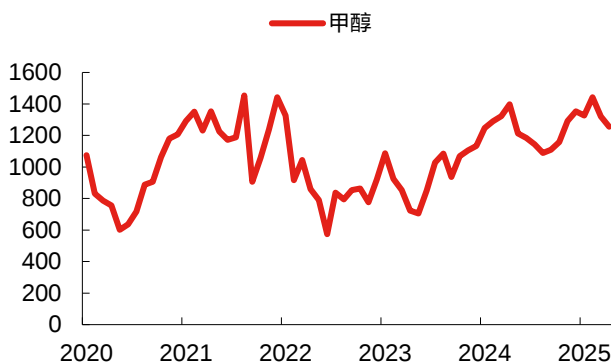
数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 14：广西防城港进口印尼煤价（元/吨）



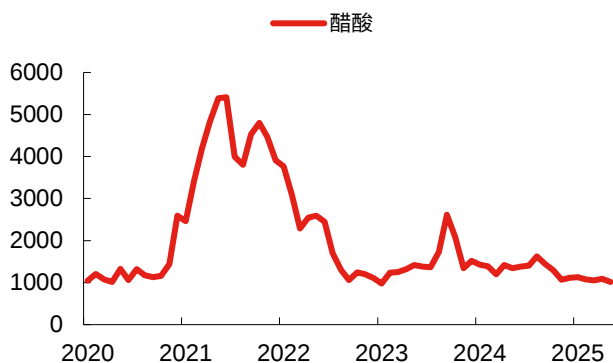
数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 15：甲醇价差（元/吨，甲醇-1.4*煤炭）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 16：醋酸价差（元/吨，醋酸-0.5*甲醇-0.45*煤炭）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

碳三业务与煤化工业务情况类似，上海基地由于产业链短、装置较老旧、能源成本高，近两年行业景气度低迷时连续亏损，而同期广西基地碳三业务 2023 年投产后一直保持盈利状态。如果后续将广西碳三业务少数股权收购进上市公司，也能够对利润形成有效增厚。

表 10：华谊集团煤化工与碳三业务分基地净利润（万元）

	2020	2021	2022	2023	2024
能源化工（上海+安徽）	23,426.51	228,491.12	20,981.99	14,350.73	25,858.01
上海新材料	947.15	126,776.00	37,258.68	-31,924.67	-43,811.36
广西新材料（23 年投产）	-431.26	-7,829.22	-3,475.18	49,622.33	12,400.01

数据来源：公司公告，东方证券研究所

4.2 定价有望利好中小投资者

从上文分析可以看出，目前还在控股集团的氟化工、煤化工、碳三等资产相比上市公司产能的技术水平、规模、一体化程度等都更具优势。在解决同业竞争、关联交易等问题的承诺要求下，这些资产都有望陆续装入上市公司，而后续更重要的还是未来的收购对价是否能够起到提升上市公司价值的作用。我们认为即使在行业景气度低迷期，只要以比较合理或是更偏向于中小投资者的对价进行重组，同样可以促进资本市场认识到控股股东对于提升上市公司价值与估值的决心。

上市公司大规模重组主要发生在 2016 年，2023 年也进行了一次向控股集团的资产收购。这些重组与收购无一例外都采用资产法来得到评估价格。按照当时出具的资产评估报告，收购标的的评估增值率差异很大。如 2016 年重组时，整体收购资产的对价超过 110 亿元，其中碳三业务的新材料公司仅比账面净资产增值 7.6%，精化和投资公司的增值率则超过 65%。评估报告中对于增值原因进行了说明，增值率较大的资产基本都是由于获取土地及房屋建筑物的时间很早，再次评估时按现价产生较大增值。

而未来有望注入的资产，都在近几年投产，且资产大多处于经济相对不发达地区，预计土地增值的幅度非常有限。因此虽然我们无法预测未来重组的资产评估价格，但是参考上市公司以往的重组和收购案例，我们预计后续的潜在收购都有望以相对较低的对价进行，在提升上市公司价值的同时，对中小投资者形成利好。

表 11：华谊集团重组收购情况（万元）

评估时间	标的	账面净资产	评估值	增值率	主要增值原因	成立时间
2016	能化公司	521781	690348	32.3%	土地增值	1997
	新材料公司	12399	13345	7.6%		2013
	精化公司	129611	220250	69.9%	土地增值	1993
	投资公司	70974	117201	65.1%	土地增值	1990
	天原公司	65280	101936	56.2%	土地增值	1996
2023	工业气体公司	119727	138691	15.8%	土地增值	2001
2025	三爱富	590811	681863	15.4%		2016

数据来源：公司公告，东方证券研究所

5、盈利预测与投资建议

我们对公司 2025-2027 年盈利预测做如下假设：

- 1) 广西基地三期项目，轮胎等项目投产后推动相关板块销量增长；
- 2) 能源化工与先进材料板块主要产品价格 2025 年相比 2024 年有所下滑，之后略有修复；同时原料煤炭价格相比 2024 年进一步下跌，使得两板块毛利率回升。
- 3) 绿色轮胎板块随安徽等在建项目投产，销量有所提升。精细化工与化工服务业务保持平稳发展。

我们认为公司盈利有望在广西基地三期全面投产、煤价下跌、景气度修复等作用下保持稳健增长。我们预测公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.43、0.60、0.60 元，按照可比公司 2025 年 20 倍 PE，对应目标价为 8.60 元，首次给予买入评级。

表 12：盈利预测核心假设

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
能源化工					
销售收入（百万元）	7155	6905	6803	6835	6884
增长率		-3.5%	-1.5%	0.5%	0.7%
毛利率	-1.77%	2.95%	4.67%	5.12%	5.79%
先进材料					
销售收入（百万元）	10177	13232	12023	13281	13967
增长率		30.0%	-9.1%	10.5%	5.2%

毛利率	6.43%	2.97%	3.47%	7.38%	8.15%
精细化工					
销售收入（百万元）	6461	6427	6427	6427	6427
增长率		-0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	16.44%	15.20%	15.20%	15.20%	15.20%
绿色轮胎					
销售收入（百万元）	10184	10941	12046	13552	13552
增长率		7.4%	10.1%	12.5%	0.0%
毛利率	12.36%	9.90%	9.90%	9.90%	9.90%
化工服务					
销售收入（百万元）	6408	6640	6640	6640	6640
增长率		3.6%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	4.33%	4.18%	4.18%	4.18%	4.18%
其他业务					
销售收入（百万元）	472	499	499	499	499
增长率		5.8%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	59.61%	59.67%	59.67%	59.67%	59.67%
合计	40856	44645	44438	47234	47969
增长率		9.3%	-0.5%	6.3%	1.6%
综合毛利率	8.34%	7.24%	7.83%	8.94%	9.24%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表 13：可比公司估值（截止到 2025 年 5 月 31 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
万华化学	4.15	4.54	5.50	6.13	13.04	11.92	9.85	8.84
荣盛石化	0.07	0.29	0.45	0.60	119.97	30.05	19.06	14.20
金能科技	-0.07	0.15	0.27	0.39	-96.05	44.32	23.98	16.81
巨化股份	0.73	1.45	1.81	2.25	36.43	18.23	14.60	11.75
贵州轮胎	0.40	0.40	0.52	0.66	11.44	11.40	8.74	6.88
调整后平均						20.00	15.00	12.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

6、风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：宏观经济波动，导致需求超预期变化，将导致公司产品价格与销量发生变化。
- 2) 新项目投产低于预期：公司广西基地等项目投产如果低于预期，将使得销量、收入、盈利等低于预期。
- 3) 能源品价格波动：公司原料煤炭、丙烷等能源品价格大幅波动会导致公司成本超预期变化，进而影响盈利预期。
- 4) 假设条件变化影响测算结果：报告测算基于公司产能投放情况，行业景气度，原料价格等基础假设，如果假设条件发生变化，则影响测算结果。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	16,361	15,829	15,755	17,047	18,704
应收票据、账款及款项融资	2,826	2,573	2,561	2,722	2,764
预付账款	521	414	412	438	444
存货	4,973	5,435	5,375	5,644	5,714
其他	2,030	2,200	2,200	2,204	2,206
流动资产合计	26,711	26,450	26,303	28,055	29,832
长期股权投资	5,024	5,299	5,299	5,299	5,299
固定资产	18,863	17,882	22,808	22,961	23,906
在建工程	1,127	3,834	757	991	309
无形资产	1,970	1,985	1,985	1,985	1,985
其他	10,012	9,423	9,204	8,986	8,914
非流动资产合计	36,995	38,422	40,053	40,222	40,413
资产总计	63,707	64,872	66,356	68,277	70,244
短期借款	2,053	2,900	3,178	2,900	2,900
应付票据及应付账款	6,498	7,029	6,952	7,301	7,390
其他	18,847	17,124	17,119	17,196	17,216
流动负债合计	27,397	27,054	27,249	27,397	27,506
长期借款	7,211	8,538	8,538	8,538	8,538
应付债券	0	0	0	0	0
其他	1,439	1,364	1,364	1,364	1,364
非流动负债合计	8,650	9,902	9,902	9,902	9,902
负债合计	36,048	36,955	37,151	37,298	37,408
少数股东权益	4,889	5,286	5,550	6,046	6,620
实收资本（或股本）	2,131	2,131	2,131	2,131	2,131
资本公积	9,956	9,209	9,312	9,312	9,312
留存收益	10,853	11,486	12,408	13,686	14,969
其他	(170)	(197)	(197)	(197)	(197)
股东权益合计	27,659	27,916	29,204	30,979	32,836
负债和股东权益总计	63,707	64,872	66,356	68,277	70,244

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	1,289	1,248	1,185	1,774	1,857
折旧摊销	1,491	2,006	461	227	119
财务费用	253	337	360	354	334
投资损失	(594)	(812)	(541)	(541)	(541)
营运资金变动	2,389	1,095	(47)	(52)	(79)
其它	(4,195)	(185)	177	24	102
经营活动现金流	633	3,688	1,594	1,786	1,792
资本支出	(2,555)	(3,289)	(2,247)	(420)	(359)
长期投资	(277)	(261)	0	0	0
其他	613	1,094	558	558	558
投资活动现金流	(2,218)	(2,456)	(1,689)	138	199
债权融资	1,855	(1,289)	0	0	0
股权融资	961	(747)	103	0	0
其他	(2,107)	320	(81)	(632)	(334)
筹资活动现金流	709	(1,717)	21	(632)	(334)
汇率变动影响	(34)	30	-0	-0	-0
现金净增加额	(911)	(454)	(73)	1,292	1,657

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	40,856	44,645	44,438	47,234	47,969
营业成本	37,449	41,412	40,958	43,011	43,538
销售费用	614	597	622	661	672
管理费用	1,122	1,067	1,111	1,181	1,199
研发费用	814	927	978	1,039	1,055
财务费用	253	337	360	354	334
资产、信用减值损失	316	175	193	41	119
公允价值变动收益	28	17	17	17	17
投资净收益	594	812	541	541	541
其他	684	534	668	657	655
营业利润	1,594	1,493	1,442	2,163	2,265
营业外收入	27	56	25	25	25
营业外支出	114	20	15	15	15
利润总额	1,507	1,529	1,452	2,173	2,275
所得税	219	281	266	399	417
净利润	1,289	1,248	1,185	1,774	1,857
少数股东损益	428	338	264	496	574
归属于母公司净利润	861	911	922	1,278	1,283
每股收益（元）	0.40	0.43	0.43	0.60	0.60

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	6.1%	9.3%	-0.5%	6.3%	1.6%
营业利润	-21.9%	-6.4%	-3.4%	50.0%	4.7%
归属于母公司净利润	-32.8%	5.8%	1.2%	38.7%	0.4%
获利能力					
毛利率	8.3%	7.2%	7.8%	8.9%	9.2%
净利率	2.1%	2.0%	2.1%	2.7%	2.7%
ROE	3.9%	4.0%	4.0%	5.3%	5.0%
ROIC	4.1%	3.7%	3.6%	4.9%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	56.6%	57.0%	56.0%	54.6%	53.3%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	0.97	0.98	0.97	1.02	1.08
速动比率	0.78	0.77	0.76	0.80	0.86
营运能力					
应收账款周转率	27.5	31.6	30.7	31.7	31.0
存货周转率	7.3	7.5	7.1	7.3	7.2
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
每股指标（元）					
每股收益	0.40	0.43	0.43	0.60	0.60
每股经营现金流	0.30	1.73	0.75	0.84	0.84
每股净资产	10.68	10.62	11.10	11.70	12.30
估值比率					
市盈率	17.0	16.1	15.9	11.5	11.4
市净率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	1.1	1.0	1.7	1.4	1.4
EV/EBIT	2.1	2.1	2.1	1.5	1.5

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。