

2025年9月10日
中国旭阳 (1907.HK)

周期低点仍实现盈利

2025年上半年，中国旭阳实现总营业收入 205.49 亿元（人民币，下同，列明除外），同比下降 18.5%；实现净利润 0.87 亿元，同比下降 34%，主要是受到焦炭价格下跌的影响，焦炭利润承压。行业低谷仍实现盈利，公司通过降本增效依然实现盈利，展现了优秀的成本管控能力。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 1.7/4.8/10.6 亿元，（前次预测为 2.3/7.8/11.5 亿元），对应每股 EPS 收益为 0.04/0.12/0.26 港元（前次预测为 0.06/0.19/0.29 港元）。考虑公司的周期属性，维持“买入”评级，维持目标价为 4.2 港元（基于 DCF 和可比公司估值法），较当前股价有 68% 的上涨空间。

报告摘要

焦炭价格回调，费用节省带来利润增长。25 年上半年焦炭及焦化业务收入 63.6 亿元，同比减少 35.2%。上半年公司焦炭产品的平均价格下跌至约人民币 1,400 元/吨（不含税），同比下跌约 30%；截至 2025 年 7 月底为止，公司的焦炭售价回升至约人民币 1,500 元/吨（不含税）。上半年煤焦价差维持在约人民币 300 元/吨或以上，同比下跌约 6.25%。上半年焦炭业务量 1088 万吨，同比增加 33 万吨。毛利率 11.9%，同比提升 4.4pct，主要是由于增收降费效果显著，同时由于会计估计变更，使得折旧费用下降，毛利率上升。税前利润 2.87 亿元，同比增长 253.8%。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。25 年上半年焦炭产能达到 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。我们预期未来半年焦炭价格仍将维持低位震荡。

化工业务下滑。化工业务 25 年上半年收入 91 亿元，同比下降 12.6%，主要是己内酰胺、苯乙烯、纯苯的平均单价较去年同期分别降低 25.4%、13.2%、30.0%，己内酰胺由于近年来行业产能投产较多，价格有下行压力。上半年毛利率 8.3%，同比减少 0.2pct，税前利润 1.9 亿元，同比下降 44.9%。化工品业务量达到 285 万吨，同比增加 20 万吨。氢能业务方面 25 年上半年氢气销量达到 1114 万方，同比增长 20%，氢能公司收入 5600 万，同比增长 47%。公司加速推进全国首套 5 吨/天液氢示范装置。

运营管理业务 25 年上半年收入 12.75 亿元，同比下降 47%，税前利润 0.34 亿元，同比减少 41.2%。主要是万山化工、宝舜化工、晨耀化工三个项目协议完结。托管焦炭规模 700 万吨，化工规模 66 万吨。贸易业务收入 37.3 亿元，同比增长 53%，主要是贸易量增加；税前亏损 1.84 亿元，亏损同比扩大 8.2%。

行业低谷仍实现盈利，公司通过降本增效依然实现盈利，展现了优秀的成本管控能力。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 1.7/4.8/10.6 亿元，（前次预测为 2.3/7.8/11.5 亿元），对应每股 EPS 收益为 0.04/0.12/0.26 港元（前次预测为 0.06/0.19/0.29 港元）。考虑公司的周期属性，维持“买入”评级，维持目标价为 4.2 港元（基于 DCF 和可比公司估值法），较当前股价有 68% 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 2025-9-9

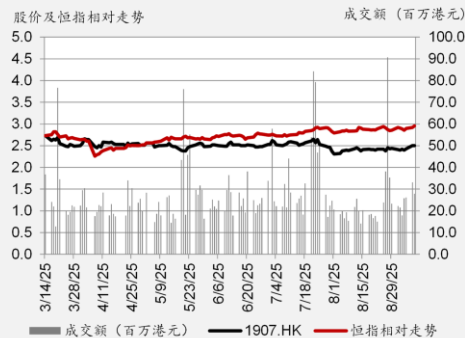
2.5 港元

总市值(亿港元)	111.35
流通市值(亿港元)	111.35
总股本(亿股)	44.54
流通股本(亿股)	44.54
12 个月低/高(港元)	2.3/3.3
平均成交(百万港元)	0.29

股东结构（截止 2024-12-31）

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	0.26	-6.95	-63.18
绝对收益	4.60	0.40	-14.49

数据来源：彭博、港交所、公司

曹莹 行业分析师

gloriacao@sdicsi.com.hk

财务及估值摘要

年结 31/12: 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	43,139	46,066	47,543	51,884	58,552	62,252
增长率(%)		6.78%	3.21%	9.13%	12.85%	6.32%
净利润	1,859	990	98	166	479	1,064
增长率(%)		-46.77%	-90.12%	70.21%	187.58%	122.17%
毛利率(%)	9.91%	7.22%	7.34%	7.16%	7.63%	8.09%
净利润率(%)	4.31%	2.15%	0.21%	0.32%	0.82%	1.71%
每股收益(港元)	0.46	0.21	0.01	0.04	0.12	0.26
每股净资产(港元)	3.00	3.20	3.14	3.90	3.99	4.22
市盈率	4.4	16.1	43.7	61.0	21.2	9.5
市净率	0.8	0.8	0.8	0.6	0.6	0.6
净资产收益率(%)	15.68%	7.31%	0.64%	1.05%	2.98%	6.35%
股息收益率	5.35%	2.01%	1.17%	1.12%	1.20%	2.67%

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

年结31/12; 人民币百万	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	43,139	46,066	47,543	51,884	58,552	62,252
焦炭及焦化产品	16,368	18,077	17,642	17,577	20,831	21,151
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	-48,168	-54,086	-57,218
毛利	4,275	3,325	3,490	3,715	4,466	5,033
毛利率	9.9%	7.2%	7.3%	7.2%	7.6%	8.1%
销售费用	-985	-1,185	-1,489	-1,625	-1,834	-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	-1,407	-1,496
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	722	767
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	-165	-374	-514
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	-1,347	-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	108	261	575
占收入比例	1.1%	0.5%	0.2%	0.2%	0.4%	0.9%
除税前溢利	2,203	682	109	196	563	1,251
所得税	-344	308	-12	-29	-84	-188
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	166	479	1,064
少数股东损益	4	129	78	25	72	160
净利润(不含少数股东权益)	1,855	861	20	142	407	904
EPS (港元)	0.46	0.21	0.01	0.04	0.12	0.26
市盈率 (倍)	4.4	16.1	43.7	61.0	21.2	9.5

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。25 年上半年行业普遍亏损，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。由于目前行业正处于低谷期，2026 年 A 股焦化公司预测 PE 的平均值在 119x。考虑中国旭阳的行业竞争优势，以及当前行业正处于低谷期，业绩位于历史低点，我们给予 PE 倍数 40x 以反映长期的合理估值。结合 2026 年 EPS，对应目标价 4.4 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 10%，长期给予 2% 的增速，预测港股市值 194 亿港元，对应目标价 4.0 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				
				2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
美锦能源	000723.SZ	210	CNY	2.9	-11.4	-6.5	1.4	4.1	72.8			149.3	51.3
yoy				-87%	N/A	N/A	N/A	191%					
陕西黑猫	601015.SH	72	CNY	(5.1)	-11.6								
yoy				N/A	N/A								
山西焦化	600740.SH	101	CNY	12.8	2.6	1.0	1.1	1.6	7.9	38.4	104.1	89.3	62.3
yoy				-51%	-79%	-63%	16%	43%					
平均估值									40.4	38.4	104.1	119.3	56.8

注：时间截止2025/9/9，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				
		0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
PE	34.0	2.8	3.1	3.4	3.7	4.1
	37.0	3.0	3.3	3.7	4.1	4.5
	40.0	3.2	3.6	4.0	4.4	4.8
	43.0	3.5	3.9	4.3	4.7	5.2
	46.0	3.7	4.1	4.6	5.1	5.6

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)

(年结31/12; RMB 000)	FY 2023 实际	FY 2024 实际	FY 2025 预测	FY 2026 预测	FY 2027 预测	FY 2028 预测	FY 2029 预测	FY 2030 预测	FY 2031 预测	FY 2032 预测	FY 2033 预测	FY 2034 预测
营业额	46,066	47,543	51,884	58,552	62,252	65,951	69,331					
增长率%		3.2%	9.1%	12.9%	6.3%	5.9%	5.1%					
EBIT	2,031	1,520	1,493	1,910	2,496	3,259	3,383					
增长率%		-25.2%	-1.8%	27.9%	30.7%	30.5%	3.8%					
EBIT率%	4.4%	3.2%	2.9%	3.3%	4.0%	4.9%	4.9%					
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	1,269	1,623	2,122	2,770	2,875					
+ 折旧	2,334	2,332	2,413	2,377	2,258	2,149	2,049					
+ 营运资金变动	-1,458	-1,974	977	-48	-46	-46	-7					
- 资本支出	-1,097	-3,281	-2,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000					
自由现金流, FCF	2,728	-1,564	2,659	2,953	3,333	3,872	3,918	3,996	4,076	4,157	4,241	4,325
增长率%		-157.3%	-270.0%	11.1%	12.9%	16.2%	1.2%	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	0.9091	0.8264	0.7513	0.6830	0.6209	0.5645	0.5132	0.4665	0.4241
FCF现值			2,659	2,684	2,755	2,909	2,676	2,481	2,301	2,133	1,978	1,834
FY2025-34 FCF现值总额				24,411								
永续期价值现值				23,388								
企业价值				47,799								
- 净负债				-26,861								
- 少数股东权益				-3,142								
DCF 估值 (HKD 000)				19,450								
假设:												
WACC				10.0%								
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

币种: 人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	1,239	2,088	3,511	5,206	7,359
受限制存款	2,375	2,214	2,214	2,214	2,214
贸易应收款项	6,585	9,291	8,663	9,776	10,394
存货	3,406	3,078	3,545	3,980	4,211
预付及其他应收	-	-	-	-	-
其他流动资产	3,529	4,432	4,432	4,432	4,432
流动资产总额	17,134	21,103	22,365	25,608	28,610
物业、厂房及设备	26,897	27,832	27,419	26,042	24,784
使用权资产	2,217	1,681	1,681	1,681	1,681
无形资产	1,281	1,209	1,209	1,209	1,209
商誉	232	212	212	212	212
于联营及合营企业投资	3,660	3,862	3,862	3,862	3,862
长期投资及其他应收款	1,501	1,226	1,226	1,226	1,226
递延税项资产	144	187	187	187	187
其他非流动资产	770	2,527	2,527	2,527	2,527
非流动资产总额	36,702	38,738	38,325	36,948	35,690
总资产	53,836	59,841	60,690	62,556	64,300
贸易应付款项	8,774	9,205	9,829	11,036	11,676
其他应付及合同负债	2,401	2,093	2,285	2,578	2,741
短期有息债务	17,509	20,884	20,884	20,884	20,884
应付关联方	828	1,262	1,262	1,262	1,262
应付即期税项	380	350	350	350	350
其他流动负债	64	2	2	2	2
流动负债总额	29,955	33,796	34,611	36,112	36,914
长期有息债务	8,197	9,488	9,488	9,488	9,488
长期应付款	-	-	-	-	-
其他	1,212	680	680	680	680
非流动负债总额	9,408	10,168	10,168	10,168	10,168
总负债	39,364	43,964	44,780	46,281	47,083
股本	382	385	385	385	385
储备	12,516	12,375	12,383	12,677	13,459
少数股东权益	1,574	3,117	3,142	3,214	3,373
总股东权益	14,472	15,877	15,910	16,276	17,217

现金流量表

人民币百万	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
息税前利润	2,031	1,520	1,493	1,910	2,496
所得税	-142	-116	-29	-84	-188
营运资本变动	-1,458	-1,974	977	-48	-46
折旧及摊销	2,334	2,332	2,413	2,377	2,258
其他	-561	-325	-	-	-
经营性现金流净额	2,204	1,436	4,853	4,155	4,520
购置固定资产	-2,049	-2,832	-2,000	-1,000	-1,000
收购附属公司	984	-432	-	-	-
其他净投资	336	-812	-	-	-
投资性现金流净额	-1,713	-3,644	-2,000	-1,000	-1,000
新发股份	700	1,694	-	-	-
支付股息	-305	-165	-133	-113	-122
新增债务	646	3,198	-	-	-
利息支出	-1,283	-1,302	-1,297	-1,347	-1,245
其他	-213	-374	-	-	-
筹资性现金流净额	-455	3,051	-1,430	-1,460	-1,367
现金净变动	37	843	1,423	1,695	2,153
现金期初余额	1,201	1,239	2,088	3,511	5,206
现金期末余额	1,237	2,083	3,511	5,206	7,359

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	51,884	58,552	62,252
主营业务成本	-42,741	-44,053	-48,168	-54,086	-57,218
毛利	3,325	3,490	3,715	4,466	5,033
销售费用	-1,185	-1,489	-1,625	-1,834	-1,950
管理费用	-1,061	-1,143	-1,247	-1,407	-1,496
合营及联营公司损益	224	106	108	261	575
其他收入/经营费用	729	556	542	424	334
财务费用	-1,350	-1,410	-1,297	-1,347	-1,245
除税前利润	682	109	196	563	1,251
所得税	308	-12	-29	-84	-188
净利润	990	98	166	479	1,064
归属母公司净利润	861	20	142	407	904
EPS (港元)	0.21	0.01	0.04	0.12	0.26
EBITDA	4,366	3,852	3,906	4,287	4,754

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%	9.1%	12.9%	6.3%
除税前利润增长率 (%)		-84.0%	79.0%	187.6%	122.2%
净利润增长率 (%)		-90.1%	70.2%	187.6%	122.2%
盈利能力:					
毛利率 (%)	7.2%	7.3%	7.2%	7.6%	8.1%
净利率 (%)	2.1%	0.2%	0.3%	0.8%	1.7%
ROE (%)	7.3%	0.6%	1.0%	3.0%	6.4%
偿债能力:					
资产负债率 (%)	73.1%	73.5%	73.8%	74.0%	73.2%
流动比率 (x)	0.57	0.62	0.65	0.71	0.78
利息覆盖倍数 (x)	3.23	2.73	3.01	3.18	3.82
营运能力					
存货周转天数	28	27	27	27	27
应收账款周转天数	44	61	61	61	61
应付账款周转天数	78	74	74	74	74
每股资料					
EPS (港元)	0.21	0.01	0.04	0.12	0.26
BPS (港元)	3.20	3.14	3.90	3.99	4.22
每股经营现金 (港元)	0.54	0.35	1.19	1.02	1.11
估值比率					
PE	16.09	43.66	60.96	21.20	9.54
PB	0.78	0.79	0.64	0.62	0.59

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