

# 专注重油深加工，项目增量持续兑现

华泰研究

2023年3月14日 | 中国内地

首次覆盖

石油化工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

23.40

研究员 庄汀洲  
SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com  
SFC No. BQZ933 +(86) 10 5679 3939

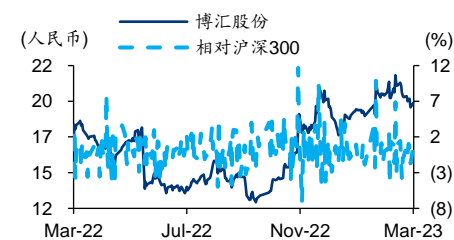
联系人 张雄  
SAC No. S0570121100029 zhangxiong@htsc.com  
+(86) 10 6321 1166

联系人 姚雯慧  
SAC No. S0570122010032 yaowenyi@htsc.com  
+(86) 21 2897 2228

## 基本数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 目标价(人民币)         | 23.40       |
| 收盘价(人民币 截至3月14日) | 18.66       |
| 市值(人民币百万)        | 3,280       |
| 6个月平均日成交额(人民币百万) | 49.24       |
| 52周价格范围(人民币)     | 12.43-21.32 |
| BVPS(人民币)        | 5.37        |

## 股价走势图



资料来源: Wind

### 国内专注于重油品深加工的稀缺标的，首次覆盖给予“买入”评级

博汇股份专注于油品深加工，依托自主技术实现催化油浆和馏分油等的转化利用，具备循环经济和环保双重优势。重芳烃/白油等重组分油品行业供给持续收缩，而传统领域需求有望复苏，且锂电负极、食品、化妆品等新兴市场不断拓展。伴随原料供应稳定及需求改善，公司40万吨/年重芳烃和40万吨/年环保芳烃油装置负荷和吨净利水平有望持续提升，未来可转债募投项目实施后，产品高附加值属性进一步突显，业绩有望持续增长。我们预计公司22-24年归母净利润1.57/3.17/4.48亿元，对应EPS为0.89/1.80/2.55元，参考可比公司23年Wind一致预期平均11x PE，考虑公司油品深加工资产稀缺性和新项目成长性，给予公司23年13倍PE估值，对应目标价23.40元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 重芳烃传统领域需求迎来改善，针状焦领域应用拓展贡献增量

公司首套40万吨/年装置以燃料油/油浆等为原料生产重芳烃产品，下游包括沥青助剂、橡胶助剂和润滑油助剂等，伴随国内经济稳增长等政策发力，传统领域需求有望改善，同时公司拓展重芳烃产品在针状焦领域的应用，目前已实现3000吨/月左右的稳定供货，产品附加值和需求空间进一步提升。另一方面，受益于小型炼厂退出、重组分油品供给收缩及原油高价等因素，重芳烃产品价格和价差持续改善，叠加公司原料供应稳定性得到保障以及产能利用率继续提升，重芳烃装置盈利贡献有望持续增长。

### 环保芳烃油供需格局良好，公司新项目增量有望持续兑现

公司第二套40万吨/年装置以加氢尾油等为原料生产环保芳烃油(白油)产品，下游包括日化、化纤、改性塑料、润滑等，伴随国内经济复苏，需求端亦有望持续修复。由于国内外炼油产能的收缩，2021年以来调油料等重组分供给紧缺，同时因消费税政策及国内炼厂白油产销减少等因素，白油供给持续趋紧，供需良好助力价格价差整体抬升。公司环保芳烃油装置21年6月投运后因氢气供应等问题运行效益低，未来伴随氢气自主供应及开工负荷提升，我们预计环保芳烃油装置将贡献显著的盈利增量。

### 高端白油项目有序推进，未来产品继续向高附加值延伸

公司已完成可转债项目发行事宜，募投资金将用于新建10万吨/年食品级/化妆品级白油、8万吨/年轻质白油等项目建设，而据隆众资讯，国内高端白油领域国产替代需求逾30万吨，未来高附加值产品放量将助力公司产品竞争力提升及盈利增长。同时公司亦积极拓展重芳烃和白油产品在碳纤维、锂电池负极材料等领域应用，未来产品高附加值属性进一步凸显。

风险提示：原油价格波动风险；原料供应不稳定风险；需求不及预期风险。

## 经营预测指标与估值

| 会计年度            | 2020    | 2021    | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(人民币百万)     | 972.29  | 1,458   | 3,890  | 4,617  | 5,163  |
| +/-%            | 17.54   | 49.97   | 166.79 | 18.70  | 11.82  |
| 归属母公司净利润(人民币百万) | 57.79   | 42.18   | 157.26 | 316.79 | 447.65 |
| +/-%            | (23.69) | (27.02) | 272.84 | 101.44 | 41.31  |
| EPS(人民币, 最新摊薄)  | 0.33    | 0.24    | 0.89   | 1.80   | 2.55   |
| ROE(%)          | 6.93    | 4.87    | 15.53  | 24.47  | 26.23  |
| PE(倍)           | 56.75   | 77.76   | 20.85  | 10.35  | 7.33   |
| PB(倍)           | 3.93    | 3.79    | 3.24   | 2.53   | 1.92   |
| EV EBITDA(倍)    | 42.63   | 32.31   | 11.32  | 7.29   | 4.42   |

资料来源: 公司公告、华泰研究预测



## 正文目录

|  |    |
|--|----|
| 核心观点 .....                             | 3  |
| 区别于市场的观点 .....                         | 3  |
| 国内燃料油深加工领域高新技术企业 .....                 | 4  |
| 油品深加工市场前景良好，项目提质增效助力公司盈利改善 .....       | 7  |
| 燃料油深加工市场空间大，公司重芳烃装置经营效益有望稳步提升 .....    | 7  |
| 重芳烃传统领域需求有望改善，针状焦领域应用拓展贡献需求增量 .....    | 8  |
| 产品价格价差改善，公司重芳烃装置效益有望持续提升 .....         | 10 |
| 环保芳烃油供需格局良好，公司新项目增量有望持续兑现 .....        | 11 |
| 供需格局改善支撑环保芳烃油盈利增长 .....                | 11 |
| 原料供应稳定助力环保芳烃油装置盈利改善，未来继续延伸高附加值产品 ..... | 14 |
| 股权激励目标清晰，彰显长期发展信心 .....                | 15 |
| 首次覆盖博汇股份，给予“买入”评级 .....                | 16 |
| 风险提示 .....                             | 18 |

## 核心观点

公司专注于重质油品深加工，依托自主技术实现催化油浆和馏分油等的转化利用，具备循环经济和环保双重优势，目前已建成 40 万吨/年重芳烃装置和 40 万吨/年环保芳烃油装置，我们看好公司：

**1) 双碳背景下油品深加工和循环利用具备良好前景，重组分油品供给端收缩有望带来重芳烃、白油等相关产品较长的景气周期。**燃料油、馏分油等重组分油品属于原油炼制的末端产品，目前国内深加工占比仍然较低，在燃料油环保要求提升及炼油行业转型升级背景下，油品深加工行业具备循环经济和环保双重优势，未来行业具备较大的发展空间。21 年以来伴随国内小型炼厂加速退出，以及主营炼厂自主深加工比例提升等因素，重组分油品市场供给显著收缩，虽 22 年以来终端需求低迷，但油浆、加氢尾油、重芳烃、白油等重组分产品价格异常景气，我们认为供给端缺位的影响更为显著，未来趋势或难有逆转，而伴随未来国内经济复苏，重芳烃和白油等终端需求均将迎来改善，供需格局良好有望支撑产品景气周期延长，产品高价格价差下，以公司为代表的重组分油品相关企业将受益。

**2) 公司两套装置产能利用率均有望持续提升，未来经济效益将显著改善。**因原料供应稳定性和产品结构调整等问题，21 年公司重芳烃装置和环保芳烃油装置产能利用率均不足 70%，尤其环保芳烃油装置因氢气供应短缺问题，21 年 6 月投产后运行效益不佳，全年利润贡献为负。而目前公司 12000Nm<sup>3</sup>/h 轻烃综合利用制氢装置已投运，氢气自主供应问题得到解决，同时公司通过进口和国产原料相结合的方式进一步保障了燃料油和环保芳烃油原料的稳定供应，将带动公司各装置运行稳定性和开工负荷稳步提升，我们预计公司两套装置的盈利贡献均有望显著增长。

**3) 公司产品不断向高附加值领域延伸，未来成长能力继续巩固。**重芳烃和白油等产品下游需求场景丰富，重芳烃方面公司已拓展锂电负极材料针状焦等领域的应用，未来仍将拓展碳纤维等领域应用，而公司可转债募投项目实施后公司将新增化妆品级、食品级白油等产能，未来产品高附加值属性突显，且新产能投产亦有望巩固未来成长性。

## 区别于市场的观点

1) 市场担忧公司或持续受困于原材料供应等问题，项目增量兑现或存在压力。我们认为，公司近年通过自主建设制氢装置以及增加进口原料来源等，两套装置的开工率自 22H2 以来均已显著改善，未来伴随氢气等原料充分自给，叠加下游需求有望迎来改善，公司装置开工率和产销规模均有望提升，产品价格价差景气支撑下，有望迎来量价齐升。

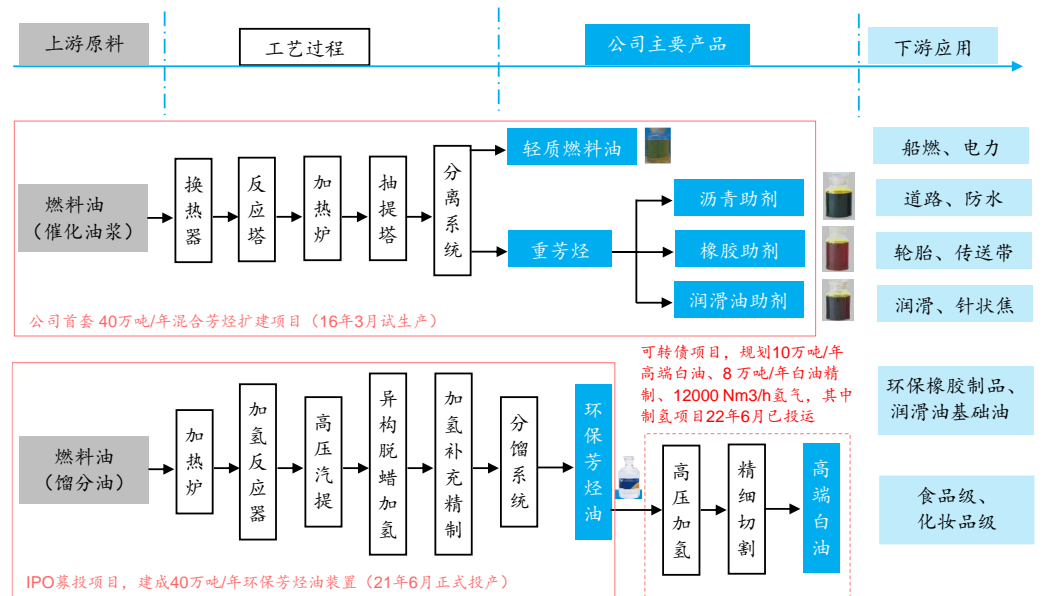
2) 市场对公司未来的持续成长性存在一定担忧。我们认为，短期而言，公司依托现有两套装置运行稳定性和开工负荷提升，以及受益于白油竞争格局优化后产品景气良好等因素，23 年有望迎来困境反转，业绩有望持续改善，中长期来看，公司持续拓展重芳烃和白油等产品在高端精细领域的应用，产品高附加值属性将持续提升，伴随食品级、医药级白油等新项目增量逐步兑现，未来业绩有望持续增长。同时，公司限制性股票激励计划亦充分彰显管理层对未来发展的信心。

## 国内燃料油深加工领域高新技术企业

宁波博汇化工科技股份有限公司(以下简称“博汇股份”或“公司”)成立于 2005 年 10 月,2020 年 6 月于创业板上市。公司专注于油品深加工业务,依托自主研发的间歇式/连续式工艺及分子蒸馏和沉降等技术,对原油提取剩余物(如催化油浆、馏分油、稀释沥青)进行深加工和再利用,生产和销售重芳烃、轻质燃料油、环保芳烃油等产品,实现对催化油浆和馏分油等的高附加值利用,具备循环经济和环保双重优势。

公司目前已建成两套燃料油深加工装置:首套装置系 40 万吨/年混合芳烃扩建项目,于 16 年 3 月试生产,原料主要为催化油浆,产品以沥青助剂、橡胶助剂、润滑油助剂等重芳烃为主;第二套装置系 IPO 募投项目,于 21 年 6 月建成 40 万吨/年环保芳烃油生产装置,以馏分油和氢气为主要原料,生产各种型号的环保芳烃油(白油)产品。同时,公司 22 年 8 月完成可转债募集项目,筹集资金 3.97 亿元用于新建 10 万吨/年食品级/化妆品级白油、8 万吨/年轻质白油及 12000Nm<sup>3</sup>/h 轻烃综合利用制氢装置,项目以二套装置产出的芳烃油为主要原料,生产高附加值的食品级/化妆品级等白油产品,其中 12000Nm<sup>3</sup>/h 氢气装置已先行建设并于 22 年 6 月投运,保障各加氢装置所需氢气的自主供应。

图表1: 公司主要产品及产业链情况



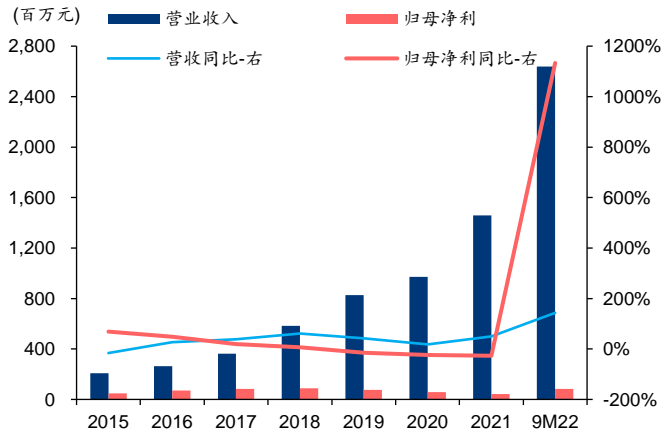
资料来源: 公司招股说明书, 公司年报, 公司可转债募集说明书, 华泰研究

**营收方面**, 随着各套装置陆续投产, 公司产销规模增长带动营收稳步提升, 21 年实现营收 14.6 亿元, 同比+50%, CAGR (16-21 年) 约 38%, 22 年前三季度实现营收 26.4 亿元, yoy+143%, 其中 22Q3 营收 yoy/qoq 分别+166%/+47%至 12.0 亿元, 延续高增长。

**净利润方面**, 16-18 年首套装置投产后运行负荷稳步提升, 带动归母净利润持续增长, 19 年进口委内瑞拉原料及国内炼厂原料供应不稳定, 叠加油价低迷对产品价格支撑有限, 导致归母净利润同比下降; 20 年需求低迷叠加贸易油业务亏损, 盈利同比亦下滑; 21 年首套装置原料供应偏紧, 叠加二套装置投产后氢气供应不稳定, 装置运行成本较高等影响, 归母净利润同比-27%至 0.42 亿元; 22 年以来, 伴随氢气自主供应后装置运行稳定性提升, 以及重芳烃和白油等产品因市场供给偏紧价格整体上行, 公司盈利显著改善, 前三季度归母净利润 yoy+1133%至 0.84 亿元, 其中 Q3 归母净利润 0.42 亿元, 同环比分别增长 401%/91%。另据公司 2022 年业绩预告, 预计 22 全年归母净利润 1.46-1.65 亿元, 同比增 246%-291%, 其中 22Q4 单季度归母净利润 0.62-0.81 亿元, 同比增 68%-119%, 原料供应稳定及产品价差改善下, 公司项目增量逐渐兑现。

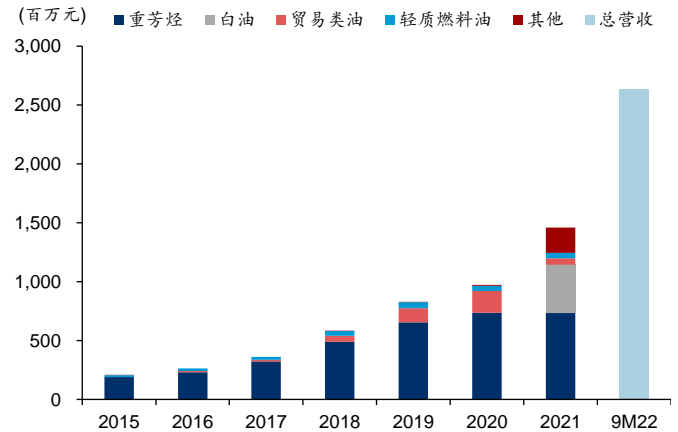


图表2: 公司营收和归母净利润增长情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

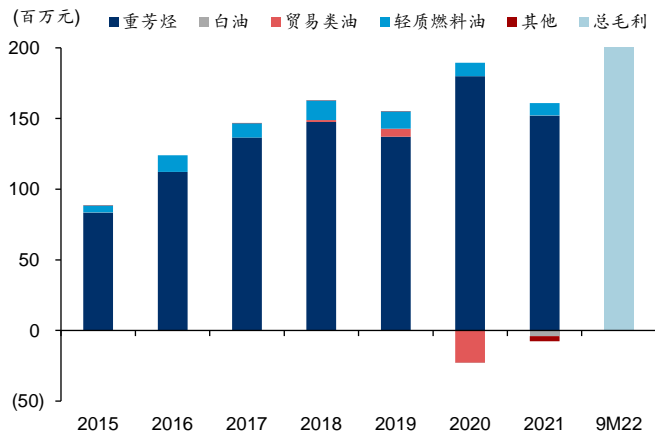
图表3: 公司分业务营收情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

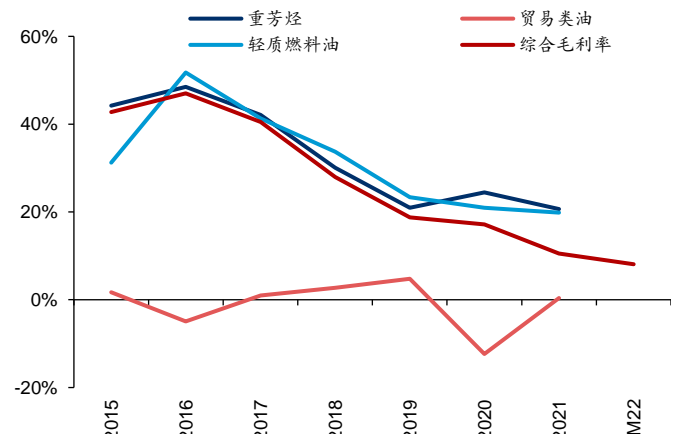
分业务看, 16-20 年公司营收、毛利均主要来源于重芳烃产品(首套装置), 期间重芳烃收入/毛利占比均在 75%/85%以上; 21 年环保芳烃油(白油)装置投产带来业务结构变化, 重芳烃收入/毛利占比分别为 50%/99%, 白油收入/毛利占比分别为 28%/-3% (白油装置受开工不稳定等影响, 毛利贡献为负)。毛利率方面, 公司综合毛利率整体跟随重芳烃毛利率变动, 16 年公司重芳烃装置技改后规模优势显现, 叠加产品价格价差景气, 毛利率较高, 17-19 年重芳烃产品毛利率总体呈下降趋势, 其中 18 年主要系中美贸易摩擦等因素下国内经济增速放缓, 油价高位但向下游传导不足, 公司产品价差走弱; 19 年主要系油价低迷拖累产品价格及原材料供应不足等影响; 20 年综合毛利率下降主要受需求下滑及贸易油业务亏损导致; 21 年主要受原料供应及新装置投产后折旧摊销成本增加等影响。

图表4: 公司分业务毛利情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

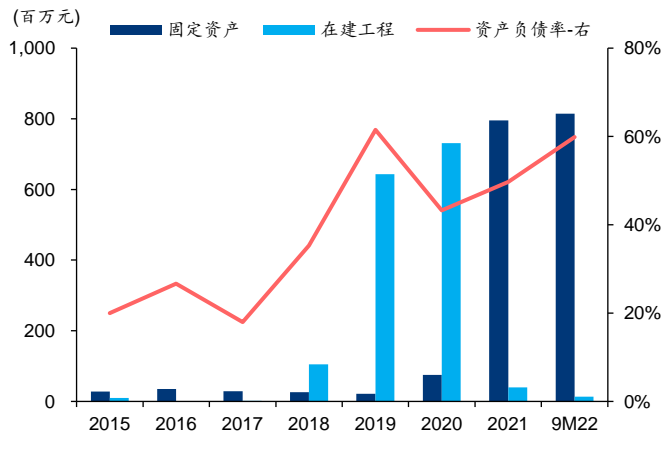
图表5: 公司分业务毛利率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

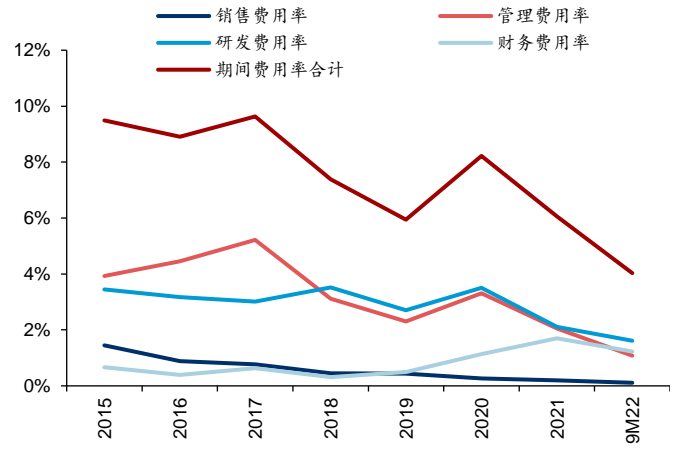
19-20 年公司在建工程规模较高, 主要系 IPO 募投项目陆续实施; 21 年 6 月二套装置投产转固, 带动固定资产规模同比大幅增加, 同时由于项目建设需要, 公司负债规模增长致资产负债率整体呈上升趋势。期间费用率方面, 据公司招股书, 公司产品主要为款到发货模式, 且运费多数情况由客户承担, 因此销售费用率整体较低; 随着经营规模增加公司管理费用逐年增长, 但产销规模增长较快下边际管理费用下降, 带动管理费用率总体呈下降趋势 (20 年同比上升主要系上市相关费用增加); 公司陆续实施新项目, 近年来公司长短期借款有所增加, 财务费用率有所上涨。

图表6: 公司固定资产、在建工程及资产负债率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

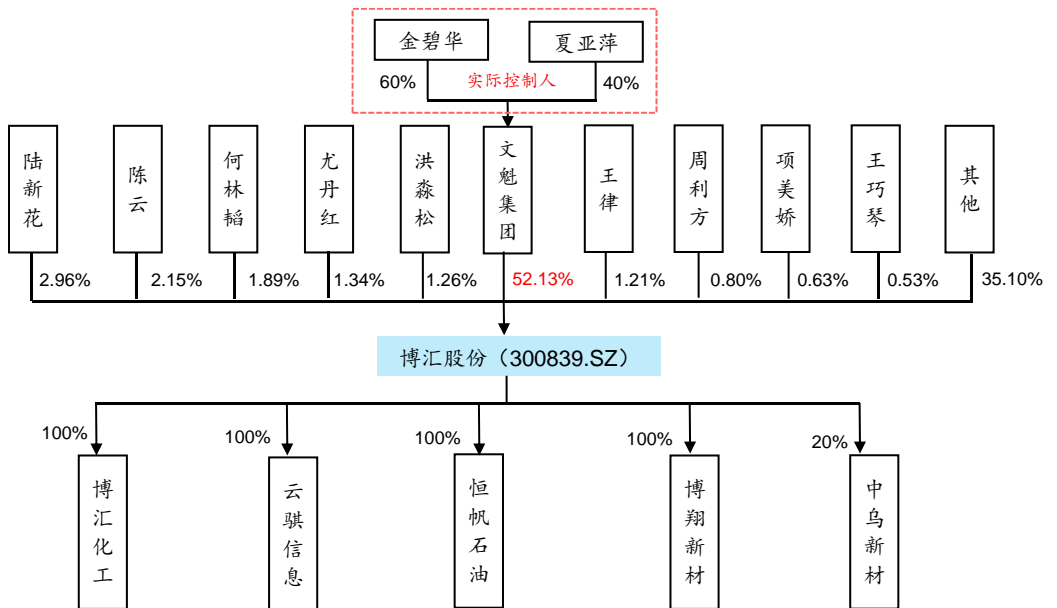
图表7: 公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 公司公告, 华泰研究

公司控股股东为文魁集团, 实控人为金碧华/夏亚萍夫妇, 22年9月末金碧华/夏亚萍夫妇通过文魁集团持有公司52.13%股权。金碧华自97年至今一直就职于文魁集团, 14年至今担任公司董事长, 系公司最早核心专利《催化油浆间歇加工生产工艺》申请人, 夏亚萍自97年至今就职于文魁集团, 现为文魁集团总经理。其他股东方面, 王律自14年2月至今担任公司董事、总经理, 曾任镇海炼化车间主任, 具有多年石油炼化经验, 现全面负责公司生产运营; 尤丹红现任公司董事、副总经理、董事会秘书, 自14年即为高级管理人员之一; 项美娇10年即担任公司财务经理, 现为公司董事、财务总监。公司前十名股东多数为公司控股股东或高级管理人员, 且长期持有公司股份, 股权结构相对稳定。

图表8: 公司股权结构图 (截至2022年9月30日)



资料来源: 公司公告, Wind, 华泰研究

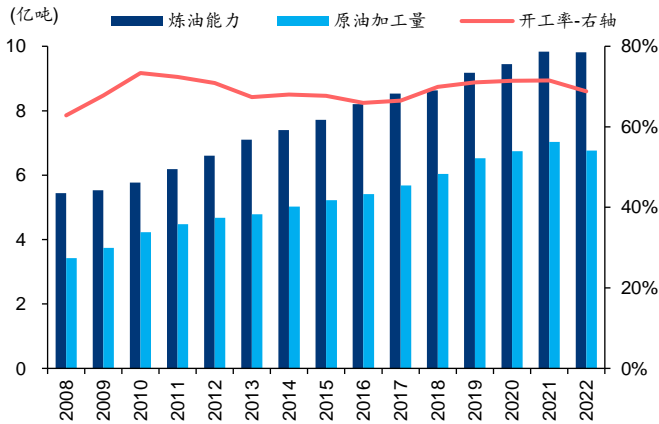
子公司方面, 截至22年9月末公司共拥有4家全资子公司(博汇化工/云骐信息/恒帆石油/博翔新材), 1家参股子公司(中乌新材)。其中: 1) 博汇化工主要从事石油化工产品销售, 22H1总资产2.74亿元, 营收/净利润为7.01亿元/-24万元; 2) 云骐信息主要从事与公司主营业务相关的项目咨询, 22H1总资产221万元, 营收/净利润180/21万元; 3) 恒帆石油主要从事油品销售等业务, 22H1总资产2.35亿元, 营收/净利润为1.35亿元/232万元; 4) 博翔新材系2022年新设立子公司, 主要从事新材料技术研发和推广等; 4) 中乌新材主要从事新材料研究, 部分新型催化剂和助剂适用于公司。整体上公司子公司和参股公司经营规模均相对较小, 目前公司主要业务仍围绕总部基地开展。

## 油品深加工市场前景良好，项目提质增效助力公司盈利改善

### 燃料油深加工市场空间大，公司重芳烃装置经营效益有望稳步提升

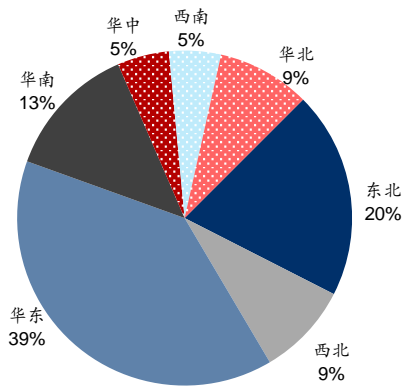
据隆众资讯，截至 22 年末国内原油一次加工能力约 9.82 亿吨，10-21 年复合增速约 4.5%，伴随国内炼化一体化及独立炼厂整合发展，近两年国内炼油能力仍维持较快增长，炼厂方面主要集中在华东、东北和华南等地区。21 年 10 月国务院下发《2030 年前碳达峰行动方案》，要求到 25 年将我国原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，主要产品产能利用率提升至 80% 以上，未来炼油行业转型升级背景下，加快油品质量升级、推进产业链延伸和促进绿色低碳可持续发展等理念将逐步深化。

图表9：国内炼能、原油加工量和平均开工率情况



资料来源：国家统计局，隆众资讯，华泰研究

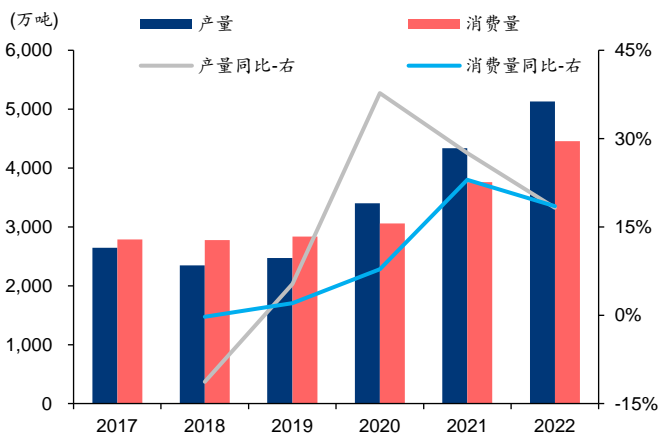
图表10：2021 年国内各地区炼能分布占比



资料来源：隆众资讯，华泰研究

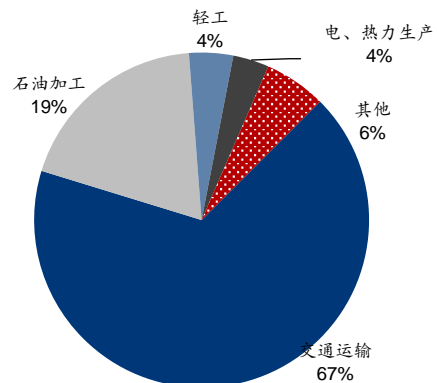
燃料油属于原油炼制的末端产品，包括常压重油、减压重油、催化重油和混合重油等品类，具备密度大、粘度大和加工困难等特点。据百川盈孚，16-19 年国内燃料油消费量均在 2800 万吨左右，受节能减排政策、清洁燃料替代等影响，总体消费空间已趋于平稳，20-22 年受炼能增加较多等因素带动，国内燃料油产量和消费量总体规模有所增长。从消费领域看，据百川盈孚，22 年国内燃料油主要下游为交通运输（占比 67%，主要用作船燃）、石油加工（19%）和轻工（4%）等，整体上深加工占比仍较低，且近年来船用燃料油领域含硫量排放限制等环保要求提升，未来燃料油深加工和高附加值利用仍具备较大的发展空间。

图表11：2016-2022 年国内燃料油产量及消费量情况



资料来源：百川盈孚，华泰研究

图表12：2021 年国内燃料油下游应用领域占比

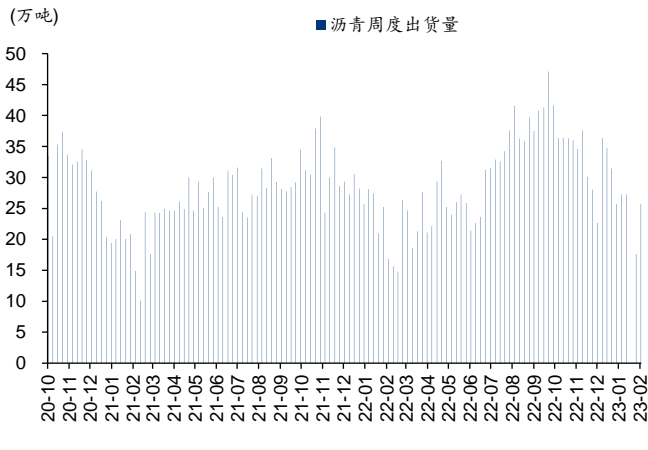


资料来源：百川盈孚，华泰研究

**重芳烃传统领域需求有望改善，针状焦领域应用拓展贡献需求增量**

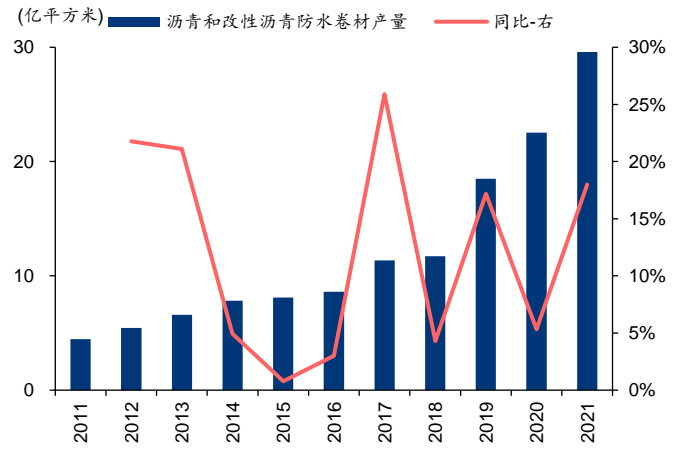
重芳烃可用于沥青助剂、橡胶助剂和润滑油助剂等，据百川盈孚、隆众资讯，19-21年国内沥青消费量维持3000万吨以上，22年以来虽建筑等领域较低迷，但道路、市政等仍支撑沥青需求，另据中国建筑防水协会，21年沥青防水卷材产量29.6亿平方米（17-21年CAGR28%），虽22年以来受地产等需求拖累，但伴随稳增长政策发力，我们预计沥青及其助剂的需求将迎来改善；重芳烃作为橡胶助剂主要用于轮胎领域，据中国橡胶工业协会，18年国内橡胶助剂产量约130万吨（12-18年CAGR约5.6%），受益于新能源车及替换胎市场发展，橡胶助剂需求亦有望保持增长，进而带动重芳烃产品需求。

图表13：国内沥青出货量情况



资料来源：隆众资讯，华泰研究

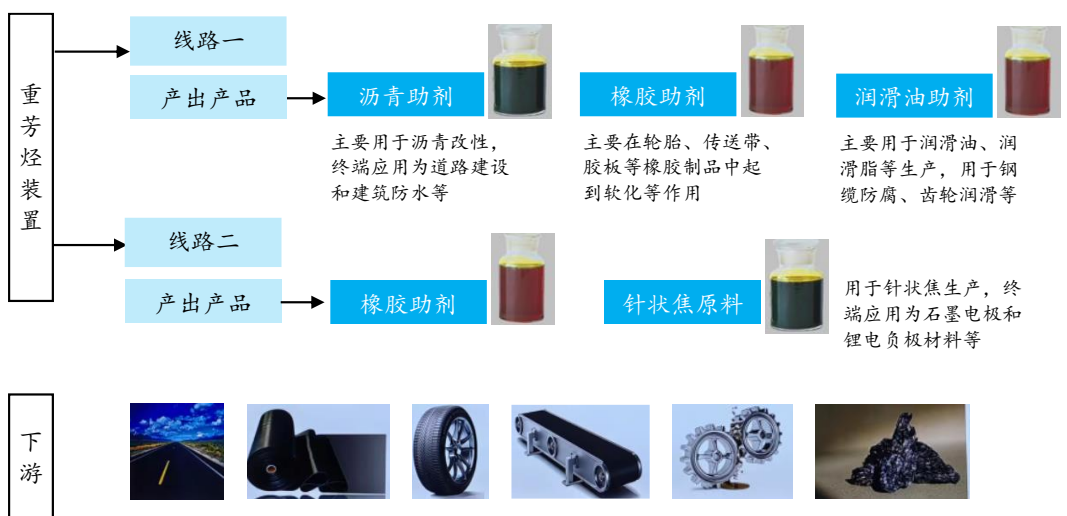
图表14：2011-2021年国内沥青和改性沥青防水卷材产量情况



资料来源：中国建筑防水协会，华泰研究

另据公司投资者交流纪要公告（编号：2022-009），公司不断拓展重芳烃在化工新材料领域应用，目前重芳烃产品可用于针状焦的生产原料。据隆众资讯，2022年国内针状焦消费量约134万吨，其中负极材料/石墨电极领域占比分别52%/48%，近年来在电炉炼钢和锂电负极领域双重需求带动下，国内针状焦消费量持续增长（17-22年CAGR达45%），且未来电炉炼钢和锂电负极领域需求景气有望延续，预计24年合计对针状焦需求将达到196万吨，CAGR约21%，在下游需求增长带动下，未来针状焦原料的需求量亦将持续增长。

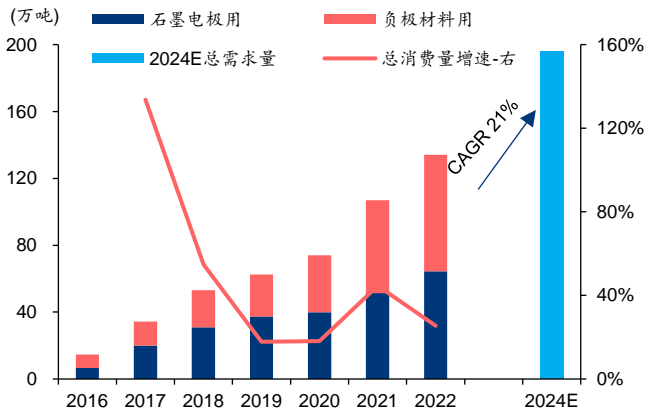
图表15：重芳烃产品下游可延伸至针状焦原料



资料来源：公司公告，华泰研究

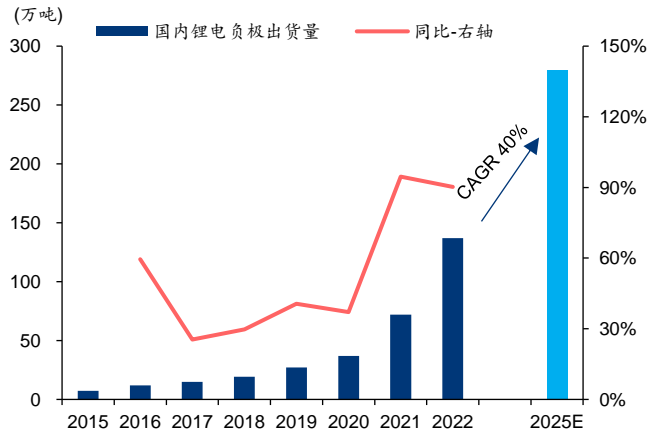


图表16: 16-22年国内针状焦消费量持续增长



资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 华泰研究

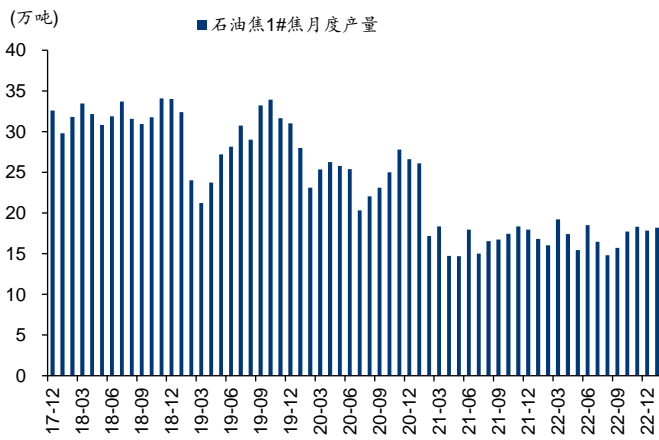
图表17: 国内锂电负极出货量及预测



资料来源: GGII, 华泰研究

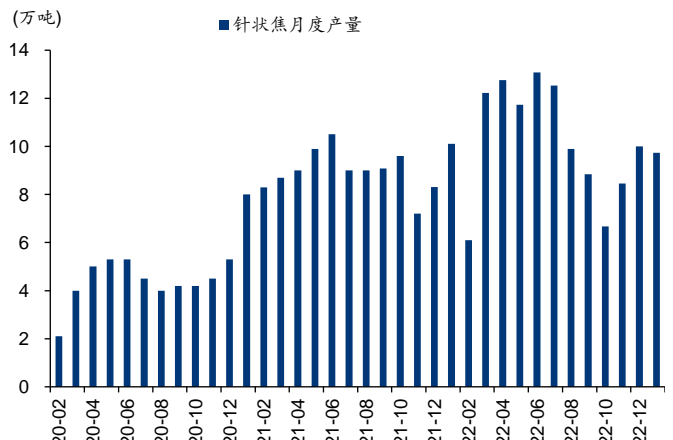
另一方面, 在人造负极材料领域, 针状焦主要用于高比容量的负极材料, 而普通比容量的负极材料一般选用价格相对便宜的低硫石油焦类材料, 负极企业一般根据电池的循环周期、比容量等需求掺混低硫石油焦和针状焦进行生产。据隆众资讯, 由于国内进口原油含硫量偏高, 叠加主营炼厂因节能降耗等要求提升油气转化率导致焦化率下降, 以及21年以来小型地炼加速退出等因素, 国内低硫石油焦供给持续收缩, 价格显著上行, 且与高硫焦的价差呈扩大趋势, 受益于需求良好以及石油焦等原油相关产品涨价等因素, 21年以来针状焦价格亦整体攀升, 我们认为对于针状焦原料的需求和价格亦将有带动作用。

图表18: 2021年以来低硫石油焦产量下降



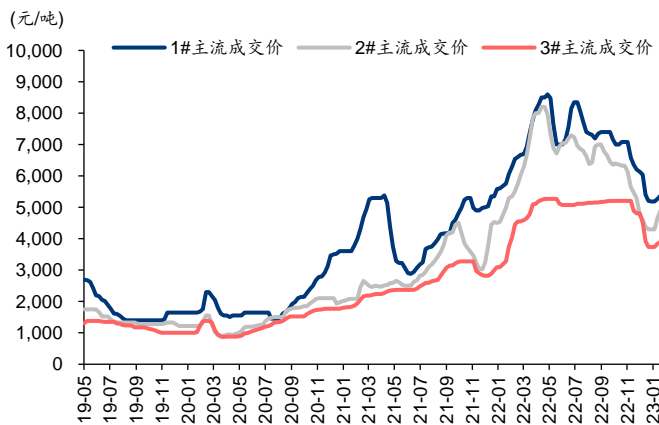
资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表19: 2020年以来针状焦产量整体上升



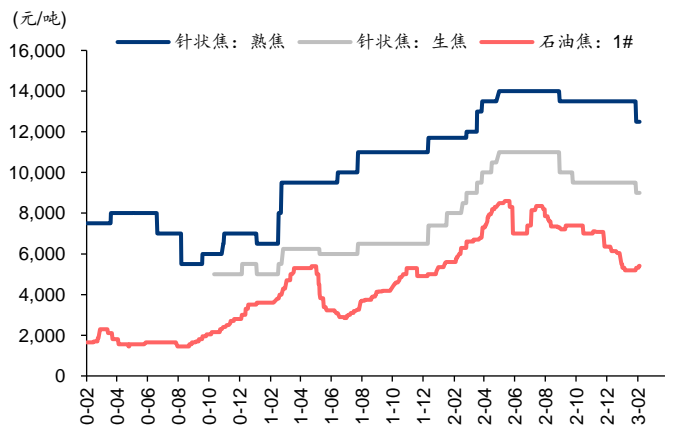
资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表20: 供给约束下低硫焦价格显著上涨且与高硫焦价差扩大



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表21: 2021年以来针状焦价格整体上涨



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

### 产品价格价差改善，公司重芳烃装置效益有望持续提升

国内燃料油深加工企业以“三桶油”体系为主，如上海高桥石化、中石油克拉玛依、中海油泰州石化等。燃料油深加工属于国家环保重点监控行业，行业企业需与大型石油炼化企业形成战略合作关系以保障原料稳定供应，且具备较强的资金和规模壁垒。博汇股份是国内燃料油深加工领域稀缺的民营上市企业，并在技术和规模等方面均已具备一定优势。

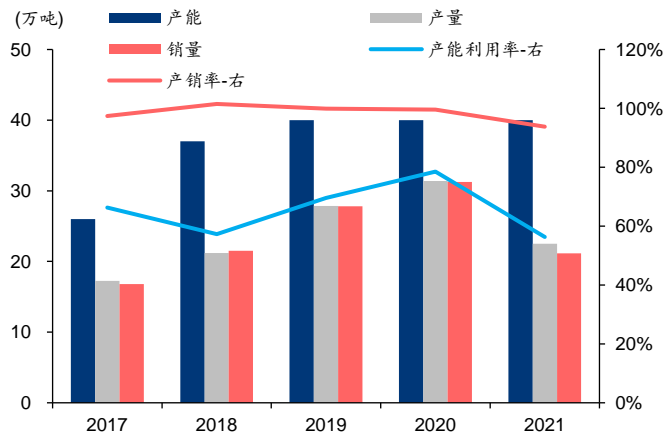
图表22：国内部分燃料油深加工企业情况

| 公司名称       | 基本情况  |
|------------|---|
| 菏泽德泰化工     | 2007年成立，拥有100万吨重芳烃抽提、6万吨釜式焦化、6万吨生物柴油、10万吨沥青装置等                          |
| 武汉保华石化     | 2006年成立，主营业务是采用沉降、提取、萃取及聚合等工艺技术对石油加工的固体废物资源催化油浆进行深加工和综合利用，提炼出重芳烃产品和基质沥青 |
| 江山联合化工     | 2009年成立，公司是一家集生产销售环保型橡胶油、芳烃油、燃料油、蜡油、润滑脂、环烷油、基础油、沥青等产品和国际贸易为一体的高科技民营企业   |
| 上海高桥石化     | 共有50余套生产装置，主要产品有汽油、航空煤油、柴油、润滑油基础油、精细化工产品等                               |
| 中石油克拉玛依石化  | 拥有稠油集中加工、环烷基润滑油生产、高等级道路沥青生产、低凝柴油生产“四大基地”                                |
| 中海油气(泰州)石化 | 中海油下属分公司，原油加工能力600万吨/年，产品包括柴油、润滑油基础油、重芳烃、石油焦等                           |
| 中石化南京化学工业  | 拥有以气体净化、铜系催化剂研发为主的化工研究院，以石油化工压力容器制造为主                                   |
| 博汇股份       | 国内少有的专注于燃料油深加工的上市民营企业，目前已建成两套深加工装置，年产能合计80万吨                            |

资料来源：公司可转债募集说明书，华泰研究

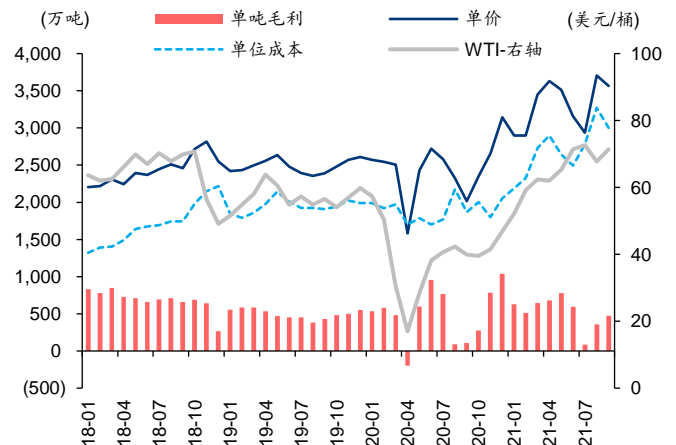
17-21年公司40万吨/年首套装置产能逐渐释放，重芳烃&轻质燃料油合计销量分别16.8/21.5/27.8/31.3/21.1万吨(各年均以重芳烃为主)，其中21年因上半年原料供应波动，以及二套装置投产后原料和产品结构调整等影响，重芳烃产销规模有所下降。公司重芳烃产品价格/单位成本整体与原油价格存在较强联动性，18-19年首套装置运行相对平稳，重芳烃产品吨毛利多数位于400-800元/吨区间，20-21年原料供应波动较大，且二套装置投产对整体开工稳定性造成冲击，导致重芳烃产品月度毛利波动有所增加。

图表23：2017-2021年公司重芳烃/轻质燃料油产销情况



资料来源：公司公告，华泰研究

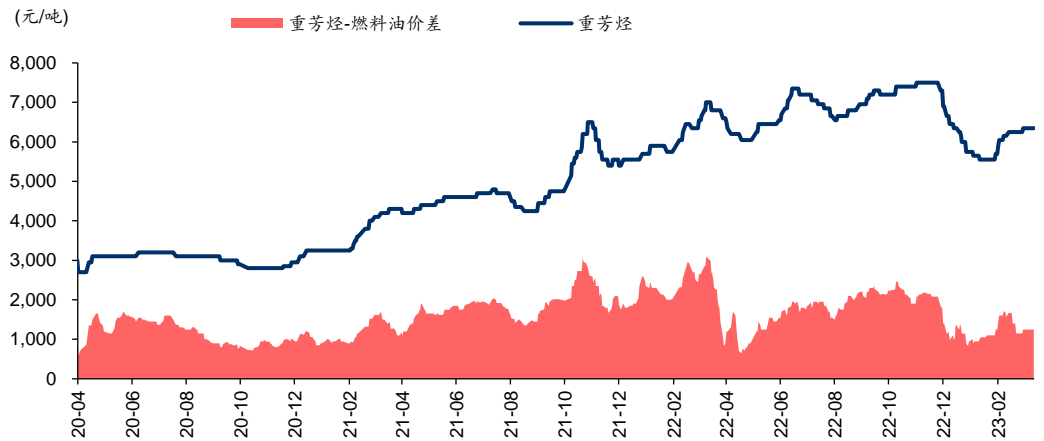
图表24：公司重芳烃产品单价、单位成本和价差情况



资料来源：公司可转债募集说明书，华泰研究

22年以来，伴随原料供应稳定，公司重芳烃装置经营效益改善，且受益于小型炼厂退出及原油重组分市场供应下降等因素，重芳烃价格和价差攀升（22Q4因终端需求低迷导致阶段性回落，而23年初以来逐渐修复）。考虑国内炼油产能收缩等因素影响仍在延续，叠加需求端有望持续改善，我们预计重芳烃产品盈利有望持续向好，伴随公司产能利用率持续提升、叠加拓展针状焦原料等高附加值产品的应用（据公司投资者交流纪要公告（编号：2022-010），公司用于该领域的重芳烃每月有持续稳定的3000吨左右销售，且仍在持续拓展客户，未来亦将拓展碳纤维材料等领域应用），未来重芳烃装置经营效益有望持续提升。

图表25: 重芳烃价格和价差走势



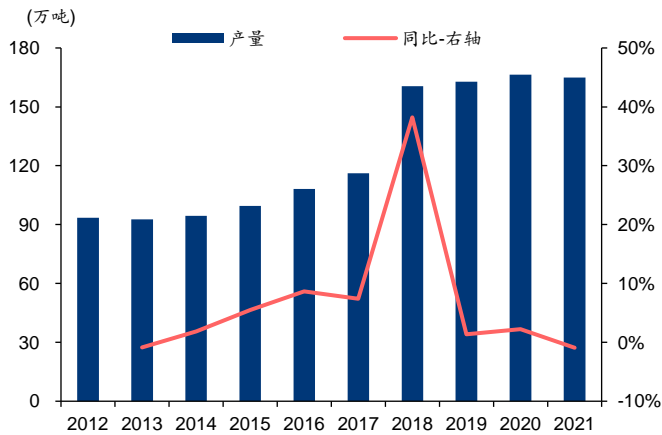
资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 华泰研究

### 环保芳烃油供需格局良好, 公司新项目增量有望持续兑现

#### 供需格局改善支撑环保芳烃油盈利增长

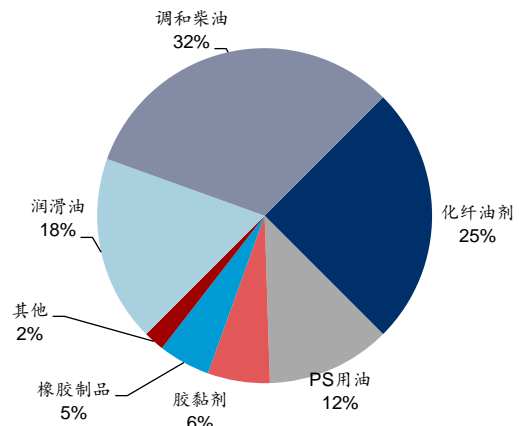
以馏分油(如蜡油、常压渣油、减压渣油)为原料进行深加工可生产环保芳烃油等产品。环保芳烃油通常指稠环芳烃含量小于3%的芳烃油, 其中芳碳率(CA%)大于20%的高芳环保芳烃油主要用于橡胶和沥青改性, 芳碳率小于20%的普通环保芳烃油可用于作润滑油基础油和化妆品级、食品级、医药级白油的基础原料。据隆众资讯, 21年国内白油产量约165万吨, 同比-1%, 18-21年国内产量基本稳定。

图表26: 2012-2021年国内白油产量及增速情况



资料来源: 隆众资讯, 公司可转债募集说明书, 华泰研究

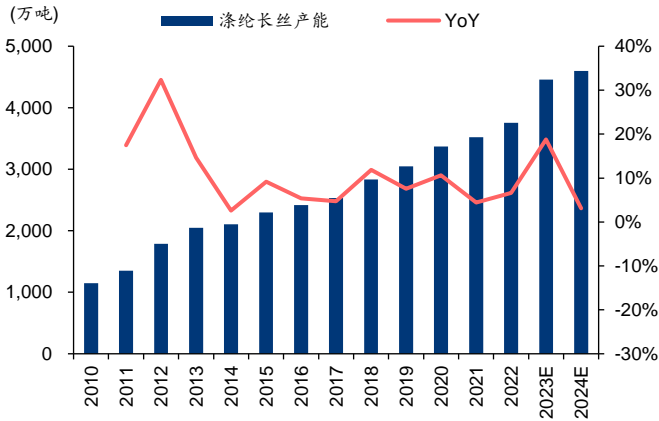
图表27: 2021年国内白油下游消费占比



资料来源: 合成润滑材料, 华泰研究

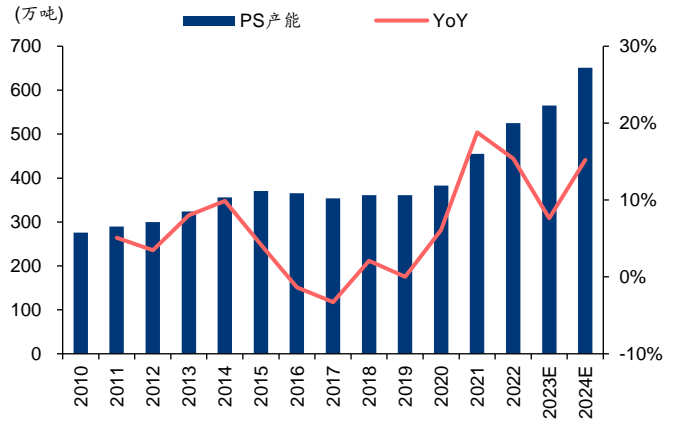
**需求角度**, 据百川盈孚, 22年因纺服、家电等需求疲弱, 涤纶长丝、PS消费量分别为2568万吨和355万吨, yoy-8%/-3%, 未来伴随稳增长政策发力及居民消费能力修复, 化纤油剂和改性塑料助剂等需求有望迎来增长。另据合成润滑材料, 受益于交通和工业等润滑需求增长, 15-19年国内润滑油基础油消费量总体呈上升趋势, 且每年进口数量均在250万吨以上, 其中全加氢工艺制备的II类、III类等环保和高端品种需求增长良好, 对于环保芳烃油的需求亦有望维持增长态势。

图表28: 国内涤纶长丝产能持续增长



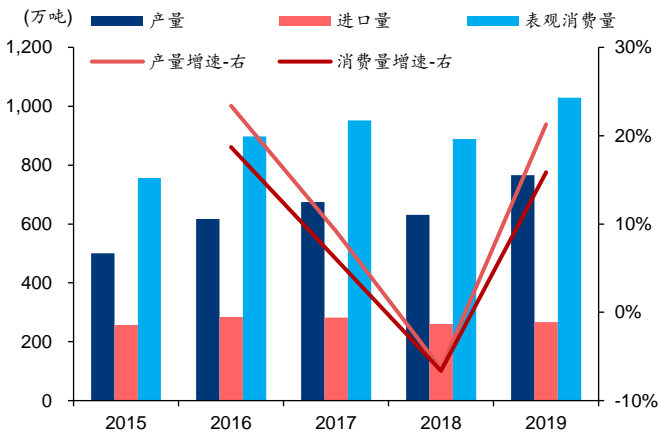
资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表29: 国内PS产能持续增长



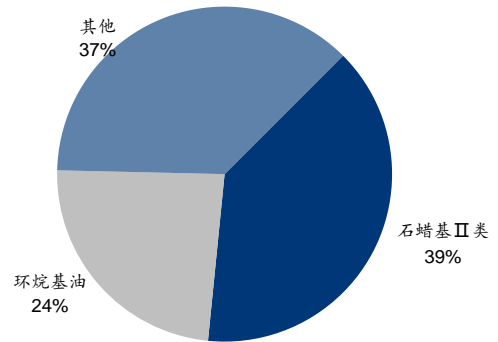
资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表30: 2015-2019年国内润滑油基础油供需情况



资料来源: 合成润滑材料, 华泰研究

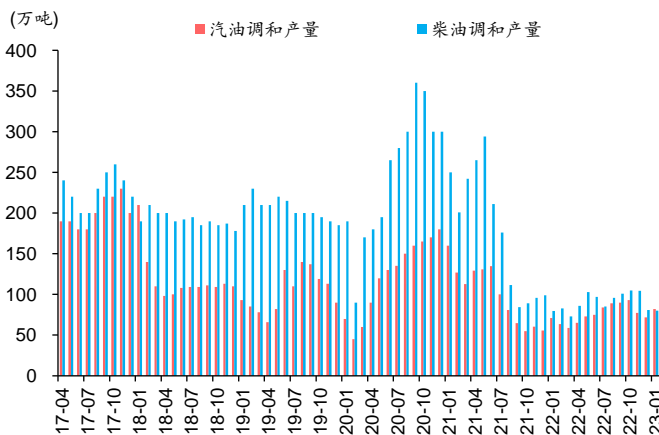
图表31: 2019年国内润滑油基础油细分类型占比



资料来源: 合成润滑材料, 华泰研究

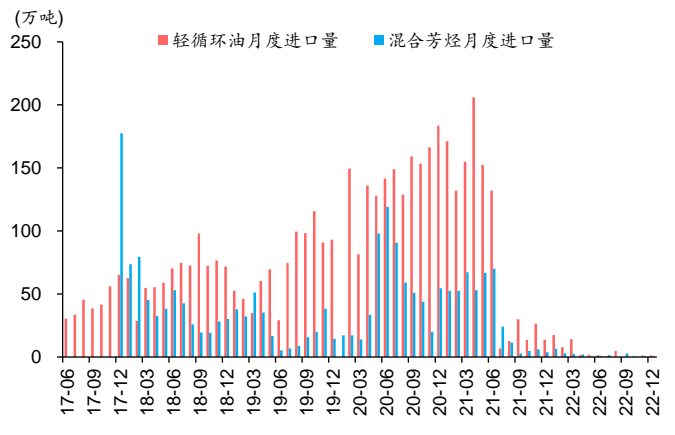
另一方面, 由于21年以来国内小型地炼加速退出, 以及海外炼能收缩等影响, 作为汽柴油调和原料的重组分油品 (如轻循环油和混合芳烃等) 国产和进口量均显著下降, 导致重组分油品供给紧缺及价格上涨, 支撑白油 (亦可作为柴油调和料) 需求和价格景气。

图表32: 国内汽柴油调和油品产量显著下降



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

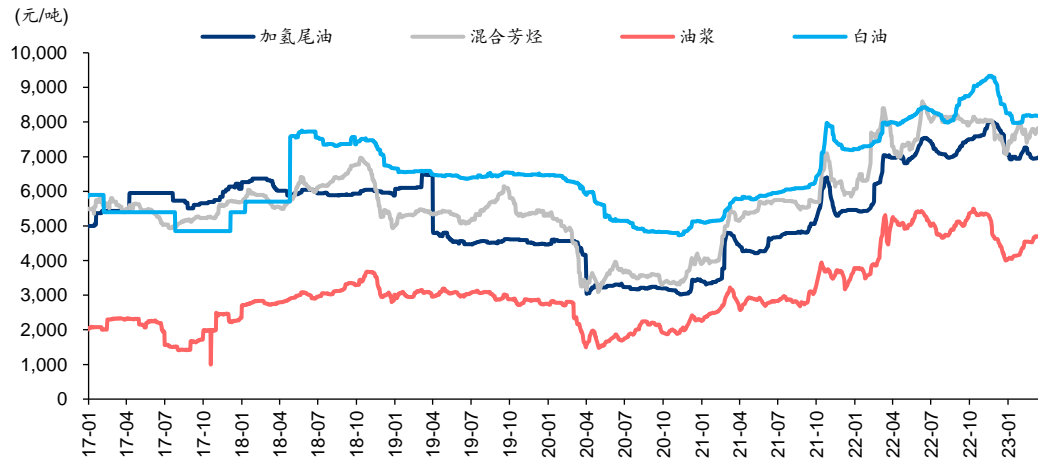
图表33: 调和油料 (轻循环油和混合芳烃) 进口量显著下降



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究



图表34：21年以来重组分油产品价格整体上涨

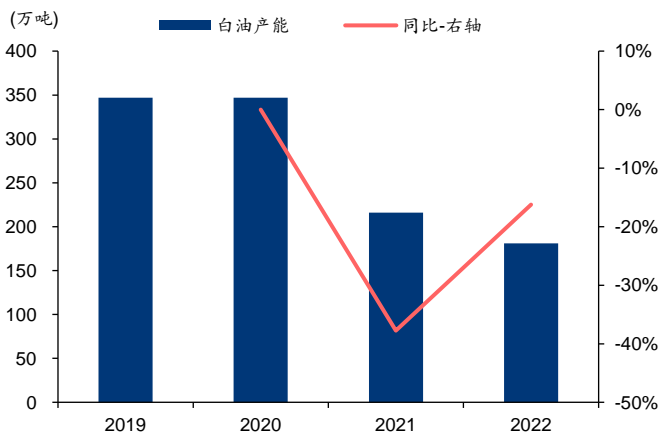


资料来源：隆众资讯，百川盈孚，华泰研究

此外，据隆众资讯，目前国内在化妆品级、食品医药级等高档白油领域自给率仍较低，目前国内高端白油领域进口替代需求仍有 35 万吨左右，国产替代空间亦较大。

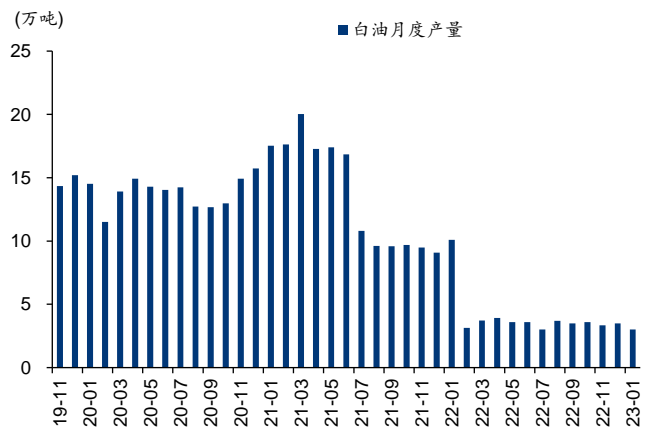
**供给角度**，21 年以来受小型炼厂加速退出以及白油消费税政策实施等因素影响，国内白油产能供给收缩，实际运行装置有限，因此虽行业开工率处于 18 年以来相对高位，但月度产量整体呈下滑趋势，企业库存亦持续处于低位水平，而在主营炼厂提质增效等背景下，我们认为行业隐形产能的退出造成的供给收缩影响或延续较长时间。

图表35：2021年以来国内白油产能收缩



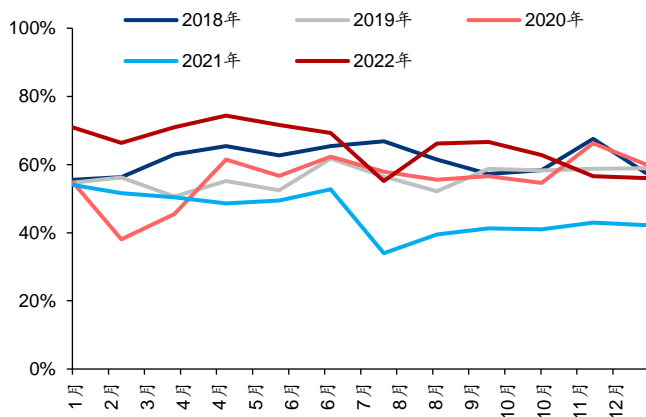
资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表36：2021年以来国内白油月产量整体下降



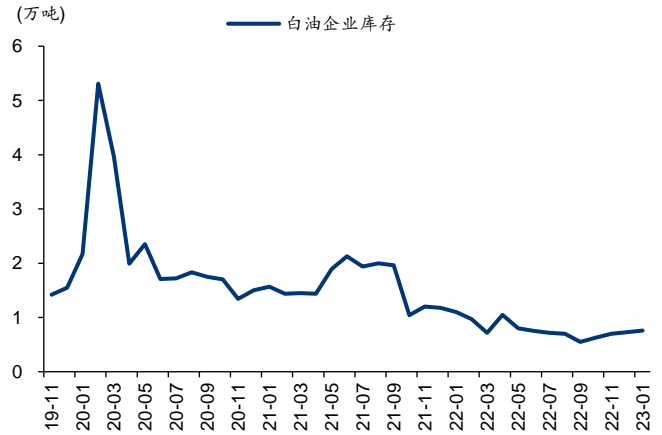
资料来源：隆众资讯，华泰研究

图表37: 2022年以来白油行业开工率处于近五年较高区间



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

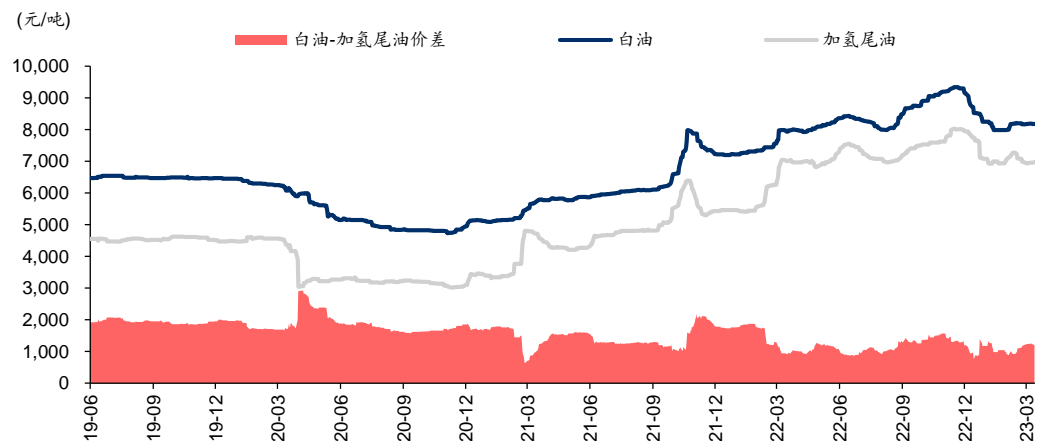
图表38: 白油企业库存低位



资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

22年初以来, 受益于原油及重组分油品涨价带动, 以及白油行业自身供给偏紧等因素影响, 白油价格价差中枢亦整体抬升, 我们认为公司将持续受益于供需格局改善下产品价格价差的改善, 以及行业隐形产能退出后公司市场份额有望快速提升。

图表39: 白油价格和价差抬升



资料来源: 隆众资讯, 百川盈孚, 华泰研究

### 原料供应稳定助力环保芳烃油装置盈利改善, 未来继续延伸高附加值产品

据公司可转债募集说明书, 21年6月公司40万吨/年环保芳烃油装置投产后, 由于氢气供应不稳定, 装置开工较低, 全年环保芳烃油产销仅7.9/7.5万吨, 实现收入4.1亿元, 且由于开工负荷低及单位固定成本分摊较高等, 毛利率为-1%, 未实现盈利。

图表40: 公司40万吨/年环保芳烃油装置投产初期运行情况(21年6月-12月)

| 产品    | 产能(万吨) | 产量(万吨) | 销量(万吨) | 均价(元/吨) | 收入(百万元) | 毛利率    |
|-------|--------|--------|--------|---------|---------|--------|
| 环保芳烃油 | -      | 7.91   | 7.55   | 5434.17 | 410.20  | -1.00% |
| 精制燃料油 | -      | 3.00   | 2.76   | 4677.97 | 128.91  | -6.93% |
| 硫磺    | -      | 0.24   | 0.21   | 1572.78 | 3.38    | -3.05% |
| 硫酸铵   | -      | 0.03   | 0.03   | 836.97  | 0.27    | 2.14%  |
| 合计    | 16     | -      | -      | -       | 542.76  | -      |

注: 公司40万吨环保芳烃油项目于2021年6月底正式投产, 根据设计要求第一年生产负荷为80%

资料来源: 公司可转债募集说明书, 华泰研究

伴随公司 12000Nm<sup>3</sup>/h 制氢装置于 22 年 6 月投运, 氢气供应稳定后环保芳烃油装置运行稳定性和经济效益得到显著提升, 尤其 22Q3 产品价格价差高位, 叠加装置稳定运行后产品持续放量, 助力公司单季度盈利同环比均实现高增长。另据公司 2023 年 2 月 10 日投资者交流纪要公告 (编号: 2023-002), 公司通过设立新加坡全资子公司, 未来进口原料采购渠道亦将拓宽, 我们认为未来依托氢气自主供应稳定, 叠加丰富进口原料供应, 以及装置操作经验的不断积累, 未来环保芳烃油装置盈利贡献有望持续提升。

另据公司可转债募集说明书, 公司未来将利用可转债募集资金新建年产 10 万吨食品级/化妆品级白油、8 万吨轻质白油补充精制装置, 据公司公告, 预计建成后将贡献年均收入/净利润 7.18/0.88 亿元, 未来新产能放量及高附加值产品延伸有望带动公司业绩保持增长。

**图表41: 公司可转债募投项目情况**

| 项目        | 主要内容  |
|-----------|---|
| 主要装置及产能情况 | 10 万吨/年芳烃油产品深加工生产食品级/化妆品级白油装置<br>8 万吨/年轻质白油补充精制装置<br>12000Nm <sup>3</sup> /h 轻烃综合利用装置, 已于 22 年 6 月建成并投运 |
| 计划总投资     | 4.83 亿元   |
| 建设期       | 24 个月   |
| 预计年均收入    | 7.18 亿元   |
| 预计年均净利润   | 0.88 亿元   |
| 税后内部收益率   | 17%   |
| 税后静态回收期   | 7.29 年  |

资料来源: 公司可转债募集说明书, 华泰研究

## 股权激励目标清晰, 彰显长期发展信心

公司于 2023 年 2 月公告拟实施限制性股票激励计划, 授予对象为公司 (含控股子公司) 董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术 (业务) 骨干在内的 41 人 (约占公司职工总数的 10.1%), 授予数量为 126.90 万股 (其中首次授予 101.52 万股, 预留 25.38 万股), 授予价格 (含预留授予) 10.08 元/股。激励计划针对公司层面和个人层面均设定了严格的考核目标。我们认为公司股权激励计划人员覆盖面广, 同时考核目标清晰 (以 22 年归母净利润为基数, 23-25 年净利润增长率目标值分别为 80%、135% 和 180%, 触发值分别为 65%、105% 和 145%), 彰显了管理层对应公司长期发展的信心, 同时将有助于充分调动管理团队、业务骨干等的积极性, 助力公司长期经营目标的实现。

**图表42: 永和股份股票期权与限制性股票激励计划主要考核目标**

| 考核类型  | 业绩考核目标   |
|-------|--|
| 公司层面  | 以 2022 年净利润为基数, 2023 年净利润目标增长率 $A_m$ 为 80%, 触发增长率 $A_n$ 为 65%<br>以 2022 年净利润为基数, 2024 年净利润目标增长率 $A_m$ 为 135%, 触发增长率 $A_n$ 为 105%<br>以 2022 年净利润为基数, 2025 年净利润目标增长率 $A_m$ 为 180%, 触发增长率 $A_n$ 为 145%<br>考核指标: 若净利润增长率 $A \geq A_m$ , 则公司层面归属比例 $X=100%$ ; 若 $A_n \leq A \leq A_m$ , 则 $X=80%$ ; 若 $A < A_n$ , 则 $X=0$ |
| 个人层面  | 个人层面绩效考核为 B 级及以上、C 级、D 级, 分别对应归属比例为 100%、80%、0%  |
| 归属期安排 | <b>首次授予部分:</b> 自首次授予之日起 12-24 个月、24-36 个月、36-48 个月分别占授予权益总量的 30%、30%、40%<br><b>预留部分:</b> 若预留部分在 2023 年第三季度报告披露之前授予, 则自预留授予之日起 12-24 个月、24-36 个月、36-48 个月分别占授予权益总量的 30%、30%、40%; 若预留部分在 2023 年第三季度报告披露之后授予, 则自预留授予之日起 12-24 个月、24-36 个月分别占授予权益的 50%、50%   |

注: 净利润增长率指标以归属于上市公司股东的净利润, 并剔除有效期内正在实施的公司所有股权激励计划及员工持股计划所涉股份支付费用影响的数值为计算依据  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

## 首次覆盖博汇股份，给予“买入”评级

产能假设方面，公司首套重芳烃装置产能 40 万吨/年，产品以重芳烃为主，可生产部分轻质燃料油；二套环保芳烃油装置满负荷产能 40 万吨/年，主要生产环保芳烃油。目前两套装置均已建成投产，我们假设 22-24 年重芳烃/轻质燃料油/环保芳烃油的产能分别为 38/38/38 万吨、2/2/2 万吨、40/40/40 万吨，高端白油方面，考虑可转债项目建设期规划 24 个月，且目前尚未正式建设，我们假设其 22-24 年不产生盈利贡献。

销量假设方面，随着原料供应稳定性压力缓解，以及未来需求向好，假设 22-24 年产销率（按销量/产能比率计）整体提升，对应重芳烃/轻质燃料油/环保芳烃油产销率分别为 90%/100%/105%、90%/100%/105%、60%/75%/90%，由此计算 22-24 年重芳烃/轻质燃料油/环保芳烃油销量分别为 34.2/38.0/39.9 万吨、1.8/2.0/2.1 万吨和 24/30/36 万吨。

价格假设方面，考虑国际油价处于相对高位、重组分油供给紧缺以及需求有望改善等因素，我们预计 22-24 年公司产品价格中枢较过去 5 年均有所提升，由此我们假设 22-24 年重芳烃/轻质燃料油/环保芳烃油均价分别为 5345/5451/5451 元/吨、5424/5533/5533 元/吨、7064/7206/7206 元/吨。

成本假设方面，公司主要原材料为燃料油和加氢尾油等，价格亦整体随原油和重组分油波动，我们预计 22-24 年原材料采购单价亦整体上升，但考虑装置负荷稳定后单位固定成本等有望下降，我们预计 23-24 年白油单位成本逐渐下降，而重芳烃/轻质燃料油单位成本于 24 年亦或有所下降，由此我们假设 22-24 年重芳烃/轻质燃料油/环保芳烃油单位成本分别为 4561/4606/4560 元/吨、4497/4542/4497 元/吨、6700/6400/6200 元/吨。

图表43：博汇股份盈利预测基本假设

| 项目    | 产品        | 单位  | 2020A  | 2021A  | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|-------|-----------|-----|--------|--------|---------|--------|--------|
| 产能    | 重芳烃       | 万吨  | 38.00  | 38.00  | 38.00   | 38.00  | 38.00  |
|       | yoy       |     | 0%     | 0%     | 0%      | 0%     | 0%     |
|       | 轻质燃料油     | 万吨  | 2.00   | 2.00   | 2.00    | 2.00   | 2.00   |
|       | yoy       |     | 0%     | 0%     | 0%      | 0%     | 0%     |
|       | 环保芳烃油（白油） | 万吨  | 0.00   | 16.00  | 40.00   | 40.00  | 40.00  |
|       | yoy       |     | -      | -      | 150%    | 0%     | 0%     |
| 产能利用率 | 重芳烃       |     | 77.50% | 52.46% | 90%     | 100%   | 105%   |
|       | 轻质燃料油     |     | 91%    | 59.92% | 90%     | 100%   | 105%   |
|       | 环保芳烃油（白油） |     | -      | 47.18% | 60%     | 75%    | 90%    |
| 销量    | 重芳烃       | 万吨  | 29.45  | 19.94  | 34.20   | 38.00  | 39.90  |
|       | yoy       |     | 12%    | -32%   | 72%     | 11%    | 5%     |
|       | 轻质燃料油     | 万吨  | 1.82   | 1.20   | 1.80    | 2.00   | 2.10   |
|       | yoy       |     | 28%    | -34%   | 50%     | 11%    | 5%     |
|       | 环保芳烃油（白油） | 万吨  | 0.00   | 7.55   | 24.00   | 30.00  | 36.00  |
|       | yoy       |     | -      | -      | 217.94% | 25.00% | 20.00% |
| 单价    | 重芳烃       | 元/吨 | 2502   | 3686   | 5345    | 5451   | 5451   |
|       | yoy       |     | 1%     | 47%    | 45%     | 2%     | 0%     |
|       | 轻质燃料油     | 元/吨 | 2489   | 3741   | 5424    | 5533   | 5533   |
|       | yoy       |     | -32%   | 50%    | 45%     | 2%     | 0%     |
|       | 环保芳烃油（白油） | 元/吨 | -      | 5434   | 7064    | 7206   | 7206   |
|       | yoy       |     | -      | -      | 30%     | 2%     | 0%     |
| 单位成本  | 重芳烃       | 元/吨 | 1891   | 2925   | 4561    | 4606   | 4560   |
|       | yoy       |     | -3%    | 55%    | 45%     | 1%     | -1%    |
|       | 轻质燃料油     | 元/吨 | 1967   | 2998   | 4497    | 4542   | 4497   |
|       | yoy       |     | -29%   | 52%    | 50%     | 1%     | -1%    |
|       | 环保芳烃油（白油） | 元/吨 | -      | 5488   | 6700    | 6400   | 6200   |
|       | yoy       |     | -      | -      | 22%     | -4%    | -3%    |

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测



期间费用率方面，公司产品主要为款到发货模式，且运费多数情况由客户承担，因此销售费用率整体较低，我们预计 22-24 年亦维持 0.15%左右的较低水平；伴随公司产销规模扩大，我们预计管理、研发费用绝对额保持增长，但费用率而言相对稳定，假设 22-24 年管理费用率和研发费用率分别维持 1.10%和 1.70%的水平；伴随公司盈利改善及项目建设资金需求减少，我们预计 22-24 年财务费用率整体有所下降，分别为 1.17%/1.01%/0.68%。

图表44：博汇股份分部盈利预测

| 分项            | 业务         | 2020A   | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)    | 合计         | 972.29  | 1458.11 | 3890.12 | 4617.48 | 5163.40 |
|               | yoy        | 17.54%  | 49.97%  | 166.79% | 18.70%  | 11.82%  |
|               | 重芳烃        | 736.95  | 734.79  | 1827.85 | 2071.56 | 2175.14 |
|               | yoy        | 13%     | 0%      | 149%    | 13%     | 5%      |
|               | 轻质燃料油      | 45.30   | 44.83   | 97.63   | 110.65  | 116.19  |
|               | yoy        | -12%    | -1%     | 118%    | 13%     | 5%      |
|               | 环保芳烃油 (白油) | 0.00    | 410.20  | 1695.45 | 2161.70 | 2594.04 |
| yoy           | -          | -       | 313%    | 28%     | 20%     |         |
| 营业成本 (百万元)    | 合计         | 805.56  | 1304.89 | 3515.15 | 4029.78 | 4416.61 |
|               | yoy        | 19.85%  | 61.99%  | 169.38% | 14.64%  | 9.60%   |
| 毛利率           | 综合毛利率      | 17.15%  | 10.51%  | 9.64%   | 12.73%  | 14.46%  |
|               | pct        | (1.59)  | (6.64)  | (0.87)  | 3.09    | 1.74    |
|               | 重芳烃        | 24.43%  | 20.66%  | 14.67%  | 15.51%  | 16.35%  |
|               | pct        | 3.47    | (3.77)  | (5.99)  | 0.84    | 0.84    |
|               | 轻质燃料油      | 21%     | 20%     | 17%     | 18%     | 19%     |
|               | pct        | (2.41)  | (1.12)  | (2.76)  | 0.81    | 0.82    |
|               | 环保芳烃油 (白油) | -       | -1%     | 5%      | 11%     | 14%     |
| pct           | -          | -       | 6.16    | 6.02    | 2.78    |         |
| 期间费用率         | 销售费用率      | 0.27%   | 0.20%   | 0.15%   | 0.15%   | 0.15%   |
|               | 管理费用率      | 3.31%   | 2.05%   | 1.10%   | 1.10%   | 1.10%   |
|               | 研发费用率      | 3.51%   | 2.11%   | 1.70%   | 1.70%   | 1.70%   |
|               | 财务费用率      | 1.13%   | 1.70%   | 1.17%   | 1.01%   | 0.68%   |
| 营业利润 (百万元)    | 59.02      | 45.61   | 176.50  | 359.79  | 508.49  |         |
| 归母净利润 (百万元)   | 合计         | 57.79   | 42.18   | 157.26  | 316.79  | 447.65  |
|               | yoy        | -23.69% | -27.02% | 272.84% | 101.44% | 41.31%  |
| EPS (最新摊薄, 元) |            | 0.56    | 0.31    | 0.89    | 1.80    | 2.55    |

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究预测

综上，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.57/3.17/4.48 亿元，对应 EPS (最新摊薄) 分别为 0.89/1.80/2.55 元，博汇股份为国内重油深加工领域稀缺的上市标的，我们选取美锦能源 (主营焦化和氢能等业务)、龙蟠科技 (主营润滑油等业务)、索通发展 (主营石油焦产业链相关的预焙阳极等业务) 作为可比公司，参考可比公司 2023 年平均 11 倍的 Wind 一致预期 PE，考虑公司油品深加工资产稀缺性和新项目成长性，给予公司 2023 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 23.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表45：可比公司估值表

| 公司名称 | 股票代码      | 股价 (元/股) |       | EPS (元) |       |       | P/E (x) |       |       |
|------|-----------|----------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|
|      |           | 3月14日    | 3月14日 | 2022E   | 2023E | 2024E | 2022E   | 2023E | 2024E |
| 美锦能源 | 000723 CH | 8.99     | 389   | 0.59    | 0.64  | 0.69  | 15      | 14    | 13    |
| 龙蟠科技 | 603906 CH | 22.40    | 127   | 1.60    | 1.69  | 1.83  | 14      | 13    | 12    |
| 索通发展 | 603612 CH | 24.43    | 113   | 2.73    | 3.91  | 5.21  | 9       | 6     | 5     |
| 平均   |           |          |       |         |       |       | 13      | 11    | 10    |
| 博汇股份 | 300839 CH | 18.66    | 33    | 0.89    | 1.80  | 2.55  | 21      | 10    | 7     |

注：可比公司盈利采用 Wind 一致预期

资料来源：Wind，华泰研究预测

## 风险提示

### 原油价格波动风险

公司主要产品及原材料价格与原油价格关联度较高，若原油价格受地缘冲突等因素出现较大波动，可能对公司盈利稳定性造成一定影响。

### 原料供应不稳定风险

公司主要原材料为炼厂的副产的燃料油、加氢尾油等原材料，伴随国内外炼能收缩以及国内主营炼厂自主深加工能力提升，公司原材料供应或受到影响，进而影响公司装置运行稳定性及公司盈利水平。

### 下游需求不及预期风险

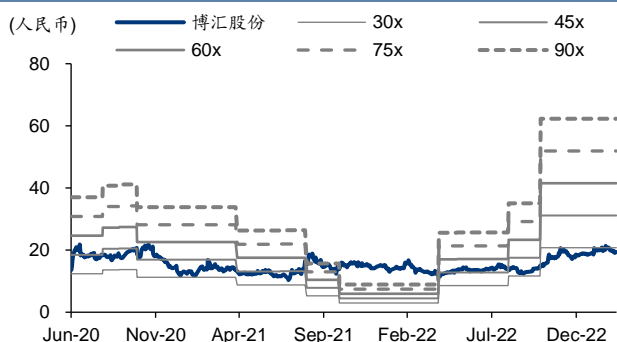
公司主要产品重芳烃、白油等下游需求相对分散，终端需求整体受宏观经济环境影响较大，若未来国内经济复苏不及预期，公司主要产品需求改善或有限，且公司在锂电负极材料等领域市场拓展亦存在一定不确定性，均可能影响公司产品价格和盈利水平。

图表46：报告提及公司列表

| 公司        | 代码        | 公司         | 代码        | 公司        | 代码      |
|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|---------|
| 文魁集团      | 未上市       | 镇海炼化       | 未上市       | 菏泽德泰化工    | 未上市     |
| 武汉保华石化    | 未上市       | 江山联合化工     | 未上市       | 上海高桥石化    | 未上市     |
| 中石油克拉玛依石化 | 未上市       | 中海油气(泰州)石化 | 未上市       | 中石化南京化学工业 | 未上市     |
| 中国石油      | 601857 CH | 中国石化       | 600028 CH | 中海油       | 2883 HK |

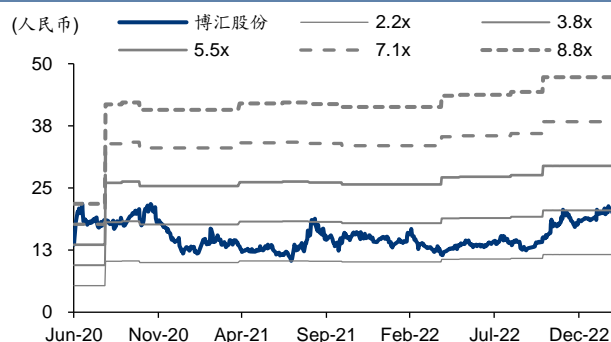
资料来源：Bloomberg, Wind, 华泰研究

图表47：博汇股份 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表48：博汇股份 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

| 会计年度 (人民币百万)   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 558.34 | 711.29 | 1,303  | 1,233  | 1,644  |
| 现金             | 49.63  | 93.23  | 338.17 | 285.54 | 625.06 |
| 应收账款           | 0.46   | 0.62   | 2.27   | 1.16   | 2.67   |
| 其他应收账款         | 220.45 | 245.12 | 273.57 | 342.10 | 346.36 |
| 预付账款           | 13.71  | 12.14  | 56.82  | 25.03  | 66.49  |
| 存货             | 154.11 | 213.36 | 255.33 | 281.98 | 306.90 |
| 其他流动资产         | 119.98 | 146.83 | 376.83 | 296.83 | 296.83 |
| <b>非流动资产</b>   | 913.10 | 1,013  | 935.42 | 943.39 | 950.23 |
| 长期投资           | 9.99   | 9.79   | 12.24  | 15.30  | 16.74  |
| 固定投资           | 74.83  | 795.48 | 742.29 | 725.69 | 725.58 |
| 无形资产           | 87.19  | 84.95  | 94.46  | 94.19  | 93.99  |
| 其他非流动资产        | 741.10 | 122.36 | 86.44  | 108.22 | 113.91 |
| <b>资产总计</b>    | 1,471  | 1,724  | 2,238  | 2,176  | 2,595  |
| <b>流动负债</b>    | 393.07 | 694.91 | 1,068  | 728.39 | 738.76 |
| 短期借款           | 264.83 | 470.31 | 500.00 | 500.00 | 100.00 |
| 应付账款           | 91.96  | 69.07  | 364.73 | 132.58 | 412.47 |
| 其他流动负债         | 36.28  | 155.52 | 203.09 | 95.81  | 226.29 |
| <b>非流动负债</b>   | 243.82 | 162.62 | 157.80 | 153.22 | 148.86 |
| 长期借款           | 224.74 | 96.44  | 91.62  | 87.04  | 82.68  |
| 其他非流动负债        | 19.08  | 66.18  | 66.18  | 66.18  | 66.18  |
| <b>负债合计</b>    | 636.89 | 857.53 | 1,226  | 881.60 | 887.63 |
| 少数股东权益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 股本             | 104.00 | 135.20 | 175.76 | 175.76 | 175.76 |
| 资本公积           | 432.56 | 401.36 | 401.36 | 401.36 | 401.36 |
| 留存公积           | 297.98 | 329.76 | 455.57 | 709.01 | 1,067  |
| 归属母公司股东权益      | 834.55 | 866.33 | 1,013  | 1,294  | 1,707  |
| <b>负债和股东权益</b> | 1,471  | 1,724  | 2,238  | 2,176  | 2,595  |

### 现金流量表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2020     | 2021     | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| <b>经营活动现金</b> | (4.97)   | 98.68    | 611.18   | 50.20    | 911.44   |
| 净利润           | 57.79    | 42.18    | 157.26   | 316.79   | 447.65   |
| 折旧摊销          | 9.26     | 51.24    | 90.76    | 88.47    | 90.11    |
| 财务费用          | 11.00    | 24.79    | 45.71    | 46.42    | 35.25    |
| 投资损失          | (0.82)   | (0.26)   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 营运资金变动        | (86.44)  | (21.97)  | 317.45   | (401.48) | 338.44   |
| 其他经营现金        | 4.24     | 2.69     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>投资活动现金</b> | (309.90) | (178.23) | (243.62) | (16.44)  | (96.94)  |
| 资本支出          | (281.39) | (156.35) | (1.89)   | (82.44)  | (82.62)  |
| 长期投资          | (29.63)  | (21.94)  | (2.45)   | (3.06)   | (1.44)   |
| 其他投资现金        | 1.12     | 0.06     | (239.28) | 69.06    | (12.88)  |
| <b>筹资活动现金</b> | 313.58   | 107.93   | (122.62) | (86.39)  | (474.98) |
| 短期借款          | 156.83   | 205.49   | 29.69    | 0.00     | (400.00) |
| 长期借款          | (108.86) | (128.30) | (4.82)   | (4.58)   | (4.35)   |
| 普通股增加         | 26.00    | 31.20    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 资本公积增加        | 356.10   | (31.20)  | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他筹资现金        | (116.48) | 30.74    | (147.49) | (81.81)  | (70.63)  |
| 现金净增加额        | (1.36)   | 28.38    | 244.94   | (52.63)  | 339.52   |

资料来源：公司公告、华泰研究预测

### 利润表

| 会计年度 (人民币百万)  | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>   | 972.29 | 1,458  | 3,890  | 4,617  | 5,163  |
| 营业成本          | 805.56 | 1,305  | 3,515  | 4,030  | 4,417  |
| 营业税金及附加       | 21.57  | 17.76  | 38.90  | 46.17  | 51.63  |
| 营业费用          | 2.59   | 2.90   | 5.84   | 6.93   | 7.75   |
| 管理费用          | 32.23  | 29.86  | 42.79  | 50.79  | 56.80  |
| 财务费用          | 11.00  | 24.79  | 45.71  | 46.42  | 35.25  |
| 资产减值损失        | (0.47) | (2.14) | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 公允价值变动收益      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益         | 0.82   | 0.26   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>营业利润</b>   | 59.02  | 45.61  | 176.50 | 359.79 | 508.49 |
| 营业外收入         | 11.24  | 0.11   | 0.50   | 0.50   | 0.50   |
| 营业外支出         | 3.36   | 1.47   | 0.30   | 0.30   | 0.30   |
| <b>利润总额</b>   | 66.90  | 44.25  | 176.70 | 359.99 | 508.69 |
| 所得税           | 9.11   | 2.07   | 19.44  | 43.20  | 61.04  |
| <b>净利润</b>    | 57.79  | 42.18  | 157.26 | 316.79 | 447.65 |
| 少数股东损益        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 归属母公司净利润      | 57.79  | 42.18  | 157.26 | 316.79 | 447.65 |
| EBITDA        | 86.99  | 118.25 | 289.83 | 467.17 | 603.07 |
| EPS (人民币, 基本) | 0.64   | 0.31   | 0.89   | 1.80   | 2.55   |

### 主要财务比率

| 会计年度 (%)          | 2020    | 2021    | 2022E  | 2023E  | 2024E   |
|-------------------|---------|---------|--------|--------|---------|
| <b>成长能力</b>       |         |         |        |        |         |
| 营业收入              | 17.54   | 49.97   | 166.79 | 18.70  | 11.82   |
| 营业利润              | (30.38) | (22.72) | 286.98 | 103.85 | 41.33   |
| 归属母公司净利润          | (23.69) | (27.02) | 272.84 | 101.44 | 41.31   |
| <b>获利能力 (%)</b>   |         |         |        |        |         |
| 毛利率               | 17.15   | 10.51   | 9.64   | 12.73  | 14.46   |
| 净利率               | 5.94    | 2.89    | 4.04   | 6.86   | 8.67    |
| ROE               | 6.93    | 4.87    | 15.53  | 24.47  | 26.23   |
| ROIC              | 5.36    | 4.63    | 18.03  | 24.00  | 42.76   |
| <b>偿债能力</b>       |         |         |        |        |         |
| 资产负债率 (%)         | 43.28   | 49.74   | 54.75  | 40.51  | 34.21   |
| 净负债比率 (%)         | 54.98   | 68.21   | 27.64  | 25.32  | (24.39) |
| 流动比率              | 1.42    | 1.02    | 1.22   | 1.69   | 2.23    |
| 速动比率              | 0.76    | 0.56    | 0.84   | 1.14   | 1.59    |
| <b>营运能力</b>       |         |         |        |        |         |
| 总资产周转率            | 0.75    | 0.91    | 1.96   | 2.09   | 2.16    |
| 应收账款周转率           | 1,753   | 2,700   | 2,700  | 2,700  | 2,700   |
| 应付账款周转率           | 7.28    | 16.21   | 16.21  | 16.21  | 16.21   |
| <b>每股指标 (人民币)</b> |         |         |        |        |         |
| 每股收益(最新摊薄)        | 0.33    | 0.24    | 0.89   | 1.80   | 2.55    |
| 每股经营现金流(最新摊薄)     | (0.03)  | 0.56    | 3.48   | 0.29   | 5.19    |
| 每股净资产(最新摊薄)       | 4.75    | 4.93    | 5.76   | 7.36   | 9.71    |
| <b>估值比率</b>       |         |         |        |        |         |
| PE (倍)            | 56.75   | 77.76   | 20.85  | 10.35  | 7.33    |
| PB (倍)            | 3.93    | 3.79    | 3.24   | 2.53   | 1.92    |
| EV EBITDA (倍)     | 42.63   | 32.31   | 11.32  | 7.29   | 4.42    |

## 免责声明

### 分析师声明

本人，庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。



### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（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），具体如下：

#### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息



**法律实体披露**

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

**华泰证券股份有限公司**

**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

**华泰金融控股(香港)有限公司**

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

**华泰证券(美国)有限公司**

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2023年华泰证券股份有限公司