

投资评级 优于大市 首次覆盖

## 深耕石油深加工，打造特种油品一体化

### 股票数据

09月02日收盘价(元)	13.99
52周股价波动(元)	12.84-25.74
总股本/流通A股(百万股)	176/79
总市值/流通市值(百万元)	2367/1067

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.4	-0.2	0.7
相对涨幅(%)	-3.2	8.9	-0.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021)23219635

Email: zhr14674@htsec.com

证书: S0850122070051

### 投资要点:

- 公司主要业务为研发、生产、销售特种芳烃。**公司产品主要包括重芳烃类系列产品、环保芳烃油系列产品、轻质燃料油以及沥青等，目前已具备年产40万吨重芳烃和年产40万吨环保芳烃油的生产能力。重芳烃系列产品及轻质燃料油主要采用自行研发的间歇式加工生产工艺、连续式生产工艺以及分子蒸馏和沉降等技术，主要应用于道路建设、建筑防水、橡胶制品及工业油脂等。公司重芳烃产品在粘度、凝点、闪点及芳烃含量等重要指标上均处于领先地位。环保芳烃油系列主要采用荷兰壳牌加氢异构脱蜡工艺技术，产品包含各类型号白油，具有出色的氧化安定性、化学稳定性，广泛应用于日化用品、纺织、化纤、橡胶、工业润滑等。
- 2021年业绩承压，预计2022年将释放利润。**2021年，公司营业收入14.58亿元，同比+49.97%。归母净利润0.42亿元，同比-27.02%。营收增长的同时净利润下降的主要原因：(1)募投项目投产后销售量增长较大，但尚未实现经济效益；(2)重芳烃生产项目产品单位毛利较稳定，但销量较上年下降。从产品结构来看，重芳烃产品收入占比2021年营收的50.39%，白油收入占比28.13%，燃料油和轻质燃料油收入占比11.92%。
- 募投项目实现产品升级、产业链延伸。**公司拟发行可转债募集资金3.97亿元，将用于环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目。项目建设期预计为2年，达产后预计每年形成净利润8800万元。项目具体包括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、8万吨/年轻质白油补充精制装置及1.20万标立方/小时轻烃综合利用装置。其中轻烃综合利用装置已于2022年6月30日正式投入生产运行。公司环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用项目的建设可保障原料供应稳定，实现可循环经济生态链，同时实现产品升级，进一步延伸产业链，提高公司的经济效益和综合竞争力。
- 盈利预测与投资建议。**公司积极研发新产品、新技术，未来产能投放较多，业绩有望持续增长。我们预计博汇股份2022~2024年EPS分别为0.47、0.49、0.64元。参照可比公司估值水平，给予其2022年33-35倍PE，对应合理价值区间为15.51-16.45元，首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**产品价格大幅波动，下游需求不及预期，在建项目进展不及预期等。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	972	1458	2413	3184	3528
(+/-)YoY(%)	17.5%	50.0%	65.5%	32.0%	10.8%
净利润(百万元)	58	42	82	86	112
(+/-)YoY(%)	-23.7%	-27.0%	93.8%	5.0%	31.1%
全面摊薄EPS(元)	0.33	0.24	0.47	0.49	0.64
毛利率(%)	17.1%	10.5%	10.1%	9.1%	9.5%
净资产收益率(%)	6.9%	4.9%	8.7%	8.4%	9.9%

资料来源: 公司年报(2020A-2021A), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

## 盈利假设:

1) 收入增长率假设: 公司在建产能包括“年产 60 万吨环保芳烃油及联产 20 万吨石蜡”项目和“环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用”项目, 其中“年产 60 万吨环保芳烃油及联产 20 万吨石蜡”项目已建成一套产能 40 万吨/年的环保芳烃油加氢装置, 于 2021 年 6 月正式投产。“环保芳烃油产品升级及轻烃综合利用”项目预计 2024 年达到可使用状态。因此我们预计公司 22-24 年公司白油业务营收快速增长, 重芳烃业务营收略微下降。

2) 毛利率假设: 2022 年重芳烃价格处于高位, 我们预计 2022-2024 年毛利率会有所下降。由于白油项目达产后制造费用将有所下降, 预计白油业务毛利率 2022-2024 年将分别为 3.51%、5.08%、6.45%。

表 1 博汇股份分产品盈利预测

业务	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
重芳烃	营业收入 (亿元)	6.54	7.37	7.35	7.71	7.66	7.64
	营业成本 (亿元)	5.17	5.57	5.83	5.70	5.87	5.87
	毛利 (亿元)	1.37	1.80	1.52	2.00	1.80	1.77
	毛利率 (%)	20.96%	24.43%	20.66%	25.99%	23.44%	23.19%
白油	营业收入 (亿元)			4.10	13.68	21.24	24.80
	营业成本 (亿元)			4.14	13.20	20.16	23.20
	毛利 (亿元)			-0.04	0.48	1.08	1.60
	毛利率 (%)			-1.00%	3.51%	5.08%	6.45%
其他	营业收入 (亿元)	1.74	2.35	3.13	2.74	2.94	2.84
	营业成本 (亿元)	1.56	2.49	3.08	2.78	2.93	2.85
	毛利 (亿元)	0.18	-0.13	0.06	-0.04	0.01	-0.02
	毛利率 (%)	10.38%	-5.65%	1.77%	-1.42%	0.28%	-0.54%
合计	营业收入 (亿元)	8.27	9.72	14.58	24.13	31.84	35.28
	营业成本 (亿元)	6.72	8.06	13.05	21.68	28.96	31.93
	毛利 (亿元)	1.55	1.67	1.53	2.44	2.88	3.36
	毛利率 (%)	18.74%	17.15%	10.51%	10.13%	9.06%	9.51%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
600378.SH	昊华科技	346.25	0.97	1.22	1.47	38.85	30.89	25.63
603353.SH	和顺石油	32.84	0.53	0.92	1.36	35.91	20.57	13.88
300910.SZ	瑞丰新材	136.05	1.34	1.99	2.96	67.67	45.65	30.65
	平均		0.95	1.38	1.93	47.48	32.37	23.39

注: 收盘价为 2022 年 9 月 01 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: Wind, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>1458</b>	<b>2413</b>	<b>3184</b>	<b>3528</b>
每股收益	0.24	0.47	0.49	0.64	营业成本	1305	2168	2896	3193
每股净资产	6.41	5.33	5.82	6.46	毛利率%	10.5%	10.1%	9.1%	9.5%
每股经营现金流	0.73	1.31	0.07	1.68	营业税金及附加	18	29	37	35
每股股利	0.08	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.0%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	3	5	6	6
P/E	56.13	28.96	27.59	21.05	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	2.10	2.53	2.31	2.08	管理费用	30	48	60	64
P/S	1.25	0.98	0.74	0.67	管理费用率%	2.0%	2.0%	1.9%	1.8%
EV/EBITDA	25.78	13.53	13.22	10.29	EBIT	70	114	119	154
股息率%	<b>0.6%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	25	29	28	29
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.7%	1.2%	0.9%	0.8%
毛利率	10.5%	10.1%	9.1%	9.5%	资产减值损失	-2	0	0	0
净利润率	2.9%	3.4%	2.7%	3.2%	投资收益	0	1	2	1
净资产收益率	4.9%	8.7%	8.4%	9.9%	<b>营业利润</b>	<b>46</b>	<b>86</b>	<b>92</b>	<b>126</b>
资产回报率	2.4%	4.0%	4.1%	4.9%	营业外收支	-1	3	3	1
投资回报率	4.2%	6.8%	6.2%	7.6%	<b>利润总额</b>	<b>44</b>	<b>89</b>	<b>95</b>	<b>128</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	121	208	215	251
营业收入增长率	50.0%	65.5%	32.0%	10.8%	所得税	2	7	10	15
EBIT 增长率	1.3%	62.7%	4.4%	29.4%	有效所得税率%	4.7%	8.0%	10.0%	12.0%
净利润增长率	-27.0%	93.8%	5.0%	31.1%	少数股东损益	0	0	0	0
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>42</b>	<b>82</b>	<b>86</b>	<b>112</b>
资产负债率	49.7%	53.6%	50.7%	50.6%					
流动比率	1.02	1.17	1.36	1.52	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
速动比率	0.56	0.60	0.74	0.90	货币资金	93	162	234	436
现金比率	0.13	0.18	0.26	0.44	应收账款及应收票据	1	2	1	3
<b>经营效率指标</b>					存货	213	389	415	476
应收账款周转天数	0.13	0.23	0.19	0.18	其它流动资产	404	524	565	605
存货周转天数	50.69	50.00	50.00	50.23	流动资产合计	711	1077	1215	1519
总资产周转率	0.91	1.29	1.55	1.61	长期股权投资	10	10	11	11
固定资产周转率	3.35	3.16	4.57	5.69	固定资产	795	734	660	580
					在建工程	40	30	20	15
					无形资产	85	87	89	91
					非流动资产合计	1013	943	862	779
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2021</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>资产总计</b>	<b>1724</b>	<b>2020</b>	<b>2077</b>	<b>2299</b>
净利润	42	82	86	112	短期借款	470	370	470	420
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	69	376	207	357
非现金支出	55	94	96	97	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	23	26	25	29	其它流动负债	156	175	214	223
营运资金变动	-22	29	-195	57	流动负债合计	695	921	891	1000
<b>经营活动现金流</b>	<b>99</b>	<b>230</b>	<b>12</b>	<b>296</b>	长期借款	96	96	96	96
资产	-156	-21	-11	-12	其它长期负债	66	66	66	66
投资	-22	-1	-1	-1	非流动负债合计	163	163	163	163
其他	0	1	2	1	<b>负债总计</b>	<b>858</b>	<b>1083</b>	<b>1054</b>	<b>1163</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-178</b>	<b>-21</b>	<b>-10</b>	<b>-12</b>	实收资本	135	176	176	176
债权募资	94	-100	100	-50	归属于母公司所有者权益	866	937	1023	1136
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	14	-41	-30	-32	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>1724</b>	<b>2020</b>	<b>2077</b>	<b>2299</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>108</b>	<b>-141</b>	<b>70</b>	<b>-82</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>28</b>	<b>69</b>	<b>72</b>	<b>202</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

邓勇 石油化工行业  
朱军军 石油化工行业  
胡歆 石油化工行业  
刘威 基础化工行业

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。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,三力士,滨化股份,梅花生物,百傲化学,润阳科技,七彩化学,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技,卓越新能,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,飞凯材料,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,中粮科技,永东股份,华润材料,联科科技

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 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;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准;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。	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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通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。