

投资评级 **优于大市** 维持

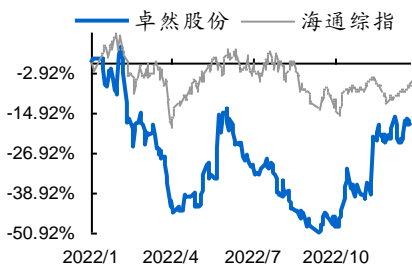
## 受益烯烃投资增长，设备与工艺齐发展

### 股票数据

01月20日收盘价(元)	24.99
52周股价波动(元)	14.82-33.38
总股本/流通A股(百万股)	203/139
总市值/流通市值(百万元)	5065/3483

### 相关研究

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	7.3	37.0	53.4
相对涨幅(%)	-2.0	27.0	42.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021) 23219635

Email: zhr14674@haitong.com

### 投资要点:

- 核心观点。**公司是炼油化工专用装备模块化、集成化制造的提供商，核心设备包括乙烯裂解炉等，2020年在国内新增乙烯裂解炉装置数量中占比约44%。炼化行业投资平稳增长，为公司未来新签订单提供支撑。此外，公司积极研发PDH等化工工艺技术，完善布局。
- 炼化装备模块化、集成化制造提供商。**公司成立于2002年，是炼油化工专用装备模块化、集成化制造的提供商，目前已形成集研发设计、产品开发、生产制造、智能运维、工程总包于一体的全流程服务体系，产品涵盖石化专用设备(乙烯裂解炉、转化炉等)、炼油专用设备(炼油加热炉、余热锅炉等)，以及其他产品服务三大业务板块。以核心产品之一的乙烯裂解炉为例，2020年公司在国内新增乙烯裂解炉装置数量中占比约44%，处于行业领先水平。
- 炼化行业投资平稳增长。**根据公司2021年报，2021年中央经济工作会议中提出“原料用能不纳入能源消费总量控制”，石油和化工行业原料用能占到全国原料用能总量的70%，将原料用能从能耗总量控制中移出，使行业内新增项目不再受“能源消耗总量”考核指标的限制，炼化行业项目投资保持平稳增长。根据公司《投资者关系活动记录表20221110》，行业内已获得相关批复的烯烃类项目充足，为公司未来新签订单提供支撑。
- 积极开发PDH等化工工艺技术。**公司与中国石油大学联合开发PDH技术ADHO，与目前国际主流的UOP和LUMMUS技术相比，成功开发出安全性好、环保非贵金属催化剂(钨系)，并为之配套开发了高效循环流化床反应器，填补了国内空白。此外，公司正在研发催化裂解制烯烃技术，相比传统蒸汽裂解，公司催化裂解技术制取乙烯、丙烯收率提高5个百分点以上。
- 发布限制性股票激励计划。**2022年5月12日，公司以16.59元/股的授予价格向37名激励对象授予限制性股票486.40万股。此次限制性股票激励计划的业绩考核目标以2021年营业收入为基数，2022-2024年收入相对2021年的增长率的触发值分别为15%/30%/45%，目标值分别为20%/40%/60%。
- 实控人全额认购定增，彰显发展信心。**公司拟以13.57元/股的价格，向实控人发行不超过3040万股，募资不超过4.13亿元，用于补充流动资金，也彰显实控人对公司未来发展的信心。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.0亿元、3.5亿元和4.3亿元，EPS分别为0.99、1.73、2.10元，参考可比公司估值，按照2023年PE 18-20倍，给予合理价值区间31.14-34.60元(对应2023年PB 2.6-2.9倍)，维持“优于大市”评级。
- 风险提示:** 新订单签订不及预期；工艺技术研发不及预期。

### 主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2728	3901	2968	4617	5540
(+/-)YoY(%)	95.5%	43.0%	-23.9%	55.6%	20.0%
净利润(百万元)	248	315	202	351	426
(+/-)YoY(%)	122.2%	26.9%	-36.1%	74.3%	21.2%
全面摊薄EPS(元)	1.23	1.56	0.99	1.73	2.10
毛利率(%)	19.2%	18.5%	17.6%	18.2%	18.2%
净资产收益率(%)	36.6%	17.0%	9.8%	14.6%	15.0%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 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

**表 1 卓然股份分业务盈利预测**

	2021	2022E	2023E	2024E
<b>石化专用设备</b>				
营业收入 (百万元)	3146.13	2359.60	3775.36	4530.43
营业成本 (百万元)	2561.50	1946.67	3095.79	3714.95
毛利率	18.58%	17.50%	18.00%	18.00%
<b>炼油专用设备</b>				
营业收入 (百万元)	-	400.00	520.00	624.00
营业成本 (百万元)	-	324.00	416.00	499.20
毛利率	-	19.00%	20.00%	20.00%
<b>工程总包服务</b>				
营业收入 (百万元)	469.97	93.99	150.39	180.47
营业成本 (百万元)	406.74	84.59	133.85	160.62
毛利率	13.45%	10.00%	11.00%	11.00%
<b>其他产品及服务</b>				
营业收入 (百万元)	284.79	113.92	170.87	205.05
营业成本 (百万元)	210.70	88.85	131.57	157.89
毛利率	26.02%	22.00%	23.00%	23.00%
<b>合计</b>				
营业收入 (百万元)	3900.89	2967.51	4616.62	5539.94
营业成本 (百万元)	3178.94	2444.12	3777.21	4532.65
毛利率	18.51%	17.64%	18.18%	18.18%

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 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E
002430.SZ	杭氧股份	371	1.24	1.60	1.89	30.42	23.58	19.96	3.6
601369.SH	陕鼓动力	222	0.50	0.59	0.73	25.74	21.81	17.63	2.7
	均值		0.87	1.10	1.31	28.08	22.69	18.79	3.2

注: 收盘价为 2023 年 01 月 20 日价格, EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源: Wind, 海通证券研究所

**风险提示:** 新订单签订不及预期; 工艺技术研发不及预期。

## 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>3901</b>	<b>2968</b>	<b>4617</b>	<b>5540</b>
每股收益	1.56	0.99	1.73	2.10	营业成本	3179	2444	3777	4533
每股净资产	9.13	10.13	11.86	13.96	毛利率%	18.5%	17.6%	18.2%	18.2%
每股经营现金流	-0.35	0.90	2.64	2.93	营业税金及附加	30	23	35	42
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	27	27	42	50
P/E	16.07	25.13	14.42	11.89	营业费用率%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
P/B	2.74	2.47	2.11	1.79	管理费用	128	119	185	222
P/S	1.30	1.71	1.10	0.91	管理费用率%	3.3%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	15.22	15.53	10.66	8.80	EBIT	395	207	347	417
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	37	27	29	31
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	0.9%	0.9%	0.6%	0.6%
毛利率	18.5%	17.6%	18.2%	18.2%	资产减值损失	-5	0	0	0
净利润率	8.1%	6.8%	7.6%	7.7%	投资收益	8	6	9	11
净资产收益率	17.0%	9.8%	14.6%	15.0%	<b>营业利润</b>	<b>347</b>	<b>216</b>	<b>374</b>	<b>452</b>
资产回报率	4.7%	2.7%	4.2%	4.8%	营业外收支	-8	-3	-3	-3
投资回报率	12.1%	4.7%	7.5%	8.5%	<b>利润总额</b>	<b>338</b>	<b>213</b>	<b>371</b>	<b>449</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	512	377	527	607
营业收入增长率	43.0%	-23.9%	55.6%	20.0%	所得税	56	32	56	67
EBIT 增长率	37.3%	-47.5%	67.7%	20.0%	有效所得税率%	16.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	26.9%	-36.1%	74.3%	21.2%	少数股东损益	-33	-21	-36	-44
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>315</b>	<b>202</b>	<b>351</b>	<b>426</b>
资产负债率	70.4%	71.3%	70.3%	67.9%					
流动比率	1.18	1.04	1.07	1.12	<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	0.58	0.50	0.49	0.50	货币资金	717	800	900	1000
现金比率	0.17	0.16	0.17	0.18	应收账款及应收票据	1617	1504	1606	1670
<b>经营效率指标</b>					存货	1905	2009	2277	2484
应收帐款周转天数	145.96	170.00	115.00	100.00	其它流动资产	825	821	1039	1126
存货周转天数	218.73	300.00	220.00	200.00	流动资产合计	5064	5134	5822	6279
总资产周转率	0.58	0.39	0.55	0.62	长期股权投资	110	130	160	200
固定资产周转率	6.03	4.38	5.45	4.24	固定资产	647	677	847	1307
					在建工程	352	1052	952	552
					无形资产	306	336	341	346
					非流动资产合计	1662	2442	2547	2652
<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>6727</b>	<b>7577</b>	<b>8369</b>	<b>8932</b>
净利润	315	202	351	426	短期借款	188	1057	924	740
少数股东损益	-33	-21	-36	-44	应付票据及应付账款	1912	2009	2277	2235
非现金支出	176	170	180	190	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	27	19	16	14	其它流动负债	2174	1877	2220	2627
营运资金变动	-556	-187	23	7	流动负债合计	4274	4943	5421	5601
<b>经营活动现金流</b>	<b>-70</b>	<b>183</b>	<b>534</b>	<b>593</b>	长期借款	370	370	370	370
资产	-341	-933	-258	-258	其它长期负债	90	90	90	90
投资	-2	-20	-30	-40	非流动负债合计	460	460	460	460
其他	-14	6	9	11	<b>负债总计</b>	<b>4734</b>	<b>5403</b>	<b>5880</b>	<b>6061</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-357</b>	<b>-947</b>	<b>-279</b>	<b>-287</b>	实收资本	203	203	203	203
债权募资	449	869	-133	-184	归属于母公司所有者权益	1851	2052	2404	2830
股权募资	873	0	0	0	少数股东权益	142	121	85	41
其他	-613	-22	-22	-22	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>6727</b>	<b>7577</b>	<b>8369</b>	<b>8932</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>709</b>	<b>847</b>	<b>-156</b>	<b>-206</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>282</b>	<b>83</b>	<b>100</b>	<b>100</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 20 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 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,扬农化工,滨化股份,百傲化学,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,永东股份,华润材料,中国石化,元利科技,新凤鸣,三维股份,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,新安股份,华锦股份

### 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。