投资评级 优于大市 维持

股票数据

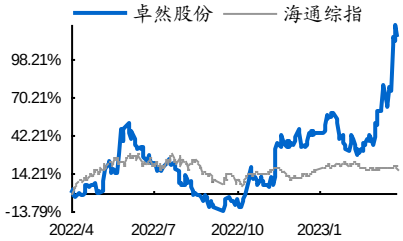
04 月 25 日收盘价(元)	39.90
52 周股价波动（元）	14.82-42.00
总股本/流通 A 股（百万股）	203/139
总市值/流通市值（百万元）	8086/5561

相关研究

《受益烯烃投资增长，设备与工艺齐发展》2023.01.30

《炼化装备供应商，积极寻求工艺突破》2022.01.05

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅（%）	65.0	74.3	59.7
相对涨幅（%）	66.6	76.7	64.9

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:朱军军
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

在手订单充裕，贡献未来增量

投资要点:

- **2022 年盈利下滑。**2022 年，公司实现营业收入 29.36 亿元，同比-24.74%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比-43.01%。公司盈利下滑主要由于受客观环境的不利因素影响，项目施工进度受阻，验收时间滞后。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.45 元（含税）。
- **在手订单充裕，贡献未来增量。**根据公司 2022 年报，截至 2022 年末，公司已签订的重大合同中，待履行金额超过 56 亿元。此外，2023 年 4 月公司发布公告，子公司卓数收到了振华石油采购订单，合计订单金额 69.36 亿元，公司预计对 2023-2025 年业绩产生积极影响。
- **与林德战略合作，实现优势互补。**2023 年 4 月，公司发布公告，与林德签署《关于 EDHOX™ 技术落地中国及全球合作之战略伙伴合作备忘录》，双方将以“设计制造一体化”模式，凭借各自优势组建 EDHOX™ 装置模块化集成的战略合作联盟，按上述营销模式向国内外客户进行联合市场推广，并进一步探讨在蒸汽裂解、二氧化碳重整及氢气利用等其他技术上的应用实施。
- **炼化行业投资平稳增长。**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”，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 2023-2025 年归母净利润分别为 3.6 亿元、4.6 亿元和 7.5 亿元，EPS 分别为 1.77、2.25、3.67 元，2023 年 BPS 为 11.36 元，参考可比公司估值，按照 2023 年 PE 23-25 倍，给予合理价值区间 40.69-44.23 元（对应 2023 年 PB 3.6-3.9 倍，2023 年 PEG 0.39-0.42），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

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3901	2936	4226	5537	9027
(+/-)YoY(%)	43.0%	-24.7%	44.0%	31.0%	63.0%
净利润（百万元）	315	180	359	457	745
(+/-)YoY(%)	26.9%	-43.0%	99.6%	27.3%	63.1%
全面摊薄 EPS(元)	1.56	0.89	1.77	2.25	3.67
毛利率(%)	18.5%	18.4%	18.2%	17.9%	17.8%
净资产收益率(%)	17.0%	8.8%	15.6%	17.3%	23.3%

资料来源：公司年报（2021-2022），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

2022 年盈利下滑。2022 年，公司实现营业收入 29.36 亿元，同比-24.74%；实现归母净利润 1.80 亿元，同比-43.01%。公司盈利下滑主要由于受客观环境的不利因素影响，项目施工进度受阻，验收时间滞后。单季度看，1Q22-4Q22 公司分别实现归母净利润-0.58 亿元、1.41 亿元、-0.16 亿元、1.13 亿元。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 2.45 元（含税）。

在手订单充裕，贡献未来增量。根据公司 2022 年报，截至 2022 年末，公司已签订的重大合同中，待履行金额超过 56 亿元。此外，2023 年 4 月公司发布公告，子公司卓数收到了振华石油采购订单，合计订单金额 69.36 亿元，包括：30/67 万吨/年 PO/SM 主装置及其配套模块化设计制造安装 EPC 总承包合同 33.56 亿元；40 万吨/年丁烷反应单元工程设计制造安装 EPC 总承包合同 21.34 亿元；26 万吨/年顺酐主装置及其配套模块化设计制造安装 EPC 总承包合同 14.46 亿元。公司预计对 2023-2025 年业绩产生积极影响。

与林德战略合作，实现优势互补。2023 年 4 月，公司发布公告，与林德签署《关于 EDHOX™ 技术落地中国及全球合作之战略伙伴合作备忘录》，双方将以“设计制造一体化”模式加速发展全球化制造与设计的耦合竞争优势，凭借各自优势组建 EDHOX™ 装置模块化集成的战略合作联盟，按上述营销模式向国内外客户进行联合市场推广，并进一步探讨在蒸汽裂解、二氧化碳重整及氢气利用等其他技术上的应用实施。

炼化行业投资平稳增长。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 2023-2025 年归母净利润分别为 3.6 亿元、4.6 亿元和 7.5 亿元，EPS 分别为 1.77、2.25、3.67 元，2023 年 BPS 为 11.36 元，参考可比公司估值，按照 2023 年 PE 23-25 倍，给予合理价值区间 40.69-44.23 元（对应 2023 年 PB 3.6-3.9 倍，2023 年 PEG 0.39-0.42），维持“优于大市”评级。

盈利预测主要假设：

（1）假设在手未履行合同 2023-2025 年逐步履行，贡献收入；

（2）假设新一轮烯烃项目招标逐步开启，贡献收入增量；

（3）假设随着大宗商品价格回落，公司石化、炼油专用设备毛利率改善。

表 1 卓然股份分业务盈利预测

	2022	2023E	2024E	2025E
石化专用设备				
营业收入（百万元）	1946.41	1471.88	2271.88	4800.00
营业成本（百万元）	1641.66	1206.94	1840.22	3840.00
毛利率	15.66%	18.00%	19.00%	20.00%
炼油专用设备				
营业收入（百万元）	321.66	478.13	478.13	478.13
营业成本（百万元）	272.39	406.41	401.63	396.85
毛利率	15.32%	15.00%	16.00%	17.00%
工程总包服务				
营业收入（百万元）	0.00	1387.20	2080.80	3468.00
营业成本（百万元）	-0.32	1192.99	1789.49	2982.48
毛利率	-	14.00%	14.00%	14.00%
其他产品及服务				
营业收入（百万元）	667.65	889.01	706.44	280.45
营业成本（百万元）	482.54	648.98	515.70	204.73
毛利率	27.73%	27.00%	27.00%	27.00%
合计				
营业收入（百万元）	2935.72	4226.22	5537.24	9026.58
营业成本（百万元）	2396.27	3455.32	4547.03	7424.06
毛利率	18.38%	18.24%	17.88%	17.75%

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）	PEG
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E	2023E
002430.SZ	杭氧股份	371	1.23	1.66	2.05	30.63	22.70	18.38	3.9	0.78
601369.SH	陕鼓动力	161	0.56	0.67	0.84	16.66	13.93	11.11	1.8	0.62
	均值		0.90	1.17	1.45	23.65	18.31	14.74	2.8	0.70

注：（1）收盘价为 2023 年 04 月 25 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。（2）PEG（2023E）=PE（2023E）/2022-2024 年 EPS 年均复合增速
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	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标（元）				
每股收益	0.89	1.77	2.25	3.67
每股净资产	10.05	11.36	13.02	15.75
每股经营现金流	1.93	3.78	4.46	6.87
每股股利	0.25	0.44	0.56	0.92
价值评估（倍）				
P/E	45.01	22.55	17.71	10.86
P/B	3.97	3.51	3.06	2.53
P/S	2.75	1.91	1.46	0.90
EV/EBITDA	17.53	14.83	11.47	6.93
股息率%	**0.6%**	**1.1%**	**1.4%**	**2.3%**
盈利能力指标（%）				
毛利率	18.4%	18.2%	17.9%	17.8%
净利润率	6.1%	8.5%	8.2%	8.2%
净资产收益率	8.8%	15.6%	17.3%	23.3%
资产回报率	2.3%	4.1%	4.6%	5.8%
投资回报率	5.8%	9.3%	10.9%	15.5%
盈利增长（%）				
营业收入增长率	-24.7%	44.0%	31.0%	63.0%
EBIT 增长率	-34.8%	74.9%	26.5%	60.9%
净利润增长率	-43.0%	99.6%	27.3%	63.1%
偿债能力指标				
资产负债率	71.7%	72.0%	72.2%	74.2%
流动比率	1.07	1.06	1.07	1.09
速动比率	0.50	0.52	0.56	0.60
现金比率	0.09	0.12	0.16	0.21
经营效率指标				
应收账款周转天数	204.74	160.00	140.00	110.00
存货周转天数	283.01	200.00	160.00	110.00
总资产周转率	0.41	0.52	0.59	0.79
固定资产周转率	4.37	4.79	4.56	6.09

利润表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	**2936**	**4226**	**5537**	**9027**
营业成本	2396	3455	4547	7424
毛利率%	18.4%	18.2%	17.9%	17.8%
营业税金及附加	17	25	33	53
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	24	35	46	74
营业费用率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	123	177	232	378
管理费用率%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
EBIT	248	434	549	883
财务费用	18	24	26	28
财务费用率%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%
资产减值损失	5	5	5	5
投资收益	-28	4	6	9
营业利润	**207**	**420**	**534**	**869**
营业外收支	-3	-2	-2	-2
利润总额	**204**	**418**	**532**	**867**
EBITDA	348	575	713	1069
所得税	28	63	80	130
有效所得税率%	13.5%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	-3	-4	-5	-7
归属母公司所有者净利润	**180**	**359**	**457**	**745**

现金流量表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	180	359	457	745
少数股东损益	-3	-4	-5	-7
非现金支出	152	136	159	181
非经营收益	46	41	40	37
营运资金变动	17	234	252	437
经营活动现金流	**391**	**766**	**904**	**1391**
资产	-1454	-402	-402	-402
投资	0	0	0	0
其他	16	4	6	9
投资活动现金流	**-1438**	**-398**	**-396**	**-393**
债权募资	822	0	0	0
股权募资	0	0	0	0
其他	-33	-133	-158	-230
融资活动现金流	**789**	**-133**	**-158**	**-230**
现金净流量	**-258**	**235**	**349**	**769**

资产负债表（百万元）	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	376	611	960	1729
应收账款及应收票据	1821	2029	2401	3316
存货	1863	1977	2065	2472
其它流动资产	628	836	1054	1643
流动资产合计	4688	5453	6481	9160
长期股权投资	81	81	81	81
固定资产	697	1067	1363	1601
在建工程	1271	1100	980	896
无形资产	549	634	719	804
非流动资产合计	3003	3263	3498	3712
资产总计	**7692**	**8716**	**9979**	**12872**
短期借款	181	181	181	181
应付票据及应付账款	2291	2412	2640	3134
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	1893	2535	3238	5090
流动负债合计	4365	5128	6059	8406
长期借款	1089	1089	1089	1089
其它长期负债	62	62	62	62
非流动负债合计	1150	1150	1150	1150
负债总计	**5515**	**6279**	**7209**	**9556**
实收资本	203	203	203	203
归属于母公司所有者权益	2038	2302	2639	3193
少数股东权益	139	135	131	124
负债和所有者权益合计	**7692**	**8716**	**9979**	**12872**

备注：（1）表中计算估值指标的收盘价日期为 04 月 25 日；（2）以上各表均为简表
资料来源：公司年报（2022），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,湘潭电化,百傲化学,华光新材,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,和邦生物,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,聚合顺

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 2. 市场基准指数的比较标准： 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。	类　别	评　级	说　明
	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。
	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范围包括证券投资咨询业务。