

# 新一轮炼化扩产周期将至，卓然设备与工艺齐头发展

## 卓然股份（688121）深度报告

评级：增持-A（首次）

分析师：刘荆 S0910520020001

报告联系人：汤晨 S0910122080017



本报告仅供华金证券客户中的专业投资者参考  
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

- **大型炼化装备集成供应商，客户覆盖国内外龙头企业：**公司成立于2002年，产品体系涵盖石化专用设备、炼油专用设备和其他产品及服务三大业务板块，完成了“炼化一体化”全覆盖。**业绩增长迅速，5年CAGR达到54.25%：**受益于国内大型炼化建设扩产趋势，公司近年业绩增幅较大。2017年至2021年CAGR达54.25%，2021年实现营收39.01亿元，归母净利润为3.15亿元。2022年公司受炼化行业景气度下降影响，全年营收预计约为29亿元，同比下降24.97%；归母净利润约为1.8亿元，同比下降42.81%。公司实控人全额定增募集资金超4亿，彰显公司信心。
- **乙烯供给仍有缺口，扩产周期将至公司订单饱满：**2022年中国新增乙烯产能仍将达到565万吨/年，总产能增至4933万吨/年。2022年乙烯产能增长较2020年、2021年有所放缓，主要原因为乙烯新建项目的审批难度大幅升级，石化设备的整体需求承压。目前国内存在扩产规划的乙烯产能约为2300万吨/年，2023-2025年投产概率较大的乙烯产能共计1695万吨/年。**乙烯装置每百万吨投资约为21.7亿元，公司订单在2023-2025年有望放量：**2023年-2025年国内仍有大量乙烯项目投产，投产概率极大的乙烯产能共计1695万吨/年。从公司参与的浙石化二期及三江化工项目来看，公司每百万吨乙烯装置订单额约为21.7亿元，我们按照公司44%的市占率，2024-2025年投产1300万吨乙烯订单确认在2023年测算，公司2023年乙烯装置订单金额为 $13 \times 0.44 \times 21.7 = 124.1$ 亿元，订单确定性较强。
- **丙烯PDH为主要扩产路线，国内工艺打破国外垄断：**PDH工艺制丙烯的技术路线占比逐年攀升，2022年占比已达24%。丙烷脱氢产能仍将快速扩张，2023年意向新增产能超过900万吨。2020年公司通过收购博颂，获得ADHO专利，布局PDH业务领域。2022年6月由公司负责总包服务的远东科技15万吨/年PDH项目率先打破国外厂商市场垄断，成功开车运行，公司PDH工艺总包业务有望带来第二增长曲线。
- **投资建议：**公司作为国内乙烯成套装置设备供应龙头，2023年-2025年为乙烯扩产高峰，公司受行业景气度向上，乙烯设备订单在2023-2024年确定性强，我们预计公司2023-2024年营业收入分别为47.94亿元、57.31亿元，归母净利润分别为4.04亿元和5.05亿元，公司2022-2024年EPS分别为1.24元、2.00元和2.49元，对应2023年4月6日收盘价，公司PE分别为25.1X、15.6X、12.5X。首次覆盖给予“增持-A”评级
- **风险提示：**乙烯产能扩张不及预期、公司新接项目订单不及预期、丙烯工艺包市场开拓不及预期，客户接受意愿低迷

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,728	3,901	2,858	4,794	5,731
YoY(%)	95.5	43.0	-26.7	67.7	19.5
净利润(百万元)	248	315	251	404	505
YoY(%)	122.2	26.9	-20.5	61.4	24.8
毛利率(%)	19.2	18.5	17.9	17.4	17.9
EPS(摊薄/元)	1.23	1.56	1.24	2.00	2.49
ROE(%)	28.6	14.2	11.2	15.3	16.0
P/E(倍)	25.4	20.0	25.1	15.6	12.5
P/B(倍)	9.3	3.4	3.0	2.5	2.1
净利率(%)	9.1	8.1	8.8	8.4	8.8

01

炼化集成制造龙头，定向增发彰显企业信心

02

乙烯供给仍有缺口，扩产周期将至公司订单饱满

03

丙烯PDH为主要扩产路线，国内工艺打破国外垄断

04

盈利预测与投资建议

05

风险提示

01

炼化集成制造龙头，定向增发彰显企业信心

02

乙烯供给仍有缺口，扩产周期将至公司订单饱满

03

丙烯PDH为主要扩产路线，国内工艺打破国外垄断

04

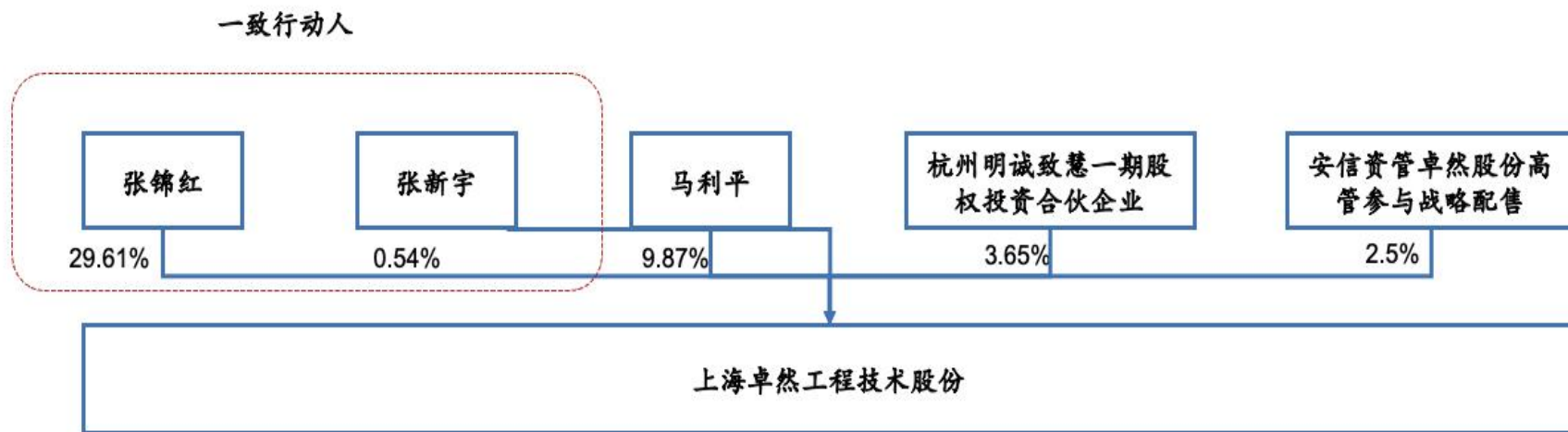
盈利预测与投资建议

05

风险提示

- ◆ **卓然股份**：公司成立于2002年，为大型炼油化工专用装备模块化、集成化制造的提供商。产品体系涵盖石化专用设备、炼油专用设备和其他产品及服务三大业务板块，完成了“炼化一体化”全覆盖。
- ◆ **股权结构**：股权结构稳定，实际控制人共计控股30.14%。张锦红先生直接持有公司 29.61%股份，张新宇先生直接持有公司 0.54%股份；两位系父子关系，合计持有公司 30.14%股份，为一致行动人、为公司的共同实际控制人，控股地位稳定。

图：一致行动人共计控股30.14%，截止2022年3季报



资料来源：wind，华金证券研究所

# 大型炼化装备集成供应商，客户覆盖国内外龙头

- **主要业务：**公司主营业务涵盖石化设备、炼油设备及工程总包。
- **主要合作客户**包括中石化、中石油、中海油、中化集团、浙石化、林德工程、扬子巴斯夫、赛科等国内外著名企业。

图：卓然股份主要业务



乙烯装置

炼油装置

EPC总包



乙烯裂解炉

转化炉



加热炉

余热锅炉



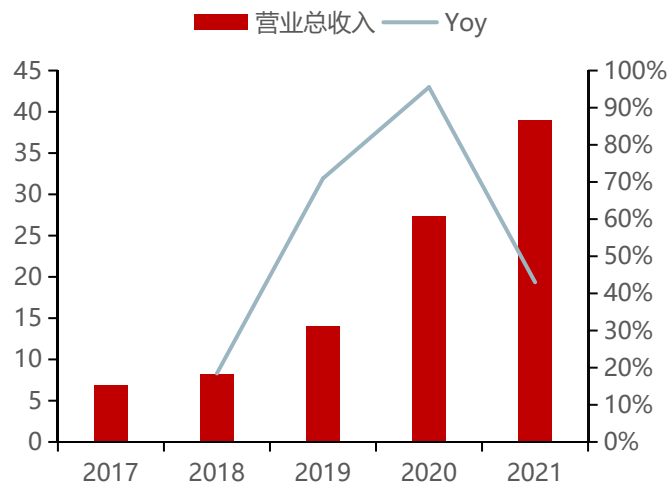
PDH总包

资料来源：招股说明书，公司官网，华金证券研究所

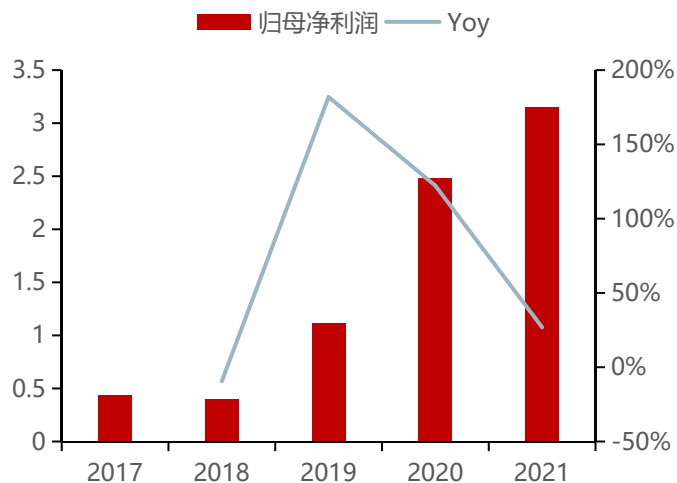
# 业绩增长迅速，22年受行业影响业绩承压

- **业绩增长迅速，5年CAGR达到54.25%：**受益于国内大型炼化建设扩产趋势，公司近年业绩增幅较大。2017年至2021年CAGR达54.25%，2021年实现营收39.01亿元，归母净利润为3.15亿元。
- **石化专用设备为公司主要产品，为主要收入来源：**2021年石化专用设备板块共计实现营业收入31.46亿元，同比增加66.5%。石化专用设备主要包括乙烯裂解炉和转化炉，其中乙烯裂解炉系公司核心产品。炼油专用设备包括加热炉和余热锅炉，在总营收中的占比逐渐降低。

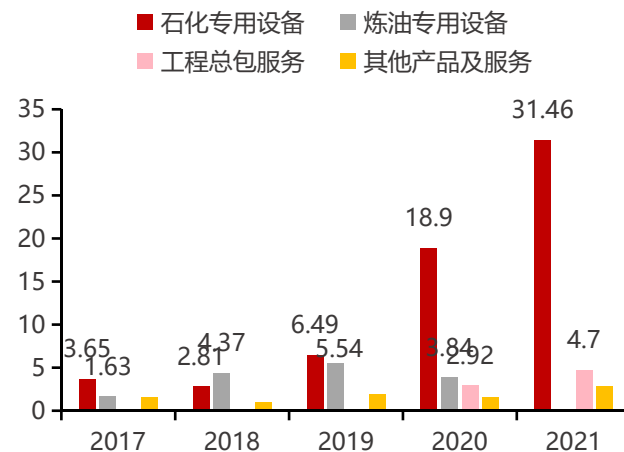
图：2021年营业总收入达39.01亿元



图：2021年归母净利润达3.15亿元



图：石化专用设备为主要产品



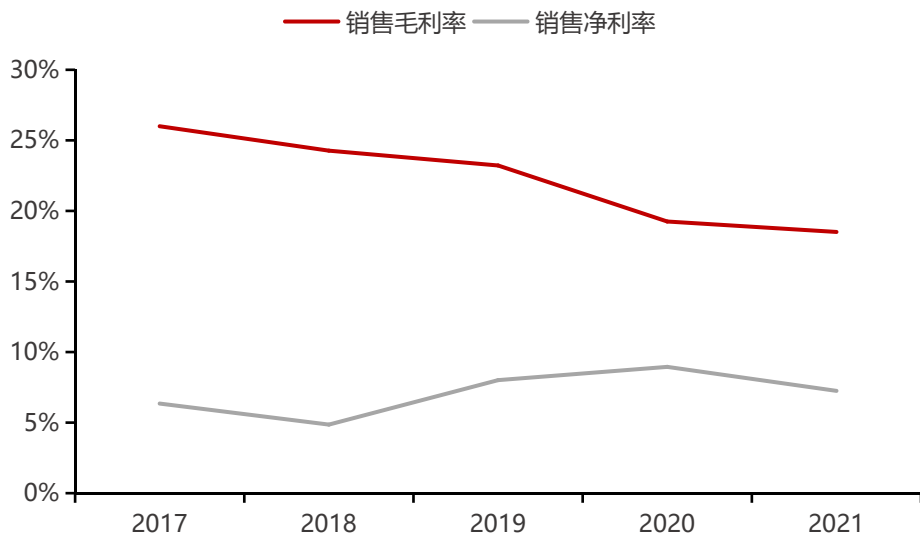
资料来源：wind，华金证券研究所  
备注：表中单位均为(亿元)



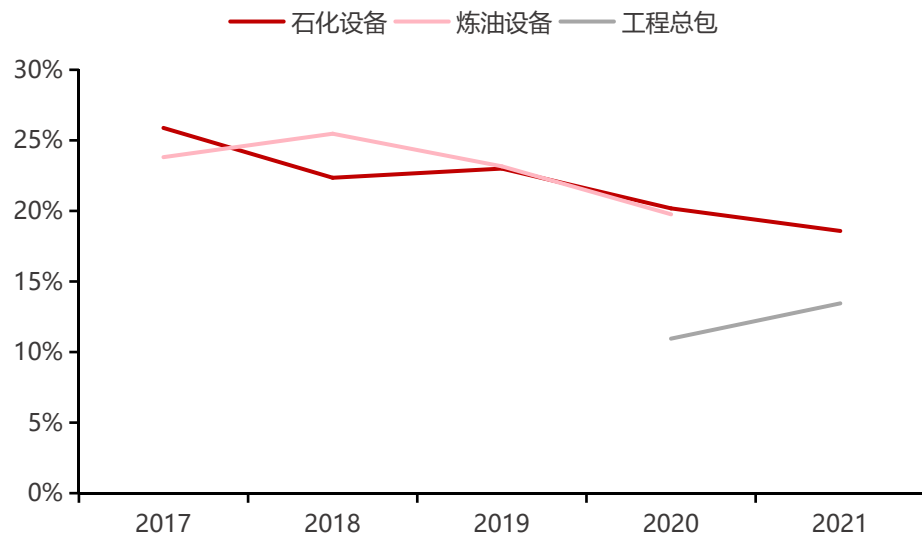
# 业绩增长迅速，22年受行业影响业绩承压

- **大客户增多，出于让利毛利率有所下降：** 公司整体毛利率有所下降，2021年为18.51%，主要原因为近年来大客户增多，公司给予部分大客户一定让利所致。
- **细分看，工程总包服务毛利率较低，具有增长弹性：** 公司工程总包服务2021年、2021年毛利率分别为10.95%、13.45%。其毛利率相较公司石化、炼油设备（20年毛利率分别为20.18%、19.76%）偏低主要原因为公司PDH总包为打破国外厂商垄断，采取让利推广策略，随着未来市场渗透加速，毛利率有望缓步上升，具备一定弹性。

图： 2021年综合毛利率为18.51%，净利率为7.25%



图： 2021年石化设备毛利率为18.58%

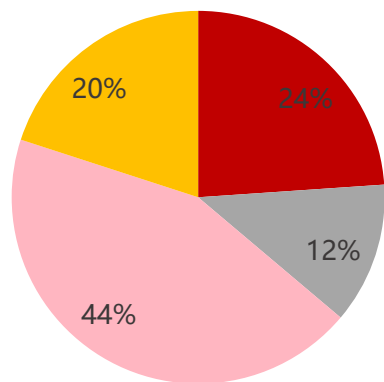


资料来源：wind，华金证券研究所

- **定增预案：**2022年11月8日公司董事会审议通过定增预案，预计发行股份数量上限3,040万股，发行完成后，公司实控人张锦红、张新宇直接及间接控制公司9,149万股，占总股本比例为39.25%。
- **股权激励激发员工活力：**2022年2月24日，公司通过《2022年限制性股票激励计划》，拟将608万股分三期以每股16.59元（本激励计划草案公布前60个交易日交易均价为每股33.17元）的授予价格对公司高管（5人）和其余32人实施股权激励，归属条件和公司业绩及员工绩效考核挂钩，该激励计划能有效稳定公司核心人才、激发员工活力。

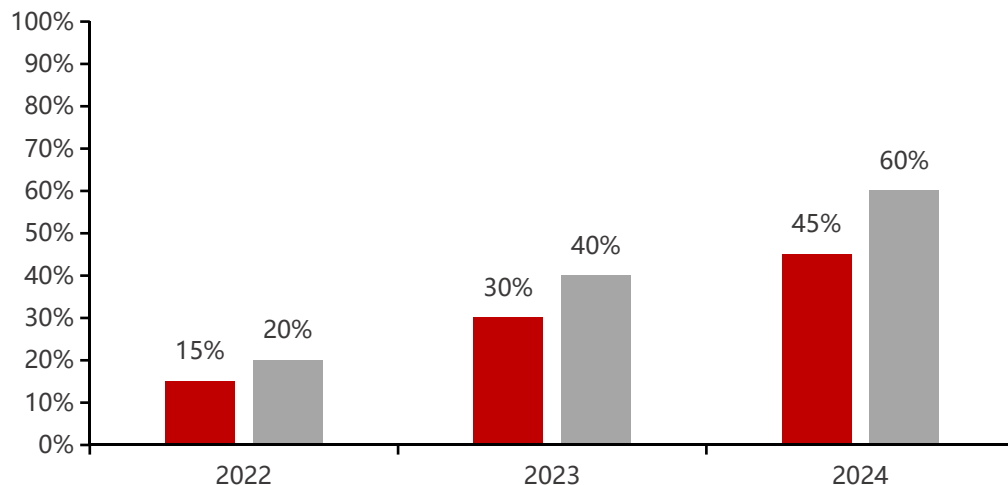
图：2022年限制性股票激励计划激励对象获授股数分配

■ 高管5人 ■ 实控人及配偶 ■ 其他人员30人 ■ 预留



图：归属期的年度营收增长率考核标准（以2021年营收为基准）

■ 触发值 ■ 目标值



资料来源：wind，华金证券研究所

01

炼化集成制造龙头，定向增发彰显企业信心

02

乙烯供给仍有缺口，扩产周期将至公司订单饱满

03

丙烯PDH为主要扩产路线，国内工艺打破国外垄断

04

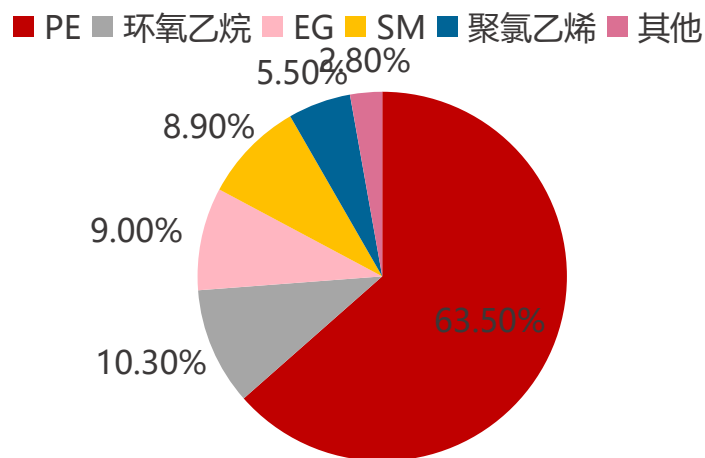
盈利预测与投资建议

05

风险提示

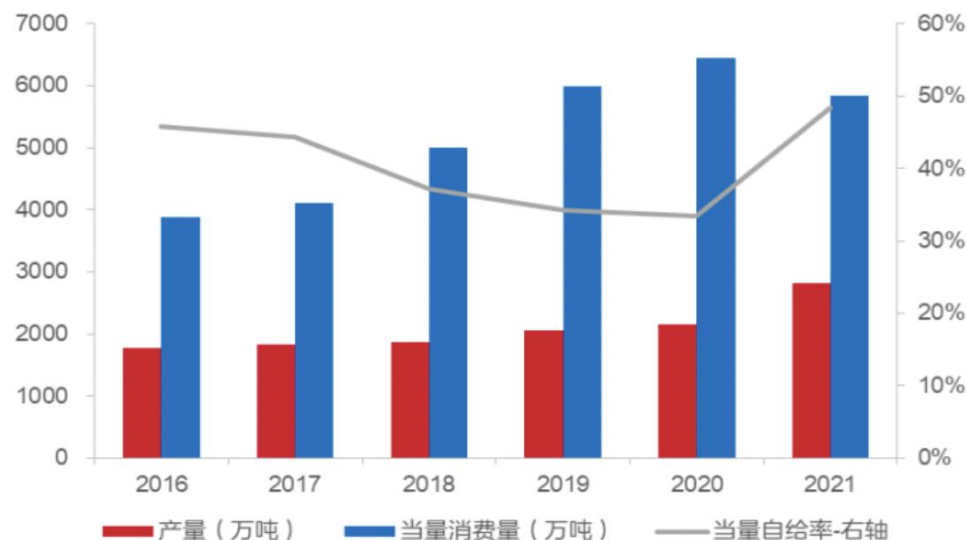
- 乙烯是石化工业重要的有机原料，是生产各种有机化工品和三大合成材料的基础，在国民经济发展中具有重要地位。下游衍生品主要有PE、环氧乙烷（EO）、EG、SM、聚氯乙烯（PVC）等产品。
- 国内乙烯的实际市场容量一般采用“当量消费量”：当量消费量=产量+净进口量（进口量-出口量）+下游产品净进口折算量。根据国家统计局，2021年，我国乙烯产量约为2826万吨，而当量消费量达到5832万吨，当量缺口达到3006万吨左右，自给率约为48.5%。

图：2021年乙烷下游产品消费占比



资料来源：华经产业研究院，华金证券研究所

图：近年我国乙烯当量自给率情况



资料来源：国家统计局，中国石油和化学工业协会，华金证券研究所

# 自给率缺口促使乙烯产能进一步扩张

- 中石油经研院预测，2022年中国新增乙烯产能仍将达到565万吨/年，总产能增至4933万吨/年。
- 2022年乙烯产能增长较2020年、2021年有所放缓，主要原因为乙烯新建项目的审批难度大幅升级，石化设备的整体需求承压。
- 目前国内存在扩产规划的乙烯产能约为2300万吨/年，2023-2025年投产概率较大的乙烯产能共计1695万吨/年。

表： 2022年我国预计新增乙烯产能（万吨/年）

企业/项目	省份	原料路线	乙烯规划产能(万吨/年)
东明石化	山东	轻烃裂解	100
海南炼化	海南	石脑油裂解	100
广东石化	广东	石脑油裂解	125
镇海炼化经烃项目	浙江	轻烃裂解	100
卫星石化二期	江苏	轻烃裂解	125
	合计		565

资料来源：中石油经研院，华金证券研究所

# 自给率缺口促使乙烯产能进一步扩张

表：2023-2025年国内预计新增乙烯产能（万吨/年）

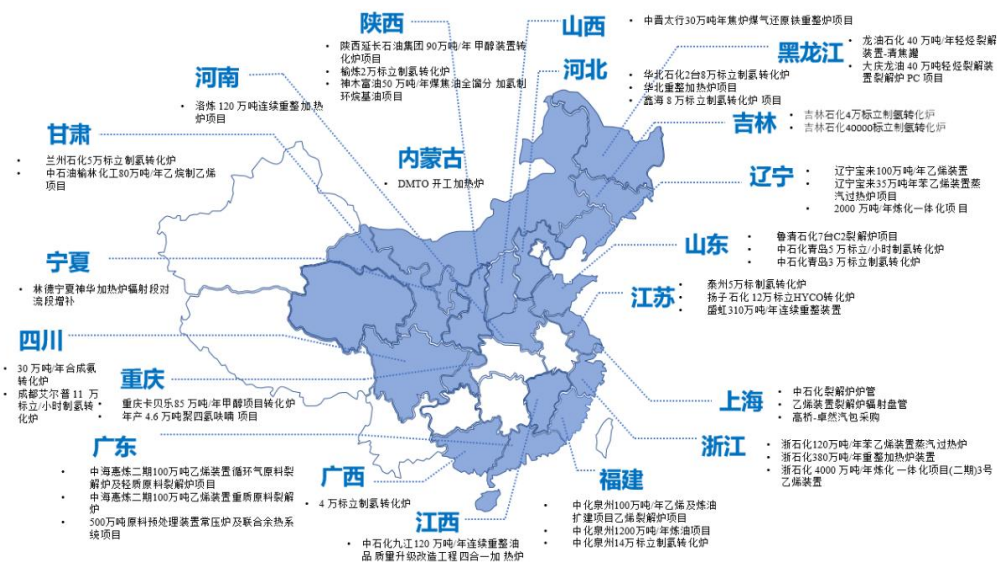
企业/项目	企业性质	工艺路线	乙烯规划产能(万吨/年)	建成年份
三江化工	民营	轻烃裂解	125	2023
宝丰能源三期	民营	煤制烯烃	50	2023
中石化南港乙烯项目	国有	石脑油裂解	120	2023
陕煤集团	国有	煤制烯烃	100	2023
埃克森美孚乙烯项目	外资	原油直接制烯烃	160	2024
华锦石化	国有	石脑油裂解	150	2024
中科炼化（二期）	国有	石脑油裂解	120	2024
山东裕龙石化	民营	石脑油裂解	300	2024
中石化岳阳石化	国有	石脑油裂解	150	2024
中石化广西石化	国有	石脑油裂解	120	2024
中石化大连石化	国有	石脑油裂解	120	2024
中石化吉林石化	国有	石脑油裂解	80（扩建）	2024
中石化洛阳石化	国有	石脑油裂解	100	2025
广投石化	国有	轻烃裂解	60	未知
四川能源	国有	轻烃裂解	60	未知
中石油长庆二期	国有	乙烷制烯烃	120	2026
巴斯夫乙烯项目	外资	石脑油裂解	100	2026
神沙煤制烯烃	中外合资	煤制烯烃	37	未知
宝丰能源内蒙古二期项目	民营	煤制烯烃	70	未知
宝丰能源内蒙古二期项目	民营	煤制烯烃	130	未知
<b>合计</b>			<b>2272</b>	

资料来源：中石油经研院，华金证券研究所

➤ 公司在乙烯领域项目经验丰富，多个项目为业内标杆。截至2020年12月31日，公司共完成出口项目33项，国内项目329项。“吉林石化 4 万标立制氢转化炉”收获客户“国内同类项目设计工程最短、订货周期最短、施工流程最短、建设工期最快、开车水平最优”的“五个之最”评价，公司从详化设计到产品最终全部交货仅用 4 个月。“马来西亚 TITAN9 万吨/年乙烯裂解炉项目”首次由中国设计，采用中石化 SEI 工艺，由公司运用综合的材料技术和制造技术生产。

图：卓然股份国内典型项目分布图

国内典型项目分布图



图：卓然股份国外典型项目分布图

国外典型项目分布图



资料来源：招股书，华金证券研究所

资料来源：招股书，华金证券研究所

# 公司乙烯项目经验丰富，合作客户分布全球

- **客户资源优质，客户对公司具有黏性：**大型炼油化工装备属于技术密集型生产企业，国内外石化企业出于对安全性、有效性考虑，建立了严格的供应商资格认定系统，未通过审核的企业难以获得为其提供装备和服务的机会。公司深耕乙烯裂解炉等大型炼油化工装备的研发设计和生产制造多年，先后与中石化、中石油、德希尼布、美国空气化工公司等多家全球知名企业建立长期合作，客户对公司具有很强的依赖性。

图：公司部分合作客户



资料来源：招股书，华金证券研究所



# 公司市占率、项目中标率国内领跑

- **市占率领先，中标率国内领跑：**2020乙烯裂解炉总需求数为34台，根据公司公告，公司中标为15台，按此测算公司在乙烯裂解炉的市占率为44.2%。根据公司历史主要投标项目来看，公司的参与率达到65.87%。与国内同行对比，公司规模、市占率、参与率都更为领先，具有明显的竞争优势。

表：公司历来投标项目及中标率

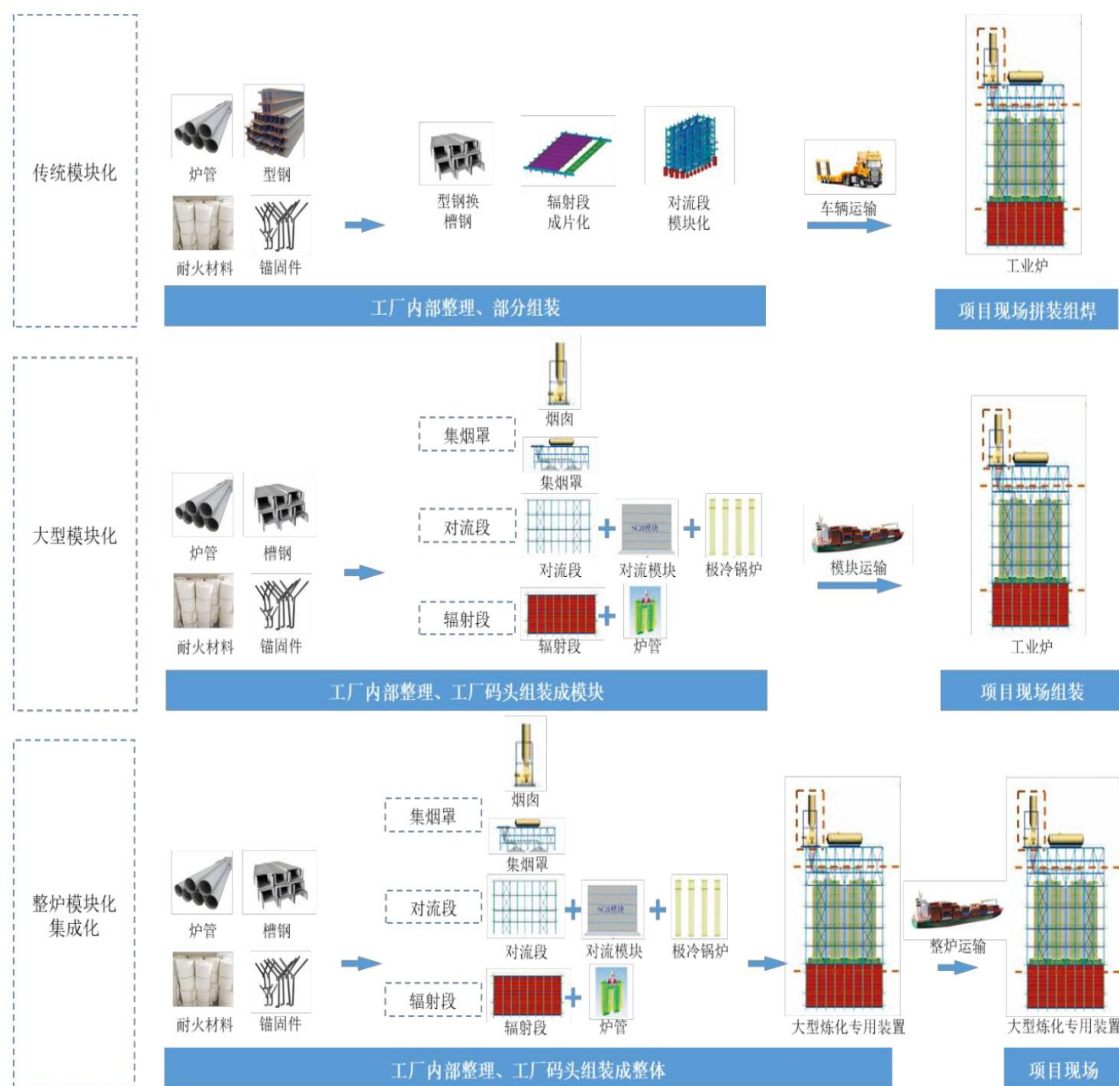
类别	序号	客户名称	装置规模	供货内容	供货方式	卓然 供应台数	装置 总台数	合同签订日期 /中标通知日
中标项目	1	中国石化海南炼化化工有限公司	100万吨乙烯及炼油改扩建工程	3台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	3	8	2021-01-14
	2	盛虹炼化(连云港)有限公司	110万吨乙烯装置	9台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	9	9	2020-02-25
	3	利华益利津炼化有限公司	100万吨/年催化裂解制烯烃(K-COT)装置	4台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	4	4	2020-01-19
	4	中国石油天然气股份有限公司兰州石化分公司榆林化工有限公司	80万吨/年乙烯装置	5台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	5	5	2020-01-08
	5	福建古雷石化有限公司	80万吨/年蒸汽裂解装置	3台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	3	8	2019-10-29
	6	山东寿光鲁清石化有限公司	100万吨/年乙烯装置	7台乙烯裂解炉, 炉区1m范围内	辐射段分片+对流段模块+其他散件	7	7	2019-05-03
	7	中国石油兰州石化分公司	24万吨/年乙烯装置	3台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	3	3	2019-03-06
	8	浙江石油化工有限公司	140万吨/年乙烯装置	9台乙烯裂解炉, 装置区所有物资	辐射段整体+对流段分段	9	9	2018-11-30
	9	黑龙江省龙油石油化工有限公司	40万吨/年轻烃裂解装置	8台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	5	5	2018-11-30
	10	中科(广东)炼化有限公司	80万吨/年蒸汽裂解装置	3台乙烯裂解炉对流段	对流段模块+其他散件	3	7	2018-07-09
	11	中化泉州石化有限公司	100万吨/年乙烯装置	4台乙烯裂解炉	辐射段模块+对流段模块+其他散件	4	7	2018-04-11
	12	辽宁宝来化工股份有限公司	100万吨/年乙烯装置	8台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	8	8	2018-03-01
	13	宁波华泰盛福聚合材料有限公司	60万吨/年乙烯装置	5台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	5	5	2017-09-08
	14	中国石化扬子石油化工有限公司	80万吨/年乙烯装置	2台乙烯裂解炉对流段模块	对流段模块+其他散件	2	2	2014-03-25
	15	中海石油炼化有限责任公司惠州炼化分公司	100万吨/年乙烯装置	4台乙烯裂解炉	辐射段模块+对流段模块+其他散件	4	9	2014-12-19
	16	马来西亚大腾石化公司	70万吨/年乙烯装置	1台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	1	1	2011-11-23
	17	Map Ta Phut Olefins Co.Ltd.	100万吨/年乙烯装置	8台乙烯裂解炉	辐射段分片+对流段模块+其他散件	8	8	2007-08-15
未中标项目	18	大连恒力石化有限公司	150万吨/年乙烯裂解炉	未中标系业主项目的供货方式为传统散件供货、现场施工组装的模式, 公司从自身制造、安装和服务一体化、模块化的整体战略及未来发展规划的角度考虑, 未能匹配业主方的要求, 导致未中标。			12	/
	19	浙江石油化工有限公司	一期项目140万吨/年乙烯装置	未中标主要系公司从资深资金管控和经营风险的角度考虑, 未能匹配竞争对手的商业条件, 导致未中标。			9	/
合计						<b>83</b>	<b>126</b>	
卓然乙烯裂解炉主要投标项目参与率								<b>65.87%</b>

资料来源：招股书，华金证券研究所

# 集成化生产降低成本、缩短工期

➤ 生产模式灵活，模块化生产可降低成本，缩短建设周期：公司生产模式主要有传统模块化、大型模块化及整炉模块化集成化等三种生产供货模式。整炉模块化集成化生产供货是项目现场工作量最少，工厂预制化程度最高，工期最短、施工难度最小的生产供货方式，其缺陷为受制于运输条件、气候条件及装运难度专业性因素影响，近些年来，随着我国交通基础设施不断完善，炼化行业往大规模、高度集成发展，公司已广泛采用整炉模块化集成化生产供货模式应用在一系列大型“炼化一体化”项目中。

图：公司生产模式演化图

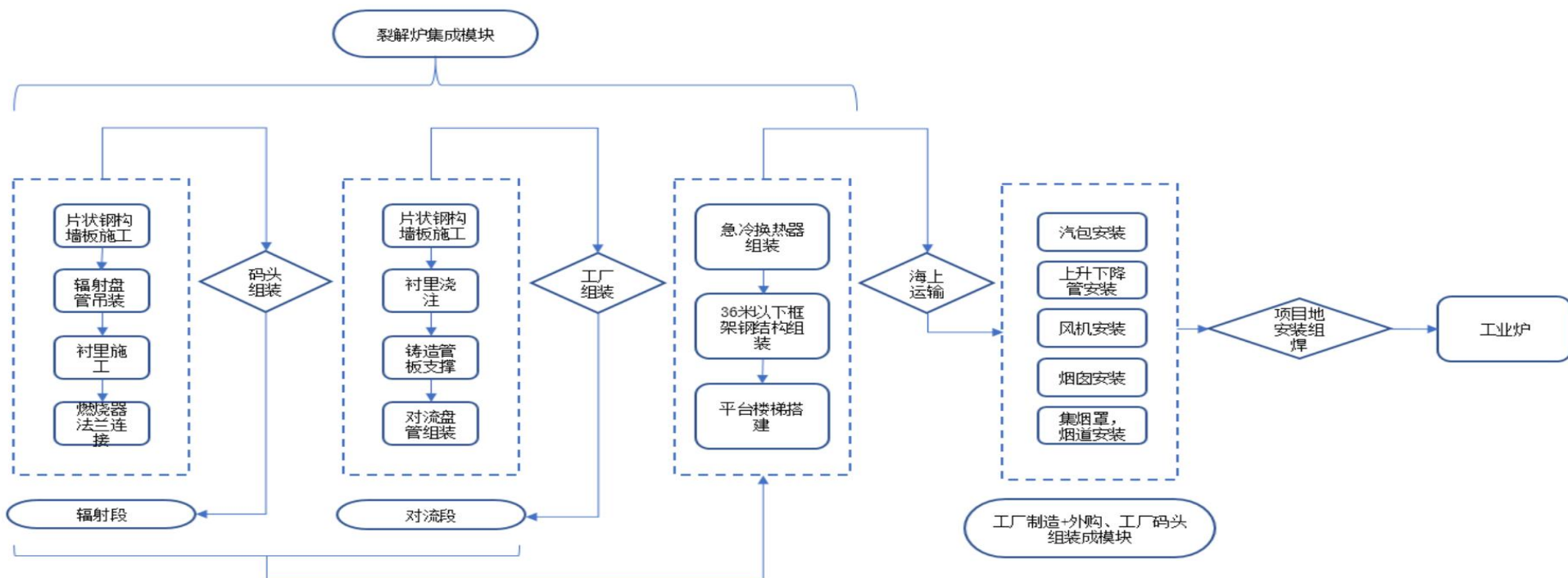


资料来源：招股书，华金证券研究所

# 集成化生产降低成本、缩短工期

- **以裂解炉集成模块为例：**大型模块化生产时，辐射室(包括辐射室本体钢结构、辐射管系、耐火衬里等)在工厂码头整体组装，然后采用大型液压平板车和滚装船运输至现场直接就位。项目现场仅有对流模块需要采用大型吊装机械与其他模块进行现场组装。该方法可大幅减少现场工作量，工厂预制化程度最高，能有效降低作业工期、降低施工难度，减少企业成本。

图：集成总装工艺图中标率



资料来源：招股书，华金证券研究所

# 公司订单确定性强，23年预测乙烯订单超百亿

- 乙烯装置每百万吨投资约为21.7亿元，公司订单在2023-2025年有望放量：2023年-2025年国内仍有大量乙烯项目投产，投产概率极大的乙烯产能共计1695万吨/年。从公司参与的浙石化二期及三江化工项目来看，公司每百万吨乙烯装置订单额约为21.7亿元，我们按照公司44%的市占率，2024-2025年投产1300万吨乙烯订单确认在2023年测算，公司2023年乙烯装置订单金额为 $13*0.44*21.7=124.1$ 亿元，订单确定性较强。

表：公司乙烯装置承接订单额

	乙烯产能	乙烯装置订单额（亿元）	百万吨乙烯装置订单（亿元/百万吨）
浙石化二期	140	29.9	21.3
三江化工	125	27.6	22.0
平均值			21.7

资料来源：公司公告，华金证券研究所

01

炼化集成制造龙头，定向增发彰显企业信心

02

乙烯供给仍有缺口，扩产周期将至公司订单饱满

03

丙烯PDH为主要扩产路线，国内工艺打破国外垄断

04

盈利预测与投资建议

05

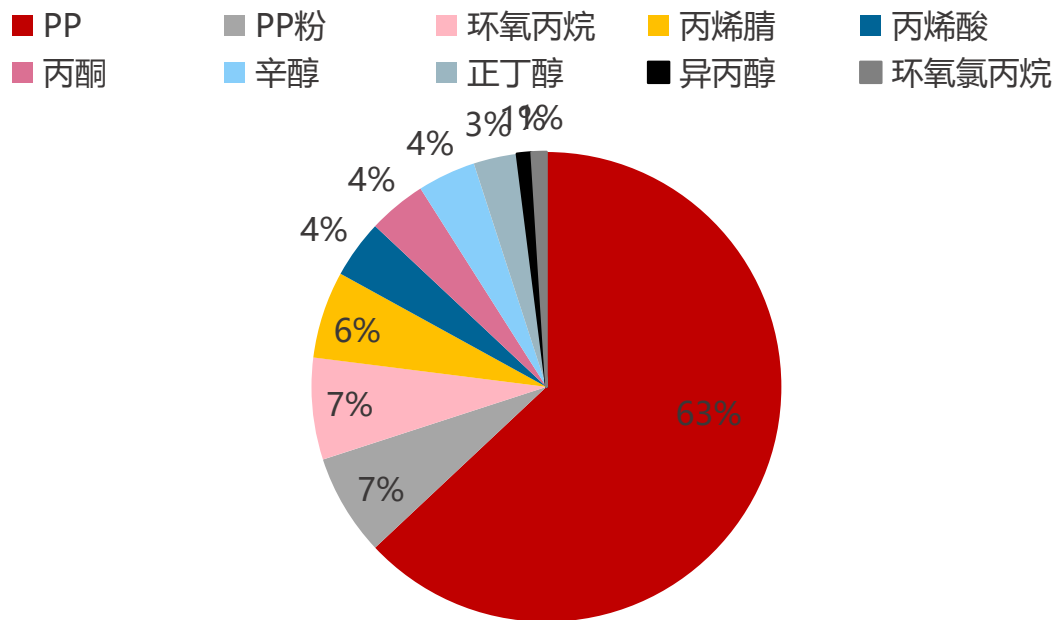
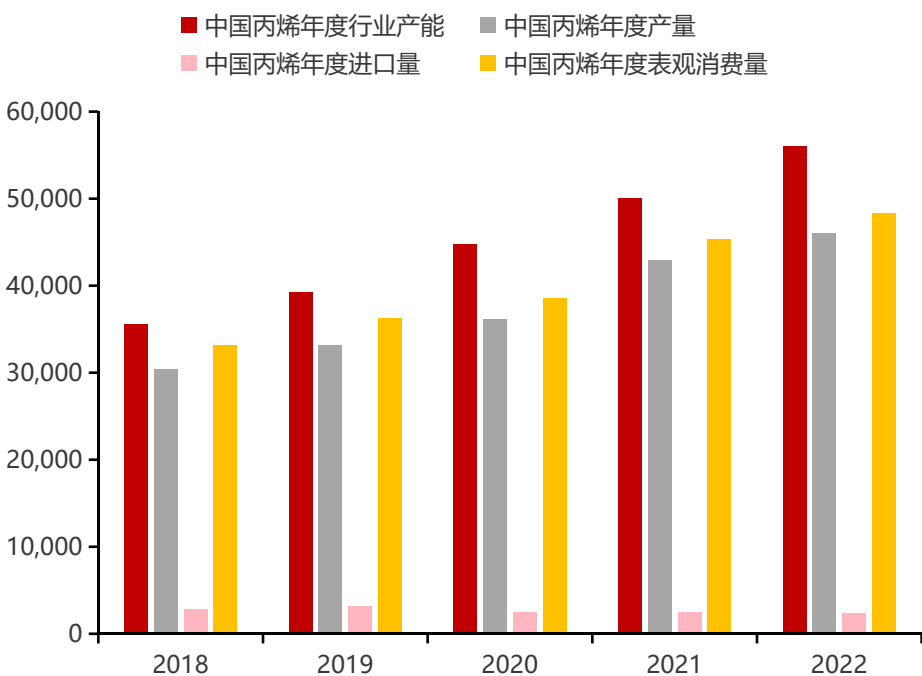
风险提示

# 丙烯下游需求稳定增长，PDH技术占比逐年提升

- 丙烯是三大合成材料的基本原料之一，下游应用范围广泛，需求稳定增长。
- 2022年国内丙烯产能约5.6万吨/年，2022年共消费丙烯约4.8万吨。

图：国内丙烯消费量持续上升（单位：千吨）

图：丙烯下游产品占比

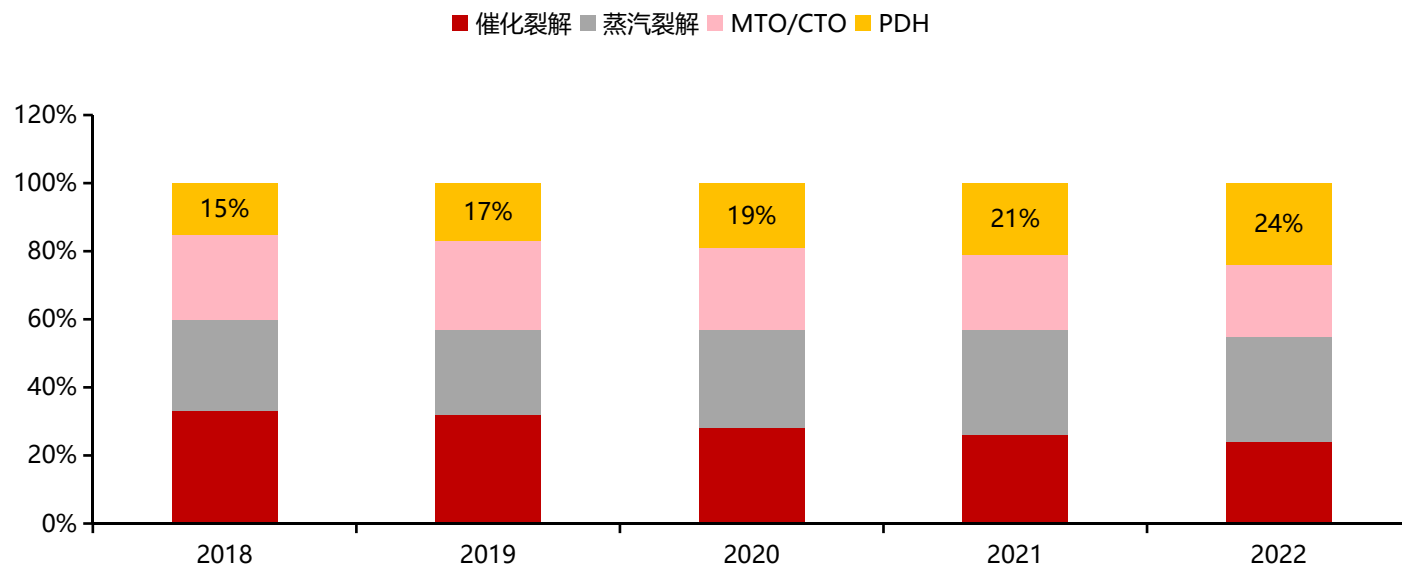


资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

- 丙烯的主要工业生产方式有四种：传统的石脑油裂解（蒸汽裂解）制丙烯；催化裂化制丙烯（FCC）；煤（经甲醇）制烯烃（CTO）；丙烷脱氢制丙烯（PDH）。
- PDH工艺制丙烯的技术路线占比逐年攀升，2022年占比已达24%。

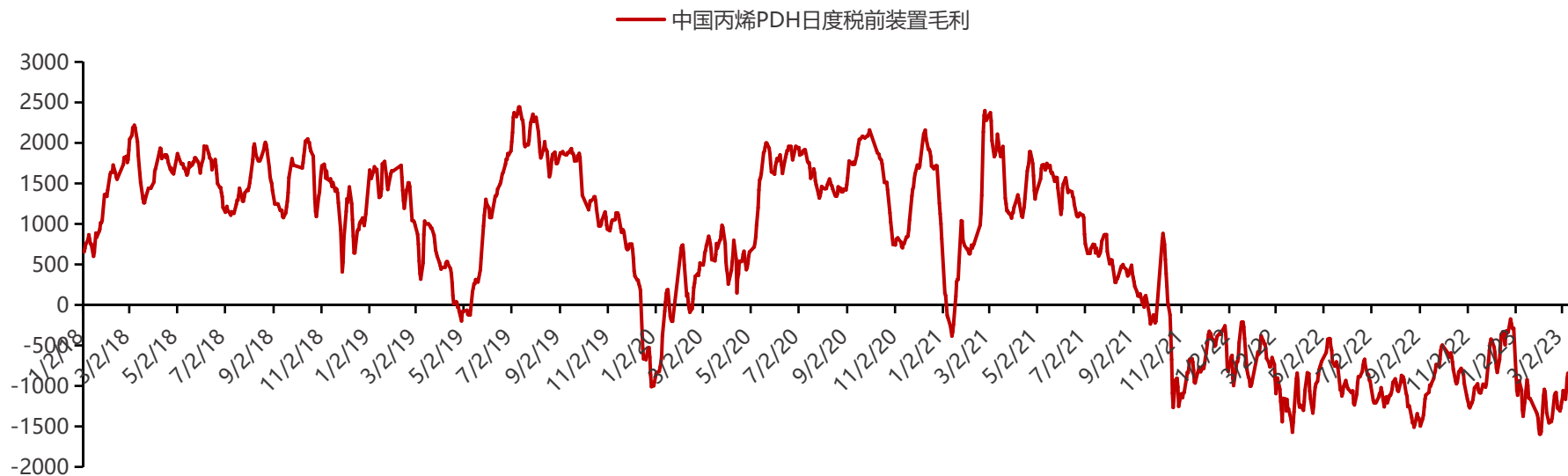
图：PDH技术路线占比逐年攀升



资料来源：智研资讯，卓创资讯，华金证券研究所

- 丙烷价格自2021年底开始脱离传统季节性规律，出现长时间持续性上涨。叠加国内疫情反复及宏观经济影响，2022年丙烯下游产品需求减弱，PDH丙烯产品毛利率出现倒挂，国内丙烯PDH装置处于亏损状态。截止2023年3月8日，丙烯PDH装置每吨净毛利为-911.8元。

图：中国丙烯PDH装置处于亏损



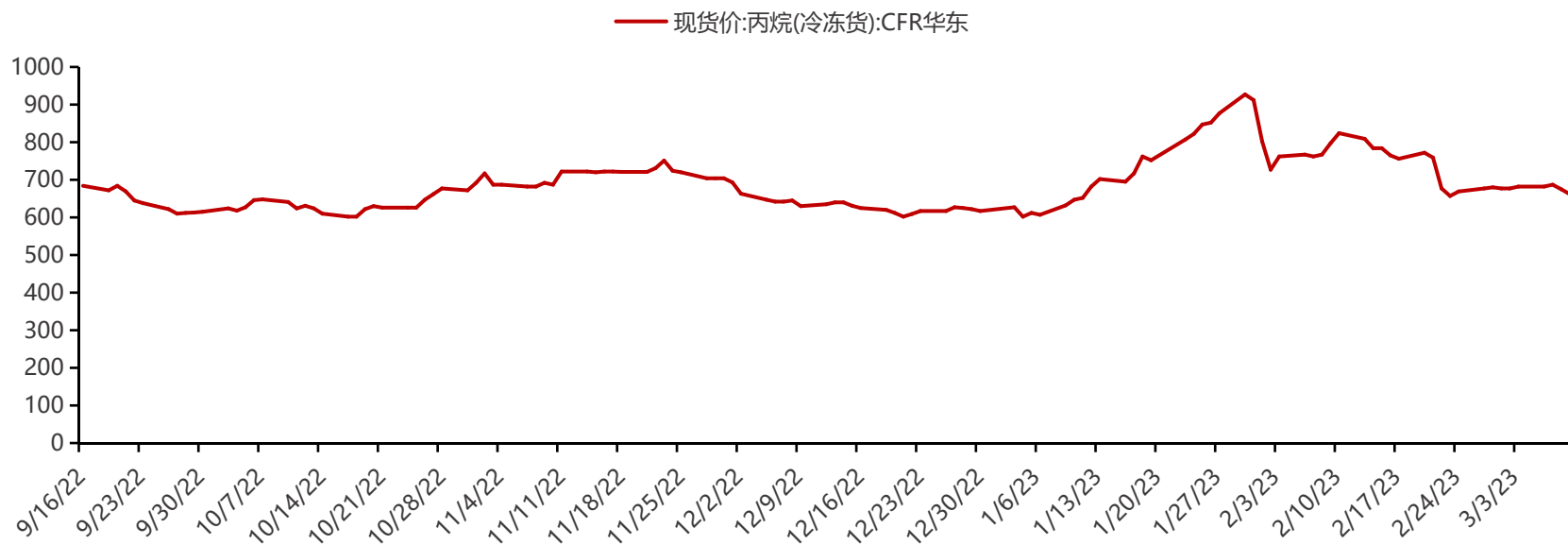
资料来源：卓创资讯，华金证券研究所



# 丙烷价格趋势性下降，丙烷脱氢产能仍将快速扩张

- 丙烷价格从年后开始呈现下降趋势，2023年3月丙烷现货价约为670美元/吨，原材料丙烷价格的下降或带来丙烯装置扩产意向的复苏。

图：原材料丙烷价格有向下趋势（单位：美元/吨）



资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

# 丙烷价格趋势性下降，丙烷脱氢产能仍将快速扩张

## ➤ 丙烷脱氢产能仍将快速扩张，2023年意向新增产能超过900万吨。

表：2023年丙烷脱氢意向新增产能

企业/项目	省份	乙烯规划产能(万吨/年)
广西华谊新材料有限公司	广西	75
江苏延长中燃化学有限公司（一期）	江苏	60
东莞巨正源股份有限公司（二期）	广东	60
浙江华泓新材料有限公司（二期）	浙江	45
台塑工业（宁波）有限公司	浙江	60
山东滨华新材料有限公司	山东	60
山东中海精细化工有限公司	山东	40
利华益维远化学股份有限公司	山东	60
金能化学（青岛）股份有限公司（二期）	山东	90
振华石油化工有限公司	山东	100
中化国际江苏瑞恒新材料	江苏	60
福建美得石化（二期）	福建	90
东华能源（茂名）（一期）	广东	60
中科海南新材料有限公司	海南	60
合计		920

资料来源：卓创资讯，华金证券研究所

# 公司技术打破海外垄断，开启第二增长曲线

- 公司的PDH工艺包完全由我国独立研发，填补国内空白：2008年，中国石油大学(华东)重质油国家重点实验室李春义教授课题组开始研发ADHO技术，并成功开发出无毒无危害的非贵金属氧化物催化剂的技术路线，2020年公司通过收购博颂，获得ADHO专利，布局PDH业务领域。
- 公司的ADHO技术路线PDH工艺包率先实现国内应用，成功开车运行：我国PDH总包市场基本由UOP和Lummus垄断，公司在远东科技15万吨/年PDH装置中率先采用自主研发的ADHO技术，并于2022年6月19日成功开车运行，打破了国外厂商的市场垄断

表：PDH装置技术路线对比

	ADHO技术	Catofin技术	UOPoleflex技术
原料是否需要净化	否	是	是
工艺复杂度	较简单	较复杂	复杂
催化剂毒性	无毒性	高毒性	有毒性
安全及环保性	安全性好、环保非金属催化剂	安全性差、催化剂油环保隐患	安全性好、环保贵金属催化剂
转化率	>43%	>45%	>32%

资料来源：公司招股书，远东科技ADHO技术概况介绍书，华金证券研究所

01

炼化集成制造龙头，定向增发彰显企业信心

02

乙烯供给仍有缺口，扩产周期将至公司订单饱满

03

丙烯PDH为主要扩产路线，国内工艺打破国外垄断

04

盈利预测与投资建议

05

风险提示

- ◆ 公司作为国内乙烯成套装置设备供应龙头，2023年-2025年为乙烯扩产高峰，公司受行业景气度向上，乙烯设备订单在2023-2024年确定性强，我们预计公司2023-2024年营业收入分别为 47.94 亿元、57.31 亿元，归母净利润分别为 4.04 亿元和 5.05 亿元，公司2022-2024年 EPS 分别为 1.24 元、2.00 元和 2.49 元，对应2023年4月6日收盘价，公司PE分别为25.1X、15.6X、12.5X。
- ◆ 我们选取石化后段设备龙头博实股份、工业气体龙头及石化设备供应商杭氧股份作为可比公司，2022-2024年平均PE分别30.1X、22.9X、18.0X，公司当前估值水平低于行业平均，首次覆盖给予“增持-A”评级。

表：可比公司PE估值

公司代码	公司名称	EPS			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002430	杭氧股份	1.23	1.69	2.10	32.0	24.0	19.3
002698	博实股份	0.57	0.74	0.96	28.2	21.7	16.7
平均值					30.1	22.9	18.0
688121	卓然股份	1.24	2.00	2.49	25.1	15.6	12.5

资料来源：wind，华金证券研究所

备注：博实股份、卓然股份EPS为华金证券预测值，股价为2023年4月6日收盘价，其他可比公司数据来自Wind一致预期

项目		2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	石化专用设备	1890	3146	2517	4405	5286
	yoy	191.3%	66.5%	-20.0%	70.0%	20.0%
	工程总包	292	470	141	169	203
	yoy	-	61.2%	-70.0%	20.0%	20.0%
	其他业务	546	285	200	220	242
	yoy	-21.3%	-47.9%	-29.8%	10.0%	10.0%
	合计	2728	3901	2858	4794	5731
毛利率	石化专用设备	20.2%	18.6%	18.0%	17.5%	18.0%
	工程总包	11.0%	13.5%	10%	9%	9%
	其他业务	20.5%	26.1%	22.0%	22.0%	22.0%
	合计			17.9%	17.4%	17.8%

01

炼化集成制造龙头，定向增发彰显企业信心

02

乙烯供给仍有缺口，扩产周期将至公司订单饱满

03

丙烯PDH为主要扩产路线，国内工艺打破国外垄断

04

盈利预测与投资建议

05

风险提示

- ◆ 乙烯产能扩张不及预期
- ◆ 公司新接项目订单不及预期
- ◆ 丙烯工艺包市场开拓不及预期，客户接受意愿低迷



# 财务报表预测与估值数据汇总

**卓然股份 (688121) (2023-04-06) : 31.08元 投资评级: 增持-A**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>流动资产</b>	5213	5064	5268	6455	8039	
现金	617	717	764	637	754	
应收票据及应收账款	1409	1617	1847	2148	3062	
预付账款	619	499	320	479	667	
存货	2450	1905	2006	2943	3131	
其他流动资产	119	326	331	249	425	
<b>非流动资产</b>	1164	1662	1481	1713	1793	
长期投资	107	110	118	127	137	
固定资产	725	647	649	840	909	
无形资产	280	306	322	336	350	
其他非流动资产	52	599	392	409	396	
<b>资产总计</b>	6378	6727	6749	8168	9832	
<b>流动负债</b>	4793	4274	4139	5163	6383	
短期借款	223	188	178	184	187	
应付票据及应付账款	1876	1912	1325	2274	2433	
其他流动负债	2693	2174	2635	2705	3762	
<b>非流动负债</b>	731	460	366	357	296	
长期借款	420	370	203	218	149	
其他非流动负债	311	90	163	139	147	
<b>负债合计</b>	5524	4734	4505	5520	6679	
少数股东权益	175	142	142	142	142	
股本	152	203	203	203	203	
资本公积	131	938	938	938	938	
留存收益	378	688	939	1343	1848	
归属母公司股东权益	679	1851	2102	2506	3011	
<b>负债和股东权益</b>	6378	6727	6749	8168	9832	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>营业收入</b>	2728	3901	2858	4794	5731	
<b>营业成本</b>	2202	3179	2347	3959	4708	
营业税金及附加	14	30	22	33	39	
营业费用	23	27	21	35	42	
管理费用	70	128	87	150	178	
研发费用	132	142	115	187	226	
财务费用	10	37	13	21	25	
资产减值损失	-30	-58	-36	-63	-76	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	15	8	6	8	9	
<b>营业利润</b>	286	347	296	480	599	
营业外收入	0	0	0	0	0	
营业外支出	0	8	2	3	4	
<b>利润总额</b>	286	338	294	477	596	
所得税	42	56	43	73	91	
<b>净利润</b>	244	283	251	404	505	
少数股东损益	-4	-33	0	0	0	
<b>归属母公司净利润</b>	248	315	251	404	505	
<b>EBITDA</b>	335	432	368	564	693	

# 财务报表预测与估值数据汇总

**卓然股份 (688121) (2023-04-06) : 31.08元 投资评级: 增持-A**

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	141	-70	66	189	364
净利润	244	283	251	404	505
折旧摊销	27	79	76	90	101
财务费用	10	37	13	21	25
投资损失	-15	-8	-6	-8	-9
营运资金变动	-150	-556	-270	-317	-257
其他经营现金流	25	96	4	-1	-0
投资活动现金流	-698	-357	109	-314	-171
筹资活动现金流	698	709	-128	-3	-76
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	1.23	1.56	1.24	2.00	2.49
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.70	-0.35	0.33	0.93	1.80
每股净资产 (最新摊薄)	3.35	9.13	10.37	12.36	14.85

## 主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	95.5	43.0	-26.7	67.7	19.5
营业利润(%)	131.2	21.1	-14.6	62.2	24.8
归属于母公司净利润(%)	122.2	26.9	-20.5	61.4	24.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.2	18.5	17.9	17.4	17.9
净利率(%)	9.1	8.1	8.8	8.4	8.8
ROE(%)	28.6	14.2	11.2	15.3	16.0
ROIC(%)	15.8	11.4	9.2	12.8	13.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	86.6	70.4	66.8	67.6	67.9
流动比率	1.1	1.2	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.4	0.5	0.7	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.6	0.4	0.6	0.6
应收账款周转率	2.6	2.6	1.7	2.4	2.2
应付账款周转率	1.5	1.7	1.5	2.2	2.0
<b>估值比率</b>					
P/E	25.4	20.0	25.1	15.6	12.5
P/B	9.3	3.4	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	20.4	14.9	17.1	11.4	9.1

刘荆：华金证券机械行业首席分析师，上海财经大学金融学博士。多年买方、卖方研究投资经验。善于把握行业趋势，探究公司经营。对“基本面——股价”形成了完整的投研体系。2019年12月加入华金证券。

何海霞：上海交通大学工学硕士，主要覆盖光伏设备、油服设备板块。曾就职于斯伦贝谢，2022年3月加入华金证券研究所。

贺剑虹：澳大利亚国立大学金融硕士，主要覆盖锂电设备和激光板块，2年私募新能源板块研究经验，2022年7月加入华金证券研究所。

汤晨：法国科学经济与管理学院金融硕士，机械&金融复合背景，主要覆盖通用设备板块，2022年8月加入华金证券研究所。

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数15%以上；
- 增持 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数5%至15%；
- 中性 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-5%至5%；
- 减持 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数5%至15%；
- 卖出 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数15%以上。

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；
- B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

## 行业评级体系

### 收益评级：

领先大市 — 未来6个月的投资收益率领先沪深300指数10%以上；

同步大市 — 未来6个月的投资收益率与沪深300指数的变动幅度相差-10%至10%；

落后大市 — 未来6个月的投资收益率落后沪深300指数10%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来6个月投资收益率的波动小于等于沪深300指数波动；

B — 较高风险，未来6个月投资收益率的波动大于沪深300指数波动。

## 分析师声明

刘荆声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址:

上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场30层

北京市朝阳区建国路108号横琴人寿大厦17层

深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦10楼05单元

电话: 021-20655588

网址: [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)