

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

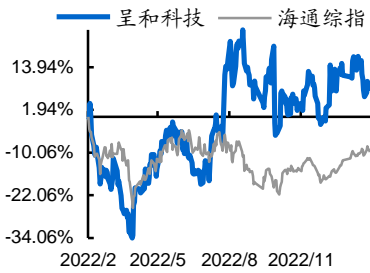
拟定增募资不超3亿元,用于收购并增资科澳化学以及收购信达丰

股票数据

02月24日收盘价(元)	52.55
52周股价波动(元)	30.80-60.85
总股本/流通A股(百万股)	133/81
总市值/流通市值(百万元)	7007/4236

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.4	12.5	6.2
相对涨幅(%)	1.5	6.4	-1.9

资料来源:海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

投资要点:

- 公司拟增募资不超3亿元,用于收购及增资科澳化学以及收购信达丰。**公司拟募资不超过人民币1.5亿元(含本数,已扣除财务性投资影响),扣除相关发行费用后,其中9400万元用于收购科澳化学100%股权并增资,投资总额为1.38亿元;1400万元用于收购信达丰100%股权,投资总额为1970万元;4200万元用于补充流动资金。此次对应募集资金金额不超过3亿元且不超过最近一年末净资产百分之二十。通过收购,公司将整合其抗氧化剂研发生产和销售业务,实现公司产品线从复合助剂到单一抗氧化剂产品延伸。
- 公司和收购标的公司在高分子材料助剂行业业务重合度较高。**科澳化学具有多种成熟的抗氧化剂配方和生产经验;信达丰具有较为完善国内外客户网络,具备多家石化厂和境外客户认证资质,产品出口到德国、美国、巴基斯坦、印度、澳大利亚等30多个国家和地区,具备丰富进出口和国内销售经验,与科澳化学共同实现抗氧化剂生产、销售一体化。通过此次收购,公司可充分发挥自身和科澳化学、信达丰技术优势,进一步优化、整合和共享双方在核心技术、客户资源和渠道资源积累,增强全产业链覆盖和服务能力。
- 国家行业标准实施助力合成水滑石的发展。**目前我国国家行业标准已禁止饮用水管材的铅的使用,预计室内装饰装修材料门窗也出台国家标准限制铅含量将助于合成水滑石的发展。据前瞻产业研究院数据,2020年我国塑料改性化率达到21.7%,改性塑料产量占比提升,但对比全球接近50%的塑料改性化率仍有较高提升空间。
- 募投项目支撑公司增长。**公司募投项目广州科呈新建高分子材料助剂建设项目一期成核剂单剂与合成水滑石单剂产能1.66万吨/年以及复合助剂产能2万吨/年,预计2023年9月建成;高分子材料助剂生产技术改造项目公司产能计划提高至3.5万吨,预计2023年12月建成。公司现有成核剂单剂与合成水滑石单剂产能9200吨/年,复合助剂产能7800吨/年。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2022-2024年归母净利润为2.04亿元、2.90亿元、3.83亿元,EPS为1.53元、2.17元和2.87元。参考同行业公司,我们给予2023年PE 32-35倍,对应合理价值区间69.44-75.95元。首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**竞争的进口产品已有一定的客户粘性;专利及研发投入较少;产品结构单一。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	460	576	724	1009	1353
(+/-)YoY(%)	17.4%	25.2%	25.6%	39.4%	34.1%
净利润(百万元)	117	157	204	290	383
(+/-)YoY(%)	30.5%	34.8%	30.2%	41.7%	32.3%
全面摊薄EPS(元)	0.87	1.18	1.53	2.17	2.87
毛利率(%)	44.0%	44.2%	45.2%	46.7%	48.0%
净资产收益率(%)	37.9%	17.3%	19.2%	21.4%	22.1%

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

盈利假设:**收入假设:**

产能、产量和销量假设: 假设各类复合助剂产能利用率相同且 2022-2024 年产量占比和产能占比保持 2020 年水平。

1)成核剂:假设 2023 年 9 月新增 6400 吨单剂产能同时 2023 年 12 月新增助剂产能,假设 2022-24 年产能利用率为 85%、98%和 58%,假设 2022-24 年产销率分别为 98%、98%和 85%;

2)合成水滑石:假设 2023 年 9 月新增 10200 吨单剂产能同时 2023 年 12 月新增助剂产能,假设 2022-24 年产能利用率分别为 120%、98%和 75%,假设 2022-24 年产销率分别为 93%、98%和 85%;

3)NDO 复合助剂:假设 2023 年 12 月新增助剂产能,假设 2022-24 年产能利用率分别为 90%、100%和 50%,假设 2022-24 年产销率分别为 93%、98%和 60%。

价格假设: 假设成核剂、合成水滑石和 NDO 复合助剂 2022-24 年价格保持和 2021 年相同。

贸易业务: 假设 2022-24 年收入增速为 2019-21 年的复合增速。

其他: 假设 2022-24 年收入增速为 0。

毛利率假设:

1)成核剂:根据 2021 年毛利率水平,假设 2022-2024 年毛利率为 57%。

2)合成水滑石:根据 2021 年毛利率水平,假设 2022-2024 年毛利率为 51%。

3)NDO 复合助剂:根据 2021 年毛利率水平,假设 2022-2024 年毛利率为 19%。

4)贸易业务:根据 2021 年毛利率水平,假设 2022-2024 年毛利率为 10%。

5)其他:根据 2021 年毛利率水平,假设 2022-2024 年毛利率为 70%。

表 1 呈和科技分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(百万元)	576.22	723.97	1009.03	1353.23
总成本(百万元)	321.40	396.53	537.55	704.10
总毛利(百万元)	254.81	327.44	471.48	649.13
总毛利率	44.22%	45.23%	46.73%	47.97%
成核剂				
收入(百万元)	305.84	430.46	637.17	912.62
成本(百万元)	131.39	185.10	273.98	392.43
毛利(百万元)	174.45	245.36	363.18	520.19
毛利率	57.04%	57.00%	57.00%	57.00%
合成水滑石				
收入(百万元)	111.05	109.62	151.70	183.57
成本(百万元)	54.01	53.71	74.33	89.95
毛利(百万元)	57.04	55.90	77.37	93.62
毛利率	51.36%	51.00%	51.00%	51.00%
NDO 复合助剂				
收入(百万元)	68.82	73.89	86.37	94.24
成本(百万元)	55.90	59.85	69.96	76.33
毛利(百万元)	12.92	14.04	16.41	17.90
毛利率	18.77%	19.00%	19.00%	19.00%
贸易业务				
收入(百万元)	88.62	108.11	131.90	160.92
成本(百万元)	79.55	97.30	118.71	144.83
毛利(百万元)	9.06	10.81	13.19	16.09
毛利率	10.23%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务				
收入(百万元)	1.89	1.89	1.89	1.89
成本(百万元)	0.55	0.57	0.57	0.57
毛利(百万元)	1.34	1.32	1.32	1.32
毛利率	71.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: WIND, 公司 2021 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值

公司名称	股票代码	股价(元)	EPS(元/股)			PE(倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
彤程新材	603650.SH	33.13	0.55	0.55	0.86	92	60	38
联泓新科	003022.SZ	34.25	0.82	0.94	1.25	45	36	27
平均值						69	48	33

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 2 月 24 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。

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
每股指标 (元)					营业总收入	576	724	1009	1353
每股收益	1.18	1.53	2.17	2.87	营业成本	321	397	538	704
每股净资产	6.82	7.97	10.15	13.02	毛利率%	44.2%	45.2%	46.7%	48.0%
每股经营现金流	2.17	0.61	2.66	1.74	营业税金及附加	5	4	5	9
每股股利	0.38	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.5%	0.5%	0.7%
价值评估 (倍)					营业费用	20	24	34	47
P/E	44.62	34.27	24.19	18.28	营业费用率%	3.5%	3.3%	3.4%	3.5%
P/B	7.71	6.59	5.18	4.04	管理费用	32	34	56	81
P/S	12.16	9.68	6.94	5.18	管理费用率%	5.5%	4.7%	5.6%	6.0%
EV/EBITDA	37.72	26.92	18.17	13.31	EBIT	177	241	341	451
股息率%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	44.2%	45.2%	46.7%	48.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	27.3%	28.2%	28.7%	28.3%	投资收益	4	0	0	0
净资产收益率	17.3%	19.2%	21.4%	22.1%	营业利润	182	241	341	451
资产回报率	13.5%	17.0%	16.9%	19.1%	营业外收支	0	0	0	0
投资回报率	16.6%	19.0%	21.2%	21.9%	利润总额	182	241	341	451
盈利增长 (%)					EBITDA	191	248	349	459
营业收入增长率	25.2%	25.6%	39.4%	34.1%	所得税	25	36	51	68
EBIT 增长率	28.3%	35.6%	41.7%	32.3%	有效所得税率%	13.6%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	34.8%	30.2%	41.7%	32.3%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	157	204	290	383
资产负债率	21.7%	11.4%	20.9%	13.4%					
流动比率	3.27	6.57	3.87	6.35	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	2.98	5.97	3.54	5.84	货币资金	307	332	680	907
现金比率	1.27	2.63	1.96	3.51	应收账款及应收票据	119	115	210	226
经营效率指标					存货	50	56	88	100
应收账款周转天数	59.10	55.00	55.00	55.00	其它流动资产	315	328	365	408
存货周转天数	47.48	48.00	48.00	48.00	流动资产合计	790	831	1344	1641
总资产周转率	0.73	0.61	0.69	0.73	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	6.74	8.63	12.32	17.01	固定资产	85	83	81	78
					在建工程	29	29	29	29
					无形资产	43	43	43	43
					非流动资产合计	370	368	366	364
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	1161	1200	1710	2004
净利润	157	204	290	383	短期借款	1	1	1	1
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	178	56	261	154
非现金支出	16	8	8	9	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	-3	0	0	0	其它流动负债	63	70	85	103
营运资金变动	120	-131	56	-159	流动负债合计	242	126	347	258
经营活动现金流	290	81	354	232	长期借款	0	0	0	0
资产	-69	-6	-6	-6	其它长期负债	10	10	10	10
投资	-368	0	0	0	非流动负债合计	10	10	10	10
其他	4	0	0	0	负债总计	252	136	357	268
投资活动现金流	-433	-6	-6	-6	实收资本	133	133	133	133
债权募资	-40	0	0	0	归属于母公司所有者权益	909	1063	1353	1736
股权募资	507	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-59	-50	0	0	负债和所有者权益合计	1161	1200	1710	2004
融资活动现金流	408	-50	0	0					
现金净流量	264	25	348	226					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 24 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

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,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,镇洋发展,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,永利股份

投资评级说明

	类别	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;	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。
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。	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。