

证券研究报告
化学制品
2022年08月11日



赞宇科技2022年中报点评： 原料价格高涨致业绩承压，多板块带动公司成长

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(证券分析师)

S0350521080004

liy103@ghzq.com.cn

董伯骏(证券分析师)

S0350521080009

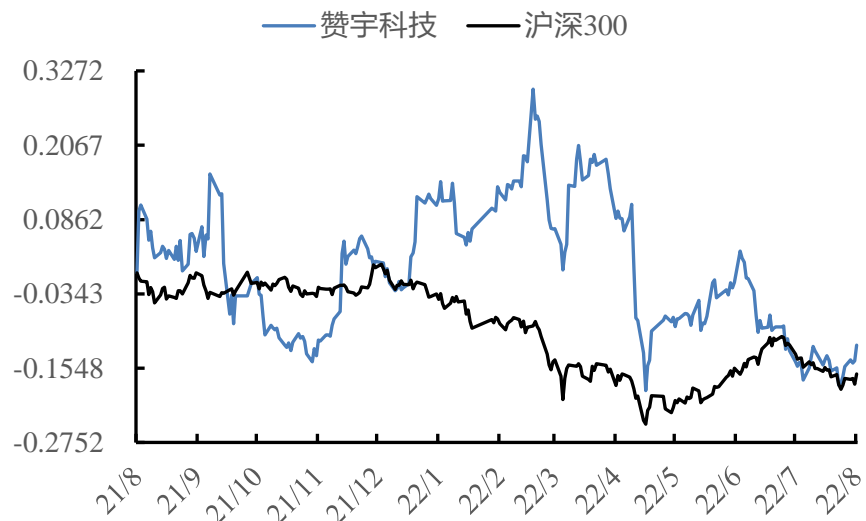
dongbj@ghzq.com.cn

汤永俊(联系人)

S0350121080058

tangyj03@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深300表现

2022/08/11

表现	1M	3M	12M
赞宇科技	3.2%	-3.2%	-11.7%
沪深300	-3.7%	5.5%	-16.4%

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	11201	14327	17318	21522
增长率(%)	44	28	21	24
归母净利润 (百万元)	796	768	1166	1527
增长率(%)	131	-4	52	31
摊薄每股收益 (元)	1.69	1.63	2.48	3.25
ROE(%)	20	16	20	21
P/E	11.04	8.69	5.72	4.37
P/B	2.20	1.42	1.13	0.90
P/S	0.79	0.47	0.39	0.31
EV/EBITDA	7.58	6.29	4.74	3.68

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

相关报告

《——赞宇科技 (002637) 一季报点评: 印尼暂停棕榈油出口, 杭油化二期达产在即 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2022-04-29

《赞宇科技2021年报点评: 油化表活持续扩张, OEM将带来成长新空间 (买入)*化学制品*董伯骏, 李永磊》——2022-04-20

《赞宇科技: 双碳来临, 格局优化, 油化龙头快速扩张 (买入)*化学制品*董伯骏, 李永磊》——2021-12-29

《——赞宇科技 (002637) 事件点评: 油脂化工和表活龙头, OEM有望打开成长天花板 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2021-10-25

原料价格高涨致业绩承压，多板块带动公司成长

事件：2022年8月9日，赞宇科技发布2022年中报：实现营业收入61.02亿元，同比上升21.95%；实现归母净利润3.10亿元，同比下滑29.35%；加权平均净资产收益率为7.65%，同比下滑5.05个百分点。销售毛利率10.78%，同比减少8.59个百分点；销售净利率4.99%，同比减少4.17个百分点。其中，2022年Q2实现营收32.03亿元，同比+29.53%，环比+10.49%；实现归母净利润1.45亿元，同比-43.67%，环比-12.32%；加权平均净资产收益率为3.63%，同比减少3.55个百分点，环比减少0.48个百分点。销售毛利率8.49%，同比减少12.63个百分点，环比减少4.82个百分点；销售净利率4.53%，同比减少6.29个百分点，环比减少0.97个百分点。

点评：

上半年营收大幅增长，高原料价格下业绩承压

2022年上半年，受地缘冲突等因素影响，基础能源价格大幅上涨，全球通货膨胀压力不断加大，棕榈油价格也持续提升。据Wind，2022年上半年，棕榈油市场价达13256元/吨，同比+63.32%，环比+38.47%，高棕榈油价格也给公司成本端带来压力。2022年上半年，公司实现营业收入61.02亿元，同比+21.95%；实现归母净利润3.10亿元，同比下滑29.35%；其中，销售毛利率10.78%，同比减少8.59个百分点。

分业务板块来看，2022年上半年油化产品实现营业收入41.69亿元，同比+37.83%，环比-2.13%，主要由于产品价格较同期上涨；毛利率达12.10%，同减7.18个百分点，环比增加1.16个百分点。表面活性剂产品实现营业收入15.68亿元，同比+9.80%，环比-6.17%；毛利率达7.76%，同减13.03个百分点，环减1.22个百分点。

期间费用方面，公司2022年上半年销售/管理/财务费用率分别为0.55%/2.92%/0.48%，较去年同期变化分别为-2.77%/-0.58%/-0.21%，费用控制良好；同时，2021年公司经营活动产生现金流量净额达2.10亿元，同比上升173.23%，主要系本期销售收入同比增长、回款同比增加，采购支付采用票据结算同比增加所致。

杭油化产能陆续释放，OPO将带来高附加值

公司是国内油脂化工龙头企业之一，截至报告期末，公司油脂化学品产能突破90万吨/年，国内市场占有率约三分之一。其中，杭油化10万吨/年产能已陆续达产，目前油酸和单甘酯已出产品，2万吨/年OPO结构酯目前已进入试产阶段。OPO是一种营养强化剂，能够优化钙的吸收，增强骨骼发育，可添加在奶粉中作为婴幼儿营养补充剂，OPO市场价约5万元/吨，具有高附加值。同时，中原日化生态产业园25万吨/年油脂化学品产能也积极推进中。随着产品结构不断油化，产能不断提升，公司油化业务盈利能力有望持续增强。

表活规模优势显著，灵活采购策略减少

公司在表面活性剂领域具较强话语权，其中公司第一大产品AES及第二大产品LAS市占率均保持同行业第一位，截至报告期末，公司磺化表面活性剂产能突破110万吨/年，规模优势显著，同时公司还将规划在沧州建设20万吨/年表面活性剂生产装置。在当前上游原料价格波动较大的情况，公司采取“多点持续跟踪、综合最优采购”的策略，针对表活直接原材料脂肪醇聚氧乙烯醚，公司建立了稳定的“天然油脂——脂肪醇——脂肪醇聚氧乙烯醚”的委托加工链，当油脂价格合适时，公司直接采购油脂，经两道加工得到脂肪醇聚氧乙烯醚；当脂肪醇价格合适时，公司直接采购脂肪醇，经一道加工得到脂肪醇聚氧乙烯醚；当脂肪醇聚氧乙烯醚价格合适时，公司直接采购脂肪醇聚氧乙烯醚。通过灵活的采购策略，一定程度上减少原料价格大幅波动给成本带来的影响。

OEM业务营收大幅增长，新项目持续推进

除持续新建油化和表面活性剂产能外，公司还积极进行产业链延伸，切入日化消费品OEM领域。目前，公司镇江10万吨/年OEM产能运行稳定，2022年上半年公司加工业务实现营收1.02亿元，同比+237.03%，呈高速增长趋势。同时，公司加速在相关领域的布局，中原日化生态产业园50万吨/年OEM产能建设工作稳步进行；眉山年产50万吨日化产品项目和沧州年产50万吨洗涤用品产能也积极推进中。随着OEM产能持续建设，规模优势将不断增强，未来有望成为公司新的业绩增长点。

综合考虑上游原料价格高涨给公司成本端带来的压力，我们对公司盈利预测进行下调，预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为7.68、11.66、15.27亿元，EPS为1.63、2.48、3.25元/股，对应PE为9、6、4倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行。

图表：盈利预测

预测指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11201	14327	17318	21522
增长率(%)	44	28	21	24
归母净利润（百万元）	796	768	1166	1527
增长率(%)	131	-4	52	31
摊薄每股收益（元）	1.69	1.63	2.48	3.25
ROE(%)	20	16	20	21
P/E	11.04	8.69	5.72	4.37
P/B	2.20	1.42	1.13	0.90
P/S	0.79	0.47	0.39	0.31
EV/EBITDA	7.58	6.29	4.74	3.68

资料来源：wind，国海证券研究所

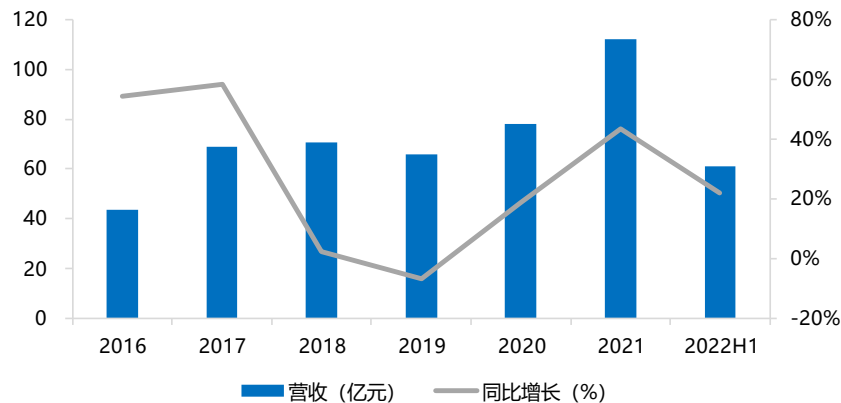
图表：赞宇科技主要产品经营数据

主要产品	2022H1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2021	2020	2019	2022H1同比	2022H1环比
油脂化工品营收 (亿元)	41.69	42.60	30.25	23.38	17.94	72.85	41.32	28.78	37.83%	-2.13%
油脂化工品毛利润 (亿元)	5.04	4.66	5.83	3.25	1.69	10.49	4.94	3.48	-13.47%	8.26%
油脂化工品毛利率	12.10%	10.94%	19.28%	13.90%	9.40%	14.40%	11.96%	12.09%	-7.18%	1.16%
表面活性剂产品营收 (亿元)	15.68	16.71	14.28	16.46	12.78	30.99	29.24	26.92	9.80%	-6.17%
表面活性剂产品毛利润 (亿元)	1.22	1.50	2.97	3.04	2.47	4.47	5.51	3.72	-59.03%	-18.89%
表面活性剂产品毛利率	7.76%	8.98%	20.79%	18.47%	19.34%	14.41%	18.84%	13.81%	-13.03%	-1.22%
总营业收入 (亿元)	61.03	61.97	50.04	45.45	32.59	112.01	78.04	65.80	21.96%	-1.52%
总营业成本 (亿元)	54.45	55.09	40.35	37.96	27.73	95.44	65.69	55.05	34.94%	-1.17%
销售毛利润 (亿元)	6.58	6.89	9.69	7.49	4.86	16.58	12.35	10.75	-32.12%	-4.50%
销售毛利率	10.78%	11.12%	19.37%	16.48%	14.90%	14.80%	15.82%	16.34%	-8.59%	-0.34%
销售净利润 (亿元)	3.05	3.46	4.58	1.77	1.81	8.04	3.58	3.90	-33.55%	-11.96%
销售净利率	4.99%	5.58%	9.16%	3.89%	5.54%	7.18%	4.59%	5.92%	-4.17%	-0.59%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

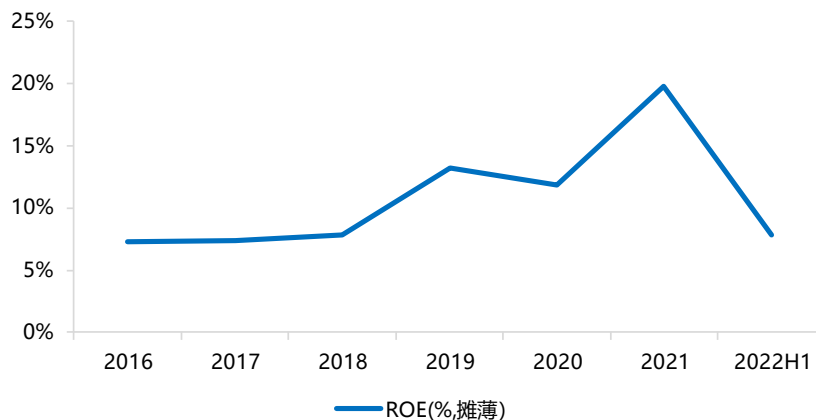
2022H1营收同比增长21.95%

图表：2022H1营收同比增长21.95%



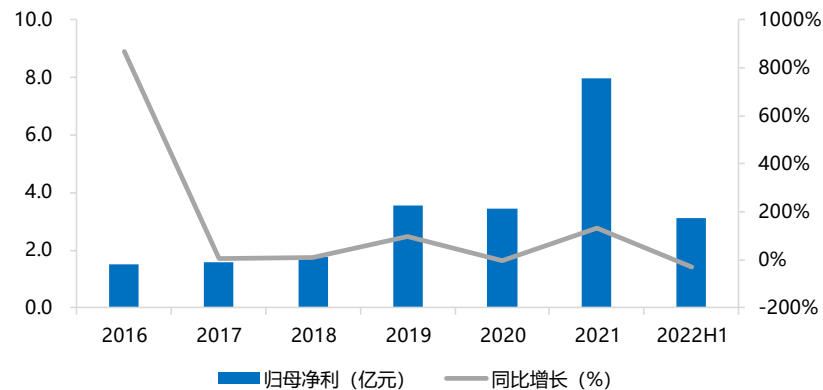
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1净资产收益率下降



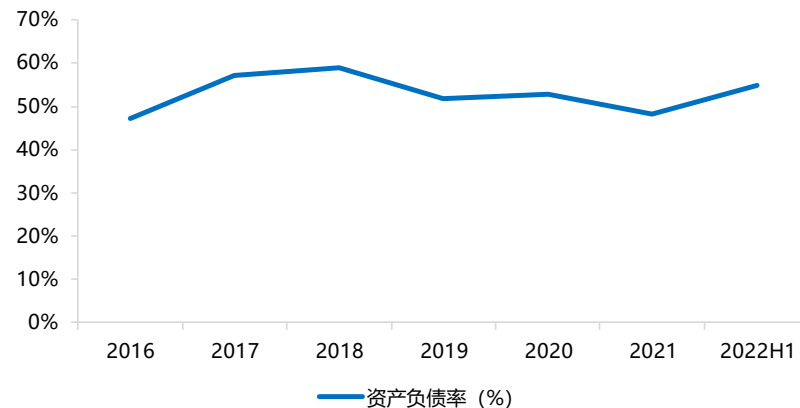
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年归母净利润同比下滑29.35%



资料来源：wind, 国海证券研究所

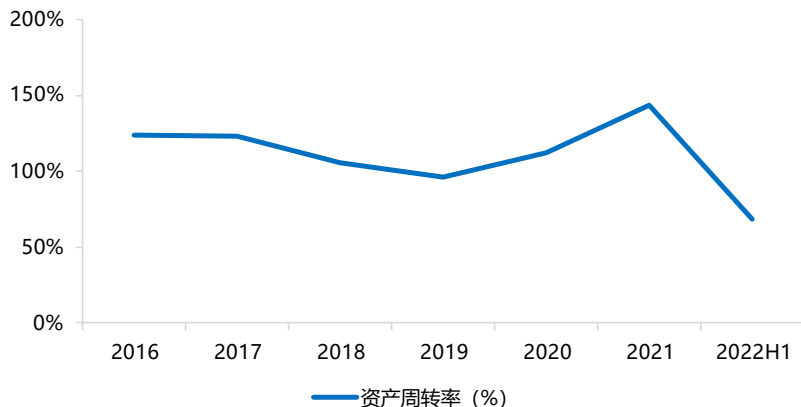
图表：2022H1年资产负债率上升



资料来源：wind, 国海证券研究所

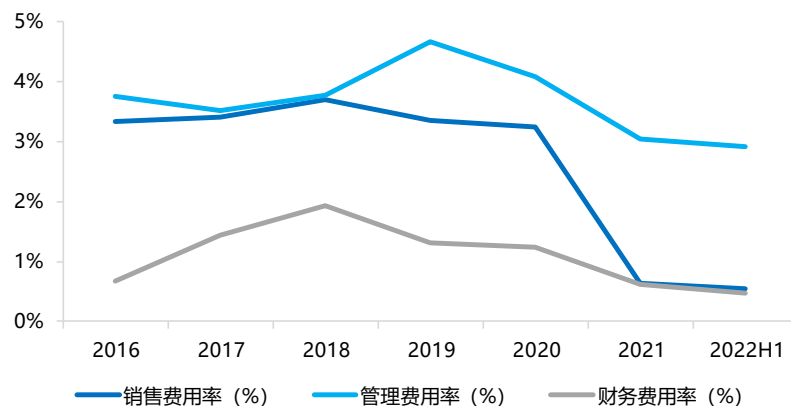
2022H1期间费用率下降

图表：2022H1年资产周转率下降



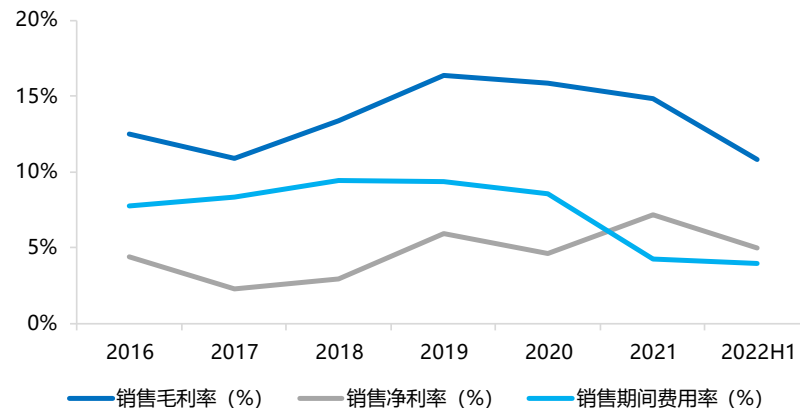
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年期间费用率下降



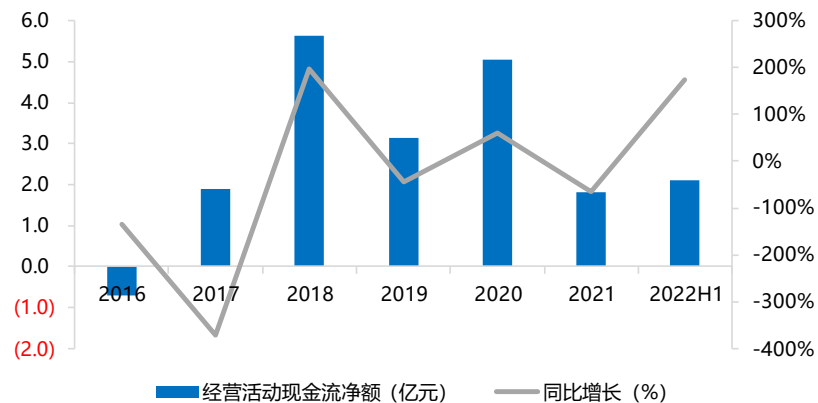
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022H1年净利率下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

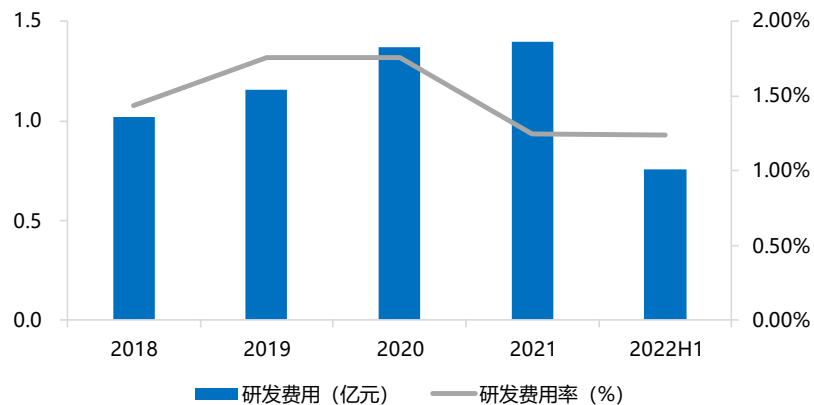
图表：2022H1年经营活动现金流同比增长173.23%



资料来源：wind, 国海证券研究所

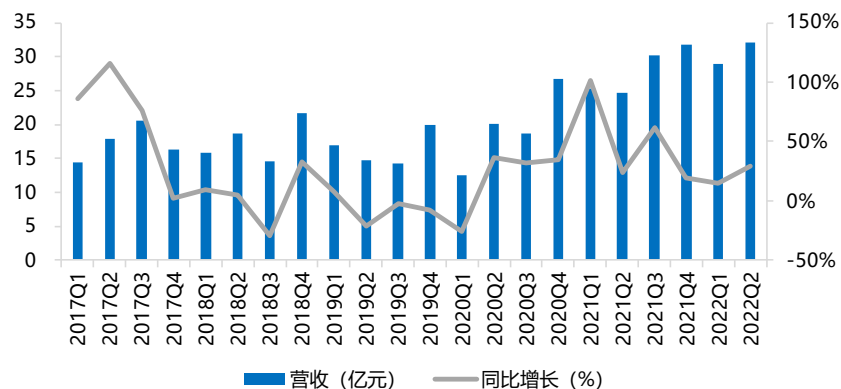
2022Q2营业收入同增29.53%

图表：2022H1年研发费用达0.76亿元



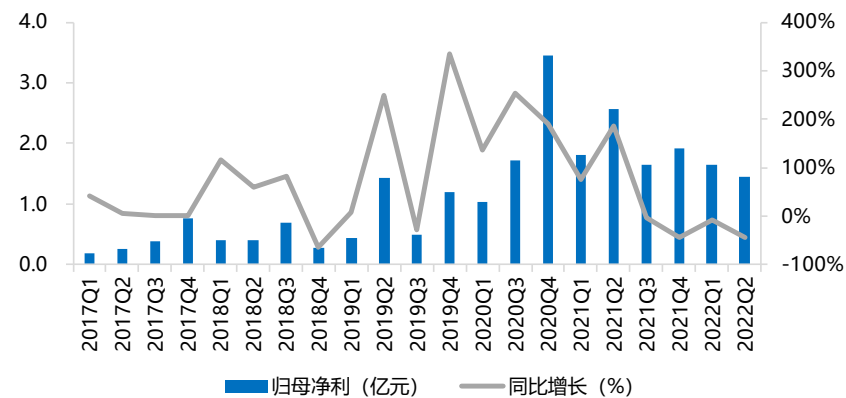
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：2022Q2营收同增29.53%



资料来源：wind, 国海证券研究所

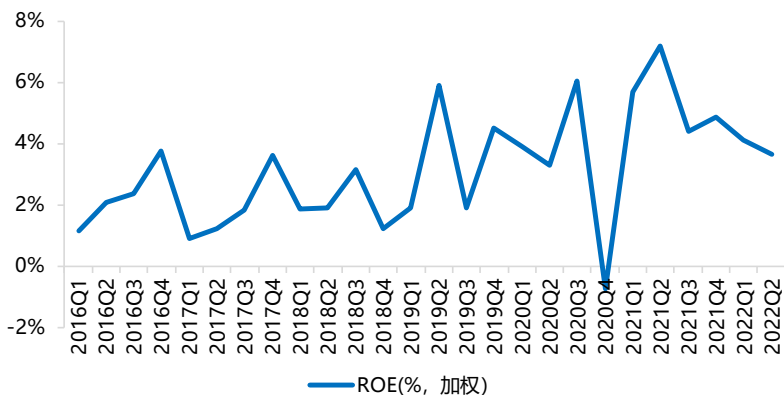
图表：2022Q2归母净利润下降



资料来源：wind, 国海证券研究所

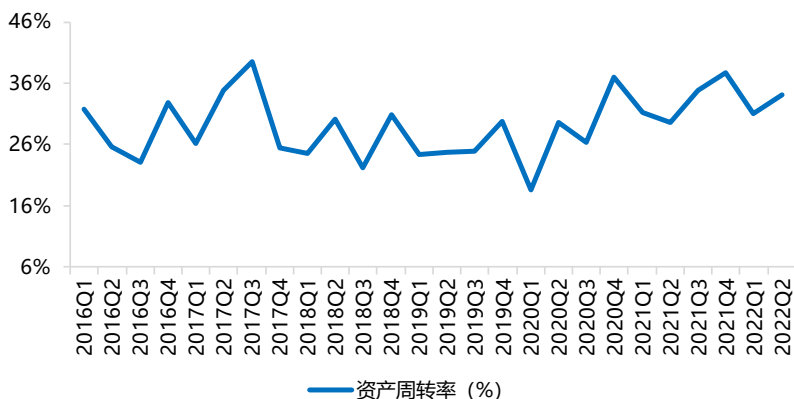
2022Q2资产周转率上升

图表：季度净资产收益率



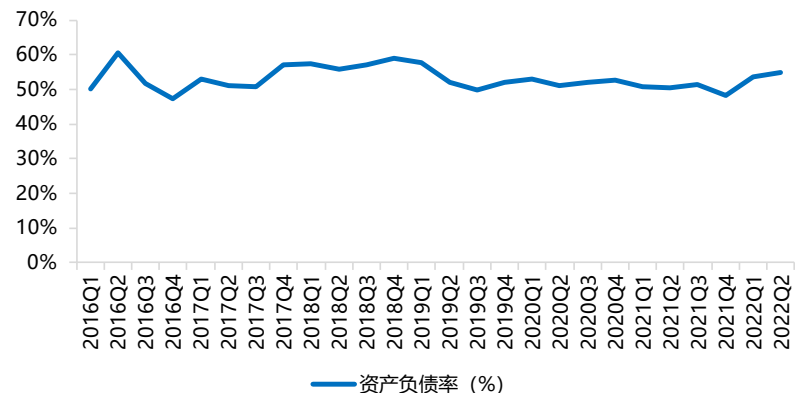
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产周转率



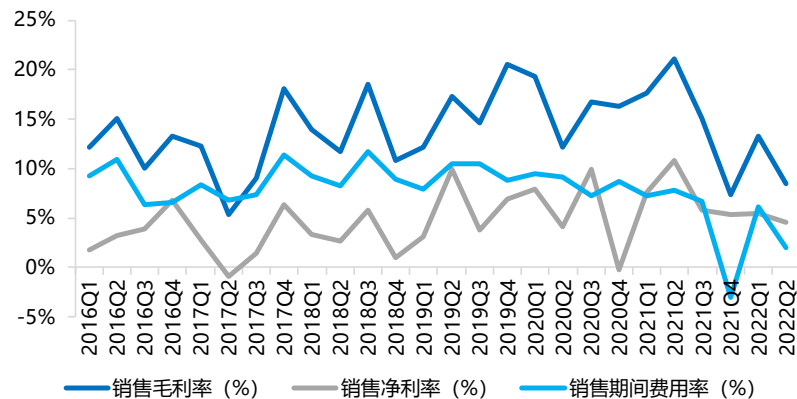
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度资产负债率



资料来源：wind, 国海证券研究所

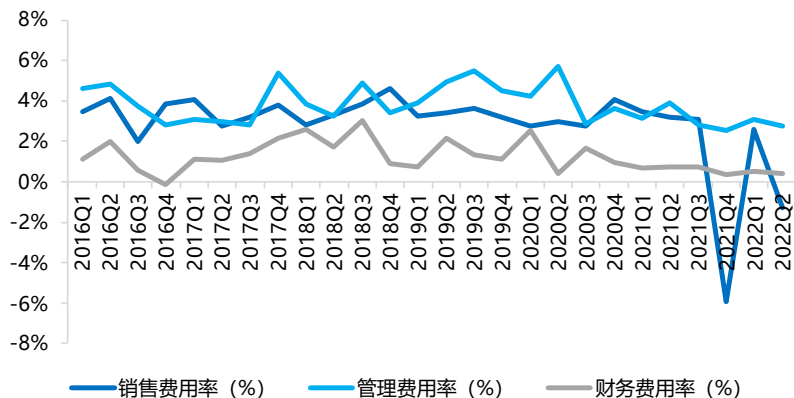
图表：季度毛利率及净利率



资料来源：wind, 国海证券研究所

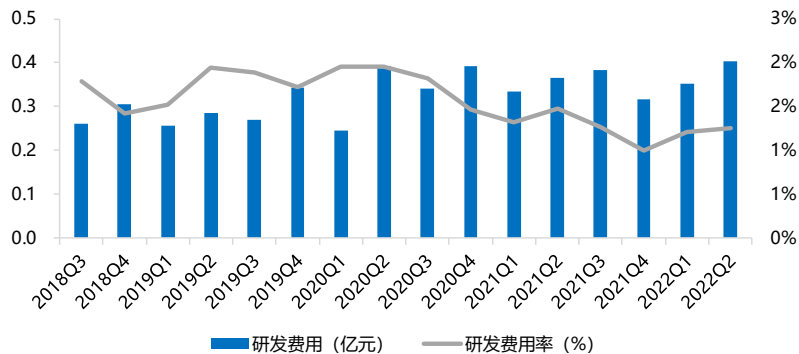
2022Q2期间费用率下滑

图表：季度期间费用率



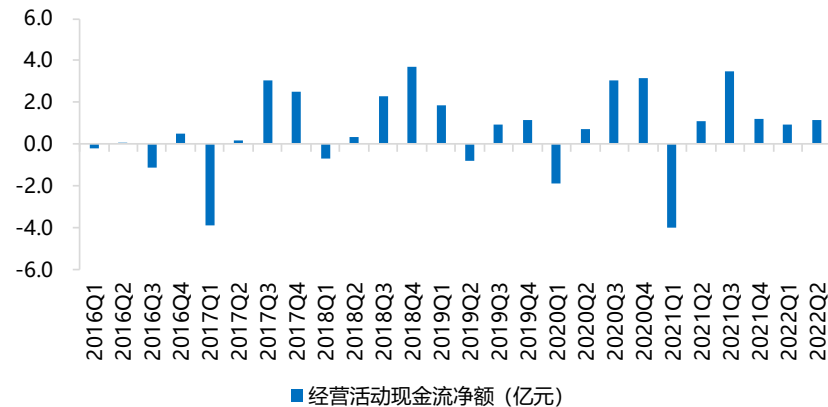
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度研发费用及研发费用率



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：季度经营活动现金流



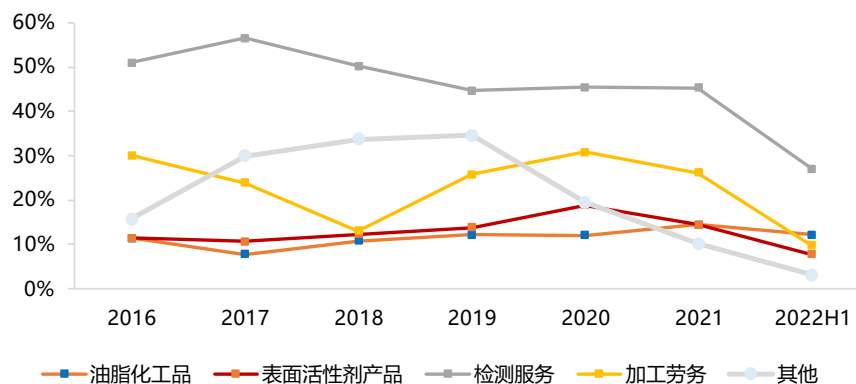
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品收入情况



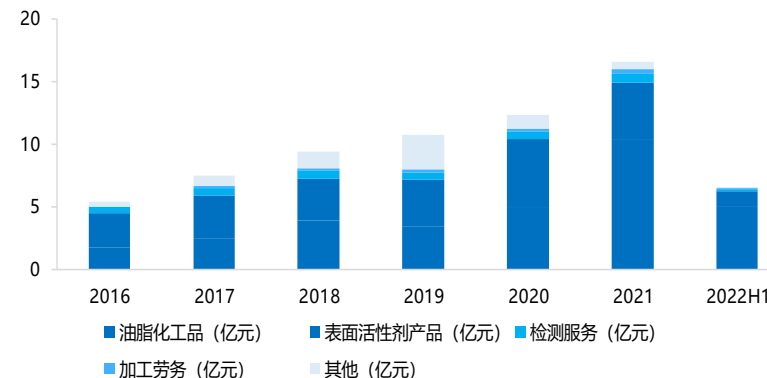
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利率



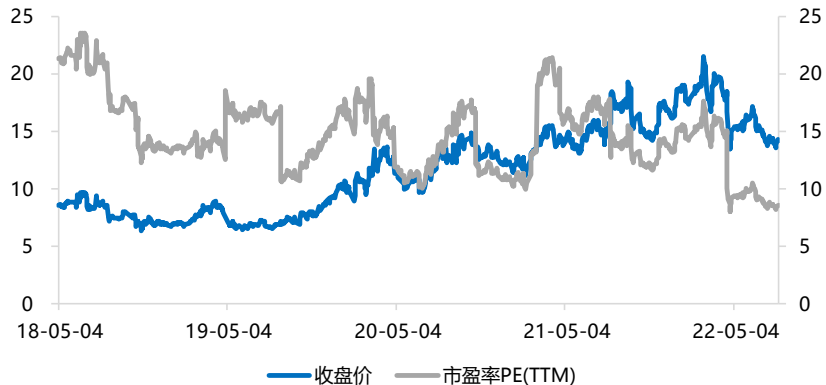
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：公司主要产品毛利情况



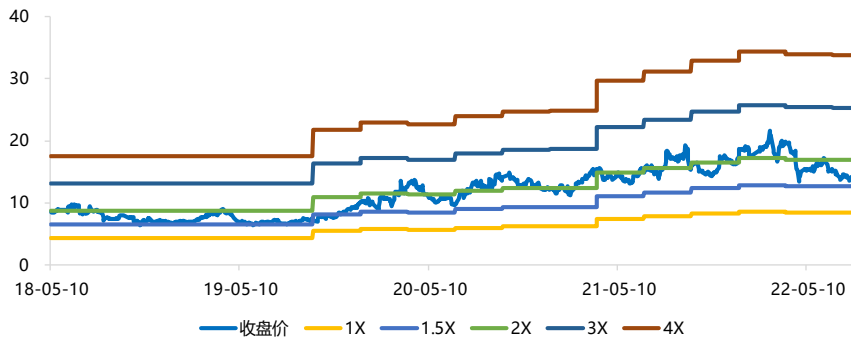
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：收盘价及PE（TTM）



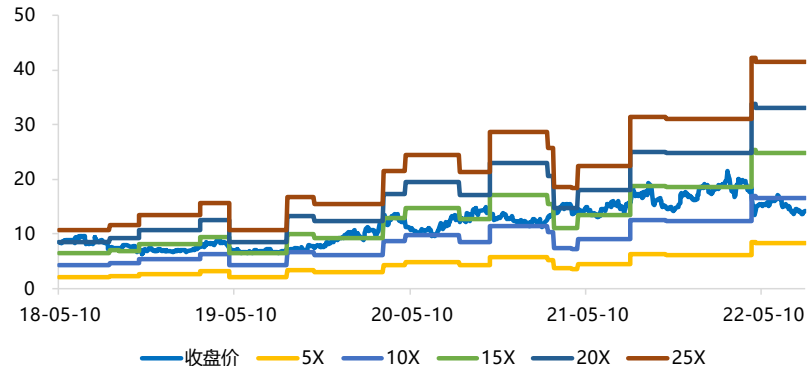
资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PB-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

图表：PE-BAND



资料来源：wind, 国海证券研究所

赞宇科技盈利预测表

证券代码: 002637		股价: 14.67				投资评级: 买入(维持)				日期: 20220811				
资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				每股指标与估值					
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	743	1300	902	753	营业收入	11201	14327	17318	21522	每股指标				
应收款项	763	1046	1347	1462	营业成本	9544	12700	14832	18360	EPS	1.71	1.63	2.48	3.25
存货净额	1302	1556	2095	2226	营业税金及附加	35	46	61	71	BVPS	8.58	10.01	12.49	15.74
其他流动资产	1008	1307	1697	1719	销售费用	71	143	260	323	估值				
流动资产合计	3815	5208	6042	6160	管理费用	200	258	341	409	P/E	11.0	8.7	5.7	4.4
固定资产	1805	2748	3106	3592	财务费用	69	0	0	0	P/B	2.2	1.4	1.1	0.9
在建工程	493	278	74	70	其他费用/(-收入)	140	209	329	409	P/S	0.6	0.5	0.4	0.3
无形资产及其他	2191	2867	3484	4227	营业利润	1051	1007	1546	2008	财务指标				
长期股权投资	116	154	205	250	营业外净收支	-8	0	0	0		2021A	2022E	2023E	2024E
资产总计	8420	11256	12910	14300	利润总额	1043	1007	1546	2008	盈利能力				
短期借款	933	790	646	515	所得税费用	238	232	367	466	ROE	20%	16%	20%	21%
应付款项	983	2823	3360	3128	净利润	805	775	1178	1542	毛利率	15%	11%	14%	15%
预收帐款	2	150	63	102	少数股东损益	9	8	12	15	期间费率	3%	3%	3%	3%
其他流动负债	800	1107	1277	1449	归属于母公司净利润	796	768	1166	1527	销售净利率	7%	5%	7%	7%
流动负债合计	2718	4869	5346	5194	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	成长能力				
长期借款及应付债券	1157	1157	1157	1157	经营活动现金流	180	2438	682	1391	收入增长率	44%	28%	21%	24%
其他长期负债	175	175	175	175	净利润	796	768	1166	1527	利润增长率	131%	-4%	52%	31%
长期负债合计	1332	1332	1332	1332	少数股东权益	9	8	12	15	营运能力				
负债合计	4050	6201	6678	6526	折旧摊销	205	197	148	143	总资产周转率	1.33	1.27	1.34	1.51
股本	470	470	470	470	公允价值变动	-10	0	0	0	应收账款周转率	14.69	13.70	12.85	14.72
股东权益	4370	5054	6233	7775	营运资金变动	-1009	1459	-612	-288	存货周转率	8.60	9.21	8.26	9.67
负债和股东权益总计	8420	11256	12910	14300	投资活动现金流	-900	-1646	-937	-1408	偿债能力				
					资本支出	-746	-1543	-907	-1354	资产负债率	48%	55%	52%	46%
					长期投资	-75	-132	-81	-87	流动比	1.40	1.07	1.13	1.19
					其他	-78	29	52	32	速动比	0.67	0.60	0.58	0.56
					筹资活动现金流	576	-234	-144	-132					
					债务融资	500	-144	-144	-132					
					权益融资	410	0	0	0					
					其它	-333	-91	0	0					
					现金净增加额	-133	557	-398	-149					

化工小组介绍

李永磊，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。董伯骏，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。陈雨，天津大学材料学本硕，化工行业研究助理。2年半化工央企实业工作经验。刘学，美国宾夕法尼亚大学化工硕士，化工行业研究助理。5年化工期货研究经验。汤永俊，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理，1年化工行业研究经验。

分析师承诺

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597