

投资评级 **优于大市** 首次覆盖

2022年业绩预计同比增长58%至68%，募投项目为增长奠定基础

股票数据

02月15日收盘价(元)	37.54
52周股价波动(元)	25.00-40.97
总股本/流通A股(百万股)	185/185
总市值/流通市值(百万元)	6931/6931

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	8.6	10.3	13.2
相对涨幅(%)	7.4	5.9	6.5

资料来源: 海通证券研究所

投资要点:

- 公司主要从事脂肪胺、有机溶剂、合成香料、双氧水及其他精细化工产品的生产经营。**公司坚持以科技为本、创新发展的经营战略,以打造健康、安全、绿色、环保的新型现代化工企业为目标,已形成多元化、规模化、科技含量较高、工艺技术较为先进的低碳脂肪胺系列、有机溶剂系列和合成香料系列等产品。其中脂肪胺系列主要产品异丙胺和有基胺系列,主要用于农药、医药、染料中间体、洗涤剂等行业;有机溶剂系列主要产品异丙醇,主要用于医药中间体、农药、油墨、电子清洗及其他;合成香料系列主要产品檀香、乙酸邻叔丁基环己酯、乙酸对叔丁基环己酯等产品,是下游香精调配的原料。
- 根据公司2022年度业绩预告,预计2022年归母净利润31000.00万元到33000.00万元,同比增长57.51%到67.67%。**预计2022年实现扣非净利润为29000.00万元到31000.00万元,同比预计增加10938.19万元到12938.19万元,同比增长60.56%到71.63%。2022年1-9月公司主要产品价格同比有较大变化,其中:脂肪胺产品价格上升16.15%,有机溶剂产品价格上升4.51%,合成香料产品价格上升22.36%;销量分别为7.8万吨、3.9万吨和1.1万吨,分别同比-1%、-31%和-2%;销售收入分别为10.8亿元、3.2亿元和4.0亿元,分别同比15%、-28%和20%。
- 公司发行可转债用于宁夏香料产品基地项目。**公开发行可转换公司债券募集资金总额为65000.00万元,扣除发行费用后,募集资金净额63925.33万元拟用于宁夏新化化工有限公司合成香料产品基地项目(一期)项目,募集资金投资项目的实施主体为公司全资子公司宁夏新化化工有限公司。具体情况如下:宁夏新化化工有限公司合成香料产品基地项目(一期),总投资额为74317.22万元。
- 拟扩建新型无卤阻燃剂项目。**公司拟在年产2000吨新型无卤有机阻燃剂装置基础上扩建年产6000吨新型无卤有机阻燃剂项目,此项目的建设更好地满足多元化市场需求,增强公司竞争力,具有很好的社会效益和经济效益预期。项目建成后将新增产能6000吨,达到8000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3.10亿元、3.55亿元、4.00亿元, EPS为1.68元、1.92元和2.17元。公司有较多新产能释放给予一定估值溢价,我们给予2023年PE22-25倍(对应PB为3.47-3.94倍),对应合理价值区间42.24-48.00元。首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:**项目建设进度不及预期、产品价格大幅波动、宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	2321	2555	3061	3411	3739
(+/-)YoY(%)	35.1%	10.1%	19.8%	11.4%	9.6%
净利润(百万元)	206	197	310	355	400
(+/-)YoY(%)	66.4%	-4.2%	57.4%	14.5%	12.7%
全面摊薄EPS(元)	1.11	1.07	1.68	1.92	2.17
毛利率(%)	21.3%	18.4%	18.3%	18.6%	18.7%
净资产收益率(%)	13.8%	11.9%	16.3%	15.8%	15.1%

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

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

盈利假设:**产量假设:**

- 1) 脂肪胺: 假设 2022-24 年产能利用率为 85%、98%和 99%;
- 2) 有机溶剂: 假设 2022-24 年产能利用率为 85%、98%和 99%;
- 3) 香精香料: 假设 2022-24 年产能利用率分别为 100%、100%和 70%。

销量假设:

- 2) 脂肪胺: 假设 2022-24 年产销率为 99%;
- 2) 有机溶剂: 假设 2022-24 年产销率为 99%;
- 3) 香精香料: 假设 2022-24 年产销率为 100%。

价格假设:

- 1) 脂肪胺: 根据 2022 年前三季度价格数据, 假设 2022-24 年价格为 1.45 万元/吨;
- 2) 有机溶剂: 根据 2022 年前三季度价格数据, 假设 2022-24 年价格为 0.85 万元/吨;
- 3) 香精香料: 根据 2022 年前三季度价格数据, 假设 2022-24 年价格为 3.60 万元/吨。

毛利率假设:

- 1) 脂肪胺: 根据 2021 年毛利率, 假设 2022-24 年毛利率为 17.5%、18.0 和 18.0%;
- 2) 有机溶剂: 根据 2021 年毛利率, 假设 2022-24 年毛利率为 15.0%、15.5%和 15.5%;
- 3) 香精香料: 根据 2021 年毛利率, 假设 2022-24 年毛利率为 19%、19.5%和 19.5%;
- 4) 其他主营业务: 根据 2021 年毛利率, 假设 2022-24 年毛利率为 33.0%、33.5%和 33.5%;
- 5) 其他业务: 根据 2021 年毛利率, 假设 2022-24 年毛利率为 34.0%、34.5%和 34.5%。

表 1 新化股份分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入 (百万元)	2554.82	3060.64	3411.03	3738.94
总成本 (百万元)	2085.97	2502.05	2776.52	3041.08
毛利率 (%)	18.35%	18.25%	18.60%	18.66%
脂肪胺				
销售收入 (百万元)	1339.98	1647.24	1899.17	1918.55
销售成本 (百万元)	1106.67	1358.97	1557.32	1573.21
毛利率 (%)	17.41%	17.50%	18.00%	18.00%
有机溶剂				
销售收入 (百万元)	553.65	643.75	742.20	749.78
销售成本 (百万元)	470.02	547.19	627.16	633.56
毛利率 (%)	15.11%	15.00%	15.50%	15.50%
香料香精				
销售收入 (百万元)	467.54	576.00	576.00	876.96
销售成本 (百万元)	378.82	466.56	463.68	705.95
毛利率 (%)	18.97%	19.00%	19.50%	19.50%
其他主营业务				
销售收入 (百万元)	151.56	151.56	151.56	151.56
销售成本 (百万元)	102.30	101.54	100.78	100.78
毛利率 (%)	32.50%	33.00%	33.50%	33.50%
其他业务				
销售收入 (百万元)	42.10	42.10	42.10	42.10
销售成本 (百万元)	28.16	27.79	27.58	27.58
毛利率 (%)	33.12%	34.00%	34.50%	34.50%

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

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)			PB
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	
603722.SH	阿科力	44.78	1.14	1.59	1.94	47	28	23	5.34
300121.SZ	阳谷华泰	11.96	0.76	1.44	1.67	15	8	7	1.82
	平均值					31	18	15	3.58

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 2 月 15 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	2555	3061	3411	3739
每股收益	1.07	1.68	1.92	2.17	营业成本	2086	2502	2777	3041
每股净资产	11.71	10.26	12.19	14.35	毛利率%	18.4%	18.3%	18.6%	18.7%
每股经营现金流	0.39	2.72	2.00	3.32	营业税金及附加	13	15	14	15
每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	18	12	14	15
P/E	35.21	22.37	19.53	17.33	营业费用率%	0.7%	0.4%	0.4%	0.4%
P/B	3.21	3.66	3.08	2.62	管理费用	123	105	110	114
P/S	2.08	2.26	2.03	1.85	管理费用率%	4.8%	3.4%	3.2%	3.1%
EV/EBITDA	15.05	14.68	11.88	9.87	EBIT	246	353	432	488
股息率%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	9	-39	-17	-18
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.3%	-1.3%	-0.5%	-0.5%
毛利率	18.4%	18.3%	18.6%	18.7%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	7.7%	10.1%	10.4%	10.7%	投资收益	8	0	0	0
净资产收益率	11.9%	16.3%	15.8%	15.1%	营业利润	249	392	449	506
资产回报率	7.0%	9.3%	9.7%	9.3%	营业外收支	-7	0	0	0
投资回报率	11.0%	13.7%	14.3%	13.8%	利润总额	242	392	449	506
盈利增长 (%)					EBITDA	331	440	530	584
营业收入增长率	10.1%	19.8%	11.4%	9.6%	所得税	32	59	67	76
EBIT 增长率	-1.6%	43.6%	22.6%	12.8%	有效所得税率%	13.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	-4.2%	57.4%	14.5%	12.7%	少数股东损益	13	23	27	30
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	197	310	355	400
资产负债率	37.6%	39.1%	34.4%	34.4%					
流动比率	1.79	1.77	2.06	2.23	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.34	1.38	1.62	1.83	货币资金	412	644	812	1346
现金比率	0.47	0.58	0.75	1.03	应收账款及应收票据	230	301	290	358
经营效率指标					存货	317	350	391	420
应收账款周转天数	31.48	31.00	31.00	31.00	其它流动资产	619	684	734	782
存货周转天数	48.81	48.00	48.00	48.00	流动资产合计	1578	1978	2228	2906
总资产周转率	0.95	1.00	0.98	0.94	长期股权投资	3	3	3	3
固定资产周转率	3.89	4.09	3.95	4.11	固定资产	686	810	918	903
					在建工程	346	317	294	275
					无形资产	152	160	168	176
					非流动资产合计	1235	1338	1430	1404
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	2813	3316	3658	4310
净利润	197	310	355	400	短期借款	151	151	151	151
少数股东损益	13	23	27	30	应付票据及应付账款	577	785	726	929
非现金支出	86	88	97	96	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	2	10	10	10	其它流动负债	152	183	203	222
营运资金变动	-243	71	-120	78	流动负债合计	880	1119	1080	1302
经营活动现金流	55	502	369	613	长期借款	26	26	26	26
资产	-170	-190	-190	-70	其它长期负债	153	153	153	153
投资	-3	0	0	0	非流动负债合计	179	179	179	179
其他	257	0	0	0	负债总计	1058	1298	1259	1481
投资活动现金流	85	-190	-190	-70	实收资本	141	185	185	185
债权募资	23	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1655	1895	2250	2650
股权募资	13	1	0	0	少数股东权益	99	123	149	180
其他	-84	-81	-10	-10	负债和所有者权益合计	2813	3316	3658	4310
融资活动现金流	-48	-80	-10	-10					
现金净流量	88	232	169	534					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 15 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; 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。	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经营范围包括证券投资咨询业务。