

量利齐升推动业绩高增， 回购股份彰显发展信心

事件

公司发布2021年业绩预告。2021年公司预计实现归母净利7.5-8.3亿元，同比增长117.57%-140.78%；扣非归母净利预计为7.56-8.36亿元，同比增长204.64%-236.88%。业绩中枢为7.9亿元，以业绩中枢测算，对应Q4单季利润1.86亿元，环比增长12.56%，同比扭亏为盈（去年Q4单季利润为-0.21亿元）。

简评

油脂化工高景气，杜库达业绩持续释放

棕榈油价格方面，自2020年5月以来棕榈油价格大幅上涨，从4400元/吨上涨至目前10000元/吨左右，目前仍在高位震荡，脂肪醇价格在2021年也拥有较高涨幅，公司现有油脂化学品产能约90万吨，其中印尼杜库达主产硬脂酸等大宗品，税收、能源等成本优势显著；国内子公司以油酸、单甘酯等高附加值产品为主，现已成为国内油酸行业龙头，竞争力强。2021年油化板块利润率回升，从毛利率来看，上半年公司油化产品销售毛利率为19.28%，同比上升9.88pct。展望2022年，因马来西亚种植园劳工短缺情况继续影响油棕的收获和运输以及产地拉尼娜天气导致产量降低明显，供应偏紧，利好棕榈油市场行情，杜库达基地有望持续受益。

表活竞争格局向好，产能持续释放

近年来随着国内环保安全稽查趋严，中小产能陆续退出，表面活性剂行业格局改善，同时行业集中度大幅提高，当前CR3>70%。经历长达三年的行业洗牌，公司成长为行业龙头，在表面活性剂国内市占率超过30%，随着行业进入壁垒不断提高，公司先发优势愈发显著，未来有望强者恒强。随着公司未来产能扩张，市占率不断提升，议价能力有望进一步增强。从毛利率来看，近两年公司毛利率在20%左右，21H1实现毛利率20.79%，比去年同期增长1.45%，盈利能力稳定。产能方面，目前公司产能已扩张至100万吨，2021年陆续释放贡献业绩。

在公司油脂化工品量利齐升与表活产品产能持续释放背景下，2021年公司实现归母净利7.5-8.3亿元，同比增长118%-141%。实现扣非归母净利7.56-8.36亿元，同比增长205%-237%。

赞宇科技 (002637)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号: S1440518030004

发布日期: 2022年01月26日

当前股价: 17.78元

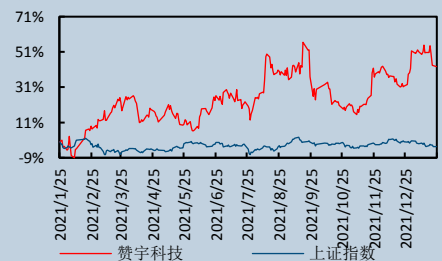
目标价格6个月: 25.8元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
股票价格绝对/相对市场表现 (%)	8.41/11.01	18.22/19.85	37.45/39.74
12月最高/最低价 (元)	20.44/11.2		
总股本 (万股)	47,040.1		
流通A股 (万股)	39,555.35		
总市值 (亿元)	83.64		
流通市值 (亿元)	70.33		
近3月日均成交量 (万股)	632.88		
主要股东	河南正商企业发展集团有限责任公司		
	18.55%		

股价表现



相关研究报告

- 21.11.05 【中信建投化学制品】赞宇科技 (002637): 前三季度业绩同比增长56.38%，日化油化双驱推动公司发展
- 21.08.10 【中信建投化学制品】赞宇科技 (002637): 日化油化双驱推动发展，公司归母净利润同比增长127%
- 21.04.12 【中信建投化学制品】赞宇科技 (002637): 20年业绩调整后同比增长48%，21年Q1持续高景气

“三年再造一个赞宇”战略规划稳步实施，日化油化双驱动推动公司发展

公司目前是国内表面活性剂、油脂化工双龙头，市占率均超过 1/3，在浙江杭州、浙江嘉兴、四川眉山、广东韶关、印尼雅加达等地建有生产基地。目前，公司拥有油化产品产能 90 万吨和表面活性剂产能 100 万吨，预计至 2023 年，二者的产能将分别增加到 147 万吨和 139 万吨。公司油化板块中长期战略是向纵深方向发展，深化产品开发，丰富产品种类，做出更多高附加值的产品。目前在建项目有杭州油化 10 万吨结构酯类项目，已经开始陆续释放产能，该项目包括 OPO、单甘酯等高端结构酯类产品，毛利率更高，期待产能释放对业绩的贡献。在表面活性剂方面，公司在河南、河北、四川布局 150 万吨洗护用品代加工。在河南鹤壁实施的“赞宇科技中原日化生态产业园项目”中，20 万吨表面活性剂已全部投产，而 50 万吨 OEM 项目按计划将于 2021 年底至 2022 年初陆续投产；2021 年 4 月于四川眉山投资 6 亿元建设“年产 50 万吨日化产品项目”，规划占地面积 230 亩，建设周期为 36 个月；2021 年 7 月于河北沧州投资 12.5 亿元建设日化生态产业园，包括年产 20 万吨表面活性剂项目、年产 50 万吨洗涤用品项目。河北和四川的两个项目预计 2022-2023 年陆续建成投产。公司在日化领域陆续以自建工厂及 OEM 独家加工模式，结合生产基地、销售渠道和物流运输等因素，进行了全国生产基地合理布局，客户交付能力及运输成本管理方面具有明显优势。三个建设项目投产后，公司将打通原料和下游洗护用品产业链，进一步提高表面活性剂客户的粘性、巩固市场份额，同时，因洗涤产品单价较高，而表活的成本在最终产品中占比很低，所以产品具备价格弹性，从而大大提升公司的竞争力和盈利能力。

发布回购方案，拟用于员工激励，彰显长期发展信心

2021 年 11 月 23 日，公司发布《关于回购股份方案的公告》，公司拟用自有资金进行回购，回购的资金总额上限为 3.42 亿元（含本数），预计回购股份数量约 1500 万股，约占公司总股本的比例为 3.19%；回购的资金总额下限人民币 1.71 亿元（含本数）测算，预计回购股份数量约为 750 万股，约占公司总股本的比例为 1.59%。回购股份将用于后期实施股权激励或员工持股计划。本次回购股份将用于股权激励或员工持股计划，有利于进一步完善公司的长效激励机制，充分调动公司管理团队、核心骨干及优秀员工的积极性和创造性；另一方面反映了管理层对公司内在价值的肯定和对未来可持续发展的坚定信心。

盈利预测与估值：预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别为 8.10 亿元（前值 8.10 亿元）、10.16 亿元（前值 9.59 亿元）和 12.61 亿元（前值 11.22 亿元），EPS 分别为 1.72 元、2.16 元和 2.68 元，对应当前股价 PE 分别为 10.3X、8.2X 和 6.6X，维持“买入”评级。

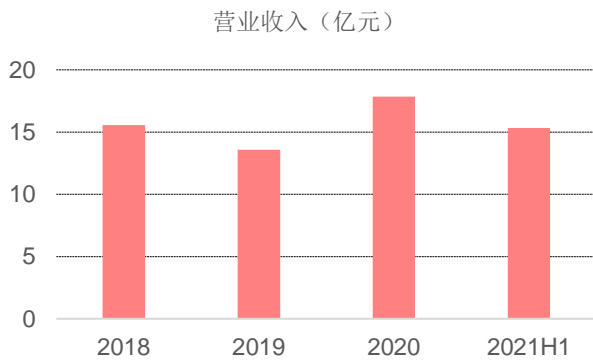
风险提示：产能投放不及预期；棕榈油价格大幅下跌

图表1： 预测和比率

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	6,579.79	7,803.77	9,671.25	11,339.89	13,480.81
主营收入增长率	-6.86%	18.60%	23.93%	17.25%	18.88%
净利润（百万元）	354.20	344.72	810.30	1,015.62	1,260.51
净利润增长率	98.90%	-2.68%	135.06%	25.34%	24.11%
ROE	13.17%	11.81%	23.28%	23.99%	24.67%
EPS（元）	0.840	0.820	1.723	2.159	2.680
P/E	21.2	21.7	10.3	8.2	6.6
P/B	2.79	2.57	2.16	1.98	1.64

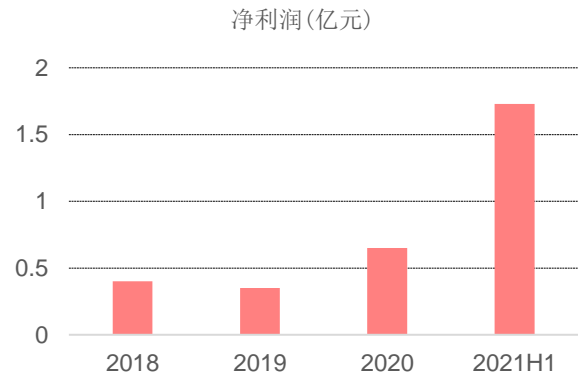
资料来源：Wind，中信建投

图表2： 公司子公司印尼杜库达营收情况



资料来源: Wind, 中信建投

图表3： 公司子公司印尼杜库达净利润情况



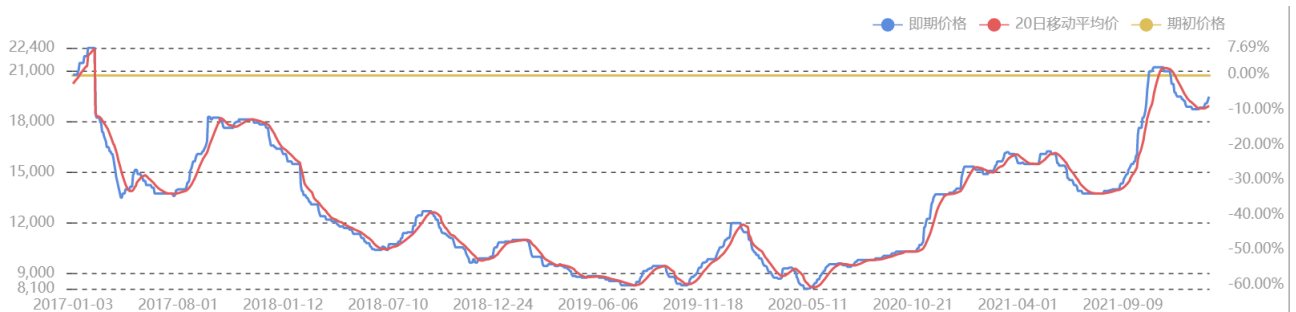
资料来源: Wind, 中信建投

图表4： 棕榈油价格 (元/吨)



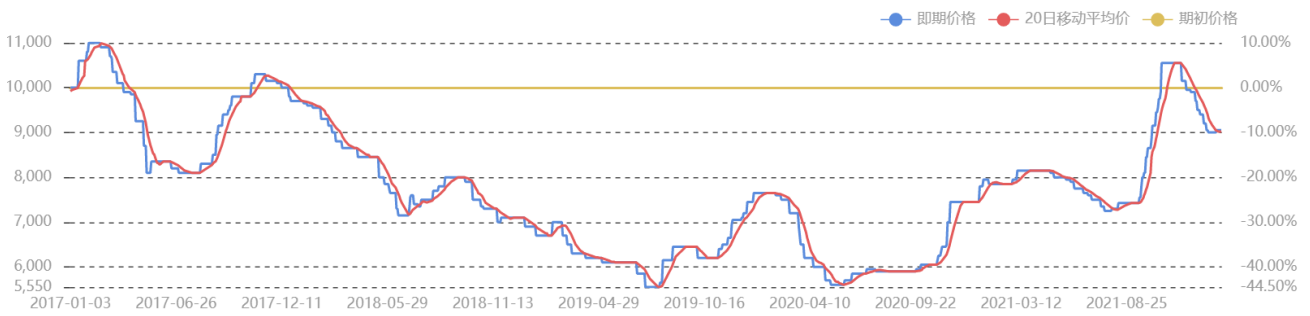
资料来源: Wind, 中信建投

图表5： 脂肪醇价格 (元/吨)



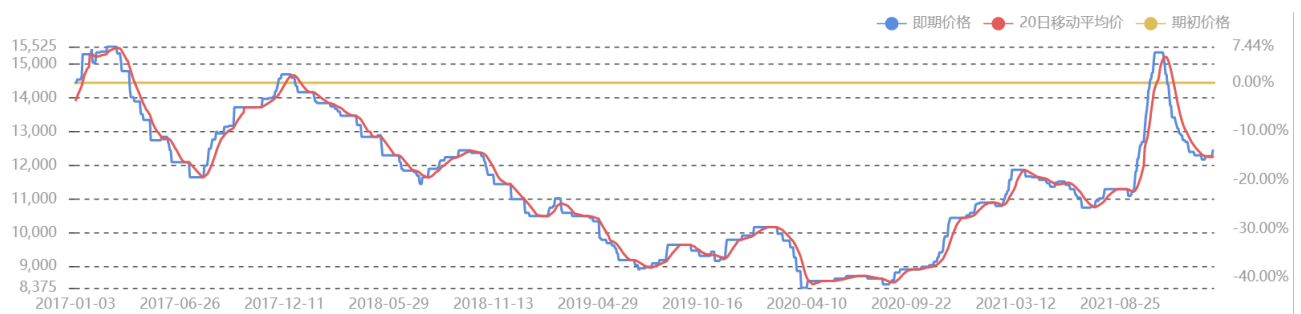
资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表6: 阴离子表面活性剂价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

图表7: 非离子表面活性剂价格 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 中信建投

分析师介绍

邓胜：化工及能源开采行业联席首席，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk