

投资评级 优于大市 维持

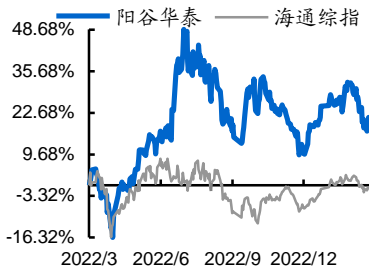
拟发行不超过 6.5 亿可转债用于 6.5 万吨高性能助剂项目建设

股票数据

03月28日收盘价(元)	11.25
52周股价波动(元)	7.89-14.35
总股本/流通A股(百万股)	405/390
总市值/流通市值(百万元)	4550/4386

相关研究

《21年实现归母净利润2.84亿元,同比增长125.73%,看好产能投放带来的长期增长》
 2022.03.21

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-9.9	-4.6	6.4
相对涨幅(%)	-9.1	-0.5	3.2

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

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@haitong.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- 公司拟向不特定对象发行不超过 6.5 亿元可转债,用于年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目。**1)本次可转债募集资金总额不超过 6.5 亿元,转股期限为发行结束日起六个月后的第一个交易日至可转债到期日。2)本次募资资金部分用于年产 65 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目,该项目总投资额 5.4 亿元,使用募集资金 4.6 亿元,预计年均实现销售收入 8.13 亿元,年均实现净利润 1.07 亿元;本次募集资金的剩余 1.9 亿元用于补充流动资金。
- 新建年产 4 万吨三氯氢硅联产 0.65 万吨四氯化硅项目、1 万吨/年橡胶防焦剂 CTP 项目,在建 3.5 万吨树脂生产装置、1 万吨粘合剂 HMMM 生产装置并配套 2 万吨/年甲醛装置,产能稳步推进。**1)公司 2022 年 8 月 29 日公告拟投资 4.36 亿元,建设年产 4 万吨三氯氢硅联产 0.65 万吨四氯化硅项目;该项目预计建设期 18 个月。2)公司 2022 年 8 月 20 日公告拟投资 1.37 亿元,建设 1 万吨/年橡胶防焦剂 CTP 生产项目;该项目预计建设期 21 个月,预计每年实现销售收入 3 亿元,预计年均实现净利润 0.52 亿元。3)公司 2021 年投资 1.88 亿元,建设 3.5 万吨树脂生产装置、1 万吨粘合剂 HMMM 生产装置并配套 2 万吨/年甲醛装置;该项目预计 23 年年中投产,预计每年实现销售收入 5.6 亿元,预计年均实现净利润 0.91 亿元。
- 公司核心产品处于国际领先地位,持续研发高新绿色技术。**1)2020 年,公司防焦剂占国内总产量的 65.6%,保持领先优势。2)公司是国内首家、全球第三家掌握连续法不溶性硫磺产业化技术的公司,产品竞争力突显。3)公司的“氧气氧化法”促进剂 NS 生产车间清洁环保水平国际领先,大幅减少“三废”排放。4)公司广泛布局新能源汽车轮胎助剂,硅烷偶联剂、白炭黑分散剂、高档防护蜡、过氧化物交联剂等品种,部分已得到良好市场推广。5)公司的“多效蒸发+复合生化法”工艺高效解决了橡胶助剂废水高盐、高 COD 的治理难题。6)公司拥有国家级橡胶助剂工程技术研究中心,探索橡胶助剂前沿领域。
- 盈利预测与参考评级。**我们预计 2022-2024 年公司 EPS 分别 1.36、1.58、1.85 元。参考同行业可比公司估值,我们认为合理的估值区间为 2023 年 12-14 倍 PE,对应合理价值区间为 18.96-22.12 元,维持优于大市评级。
- 风险提示。**在建产能投放进度不达预期,防焦剂、促进剂等产品价格大幅波动、原材料价格波动、宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1943	2705	3468	4084	4935
(+/-)YoY(%)	-3.5%	39.2%	28.2%	17.8%	20.8%
净利润(百万元)	126	284	552	638	750
(+/-)YoY(%)	-31.8%	125.7%	94.5%	15.5%	17.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.31	0.70	1.36	1.58	1.85
毛利率(%)	19.5%	22.8%	28.0%	27.6%	27.0%
净资产收益率(%)	7.6%	14.7%	22.5%	21.0%	20.1%

资料来源:公司年报(2020A-2021A),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：

- 1) 价格假设：2022 年 CTP 防焦剂价格大幅上涨，根据生意社 CTP 防焦剂 22 年含税均价为 6.30 万元/吨，我们预计 CTP 防焦剂 2022-2024 年价格均为 5.58 万元/吨；根据 WIND，主产品硅烷偶联剂 2023 年 2 月除税前市场均价为 2.08 万元/吨，我们预计 2023-2024 年每月均价环比下降 1.6%，因此估算得 2024 年高性能橡胶助剂均价为 1.41 万元/吨。
- 2) 销量假设：根据公司公告《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，2022 年公司 4 万吨连续法不溶性硫磺项目已投产，因此我们预计不溶性硫磺 2022-2024 年销量为 55000、75000、78000 吨；根据公司公告《向不特定对象发行可转换公司债券募集说明书》，6.5 万吨高性能助剂项目产能释放计划为投产期第一年产能利用率达 50%，因此我们预计高性能橡胶助剂 2024 年销量为 32500 吨；根据公司环评《山东阳谷华泰化工股份有限公司年产 90000 吨橡胶助剂项目（二期项目）环境影响报告书》，我们预计该项目 23 年年中投产，预计 2023-2024 年产能利用率分别为 35%、70%，因此我们预计橡胶助剂 2023-2024 年销量为 22750、45500 吨。

表 1 阳谷华泰分业务盈利预测

项目	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(百万元)	2705.30	3467.66	4083.54	4934.80
总成本(百万元)	2087.50	2497.01	2957.17	3600.18
总毛利(百万元)	617.81	970.66	1126.37	1334.62
总毛利率	22.84%	27.99%	27.58%	27.05%
加工助剂				
收入(百万元)	1066.89	1487.16	1615.04	1715.04
成本(百万元)	728.14	887.07	977.12	1052.12
毛利(百万元)	338.74	600.10	637.92	662.92
毛利率	31.75%	40.35%	39.50%	38.65%
胶母粒				
收入(百万元)	234.76	259.00	323.00	370.50
成本(百万元)	167.77	181.30	226.10	259.35
毛利(百万元)	66.99	77.70	96.90	111.15
毛利率	28.54%	30.00%	30.00%	30.00%
硫化助剂				
收入(百万元)	1133.73	1441.50	1669.50	1719.00
成本(百万元)	988.33	1219.14	1395.00	1435.19
毛利(百万元)	145.40	222.36	274.51	283.81
毛利率	12.83%	15.43%	16.44%	16.51%
防护蜡体系				
收入(百万元)	235.94	250.00	250.00	250.00
成本(百万元)	180.61	190.00	190.00	190.00
毛利(百万元)	55.33	60.00	60.00	60.00
毛利率	23.45%	24.00%	24.00%	24.00%
高性能橡胶助剂				
收入(百万元)	0.00	0.00	0.00	458.25
成本(百万元)	0.00	0.00	0.00	345.11
毛利(百万元)	0.00	0.00	0.00	113.14
毛利率	-	-	-	24.69%
橡胶助剂				
收入(百万元)	0.00	0.00	196.00	392.01
成本(百万元)	0.00	0.00	149.45	298.91
毛利(百万元)	0.00	0.00	46.55	93.10
毛利率	-	-	23.75%	23.75%
其他				
收入(百万元)	33.97	30.00	30.00	30.00
成本(百万元)	22.64	19.50	19.50	19.50

毛利 (百万元)	11.33	10.50	10.50	10.50
毛利率	33.36%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源: 公司 2021 年年度报告, 海通证券研究所

表 2 同行业市盈率相对估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
赛轮轮胎	601058.SH	10.45	0.43	0.49	0.74	24.30	21.33	14.12
玲珑轮胎	601966.SH	20.23	0.57	0.27	0.90	35.49	74.93	22.48
彤程新材	603650.SH	38.36	0.55	0.55	0.86	69.75	69.75	44.60
平均值			0.52	0.44	0.83	43.18	55.33	27.07

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 3 月 28 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	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	2705	3468	4084	4935
每股收益	0.70	1.36	1.58	1.85	营业成本	2087	2497	2957	3600
每股净资产	4.76	6.06	7.50	9.21	毛利率%	22.8%	28.0%	27.6%	27.0%
每股经营现金流	0.37	1.21	1.45	1.62	营业税金及附加	16	20	24	29
每股股利	0.15	0.14	0.14	0.14	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	57	69	82	99
P/E	16.02	8.24	7.14	6.06	营业费用率%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	2.36	1.85	1.50	1.22	管理费用	112	139	163	197
P/S	1.56	1.31	1.11	0.92	管理费用率%	4.2%	4.0%	4.0%	4.0%
EV/EBITDA	9.09	5.48	4.84	4.07	EBIT	368	694	799	939
股息率%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	财务费用	30	20	21	24
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.1%	0.6%	0.5%	0.5%
毛利率	22.8%	28.0%	27.6%	27.0%	资产减值损失	-1	0	0	0
净利润率	10.5%	15.9%	15.6%	15.2%	投资收益	3	3	4	5
净资产收益率	14.7%	22.5%	21.0%	20.1%	营业利润	350	675	780	917
资产回报率	10.7%	17.6%	16.9%	16.5%	营业外收支	-2	-2	-2	-2
投资回报率	13.7%	21.8%	20.9%	20.4%	利润总额	348	673	778	915
盈利增长 (%)					EBITDA	485	805	912	1074
营业收入增长率	39.2%	28.2%	17.8%	20.8%	所得税	64	121	140	165
EBIT 增长率	107.9%	88.7%	15.1%	17.6%	有效所得税率%	18.5%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润增长率	125.7%	94.5%	15.5%	17.6%	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	284	552	638	750
资产负债率	27.4%	22.0%	19.5%	18.0%					
流动比率	2.00	2.62	2.76	2.91	资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
速动比率	1.51	2.07	2.14	2.24	货币资金	202	291	242	232
现金比率	0.29	0.44	0.34	0.29	应收账款及应收票据	755	951	1120	1353
经营效率指标					存货	306	308	365	444
应收账款周转天数	100.02	100.00	100.00	100.00	其它流动资产	152	205	242	293
存货周转天数	53.43	45.00	45.00	45.00	流动资产合计	1414	1755	1969	2322
总资产周转率	1.02	1.10	1.08	1.08	长期股权投资	26	26	26	26
固定资产周转率	3.16	3.73	3.66	3.63	固定资产	857	930	1117	1361
					在建工程	218	294	523	704
					无形资产	74	73	71	69
					非流动资产合计	1243	1390	1804	2227
现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	资产总计	2657	3146	3772	4549
净利润	284	552	638	750	短期借款	254	150	100	50
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	380	445	527	641
非现金支出	119	111	114	135	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	5	9	4	1	其它流动负债	71	74	88	106
营运资金变动	-258	-184	-168	-230	流动负债合计	706	669	714	797
经营活动现金流	150	488	588	656	长期借款	0	0	0	0
资产	-135	-261	-529	-560	其它长期负债	23	23	23	23
投资	1	0	0	0	非流动负债合计	23	23	23	23
其他	2	3	4	5	负债总计	729	692	737	820
投资活动现金流	-133	-257	-525	-555	实收资本	375	405	405	405
债权募资	34	-104	-50	-50	归属于母公司所有者权益	1928	2454	3035	3729
股权募资	0	30	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-4	-66	-63	-60	负债和所有者权益合计	2657	3146	3772	4549
融资活动现金流	29	-141	-113	-110					
现金净流量	43	90	-50	-10					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021A), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
孙维容 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

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, 湘潭电化, 新洋丰, 梅花生物, 百傲化学, 建龙微纳, 和远气体, 华光新材, 联瑞新材, 利安隆, 合盛硅业, 七彩化学, 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, 凌玮科技, 赛轮轮胎, 桐昆股份, 兴化股份

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。