

投资评级 优于大市 维持

21 年实现归母净利润 2.39 亿元，同比增长 106.19%

股票数据

| | |
|---------------|------------|
| 03月29日收盘价(元) | 12.93 |
| 52周股价波动(元) | 8.85-17.77 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 316/188 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 4080/2426 |

相关研究

《(更新) 高端尼龙 6 切片加工龙头, 产能投放驱动利润高速增长》2021.12.27

市场表现



| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|------|-------|
| 绝对涨幅 (%) | -8.9 | -5.8 | -19.7 |
| 相对涨幅 (%) | 0.9 | 3.7 | -3.1 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 孙维容

Tel: (021)23219431

Email: swr12178@htsec.com

证书: S0850518030001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

投资要点:

- **聚合顺发布 2021 年年度报告。**2021 年, 公司实现营业收入 54.05 亿元, 同比增长 110.77%; 实现归母净利润 2.39 亿元, 同比增长 106.19%。
- **2021 年收入同比提升主要源于产品价格上涨与销量增加。**1) 分产品营业收入来看, 尼龙切片 2021 年营业收入同比增长 105.56% 至 52.28 亿元。2) 分产品毛利率来看, 尼龙切片 2021 年毛利率同比减少 0.98 个百分点至 7.85%。3) 2021 年尼龙切片销量为 38.58 万吨, 同比增加 53.30%。4) 销售、管理 (包括研发)、财务费用 2021 年全年同比分别变化 -0.10%、-1.17%、-0.09 个百分点至 0.15%、2.54%、-0.21%, 合计三项费用率变化 -1.36 个百分点至 2.47%。
- **公司积极推进“研发中心项目”及各子公司的新项目建设。**1) 公司推进“研发中心建设项目”, 为研发与生产新产品, 以实现公司产品多元化、高端化发展将发挥积极作用。2) 公司积极推进聚合顺鲁化项目一期 18 万吨、杭州聚合顺本部扩建项目一期 10 万吨、山东聚合顺项目一期 10 万吨尼龙 66 项目的建设。3) 随着产能增加, 公司市场占有率将进一步提升, 规模化优势凸显, 实现公司的高质量发展。
- **公司具备生产设备、研发团队、柔性化生产等优势。**1) 公司采用德国制造的尼龙 6 切片制造设备及技术, 并与北京三联签订了配套聚合设备供货合同, 建成了先进的生产设备体系。2) 公司整个研发团队拥有多年尼龙 6 聚合工艺研发和生产经验, 为新产品的研发提供技术支撑。3) 公司将柔性化因素贯穿工厂生产设计的各个环节: 筹划投产阶段, 主创人员深入参与生产体系设计, 将柔性化生产理念贯穿其中。4) 依托于先进的生产设备和生产工艺, 公司成功研发了多个高端、差别化尼龙型号, 行业认可度较高。
- **盈利预测与投资评级:** 我们预计聚合顺 22-24 年归母净利润分别为 3.33、4.05、4.76 亿元, 对应 EPS 分别为 1.06、1.28、1.51 元。综合来看, 我们给予 2022 年聚合顺 13-16 倍 PE 估值区间, 对应合理价值区间为 13.78-16.96 元, 给予“优于大市”投资评级。
- **风险提示:** 在建产能进度不达预期; 宏观经济下行; 产品价格大幅波动。

主要财务数据及预测

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 2564 | 5405 | 5764 | 7620 | 9220 |
| (+/-)YoY(%) | 5.7% | 110.8% | 6.6% | 32.2% | 21.0% |
| 净利润 (百万元) | 116 | 239 | 333 | 405 | 476 |
| (+/-)YoY(%) | 15.6% | 106.2% | 39.6% | 21.4% | 17.7% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.37 | 0.76 | 1.06 | 1.28 | 1.51 |
| 毛利率(%) | 8.8% | 7.6% | 9.2% | 9.3% | 9.3% |
| 净资产收益率(%) | 9.9% | 17.4% | 19.5% | 19.2% | 18.4% |

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

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利假设:

- 1) 价格假设: 我们预计尼龙切片 2022-2024 年价格为 1.38、1.38、1.38 万元/吨。
- 2) 销量假设: 我们预计尼龙切片 2022-2024 年销量为 40.36、53.67、65.11 万吨。

表 1 聚合顺分业务盈利预测

| 项目 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 总收入(百万元) | 5404.83 | 5764.13 | 7620.33 | 9220.42 |
| 总成本(百万元) | 4991.39 | 5231.69 | 6913.02 | 8362.73 |
| 总毛利(百万元) | 413.44 | 532.44 | 707.31 | 857.68 |
| 总毛利率 | 7.65% | 9.24% | 9.28% | 9.30% |
| 尼龙切片 | | | | |
| 收入(百万元) | 5228.25 | 5569.89 | 7406.67 | 8985.39 |
| 成本(百万元) | 4817.63 | 5040.56 | 6702.78 | 8131.47 |
| 毛利(百万元) | 410.62 | 529.33 | 703.89 | 853.92 |
| 毛利率 | 7.85% | 9.50% | 9.50% | 9.50% |
| 其他业务 | | | | |
| 收入(百万元) | 176.58 | 194.24 | 213.66 | 235.03 |
| 成本(百万元) | 173.76 | 191.13 | 210.24 | 231.26 |
| 毛利(百万元) | 2.82 | 3.11 | 3.42 | 3.76 |
| 毛利率 | 1.60% | 1.60% | 1.60% | 1.60% |

资料来源: 公司 2021 年年度报告, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

| 公司名称 | 股票代码 | 股价(元) | EPS(元/股) | | | PE(倍) | | |
|------------|-----------|-------|----------|-------------|-------------|-------|-------|-------|
| | | | 2021 | 2022E | 2023E | 2021 | 2022E | 2023E |
| 台华新材 | 603055.SH | 11.3 | 0.56 | 0.70 | 1.07 | 20.18 | 16.14 | 10.56 |
| 神马股份 | 600810.SH | 10.63 | 1.82 | <u>2.15</u> | <u>2.48</u> | 5.84 | 4.94 | 4.29 |
| 平均值 | | | | | | 13.01 | 10.54 | 7.42 |

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2022 年 3 月 29 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 | 5405 | 5764 | 7620 | 9220 |
| 每股收益 | 0.76 | 1.06 | 1.28 | 1.51 | 营业成本 | 4991 | 5232 | 6913 | 8363 |
| 每股净资产 | 4.35 | 5.41 | 6.69 | 8.20 | 毛利率% | 7.6% | 9.2% | 9.3% | 9.3% |
| 每股经营现金流 | 0.84 | 1.54 | 2.57 | 2.76 | 营业税金及附加 | 11 | 15 | 20 | 24 |
| 每股股利 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 0.2% | 0.3% | 0.3% | 0.3% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 8 | 9 | 11 | 14 |
| P/E | 17.43 | 12.49 | 10.28 | 8.74 | 营业费用率% | 0.1% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| P/B | 3.03 | 2.44 | 1.97 | 1.61 | 管理费用 | 29 | 29 | 38 | 46 |
| P/S | 0.77 | 0.72 | 0.55 | 0.45 | 管理费用率% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| EV/EBITDA | 12.03 | 6.39 | 4.65 | 3.33 | EBIT | 254 | 365 | 486 | 589 |
| 股息率% | 0.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -12 | -13 | -13 | -17 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -0.2% | -0.2% | -0.2% | -0.2% |
| 毛利率 | 7.6% | 9.2% | 9.3% | 9.3% | 资产减值损失 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 4.4% | 5.8% | 5.3% | 5.2% | 投资收益 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 净资产收益率 | 17.4% | 19.5% | 19.2% | 18.4% | 营业利润 | 271 | 382 | 505 | 613 |
| 资产回报率 | 6.9% | 8.7% | 8.3% | 8.0% | 营业外收支 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资回报率 | 14.2% | 16.8% | 18.2% | 17.9% | 利润总额 | 272 | 383 | 506 | 614 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 293 | 475 | 579 | 687 |
| 营业收入增长率 | 110.8% | 6.6% | 32.2% | 21.0% | 所得税 | 33 | 46 | 61 | 74 |
| EBIT 增长率 | 104.0% | 43.7% | 33.1% | 21.4% | 有效所得税率% | 12.3% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 净利润增长率 | 106.2% | 39.6% | 21.4% | 17.7% | 少数股东损益 | 0 | 4 | 40 | 64 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 239 | 333 | 405 | 476 |
| 资产负债率 | 54.3% | 50.3% | 51.9% | 51.4% | 资产负债表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动比率 | 1.42 | 1.19 | 1.17 | 1.19 | 货币资金 | 1501 | 1129 | 1470 | 1874 |
| 速动比率 | 1.06 | 0.84 | 0.82 | 0.84 | 应收账款及应收票据 | 147 | 158 | 209 | 253 |
| 现金比率 | 0.82 | 0.59 | 0.59 | 0.62 | 存货 | 439 | 459 | 606 | 733 |
| 经营效率指标 | | | | | 其它流动资产 | 522 | 516 | 648 | 763 |
| 应收账款周转天数 | 9.94 | 10.00 | 10.00 | 10.00 | 流动资产合计 | 2609 | 2261 | 2933 | 3623 |
| 存货周转天数 | 32.09 | 32.00 | 32.00 | 32.00 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 总资产周转率 | 1.57 | 1.50 | 1.56 | 1.55 | 固定资产 | 543 | 1133 | 1122 | 1106 |
| 固定资产周转率 | 9.95 | 5.09 | 6.79 | 8.34 | 在建工程 | 230 | 373 | 744 | 1116 |
| | | | | | 无形资产 | 47 | 65 | 83 | 101 |
| 现金流量表 (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | 非流动资产合计 | 828 | 1578 | 1956 | 2330 |
| 净利润 | 239 | 333 | 405 | 476 | 资产总计 | 3437 | 3838 | 4889 | 5953 |
| 少数股东损益 | 0 | 4 | 40 | 64 | 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 46 | 110 | 93 | 98 | 应付票据及应付账款 | 1659 | 1706 | 2254 | 2726 |
| 非经营收益 | -1 | -2 | -2 | -3 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -18 | 40 | 275 | 236 | 其它流动负债 | 180 | 198 | 255 | 305 |
| 经营活动现金流 | 266 | 485 | 811 | 872 | 流动负债合计 | 1839 | 1903 | 2509 | 3032 |
| 资产 | -180 | -859 | -471 | -471 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资 | -45 | 0 | 0 | 0 | 其它长期负债 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 其他 | -145 | 1 | 2 | 2 | 非流动负债合计 | 28 | 28 | 28 | 28 |
| 投资活动现金流 | -369 | -857 | -469 | -469 | 负债总计 | 1867 | 1931 | 2537 | 3060 |
| 债权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 实收资本 | 316 | 316 | 316 | 316 |
| 股权募资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 1374 | 1708 | 2112 | 2588 |
| 其他 | -33 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 196 | 200 | 240 | 304 |
| 融资活动现金流 | -33 | 0 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 3437 | 3838 | 4889 | 5953 |
| 现金净流量 | -143 | -372 | 342 | 403 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 29 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
 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： 华峰化学,恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,润阳科技,会通股份,利安隆,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,镇洋发展,纳微科技,中核钛白,万润股份,昊华科技,三联虹普,永太科技,东华能源,德美化工,三友化工,东材科技,上海石化

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。