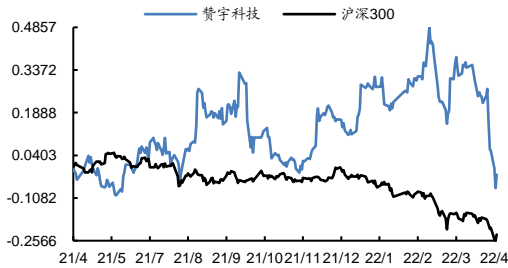


研究所

证券分析师: 李永磊 S0350521080004
liyl03@ghzq.com.cn
15120081690
证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
dongbj@ghzq.com.cn
15210959531
联系人: 汤永俊 S0350121080058
15606133057 tangyj03@ghzq.com.cn

印尼暂停棕榈油出口, 杭油化二期达产在即 ——赞宇科技(002637)一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
赞宇科技	-26.2%	-19.2%	-2.7%
沪深300	-6.7%	-15.7%	-23.5%

市场数据	2022/04/27
当前价格(元)	14.28
52周价格区间(元)	13.15-22.38
总市值(百万)	6,717.33
流通市值(百万)	5,649.21
总股本(万股)	47,040.10
流通股本(万股)	39,560.31
日均成交额(百万)	95.69
近一月换手(%)	1.35

《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

事件:

4月28日, 赞宇科技发布2022年一季报: 2022年第一季度, 公司实现营业收入28.99亿元, 同比增长14.54%, 环比下滑8.88%; 实现归属于上市公司股东的净利润1.65亿元, 同比下滑9.11%, 环比下滑14.14%; 毛利率达13.31%, 同比下滑4.36个百分点, 环比上升5.97个百分点; 净利率达5.50%, 同比下滑2.04个百分点, 环比上升0.11个百分点。

投资要点:

■ DMO影响下Q1业绩承压, 看好公司业绩快速增长

2022年Q1, 公司实现营业收入28.99亿元, 同比增长14.54%, 环比下滑8.88%。公司营收同比实现正增长, 主要由于上游原料价格上涨, 带动产品价格提升, 其中, 据Wind, 2022年Q1杭油化1845#硬脂酸均价达12743.33元/吨, 同比+44.62%, 环比+18.08%。而营收环比下滑, 主要由于印尼当地在一季度施行DMO政策, 对杜库达基地正常生产运营造成一定影响。随着DMO政策的取消, 以及杭油化、河南赞宇等新项目的陆续投产, 我们看好后期公司业绩的快速增长。

2022年Q1, 公司实现归母净利润1.65亿元, 同比下滑9.11%, 环比下滑14.14%。业绩同比下滑, 主要由于上游原材料同比大幅增长, 公司成本抬升, 对利润形成一定压缩, 其中毛利率达13.31%, 同比下滑4.36个百分点, 环比上升5.97个百分点。相较于2021年Q4, 公司毛利率大幅上升, 主要由于2021年财报会计准则发生调整, 运费转至营业成本, 因此相关冲抵在2021Q4进行, 造成当季度营业成本大幅提升, 毛利率下滑较多。从净利率角度来看, 2022年Q1公司净利率达5.50%, 环比上升0.11个百分点, 盈利能力环比持平。

期间费用率方面, 公司2022年Q1年销售/管理/财务费用率分别为2.57%/1.85%/0.53%, 同比-0.89/+0.05/-0.14 pct, 环比+8.51/+0.33/+0.16 pct; 同时, 2022年Q1公司经营活动产生现金流量净额达0.93亿元, 同比上升123.32%, 主要系本期收入增长, 收现同比增加; 同时, 采购支付票据结算增加, 现金支付减少所致。

表 1: 公司分业务数据

主要产品	2022Q1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2021	2020
油化营收 (亿元)		42.60	30.25	23.38	17.94	72.85	41.32
油化毛利 (亿元)		4.66	5.83	3.25	1.69	10.49	4.94
油化毛利率		10.94%	19.28%	13.90%	9.40%	14.40%	11.96%
表活营收 (亿元)		16.71	14.28	16.46	12.78	30.99	29.24
表活毛利 (亿元)		1.50	2.97	3.04	2.47	4.47	5.51
表活毛利率		8.98%	20.79%	18.47%	19.34%	14.41%	18.84%
总营业收入 (亿元)	28.99	61.97	50.04	45.45	32.59	112.01	78.04
总营业成本 (亿元)	25.13	55.09	40.35	37.96	27.73	95.44	65.69
销售毛利润 (亿元)	3.86	6.89	9.69	7.49	4.86	16.58	12.35
销售毛利率	13.31%	11.12%	19.37%	16.48%	14.90%	14.80%	15.82%
销售净利润 (亿元)	1.59	3.46	4.58	1.77	1.81	8.04	3.58
销售净利率	5.50%	5.58%	9.16%	3.89%	5.54%	7.18%	4.59%

资料来源: wind, 国海证券研究所

■ 印尼暂停棕榈油出口, 推动棕榈油景气持续

2022 年以来, 为了应对印尼国内棕榈油供应短缺, 防止价格继续上涨, 印尼政府出台了一系列政策。1 月 18 日, 印尼商务部发布法案, 对毛棕榈油出口实施出口许可证制度; 2 月 8 日, 印尼商务部再次发布法案, 要求从 2 月 15 日起, 所有毛棕榈油及其衍生品的出口商都要遵守国内市场义务 (DMO); 3 月 9 日, 印尼商务部要求从 3 月 10 日起, 棕榈油在印尼国内的强制销售比例从公司计划出口量的 20% 扩大至 30%; 3 月 17 日, 印尼政府取消 DMO 政策, 转为提高棕榈油出口附加税。据中国经济网消息, 当地时间 4 月 22 日, 印度尼西亚总统佐科宣布, 从 4 月 28 日起将暂停棕榈油及相关原料的出口。目前, 印尼是全球最主要的棕榈油生产国和出口国, 全球 60% 的棕榈油产量来自印尼, 而印尼此次暂停出口, 短期将造成全球棕榈油供应的大幅短缺, 带动棕榈油及其衍生品价格的不断上行。长期看, 在印尼国内棕榈油消费稳步增长以及 B30 生物柴油政策背景下, 印尼在棕榈油出口方面的各项限制性政策或将延续, 棕榈油有望长期维持景气。

■ 印尼有意推动棕榈油下游发展, 赞宇杜库达基地优势凸显

在印尼暂停棕榈油出口, 全球棕榈油价格上涨背景下, 赞宇科技杜库达基地将持续受益。杜库达基地位于印尼雅加达保税区, 在棕榈油采购价格、便利性、生产成本等方面存在明显优势。同时, 印尼政府多次表示推动当地棕榈油下游产业发展的意愿, 2021 年 10 月 13 日, 印尼总统佐科表示印尼将会在未来某个时刻停止毛棕榈油的出口, 并将其加工成具有附加值的衍生品; 2021 年 10 月 19 日, 佐科再次向媒体表示, 计划对原材料出口踩刹车, 因为没有附加值, 也不能创造就业。而赞宇科技杜库达基地在印尼拥有 45 万吨/年油化

产能，主要在当地对棕榈油进行加工，生产出各类下游油脂产品进行出售，与印尼推动棕榈油下游产业发展政策意愿相符。未来，随着当地相关政策的推进，杜库达基地的竞争优势将进一步显现。

■ 杭油化二期竣工验收，公司油化产能持续扩张

据华建管理微信公众号消息，4月14日，杭油化二期年产10万吨脂肪酸和油酸项目整体工程竣工验收顺利通过。该项目主要包括4万吨/年单硬脂酸甘油酯、1万吨/年月桂酸甘油酯、2万吨/年OPO结构酯、2万吨/年油酸和1万吨/年合成酯。其中，OPO结构酯是一种婴幼儿营养补充剂，可添加在婴幼儿奶粉中，市场价约5万元/吨，具有高附加值。同时，公司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。随着产品结构不断优化，以及产能的持续投放，公司在油脂化工领域的竞争力和话语权将持续增强。

■ **盈利预测和投资评级** 预计公司2022/2023/2024年归母净利润分别为11.05、13.92、16.63亿元，EPS为2.13、2.69、3.21元/股，对应PE为7、5、4倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 棕榈油价格波动的风险；棕榈油关税政策变动的风险；宏观经济波动风险；环保风险；安全生产风险；汇率波动的风险；进出口贸易的风险。

预测指标	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	11201	12489	15138	16972
增长率（%）	44	11	21	12
归母净利润（百万元）	796	1105	1392	1663
增长率（%）	131	39	26	19
摊薄每股收益（元）	1.71	2.13	2.69	3.21
ROE（%）	20	21	21	20
P/E	11.04	6.69	5.31	4.44
P/B	2.20	1.42	1.12	0.90
P/S	0.79	0.59	0.49	0.44
EV/EBITDA	7.58	4.46	2.97	1.78

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：赞宇科技盈利预测表

证券代码:	002637				股价:	14.28	投资评级:	买入		日期:	2022/04/27
财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标与估值	2021A	2022E	2023E	2024E		
盈利能力					每股指标						
ROE	20%	21%	21%	20%	EPS	1.71	2.13	2.69	3.21		
毛利率	15%	20%	20%	21%	BVPS	8.58	10.02	12.71	15.93		
期间费率	3%	6%	7%	7%	估值						
销售净利率	7%	9%	9%	10%	P/E	11.04	6.69	5.31	4.44		
成长能力					P/B	2.20	1.42	1.12	0.90		
收入增长率	44%	11%	21%	12%	P/S	0.60	0.59	0.49	0.44		
利润增长率	131%	39%	26%	19%							
营运能力					利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E		
总资产周转率	1.33	1.14	1.15	1.10	营业收入	11201	12489	15138	16972		
应收账款周转率	14.69	10.43	10.43	10.43	营业成本	9544	9988	12043	13400		
存货周转率	8.60	10.14	10.20	10.27	营业税金及附加	35	44	61	59		
偿债能力					销售费用	71	405	490	555		
资产负债率	48%	49%	47%	44%	管理费用	200	316	437	492		
流动比	1.40	1.86	2.22	2.63	财务费用	69	90	74	64		
速动比	0.74	1.43	1.77	2.16	其他费用/(-收入)	140	312	348	382		
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	营业利润	1051	1409	1776	2122		
现金及现金等价物	743	3277	4967	6973	营业外净收支	-8	0	0	0		
应收款项	763	1198	1452	1627	利润总额	1043	1409	1775	2121		
存货净额	1302	1231	1485	1652	所得税费用	238	282	355	424		
其他流动资产	1008	752	862	937	净利润	805	1127	1420	1697		
流动资产合计	3815	6459	8765	11189	少数股东损益	9	23	28	34		
固定资产	1805	1641	1478	1315	归属于母公司净利润	796	1105	1392	1663		
在建工程	493	543	593	643	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E		
无形资产及其他	2191	2190	2190	2189	经营活动现金流	180	2027	1549	1878		
长期股权投资	116	117	118	119	净利润	796	1105	1392	1663		
资产总计	8420	10950	13143	15454	少数股东权益	9	23	28	34		
短期借款	933	933	933	933	折旧摊销	205	165	165	165		
应付款项	983	2052	2475	2753	公允价值变动	-10	0	0	0		
预收帐款	2	0	0	0	营运资金变动	-1009	647	-144	-105		
其他流动负债	800	488	539	574	投资活动现金流	-900	-40	-37	-35		
流动负债合计	2718	3474	3947	4261	资本支出	-746	-51	-51	-51		
长期借款及应付债券	1157	1757	2057	2357	长期投资	-75	-1	-1	-1		
其他长期负债	175	175	175	175	其他	-78	12	15	17		
长期负债合计	1332	1932	2232	2532	筹资活动现金流	576	547	178	163		
负债合计	4050	5406	6179	6793	债务融资	500	600	300	300		
股本	470	517	517	517	权益融资	410	47	0	0		
股东权益	4370	5544	6964	8661	其它	-333	-100	-122	-137		
负债和股东权益总计	8420	10950	13143	15454	现金净增加额	-133	2534	1690	2006		

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【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年化工行业研究经验。

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。

【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。