

投资评级

中性

首次
覆盖

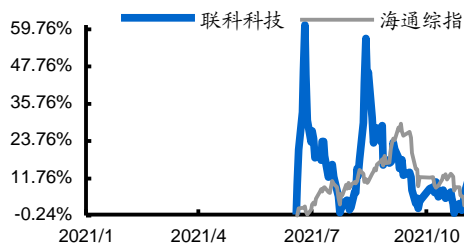
轮胎助剂行业龙头，特种炭黑前景广阔

股票数据

01月04日收盘价(元)	21.97
52周股价波动(元)	17.12-33.11
总股本/流通A股(百万股)	182/46
总市值/流通市值(百万元)	3999/1000

相关研究

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-4.8	4.9	2.4
相对涨幅 (%)	-5.1	3.9	1.3

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:李智

Tel:(021)23219392

Email:lz11785@htsec.com

证书:S0850519110003

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@htsec.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- 轮胎助剂行业龙头，公司业绩快速增长。**公司是一家专业从事二氧化硅和炭黑的研发、生产与销售的高新技术企业。公司两大系列产品主要用于轮胎和工业橡胶制品、电缆屏蔽料、色母料及饲料和日化行业等领域。公司客户包括国内外知名轮胎企业、橡胶制品企业、橡塑企业、饲料企业和鞋业公司等，产品销售覆盖中国大陆、韩国、东南亚、欧洲等多个国家和地区。公司 2018-2020 年营业收入分别为 9.41、9.72、9.96 亿元，复合增速 2.88%；归母净利润 0.88、0.66、1.18 亿元，复合增速 15.80%。2021 年前三季度公司业绩快速增长，主要系我国炭黑行业景气度持续升高，公司炭黑产品营业收入及盈利能力同比增长。
- 主营产品销量持续增长、产能利用率饱满。**公司主要产品涵盖了二氧化硅、炭黑及硅酸钠。2020 年，二氧化硅、炭黑、硅酸钠主营业务收入占比分别为 35.20%、61.67%、3.12%。2018-2020 年间，二氧化硅和炭黑的销量逐年增加，复合增速可达 12.41%、25.16%；2020 年二氧化硅和炭黑的产能分别为 8 万吨、11.5 万吨，产能利用率饱满。
- 高端特种炭黑前景广阔。**目前我国中低端炭黑产能过剩，市场成熟度较高，2020 年公司炭黑产品橡胶应用领域毛利率为 15.77%。而技术要求高的高端特种炭黑可应用到绿色轮胎和锂离子电池正极材料，市场竞争相对较弱，2020 年公司炭黑产品非橡胶应用领域毛利率为 30.5%。未来公司还会逐步扩大导电炭黑等特种炭黑的产能，提高特种炭黑在公司炭黑产品中的占比。
- 抓住高分散二氧化硅快速发展机遇，持续扩大产能，进一步提高公司行业地位。**21 世纪后，我国紧跟国外轮胎绿色环保大趋势，大力推动绿色轮胎产业化进程。随着绿色轮胎法律法规的推行和人们消费意识的发展，对于高分散二氧化硅的需求将日益增大。公司投资 3 亿元建设 10 万吨/年高分散二氧化硅及 3 万吨/年硅酸项目，建设周期 24 个月，预计达产后新增加营业收入 6.53 亿元，税后净利润 1.34 亿元，项目投资回收期 5.07 年。
- 盈利预测。**我们预计公司 2021-2023 年净利润为 1.52 亿元、1.81 亿元、2.31 亿元。对应 EPS 可达 0.83 元、0.99 元、1.27 元，给予公司 2022 年 20-25 倍 PE，对应合理价值区间为 19.80-24.75 元，首次覆盖给予中性评级。
- 风险提示。**市场竞争风险；成本上升风险；安全环保风险；新冠疫情风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	972	996	1335	1474	1709
(+/-)YoY(%)	3.2%	2.5%	34.1%	10.4%	15.9%
净利润(百万元)	66	118	152	181	231
(+/-)YoY(%)	-25.0%	79.0%	28.2%	19.2%	27.6%
全面摊薄 EPS(元)	0.36	0.65	0.83	0.99	1.27
毛利率(%)	18.3%	25.3%	20.0%	21.1%	22.5%
净资产收益率(%)	15.3%	21.4%	11.4%	12.1%	13.6%

资料来源：公司年报(2019-2020)，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:

关键产品收入增长率假设:

- (1) 价格假设: 我们预计二氧化硅价格维持稳定, 炭黑价格受原油上升影响高位持稳。我们预计二氧化硅 2021-2023 年价格为 3900、3950、4000 元/吨; 我们预计炭黑 2021-2023 年价格分别为 7014、7200、7400 元/吨。
- (2) 销量假设: 根据公司招股书, 公司 10 万吨高分散二氧化硅项目计划于 2022 年投产, 因此我们预计二氧化硅 2021-2023 年销量为 100000、130000、180000 吨; 炭黑受下游汽车轮胎支撑, 将保持满产满销, 我们预计 2021-2023 炭黑销量为 120000、120000、120000 吨。

表 1 联科科技分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	995.99	1335.35	1473.59	1708.60
总成本 (百万元)	744.01	1068.31	1163.16	1323.77
总毛利 (百万元)	251.99	267.04	310.42	384.83
总毛利率	25.30%	20.00%	21.07%	22.52%
二氧化硅				
收入 (百万元)	342.60	390.00	513.50	720.00
成本 (百万元)	213.78	265.20	349.18	486.00
毛利 (百万元)	128.82	124.80	164.32	234.00
毛利率	37.60%	32.00%	32.00%	32.50%
炭黑				
收入 (百万元)	600.16	841.70	864.00	888.00
成本 (百万元)	490.76	715.44	734.40	754.80
毛利 (百万元)	109.41	126.25	129.60	133.20
毛利率	18.23%	15.00%	15.00%	15.00%
硅酸钠				
收入 (百万元)	30.40	79.65	70.09	72.60
成本 (百万元)	28.87	75.66	66.58	68.97
毛利 (百万元)	1.53	3.98	3.50	3.63
毛利率	5.03%	5.00%	5.00%	5.00%
其他				
收入 (百万元)	22.83	24.00	26.00	28.00
成本 (百万元)	10.60	12.00	13.00	14.00
毛利 (百万元)	12.23	12.00	13.00	14.00
毛利率	53.56%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	公司名称	2022/1/5 股价(元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
601966.SH	玲珑轮胎	35.73	1.62	1.16	1.89	21.76	31.62	19.38
601058.SH	赛轮轮胎	14.43	0.55	0.50	0.77	10.93	29.54	19.12
605183.SH	确成股份	19.87	0.47	0.71	0.92	36.31	28.13	21.61
	平均值	23.34	0.88	0.79	1.19	23.00	29.76	20.04

资料来源: Wind, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	996	1335	1474	1709
每股收益	0.65	0.83	0.99	1.27	营业成本	744	1068	1163	1324
每股净资产	4.06	7.35	8.24	9.35	毛利率%	25.3%	20.0%	21.1%	22.5%
每股经营现金流	0.40	1.44	1.38	2.03	营业税金及附加	6	8	9	10
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.16	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	43	10	11	12
P/E	35.46	27.66	23.20	18.18	营业费用率%	4.3%	0.8%	0.7%	0.7%
P/B	5.68	3.14	2.80	2.47	管理费用	23	31	33	38
P/S	3.16	3.14	2.85	2.46	管理费用率%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%
EV/EBITDA	-0.40	15.49	11.48	8.69	EBIT	142	162	194	250
股息率%	0.0%	0.4%	0.4%	0.7%	财务费用	10	0	0	0
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	25.3%	20.0%	21.1%	22.5%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	11.9%	11.4%	12.3%	13.5%	投资收益	1	1	1	2
净资产收益率	21.4%	11.4%	12.1%	13.6%	营业利润	139	175	210	269
资产回报率	10.0%	7.7%	8.3%	9.2%	营业外收支	-2	1	1	1
投资回报率	18.0%	10.2%	10.8%	12.3%	利润总额	137	175	210	270
盈利增长 (%)					EBITDA	194	224	289	346
营业收入增长率	2.5%	34.1%	10.4%	15.9%	所得税	17	22	27	36
EBIT 增长率	92.2%	14.4%	19.8%	28.5%	有效所得税率%	12.2%	12.5%	13.0%	13.5%
净利润增长率	79.0%	28.2%	19.2%	27.6%	少数股东损益	2	2	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	118	152	181	231
资产负债率	52.2%	31.8%	30.8%	31.9%					
流动比率	1.12	2.15	2.34	2.45	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.93	1.90	2.10	2.21	货币资金	206	772	927	1231
现金比率	0.37	1.34	1.48	1.62	应收账款及应收票据	177	230	246	276
经营效率指标					存货	96	124	138	161
应收账款周转天数	55.05	53.00	51.00	49.00	其它流动资产	148	112	153	192
存货周转天数	47.29	42.43	43.24	44.32	流动资产合计	627	1239	1464	1860
总资产周转率	0.84	0.67	0.67	0.68	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.62	3.92	2.51	3.33	固定资产	380	340	588	513
					在建工程	65	280	3	3
					无形资产	84	97	110	123
					非流动资产合计	553	740	722	660
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	1180	1979	2186	2520
净利润	118	152	181	231	短期借款	75	0	0	0
少数股东损益	2	2	2	2	应付票据及应付账款	455	547	593	721
非现金支出	52	62	94	96	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	7	-3	-3	-3	其它流动负债	28	30	32	40
营运资金变动	-125	48	-23	43	流动负债合计	558	577	625	761
经营活动现金流	55	261	252	370	长期借款	50	45	40	35
资产	-30	-249	-77	-34	其它长期负债	7	7	7	7
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	57	52	47	42
其他	1	2	2	3	负债总计	616	630	672	803
投资活动现金流	-29	-246	-74	-31	实收资本	137	182	182	182
债权募资	-32	-80	-5	-5	归属于母公司所有者权益	554	1337	1500	1701
股权募资	3	649	0	0	少数股东权益	10	12	13	16
其他	-3	-18	-18	-30	负债和所有者权益合计	1180	1979	2186	2520
融资活动现金流	-32	551	-23	-35					
现金净流量	-7	566	155	304					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李智 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,中盐化工,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,润阳科技,山东赫达,会通股份,利安隆,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,纳微科技,中核钛白,万润股份,昊华科技,三联虹普,双星新材,永太科技,东华能源,三友化工

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。