

业绩符合预期，泰国基地进入快速放量期

确成股份 (605183)

事件

公司发布 2021 年年报及 2022 年一季报。公司 2021 年度实现营业收入 15.03 亿元(同比+42.4%)，归母净利 3.00 亿元(同比+55.2%)；2022 一季度实现营业收入 4.41 亿元(同比+30.3%)，归母净利 0.84 亿元(同比+25.0%)。

简评

价差维持高位，价格逐步传导

从价差端来看，据百川盈孚数据，若不考虑天然气的情况下，从 21 年 8 月至 22 年 5 月，原料价格抬升导致国内沉淀法白炭黑价格上涨 1750 元/吨至 6500 元/吨，而价差上涨了 1210 元/吨至 4431 元/吨，体现为国内白炭黑价格传导较为顺畅；公司境外收入占比近半，由于境外采取半年/一年的长协定价模式，境外业务的涨价正逐步显现；从原料端来看，2022 年 Q1 国内纯碱/硫磺市场价格（环比-27%/33%），而公司披露的纯碱/硫磺成本价格（环比-38%/7%），体现了公司通过管理库存以及长协定价降低原料成本的能力；从能耗端来看，天然气在公司营业成本中约占 2 成，2022 年 Q1 NYMEX 天然气/国内液化天然气 LNG/江苏管道气价格分别同比上涨 68%/48%/0%，国内天然气由于价格相对稳定具有显著成本优势，公司可享受国内外价差带来的额外收益，21 年公司能源结构中 LNG 占比较高，随着泰国基地逐步放量，以及公司能源结构的优化，管道气比例逐步提升，有利于公司平抑天然气的价格波动。

泰国基地逐步放量，业绩迎来量利齐升

泰国 1 期 4.5 万吨高分散白炭黑项目于 2020 年 5 月投产，但受限于当地疫情防控，前期开工较少且主要满足中资客户订单，随着泰国 21 年 11 月调整防疫政策，国际客户验厂进度顺利。据公告数据，泰国基地 21 年上半年净利率-54%，下半年扭亏为盈达到 5%，我们预计泰国基地产能打满后净利率可升至 30%以上。量的方面，根据 21 年确成泰国总营收 7237 万元估计，21 年泰国基地白炭黑销量仅为 1 万吨。22 年随着国际客户订单逐步释放，我们看好泰国基地的量利齐升。

随着泰国一期产能的顺利投放，公司计划于 2022 年提前启动泰国二期 2.5 万吨高分散白炭黑项目建设，同时加速推进受疫情影响有所推迟的欧洲项目。

维持
增持

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 05 月 08 日

当前股价：15.98 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 (%)	-2.38/4.8	-9.82/-0.47	-3.97/7.63
12 月最高/最低价 (元)			22.44/13.44
总股本 (万股)			41,758.79
流通 A 股 (万股)			13,492.48
总市值 (亿元)			66.73
流通市值 (亿元)			21.56
近 3 月日均成交量 (万股)			175.41
主要股东			
华威国际发展有限公司			59.35%

股价表现



相关研究报告

21.11.24 【中信建投化工】确成股份(605183): 成本与规模优势显著，高分散白炭黑不断开拓成长空间

部分募投项目延期，长期增长趋势不改

公司 4 月 21 日发布公告，公司原计划将于 2022 年底投产的福建募投项目预计将延期投产。其中“7 万吨水玻璃、7.5 万吨高分散白炭黑项目”因“项目节能审查”的手续导致项目建设推迟半年左右，另外 2022 年华东地区严格的疫情防控政策也限制了项目的进度，公司预计“7 万吨水玻璃项目”如期投产，“7.5 万吨高分散白炭黑项目”将延迟至 2023 年底前投产。而因江苏省化工园区项目管控的影响，研发中心项目也将延期至 2023 年底投入使用。虽然募投项目有所延期，但公司新增产能仍在持续释放中，且有望通过加速泰国二期、欧洲项目建设抵消延期效应。

盈利预测与估值：2022 年公司泰国基地进入快速放量期带来盈利高弹性，长期看好公司通过海外建厂实现对国际龙头的高分散份额替代。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.23、5.22、6.26 亿元，对应 PE 分别为 15.8x、12.8x、10.7x，给予“增持”评级。

风险提示：

原材料价格大幅波动；下游需求不及预期；行业竞争加剧；项目投产不及预期等。

图表1： 预测和比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,055	1,503	1,996	2,450	2,883
增长率(%)	-11.4	42.4	32.8	22.7	17.7
净利润(百万元)	193	300	423	522	626
增长率(%)	-28.3	55.2	40.9	23.4	20.0
毛利率(%)	34.5	32.9	32.6	33.1	34.2
净利率(%)	18.3	20.0	21.2	21.3	21.7
ROE(%)	8.1	12.2	15.8	16.8	17.4
EPS(摊薄/元)	0.47	0.72	1.01	1.25	1.50
P/E(倍)	34.2	22.2	15.8	12.8	10.7
P/B(倍)	2.8	2.7	2.5	2.2	1.9

资料来源：Wind，中信建投

报表预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	1732	1940	1948	2371	2759	营业收入	1055	1503	1996	2450	2883
现金	1174	790	665	847	1118	营业成本	691	1008	1345	1639	1896
应收票据及应收账款合计	316	504	584	751	820	营业税金及附加	15	14	18	23	27
其他应收款	0	3	1	4	2	销售费用	6	7	7	8	10
预付账款	12	18	21	27	30	管理费用	61	56	43	61	86
存货	116	170	212	253	285	研发费用	33	57	71	87	103
其他流动资产	115	455	465	489	504	财务费用	39	27	19	25	27
非流动资产	978	984	1224	1383	1509	资产减值损失	-0	0	-0	-0	-0
长期投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0	4	1	1	1
固定资产	659	629	928	1117	1262	其他收益	3	5	4	4	4
无形资产	106	101	113	116	117	投资净收益	0	11	3	4	5
其他非流动资产	212	254	184	150	130	营业利润	222	352	496	614	739
资产总计	2710	2925	3172	3754	4268	营业外收入	9	9	11	11	10
流动负债	305	451	469	603	603	营业外支出	6	4	3	4	4
短期借款	93	70	70	70	70	利润总额	225	357	503	621	745
应付票据及应付账款合计	169	296	324	431	442	所得税	32	57	80	99	119
其他流动负债	43	85	75	102	90	净利润	193	300	423	522	626
非流动负债	6	5	8	9	10	少数股东损益	-0	-0	-0	-0	-0
长期借款	5	4	6	8	9	归属母公司净利润	193	300	423	522	626
其他非流动负债	1	1	1	1	1	EBITDA	282	420	571	719	866
负债合计	311	456	477	612	613	EPS (元)	0.47	0.72	1.01	1.25	1.50
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	414	418	418	418	418	主要财务比率					
资本公积	766	801	801	801	801	会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
留存收益	1198	1291	1527	1761	1955	成长能力					
归属母公司股东权益	2400	2469	2696	3142	3655	营业收入(%)	-11.4	42.4	32.8	22.7	17.7
负债和股东权益	2710	2925	3172	3754	4268	营业利润(%)	-28.0	58.8	41.0	23.8	20.3
						归属于母公司净利润(%)	-28.3	55.2	40.9	23.4	20.0
						获利能力					
现金流量表						毛利率(%)	34.5	32.9	32.6	33.1	34.2
						净利率(%)	18.3	20.0	21.2	21.3	21.7
会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E	ROE(%)	8.1	12.2	15.8	16.8	17.4
经营活动现金流	270	284	414	573	685	ROIC(%)	14.9	19.9	23.0	25.1	27.0
净利润	193	300	423	522	626	偿债能力					
折旧摊销	75	75	79	110	138	资产负债率(%)	11.5	15.6	15.0	16.3	14.4
财务费用	39	27	19	25	27	净负债率(%)	-44.8	-29.0	-21.9	-24.7	-28.8
投资损失	-0	-11	-3	-4	-5	流动比率	5.7	4.3	4.2	3.9	4.6
经营性应收项目的减少	-30	-244	-83	-173	-72	速动比率	5.3	3.9	3.7	3.5	4.1
经营性应付项目的增加	-22	181	18	133	-1	营运能力					
其他经营现金流	-8	137	-20	93	-29	总资产周转率	0.4	0.5	0.7	0.7	0.7
投资活动现金流	-215	-424	-315	-263	-258	应收账款周转率	3.5	3.7	3.7	3.7	3.7
资本支出	165	130	240	159	127	应付账款周转率	3.9	4.6	4.6	4.6	4.6
长期投资	-20	-305	0	0	0	每股指标(元)					
其他投资现金流	-69	-598	-75	-105	-132	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.72	1.01	1.25	1.50
筹资活动现金流	561	-204	-225	-127	-156	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.64	0.99	1.37	1.64
短期借款	-5	-23	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.80	5.91	6.42	7.42	8.61
长期借款	5	-1	2	2	1	估值比率					
普通股增加	49	4	0	0	0	P/E	34.2	22.2	15.8	12.8	10.7
资本公积增加	576	35	0	0	0	P/B	2.8	2.7	2.5	2.2	1.9
其他筹资现金流	-63	-218	-227	-129	-157	EV/EBITDA	19.8	13.6	10.2	7.9	6.2
现金净增加额	580	-368	-125	182	271						

资料来源: 公司公告, 中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，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。

研究助理

陶爱普 17821425650 taoaipu@csc.com.cn

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