



增持（维持）

所属行业：公用事业/环保工程及服务
当前价格(元)：16.10

证券分析师

倪正洋

资格编号：S0120521020003

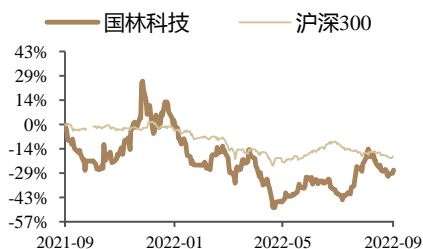
邮箱：nizy@tebon.com.cn

联系人

郭雪

邮箱：guoxue@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-5.96	22.99	6.76
相对涨幅(%)	-3.51	31.34	9.43

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《国林科技(300786.SZ)：高品质乙醛酸投产在即，半导体清洗国产替代可期》，2022.5.9

国林科技(300786.SZ)：业绩短期承压，乙醛酸项目及半导体清洗有望带来新增长

投资要点

- **事件：**公司发布2022年中报，2022年H1公司实现营业收入1.27亿元，同比下降42.53%；实现归母净利润834.45万元，同比下降76.07%；扣非归母净利润735.34万元，较上年同期下降了78.47%。
- **受疫情影响业绩下滑幅度较大，短期承压。**根据公司公告，2022年上半年，全国多地持续暴发疫情，辐射地区较广，公司生产经营受到一定程度的影响，由于部分客户复工延缓和物流受阻等原因，导致公司的经营业绩下滑，短期承压。随着公司加紧恢复生产，下半年业绩有望逐步修复。
- **新疆乙醛酸项目已于2022年6月份试生产，下半年或带来成长新动能。**公司2021年募投3.6亿元于新疆石河子建设2.5万吨高品质乙醛酸项目，项目投产后将成为国内唯一一家高品质乙醛酸生产企业。新疆项目业务前期投入较大，相关成本、费用增长较快，对公司利润产生一定程度的影响。根据公司公告，该项目已于6月份开始试生产，预计利用4-6个月的时间完成产能爬坡及试生产。后续公司将根据产能爬坡进度与意向客户签署订单。根据我们此前测算，公司新疆项目可生产晶体乙醛酸2.5万吨，折合水溶液4万余吨，按照高品质乙醛酸溶液销售单价为1.42万元/吨，乙醛酸溶液毛利率为57%，项目满产后可带来每年收入约5.68亿元，毛利润约3.24亿元，为公司带来成长新动能。
- **半导体清洗或实现国产替代，光伏专用臭氧设备有望年内推向市场。**据公司在互动平台表示，公司半导体专用臭氧设备首台套产品于6月20日左右交付客户使用，光伏专用臭氧设备计划年内推向市场。目前整个半导体的清洗设备高端市场主要被日美韩等国企业占据，国内半导体厂商占比不到5%，国内清洗设备领域主要有盛美上海、北方华创、芯微源和至纯科技四家主要厂商。而国内这些厂商的半导体清洗设备的核心设备-“高浓度臭氧发生器”市场主要由美国MKS及德国安索罗斯等国外厂商占据，2020年MKS在国内的销售额约为17亿人民币。目前公司的半导体清洗用高浓度臭氧发生器和高浓度臭氧水设备技术取得突破，臭氧发生器出气浓度可达200-300mg/L，臭氧水浓度可达80-150PPm，并能实现臭氧水不同浓度的精准控制，满足半导体行业应用需求。公司产品有望打入我国半导体清洗设备市场，打破进口垄断，实现国产替代。
- **投资建议与估值：**考虑到上半年业绩受疫情影响严重，我们下调2022年-2024年业绩预期，预计2022年-2024年的收入分别为6.0亿元、8.6亿元、11.8亿元，增速分别为21.5%、42.5%、37.2%，净利润分别为0.9亿元、1.6亿元、2.2亿元，增速分别为22.6%、69.9%、39.4%，维持“增持”投资评级。
- **风险提示：**项目推进不及预期；疫情影响生产进度的风险；核心技术更新及技术泄密的风险；应收账款产生坏账的风险；市场竞争加剧。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	184.02		2020	2021	2022E	2023E	2024E
流通 A 股(百万股):	137.13	营业收入(百万元)	402	496	602	858	1,178
52 周内股价区间(元):	11.29-27.59	(+/-)YOY(%)	7.7%	23.4%	21.5%	42.5%	37.2%
总市值(百万元):	2,962.66	净利润(百万元)	80	76	93	158	221
总资产(百万元):	1,592.46	(+/-)YOY(%)	11.4%	-4.9%	22.6%	69.9%	39.4%
每股净资产(元):	6.73	全面摊薄 EPS(元)	0.94	0.84	0.51	0.86	1.20
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	40.3%	35.4%	33.3%	36.4%	37.2%
		净资产收益率(%)	9.6%	6.1%	7.1%	12.1%	16.8%

资料来源: 公司年报 (2020-2021), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标(元)				
每股收益	0.84	0.51	0.86	1.20
每股净资产	6.76	7.12	7.14	7.15
每股经营现金流	-0.10	0.86	0.73	0.94
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	51.05	31.07	18.29	13.12
P/B	6.34	2.21	2.20	2.20
P/S	3.25	4.81	3.37	2.46
EV/EBITDA	41.64	12.99	8.90	6.96
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	35.4%	33.3%	36.4%	37.2%
净利润率	15.3%	15.5%	18.4%	18.7%
净资产收益率	6.1%	7.1%	12.1%	16.8%
资产回报率	4.9%	5.2%	7.5%	9.0%
投资回报率	5.8%	6.4%	9.8%	12.1%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	23.4%	21.5%	42.5%	37.2%
EBIT 增长率	0.8%	25.7%	70.1%	40.0%
净利润增长率	-4.9%	22.6%	69.9%	39.4%
偿债能力指标				
资产负债率	19.3%	20.2%	24.9%	26.8%
流动比率	3.0	2.8	2.3	2.2
速动比率	2.0	1.8	1.4	1.2
现金比率	0.9	0.8	0.3	0.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	146.4	146.0	147.8	146.7
存货周转天数	270.1	270.0	270.0	270.0
总资产周转率	0.3	0.3	0.4	0.5
固定资产周转率	2.6	2.7	3.8	5.2

现金流量表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	76	93	158	221
少数股东损益	-0	0	0	0
非现金支出	27	96	126	151
非经营收益	0	-1	-5	-5
营运资金变动	-122	-29	-145	-195
经营活动现金流	-19	159	134	172
资产	-325	-234	-233	-256
投资	-40	0	0	0
其他	1	18	-2	1
投资活动现金流	-364	-215	-235	-255
债权募资	-17	0	0	0
股权募资	352	82	0	0
其他	-20	-1	-1	-1
融资活动现金流	315	81	-1	-1
现金净流量	-68	25	-102	-84

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 7 日
 资料来源：公司年报 (2020-2021)，德邦研究所

利润表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	496	602	858	1,178
营业成本	320	402	546	739
毛利率%	35.4%	33.3%	36.4%	37.2%
营业税金及附加	5	7	9	12
营业税金率%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%
营业费用	31	41	56	77
营业费用率%	6.3%	6.7%	6.5%	6.5%
管理费用	26	30	44	60
管理费用率%	5.2%	5.1%	5.1%	5.1%
研发费用	19	24	34	46
研发费用率%	3.9%	4.0%	3.9%	3.9%
EBIT	85	107	181	254
财务费用	-2	-1	-1	-0
财务费用率%	-0.5%	-0.2%	-0.1%	-0.0%
资产减值损失	-2	0	0	0
投资收益	1	2	4	4
营业利润	86	107	181	253
营业外收支	1	1	1	1
利润总额	87	108	183	255
EBITDA	100	203	307	405
所得税	11	14	24	34
有效所得税率%	13.0%	13.3%	13.2%	13.2%
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	76	93	158	221

资产负债表(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	260	284	182	99
应收账款及应收票据	232	276	415	553
存货	237	297	404	547
其它流动资产	148	134	198	248
流动资产合计	876	992	1,199	1,447
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	192	223	224	226
在建工程	404	504	604	704
无形资产	26	32	40	45
非流动资产合计	668	789	904	1,014
资产总计	1,544	1,781	2,103	2,460
短期借款	19	19	19	19
应付票据及应付账款	164	187	265	361
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	113	152	237	278
流动负债合计	297	358	522	658
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	1	1	1	1
非流动负债合计	1	1	1	1
负债总计	298	359	523	659
实收资本	102	184	184	184
普通股股东权益	1,244	1,311	1,314	1,316
少数股东权益	3	111	267	485
负债和所有者权益合计	1,544	1,781	2,103	2,460

信息披露

分析师与研究助理简介

倪正洋，2021年加入德邦证券，任研究所大制造组组长、机械行业首席分析师，拥有5年机械研究经验，1年高端装备产业经验，南京大学材料学学士、上海交通大学材料学硕士。2020年获得iFinD机械行业最具人气分析师，所在团队曾获机械行业2019年新财富第三名，2017年新财富第二名，2017年金牛奖第二名，2016年新财富第四名。

分析师声明

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。

投资评级说明

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股市场以上证综指或深证成指为基准；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。	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股市场以上证综指或深证成指为基准；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	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
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股市场以上证综指或深证成指为基准；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

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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，德邦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，未经德邦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，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，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，德邦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。