



买入（维持）

所属行业：化工
当前价格(元)：9.37

证券分析师

李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|---------|--------|--------|--------|
| 绝对涨幅(%) | -17.52 | -24.62 | -20.46 |
| 相对涨幅(%) | -15.83 | -22.11 | -15.14 |

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1.《阳谷华泰(300121.SZ)：下游回暖助剂盈利修复，在建项目驱动未来成长》，2023.3.16

阳谷华泰(300121.SZ)：23Q1 下游需求仍处修复中，新老产品 产能扩张持续加码

投资要点

- **事件**：4月24日，公司发布2023年一季报，实现营业收入8.11亿元，同比下降5.23%，环比下降1.15%；实现归母净利润0.88亿元，同比下降22.12%，环比增长15.22%。对应毛利率25.24%，同比下降3.5pct；净利率10.92%，同比下降2.36pct。主要系下游需求仍处于修复过程中，疫情冲击及春节放假因素叠加，拖累公司2023Q1业绩。2023Q1财务费用1150.8万元，同比上升33.72%，主要系汇兑损失增加所致。
- **防焦剂价格高位企稳，下游轮胎需求持续修复，套期保值业务“护航”。**公司主导产品防焦剂价格维持高位，根据生意社，目前经销商防焦剂CTP报价维持6.5万元/吨，预计防焦剂CTP出厂价同样维持高位。年后下游轮胎回暖，橡胶助剂内需、出口持续修复，有望支撑公司产品销量回升及盈利能力修复。国内出行需求疫后复苏，全钢胎、半钢胎开工率维持高位，根据卓创资讯，截至2023.04.20中国半钢轮胎/山东全钢轮胎周度开工率分别为73.28%/67.27%。此外公司及下属子公司拟使用不超过1000万美元自有资金开展外汇套期保值业务，有利于规避和防范汇率大幅波动对公司经营造成的不利影响。
- **新老产品多点布局，产能扩张驱动成长。**截至2023Q1末，公司在建工程较2022年年初增长6807.41万吨，主要系公司新建项目投资增加所致。公司以壮大橡胶助剂主业为核心，积极在生命大健康用化学品及其他精细化工品方向进行拓展。随着戴瑞克1万吨橡胶防焦剂CTP项目、万吨级树脂项目、年产6.5万吨硅烷偶联剂等项目、特硅新材料年产4万吨三氯氢硅联产6500吨四氯化硅项目、华泰新材料年产1.5万吨有机过氧化物有望陆续推进，公司有望多点开花。
- **投资建议**：预计公司2022-2024年每股收益分别为1.47、1.84、2.27元，对应当前股价PE分别为6.37、5.08、4.13倍。考虑到公司作为综合性橡胶助剂龙头厂商，丰富在建项目有望于2024年集中投放，维持“买入”评级。
- **风险提示**：在建项目进度不及预期；下游需求恢复不及预期；产品价格波动风险。

股票数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(百万股)： | 404.77 |
| 流通A股(百万股)： | 390.23 |
| 52周内股价区间(元)： | 7.90-14.05 |
| 总市值(百万元)： | 3,792.70 |
| 总资产(百万元)： | 3,605.87 |
| 每股净资产(元)： | 7.10 |

资料来源：公司公告

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,705 | 3,517 | 4,144 | 5,228 | 6,119 |
| (+/-)YOY(%) | 39.2% | 30.0% | 17.8% | 26.1% | 17.0% |
| 净利润(百万元) | 284 | 515 | 595 | 746 | 918 |
| (+/-)YOY(%) | 125.7% | 81.5% | 15.5% | 25.3% | 23.0% |
| 全面摊薄EPS(元) | 0.70 | 1.27 | 1.47 | 1.84 | 2.27 |
| 毛利率(%) | 22.8% | 27.7% | 28.0% | 27.2% | 28.1% |
| 净资产收益率(%) | 14.7% | 18.5% | 17.6% | 18.1% | 18.2% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 1.34 | 1.47 | 1.84 | 2.27 |
| 每股净资产 | 6.87 | 8.34 | 10.18 | 12.45 |
| 每股经营现金流 | 0.83 | 2.12 | 0.82 | 3.14 |
| 每股股利 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 价值评估(倍) | | | | |
| P/E | 7.73 | 6.37 | 5.08 | 4.13 |
| P/B | 1.51 | 1.12 | 0.92 | 0.75 |
| P/S | 1.08 | 0.92 | 0.73 | 0.62 |
| EV/EBITDA | 5.38 | 3.98 | 3.30 | 2.09 |
| 股息率% | 1.9% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 盈利能力指标(%) | | | | |
| 毛利率 | 27.7% | 28.0% | 27.2% | 28.1% |
| 净利润率 | 14.7% | 14.4% | 14.3% | 15.0% |
| 净资产收益率 | 18.5% | 17.6% | 18.1% | 18.2% |
| 资产回报率 | 14.6% | 12.3% | 13.1% | 13.9% |
| 投资回报率 | 17.0% | 15.1% | 15.6% | 16.4% |
| 盈利增长(%) | | | | |
| 营业收入增长率 | 30.0% | 17.8% | 26.1% | 17.0% |
| EBIT 增长率 | 64.1% | 25.8% | 20.1% | 22.9% |
| 净利润增长率 | 81.5% | 15.5% | 25.3% | 23.0% |
| 偿债能力指标 | | | | |
| 资产负债率 | 21.5% | 30.6% | 27.7% | 23.7% |
| 流动比率 | 3.3 | 3.6 | 4.0 | 5.1 |
| 速动比率 | 2.5 | 3.0 | 3.1 | 4.2 |
| 现金比率 | 0.6 | 1.1 | 0.8 | 1.9 |
| 经营效率指标 | | | | |
| 应收帐款周转天数 | 88.2 | 89.3 | 88.5 | 88.7 |
| 存货周转天数 | 51.0 | 47.7 | 48.0 | 48.4 |
| 总资产周转率 | 1.0 | 0.9 | 0.9 | 0.9 |
| 固定资产周转率 | 3.6 | 2.8 | 2.5 | 3.0 |

| 现金流量表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|------|--------|-------|-------|
| 净利润 | 515 | 595 | 746 | 918 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非现金支出 | 158 | 180 | 229 | 222 |
| 非经营收益 | -11 | -4 | -6 | -7 |
| 营运资金变动 | -327 | 87 | -635 | 139 |
| 经营活动现金流 | 335 | 859 | 334 | 1,272 |
| 资产 | -163 | -1,026 | -370 | -330 |
| 投资 | -120 | -2 | -2 | -2 |
| 其他 | -35 | 6 | 7 | 9 |
| 投资活动现金流 | -318 | -1,022 | -364 | -322 |
| 债权募资 | -152 | 584 | -79 | -87 |
| 股权募资 | 316 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -42 | 0 | 0 | 0 |
| 融资活动现金流 | 122 | 584 | -79 | -87 |
| 现金净流量 | 149 | 421 | -109 | 863 |

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 26 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

| 利润表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入 | 3,517 | 4,144 | 5,228 | 6,119 |
| 营业成本 | 2,544 | 2,982 | 3,808 | 4,401 |
| 毛利率% | 27.7% | 28.0% | 27.2% | 28.1% |
| 营业税金及附加 | 25 | 27 | 35 | 41 |
| 营业税金率% | 0.7% | 0.7% | 0.7% | 0.7% |
| 营业费用 | 62 | 81 | 100 | 117 |
| 营业费用率% | 1.8% | 2.0% | 1.9% | 1.9% |
| 管理费用 | 197 | 209 | 265 | 315 |
| 管理费用率% | 5.6% | 5.0% | 5.1% | 5.2% |
| 研发费用 | 79 | 102 | 128 | 148 |
| 研发费用率% | 2.2% | 2.5% | 2.5% | 2.4% |
| EBIT | 603 | 758 | 911 | 1,119 |
| 财务费用 | -26 | 30 | 0 | 0 |
| 财务费用率% | -0.7% | 0.7% | 0.0% | 0.0% |
| 资产减值损失 | -17 | -4 | -5 | -5 |
| 投资收益 | 6 | 6 | 7 | 9 |
| 营业利润 | 628 | 730 | 913 | 1,123 |
| 营业外收支 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 利润总额 | 627 | 729 | 912 | 1,122 |
| EBITDA | 735 | 935 | 1,135 | 1,336 |
| 所得税 | 112 | 133 | 166 | 204 |
| 有效所得税率% | 17.8% | 18.3% | 18.2% | 18.2% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司所有者净利润 | 515 | 595 | 746 | 918 |

| 资产负债表(百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 375 | 796 | 687 | 1,549 |
| 应收账款及应收票据 | 997 | 1,084 | 1,520 | 1,536 |
| 存货 | 415 | 376 | 641 | 543 |
| 其它流动资产 | 420 | 423 | 533 | 544 |
| 流动资产合计 | 2,206 | 2,678 | 3,380 | 4,172 |
| 长期股权投资 | 28 | 29 | 31 | 33 |
| 固定资产 | 987 | 1,501 | 2,060 | 2,060 |
| 在建工程 | 126 | 451 | 25 | 125 |
| 无形资产 | 86 | 91 | 97 | 103 |
| 非流动资产合计 | 1,335 | 2,181 | 2,322 | 2,431 |
| 资产总计 | 3,541 | 4,860 | 5,703 | 6,603 |
| 短期借款 | 100 | 34 | -44 | -131 |
| 应付票据及应付账款 | 461 | 581 | 731 | 782 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它流动负债 | 111 | 130 | 155 | 173 |
| 流动负债合计 | 672 | 745 | 842 | 824 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其它长期负债 | 89 | 739 | 739 | 739 |
| 非流动负债合计 | 89 | 739 | 739 | 739 |
| 负债总计 | 762 | 1,485 | 1,582 | 1,564 |
| 实收资本 | 405 | 405 | 405 | 405 |
| 普通股股东权益 | 2,779 | 3,375 | 4,121 | 5,039 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 负债和所有者权益合计 | 3,541 | 4,860 | 5,703 | 6,603 |

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

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

| | 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 | 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。 |
| 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。