

# 赞宇科技 (002637.SZ)

买入

印尼提高棕榈油出口税费，杜库达盈利有望大幅增长

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 基础化工 · 化学制品

## ◆ 投资评级：买入(维持评级)

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：薛聪	010-88005107	xuecong@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120001

## 事项：

3月18日印尼政府发布政策，将取消国内市场义务(DMO)政策，此前要求油脂衍生品出口企业要履行按照30%出口比例在国内平价售卖食用棕榈油的义务。同时改为提高毛棕榈油出口税、出口附加费LEVY上限，上限从375美元/吨提高到675美元/吨，政策将于2022年3月21日开始执行。

## 国信化工观点：

- 1) 印尼政府新政策落地，印尼境内棕榈油下游产业链将大幅受益：印尼新政策大部分关税将转化为印尼本土油脂工厂的成本优势，进一步增加印尼本地企业与海外油化企业成本差距，公司杜库达具备60万吨/年产能，单吨盈利有望扩大至1500-2000元/吨。
- 2) 公司是全球表面活性剂龙头企业，2020-2022年底产能80/110/130万吨，市占率接近40%，受行业供给侧改革盈利能力增强，目前单吨利润恢复至400-500元。公司向下游日化领域OEM/ODM延伸，现有镇江基地10万吨产能已满产满销，在河南鹤壁、四川眉山、河北沧州各布局50万吨OEM基地，2021/2022/2023年底产能分别为10/60/160万吨，OEM液洗预计利润200-300元/吨，绑定下游联合利华、保洁、蓝月亮、白猫等核心客户，日化消费属性稳健增长。
- 3) 公司是国内油脂化工龙头，产能仅次于益海嘉里，市占率约35%，2021-2023年底产能85/105/125万吨，未来向下游高端食品级油酸、酯类拓展。杭州油化10万吨/年在建项目产品包括2万吨/年OPO结构酯、5万吨/年食品级单甘脂等高端结构酯类产品，预计2022年上半年投产。
- 4) 公司拟用自有资金进行回购，回购股份进行股权激励：2021年11月23日，公司发布《关于回购股份方案的公告》，拟回购1.71-3.42亿元公司股份，回购价格不超过22.80元/股，用于实施股权激励或员工持股计划。根据公司2022年3月16日发布《关于回购股份的进展公告》，现已经回购累计回购995万股，累计回购金额1.91亿元，未来将继续实施回购方案，彰显公司信心。
- 5) 我们维持公司2021盈利预测不变，上调公司2022-2023年业绩。预计公司2021-2023年业绩为8.15/12.93/15.86亿元(原值为8.15/9.17/10.57亿元)，预计2021-2023年EPS分别为1.73/2.75/3.38元(原值为1.73/1.95/2.25元)，对应PE为11.1/7.0/5.7x，公司是国内表面活性剂与油脂化工龙头企业，印尼杜库达受益于印尼棕榈油出口新政策，成本优势进一步扩大，维持“买入”评级。

## 评论：

### ◆ 印尼政府新政策落地，印尼境内棕榈油下游产业链将大幅受益

2022年2月8日，印尼商务部颁布《关于对2021年19号关于出口政策和规定的商务部部长级条例的第二次修订法案》，从2月15日起所有毛棕榈油及其衍生产品的出口商都需要遵守国内市场义务（DMO），强制要求出口商按照20%计划出口量，在印尼国内平价销售食用棕榈油（散装食用油约800美元/吨），以保证印尼居民食用油安全。2022年3月9日，印尼商务部发布《2022年第170号法令关于确定国内市场义务和国内销售价格》，从3月10日开始，国内棕榈油的强制销售比例从公司计划出口量的20%扩大至30%。

3月18日印尼政府发布政策，将取消国内市场义务（DMO）政策，此前要求油脂衍生品出口企业要履行按照30%出口比例在国内平价售卖食用棕榈油的义务。同时改为提高毛棕榈油出口税、出口附加费LEVY上限，上限从375美元/吨提高到675美元/吨，政策将于2022年3月21日开始执行。

印尼政府新政策落地，印尼境内棕榈油下游产业链将大幅受益：印尼新政策大部分关税将转化为印尼本土油脂工厂的成本优势，进一步增加印尼本地企业与海外油化企业成本差距，公司杜库达具备60万吨/年产能，单吨盈利有望扩大至1500-2000元/吨。

### ◆ 公司是全球表面活性剂龙头企业，布局液洗OEM，延伸产业链至日化消费品

公司表面活性剂2020-2022年底产能80/110/130万吨，市占率接近40%，受行业供给侧改革盈利能力增强，目前单吨利润恢复至400-500元。公司向下游日化领域OEM/ODM延伸，现有镇江基地10万吨产能已满产满销，在河南鹤壁、四川眉山、河北沧州各布局50万吨OEM基地，2021/2022/2023年底产能分别为10/60/160万吨，OEM液洗预计利润200-300元/吨，绑定下游联合利华、保洁、蓝月亮、白猫等核心客户，日化消费属性稳健增长。

### ◆ 公司是国内油脂化工龙头，国内下游布局高毛利产品

公司产能仅次于益海嘉里，市占率约35%，2021-2023年底产能85/105/125万吨，未来向下游高端食品级油酸、酯类拓展。杭州油化10万吨/年在建项目产品包括2万吨/年OP0结构酯、5万吨/年食品级单甘脂等高端结构酯类产品，预计2022年上半年投产。

### ◆ 公司拟用自有资金进行回购，回购股份进行股权激励

2021年11月23日，公司发布《关于回购股份方案的公告》，拟回购1.71-3.42亿元公司股份，回购价格不超过22.80元/股，用于实施股权激励或员工持股计划。根据公司2022年3月16日发布《关于回购股份的进展公告》，现已经回购累计回购995万股，累计回购金额1.91亿元，未来将继续实施回购方案，彰显公司信心。

### ◆ 投资建议：上调公司2022-2023年盈利预测，维持“买入”评级

我们维持公司2021盈利预测不变，上调公司2022-2023年业绩。预计公司2021-2023年业绩为8.15/12.93/15.86亿元（原值为8.15/9.17/10.57亿元），预计2021-2023年EPS分别为1.73/2.75/3.38元（原值为1.73/1.95/2.25元），对应PE为11.1/7.0/5.7x，公司是国内表面活性剂与油脂化工龙头企业，印尼杜库达受益于印尼棕榈油出口新政策，成本优势进一步扩大，维持“买入”评级。

### ◆ 风险提示

棕榈油价格大幅下跌、下游需求不及预期、印尼出口政策风险、新项目投产进度不及预期。

**相关研究报告：**

- 《赞宇科技-002637-2021 年度业绩预告点评：全年业绩稳定增长，看好公司长期成长性》——2022-01-26
- 《赞宇科技-002637-重大事件快评：拟回购股份进行员工激励，看好公司长期发展》——2021-11-23
- 《赞宇科技-002637-2021 年中报点评：中报业绩超预期，油化产品盈利大增，打造三大日化 OEM 基地》——2021-08-10
- 《赞宇科技-002637-2021 年一季报点评：业绩符合预期，眉山基地加码 50 万吨日化 OEM》——2021-04-23
- 《赞宇科技-002637-2020 年年报点评：业绩符合预期，“日化+油化”双轮驱动高质量发展》——2021-04-11

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	389	824	500	500	734	营业收入	6580	7804	11220	14847	16336
应收款项	925	756	1537	2034	2238	营业成本	5505	6569	9077	11646	12677
存货净额	889	940	1463	1876	2039	营业税金及附加	23	24	45	59	65
其他流动资产	347	725	1043	1380	1519	销售费用	221	253	370	490	490
<b>流动资产合计</b>	<b>2674</b>	<b>3245</b>	<b>4643</b>	<b>5890</b>	<b>6630</b>	管理费用	191	181	477	518	518
固定资产	2929	2717	2945	3211	3440	财务费用	86	96	65	67	52
无形资产及其他	281	697	669	641	614	投资收益	150	44	11	0	0
投资性房地产	791	491	491	491	491	资产减值及公允价值变动	10	186	(40)	(10)	(10)
长期股权投资	4	68	78	88	98	其他收入	(238)	(429)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>6679</b>	<b>7218</b>	<b>8826</b>	<b>10321</b>	<b>11273</b>	营业利润	477	481	1156	2058	2524
短期借款及交易性金融负债	1330	1128	1712	1492	1000	营业外净收支	0	0	0	0	0
应付款项	1261	1460	2016	2585	2811	利润总额	477	481	1156	2058	2524
其他流动负债	573	565	801	1022	1104	<b>所得税费用</b>	<b>87</b>	<b>122</b>	<b>272</b>	<b>514</b>	<b>631</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3164</b>	<b>3153</b>	<b>4529</b>	<b>5098</b>	<b>4915</b>	少数股东损益	35	14	70	250	307
长期借款及应付债券	248	570	270	270	270	归属于母公司净利润	354	345	815	1293	1586
其他长期负债	56	88	88	88	88						
<b>长期负债合计</b>	<b>304</b>	<b>657</b>	<b>357</b>	<b>357</b>	<b>357</b>	现金流量表（百万元）					
<b>负债合计</b>	<b>3468</b>	<b>3810</b>	<b>4886</b>	<b>5455</b>	<b>5272</b>	净利润	354	345	815	1293	1586
少数股东权益	522	489	531	681	865	资产减值准备	(114)	63	108	29	24
股东权益	2690	2919	3408	4184	5136	折旧摊销	190	173	252	323	364
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6679</b>	<b>7218</b>	<b>8826</b>	<b>10321</b>	<b>11273</b>	公允价值变动损失	(10)	(186)	40	10	10
						财务费用	86	96	65	67	52
关键财务与估值指标						营运资本变动	(800)	325	(721)	(428)	(174)
每股收益	0.84	0.82	1.73	2.75	3.38	其它	137	(56)	(66)	121	160
每股红利	0.30	0.38	0.69	1.10	1.35	<b>经营活动现金流</b>	<b>(244)</b>	<b>664</b>	<b>428</b>	<b>1348</b>	<b>1970</b>
每股净资产	6.36	6.91	7.25	8.90	10.93	资本开支	0	(188)	(600)	(600)	(600)
ROIC	13%	12%	18%	27%	30%	其它投资现金流	60	124	(100)	0	0
ROE	13%	12%	24%	31%	31%	<b>投资活动现金流</b>	<b>300</b>	<b>(128)</b>	<b>(710)</b>	<b>(610)</b>	<b>(610)</b>
毛利率	16%	16%	19%	22%	22%	权益性融资	8	9	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	11%	14%	16%	负债净变化	(53)	322	(300)	0	0
EBITDA Margin	13%	12%	13%	17%	18%	支付股利、利息	(126)	(161)	(326)	(517)	(635)
收入增长	-7%	19%	44%	32%	10%	其它融资现金流	340	(431)	584	(221)	(492)
净利润增长率	99%	-3%	136%	59%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>(101)</b>	<b>(42)</b>	<b>(738)</b>	<b>(1126)</b>
资产负债率	60%	60%	61%	59%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>49</b>	<b>435</b>	<b>(324)</b>	<b>0</b>	<b>234</b>
息率	1.5%	2.0%	4.0%	6.4%	7.8%	货币资金的期初余额	341	389	824	500	500
P/E	22.9	23.5	11.1	7.0	5.7	货币资金的期末余额	389	824	500	500	734
P/B	3.0	2.8	2.6	2.2	1.8	企业自由现金流	0	888	(112)	895	1529
EV/EBITDA	14.0	12.6	9.3	5.9	4.8	权益自由现金流	0	779	122	625	999

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032