

辉隆股份 (002556.SZ)

薄荷醇项目投产提升业绩，农资品受益行业高景气

事件：公司 3000 吨/年 L-薄荷醇装置已于 2022 年 3 月试车投产，近期有望逐步投产放量。

- 公司是国内甲酚产业链龙头，薄荷醇投产有望贡献丰厚业绩。公司甲酚系列产品打破了国外技术垄断，成为国内唯一拥有“间甲酚-百里香酚-L 薄荷醇”全产业链的企业。公司现有间甲酚产能 8000 吨/年，目前我国对进口间甲酚征收反倾销税，国内间甲酚供需关系紧张，价格大幅上涨。薄荷醇是全球最大的香精香料品种之一，作为凉味剂主要应用于日化用品、药品、食品、电子烟等领域。目前全球薄荷醇供给主要来自农业萃取，化工合成法具有明显的成本优势，有望替代天然薄荷醇，但由于合成技术壁垒高，目前仅德国、美国、日本等国家的少数企业具备工业生产能力，2021 年我国薄荷醇进口量达 2.15 万吨，进口替代空间大。公司将作为国内首家薄荷醇生产企业，现已具备 4000 吨/年百里香酚产能，3000 吨/年 L-薄荷醇装置于 2022 年 3 月试车投产，近期有望逐步实现稳定量产并贡献业绩增量。
- 公司坚持“工贸一体化”战略，充分受益于农化景气度上行。公司是国内农资流通领域领先企业，安徽省改革发展的排头兵，积极探索打造农业产业链服务闭环，目前拥有六大肥药生产基地，其中自主品牌复合肥、磷酸一铵产能 120 万吨、20 万吨/年，农药制剂产能 2 万吨/年。全球粮食安全受关注及粮价上涨背景下，农化行业迎来景气上行周期，公司有望充分受益。
- 新项目陆续投产放量，股权回购和高管增持彰显发展信心。公司 10000 吨/年间甲酚、15000 吨/年 BHT 扩产、中成科技二期硫酸钾复合肥等重点项目稳步推进，预计 2022 年下半年陆续投产；未来还将规划 10 万吨/年氯甲苯、7000 吨/年薄荷醇及配套项目。当前国内磷矿石供应紧张，公司持有中盟磷业约 11.3% 股权，有助于保障原材料供应并带来丰厚投资收益。公司是安徽省国企，去年推行了员工持股计划，近期公司公告，拟以自有资金回购 0.5 亿-1 亿元股份用于股权激励，同时部分董监高拟增持 100 万股，彰显对公司未来发展信心。医美方面，子公司韶美生物已推出“海兰提斯”、“华韵”等品牌，相关产品目前处于市场推广阶段，未来发展空间广阔。
- 给予“强烈推荐-A”投资评级。预计 2022~2024 年公司归母净利润 7.6 亿、10.2 亿、13.2 亿元，EPS 分别为 0.80、1.07、1.38 元，当前股价对应 PE 分别为 14.3、10.7、8.2 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：原材料价格上涨、下游市场需求不足、新项目投产不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	16102	19081	20841	22186	23531
同比增长	-14%	18%	9%	6%	6%
营业利润(百万元)	298	615	927	1240	1609
同比增长	32%	106%	51%	34%	30%
归母净利润(百万元)	225	506	761	1018	1320
同比增长	16%	125%	50%	34%	30%
每股收益(元)	0.24	0.53	0.80	1.07	1.38
PE	48.4	21.5	14.3	10.7	8.2
PB	3.4	2.8	2.6	2.2	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (首次)

周期/化工

目标估值：NA

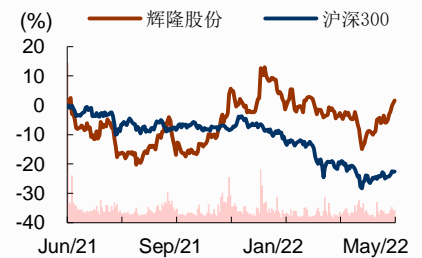
当前股价：11.4 元

基础数据

总股本(万股)	95399
已上市流通股(万股)	85151
总市值(亿元)	109
流通市值(亿元)	97
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	13.2
资产负债率	65.2%
主要股东	安徽辉隆投资集团有限公司
主要股东持股比例	37.45%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	17	-4	-1
相对表现	15	12	21

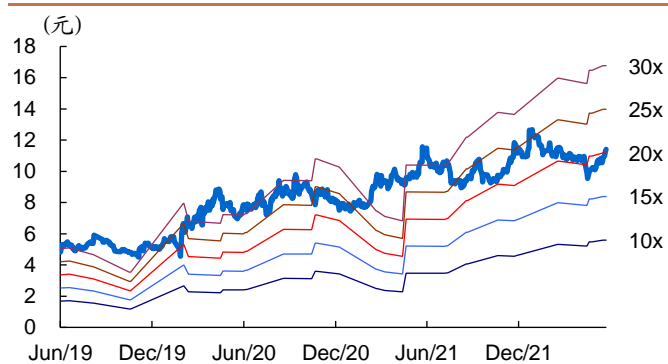


资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

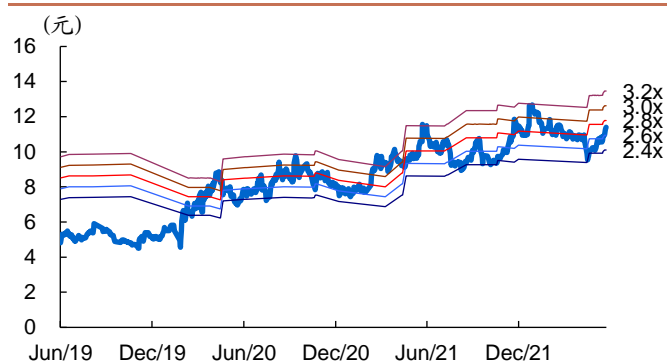
- 周铮 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
- 曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn
- 赵晨曦 研究助理
zhaochenxi@cmschina.com.cn

图 1: 辉隆股份历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 辉隆股份历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5565	6292	6738	7355	7344
现金	2015	1633	1752	2102	1829
交易性投资	4	40	40	40	40
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	273	249	252	268	284
其它应收款	95	183	200	213	226
存货	1699	2367	2534	2665	2794
其他	1479	1820	1961	2067	2171
非流动资产	3548	4725	4913	5078	5224
长期股权投资	812	607	607	607	607
固定资产	1396	1663	1912	2132	2327
无形资产商誉	537	570	513	462	416
其他	803	1885	1881	1877	1874
资产总计	9113	11017	11651	12433	12567
流动负债	5205	6700	6891	6801	5812
短期借款	1988	2430	2503	2209	1022
应付账款	1905	2643	2839	2987	3131
预收账款	690	905	972	1022	1072
其他	622	722	577	582	587
长期负债	562	237	237	237	237
长期借款	200	29	29	29	29
其他	361	209	209	209	209
负债合计	5767	6937	7129	7038	6050
股本	903	954	954	954	954
资本公积金	1047	1451	1451	1451	1451
留存收益	1219	1439	1819	2609	3623
少数股东权益	177	236	298	382	490
归属于母公司所有者权益	3169	3844	4224	5014	6028
负债及权益合计	9113	11017	11651	12433	12567

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	501	629	1051	1331	1633
净利润	185	547	824	1101	1428
折旧摊销	157	203	256	278	298
财务费用	115	94	141	128	83
投资收益	(78)	(76)	(115)	(115)	(115)
营运资金变动	102	(118)	(58)	(65)	(65)
其它	19	(21)	3	4	4
投资活动现金流	(442)	(1091)	(331)	(331)	(331)
资本支出	(373)	(746)	(446)	(446)	(446)
其他投资	(69)	(346)	115	115	115
筹资活动现金流	357	96	(601)	(650)	(1576)
借款变动	(185)	136	(79)	(294)	(1187)
普通股增加	67	51	0	0	0
资本公积增加	390	404	0	0	0
股利分配	(84)	(281)	(382)	(228)	(305)
其他	169	(213)	(141)	(128)	(83)
现金净增加额	416	(366)	119	350	(274)

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	16102	19081	20841	22186	23531
营业成本	15181	17578	18882	19864	20822
营业税金及附加	29	34	37	39	42
营业费用	160	221	241	257	272
管理费用	315	480	524	558	592
研发费用	86	153	167	178	189
财务费用	86	79	141	128	83
资产减值损失	(79)	(37)	(37)	(37)	(37)
公允价值变动收益	3	(21)	(21)	(21)	(21)
其他收益	51	60	60	60	60
投资收益	78	76	76	76	76
营业利润	298	615	927	1240	1609
营业外收入	9	4	4	4	4
营业外支出	44	11	11	11	11
利润总额	263	608	920	1234	1603
所得税	78	61	96	132	174
少数股东损益	(40)	41	62	83	108
归属于母公司净利润	225	506	761	1018	1320

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-14%	18%	9%	6%	6%
营业利润	32%	106%	51%	34%	30%
归母净利润	16%	125%	50%	34%	30%
获利能力					
毛利率	5.7%	7.9%	9.4%	10.5%	11.5%
净利率	1.4%	2.7%	3.7%	4.6%	5.6%
ROE	7.8%	14.4%	18.9%	22.0%	23.9%
ROIC	4.1%	10.0%	13.8%	16.5%	19.7%
偿债能力					
资产负债率	63.3%	63.0%	61.2%	56.6%	48.1%
净负债比率	25.3%	23.7%	21.7%	18.0%	8.4%
流动比率	1.1	0.9	1.0	1.1	1.3
速动比率	0.7	0.6	0.6	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	1.9	1.9	1.8	1.8	1.9
存货周转率	8.3	8.6	7.7	7.6	7.6
应收账款周转率	61.3	73.2	83.3	85.4	85.2
应付账款周转率	7.8	7.7	6.9	6.8	6.8
每股资料(元)					
EPS	0.24	0.53	0.80	1.07	1.38
每股经营净现金	0.52	0.66	1.10	1.40	1.71
每股净资产	3.32	4.03	4.43	5.26	6.32
每股股利	0.09	0.40	0.24	0.32	0.42
估值比率					
PE	48.4	21.5	14.3	10.7	8.2
PB	3.4	2.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	32.1	19.0	12.5	10.1	8.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

赵晨曦：招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021 年加入招商证券，曾供职中国节能、首创证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。