



国内表面活性剂龙头 期待MES进一步放量

——赞宇科技（002637）调研快报

2012年5月3日

推荐/首次

赞宇科技

调研快报

杨若木	基础化工行业分析师 010-66554032	执业证书编号: S1480510120014 Email: yangm@dxzq.net.cn
联系人: 郝力芳	010-66554036	Email: haolf@dxzq.net.cn

事件:

近日我们实地调研了赞宇科技, 与公司就产品市场情况、募投项目进展情况及影响、收购杭州油化等情况进行了深入交流与探讨。

主要观点如下:

1、公司是国内表面活性剂龙头企业, 主要产品市场份额居全国之首。

公司是专业从事日用化工、表明活性剂等领域研发和生产的高新技术企业, 是国内研发和生产表面活性剂的龙头企业, 其主要产品是绿色环保的天然油脂基阴离子型表面活性剂, 包括 AES、MES、AOS、6501 等 6 类产品, 其中 AES、MES 国内市场份额稳居第一, MES 在国内率先实现量产。与传统石油基产品 LAS 相比, 公司产品具有环保优势、性能优势, 具有性能优良、生物降解性好、安全性高等特点, 且高油价时代具有成本优势。

公司拥有各类表面活性剂产能 17 万吨, 自有产能 13 万吨, 4 万吨外协加工。其中, AES 产能 11.1 万吨 (外协加工约 4 万吨), MES 产能 3 万吨, AOS 产能 3 万吨。募投项目投产后公司将增加 7.6 万吨的 AES 以及 3 万吨的 MES, 自有产能将增至 23.6 万吨, 稳居国内第一的位置。

2、目前 AES 是最大利润贡献者, 未来 AES 的应用也将越来越广泛。

众多产品中, AES 是公司最大的利润贡献者。2010 年, AES 贡献收入占比 65.10%, 贡献毛利 65.05%。随着公司 MES 产量的逐步增加, 公司产品中 MES 贡献收入及利润的占比也将逐步提升。

随着国内洗涤产品向液体化的发展趋势加速, AES 的使用越来越广泛。不过该行业的竞争也越来越激烈, 一季度部分竞争者保本销售来扩大市场份额, 对公司利润造成了挤压。一季度公司利润也出现了较大幅度的下滑。短期看, 该趋势仍难以明显逆转。长期看, 公司若能成为联化利华等日化巨头的亚洲供应商则对公司业绩带来实质利好。

3、公司作为国内少数实现量产 MES 的企业, 该产品有望成为未来业绩的主要增长点。

公司另一主导产品 MES 以可再生的棕榈油为原料, 用来替代目前市场主要使用的石油基产品 LAS, 且 MES 具有一定的成本与环保优势, 未来有望放量。

全球看, 国外对 MES 的研发已有 40 多年的历史, 国内研发亦有数年的历史, 但目前仍仅有日本狮王、美国休斯等少数国外公司实现了 MES 的量产, 且目前均自用为主。MES 生产过程中的工艺水平和安全控制是难点。目前看, 国内 MES 实现产业化的企业有限, 公司自主开发了包括脂肪酸甲酯磺酸钠的制备、连续干

燥工艺等核心技术，是国内少数实现量产的企业。MES 的市场容量约在 20-30 万吨，公司已有 3 万吨的产能，11 年销售 1.4 万吨，销量较 10 年大幅增长 790%，预计 12 年销量达到 2 万吨。公司募投项目仍有 3 万吨将于今年 9 月份试车，除公司外，广州浪奇亦有 MES 近期投放，不过浪奇主要自用，对公司产品市场影响有限。

4、公司收购杭州油化已完成并表，对业绩将有所增厚。

公司 2011 年收购杭州油脂化工约 87% 股权，3 月底已完成工商变更，已完成并表。杭州油化主要产品硬脂酸是一种应用很广泛的有机化工原料，是基础油脂化学品中产量最高的品种，其应用涉及到橡胶工业、塑料工业、涂料工业、纺织工业、食品工业、表面活性剂工业、日化工业和医药工业等领域。随着我国橡胶轮胎、塑料加工、纺织工业的发展，硬脂酸的需求量从 2000 年的 27 万吨增加到 2010 年的 100 万吨。

杭州油化预计年净利润约 1000 万。杭州油脂主要原料是硬脂酸，跟公司主营业务原料较为一致，公司将发挥已有优势，协同采购。公司收购杭州油化主要看重其品牌优势，目的在于拓宽公司的产品结构。

结论：

公司是国内表面活性剂龙头企业，产品为绿色环保的天然油脂基阴离子型表面活性剂，主导产品市场占有率居于全国之首。公司是国内首家实现 MES 量产的公司，该产品未来将有望进一步放量，公司另一主导产品 AES 规模也将继续扩大。我们预计公司 12-14 年 0.88、1.14、1.36 元（公司股本 4 月 10 日由 8 亿股增加到 16 亿股），最新股价 15.50 元，对应 PE 18、14、11 倍，考虑公司上半年业绩仍然存在下滑压力，暂给予公司“推荐”投资评级。

表 1：公司盈利预测表

利润表（百万元）	2010A	2011 A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,297.12	1,919.91	2,225.00	2,785.00	3,750.00
营业成本	1,092.73	1,649.27	1,904.60	2,383.96	3,240.00
营业费用	53.30	53.57	60.08	69.63	93.75
管理费用	61.48	78.52	89.00	111.40	150.00
财务费用	7.08	10.48	0.44	(5.27)	(5.94)
投资收益	0.03	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	79.52	122.69	164.76	217.88	262.56
利润总额	82.32	126.05	167.76	220.88	265.56
所得税	11.94	18.55	21.81	33.13	39.83
净利润	70.38	107.49	145.95	187.74	225.73
归属母公司所有者的					
净利润	67.93	104.12	141.45	181.74	217.73
NOPLAT	74.05	113.57	143.73	180.72	218.13
基本每股收益（元）	1.13	1.69	0.88	1.14	1.36
资产负债表（百万元）	2010A	2011 A	2012E	2013E	2014E
货币资金	97.91	766.62	765.46	847.93	899.96
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	43.17	59.90	73.15	91.56	123.29

预付款项	13.08	32.18	51.22	75.06	107.46
存货	196.11	243.84	313.08	391.88	532.60
流动资产合计	362.03	1,126.75	1,227.29	1,436.94	1,704.38
非流动资产	196.76	252.24	158.52	159.80	175.23
资产总计	558.79	1,378.99	1,385.80	1,596.73	1,879.61
短期借款	140.97	176.84	0.00	0.00	0.00
应付帐款	79.44	68.70	104.36	130.63	177.53
预收款项	10.76	6.12	6.12	6.12	6.12
流动负债合计	303.80	306.54	198.75	244.72	326.80
非流动负债	7.50	53.56	56.00	60.48	68.20
少数股东权益	10.52	12.44	16.94	22.94	30.94
母公司股东权益	236.97	1,006.45	1,206.69	1,361.17	1,546.24
净营运资本	58.23	820.21	1,028.54	1,192.22	1,377.58
投入资本 IC	289.56	468.11	498.16	576.18	717.22
现金流量表 (百万元)	2010A	2011 A	2012E	2013E	2014E
净利润	70.38	107.49	145.95	187.74	225.73
折旧摊销	9.24	11.86	0.00	23.72	29.57
净营运资金增加	18.66	761.98	208.33	163.68	185.36
经营活动产生现金流	108.03	(8.32)	136.87	125.98	117.03
投资活动产生现金流	(33.31)	(587.11)	(19.90)	(26.00)	(46.00)
融资活动产生现金流	(18.06)	728.08	(118.13)	(17.51)	(19.00)
现金净增 (减)	56.66	132.65	(1.16)	82.47	52.03

资料来源：东兴证券

分析师简介

杨若木

2005 年获得工学硕士，2007 年加盟东兴证券研究所，现任基础化工行业组长，资深行业研究员，有四年化工行业研究经验。

联系人简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，具有氯碱工业协会从业经历，2010 年起在中邮证券从事基础化工行业研究工作，2011 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。