



三大板块有序扩张 盈利向好

——赞宇科技（002637）调研快报

2014 年 11 月 11 日

强烈推荐/维持

赞宇科技

调研快报

关注 1：表面活性剂行业洗牌已在末期，公司委托加工模式彰显优势。

国内表面活性剂行业目前正处于由完全竞争向垄断竞争过渡阶段，公司凭借多年的市场积累及优势，将积极布局并强化在业内的领先地位。短期内，表面活性剂竞争仍显得比较激烈，公司委托加工模式进退灵活，维持较稳定的盈利，且有效提升了市场占有率。公司目前自有产能分布在五大基地：嘉兴、四川、邵阳、河北以及江苏，共计约 30 万吨，委托加工模式的产能分布在西安、安庆、广东等地共计 10 余万吨，广泛覆盖在下游客户生产地附近，方便供货。委托加工模式使得公司可以长期租赁控制小产能，减少固定资产投入，但产品生产、质量、销售都有母公司把关，整体运行效率有效提高。2014 年上半年，表面活性剂营收占总营收的 77.5%，毛利占到 80%，可以看出表面活性剂目前仍是公司支柱业务，预计未来下游需求可以每年 10% 的速度增加，该业务未来将是公司的业绩基石。

关注 2：绿色油脂化工市场空间巨大，低成本原料扩大盈利空间。

公司于 2012 年收购了杭油化，其当时产能仅为 6 万吨，销售 4 万吨，经过两年的技术改造和管理整顿，突破了产能瓶颈，实现了 10 万吨的产能，销售可达 8-10 万吨。子公司杭油化已于去年下半年止亏，预计今年可实现盈利。今年 6 月，公司公告杭油化将自筹资金 3 亿元投资“20 万吨/年天然油脂绿色化学品项目”，预计 2015 年年底建设完毕。新产能计划减少对棕榈油、椰子油等易受市场影响天然油脂的依赖，拟利用牛羊等动物油脂、转基因大豆油、甚至地沟油等廉价、可再生油脂进行深加工，转化成附加价值更高的油酸、脂肪酸等具有特殊碳链的产品。这些油脂化工产品可为更新换代的塑料制品提供安全、可生物降解的助剂、辅料。相比表面活性剂 170-180 万吨的市场规模，油脂化工市场规模约为 300-400 万吨，下游厂商单位用量较少，对其价格不敏感，公司议价能力强。

关注 3：食品检测业务毛利率高，公司未来将重点规划。

公司于 10 月 27 日发布公告拟在宁波设立“浙江永正”子公司，控股 75%，对接原宁波中普的食品检测全部业务和资源。这是公司在今年 4 月对子公司浙江公正检验中心增资后，再一次加大布局食品

郝力芳

010-66554036

haolf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512070001

王逸萌

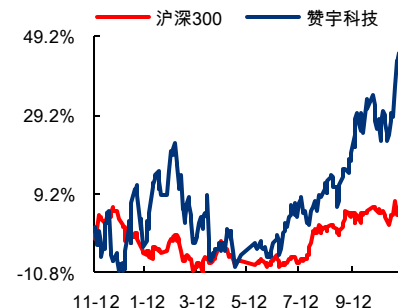
010-66554039

wangym@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	20.14-13.37
总市值（亿元）	32.22
流通市值（亿元）	19.44
总股本/流通 A 股（万股）	16000/9651
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	4.19

52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《赞宇科技（002637）调研快报：国内表面活性剂龙头 期待 MES 进一步放量》
2012-05-03

检测业务。原宁波中普食品检测业务 2013 年营业收入为 538 万元，在并入公司旗下后，依靠母公司充沛的资金，营收仍将有较大的增长。目前检测机构包括事业单位改革独立出来的，也包括如雨后春笋般增长的民营企业。我们预计公司未来将大大增加检测业务的布局，尤其是浙江省内的，未来检测业务贡献的利润将有望大幅提升。公司上半年检测服务的毛利率为 55.6%，远高于公司其他两项业务。

结论：

公司是国内表面活性剂的龙头企业，公司采取自有产能+委托加工模式，灵活分布在下游厂商附近，在激烈的市场竞争中保持着自身的盈利空间。公司判断未来该行业并购重组动作会比较大，公司以乐观的态度面对行业变化，维持在行业中的领先地位。公司看好油脂化工未来巨大的市场，还积极布局盈利能力远高于传统业务的检测业务，公司已形成三大业务齐头并进态势。公司二到三年的规划为：表面活性剂（包括委托加工）产能增加至 60 万吨/年，油脂化工产能先增加至 30 万吨/年，并进一步增加至 60 万吨/年。此外，公司通过非公开发行人股认购的方式，使得大股东控制权由 11.57%增加至 24.75%，显示大股东对公司未来发展的信心。我们预计公司 2014 年-2016 每股收益分别为 0.48 元、0.69 元和 1.21 元，对应 PE 分别为 43X、30X、17X。看好公司三大业务的发展态势及盈利能力提升，给予公司“强烈推荐”投资评级。

公司盈利预测表

资产负债表						单位：百万元		利润表			单位：百万元		
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		
流动资产合计	924	835	1116	1432	1850	营业收入	1987	2218	2600	3195	4023		
货币资金	367	141	208	256	322	营业成本	1801	1935	2257	2744	3392		
应收账款	77	89	107	131	165	营业税金及附加	6	7	8	10	12		
其他应收款	34	37	44	54	68	营业费用	69	90	104	128	161		
预付款项	41	119	209	319	454	管理费用	90	111	130	160	201		
存货	332	356	433	526	650	财务费用	9	12	16	21	25		
其他流动资产	19	22	30	42	58	资产减值损失	3.33	1.95	2.00	2.00	2.00		
非流动资产合计	712	774	719	667	613	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	10	11	11	11	11	投资净收益	0.16	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	479	552	487	344	373	营业利润	9	61	83	130	230		
无形资产	79	83	75	66	58	营业外收入	6.84	8.05	8.00	8.00	8.00		
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.55	1.36	1.00	1.00	1.00		
资产总计	1636	1610	1835	2100	2463	利润总额	15	68	90	137	237		
流动负债合计	600	483	658	798	973	所得税	6	8	11	16	28		
短期借款	420	249	359	430	515	净利润	9	60	79	120	209		
应付账款	100	132	155	188	232	少数股东损益	2	3	3	3	3		
预收款项	11	38	64	96	136	归属母公司净利润	7	57	76	117	206		
一年内到期的非	0	4	0	0	0	EBITDA	43	114	159	203	310		
非流动负债合计	14	53	46	75	117	BPS（元）	0.05	0.36	0.48	0.69	1.21		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0							2012A	2013A
负债合计	614	536	704	874	1090	成长能力							
少数股东权益	40	52	55	58	61	营业收入增长	3.5%	11.6%	17.2%	22.9%	25.9%		
实收资本（或股	160	160	160	170	170	营业利润增长	-92.6%	569.8%	36.2%	56.1%	77.2%		
资本公积	629	629	629	629	629	归属于母公司净利润	-93.0%	678.4%	34.2%	53.8%	75.1%		
未分配利润	175	212	242	289	372	获利能力							
归属母公司股东	982	1023	1076	1168	1312	毛利率（%）	9%	13%	13%	14%	16%		
负债和所有者权	1636	1610	1835	2100	2463	净利率（%）	0%	3%	3%	4%	5%		
现金流量表					单位：百万元	总资产净利润（%）	0%	4%	4%	6%	8%		
						ROE（%）	1%	6%	7%	10%	16%		
经营活动现金流	-92	90	12	-4	29	偿债能力							
净利润	9	60	79	120	209	资产负债率（%）	38%	33%	38%	42%	44%		
折旧摊销	25	41	60	52	55	流动比率	1.54	1.73	1.69	1.79	1.90		
财务费用	9	12	16	21	25	速动比率	0.99	0.99	1.04	1.13	1.23		
应付帐款的变化	0	0	23	33	44	营运能力							
预收帐款的变化	0	0	26	32	40	总资产周转率	1.32	1.37	1.51	1.62	1.76		
投资活动现金流	52	101	-4	-2	-2	应收账款周转率	29	27	27	27	27		
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	23.54	19.15	18.18	18.65	19.15		
长期投资	10	11	11	11	11	每股指标（元）							
投资收益	0	0	0	0	0	0每股收益（最新摊薄）	0.05	0.36	0.48	0.69	1.21		
筹资活动现金流	-30	-199	59	54	39	每股净现金流（最新	-0.43	-0.05	0.42	0.28	0.39		
短期借款	420	249	359	430	515	每股净资产（最新摊	6.14	6.39	6.73	6.87	7.72		
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	80	0	0	10	0	P/E	409.80	56.92	42.96	29.68	16.95		
资本公积增加	-80	0	0	0	0	P/B	3.34	3.21	3.05	2.98	2.65		
现金净增加额	-69	-8	67	48	66	EV/EBITDA	77.64	29.68	21.53	18.03	11.85		

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郝力芳

2007 年获得硕士学位，2010 年在中邮证券从事化工行业研究，2011 年加盟东兴证券研究所，现从事化工行业（精细化工/化肥/农药等）研究。

联系人简介

王逸萌

美国密歇根州立大学化学博士，2014 年 6 月加入东兴证券，从事基础化工方面研究工作。

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。