



2016-01-20

公司调研报告

买入/首次

赞宇科技 (002637)

目标价: 25.00

昨收盘: 19.81

化工 化学制品

外延式发展筑造多元化赞宇

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	160/113
总市值/流通(百万元)	3,170/2,246
12 个月最高/最低(元)	37.05/13.01

证券分析师: 姚鑫

电话: 010-88321661

E-MAIL: yaox@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190210080004

研究助理: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S11901150080040

事件: 近日我们赴赞宇科技调研, 与公司管理层进行了深入的沟通。

国内表面活性剂行业龙头。 公司是由专业从事表面活性剂研究开发的浙江省轻工业研究所改制而成的科技型企业, 是浙江省表面活性剂重点实验室的依托单位, 也是国内最大的阴离子表面活性剂生产企业, 产品包括以 AES 和 MES 等为代表的阴离子表面活性剂和以烷醇酰胺为代表的非离子表面活性剂, 主要客户涵盖纳爱斯、立白、白猫、传化、联合利华、宝洁等国内日化洗涤用品知名企业。公司目前在嘉兴、四川、湖南、河北及江苏等地共计拥有约 36 万吨产能, 广东江门新增 10 万吨表面活性剂项目今年开始释放产能。2015 上半年公司表面活性剂产品实现收入 9.43 亿元, 占营业收入比例达到 68.03%, 毛利占比达到 55.94%, 仍然是公司第一大业务支柱。目前公司主导产品 AES 处于行业洗牌期, 竞争激烈, 公司具备规模及成本等优势, 有望进一步提高市场占有率 (目前约 30%); MES 是公司表面活性剂里的潜力产品, 目前的价格优势暂不明显, 而且下游生产设备需改造, 目前还处于市场拓展期, 但凭借其优异性能、环境友好性以及相关环保政策的引导性, 长期来看取代石油基 LAS 是必然趋势。

外延式并购布局油脂化工。 公司于 2012 年 4 月收购了杭州油化, 经过几年的资源渠道整合及优化生产工艺, 整合效果开始显现: 2014 年度实现收入增长 54.51%, 毛利率由 2013 年的 7.85% 提升至 10.60%, 并且首次实现扭亏为盈。目前杭州油化具有油脂化学品产能 10 万吨, 在建 20 万吨二期项目年内将投产, 杭州油化正步上良性发展的轨迹。公司 2015 年 9 月发布公告, 将向管理层及员工持股计划增发不超过 5,000 万股募集 8.05 亿元用于收购双马化工子公司杜库达 (印尼) 和南通凯塔 60% 的股权, 2016-2018 年业绩承诺分别为 1 亿元、1.8 亿元和 2.1 亿元。收购完成后, 公司将形成包括杜库达、南通凯塔、杭州油化在内的油脂化工业务板块, 其中, 杜库达现有产能 45 万吨脂肪酸等产品, 南通凯塔现有产能 25 万吨脂肪酸等产品, 公司得以迅速扩充油脂化工产品的产能, 形成规模优势和成本优势, 提高油脂化工产品的市场竞争力。同时, 杜库达地处棕榈树产地印尼, 能够便捷的以相对低廉的价格采购棕榈油, 就地生产加工并对外销售, 有利于降低油脂化工业务采购成本和运输成本, 最大程度降低棕榈油价格波动对公司油脂化工业务经营的不利影响, 从而提高公司油脂化工业务的市场竞争力。近五年来, 受国内本身对油脂化工产品的需求量较大及东南亚国家对油脂化工行业实施保护性贸易政策影响, 我国硬脂酸、工业

脂肪醇的的进口量远大于出口量，此次并购将扩大公司油脂化工产品产能，迅速填补双马化工停产后的市场需求。

延伸检测服务至环保领域。公司子公司浙江公正检验中心有限公司，前身为浙江省质量监督检验站和浙江省日用化工产品行业质量监督检验站，为第三方公正地位的法定检测机构，主要从事食品、农产品、日化产品等检测检验，2014 年收入为 0.47 亿元，同比增长 34.51%，2015 上半年增速为 10.40%，毛利率高达 55%。食品检测资质是该行业的主要进入壁垒，公司依靠前身浙江省轻工研究所的背景，独有的检测资质使得公司这块业务的毛利率一直维持在高位。2015 年 11 月公司收购 杭州市环境检测科技有限公司 70% 股权，公司前身为杭州市环保局下属环境监测机构，2009 年转制后通过计量认证（CMA）资质认定，是一家专业从事水、声、气、土壤、固废、辐射等检测的科技机构。本次收购符合公司长远发展规划和战略，公司目前检测业务规模相对较小，主要集中在食品、农产品和日化产品的检测市场。通过本次收购，公司检测业务成功拓展至环境检测领域，完善了公司业务布局，环境检测业务将成为公司新的经济增长点。随着公司业务结构的优化和双方资源的有效整合，未来公司盈利能力将会获得进一步提升，公司预测 2015-2017 年杭环公司净利润分别为 400 万元、750 万元和 1,000 万元。

定增方案显示管理层信心。公司拟向杭州永银投资和赞宇科技第一期员工持股计划定向发行不超过 5,000 万股募集资金不超过 8.01 亿元，其中 6.95 亿用于收购杜库达（印尼）和南通凯塔化工各 60% 股权，1.05 亿元用于偿还银行贷款。其中永银投资系公司五位高管出资设立的合伙企业，认购 3,500 万股，员工持股计划认购 1,500 万股。此次定增充分显示了管理层对公司未来发展的信心。

估值与评级。我们假设公司在 2016 年完成定向增发收购杜库达与南通凯塔，则 2015-2017 年摊薄后的 EPS 分别为 0.11 元、0.49 元和 0.67 元，对应 2016 年 1 月 19 日收盘价 19.81 元 PE 分别为 187X、40X 和 30X。由于棕榈油价格在 2015 年 11 月跌破 4,000 元/吨的历史低位，以及人民币在 2015 年三季度汇改后的大幅贬值造成的原材料采购汇兑损失，公司 2015 年业绩承压较重，但公司完成对杜库达及南通凯塔的收购后，将大幅增厚公司业绩，同时棕榈油价格的反弹，将使公司业绩更具弹性，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示。定向增发不及预期的风险；棕榈油价格进一步下跌的风险。

■ 主要财务指标

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2495.27	2874.16	5913.16	7043.78
净利润(百万元)	54.57	16.97	78.42	106.74
摊薄每股收益(元)	0.341	0.106	0.490	0.667

资料来源：Wind，太平洋证券

资产负债表(百万)

	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	110.74	28.74	59.13	283.78
应收和预付款项	281.69	318.84	911.11	553.93
存货	460.74	442.82	1383.63	791.59
其他流动资产	49.61	49.61	49.61	49.61
流动资产合计	902.78	840.02	2403.49	1678.92
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	92.65	82.74	72.83	62.92
固定资产	637.89	584.76	531.63	478.50
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	79.83	77.79	75.75	73.71
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	11.04	11.02	11.00	11.00
资产总计	1724.18	1596.32	3094.70	2305.05
短期借款	280.00	281.66	426.40	0.00
应付和预收款项	306.37	183.92	716.18	338.52
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	27.89	27.89	27.89	27.89
负债合计	614.26	493.47	1170.47	366.41
股本	160.00	160.00	210.00	210.00
资本公积	626.96	626.96	1377.46	1377.46
留存收益	272.08	261.02	209.89	140.30
归母公司股东权益	1059.04	1047.98	1797.35	1727.76
少数股东权益	50.88	54.88	126.88	210.88
股东权益合计	1109.92	1102.86	1924.22	1938.63
负债和股东权益	1724.18	1596.32	3094.70	2305.05

现金流量表(百万)

经营性现金流	103.61	-47.29	-772.50	829.83
投资性现金流	-109.21	5.01	5.01	5.01
融资性现金流	4.84	-39.72	797.88	-610.19
现金增加额	-1.17	-82.00	30.39	224.65

利润表(百万)

	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2495.27	2874.16	5913.16	7043.78
营业成本	2194.96	2599.35	5254.31	6257.63
营业税金及附加	6.37	8.00	16.45	19.60
销售费用	92.46	89.10	183.31	218.36
管理费用	106.38	120.71	248.35	295.84
财务费用	28.56	37.77	35.55	28.59
资产减值损失	5.12	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	61.41	19.22	175.19	223.77
其他非经营损益	5.14	6.04	6.04	6.04
利润总额	66.55	25.26	181.23	229.80
所得税	8.36	4.29	30.81	39.07
净利润	58.19	20.97	150.42	190.74
少数股东损益	3.62	4.00	72.00	84.00
归母股东净利润	54.57	16.97	78.42	106.74

预测指标

毛利率	12.04%	9.56%	11.14%	11.16%
销售净利率	2.33%	0.73%	2.54%	2.71%
销售收入增长率	12.50%	15.18%	105.74%	19.12%
EBIT 增长率	12.36%	-56.91%	415.59%	19.20%
净利润增长率	-2.33%	-63.96%	617.40%	26.80%
ROE	5.15%	1.62%	4.36%	6.18%
ROA	5.20%	2.42%	6.43%	10.29%
ROIC	6.03%	2.09%	11.66%	8.20%
EPS (X)	0.341	0.106	0.490	0.667
PE (X)	58.09	186.80	40.42	29.70
PB (X)	2.99	3.02	1.76	1.83
PS (X)	1.27	1.10	0.54	0.45
EV/EBITDA (X)	24.51	33.70	17.80	13.71

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。