



2016-03-21

公司点评报告

买入/维持

赞宇科技(002637)

目标价: 28.00

昨收盘: 21.31

化工 化学制品

## 原材料价格波动影响业绩，2016 业绩弹性高

### ■ 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)	2,790/1,977
12 个月最高/最低(元)	37.05/13.01

### 相关研究报告:

《外延式发展筑造多元化赞宇》  
--2016/01/21

### 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

### 研究员: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

**事件:** 公司 3 月 21 日晚间发布 2015 年报, 报告期内实现营业收入 28.22 亿元, 同比增长 13.11%, 归母净利润 1,566.86 万元, 同比减少 74.76%, EPS 为 0.10 元, 同比减少 74.36%, 同时每 10 股派发现金红利 1 元, 以资本公积金每 10 股转增 10 股。

**原材料价格大跌, 毛利率水平降低。** 公司 2015 年表面活性剂实现收入 17.90 亿元, 同比保持不变, 销售 32.51 万吨, 同比增长 24.79%, 受主要原材料棕榈油价格年内大幅下跌影响, 毛利率下降 1.89 个百分点至 8.48%, 为五年以来最低水平; 油脂化工品实现收入 6.29 亿元, 同比微增 1.51%, 销售 14.11 万吨, 同比增长 54.67%, 同样受棕榈油价格影响, 毛利率下降 1.01 个百分点至 9.60%, 公司整体毛利率水平也有 2014 年的 12.04% 下降到 10.02%。

**检测业务保持稳健增长。** 报告期内, 公司检测业务实现收入 0.56 元, 同比增长 19.78%, 毛利率减少 7.93 个百分点, 但仍维持在 57.85% 的高水平, 2015 年内公司进一步整合了第三方检测认证业务, 未来检测业务将由食品领域向环境领域拓展, 搭建安全、环保、健康检测服务平台, 不断增强了检测板块的盈利能力。

**定增方案获批, 做大油脂化工。** 2 月 3 日公司公告, 公司定增收购杜库达(印尼)和南通凯塔公司获得证监会审核通过。目前杭州油化具有油脂化学品产能 10 万吨, 在建 20 万吨二期项目预计年内投产, 杜库达和南通凯塔则分别具备 45 万吨和 25 万吨产能, 未来公司将具备合计 100 万吨油脂化学品的权益产能。同时, 杜库达和南通凯塔 2016-2018 年业绩承诺分别为 1 亿元、1.8 亿元和 2.1 亿元, 并表后将大幅提升公司业绩。

**棕榈油价格步入上升通道, 公司业绩弹性高。** 公司主要原材料棕榈油价格自 2015 年 6 月由最高点约 5,400 元/吨一路下行至 11 月底最低不到 4,000 元/吨, 导致公司报告期内毛利率下滑。受厄尔尼诺气候及国际大宗商品价格上涨等因素影响, 棕榈油价格自 2015 年底开始反弹, 步入 2016 年后涨幅近 11%, 最高价突破 5,400 元/吨。我们注意到历史上棕榈油价格曾从 2010 年 7 月的约 6,300 元/吨单边上涨到 2011 年 2 月的约 10,000 元/吨, 对应公司 2010 年归母净利润暴增 148.58%。目前公司原材料库存水平维持在 2 个月左右, 因此棕榈油价格的快速上涨, 将会使公司业绩更具弹性。

**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 2016 年和 2017 年摊薄后的 EPS 分别为 0.58 元和 0.91

元，对应 2016 年 3 月 21 日收盘价 (21.31) 元 PE 分别为 37X 和 23X。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，维持“买入”评级，6 个月目标价 28.00 元、

**风险提示。**定向增发不及预期的风险；棕榈油价格下跌的风险；新建产能投产不及预期的风险。

■ 主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2495.27	2822.36	6074.17	8012.37
净利润(百万元)	54.57	15.67	121.84	191.02
摊薄每股收益(元)	0.341	0.098	0.580	0.910

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)					利润表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	110.74	194.08	37.18	48.10	营业收入	2495.27	2822.36	3717.67	4810.50
应收和预付款项	281.69	367.19	481.04	616.50	营业成本	2194.96	2539.68	3299.88	4269.53
存货	460.74	331.56	805.27	665.62	营业税金及附加	6.37	6.80	8.96	11.59
其他流动资产	49.61	24.54	24.54	24.54	销售费用	92.46	93.67	122.68	158.75
流动资产合计	902.78	917.37	1348.02	1354.76	管理费用	106.38	125.12	163.58	211.66
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	28.56	34.89	39.04	45.35
投资性房地产	92.65	225.50	225.50	225.50	资产减值损失	5.12	3.14	3.40	3.40
固定资产	637.89	648.91	640.92	632.93	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动	0.00	4.20	2.00	2.00
无形资产开发支出	79.83	79.83	81.34	81.34	营业利润	61.41	23.26	82.14	112.22
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	5.14	3.80	5.21	5.21
其他非流动资产	11.04	232.44	232.08	231.73	利润总额	66.55	27.06	87.34	117.42
资产总计	1724.18	2105.56	2527.87	2526.26	所得税	8.36	9.02	17.07	23.08
短期借款	280.00	450.00	866.37	551.87	净利润	58.19	18.04	70.27	94.34
应付和预收款项	306.37	410.92	358.42	592.88	少数股东损益	3.62	2.37	8.43	11.32
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	归母股东净利润	54.57	15.67	61.84	83.02
其他负债	27.89	25.13	25.13	25.13					
负债合计	614.26	886.04	1249.92	1169.88	预测指标				
股本	160.00	160.00	160.00	160.00	毛利率	12.04%	10.02%	11.24%	11.25%
资本公积	626.96	626.96	626.96	626.96	销售净利率	2.33%	0.64%	1.89%	1.96%
留存收益	272.08	381.11	431.11	498.23	销售收入增长率	12.50%	13.11%	31.72%	29.40%
归母公司股东权益	1059.04	1168.07	1218.07	1285.18	EBIT 增长率	12.36%	-69.80%	342.35%	28.76%
少数股东权益	50.88	51.44	59.88	71.20	净利润增长率	-2.33%	-68.99%	289.51%	34.24%
股东权益合计	1109.92	1219.51	1277.94	1356.38	ROE	5.15%	1.34%	5.08%	6.46%
负债和股东权益	1724.18	2105.56	2527.87	2526.26	ROA	5.20%	1.29%	4.73%	6.10%
现金流量表(百万)					ROIC	6.03%	0.78%	6.03%	5.51%
经营性现金流	103.61	235.82	-535.24	371.86	EPS (X)	0.341	0.098	0.387	0.519
投资性现金流	-109.21	-288.63	6.17	6.17	PE (X)	58.09	217.61	55.13	41.07
融资性现金流	4.84	143.82	372.18	-367.10	PB (X)	2.99	2.92	2.80	2.65
现金增加额	-1.17	96.31	-156.90	10.93	PS (X)	1.27	1.21	0.92	0.71
					EV/EBITDA (X)	24.51	44.83	34.70	25.28

赞宇科技财务信息 (不考虑杜库达及南通凯塔) 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。