



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2016-04-27

公司点评报告

买入/维持

赞宇科技(002637)

目标价: 28.00

昨收盘: 23.00

化工 化学制品

原材料价格回升, 公司业绩弹性高

■ 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)	3,680/2,608
12个月最高/最低(元)	37.05/13.01

相关研究报告:

《原材料价格波动影响业绩, 2016 业绩弹性高》--2016/03/22

《外延式发展筑造多元化赞宇》
--2016/01/21

证券分析师: 张学

电话: 010-88321528

E-MAIL: zhangx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190511030001

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 4 月 27 日发布 2016 年一季报, 实现营业收入 7.74 亿元, 同比增 24.40%, 归母净利润 1,330.68 万元, 同比增长 32.81%, EPS 为 0.08 元, 同时公司预告 2016 上半年净利润变动幅度为 123.08% 至 172.65%。

原材料价格上涨导致表面活性剂及油脂化工品价格回升。报告期内, 公司主要原材料棕榈油价格由年初的约 4,800 元/吨上涨到季度末约 5,500 元/吨, 相应日用化工品和脂肪醇等油脂化工品价格也呈现反弹, 公司综合毛利率由 2015 年同期的 10.97% 提高到 12.11%, 存货周转率有 1.17 提升至 1.88, 营业周期也大幅缩短。步入 4 月份后, 受厄尔尼诺气候及国际大宗商品反弹影响, 棕榈油价格最高到达 5,948 元/吨 (大连商品交易所价格), 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, 棕榈油价格步入上涨通道, 业绩将非常具有弹性, 我们之前的判断与公司 2016 年上半年业绩预增情况基本相符。

定向增发通过, 布局油脂化工。公司 2 月 3 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, 正在等待批文。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, 公司将具备合计 100 万吨油脂化学品的权益产能, 占市场份额的 1/3 以上。同时, 双马化工承诺 2016-2018 年净利润分别为 1 亿元、1.8 亿元和 2.1 亿元, 大幅增厚公司业绩。此外, 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。

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, 按照业绩承诺计算公司应享有的净利润分别为 0.60 亿元和 1.08 亿元, 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 4 月 27 日收盘价 (23.00 元) PE 分别为 40X 和 25X, 公司未来将做大维持 “买入” 评级, 6 个月目标价 (除权前) 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

(合并杜库达和南通凯塔后财务信息)资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E
货币资金	110.74	194.08	37.18	48.10
应收和预付款项	281.69	367.19	481.04	616.50
存货	460.74	331.56	805.27	665.62
其他流动资产	49.61	24.54	24.54	24.54
流动资产合计	902.78	917.37	1348.02	1354.76
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	92.65	225.50	225.50	225.50
固定资产	637.89	648.91	640.92	632.93
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	79.83	79.83	81.34	81.34
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	11.04	232.44	232.08	231.73
资产总计	1724.18	2105.56	2527.87	2526.26
短期借款	280.00	450.00	866.37	551.87
应付和预收款项	306.37	410.92	358.42	592.88
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	27.89	25.13	25.13	25.13
负债合计	614.26	886.04	1249.92	1169.88
股本	160.00	160.00	160.00	160.00
资本公积	626.96	626.96	626.96	626.96
留存收益	272.08	381.11	431.11	498.23
归母公司股东权益	1059.04	1168.07	1218.07	1285.18
少数股东权益	50.88	51.44	59.88	71.20
股东权益合计	1109.92	1219.51	1277.94	1356.38
负债和股东权益	1724.18	2105.56	2527.87	2526.26

现金流量表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E
经营性现金流	103.61	235.82	-535.24	371.86
投资性现金流	-109.21	-288.63	6.17	6.17
融资性现金流	4.84	143.82	372.18	-367.10
现金增加额	-1.17	96.31	-156.90	10.93

利润表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	2495.27	2822.36	3717.67	4810.50
营业成本	2194.96	2539.68	3299.88	4269.53
营业税金及附加	6.37	6.80	8.96	11.59
销售费用	92.46	93.67	122.68	158.75
管理费用	106.38	125.12	163.58	211.66
财务费用	28.56	34.89	39.04	45.35
资产减值损失	5.12	3.14	3.40	3.40
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	4.20	2.00	2.00
营业利润	61.41	23.26	82.14	112.22
其他非经营损益	5.14	3.80	5.21	5.21
利润总额	66.55	27.06	87.34	117.42
所得税	8.36	9.02	17.07	23.08
净利润	58.19	18.04	70.27	94.34
少数股东损益	3.62	2.37	8.43	11.32
归母股东净利润	54.57	15.67	61.84	83.02

预测指标				
	2014A	2015A	2016E	2017E
毛利率	12.04%	10.02%	11.24%	11.25%
销售净利率	2.33%	0.64%	1.89%	1.96%
销售收入增长率	12.50%	13.11%	31.72%	29.40%
EBIT 增长率	12.36%	-69.80%	342.35%	28.76%
净利润增长率	-2.33%	-68.99%	289.51%	34.24%
ROE	5.15%	1.34%	5.08%	6.46%
ROA	5.20%	1.29%	4.73%	6.10%
ROIC	6.03%	0.78%	6.03%	5.51%
EPS (X)	0.341	0.098	0.387	0.519
PE (X)	67.44	234.86	59.51	44.33
PB (X)	2.99	2.92	2.80	2.65
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。