



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2016-07-27

公司点评报告

增持/维持

赞宇科技(002637)

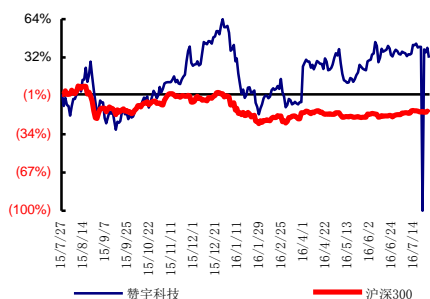
目标价: 15.00

昨收盘: 12.26

化工 化学制品

业绩大增源自价格上涨与产能扩张

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	320/226
总市值/流通(百万元)	3,923/2,771
12个月最高/最低(元)	30.79/10.25

相关研究报告:

《原材料价格回升, 公司业绩弹性高》--2016/04/27

《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

研究助理: 杨林

电话: 010-88321817

E-MAIL: yangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190115080040

事件: 公司7月27日发布2016年半年报业绩快报, 公司2016上半年实现营业收入16.01亿元, 同比增长15.51%, 实现归母净利润3,784.43万元, 同比增长212.68%, EPS为0.12元, 同比增长212.68%。

业绩大增受益于产品价格提升及产能扩张。报告期内, 受益于公司表面活性剂和油脂化工品主要原材料棕榈油价格的大幅上涨, 公司产品价格均得到有效支撑, 呈现不同幅度上涨, 表面活性剂主要产品AES 2015年价格处于7,000元以下水平, 2016上半年回升至7,500元以上, 油脂化工品中的硬脂酸、油酸价格也均保持较大幅度的上涨水平, 公司的综合毛利率水平由去年同期的9.67%一跃提升至13.63%。从表面活性剂产能上看, 公司在上半年通过租赁等方式继续扩大产能约20万吨, 广东江门新增租赁10万吨表面活性剂项目也在报告期内开始释放产能, 目前合计产能达到约60万吨左右, 较2015年底产能扩张明显, 在国内表面活性剂的市场占有率超过1/3。杭州油化一期项目上半年产能利用较为充分, 未来二期项目将优化产品结构, 重点建设有特色的油脂产品项目。

南通凯塔并购完毕, 增发事项随即启动。公司已经在2016年6月底前完成对南通凯塔的并购工作, 目前公司已经拿到定增批文, 预计8月底前完成发行工作完成对印尼杜库达的并购工作, 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, 目前南通凯塔和杜库达分别具备25万吨和45万吨产能, 未来将逐步释放其产能。油脂化工品行业竞争格局较表面活性剂行业有序, 公司未来将积极开拓下游市场, 做大做强油脂化工业务, 成为国内市场的领导者。

估值与评级。我们预计公司2016年除去南通凯塔和杜库达部分净利润为约0.84亿元, 假设公司在2016年8月份完成非公开发行股票收购杜库达, 则2016年和2017年摊薄后的EPS分别为0.31元和0.50元, 对应2016年7月27日收盘价(12.26元)PE分别为40X和24X, 给予“增持”评级, 6个月目标价15.00元。

风险提示。棕榈油价格大幅下降; 并购项目业绩承诺不及预期。

■ 主要财务指标

	2014	2015	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2495.27	2822.36	4202.91	6851.58
净利润(百万元)	54.57	15.67	107.93	209.68
摊薄每股收益(元)	0.171	0.049	0.306	0.499

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	32.54	36.43
应收和预付款项	281.69	367.19	370.88	455.28
存货	460.74	331.56	639.94	446.95
其他流动资产	49.61	24.54	24.54	24.54
流动资产合计	902.78	917.37	1067.90	963.21
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	575.27	499.68
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产开发支出	79.83	79.83	79.22	77.11
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	2179.97	1997.22
短期借款	280.00	450.00	613.13	163.55
应付和预收款项	306.37	410.92	270.20	474.05
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	908.46	662.72
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	420.40	467.99
归母公司股东权益	1059.04	1168.07	1207.35	1254.95
少数股东权益	50.88	51.44	64.15	79.55
股东权益合计	1109.92	1219.51	1271.51	1334.50
负债和股东权益	1724.18	2105.56	2179.97	1997.22

现金流量表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E
经营性现金流	103.61	235.82	-254.35	527.40
投资性现金流	-109.21	-288.63	0.00	0.00
融资性现金流	4.84	143.82	92.81	-523.51
现金增加额	-1.17	96.31	-161.53	3.89

利润表(百万)				
	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	2495.27	2822.36	3254.14	3643.19
营业成本	2194.96	2539.68	2819.97	3154.91
营业税金及附加	6.37	6.80	7.84	8.78
销售费用	92.46	93.67	107.39	120.23
管理费用	106.38	125.12	143.18	160.30
财务费用	28.56	34.89	38.69	34.42
资产减值损失	5.12	3.14	16.27	18.22
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动	0.00	4.20	0.00	0.00
营业利润	61.41	23.26	120.80	146.34
其他非经营损益	5.14	3.80	0.00	0.00
利润总额	66.55	27.06	120.80	146.34
所得税	8.36	9.02	24.16	29.27
净利润	58.19	18.04	96.64	117.07
少数股东损益	3.62	2.37	12.71	15.40
归母股东净利润	54.57	15.67	83.93	101.68

预测指标				
	2014A	2015A	2016E	2017E
毛利率	12.04%	10.02%	13.34%	13.40%
销售净利率	2.33%	0.64%	2.97%	3.21%
销售收入增长率	12.50%	13.11%	15.30%	11.96%
EBIT 增长率	12.36%	-69.80%	191.80%	13.46%
净利润增长率	-2.33%	-68.99%	435.63%	21.15%
ROE	5.15%	1.34%	6.95%	8.10%
ROA	5.20%	1.29%	6.72%	8.32%
ROIC	6.03%	0.78%	7.85%	7.10%
EPS (X)	0.341	0.098	0.262	0.318
PE (X)	71.90	250.39	46.75	38.59
PB (X)	3.70	3.36	3.25	3.13
PS (X)	1.57	1.39	1.21	1.08
EV/EBITDA (X)	15.81	21.48	12.74	9.71

资料来源: WIND, 太平洋证券 (未包含南通凯塔和杜库达)

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。