

证券研究报告

公司研究——中报点评

阳谷华泰 (300121.SZ)



上次评级: 增持, 2018.04.27

郭荆璞 行业首席分析师
执业编号: S1500510120013
联系电话: +86 10 83326789
邮箱: guojingpu@cindasc.com

张燕生 行业分析师
执业编号: S1500517050001
联系电话: +86 10 83326708
邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

李皓 行业分析师
执业编号: S1500515070002
联系电话: +86 10 83326852
邮箱: lihao1@cindasc.com

相关研究
 《阳谷华泰 (300121): 橡胶助剂领跑者, 蓄势腾飞》 2018.01.18
 《阳谷华泰 (300121): 主导产品高景气, 配股项目打开成长空间》 2018.04.04
 《阳谷华泰 (300121): 一季度业绩如期爆发》 2018.04.27

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编: 100031

单季度盈利创历史新高, 新产能开始投放

2018 年 08 月 09 日

事件:

公司发布 2018 年半年报。报告期内, 公司实现营业收入 10.54 亿元, 同比增长 43.90%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2.20 亿元, 同比增长 172.33%, 折合基本每股收益 0.67 元。

点评:

- **上半年经营状况稳定。**上半年公司实现营业收入 10.54 亿元, 同比增长 43.90%, 实现归属于上市公司股东的净利润 2.20 亿元, 同比增长 172.33%, 实现销售毛利率 35.64%, 同比上升 6.79 个百分点, 期间费用率 9.35%, 同比下降 4.14 个百分点。其中 Q1/Q2 分别实现营业收入 5.24 亿元、5.30 亿元, 实现归母净利润 1.02 亿元、1.19 亿元, 单季度盈利创历史新高, 销售毛利率分别为 36.3%、34.99%。公司防焦剂所在的加工助剂体系实现营业收入 4.01 亿元, 同比增长 37.74%, 毛利率为 43.43%, 同比上升 10.96 个百分点, 促进剂所在的硫化助剂体系实现营业收入 3.76 亿元, 同比增长 61.91%, 毛利率为 30.31%, 同比上升 9.91 个百分点, 不溶性硫磺所在的其他类实现营业收入 9949 万元, 同比增长 46.57%, 毛利率为 45.88%, 同比上升 3.75 个百分点, 主导产品表现亮眼, 业绩增长的主要原因为主导产品价格上涨带来盈利能力大幅提升, 同时部分新产能得到释放。
- **主导产品价格维持高位。**公司主导产品包括防焦剂 CTP、促进剂 NS、促进剂 CBS、不溶性硫磺、微晶石蜡、胶母粒等品种。在国家安全监管、环保督查力度持续加大的政策背景下, 部分环保及技术不达标的助剂产能被关停, 导致部分橡胶助剂产品出现供应紧张, 价格大幅上涨的现象。2017 年下半年以来, 防焦剂价格从 3 万元/吨上涨到 4.1 万元/吨, 涨幅达到 36.7%, 促进剂 NS 价格从 3.05 万元/吨上涨到 4.1 万元/吨, 涨幅达到 34.43%, 促进剂 CBS 价格从 2.4 万元/吨上涨到 3.2 万元/吨, 涨幅达到 33.33%。近期, 公司产品价格有所回落, 防焦剂 CTP、促进剂 NS、促进剂 CBS 分别回落至 3.9 万元/吨、3.67 万元/吨和 2.65 万元/吨, 产品价格与单品盈利仍处相对高位。
- **借力配股项目, 优势产品有望再腾飞。**2018 年 2 月, 公司配股发行完成, 以 6.96 元/股的价格发行 8591.17 万股, 募集资金总额 5.98 亿元, 扣除发行费用后将全部用于高性能橡胶助剂生产项目 (3.47 亿元) 以及补充流动资金。高性能橡胶助剂生产项目包括年产 2 万吨不溶性硫磺、1.5 万吨促进剂 M 以及 1 万吨促进剂 NS, 其中不溶性硫磺一期项目 1 万吨已经建设完成, 将逐步投产, 不溶性硫磺二期 1 万吨在建。

- **积极布局新材料。**2017年,公司以人民币2214万元收购达诺尔科技股份有限公司10%的股权,正式进军电子化学品领域。达诺尔主营业务包括半导体湿法工艺超高纯微电子化学品的研发、生产和销售,主要产品包括超纯氨水和超纯异丙醇,产品质量指标达到国际半导体标准的PPT最高级。2018年5月,公司与中国科学院化学研究所签署了《科技合作协议》,共同建立“先进陶瓷纤维联合研发中心”,开展新型氧化物陶瓷连续纤维等新材料的长期合作;6月,公司签署了《分宜川流长枫新材料投资合伙企业(有限合伙)合伙协议》,拟以出资人民币1500万元投资分宜川流长枫新材料投资合伙企业(有限合伙),目前已出资人民币600万元。分宜川流长枫新材料投资合伙企业(有限合伙)主要投资于高速增长的新材料企业,包括但不限于各种特种塑料及纤维、轻量化材料、新能源材料、半导体及集成电路用电子化学品、环保及循环经济材料。
- **盈利预测及评级:**我们预计公司2018~2020年营业收入分别达到20.58亿元、22.69亿元和23.44亿元,归属母公司的净利润分别达到3.87亿元、4.32亿元和4.37亿元,2018~2020年摊薄的EPS分别达到1.03元、1.15元和1.17元,对应2018年08月08日收盘价(13.18元/股)的动态PE分别为13倍、11倍和11倍,维持“增持”评级。
- **风险因素:**下游轮胎需求增长不及预期;环保突发事件导致公司产品停限产;产品价格下滑;原材料价格上涨等风险。

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1,239.89	1,637.80	2,057.99	2,269.32	2,344.21
增长率 YoY%	44.17%	32.09%	25.66%	10.27%	3.30%
归属母公司净利润(百万元)	156.78	203.54	386.64	432.26	437.14
增长率 YoY%	298.80%	29.83%	89.96%	11.80%	1.13%
毛利率%	28.28%	28.35%	34.80%	34.74%	34.15%
净资产收益率 ROE%	27.22%	26.99%	30.12%	22.42%	18.50%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.42	0.54	1.03	1.15	1.17
市盈率 P/E(倍)	32	24	13	11	11
市净率 P/B(倍)	7.57	5.78	2.89	2.31	1.92

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测注: 股价为2018年08月08日收盘价

资产负债表

	单位:百万元				
会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	866.68	1,010.08	1,806.67	2,204.36	2,586.08
货币资金	170.65	117.84	717.25	1,006.71	1,347.84
应收票据	129.43	223.06	280.29	309.07	319.27
应收账款	389.26	436.42	548.38	604.69	624.65
预付账款	36.10	48.56	55.52	61.28	63.87
存货	124.39	146.62	167.65	185.03	192.86
其他	16.86	37.58	37.58	37.58	37.58
非流动资产	545.29	613.55	703.33	760.63	825.92
长期投资	0.00	21.78	21.78	21.78	21.78
固定资产	434.70	427.95	436.38	547.06	664.33
无形资产	77.67	75.78	73.42	71.30	69.18
其他	32.92	88.05	171.75	120.50	70.64
资产总计	1,411.97	1,623.62	2,510.00	2,964.99	3,412.00
流动负债	495.43	705.07	735.57	758.30	768.17
短期借款	149.00	210.00	210.00	210.00	210.00
应付账款	102.27	94.08	107.57	118.72	123.75
其他	244.16	400.99	418.00	429.57	434.42
非流动负债	263.73	62.89	62.89	62.89	62.89
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	263.73	62.89	62.89	62.89	62.89
负债合计	759.17	767.96	798.45	821.19	831.05
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	652.81	855.66	1,711.54	2,143.81	2,580.95
负债和股东权益	1411.97	1623.62	2510.00	2964.99	3412.00

重要财务指标

	单位:百万元				
主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,239.89	1,637.80	2,057.99	2,269.32	2,344.21
同比	44.17%	32.09%	25.66%	10.27%	3.30%
归属母公司净利润	156.78	203.54	386.64	432.26	437.14
同比	298.80%	29.83%	89.96%	11.80%	1.13%
毛利率	28.28%	28.35%	34.80%	34.74%	34.15%
ROE	27.22%	26.99%	30.12%	22.42%	18.50%
摊薄每股收益(元)	0.42	0.54	1.03	1.15	1.17
P/E	32	24	13	11	11
P/B	7.57	5.78	2.89	2.31	1.92
EV/EBITDA	14.78	12.67	9.82	8.80	8.49

利润表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,239.89	1,637.80	2,057.99	2,269.32	2,344.21
营业成本	889.27	1,173.54	1,341.79	1,480.95	1,543.63
营业税金及附加	11.08	19.54	24.55	27.07	27.96
营业费用	34.27	57.55	72.32	79.75	82.38
管理费用	86.30	97.30	122.26	134.82	139.27
财务费用	26.95	34.68	37.56	33.38	31.15
资产减值损失	4.31	6.91	8.05	8.36	9.24
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.69	0.89	1.16	1.51
营业利润	187.71	249.97	452.35	506.16	512.08
营业外收入	6.83	2.77	4.83	4.83	4.83
营业外支出	1.88	3.15	2.30	2.44	2.63
利润总额	192.66	249.59	454.87	508.54	514.28
所得税	35.89	46.05	68.23	76.28	77.14
净利润	156.78	203.54	386.64	432.26	437.14
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	156.78	203.54	386.64	432.26	437.14
EBITDA	281.64	338.21	551.52	615.75	637.67
EPS	0.54	0.70	1.03	1.15	1.17

现金流量表

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	172.52	43.23	315.00	451.83	527.06
净利润	156.78	203.54	386.64	432.26	437.14
折旧摊销	59.50	60.32	64.55	75.11	91.30
财务费用	29.48	28.30	32.10	32.10	32.10
投资损失	0.00	-0.69	-0.89	-1.16	-1.51
营运资金变动	-78.13	-255.77	-174.74	-93.86	-39.95
其它	4.89	7.52	7.34	7.38	7.99
投资活动现金流	-42.16	-89.92	-152.73	-130.28	-153.83
资本支出	-42.49	-74.26	-153.62	-131.44	-155.34
长期投资	0.00	1.20	0.89	1.16	1.51
其他	0.34	-16.86	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-120.37	-28.74	438.03	-31.21	-31.21
吸收投资	48.42	0.00	581.78	0.00	0.00
借款	-267.01	61.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	37.46	54.06	143.75	31.21	31.21
现金净增加额	6.84	-77.05	599.42	289.45	341.14

化工研究小组简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

张燕生，清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经验。2015年3月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

李皓，中国人民大学金融学硕士，2013年7月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<p>买入：股价相对强于基准 20% 以上；</p> <p>增持：股价相对强于基准 5% ~ 20%；</p> <p>持有：股价相对基准波动在±5%之间；</p> <p>卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。</p>	<p>看好：行业指数超越基准；</p> <p>中性：行业指数与基准基本持平；</p> <p>看淡：行业指数弱于基准。</p>

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。