

## 扩产 100 万吨日化项目，未来成长潜力巨大

### 投资要点

- **事件:** 8月29日, 公司与河南鹤壁宝山经开区管委会签署《赞宇科技中原日化生态产业园项目投资协议》, 规划投资 35 亿元建设年产 100 万吨日化生态产业园项目。
- **开拓中原日化市场, 三年再造一个新赞宇。** 公司预算投资 35 亿元, 其中公司控股投资约 20 亿元, 引入产业关联企业投资约 15 亿元, 建设规划包括 25 万吨/年表面活性剂、25 万吨/年油脂化学品、50 万吨/年洗护用品、引入品牌日用化学品产业、以及配套的包装、原材料、仓储、物流等。项目计划分三期建设: 一期规划建设 25 万吨/年表面活性剂、50 万吨/年洗护用品, 建设周期为 2019 年 10 月-2021 年 10 月; 二期规划建设 25 万吨/年油脂化学品, 建设周期为 2021 年 10 月-2022 年 12 月; 三期规划引入品牌日用化学品企业及配套的包装、原材料、仓储、物流等, 计划 2024 年 12 月底前建成, 其中一期和二期项目将分期建设、分期投产。预计全部达产后年产值将达到 100 亿元, 实现利税约 8 亿元。
- **公司大股东实力雄厚, 投产中原优势突出。** 公司实控人河南正商集团是河南地区房地产龙头企业之一, 目前全国排名 50 左右, 资本实力突出。河南地处中原地区, 目前常住人口约 9500 万人, 消费潜力巨大; 同时可辐射华北、西北和华中地区市场, 具有极其重要的地理战略优势。鹤壁宝山经济技术开发区是省级专业化工园区, 也是河南省四个现代煤化工基地之一, 具备规范化的管理和完善的产业服务配套。公司此次项目规划, 一方面充分借助大股东的资本和资源优势, 另一方面可以充分发挥赞宇科技在油脂化工领域和表面活性剂领域龙头企业的优势。
- **棕榈油价格拐点已现, 公司有望充分受益。** 受益于食品领域及生物柴油需求的增长, 2019 年全球的棕榈油需求将增加至少 700 万吨, 全球市场表观消费量预计将达到 7700 万吨棕榈油, 但由于全球最大棕榈油产地印尼产量的下滑, 其 2019 年出口量将减少 8%, 明年供应增幅将放慢到 200 万吨, 叠加今年的全球棕榈油去库存周期, 预计明年棕榈油将出现供给缺口, 因此我们判断棕榈油价格拐点已现。同时, 下游阴离子表面活性剂经过近几年的行业整合, 及环保因素带动的小产能出清, 行业集中度及有序程度有所提升, 同时下游洗涤用品需求稳健增长, 公司是油脂化工及阴离子表面活性剂双龙头, 具备油脂化工产能 55 万吨/年, 表面活性剂产能 70 万吨/年, 有望充分受益于产品价格上涨。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.87 元、0.97 元、1.16 元, 未来三年归母净利润将保持 40% 的复合增长率, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格或大幅波动、表面活性剂和油脂化工产品价格或大幅下降、在建工程进度或不及预期、气候条件或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	7064.07	6506.91	7411.11	8128.41
增长率	2.26%	-7.89%	13.90%	9.68%
归属母公司净利润(百万元)	178.08	368.02	408.71	489.57
增长率	11.70%	106.67%	11.06%	19.78%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.87	0.97	1.16
净资产收益率 ROE	7.26%	12.58%	11.93%	12.75%
PE	17	8	7	6
PB	1.33	1.16	1.03	0.90

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

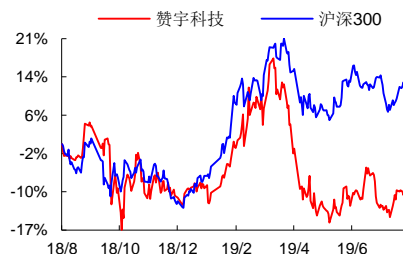
分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
电话: 0755-23614278  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春  
执业证号: S1250519080005  
电话: 021-58351839  
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪  
电话: 010-58251919  
邮箱: xuerc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	4.23
流通 A 股(亿股)	3.71
52 周内股价区间(元)	6.62-9.38
总市值(亿元)	30.19
总资产(亿元)	59.34
每股净资产(元)	6.00

### 相关研究

1. 赞宇科技(002637): 表面活性剂双龙头, 服务业务前景向好 (2018-11-26)

**关键假设：**

假设 1：预计 2019-2021 年表面活性剂销量分别为 42.00、46.00、50.00 万吨，含税价格分别为 7800、8000、8000 元/吨。

假设 2：由于赞宇科技剥离南通凯塔 25 万吨/油脂化工产能，预计 2019-2021 年油脂化工产品销量分别为 50.00、55.00、60.00 万吨，含税价格分别为 6300、6600、6600 元/吨。

假设 3：公司三费率无明显变化。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	7,064.07	6,506.91	7,411.11	8,128.41
	增速	2.26%	-7.89%	13.90%	9.68%
	成本	6,120.74	5,573.31	6,334.61	6,900.88
	毛利率	13.35%	14.35%	14.53%	15.10%
表面活性剂产品	收入	2,674.24	2,899.12	3,256.64	3,539.82
	增速	-15.70%	8.41%	12.33%	8.70%
	成本	2,345.40	2,565.72	2,865.84	3,097.35
	毛利率	12.30%	11.50%	12.00%	12.50%
油脂化工产品	收入	3,722.99	2,787.61	3,212.39	3,504.42
	增速	12.88%	-25.12%	15.24%	9.09%
	成本	3,324.04	2,453.10	2,826.90	3,066.37
	毛利率	10.72%	12.00%	12.00%	12.50%
其他	收入	666.84	820.18	942.08	1,084.17
	增速	19.12%	23.00%	14.86%	15.08%
	成本	451.30	554.49	641.87	737.16
	毛利率	32.32%	32.39%	31.87%	32.01%

数据来源：Wind，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	7064.07	6506.91	7411.11	8128.41	净利润	208.49	408.92	430.22	515.34
营业成本	6120.74	5573.31	6334.61	6900.88	折旧与摊销	235.75	229.94	254.76	268.76
营业税金及附加	20.26	16.27	20.75	22.76	财务费用	136.16	117.12	103.76	105.67
销售费用	261.48	221.23	255.68	284.27	资产减值损失	206.88	30.00	20.00	10.00
管理费用	164.95	253.77	229.74	251.98	经营营运资本变动	306.42	154.71	1.79	45.71
财务费用	136.16	117.12	103.76	105.67	其他	-529.93	-239.64	-114.09	-91.50
资产减值损失	206.88	30.00	20.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>563.77</b>	<b>701.05</b>	<b>696.44</b>	<b>853.98</b>
投资收益	125.16	130.00	10.00	10.00	资本支出	-571.96	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	81.67	71.93	77.24	76.21	其他	373.01	201.93	87.24	86.21
其他经营损益	0.32	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-198.95</b>	<b>151.93</b>	<b>37.24</b>	<b>36.21</b>
<b>营业利润</b>	<b>269.84</b>	<b>497.13</b>	<b>533.81</b>	<b>639.06</b>	短期借款	-146.24	-335.94	-465.90	-203.88
其他非经营损益	-0.72	0.43	-1.46	-0.58	长期借款	-78.95	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>269.13</b>	<b>497.56</b>	<b>532.35</b>	<b>638.48</b>	股权融资	20.51	0.00	0.00	0.00
所得税	60.63	88.64	102.13	123.14	支付股利	-84.44	-35.62	-73.60	-81.74
净利润	208.49	408.92	430.22	515.34	其他	-254.05	-171.26	-103.76	-105.67
少数股东损益	30.42	40.89	21.51	25.77	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-543.18</b>	<b>-542.81</b>	<b>-643.26</b>	<b>-391.29</b>
归属母公司股东净利润	178.08	368.02	408.71	489.57	<b>现金流量净额</b>	<b>-156.49</b>	<b>310.17</b>	<b>90.42</b>	<b>498.90</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	340.52	650.69	741.11	1240.01	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1315.16	1258.26	1477.03	1629.37	销售收入增长率	2.26%	-7.89%	13.90%	9.68%
存货	1033.32	548.48	631.46	683.38	营业利润增长率	39.58%	84.23%	7.38%	19.72%
其他流动资产	225.23	221.97	227.26	231.46	净利润增长率	32.12%	96.13%	5.21%	19.78%
长期股权投资	244.29	244.29	244.29	244.29	EBITDA 增长率	24.78%	31.54%	5.70%	13.58%
投资性房地产	228.05	228.05	228.05	228.05	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2839.29	2685.32	2506.52	2313.73	毛利率	13.35%	14.35%	14.53%	15.10%
无形资产和开发支出	562.46	537.54	512.63	487.71	三费率	7.96%	9.10%	7.95%	7.90%
其他非流动资产	222.74	221.69	220.64	219.59	净利率	2.95%	6.28%	5.81%	6.34%
<b>资产总计</b>	<b>7011.06</b>	<b>6596.30</b>	<b>6789.00</b>	<b>7277.60</b>	ROE	7.26%	12.58%	11.93%	12.75%
短期借款	1005.71	669.78	203.88	0.00	ROA	2.97%	6.20%	6.34%	7.08%
应付和预收款项	2084.52	1731.79	1970.83	2182.88	ROIC	8.37%	14.05%	15.39%	18.81%
长期借款	300.23	300.23	300.23	300.23	EBITDA/销售收入	9.08%	12.97%	12.04%	12.47%
其他负债	749.47	644.28	707.23	754.05	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4139.93</b>	<b>3346.08</b>	<b>3182.16</b>	<b>3237.16</b>	总资产周转率	1.06	0.96	1.11	1.16
股本	423.45	424.70	424.70	424.70	固定资产周转率	3.84	3.21	3.36	3.71
资本公积	1167.09	1165.84	1165.84	1165.84	应收账款周转率	13.55	13.24	14.74	14.40
留存收益	707.23	1039.64	1374.75	1782.58	存货周转率	6.00	6.94	10.64	10.43
归属母公司股东权益	2267.06	2605.26	2940.37	3348.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	82.89%	—	—	—
少数股东权益	604.07	644.96	666.47	692.24	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2871.13</b>	<b>3250.22</b>	<b>3606.84</b>	<b>4040.44</b>	资产负债率	59.05%	50.73%	46.87%	44.48%
负债和股东权益合计	7011.06	6596.30	6789.00	7277.60	带息债务/总负债	31.55%	28.99%	15.84%	9.27%
					流动比率	0.79	0.92	1.12	1.35
					速动比率	0.51	0.73	0.89	1.11
					股利支付率	47.42%	9.68%	18.01%	16.70%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.42	0.87	0.97	1.16
					每股净资产	5.35	6.15	6.94	7.91
					每股经营现金	1.33	1.66	1.64	2.02
					每股股利	0.20	0.08	0.17	0.19
业绩和估值指标									
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	641.76	844.19	892.33	1013.49					
PE	16.95	8.20	7.39	6.17					
PB	1.33	1.16	1.03	0.90					
PS	0.43	0.46	0.41	0.37					
EV/EBITDA	4.70	2.74	1.97	1.04					
股息率	2.80%	1.18%	2.44%	2.71%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn