

2020年03月17日

证券研究报告·公司研究报告

赞宇科技(002637) 化工

买入(维持)

当前价: 12.65元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

油化日化双龙头, 产能释放成长确定性强

投资要点

- **公司是国内表面活性剂与油脂化工双龙头企业, 业绩迎来拐点:** 现有表面活性剂产能 65 万吨/年、油脂化工产能 75 万吨/年, 下游客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、蓝月亮等。公司前身是浙江轻工业研究所, 技术积淀深厚。2018 年 7 月公司变更实控人为河南正商企业发展集团, 正商集团是河南地区房地产龙头企业之一, 全国 50 强房企, 2019 年 8 月, 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。公司 2019Q4 实现归母净利润 1.3 亿元, 同比增加 375%, 环比增加 105%。根据公司 2020 年第一季度业绩预告, 预计归母净利润 10000-15000 万元, 同比增长 128%-242%。
- **棕榈油减产逻辑仍在, 库存降至十年最低, 受斋月影响价格有望迎来反弹周期。** 根据 USDA 数据, 2019/20 全球棕榈油产量 7295 万吨, 同比减少 1.3%, 2019/20 全球棕榈油库存 754 万吨, 同比降低 29.5%, 主要由于棕榈油主要产地印尼和马来西亚天气异常导致棕榈油减产所致。根据 MPOB 最新数据, 马来西亚 2020 年 2 月库存降至 168 万吨, 为 2017 年 6 月以来最低水平, 同时印尼气候异常, 棕榈油减产逻辑依然存在。我们认为随着 4 月份穆斯林斋月来临前下游备库需求, 以及印尼棕榈油的减产逻辑持续, 棕榈油价格有望迎来一波反弹周期, 带动下游表面活性剂和油脂化工品价上涨。
- **表面活性剂: 疫情拉动洗消用品需求, 公司表活产能陆续释放, 向下游日化领域延伸。** 目前公司具备在产/在建共 11 家工厂 65 万吨/年表活产能, 江苏镇江工厂 12 万吨/年液体洗涤剂已经试车投产, 同时新增消毒剂生产; 2020 年 5 月嘉兴赞宇 10 万吨/年表活投产, 2020 年 6 月左右四川眉山 15 万吨/年表活产能投产, 2021 年在河南鹤壁一期有 25 万吨/年表活(20 万吨阴离子表活和 5 万吨其他表活)和 50 万吨/年洗护用品产能(30 万吨液洗和 20 万吨洗衣粉)投放。目前表活行业经历已经充分整合, 上下游价格传导机制已经建立, 行业恶性竞争格局已不存在。随着目前全球疫情加剧, 对于洗手液、消毒液等洗消用品需求剧增, 公司目前表活、消毒剂产品供不应求。
- **油脂化工: 印尼杜库达成本优势突出, 深耕下游油酸高附加值产品。** 公司现有油化产品产能 75 万吨/年, 包括杭州油化 20 万吨/年、印尼杜库达 45 万吨/年, 印尼杜库达靠近原材料产地, 在原材料价格、员工成本、关税等成本上较国内低 250 元/吨以上, 2020 年产量有望同比增长 30%。公司于 2019 年下半年先后收购金马油脂、维顿生物、诚鑫化工, 使用棉籽油和大豆油的油角生产植物系油酸及下游产品(树脂等), 目前国内油酸及下游产品规模不到 50 万吨/年, 三家工厂合计产能在 10 万吨/年左右, 是国内油酸最大的产能。公司正在不断开发油酸下游细分领域高毛利产品, 未来将从细分行业龙头做到整个油脂化工行业的龙头, 毛利率有望进一步提升。此外, 2022 年河南鹤壁二期有 25 万吨/年油化产品投放, 进一步降低成本、扩大市场占有率。
- **盈利预测与投资建议。** 由于公司新增产能陆续释放, 同时表面活性剂产品供不应求, 我们上调公司 2019-2021 年归母净利润至 3.68 亿元、4.41 亿元、5.44 亿元(原为 3.68 亿元、4.09 亿元、4.90 亿元), EPS 分别为 0.87 元、1.04 元、1.29 元, 对应 PE 分别为 15X、12X、10X, 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	8064.31	9484.21
增长率	2.26%	-7.89%	23.93%	17.61%
归属母公司净利润(百万元)	178.08	368.02	441.35	543.98
增长率	11.70%	106.67%	19.93%	23.25%
每股收益 EPS(元)	0.42	0.87	1.04	1.29
净资产收益率 ROE	7.26%	12.58%	12.76%	13.88%
PE	30	15	12	10
PB	2.36	2.05	1.80	1.56

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

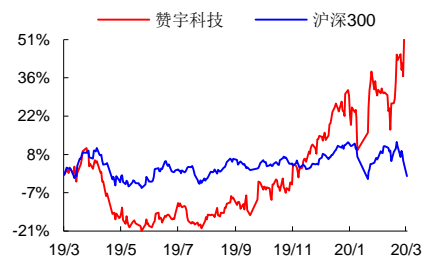
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪

电话: 010-58251919

邮箱: xuec@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)	3.73
52 周内股价区间(元)	6.73-12.65
总市值(亿元)	53.47
总资产(亿元)	57.10
每股净资产(元)	6.07

相关研究

1. 赞宇科技(002637): 扩产 100 万吨日化项目, 未来成长潜力巨大 (2019-08-30)

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司是表面活性剂、油脂化工双龙头，业绩爆发增长	1
1.1 公司客户结构优异、产品种类丰富，有望三年再造一个赞宇	1
1.2 受益行业充分整合，公司盈利拐点出现	4
2 公司表活产能陆续释放，向日化消费品领域延伸	5
2.1 公司是国内产业规模最大、综合竞争力最强的表面活性剂企业	5
2.2 行业经历充分整合，龙头企业优势凸显	7
3 油脂化工：印尼杜库达成本优势突出，深耕下游高附加值产品	8
3.1 棕榈油仍存供需缺口，短期价格有望反弹	8
3.2 印尼杜库达靠近原材料产地，成本优势突出	10
3.3 公司布局油酸行业，深耕下游高附加值产品	10
4 盈利预测与评级	11
5 风险提示	11

图 目 录

图 1: 公司股权结构与业务板块	1
图 2: 公司日用化工与油脂化工主要产品	2
图 3: 油脂化工产业链	2
图 4: 日化生态产业园项目市场空间广阔	3
图 5: 公司 2010 年至今营业收入及增速	4
图 6: 公司 2010 年至今归母净利润及增速	4
图 7: 公司 2019H1 各业务营收占比 (%)	5
图 8: 公司 2019H1 各业务毛利润占比 (%)	5
图 9: 公司表面活性剂子公司及 OEM 加工基地分布	5
图 10: 表面活性剂下游应用分布	6
图 11: 常见洗手液主要成分配比	6
图 12: 阴离子表面活性剂产能、产量、开工率	7
图 13: 主要阴离子表面活性剂产量 (万吨)	7
图 14: 阴离子表面活性剂价格及毛利润 (右轴, 元/吨)	7
图 15: 国内脂肪酸产量及增速	8
图 16: 棕榈油与硬脂酸价格高度相关	8
图 17: 棕榈油期货合约收盘价 (元/吨)	9
图 18: 马来西亚棕榈油期末库存量 (万吨)	10
图 19: 棕榈油库存消费比	10

表 目 录

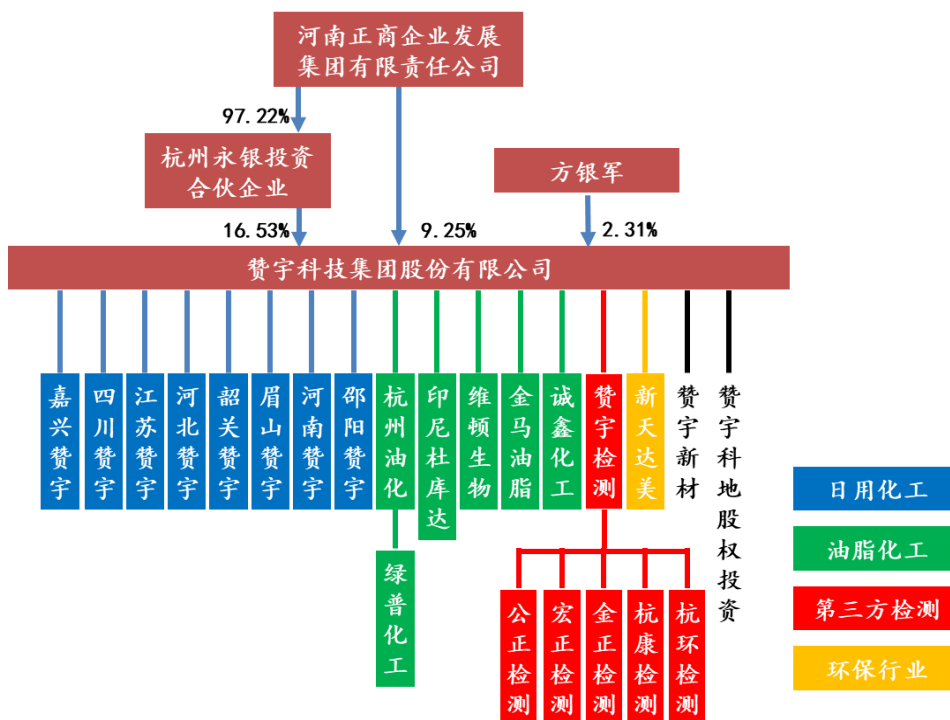
表 1: 公司表面活性剂板块新增产能	6
表 2: USDA 全球棕榈油供需平衡表 (千吨)	9
附表: 财务预测与估值	12

1 公司是表面活性剂、油脂化工双龙头，业绩爆发增长

1.1 公司客户结构优异、产品种类丰富，有望三年再造一个赞宇

公司是国内表面活性剂、油脂化工龙头企业之一，现有表面活性剂产能 65 万吨/年、油脂化工产能 65 万吨/年。公司前身是浙江轻工业研究所，技术积淀深厚。2018 年 7 月公司变更实控人为河南正商企业发展集团，正商集团是河南地区房地产龙头企业之一，全国 50 强房企，资金、资源实力雄厚，有助于公司表活、油化产能持续提升，协同公司环保等新业务快速发展。

图 1：公司股权结构与业务板块

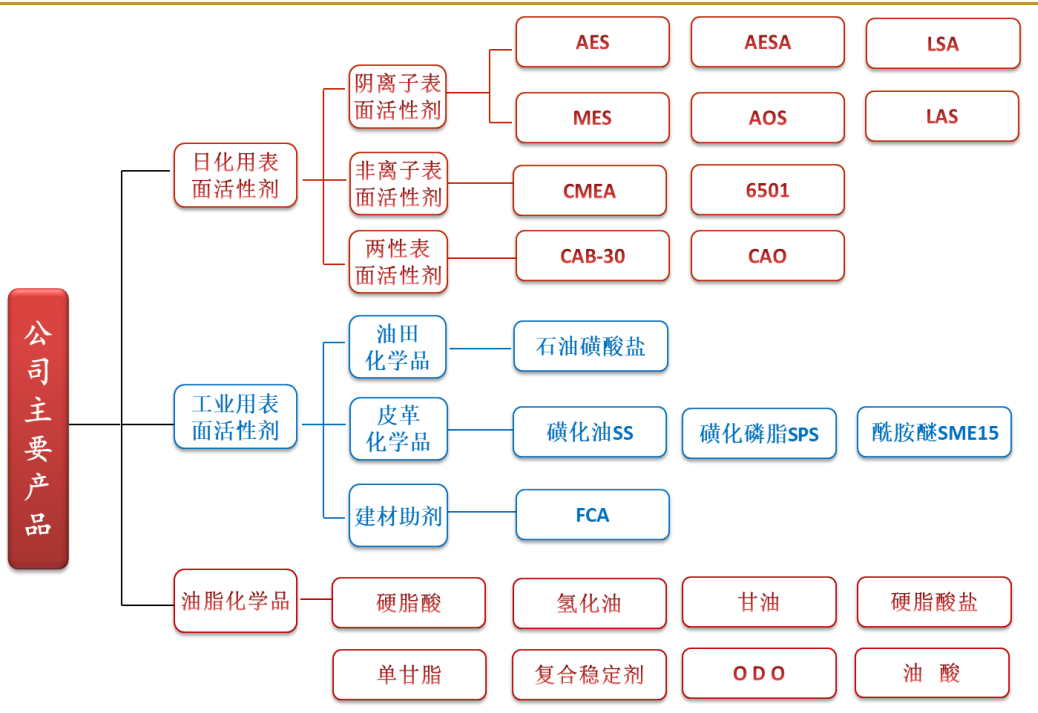


数据来源: Wind, 西南证券整理

公司表面活性剂产品包括日用表面活性剂和工业用表面活性剂，广泛用作洗涤剂、起泡剂、润湿剂、乳化剂和分散剂，主要客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、立白、白猫、蓝月亮、南风化工、威莱、拉芳等国际、国内知名品牌日化企业。公司产品已达到国际先进水平，能够凭借品质、成本等方面的综合优势实现出口，产品出口畅销东南亚、欧美、澳大利亚等国家和地区。

主要油脂化工主要产品包括硬脂酸、脂肪酸、油酸、脂肪醇、脂肪胺、二聚酸、聚酰胺树脂、甘油及其他助剂等油脂化工产品，在日化、塑料、橡胶、涂料、建材、医药、纺织、军工、冶金、矿产等领域均有广泛的应用。

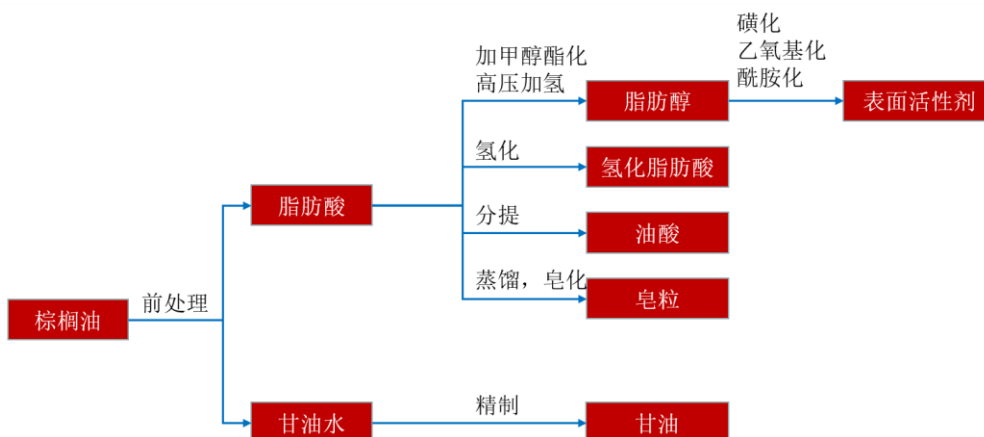
图 2：公司日用化工与油脂化工主要产品



数据来源：西南证券整理

原材料棕榈油有望迎来反弹周期。表面活性剂以及油脂化工的上游原材料是棕榈仁油/棕榈油，其产品价格与原材料高度相关。目前全球棕榈油库存为 10 年来最低，根据马来西亚棕榈油局 (MPOB) 最新数据，马来西亚 2020 年 2 月库存降至 168 万吨，为 2017 年 6 月以来最低水平，同时印尼气候异常，棕榈油减产逻辑依然存在。我们认为随着 4 月份穆斯林斋月来临前下游备库存需求，以及印尼棕榈油的减产逻辑持续，棕榈油价格有望迎来一波反弹周期，带动下游表面活性剂和油脂化工品价上涨。

图 3：油脂化工产业链



数据来源：公开数据，西南证券整理

投建 100 万吨日化生态产业园项目，三年再造一个新赞宇。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。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。

新项目所在地河南鹤壁地处中原地区，目前常住人口约 9500 万人，消费潜力巨大，可同时辐射华北、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。

图 4：日化生态产业园项目市场空间广阔



数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 受益行业充分整合，公司盈利拐点出现

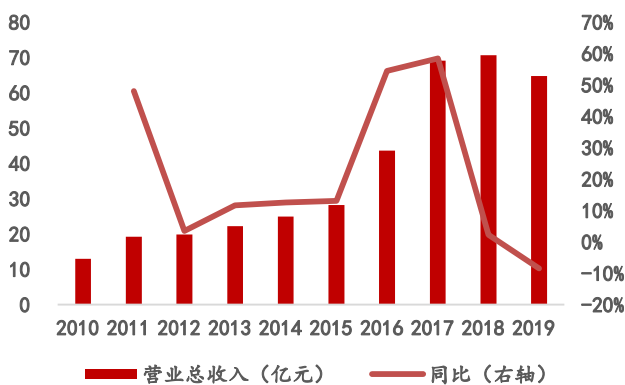
公司业绩自 2019Q4 大幅增长，公司盈利拐点已现。根据公司 2019 年业绩快报，公司 2019 年全年实现营业收入 64.7 亿元，同比降低 8.4%；实现归母净利润 3.6 亿元，同比增长 105%；分季度来看，2019Q4 实现营业收入 18.8 亿元，同比降低 12.5%，环比增加 32.4%；实现归母净利润 1.3 亿元，同比增加 375%，环比增加 105%。

公司 2019 年营收降低，系剥离南通凯塔所致。公司于 2019 年 6 月将南通凯塔 60% 股权以 10507 万元转让至科翔高新，南通凯塔自 2019 年 6 月不再纳入公司合并报表范围。南通凯塔 2018 年营收 18.9 亿元，净利润 557 万元；2019Q1 营收 3.6 亿元，净利润 544 万元；2019Q2 由于 321 响水事故停产检查整顿。若扣除南通凯塔收入，公司 2018 年营收 51.7 亿元，2019 年营收 61.1 亿元，同比增长 18.2%。

2019 年盈利大幅提升，受益原材料及行业格局好转。公司产品表面活性剂与油脂化工主要原材料是棕榈油/棕榈仁油，由于棕榈油主要原产地印尼和马来西亚降雨大幅减少，棕榈油减产导致价格大幅上涨。根据 USDA 数据，2019/20 全球棕榈油产量 7295 万吨，同比减少 1.3%，2019 年底全球棕榈油库存 754 万吨，同比降低 29.5%，棕榈油现货价格由 2019 年初 4330 元/吨上涨年末至 6330 元/吨，上涨幅度 46.2%。目前表活行业经历已经充分整合，上下游价格传导机制已经建立，行业恶性竞争格局已不存在，公司充分受益于原材料库存收益及加工费上涨收益。根据卓创资讯数据，阴离子表活磺化工艺毛利润由 2019 年初约 700 元/吨上涨至年末约 1500 元/吨。同时油化子公司印尼杜库达具备产能 45 万吨/年，靠近原材料产地，在原材料价格、员工成本、关税等成本上较国内低 250 元/吨以上，成本优势明显。

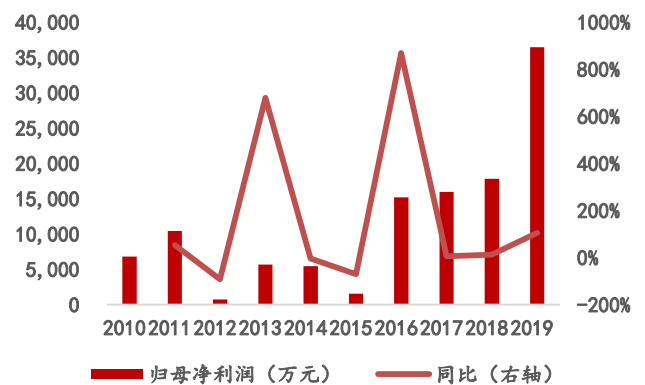
公司 2020Q1 业绩超预期，受益于持续行业整合。根据公司 2020 年第一季度业绩预告，预计归母净利润 10000-15000 万元，同比增长 128%-242%。主要由于经过持续的行业整合，加上严厉的安全环保监管，使公司在表面活性剂及油脂化工领域的行业龙头地位和规模优势更为明显，竞争力及盈利能力得到进一步增强。故虽然 2020Q1 受非冠疫情影响，物流受阻、下游部分企业复工推迟，但受前期原料及产品涨价影响，综合毛利率大幅提升，营业利润显著增加。

图 5：公司 2010 年至今营业收入及增速



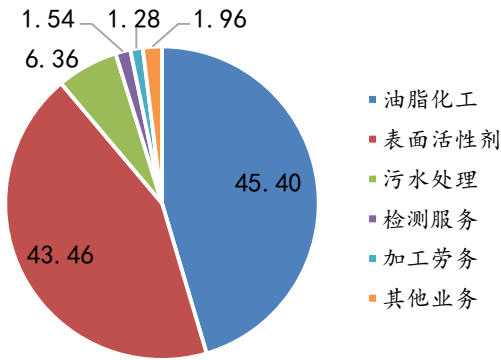
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 6：公司 2010 年至今归母净利润及增速



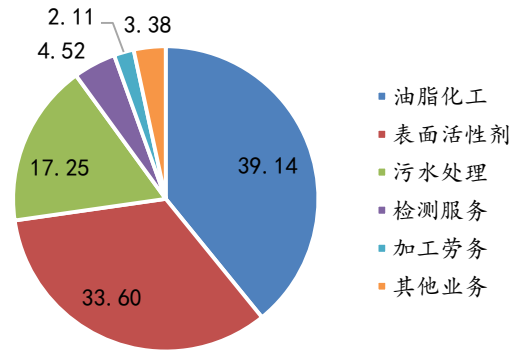
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 7: 公司 2019H1 各业务营收占比 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 8: 公司 2019H1 各业务毛利润占比 (%)



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

2 公司表活产能陆续释放, 向日化消费品领域延伸

2.1 公司是国内产业规模最大、综合竞争力最强的表面活性剂企业

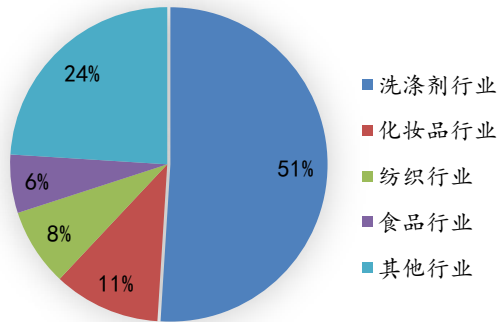
公司表面活性剂及日化板块现有建成/在建基地 7 个, OEM 加工基地 4 个, 合计产能达到 65 万吨/年, 是目前国内规模最大、竞争力最强的表面活性剂企业。公司 2019 年表面活性剂产量预计在 60 万吨左右, 主要产品为阴离子表面活性剂, 包括 AES、LAS、AOS 等, 其中 AES、AOS 销量连续多年位居全国第一, 市场占有率在 30% 以上。

图 9: 公司表面活性剂子公司及 OEM 加工基地分布

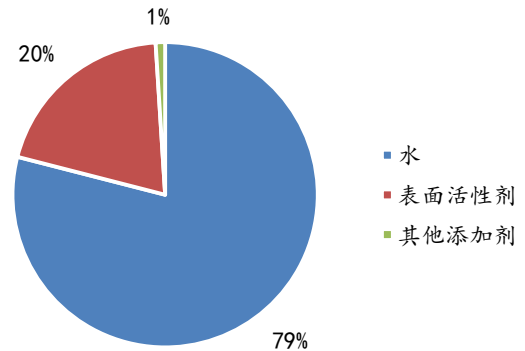


数据来源: 西南证券整理

疫情拉动洗消用品需求，公司产品供不应求。受全球新冠病毒疫情影响，洗手液等个人洗护及消杀类产品需求大增，甚至出现断货。洗手液等洗护产品的最主要原材料就是表面活性剂，起到去污、发泡、分散、乳化、润湿等特性。目前在各种洗涤剂配方中表面活性剂的添加量在 15-25%，因此造成表面活性剂需求的增长和市场的供不应求。根据 Business Wire 数据，预计 2020 至 2024 年全球洗手液市场复合年增长率将达到 9%。

图 10：表面活性剂下游应用分布


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：常见洗手液主要成分占比


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司表面活性剂产能陆续释放，未来有望快速成长。江苏赞宇 10 万吨液体洗涤用品项目已于 2019 年底投产；并于 2020 年 3 月 10 日完成工商变更登记经营范围增加了“化妆品生产；卫生用品和一次性使用医疗用品生产；消毒剂生产（不含危险化学品）；纸制品制造”范围，现已具备消毒剂生产能力。同时，公司嘉兴基地、眉山基地、河南基地的表面活性剂产能均已开工建设，在未来两年中陆续投产，预计公司 2020、2021 年便表面活性剂产量有望达到 70、90 万吨，看好公司未来成长。

表 1：公司表面活性剂板块新增产能

项目	产能 (万吨/年)	投产时间
江苏赞宇 10 万吨洗涤用品项目	10	2019 年底
嘉兴赞宇 10 万吨表面活性剂项目	10	2020 年 5 月
眉山赞宇 12 万吨绿色表面活性剂项目	12	2020 年 6 月投产 6 万吨 2020 年底投产 6 万吨
河南赞宇中原日化生态产业园项目 25 万吨表面活性剂	25	2020 年底投产 10 万吨 2021 年 10 月投产 15 万吨
河南赞宇中原日化生态产业园项目 50 万吨洗护用品	50	2021 年 10 月

数据来源：公司公告，西南证券整理

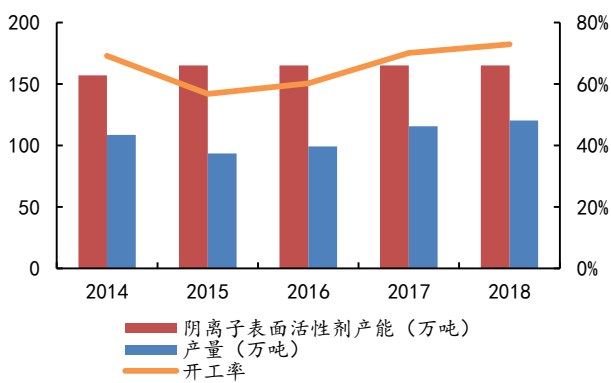
向日化消费品领域延伸，进一步提升盈利能力。公司江苏基地及河南基地规划了下游日化洗护产品的加工生产项目，江苏赞宇 10 万吨液体洗涤用品项目已于 2019 年底投产，可以为国内外品牌企业加工生产洗衣液、洗手液、洗洁精、洗发水、沐浴露、漂洗液、消毒液等日化洗护用品；河南基地 50 万吨洗护用品产能预计于 2021 年下半年投产。公司依托现有极具竞争力的表面活性剂生产供应体系进行适度的延伸至日化消费品领域，一方面能够使其成为公司新的业绩增长点，另一方面可以提高表面活性剂客户粘性，有利于巩固公司市场份额，优化公司的产业布局和产品结构，提升公司的竞争力和盈利能力

2.2 行业经历充分整合，龙头企业优势凸显

2018 年国内阴离子表面活性剂产能约 165 万吨，产量为 120.3 万吨，主要品种包括直链烷基苯磺酸(LAS)、脂肪醇醚硫酸钠(AES)、脂肪醇硫酸钠(K12)、 α -烯烃磺酸钠(AOS)、脂肪酸甲酯磺酸钠(MES)等。

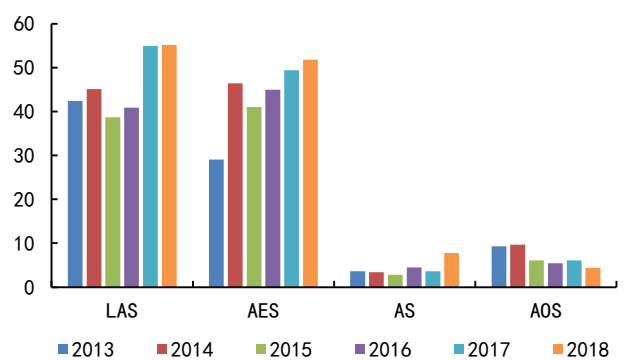
LAS 作为传统的表面活性剂依然保持着主要的市场份额,2018 年产量为 55.1 万吨;AES 的市场占有率在近几年已经逐步接近 LAS, 2018 年产量为 51.8 万吨; K12、AOS 以及 MES 等也表现出了良好的发展势头。目前国内阴离子表面活性剂产能已较为集中, 主要有中石化与中国台湾和桐合资的金桐系、赞宇科技、湖南丽臣, 南京佳和、广州浪奇、广州立白、中轻化工等, CR3 超过 60%。

图 12: 阴离子表面活性剂产能、产量、开工率



数据来源: 卓创资讯, 中国洗协表委会, 西南证券整理

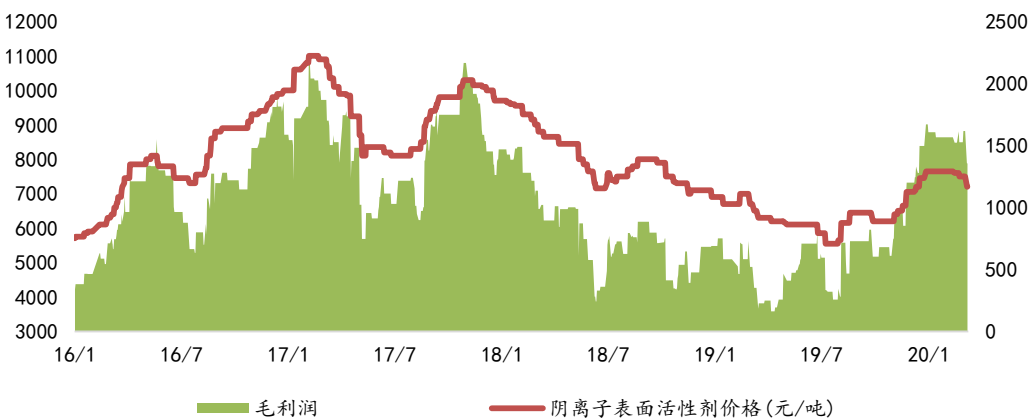
图 13: 主要阴离子表面活性剂产量 (万吨)



数据来源: 中国洗协表委会, 西南证券整理

受安全环保影响行业持续整合，行业盈利能力大幅改善。随着全国安全环保整治和监管的日益严苛，表面活性剂行业也经过了持续多年的产业整合，目前供需状况已经发生了实质性变化，行业集中度不断提高，产业整合已达初步效果。2019 年下半年以来，由于江苏响水 321 爆炸事故的影响，环保安监部门加大了环保安全的整治力度，加速淘汰部分中小产能。根据卓创资讯数据，2020Q1 阴离子表面活性剂磺化工艺毛利润平均为 1566 元/吨，较 2019 年同期的 533 元/吨上涨超过 1000 元/吨，行业盈利能力大幅改善，公司作为行业龙头企业有望充分受益。

图 14: 阴离子表面活性剂价格及毛利润 (右轴, 元/吨)



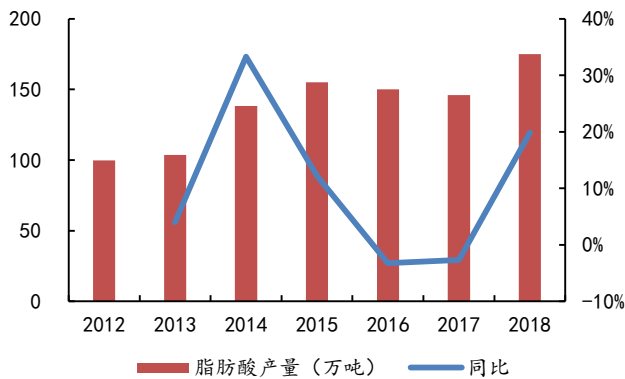
数据来源: 卓创资讯, 西南证券整理

3 油脂化工：印尼杜库达成本优势突出，深耕下游高附加值产品

公司现有油化产品产能 75 万吨/年，包括杭州油化 20 万吨/年、印尼杜库达 45 万吨/年，以及江苏金马、维顿生物、诚鑫化工的油化产品约 10 万吨/年。主要产品包括硬脂酸、脂肪酸、油酸、脂肪醇、脂肪胺、二聚酸、聚酰胺树脂、甘油及其他助剂等油脂化工产品，在日化、塑料、橡胶、涂料、建材、医药、纺织、军工、冶金、矿产等领域均有广泛的应用。

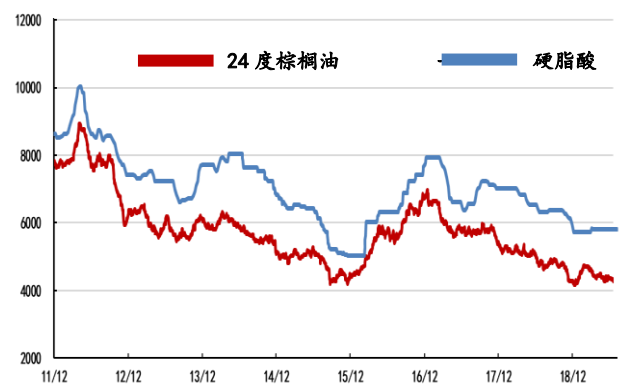
油脂化工行业经过近年的产业整合，市场格局大幅改善。脂肪酸是油脂中最主要的成分，也是我国油化产业最主要的产品，其中产能占比最大的是硬脂酸。2018 年中国硬脂酸产能约 130 万吨，产量 95 万吨左右，进口 35 万吨，表观需求约 130 万吨，硬脂酸与原材料棕榈油价格高度相关。另一方面，油酸一般由植物中提取获得，是重要的精细化工产品。工业油酸可应用于塑料、洗涤、选矿、油漆等行业，纯度高的油酸 ($\geq 80\%$) 可用于食品、医药、化妆品等行业。高纯油酸是一个标准的利基市场，国内产量低、进口量大、进口依赖度也非常高，具有广阔的市场空间。油酸市场广阔、毛利率高，未来将成为公司的战略发展方向之一，有望提高公司的盈利能力。

图 15：国内脂肪酸产量及增速



数据来源：中国洗协油脂化工分会，西南证券整理

图 16：棕榈油与硬脂酸价格高度相关



数据来源：Wind，西南证券整理

3.1 棕榈油仍存供需缺口，短期价格有望反弹

受原油下跌及疫情影响，棕榈油价格大幅回落，继续下跌已无空间。棕榈油价格自元旦后大幅下跌，期货价格从 6400 元/吨调整至 4600 元/吨，我们认为价格下跌主要分为三个阶段：（1）1 月份价格下跌主要由于棕榈油前期上涨幅度较大，加之需求进入淡季所致；（2）2 月份价格下跌主要由于新冠疫情，导致工业与食用需求降低所致；（3）3 月份价格下跌主要由于 OPEC+ 减产会议谈判破裂以及随后沙特、俄罗斯、阿联酋等国家计划的四月份大幅增产导致国际原油价格暴跌，油脂产品约 20% 应用于生物柴油，原油价格大幅下跌将抑制生物柴油需求。

我们认为棕榈油价格继续下跌的空间已经不大，4000-4500 元/吨的棕榈油价格已基本到达马来西亚与印尼部分棕榈园成本线，价格若继续下跌，棕榈园将通过降低肥料施用量来降低成本，将导致棕榈油产量进一步降低。

图 17: 棕榈油期货合约收盘价 (元/吨)


数据来源: Wind, 西南证券整理

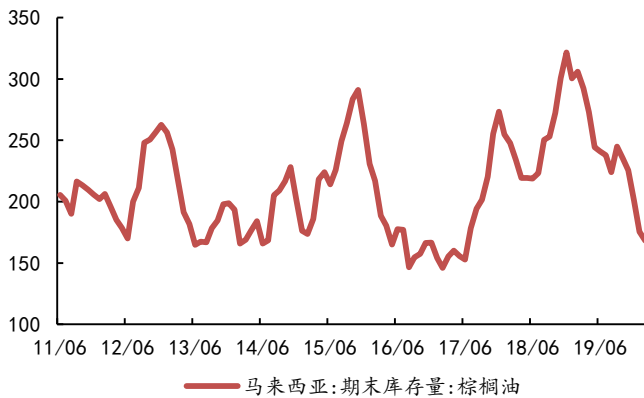
棕榈油仍存供需缺口, 库存降至十年最低。根据 USDA 最新预测数据, 2019/20 全球棕榈油产量 7295 万吨, 同比减少 1.3%, 减产主要由于棕榈油主要产地印尼和马来西亚天气异常所致, 棕榈油减产逻辑依然存在。需求端来看, 全球 2019/20 棕榈油消耗量 7462 万吨, 供需缺口在 170 万吨左右, 受此影响, 预计 2019/20 期末全球棕榈油库存 754 万吨, 同比降低 29.5%。根据马来西亚棕榈油局 (MPOB) 2020 年 3 月报告显示, 马来西亚 2020 年 2 月库存降至 168 万吨, 为 2017 年 6 月以来最低水平。

表 2: USDA 全球棕榈油供需平衡表 (千吨)

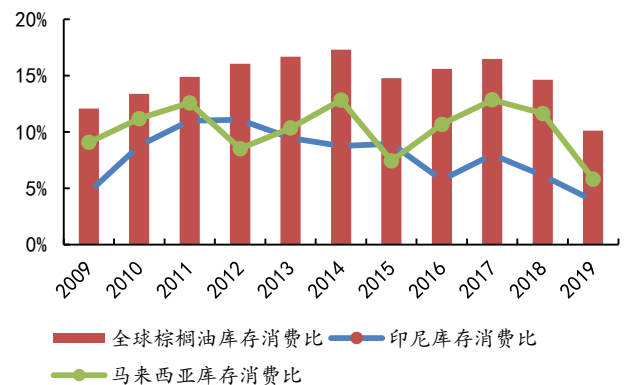
项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20 (2月)	2019/20 (3月)
产量						
印尼	32000	36000	39500	41500	42500	42500
马来西亚	17700	18858	19683	20800	19800	19000
其他	9183	10396	11392	11587	11694	11449
合计	58883	65254	70575	73887	73994	72949
国内消耗						
印尼	9120	9125	11565	13721	14270	14270
印度	9100	9350	9270	9805	10035	10035
中国	4800	4750	5100	7012	7220	6900
欧盟	6700	6900	6950	7170	7145	7070
其他	29897	31464	34143	35361	37122	36352
合计	59617	61589	67028	73069	75792	74627
期末库存						
印尼	2863	2110	3079	2579	1699	1699
马来西亚	1460	2016	2529	2543	1318	1218
其他	4478	5478	5425	5569	4900	4619
合计	8801	9604	11033	10691	7917	7536

数据来源: USDA, 西南证券整理

棕榈油库销比大幅降低，受斋月影响价格有望迎来反弹周期。2019/20 全球棕榈油库销比将下降至 10%，达到十年来最低水平，其中马来西亚和印尼的库销比分别为 6% 和 4%，均为历史最低。短期来看，我们认为随着 4 月 23 日开始的穆斯林斋月来临，下游存在备库存需求，加之印尼、马来西亚棕榈油的减产逻辑持续，库存持续降低，棕榈油价格有望迎来一波反弹周期，带动下游表面活性剂和油脂化工品价上涨。

图 18: 马来西亚棕榈油期末库存量 (万吨)


n 数据来源: MPOB, 西南证券整理

图 19: 棕榈油库存消费比


数据来源: USDA, 西南证券整理

3.2 印尼杜库达靠近原材料产地，成本优势突出

公司最主要的油化工厂杜库达位于印尼雅加达的保税区，产能 45 万吨/年。目前中国从东盟进口工业棕榈油需要交纳 2% 的进口关税，而用棕榈油为原料生产的脂肪酸等油化产品进口则关税为零。2020 年 1 月 1 日起印尼政府出台了新的税收政策，对出口的棕榈油等原料油脂加征每吨 20-50 美元的出口税，马来西亚也对毛棕榈油出口加征 5% 的出口税。这一政策极大地利好印尼及马来西亚的油化工厂，对国内的油化产业不利。

以进口工业棕榈油价格每吨 750 美元计算，2% 的进口关税为 15 美元，加上印尼的出口税 20 美元，仅税收上的差异就达到 35 美元，相当于每吨产品原材料成本差异达 245 元人民币，且未来存在进一步扩大差异的可能。同时印尼工厂在原材料采购价格、便利性、在途时间、运输费用等方面还存在优势；在生产成本方面也有很大的优势，如员工薪酬、煤碳价格等。2018 年国内硬脂酸进口 35 万吨，其中约有 15-20 万吨为杜库达进口到国内的产品，占进口总量的 50%。印尼杜库达为国内唯一一家在国外的油化生产企业，竞争优势凸显，

3.3 公司布局油酸行业，深耕下游高附加值产品

2019 年 12 月公司从浙江赞宇科技股权投资合伙企业 (有限合伙) 收购了金马油脂 60% 股权、维顿生物 65% 股权、诚鑫化工 65% 股权。

江苏金马成立于 2002 年 8 月，公司以植物油脚料为主要原料，生产精脂肪酸系列产品和相关衍生产品，主要产品为油酸、硬脂酸、二聚酸、单酸和植物沥青，2018 年的合计销售数量为 4.4 万吨。

维顿生物成立于 2012 年，是以油酸为原料生产脂肪酸及其衍生产品的专业生产厂家，主要产品有二聚酸、聚酰胺树脂、单体酸等，2018 年的合计销售数量约 3 万吨

诚鑫化工是一家利用油脂下脚料为原料，生产油酸、硬脂酸、植物沥青等产品，拥有油酸高塔精馏工艺和冷冻压榨工艺生产线各一条，2018 年的合计销售数量约 1.5 万吨。其中油酸主要供应维顿生物的生产。

目前国内油酸及下游产品规模不到 50 万吨/年，三家工厂合计产能在 10 万吨/年左右，是国内油酸最大的产能。公司正在不断开发油酸下游细分领域高毛利产品，公司未来将从细分行业龙头做到整个油脂化工行业的龙头，毛利率有望进一步提升。此外，2022 年河南鹤壁二期有 25 万吨/年油化产品投放，进一步降低成本、扩大市场占有率。

4 盈利预测与评级

由于公司新增产能陆续释放，同时表面活性剂产品供不应求，我们上调公司 2019-2021 年归母净利润至 3.68 亿元、4.41 亿元、5.44 亿元(原为 3.68 亿元、4.09 亿元、4.90 亿元)，EPS 分别为 0.87 元、1.04 元、1.29 元，对应 PE 分别为 15X、12X、10X，维持“买入”评级。

5 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。

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	8064.31	9484.21	净利润	208.49	408.92	464.58	572.61
营业成本	6120.74	5573.31	6892.84	8077.37	折旧与摊销	235.75	229.94	254.76	268.76
营业税金及附加	20.26	16.27	22.58	26.56	财务费用	136.16	117.12	112.90	123.29
销售费用	261.48	221.23	278.22	331.68	资产减值损失	206.88	30.00	20.00	10.00
管理费用	164.95	253.77	249.99	294.01	经营营运资本变动	306.42	154.71	31.80	85.14
财务费用	136.16	117.12	112.90	123.29	其他	-529.93	-239.64	-114.09	-91.50
资产减值损失	206.88	30.00	20.00	10.00	经营活动现金流净额	563.77	701.05	769.96	968.31
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	投资活动现金流净额	-198.95	151.93	37.24	36.21
营业利润	269.84	497.13	575.02	707.51	短期借款	-146.24	-335.94	-464.96	-204.82
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
利润总额	269.13	497.56	573.56	706.93	股权融资	20.51	0.00	0.00	0.00
所得税	60.63	88.64	108.98	134.32	支付股利	-84.44	-35.62	-73.60	-88.27
净利润	208.49	408.92	464.58	572.61	其他	-254.05	-171.26	-112.90	-123.29
少数股东损益	30.42	40.89	23.23	28.63	筹资活动现金流净额	-543.18	-542.81	-651.46	-416.39
归属母公司股东净利润	178.08	368.02	441.35	543.98	现金流量净额	-156.49	310.17	155.74	588.13
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	806.43	1394.56	成长能力				
应收和预付款项	1315.16	1258.26	1607.21	1902.67	销售收入增长率	2.26%	-7.89%	23.93%	17.61%
存货	1033.32	548.48	687.28	801.03	营业利润增长率	39.58%	84.23%	15.67%	23.04%
其他流动资产	225.23	221.97	231.09	239.40	净利润增长率	32.12%	96.13%	13.61%	23.25%
长期股权投资	244.29	244.29	244.29	244.29	EBITDA 增长率	24.78%	31.54%	11.67%	16.64%
投资性房地产	228.05	228.05	228.05	228.05	获利能力				
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%	14.83%
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%	5.76%	6.04%
资产总计	7011.06	6596.30	7044.14	7831.03	ROE	7.26%	12.58%	12.76%	13.88%
短期借款	1005.71	669.78	204.82	0.00	ROA	2.97%	6.20%	6.60%	7.31%
应付和预收款项	2084.52	1731.79	2144.51	2553.94	ROIC	8.37%	14.05%	16.55%	20.72%
长期借款	300.23	300.23	300.23	300.23	EBITDA/销售收入	9.08%	12.97%	11.69%	11.59%
其他负债	749.47	644.28	753.38	851.32	营运能力				
负债合计	4139.93	3346.08	3402.94	3705.49	总资产周转率	1.06	0.96	1.18	1.28
股本	423.45	424.70	424.70	424.70	固定资产周转率	3.84	3.21	3.66	4.33
资本公积	1167.09	1165.84	1165.84	1165.84	应收账款周转率	13.55	13.24	15.32	14.88
留存收益	707.23	1039.64	1407.39	1863.10	存货周转率	6.00	6.94	11.06	10.79
归属母公司股东权益	2267.06	2605.26	2973.01	3428.72	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	668.19	696.82	资本结构				
股东权益合计	2871.13	3250.22	3641.20	4125.54	资产负债率	59.05%	50.73%	48.31%	47.32%
负债和股东权益合计	7011.06	6596.30	7044.14	7831.03	带息债务/总负债	31.55%	28.99%	14.84%	8.10%
					流动比率	0.79	0.92	1.12	1.33
					速动比率	0.51	0.73	0.89	1.08
					股利支付率	47.42%	9.68%	16.68%	16.23%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
EBITDA	641.76	844.19	942.68	1099.56	每股收益	0.42	0.87	1.04	1.29
PE	30.03	14.53	12.11	9.83	每股净资产	5.36	6.16	7.03	8.11
PB	2.36	2.05	1.80	1.56	每股经营现金	1.33	1.66	1.82	2.29
PS	0.76	0.82	0.66	0.56	每股股利	0.20	0.08	0.17	0.21
EV/EBITDA	8.34	5.52	4.29	2.95					
股息率	1.58%	0.67%	1.38%	1.65%					

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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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
	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
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@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
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn