

## 年报一季报符合预期, 看好油化日化龙头长期发展

### 投资要点

● **业绩总结:** 公司发布2019年报及2020年一季报, 2019年全年实现营业收入65.8亿元, 同比-6.9%; 实现归母净利润3.5亿元, 同比+98.9%, 扣非归母净利润2.7亿元, 同比+1028%; 其中2019Q4实现营业收入19.9亿元, 同比-7.7%, 环比+40.1%, 归母净利润1.2亿元, 同比+333%, 环比+143%, 扣非归母净利润1.4亿元, 同比+205%, 环比+475%。

2020年一季报实现营业收入12.5亿元, 同比-26.0%, 环比-37.0%; 归母净利润1.0亿元, 同比+137%, 环比-12.6%; 扣非归母净利润1.0亿元, 同比+156%, 环比-25.3%, 业绩处于公司一季度业绩预告下限。

● **受益棕榈油价格上涨, 公司油化和表活毛利率明显改善, 盈利能力大幅增长。** 公司营收降低, 主要由于2019年6月剥离南通凯塔所致。公司2019年毛利率16.3%, 同比上升3个百分点, 其中2019Q4和2020Q1毛利率分别为20.5%和19.3%, 原因是主要原材料棕榈油价格在2019Q3、Q4由4300元/吨上涨至6300元/吨, 上涨幅度45%, 公司油化和表活(日用化工)业务充分受益库存收益, 毛利率改善明显。公司油化业务营收28.8亿元, 同比下降22.7%, 销售量81.0万吨, 同比增加22.9%; 日用化工业务营收26.9亿元, 同比下降1.6%, 其中产品销售45.1万吨, 同比增加15.6%, 来料加工销售10.4万吨, 同比下降4.5%。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, 公司因此受益于加工费上涨收益。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。

● **检测业务保持稳定, 环保业务快速增长, 新天达美未完成业绩对赌。** 公司检测业务营收1.3亿元, 同比增加0.7%, 毛利率为44.6%, 同比下降5.6个百分点, 食品检测业务增长较快; 卫生检测、环境检测业务收入略有下滑; 第三方检测业务市场竞争格局较为激烈, 毛利率降低。公司环保业务收入均来自子公司新天达美, 营收4.7亿元, 同比增长88.5%, 毛利率为43.0%, 同比上升2.7个百分点, 增量主要来自于工程收入, 共确认4.5亿元, 同比上升99.7%。2019年是新天达美三年对赌期的最后一年, 全年净利润1.0亿元, 未完成1.3亿元的对赌协议, 公司确认商誉减值损失2724万元。

● **产品价格短期承压, 杜库达成本优势突出, 洗消用品拉动日化产品需求。** 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, 一方面由于新冠疫情, 导致工业与食用需求降低所致; 另一方面由于国际原油价格暴跌, 抑制生物柴油对油脂产品的需求。受此影响, 硬脂酸和阴离子表面活性剂价格自3月份至今小幅回落。我们认为公司的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; 同时随着目前全球疫情持续态势下, 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。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%。

### 西南证券研究发展中心

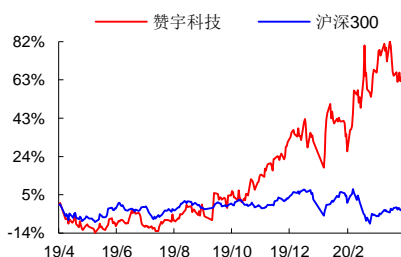
分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

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)	3.73
52周内股价区间(元)	6.73-14.07
总市值(亿元)	54.40
总资产(亿元)	57.10
每股净资产(元)	6.07

### 相关研究

- 赞宇科技(002637): 油化日化双龙头, 产能释放成长确定性强 (2020-03-17)
- 赞宇科技(002637): 业绩快报符合预期, 有望三年再造一个赞宇 (2020-03-15)



- **公司是国内表面活性剂和油脂化工双龙头，三年再造一个新赞宇。**公司作为国内产业规模最大、综合竞争力最强表面活性剂供应商，目前产能 65 万吨/年，国内市场占有率达到 30% 以上，下游客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、蓝月亮等，未来三年产能产量将继续每年增长 30% 左右，国内市占率将提升至 40%。同时公司继续做强油脂化工产业，目前产能约 65 万吨/年，国内产能占有率约 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，未来深耕高附加值下游油酸产品，将从细分行业龙头做到整个油脂化工行业的龙头。2021 年 6 月底前公司将全面建成河南赞宇的一期项目，形成年产 25 万吨表面活性剂和 50 万吨日化洗护用品的生产能力，延伸至下游产业链，2022 年有望实现收入翻倍，实现三年再造一个赞宇的战略目标。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2020-2022 年归母净利润 EPS 分别为 0.94 元、1.19 元、1.43 元，对应 PE 分别为 14X、11X、9X，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	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6579.79	7514.13	8628.40	9541.89
增长率	-6.86%	14.20%	14.83%	10.59%
归属母公司净利润（百万元）	354.20	396.44	504.07	604.16
增长率	98.90%	11.93%	27.15%	19.86%
每股收益 EPS（元）	0.84	0.94	1.19	1.43
净资产收益率 ROE	12.13%	12.43%	13.28%	14.04%
PE	15	14	11	9
PB	2.02	1.83	1.60	1.39

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)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	6579.79	7514.13	8628.40	9541.89	净利润	389.47	440.49	530.60	635.96
营业成本	5504.96	6396.44	7337.24	8099.00	折旧与摊销	192.47	19.64	21.62	24.19
营业税金及附加	22.51	18.79	24.16	26.72	财务费用	85.81	155.89	156.78	148.76
销售费用	221.07	225.42	250.22	267.17	资产减值损失	-60.44	30.00	20.00	10.00
管理费用	190.98	285.54	319.25	333.97	经营营运资本变动	-512.06	201.98	6.49	-16.04
财务费用	85.81	155.89	156.78	148.76	其他	217.98	-170.58	-158.78	-138.74
资产减值损失	-60.44	30.00	20.00	10.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>313.22</b>	<b>677.41</b>	<b>576.71</b>	<b>664.12</b>
投资收益	149.74	130.00	130.00	130.00	资本支出	2777.10	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-50.00	16.28	5.08	-0.37	其他	-2880.83	146.28	135.08	129.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-103.72</b>	<b>96.28</b>	<b>85.08</b>	<b>79.63</b>
<b>营业利润</b>	<b>476.74</b>	<b>548.33</b>	<b>655.83</b>	<b>785.91</b>	短期借款	214.99	-86.84	-314.30	-402.84
其他非经营损益	0.02	-1.60	-0.76	-0.78	长期借款	-52.61	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>476.76</b>	<b>546.73</b>	<b>655.06</b>	<b>785.13</b>	股权融资	53.08	0.00	0.00	0.00
所得税	87.30	106.24	124.46	149.17	支付股利	0.00	-70.84	-79.29	-100.81
净利润	389.47	440.49	530.60	635.96	其他	-374.58	-253.79	-156.78	-148.76
少数股东损益	35.27	44.05	26.53	31.80	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-159.11</b>	<b>-411.47</b>	<b>-550.36</b>	<b>-652.41</b>
归属母公司股东净利润	354.20	396.44	504.07	604.16	<b>现金流量净额</b>	<b>58.56</b>	<b>362.23</b>	<b>111.43</b>	<b>91.35</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	389.19	751.41	862.84	954.19	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	730.79	1414.70	1621.40	1766.81	销售收入增长率	-6.86%	14.20%	14.83%	10.59%
存货	889.48	633.95	731.72	807.00	营业利润增长率	76.67%	15.02%	19.60%	19.84%
其他流动资产	664.96	182.58	191.29	198.42	净利润增长率	86.80%	13.10%	20.46%	19.86%
长期股权投资	4.00	4.00	4.00	4.00	EBITDA 增长率	17.65%	-4.13%	15.25%	14.94%
投资性房地产	280.89	280.89	280.89	280.89	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	0.00	49.21	96.44	141.09	毛利率	16.34%	14.87%	14.96%	15.12%
无形资产和开发支出	569.41	551.61	533.81	516.02	三费率	7.57%	8.87%	8.42%	7.86%
其他非流动资产	3150.52	3149.47	3148.42	3147.37	净利率	5.92%	5.86%	6.15%	6.66%
<b>资产总计</b>	<b>6679.24</b>	<b>7017.82</b>	<b>7470.82</b>	<b>7815.80</b>	ROE	12.13%	12.43%	13.28%	14.04%
短期借款	1220.71	1133.87	819.57	416.73	ROA	5.83%	6.28%	7.10%	8.14%
应付和预收款项	1656.84	1986.76	2302.68	2515.31	ROIC	17.36%	38.65%	44.01%	46.41%
长期借款	247.62	247.62	247.62	247.62	EBITDA/销售收入	11.47%	9.63%	9.67%	10.05%
其他负债	342.57	106.87	106.93	106.98	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>3467.74</b>	<b>3475.11</b>	<b>3476.80</b>	<b>3286.64</b>	总资产周转率	0.96	1.10	1.19	1.25
股本	422.68	423.93	423.93	423.93	固定资产周转率	7.01	620.79	207.55	122.11
资本公积	1220.94	1219.69	1219.69	1219.69	应收账款周转率	11.84	12.39	12.90	12.53
留存收益	1019.08	1344.68	1769.47	2272.81	存货周转率	5.68	8.37	10.69	10.49
归属母公司股东权益	2689.81	2976.97	3401.75	3905.09	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.51%	—	—	—
少数股东权益	521.69	565.74	592.27	624.06	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3211.50</b>	<b>3542.70</b>	<b>3994.02</b>	<b>4529.16</b>	资产负债率	51.92%	49.52%	46.54%	42.05%
负债和股东权益合计	6679.24	7017.82	7470.82	7815.80	带息债务/总负债	42.34%	39.75%	30.69%	20.21%
					流动比率	0.85	0.94	1.07	1.25
					速动比率	0.56	0.74	0.84	0.98
					股利支付率	0.00%	17.87%	15.73%	16.69%
业绩和估值指标									
	2019A	2020E	2021E	2022E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	755.02	723.86	834.22	958.86	每股收益	0.84	0.94	1.19	1.43
PE	15.36	13.72	10.79	9.00	每股净资产	6.36	7.04	8.05	9.24
PB	2.02	1.83	1.60	1.39	每股经营现金	0.74	1.60	1.36	1.57
PS	0.83	0.72	0.63	0.57	每股股利	0.00	0.17	0.19	0.24
EV/EBITDA	3.34	2.80	1.92	1.16					
股息率	0.00%	1.30%	1.46%	1.85%					

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 指数涨幅介于-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
	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
	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