

业绩略超预期, 看好公司长期成长属性

投资要点

- **事件:** 公司发布2020年三季度预告, 预计前三季度实现归母净利润3.6-3.7亿元, 同比增长53%-57%, 预计2020Q3实现归母净利润1.67-1.77亿元, 同比增长241%-262%, 环比增长87%-98%, 业绩略超预期。
- **新增产能释放带来增量, 成本推动表活产品价格上行。** 公司嘉兴赞宇7.6万吨/年和眉山赞宇7.6万吨/年表面活性剂项目已于三季度投产, 表面活性剂产能由65万吨/年提升至80万吨/年。根据卓创资讯数据, 前三季度表活AES均价6400元/吨, 同比+1.3%, 价差为890元/吨, 同比+18.9%, 其中Q3均价为5930元/吨, 环比+1.3%, 价差为380元/吨, 环比-48.5%。我们认为价差大幅缩窄主要由于原材料价格快速上涨, 产品价格尚未传导所致, 原材料脂肪醇Q3均价9920元/吨, 均价环比上涨950元/吨, 涨幅+10.6%。我们判断公司在原材料价格相对低位时增加原材料库存头寸, 目前价差在1000元/吨左右, 国庆节前表活价格在成本支撑下普涨200-300元/吨, Q4表活价格有望持续上涨。
- **油化产品价格回升, 棕榈油上涨带来额外收益。** 棕榈油等基础原料的价格Q3回升上涨, 带动公司产品价格上涨。根据我们监测的数据, Q3硬脂酸1840的出厂均价为6860元/吨, 同比+18.4%, 环比+7.0%, 原材料端Q3国内24度棕榈油均价5980元/吨, 同比+29.1%, 环比+18.9%; 棕榈仁油均价6370元/吨, 同比+23.1%, 环比+8.9%。我们判断拉尼娜现象Q4将对东南亚及南美地区气候造成影响, 东南亚地区受洪涝影响棕榈油产量, 同时南美地区气候干旱不利于大豆生长, 大豆、豆油价格走高将支撑棕榈油价格上涨, 带动下游油化产品价格继续回升。
- **三年再造一个新赞宇, 看好公司未来成长。** 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80万吨/年, 国内市场占有率达到35%以上, 未来三年产能产量将继续每年增长30%左右, 达到130万吨/年, 国内市场占有率将提升至40%以上, 并向下游OEM/ODM延伸。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%, 2021年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, 实现三年再造一个新赞宇的战略目标。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为4.7亿元、6.0亿元、7.5亿元, EPS分别为1.11元、1.43元、1.77元, 对应PE分别为13X、10X、8X, 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	7615.13	8993.76	10325.51
增长率	-6.86%	15.74%	18.10%	14.81%
归属母公司净利润(百万元)	354.20	470.92	604.95	749.47
增长率	98.90%	32.96%	28.46%	23.89%
每股收益EPS(元)	0.84	1.11	1.43	1.77
净资产收益率ROE	12.13%	14.43%	15.28%	16.31%
PE	17	13	10	8
PB	2.27	2.00	1.71	1.46

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

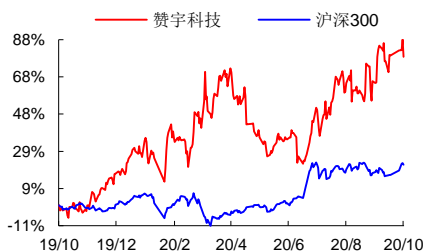
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-58251919
邮箱: ylin@swsc.com.cn

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

分析师: 薛聪
执业证号: S1250520070004
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@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)	3.89
52周内股价区间(元)	7.62-15.17
总市值(亿元)	60.99
总资产(亿元)	67.55
每股净资产(元)	6.66

相关研究

1. 赞宇科技(002637): 中报符合预期, 日化板块盈利能力大幅提升 (2020-08-20)
2. 赞宇科技(002637): 年报一季报符合预期, 看好油化日化龙头长期发展 (2020-04-30)

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	7615.13	8993.76	10325.51	净利润	389.47	523.25	636.79	788.92
营业成本	5504.96	6389.42	7450.52	8505.30	折旧与摊销	192.47	230.81	264.76	283.33
营业税金及附加	22.51	19.04	25.18	28.91	财务费用	85.81	115.00	140.32	143.16
销售费用	221.07	258.91	309.11	352.28	资产减值损失	-60.44	30.00	20.00	10.00
管理费用	190.98	197.99	296.79	340.74	经营营运资本变动	-512.96	205.83	-45.13	-53.81
财务费用	85.81	115.00	140.32	143.16	其他	218.88	-71.03	-59.23	-38.44
资产减值损失	-60.44	30.00	20.00	10.00	经营活动现金流净额	313.22	1033.85	957.51	1133.16
投资收益	149.74	30.00	30.00	30.00	资本支出	-152.06	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	-50.00	16.28	5.08	-0.37	其他	48.34	46.28	35.08	29.63
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-103.72	-3.72	-14.92	-20.37
营业利润	476.74	651.05	786.92	974.75	短期借款	214.99	-374.07	-570.22	-276.41
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
利润总额	476.76	649.45	786.16	973.97	股权融资	53.08	0.00	0.00	0.00
所得税	87.30	126.20	149.37	185.05	支付股利	-42.35	-70.84	-94.18	-120.99
净利润	389.47	523.25	636.79	788.92	其他	-332.24	-212.89	-140.32	-143.16
少数股东损益	35.27	52.32	31.84	39.45	筹资活动现金流净额	-159.11	-657.80	-804.73	-540.57
归属母公司股东净利润	354.20	470.92	604.95	749.47	现金流量净额	58.56	372.33	137.86	572.23
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	761.51	899.38	1471.60	成长能力				
应收和预付款项	1061.72	1619.64	1942.08	2220.95	销售收入增长率	-6.86%	15.74%	18.10%	14.81%
存货	889.48	632.80	743.05	847.33	营业利润增长率	76.67%	36.56%	20.87%	23.87%
其他流动资产	334.03	183.37	194.14	204.55	净利润增长率	86.80%	34.35%	21.70%	23.89%
长期股权投资	4.00	4.00	4.00	4.00	EBITDA 增长率	17.65%	32.03%	19.58%	17.55%
投资性房地产	280.89	280.89	280.89	280.89	获利能力				
固定资产和在建工程	2929.17	2774.04	2584.95	2377.30	毛利率	16.34%	16.10%	17.16%	17.63%
无形资产和开发支出	569.41	544.78	520.15	495.53	三费率	7.57%	7.51%	8.30%	8.10%
其他非流动资产	221.35	220.30	219.25	218.20	净利率	5.92%	6.87%	7.08%	7.64%
资产总计	6679.24	7021.33	7387.90	8120.36	ROE	12.13%	14.43%	15.28%	16.31%
短期借款	1220.71	846.64	276.41	0.00	ROA	5.83%	7.45%	8.62%	9.72%
应付和预收款项	1656.84	1990.10	2350.25	2657.35	ROIC	11.18%	14.37%	18.15%	22.08%
长期借款	247.62	247.62	247.62	247.62	EBITDA/销售收入	11.47%	13.09%	13.25%	13.57%
其他负债	342.57	311.50	345.55	379.40	营运能力				
负债合计	3467.74	3395.87	3219.84	3284.37	总资产周转率	0.96	1.11	1.25	1.33
股本	422.68	423.93	423.93	423.93	固定资产周转率	3.80	4.16	4.20	4.72
资本公积	1220.94	1219.69	1219.69	1219.69	应收账款周转率	11.84	12.48	13.06	12.75
留存收益	1019.08	1419.17	1929.93	2558.41	存货周转率	5.67	8.36	10.77	10.66
归属母公司股东权益	2689.81	3051.45	3562.21	4190.69	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	574.01	605.85	645.30	资本结构				
股东权益合计	3211.50	3625.46	4168.06	4835.99	资产负债率	51.92%	48.37%	43.58%	40.45%
负债和股东权益合计	6679.24	7021.33	7387.90	8120.36	带息债务/总负债	42.34%	32.22%	16.28%	7.54%
					流动比率	0.85	1.03	1.30	1.59
					速动比率	0.56	0.83	1.04	1.31
					股利支付率	11.96%	15.04%	15.57%	16.14%
					每股指标				
					每股收益	0.84	1.11	1.43	1.77
					每股净资产	6.36	7.22	8.43	9.91
					每股经营现金	0.74	2.45	2.27	2.68
					每股股利	0.10	0.17	0.22	0.29
业绩和估值指标									
EBITDA	755.02	996.85	1192.01	1401.24					
PE	17.22	12.95	10.08	8.14					
PB	2.27	2.00	1.71	1.46					
PS	0.93	0.80	0.68	0.59					
EV/EBITDA	8.09	5.34	3.87	2.69					
股息率	0.69%	1.16%	1.54%	1.98%					

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
	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
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
北京	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
广深	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn