



分析师：魏贇

Tel: 021-53686159

E-mail: weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870513090001

基本数据 (2020Q3)

报告日股价 (元)	21.4
12mth A 股价格区间 (元)	19.54-37.44
总股本 (百万股)	130.67
无限售 A 股/总股本	46%
流通市值 (亿元)	12.77
每股净资产 (元)	9.76
PBR (X)	2.19
DPS (Y2019, 元)	10 转 4 派 4.50

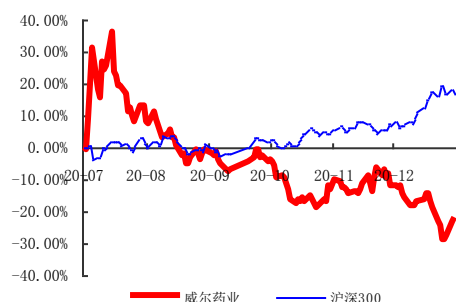
主要股东 (2020Q3)

吴仁荣	14.17%
唐群松	10.8%
陈新国	10.8%

收入结构 (2020H1)

润滑油基础油	63%
药用辅料	32%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号：WY21-CT01

首次报告日期：2021年01月20日

相关报告：

募投项目建设接近尾声 21 年业绩有望迎来拐点

■ 公司动态事项

公司发布公告，以募集资金等额置换前期已使用银行承兑汇票支付的募投项目所需资金，并在后续的募投项目实施期间，继续使用银行承兑汇票支付募投项目中涉及的款项，并以募集资金进行等额置换。本次置换涉及金额11169.32万元。我们对公司近期经营动态进行点评。

■ 事项点评

募投项目建设接近尾声

根据公告，公司此次利用募集资金置换前期以承兑汇票形式投入的资金，共计11169.32万元。根据公告，截至2020年中报，公司募投项目已经投入30989.09万元，其中累计使用募集资金投入2.66亿元，工程进度进入第四个施工阶段，主体建筑物基本完工。灌装区已基本安装完毕，部分主体建筑物开始安装设备。

根据相应资金投入进度推测，我们认为公司募投项目建设已经接近尾声，将很快进入试生产验证阶段。根据监管规定，新生产线需要进行辅料试生产和制剂稳定性验证，一般需要半年左右的时间，预计该生产线进入实际生产阶段将在今年三季度。

公司募投项目为20000t/a注射用辅料及普通药用辅料产业基地建设，项目完全达产后，有望增加药用辅料产能20000吨/年。投产期3年，投产生产负荷安排分别为40%、60%、80%，从生产期第4年开始达产。达产后每年可实现销售收入86,282.23万元，年税后净利润为20,690.13万元，内部收益率（税后）为27.50%，静态投资回收期（税后）为6.25年。

基础油价格指数2020Q4涨25% 德蒙厂区有望21H1启动生产

环氧丙烷是公司主导产品润滑油基础油主要原材料，去年4月份起，环氧丙烷价格大涨，根据wind数据，去年年初山东滨化出厂价为9550元/吨，到4月份价格逐步走低至6850元/吨，随后呈现上涨趋势，到11月份涨至19000元/吨左右，随后出现较大波动，当前价格为19000元/吨。

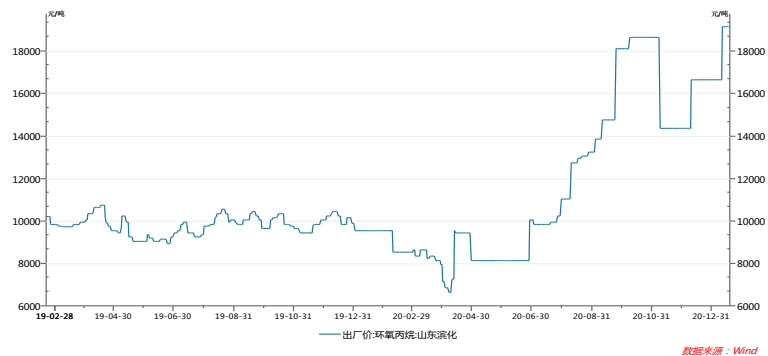
根据卓创资讯发布的润滑油基础油价格指数，去年全年，基础油价格指数在10月底由降转升，从575左右涨至710左右，涨幅接近25%。根据公司2020年三季度经营数据公告，前三季度公司主要原材料采购均价同比下降约2%~14%，其中环氧丙烷采购价格为8900元/吨，同比

略有下降，但同时基础油平均售价为14222元/吨，同比下降16%。公司三季度停产检修一个半月，一定程度上减少了原材料上涨而基础油价格下降的剪刀差对公司利润的影响。三四季度公司基础油逐步提价，预计四季度公司基础油业务板块毛利率有所恢复。

基础油产销方面，今年前三季度基础油产量21615吨，销量22940吨，产销率106%。公司销售顺畅，推算全年产能即使受疫情影响仍然持续趋紧。

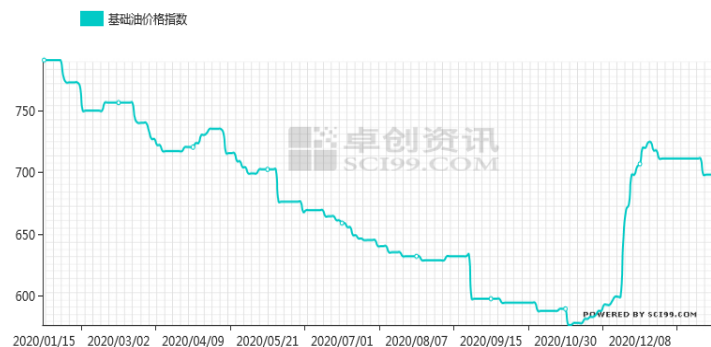
公司去年收购德蒙化工并对其进行吸收合并，德蒙化工成为公司基础油另一个生产基地，报产流程完成、启动生产有望在年中前后实现，从而缓解产能紧张局面。从所处化工园区地块面积上看，德蒙厂区与威尔老厂区相当，预计德蒙投产后，产能至少提升一倍以上。

图 1 环氧丙烷价格趋势



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 2 润滑油基础油价格指数



数据来源：卓创资讯 上海证券研究所

根据润滑油情报杂志2020年8月和12月的分析报告，由于新能源车当前的市场增长较快，2020年保有量将突破500万辆，新车销量占比逼近5%，2020年7月份销量再次实现同比增长，预计2030年保有量将达

到8000万辆。同时，R1234yf制冷剂品种的使用，有可能随着时间的推移，导致制冷剂不稳定性提高。由于其分子结构导致了高水平的化学反应，润滑油必须具有良好的稳定性，以抵消制冷剂稳定性问题，并且两者必须有良好的混溶性。聚醚类或多元醇酯二醇润滑油均有优异表现，但相比较而言，新能源车空调系统润滑油以高等级高纯的聚醚类合成油为最佳选择。这是因为高等级的聚醚类合成油具有的高纯度，能够消除导电率的不良影响，同时聚醚类具有吸湿性，具有较高的水饱和点，进入水中的氢直接与聚醚分子结合，而不会引起化学反应，结合的随份子也不会对注入金属腐蚀的问题产生促进作用。公司作为高等级聚醚类基础油的市场占有率领先的公司，有望受益于新能源车需求的持续增长，带动公司业绩稳定增长。

注射级吐温有望占据生物制剂新增市场绝大部分份额

公司注射级吐温价格为进口产品的1/10左右，质量与进口产品相当。近两年国内生物制剂开发火热，NMPA陆续批准上市的品种及热门生物类似物研发品种包括复宏汉霖的利妥昔单抗注射液（汉利康）、百奥泰的阿达木单抗注射液（格乐立）、齐鲁的贝伐珠单抗注射液（安可达）、三生国建的曲妥珠单抗（赛普汀）、信达生物的贝伐珠单抗等。吐温是生物制剂重要的关键辅料之一，在我国生物制剂市场中理论用量的中位值为5吨，我们认为公司有望占据生物制剂中吐温的绝大部分份额，对应公司注射级吐温的既往销量，其增长弹性在10%左右。

■ 风险提示：

- 1、疫情反复导致需求放缓，疫情管控影响到公司生产、销售、流通等环节；
- 2、环保及安全生产风险：公司原材料属于易燃易爆危险品，存在环保及安全生产的风险；
- 3、市场竞争加剧的风险，例如进口品种进入市场、新的竞争对手加入、石油化工企业向下游延伸进入基础油领域等。
- 4、若募投项目投产不畅，产品稳定性验证不合格，可能导致生产线需要更久的时间调试，从而使利润贡献延迟等。

■ 投资建议

未来六个月，维持“谨慎增持”评级

预计公司2020年、2021年的EPS 分别为 0.80 元、1.08 元，以1月19日收盘价21.40元计算，对应的动态市盈率分别为26.78 倍、19.76 倍。公司估值水平低于可比公司及行业市盈率均值。

我们认为：公司在注射用药用辅料领域已经建立了强大的标准壁垒，具有明显的优势。近年来国内生物制剂、抗体类药物的研发和上市进度较快，公司有望占据绝大部分增量市场。基础油提价、产能大

幅扩充、新能源车保有量提升将促进公司化工业务板块收入和利润的持续提升。公司募投项目有望在今年四季度起开始贡献业绩，今年有望迎来业绩拐点。未来六个月，维持“谨慎增持”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	880.76	709.13	842.03	1,021.77
年增长率	9.90%	-19.49%	18.74%	21.35%
归属于母公司的净利润	128.11	104.41	141.53	186.36
年增长率	14.57%	-18.50%	35.56%	31.67%
每股收益 (元)	0.98	0.80	1.08	1.43
PER (X)	21.83	26.78	19.76	15.00

注：有关指标按当年股本摊薄

■ 附表

附表 1 损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020	2021E	2022E
货币资金	181	348	321	634
存货	115	56	143	93
应收账款及票据	166	84	213	147
其他	361	348	282	184
流动资产合计	823	837	959	1,058
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	279	290	314	328
在建工程	207	244	259	255
无形资产	80	78	77	75
其他	69	76	74	66
非流动资产合计	635	689	724	724
资产总计	1,458	1,525	1,683	1,782
短期借款	102	102	102	102
应付账款及票据	71	34	89	57
其他	25	22	26	25
流动负债合计	199	158	217	184
长期借款和应付债券	0	0	0	0
其他	18	16	16	16
非流动负债合计	18	16	16	16
负债合计	217	174	232	201
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,241	1,352	1,451	1,581
负债和股东权益总计	1,458	1,525	1,683	1,782

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020	2021E	2022E
净利润	128	104	142	186
折旧和摊销	35	36	45	54
营运资本变动	(255)	101	(91)	188
经营活动现金流	130	236	92	424
资本支出	(38)	(80)	(80)	(60)
投资收益	5	10	5	5
投资活动现金流	(496)	(72)	(75)	(55)
股权融资	43	37	0	0
负债变化	0	0	0	0
股息支出	(42)	(31)	(42)	(56)
融资活动现金流	509	3	(45)	(57)
净现金流	143	167	(27)	313

数据来源: WIND 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2019A	2020	2021E	2022E
营业收入	881	709	842	1,022
营业成本	578	460	535	634
营业税金及附加	7	6	7	8
营业费用	34	30	33	40
管理费用	77	99	104	125
财务费用	4	3	2	1
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	5	10	5	5
公允价值变动损益	0	2	0	0
营业利润	157	123	167	219
营业外收支净额	(3)	0	0	0
利润总额	154	123	167	219
所得税	26	18	25	33
净利润	128	104	142	186
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	128	104	142	186

财务比率分析

指标	2019A	2020	2021E	2022E
总收入增长率	9.90%	-19.5%	18.74%	21.35%
EBITDA 增长率	26.55%	-28.4%	32.16%	28.18%
EBIT 增长率	27.41%	-34.5%	34.28%	30.52%
净利润增长率	14.57%	-18.5%	35.57%	31.67%
毛利率	34.43%	35.11%	36.43%	37.95%
EBITDA/总收入	25.63%	22.80%	25.37%	26.80%
EBIT/总收入	21.77%	17.71%	20.02%	21.54%
净利率	14.55%	14.72%	16.81%	18.24%
资产负债率	14.88%	11.39%	13.80%	11.26%
流动比率	4.14	5.30	4.43	5.75
速动比率	3.56	4.94	3.77	5.24
总资产回报率 (ROA)	8.78%	6.84%	8.41%	10.46%
净资产收益率 (ROE)	10.32%	7.72%	9.76%	11.79%
EV/营业收入		3.5	3.3	2.8
EV/EBITDA	13.6	14.6	11.2	7.6
PE	21.5	26.4	19.5	14.8
PB	2.2	2.0	1.9	1.7

分析师声明

魏赟

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。