

**证券研究报告—动态报告**

基础化工

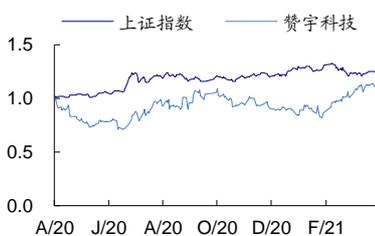
**赞宇科技(002637)**
**买入**

化学原料

2021 年一季报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 23 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	470/396
总市值/流通(百万元)	7,056/5,934
上证综指/深圳成指	3,465/14,209
12 个月最高/最低(元)	16.30/9.82

**相关研究报告:**

《赞宇科技-002637-2020 年年报点评: 业绩符合预期, “日化+油化” 双轮驱动高质量发展》——2021-04-11  
 《赞宇科技-002637-覆盖报告: “表活+油脂” 行业双龙头的扬帆起航》——2021-03-05

**证券分析师: 杨林**

电话: 010-88005379  
 E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

**证券分析师: 薛聪**

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001

**证券分析师: 刘子栋**

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002

**联系人: 张玮航**

电话: 021-61761041  
 E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**

# 业绩符合预期, 眉山基地加码 50 万吨日化 OEM

**● 单季利润创新高, 毛利率、净利率环比提升**

公司 21Q1 营收 25.31 亿元 (YoY+101.72%, QoQ-5.40%), 归母净利润 1.82 亿元 (YoY+75.06%, QoQ+957.20%), 扣非后归母净利润 1.78 亿元 (YoY+70.73%, QoQ+406.90%), 归母净利润为单季度新高。公司 21Q1 毛利率 17.67% (YoY-1.59pp, QoQ+1.36pp), 净利率为 7.17% (YoY-1.10pp, QoQ+7.96pp)。

**● 降本增效成果显著, 增加原料头寸有望受益**

费用率来看, 公司 21Q1 三费率为 5.93% (YoY-1.62pp), 其中销售费用率 3.46% (+0.72pp), 主要由于海运费用高位运行; 管理费用率 1.80% (YoY-0.49%); 财务费用率 0.67% (-1.85pp), 主要由于汇兑受益以及公司定增完毕降低财务费用。公司 21Q1 增加原料头寸, 预付款项 4.88 亿元 (YoY+93.56%), 主要为了锁定原材料价格; 存货余额 12.56 亿元 (YoY+33.64%), 主要由于库存增加及原材料价格上涨。

**● 眉山基地加码日化 OEM, 坚持“日化+油化”双轮驱动**

全资子公司眉山赞宇规划投资 6 亿元建设“年产 50 万吨日化产品项目”, 建设周期为 36 个月, 目前已与眉山高新技术产业园区管理委员会签署《年产 50 万吨日化产品项目投资合同书》, 规划占地面积 230 亩, 眉山赞宇需在签订投资合同书并生效后 20 个工作日内开展立项、用地预审等手续。2021 年表面活性剂板块河南赞宇、广东赞宇合计 47.6 万吨/年产能有望投产, 油化板块杭油化 10 万吨/年产能有望投产, 2022 年河南赞宇 25 万吨/年油化产能有望投产, 公司坚持“日化+油化”双轮驱动。

**● 风险提示:** 原材料价格大幅波动风险; 产品需求不及预期的风险; 在建项目进度不及预期的风险。

**● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。**

我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 6.34/7.73/8.97 亿元, 同比增速 84.0%/21.9%/16.1%; 摊薄 EPS=1.35/1.64/1.91 元, 当前股价对应 PE=11.1/9.1/7.9x, 维持“买入”评级。

**盈利预测和财务指标**

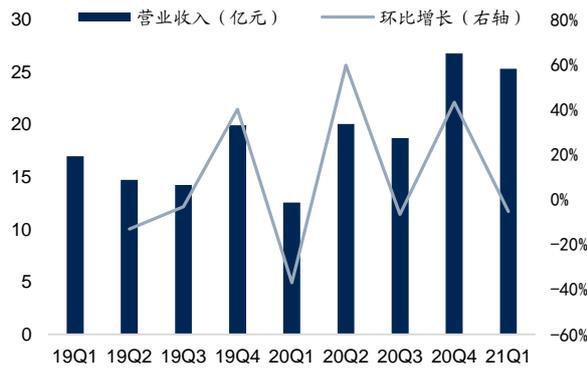
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6,580	7,804	9,594	10,616	11,863
(+/-%)	-6.9%	18.6%	22.9%	10.7%	11.8%
净利润(百万元)	354	345	634	773	897
(+/-%)	98.9%	-2.7%	84.0%	21.9%	16.1%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.82	1.35	1.64	1.91
EBIT Margin	9.7%	9.9%	10.6%	10.6%	10.9%
净资产收益率(ROE)	13.2%	11.8%	19.2%	21.0%	21.7%
市盈率(PE)	18.3	18.8	11.1	9.1	7.9
EV/EBITDA	12.0	10.8	9.0	7.9	7.2
市净率(PB)	2.41	2.22	2.18	1.96	1.74

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

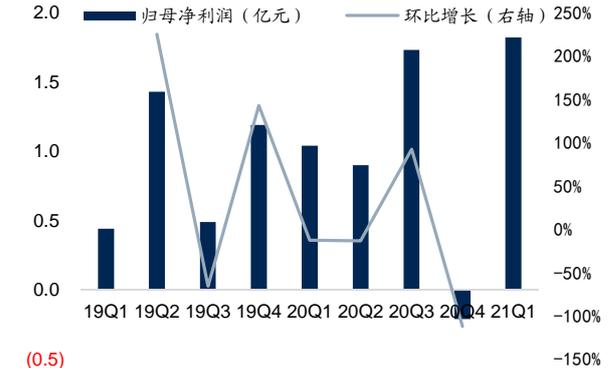
单季利润创新高，毛利率、净利率环比提升。公司 21Q1 营收 25.31 亿元 (YoY+101.72%，QoQ-5.40%)，销售收入环比下滑主要由于春节的季节性因素；归母净利润 1.82 亿元 (YoY+75.06%，QoQ+957.20%)，扣非后归母净利润 1.78 亿元 (YoY+70.73%，QoQ+406.90%)，归母净利润为单季度新高，环比大幅增长主要由于 20Q4 基数较低。公司 21Q1 毛利率 17.67%(YoY-1.59pp, QoQ+1.36pp)，净利率为 7.17% (YoY-1.10pp, QoQ+7.96pp)。

图 1：赞宇科技分季度营业收入及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

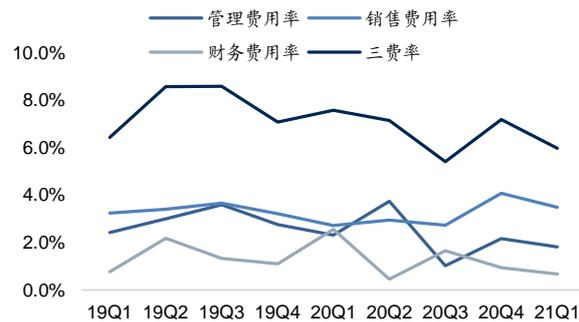
图 2：赞宇科技分季度归母净利润及增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

降本增效成果显著，增加原料头寸有望受益。费用率来看，公司 21Q1 三费率为 5.93% (YoY-1.62pp)，其中销售费用率 3.46% (+0.72pp)，主要由于海运费用高位运行；管理费用率 1.80% (YoY-0.49%)；财务费用率 0.67% (-1.85pp)，主要由于汇兑受益以及公司定增完毕降低财务费用。公司 21Q1 增加原料头寸，预付款项 4.88 亿元 (YoY+93.56%)，主要为了锁定原材料价格；存货余额 12.56 亿元 (YoY+33.64%)，主要由于库存增加及原材料价格上涨。国内 24 度棕榈油 21Q1 均价 7745 元/吨 (YoY+35.66%，QoQ+12.31%)，21Q2 至今均价 8024 元/吨，公司增加原料头寸有望受益于原材料上涨的库存收益。

图 3：赞宇科技分季度三费率变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 4：24 度棕榈油价格 (元/吨)



资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

表活、油脂板块景气向好，价格同比环比大幅增长。根据 Wind 数据，国内阴离子表面活性剂 21Q1 均价为 7959 元/吨 (YoY+7.27%，QoQ+18.71%)，21Q2 至今均价 8150 元/吨。油脂化工中硬脂酸为最主要品种，21Q1 均价为 8912 元/吨 (YoY+23.16%，QoQ+12.27%)，21Q2 至今均价 9500 元/吨。公司主要产品阴离子表面活性剂、硬脂酸价格同比环比均大幅增长，景气度持续提升，公司充分受益。

图 5: 阴离子表面活性剂价格 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 6: 硬脂酸出厂价 (元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

**日化板块向下游延伸, 眉山基地加码日化 OEM。**全资子公司眉山赞宇规划投资 6 亿元建设“年产 50 万吨日化产品项目”, 建设周期为 36 个月, 资金来源为眉山赞宇自筹资金。公司目前已与眉山高新技术产业园区管理委员会签署《年产 50 万吨日化产品项目投资合同书》, 规划占地面积 230 亩, 眉山赞宇需在签订投资合同书并生效后 20 个工作日内开展立项、用地预审等手续, 无需提交股东大会审议。

**在建项目有序推进, “日化+油化”双轮驱动。**截至 2020 年底, 公司具备表面活性剂产能 80 万吨/年, 2020 年嘉兴赞宇 7.6 万吨/年、眉山赞宇 7.6 万吨/年产能相继成功开车, 目前河南赞宇、广东赞宇合计 47.6 万吨/年产能在建, 2021 年内有望投产。公司具备油脂化学品产能 81 万吨/年, 2021 年杭油化 10 万吨/年新增产能有望投产, 2022 年河南赞宇 25 万吨/年产能有望投产, 公司向油化下游高附加值单品进军, 打造国内外领先的特种油脂化学品龙头。

**投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。**我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 6.34/7.73/8.97 亿元, 同比增速 84.0%/21.9%/16.1%; 摊薄 EPS=1.35/1.64/1.91 元, 当前股价对应 PE=11.1/9.1/7.9x, 维持“买入”评级。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	824	500	602	1046	营业收入	7804	9594	10616	11863
应收款项	756	1314	1454	1625	营业成本	6569	8001	8826	9879
存货净额	940	1286	1414	1585	营业税金及附加	24	38	42	47
其他流动资产	725	892	987	1103	销售费用	253	317	350	380
<b>流动资产合计</b>	<b>3245</b>	<b>4092</b>	<b>4557</b>	<b>5459</b>	管理费用	181	220	267	265
固定资产	2717	2575	2494	2404	财务费用	96	57	49	39
无形资产及其他	697	669	641	614	投资收益	44	11	0	0
投资性房地产	491	491	491	491	资产减值及公允价值变动	186	(150)	(10)	(10)
长期股权投资	68	78	88	98	其他收入	(429)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>7218</b>	<b>7905</b>	<b>8271</b>	<b>9065</b>	营业利润	481	822	1071	1243
短期借款及交易性金融负债	1128	1286	1000	1000	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	1460	1773	1949	2184	<b>利润总额</b>	<b>481</b>	<b>822</b>	<b>1071</b>	<b>1243</b>
其他流动负债	565	687	758	846	所得税费用	122	164	268	311
<b>流动负债合计</b>	<b>3153</b>	<b>3745</b>	<b>3707</b>	<b>4030</b>	少数股东损益	14	23	30	35
长期借款及应付债券	570	270	270	270	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>345</b>	<b>634</b>	<b>773</b>	<b>897</b>
其他长期负债	88	88	88	88					
<b>长期负债合计</b>	<b>657</b>	<b>357</b>	<b>357</b>	<b>357</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3810</b>	<b>4103</b>	<b>4064</b>	<b>4387</b>	净利润	345	634	773	897
少数股东权益	489	503	521	542	资产减值准备	63	76	4	(5)
股东权益	2919	3300	3686	4135	折旧摊销	173	244	295	314
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7218</b>	<b>7905</b>	<b>8271</b>	<b>9065</b>	公允价值变动损失	(186)	150	10	10
					财务费用	96	57	49	39
关键财务与估值指标					营运资本变动	325	(560)	(112)	(140)
每股收益	0.82	1.35	1.64	1.91	其它	(56)	(62)	15	26
每股红利	0.38	0.54	0.82	0.95	<b>经营活动现金流</b>	<b>664</b>	<b>482</b>	<b>984</b>	<b>1102</b>
每股净资产	6.91	7.02	7.84	8.80	资本开支	(188)	(300)	(200)	(200)
ROIC	12%	16%	17%	19%	其它投资现金流	124	(100)	0	0
ROE	12%	19%	21%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(128)</b>	<b>(410)</b>	<b>(210)</b>	<b>(210)</b>
毛利率	16%	17%	17%	17%	权益性融资	9	0	0	0
EBIT Margin	10%	11%	11%	11%	负债净变化	322	(300)	0	0
EBITDA Margin	12%	13%	13%	14%	支付股利、利息	(161)	(254)	(387)	(449)
收入增长	19%	23%	11%	12%	其它融资现金流	(431)	158	(286)	0
净利润增长率	-3%	84%	22%	16%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(101)</b>	<b>(396)</b>	<b>(672)</b>	<b>(449)</b>
资产负债率	60%	58%	55%	54%	<b>现金净变动</b>	<b>435</b>	<b>(324)</b>	<b>102</b>	<b>444</b>
息率	2.5%	3.9%	6.0%	6.9%	货币资金的期初余额	389	824	500	602
P/E	18.8	11.1	9.1	7.9	货币资金的期末余额	824	500	602	1046
P/B	2.2	2.2	2.0	1.7	企业自由现金流	888	198	831	943
EV/EBITDA	10.8	9.0	7.9	7.2	权益自由现金流	779	10	508	914

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032