

证券研究报告  
化工行业  
2021年12月28日



# 赞宇科技：双碳来临，格局优化，油化龙头快速扩张

赞宇科技(002637)

评级：买入(维持)

国海证券研究所

李永磊(分析师)  
S0350521080004  
15120081690

董伯骏(分析师)  
S0350521080009  
15210959531

## 最近一年走势



## 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
赞宇科技	-4.3%	5.3%	28.3%
沪深300	1.2%	0.9%	-2.4%

预测指标	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	7804	10665	12957	15990
增长率(%)	19	37	21	23
归母净利润 (百万元)	345	812	1135	1533
增长率(%)	-3	135	40	35
摊薄每股收益 (元)	0.82	1.73	2.42	3.27
ROE(%)	12	21	23	24
P/E	15.33	9.97	7.13	5.28
P/B	1.82	2.14	1.65	1.26
P/S	0.68	0.76	0.62	0.51
EV/EBITDA	7.01	6.96	4.49	2.72

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

## 相关报告

《——赞宇科技 (002637) 事件点评: 油脂化工和表活龙头, OEM有望打开成长天花板 (买入)\*化学制品\*李永磊, 董伯骏》——2021-10-25

□ **双碳背景下，生物基材料迎来大发展，赞宇科技主要以棕榈油为原料生产油脂化工和表面活性剂，是油化、表活龙头企业，随着印尼关税提升和竞争格局优化，公司盈利大幅增长，未来几年公司扩产加速，业绩有望实现大的突破。**

□ **油脂化工：格局改善，印尼基地受益关税优势**

中国主要油脂化工的需求量为387万吨，市场空间300亿元左右，预计未来3年年均增速6%。我们预计2021/2022/2023年公司油脂化工板块销量85/98/114万吨，单吨毛利1480/1520/1520元/吨，对应毛利分别达12.6/14.9/17.3亿元，2021-2023年年均增速达17.4%。公司竞争优势体现在两方面，1) 印尼棕榈油出口关税大幅上调，公司印尼杜库达子公司具有低价采购棕榈油的优势，2021年上半年净利润达到1.7亿元，而去年同期仅为0.2亿元。印尼公司仍扩能。2) 产品结构升级，杭州油化拟投2万吨OPO结构脂，用于高端奶粉。

□ **日用化工：行业格局不断改善**

中国日用化工中主要产品阴离子表面活性剂的需求量约150万吨（折百），预计市场空间120亿元左右，预计未来3年年均增速5%。受益于竞争格局优化，2020年公司日化板块毛利达到5.5亿元，同比增长49%。公司现有近110万吨年化产能，2023年将达到150万吨（按实物量，包含阳离子和非离子产品），增长36%。我们预计，公司2021/2022/2023年日用化工板块销量57/74/94万吨，单吨毛利1040/1066/1066元/吨，对应毛利分别为5.9/7.9/10.0亿元，2021-2023年年均增速为29.8%。

□ **OEM：重塑洗护用品代工格局，将打开公司成长天花板**

中国洗护用品的需求量为1400万吨，预计市场空间130亿元，预计未来3年年均增速9%。公司拟新建150万吨/年产能，公司利用规模化和一体化的优势，OEM产品有望实现单吨盈利、销量大幅提升。我们预计，2021/2022/2023年公司OEM板块销量10/42/112万吨，单吨毛利174/400/400元/吨。对应毛利分别为0.17/1.68/4.48亿元，2021-2023年年均增速为407.5%。

□ **投资建议：预计公司2021-2023年归母净利润分别为8.12/11.35/15.33亿元，对应PE分别为10.0/7.1/5.3倍，维持“买入”评级。**

□ **风险提示：棕榈油价格波动的风险；棕榈油关税政策变动的风险；OEM推广不及预期的风险；宏观经济波动风险；环保风险；安全生产风险；汇率波动的风险；进出口贸易的风险；中国与海外市场并不具有完全可比性，相关数据仅供参考。请务必阅读附注中免责条款部分**

图表1：主要业务板块及公司整体业绩情况

项目		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
油脂化工	销量 (万吨)	65.90	81.01	83.09	85.05	97.85	114.05
	价格 (万元/吨)	0.56	0.36	0.50	0.80	0.80	0.80
	营收 (亿元)	37.23	28.78	41.32	68.04	78.28	91.24
	单吨毛利 (元/吨)	605.42	429.35	594.91	1480.00	1520.00	1520.00
	毛利 (亿元)	3.99	3.48	4.94	12.59	14.87	17.34
日用化工	销量 (万吨)	39.03	45.12	47.25	56.93	74.00	93.56
	价格 (万元/吨)	0.69	0.60	0.62	0.52	0.52	0.52
	营收 (亿元)	26.74	26.92	29.24	29.60	38.48	48.65
	单吨毛利 (元/吨)	842.51	823.57	1165.66	1040.00	1066.00	1066.00
	毛利 (亿元)	3.29	3.72	5.51	5.92	7.89	9.97
加工服务- OEM	销量 (万吨)	11.33	10.40	11.58	10.00	42.00	112.00
	价格 (万元/吨)	0.13	0.08	0.07	0.06	0.10	0.10
	营收 (亿元)	1.52	0.83	0.83	0.61	4.20	11.20
	单吨毛利 (元/吨)	174.49	206.25	220.29	173.94	400.00	400.00
	毛利 (亿元)	0.20	0.21	0.26	0.17	1.68	4.48
<b>总营收 (亿元)</b>		<b>70.64</b>	<b>65.80</b>	<b>78.04</b>	<b>106.65</b>	<b>129.57</b>	<b>159.90</b>
<b>毛利率 (%)</b>		<b>13.4%</b>	<b>16.3%</b>	<b>15.8%</b>	<b>18.8%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.8%</b>
<b>毛利 (亿元)</b>		<b>9.43</b>	<b>10.75</b>	<b>12.35</b>	<b>20.09</b>	<b>25.90</b>	<b>33.29</b>

资料来源：公司公告，Wind，国海证券研究所

图表2：公司各基地产能增长情况（万吨）

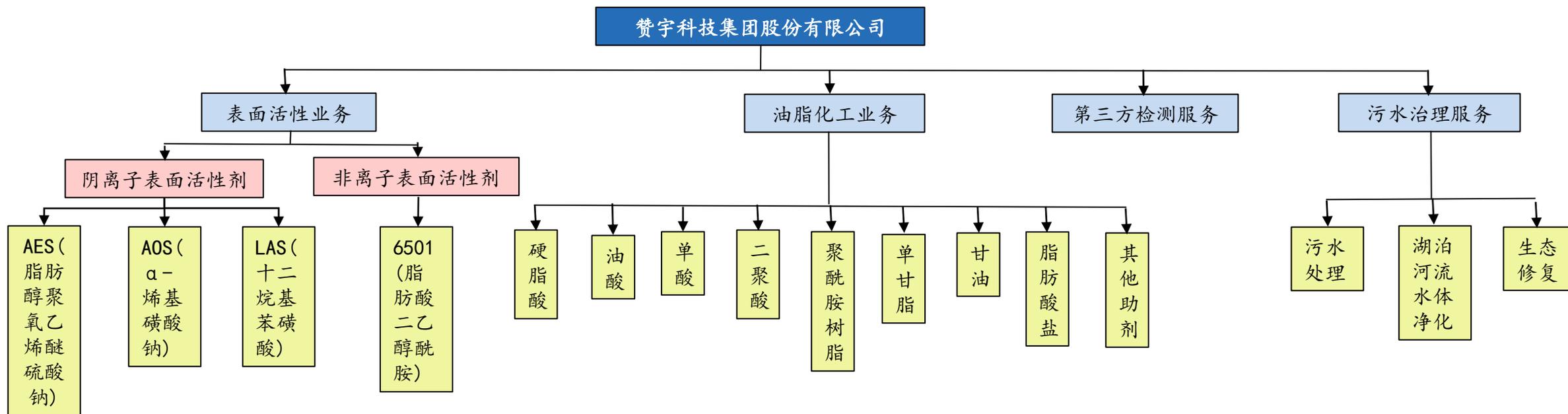
业务	基地	2020	2021E	2022E	2023E
油脂化工	印尼杜库达	45	45	54	54
	杭州油化	20	20	30	30
	江苏金马	5	5	5	5
	湖北诚鑫维顿	5	5	5	5
	河南赞宇				25
	山东裕达（代工）	6	6	6	6
	<b>合计</b>		<b>81</b>	<b>81</b>	<b>100</b>
日用化工	嘉兴赞宇	28.2	28.2	28.2	28.2
	四川赞宇	5.4	5.4		
	河北赞宇	7.6	7.6	7.6	7.6
	江苏赞宇	6	6	6	6
	韶关赞宇	4.8	4.8	4.8	4.8
	眉山赞宇	7.6	15.2	15.2	15.2
	河南赞宇		20	20	20
	广东赞宇			25	25
	沧州赞宇				20
	外协	20.4	20.4	20.4	20.4
	<b>合计</b>	<b>80.0</b>	<b>107.6</b>	<b>127.2</b>	<b>147.2</b>
OEM	江苏赞宇	10	10	10	10
	河南赞宇			50	50
	眉山赞宇				50
	沧州赞宇				50
	<b>合计</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>60</b>	<b>160</b>

资料来源：公司公告，卓创资讯，国海证券研究所

- ◆ 赞宇科技——日化、表活双龙头
- ◆ 油脂化工：有望持续高景气
- ◆ 日用化工：行业格局不断改善
- ◆ OEM:洗护代工将打开成长天花板
- ◆ 并购实现业务扩张
- ◆ 投资建议
- ◆ 风险提示

- 赞宇科技集团股份有限公司成立于2000年，是专业从事表面活性剂和油脂化学品研发、生产和销售的高新技术企业，并提供洗化产品代加工和食品安全、环境、职业卫生等第三方检测认证和综合治理服务。
- 长期以来，公司凭借先进的理念、科学的管理以及技术和人才的优势，坚持自主创新，走科技成果产业化发展道路，现已成为国内研究和生产表面活性剂、油脂化学品的龙头企业之一。
- 公司目前已通过质量、环境、安全和测量管理四体系认证，表面活性剂，洗涤剂生产获化妆品GMP认证，是国内较早通过认证的AES生产企业。年销售各类表面活性剂、油脂化学品100多万吨，主要产品产量多年稳居全国第一，多种产品进入国际市场。

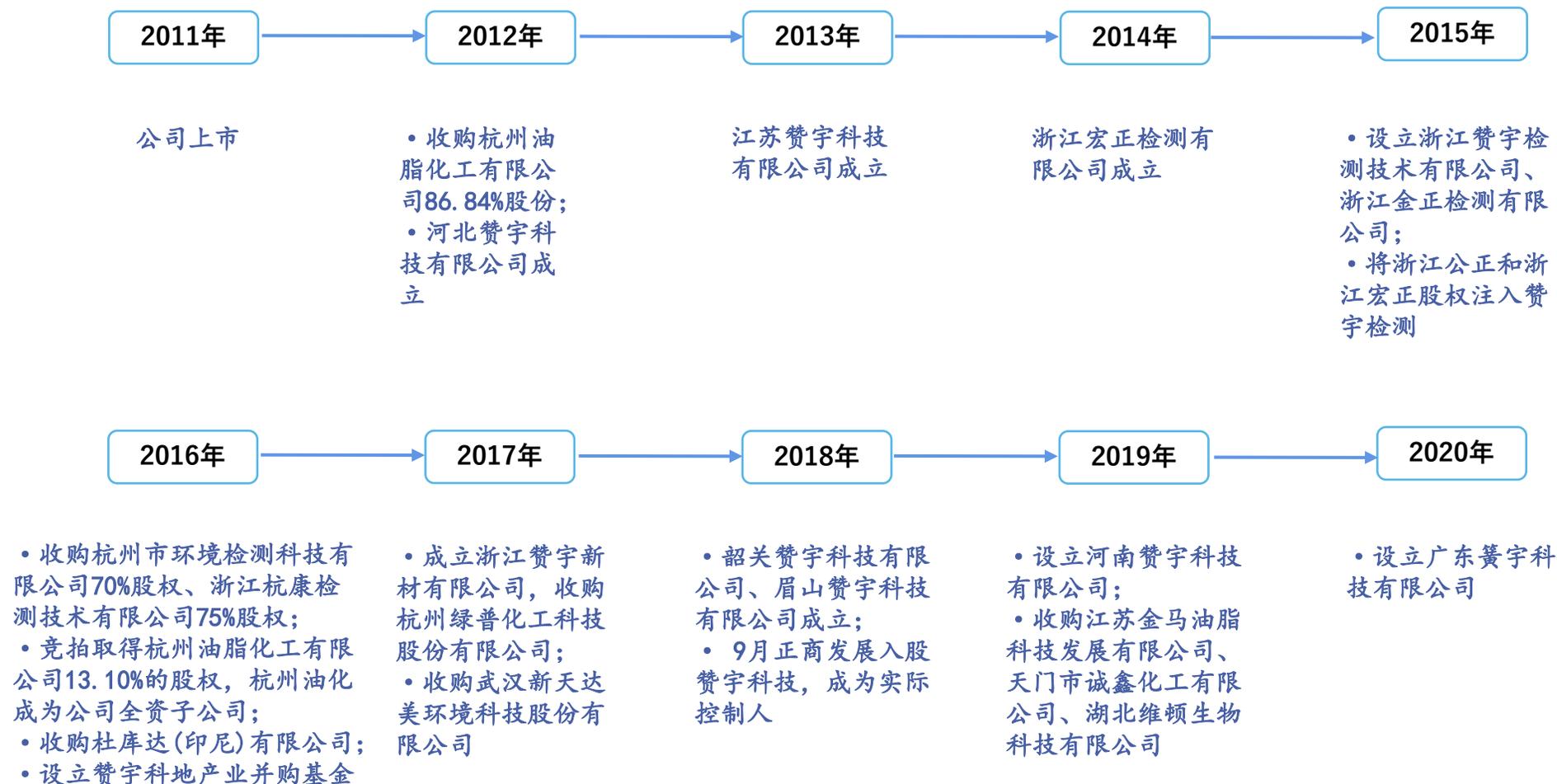
图表3：赞宇科技主要业务板块图



资料来源：公司公告，国海证券研究所

# 公司通过多次并购不断扩张业务版图

图表4：赞宇科技集团发展历史沿革

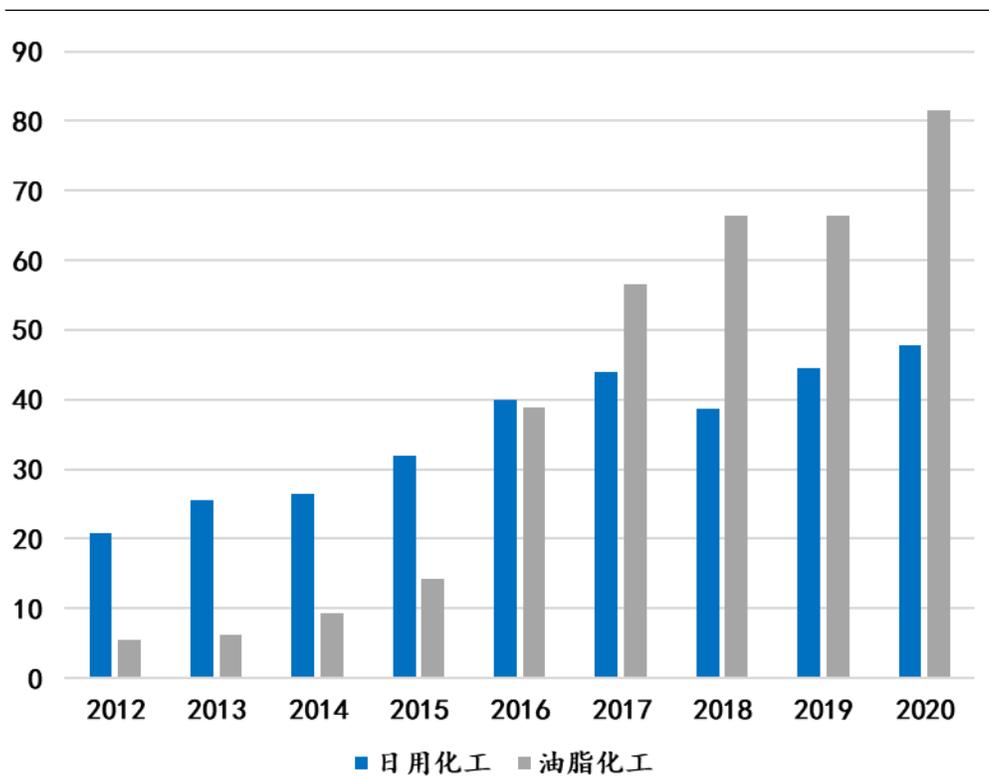


资料来源：公司官网，国海证券研究所

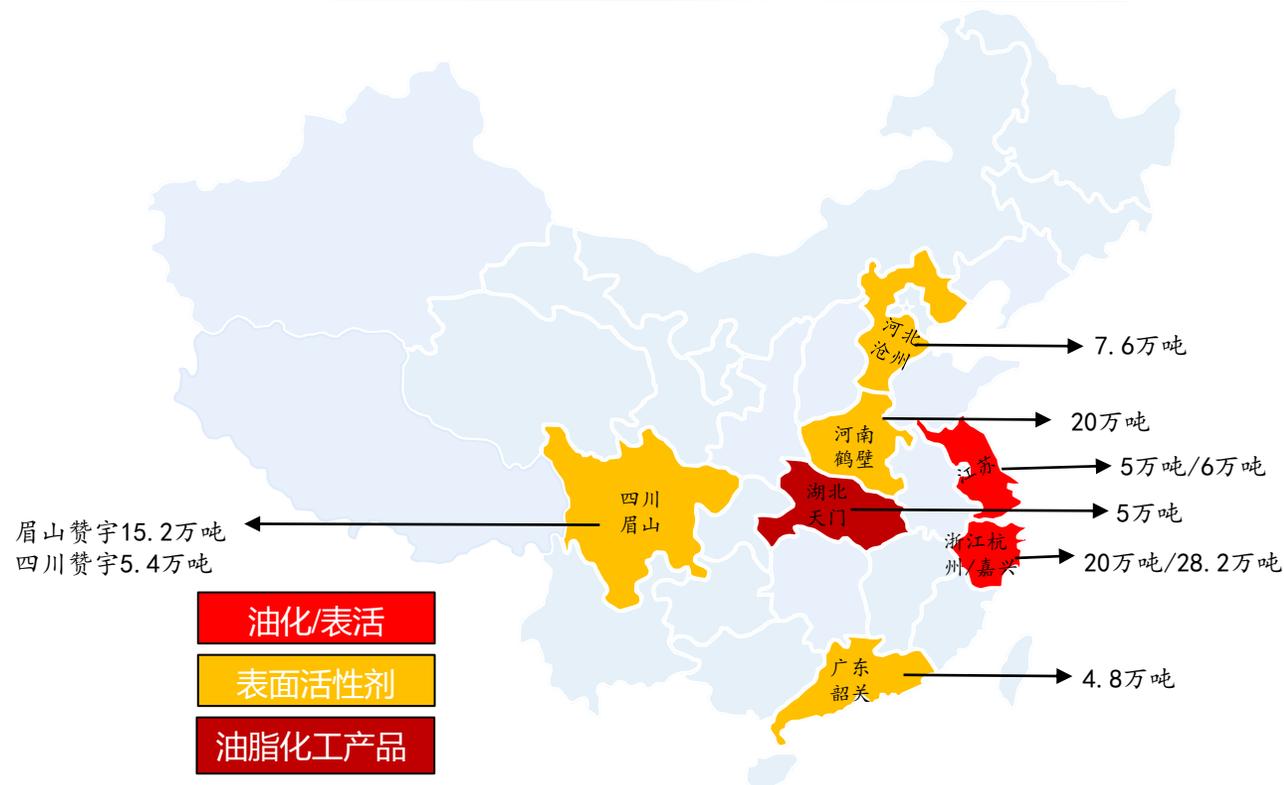
# 公司产量稳步提升，产能布局分散

- 公司自上市以来，油化、日化板块产量稳步提升，公司油化/日化产量从2012年的5.46/2.85万吨，提升至2020年的81.54/47.88万吨。
- 赞宇在全国布局产能，公司分别在浙江、河北等地布局日化基地，表面活性剂产能107.6万吨，其中浙江28.2万吨、河南20万吨、四川20.6万吨（眉山15.2万吨）、河北7.6万吨、江苏6万吨、广东韶关4.8万吨、以及在外租赁的约20.4万吨产能；在印尼、浙江等地布局油化生产基地，油脂化工产能81万吨，其中印尼杜库达45万吨、浙江杭州油化20万吨、江苏金马5万吨、湖北诚鑫维顿5万吨、以及租赁山东裕达6万吨。

图表5：公司油脂化工、日用化工产量情况（万吨）



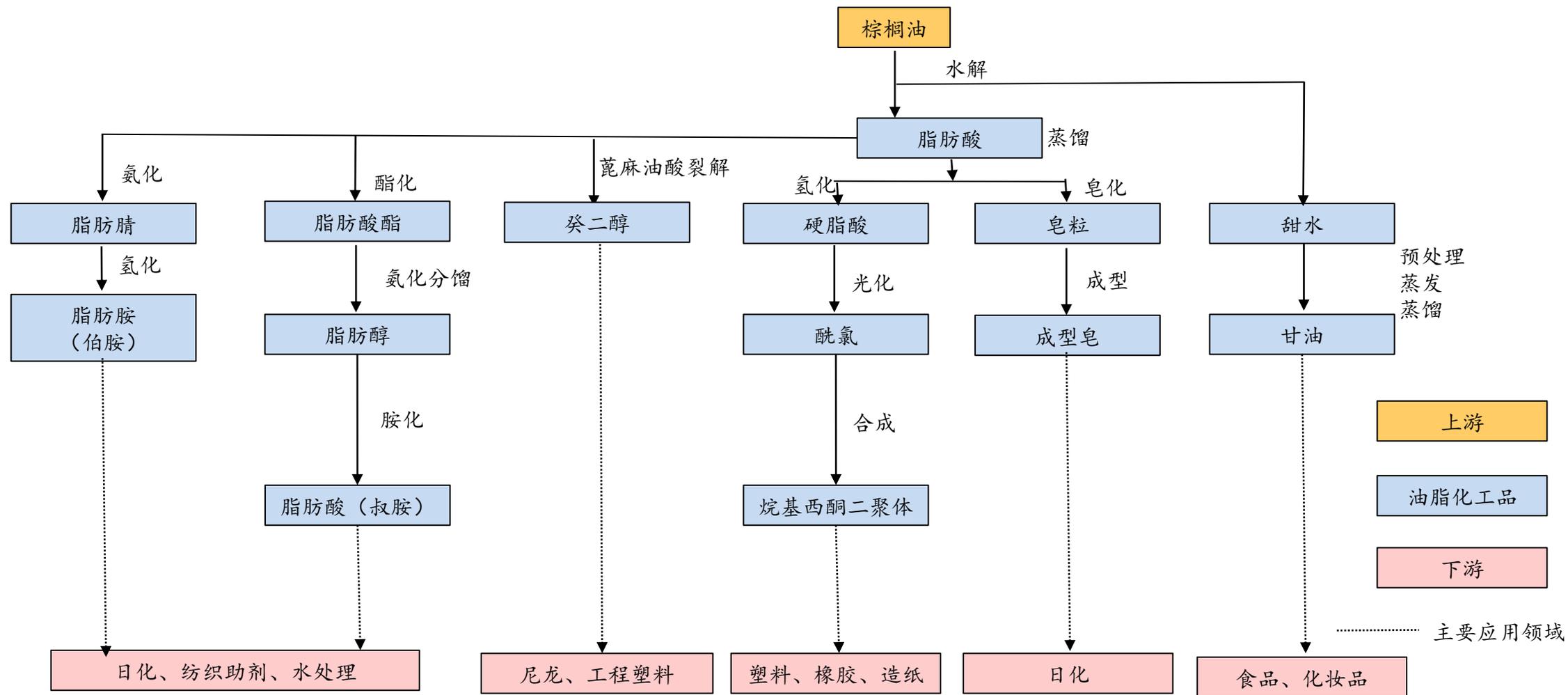
图表6：公司现有产能分布情况



资料来源：公司公告，国海证券研究所

资料来源：Wind，国海证券研究所

图表7：油脂化工产业链



资料来源：金龙鱼招股说明书，国海证券研究所

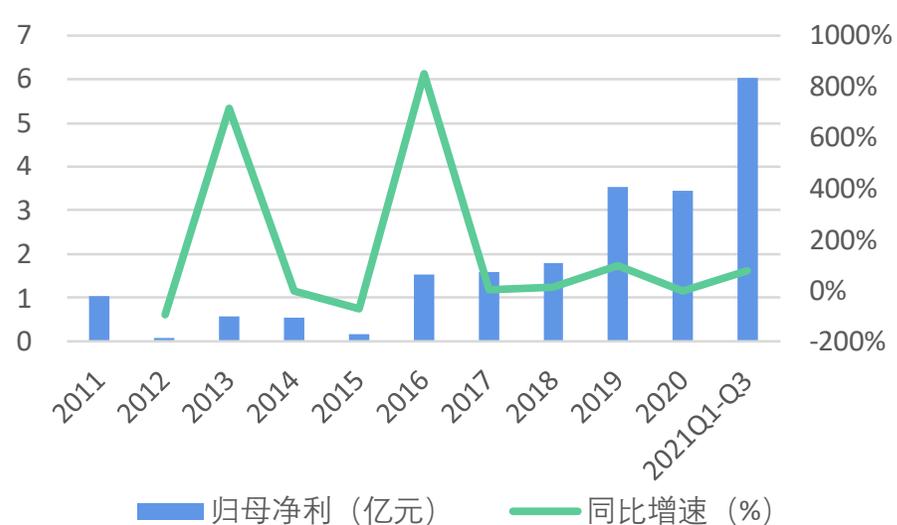
□ 随着公司产能不断扩张及盈利能力改善，2020年已达78.04亿元，同比增长18.6%，公司归母净利润也已达到3.45亿元，公司盈利能力在逐步增强，2019年公司收购江苏金马、天门诚鑫、湖北维顿三家油脂化学品公司，江苏镇江10万吨代工装置投产，公司进入发展新阶段，盈利中枢不断提升。

图表8：赞宇科技营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

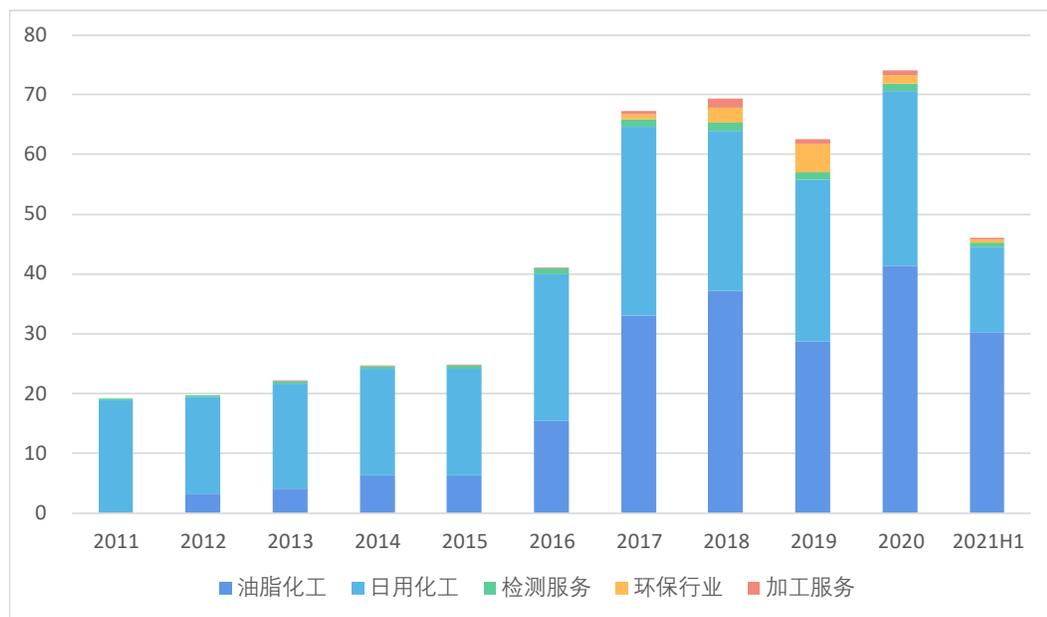
图表9：赞宇科技归母净利润情况（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

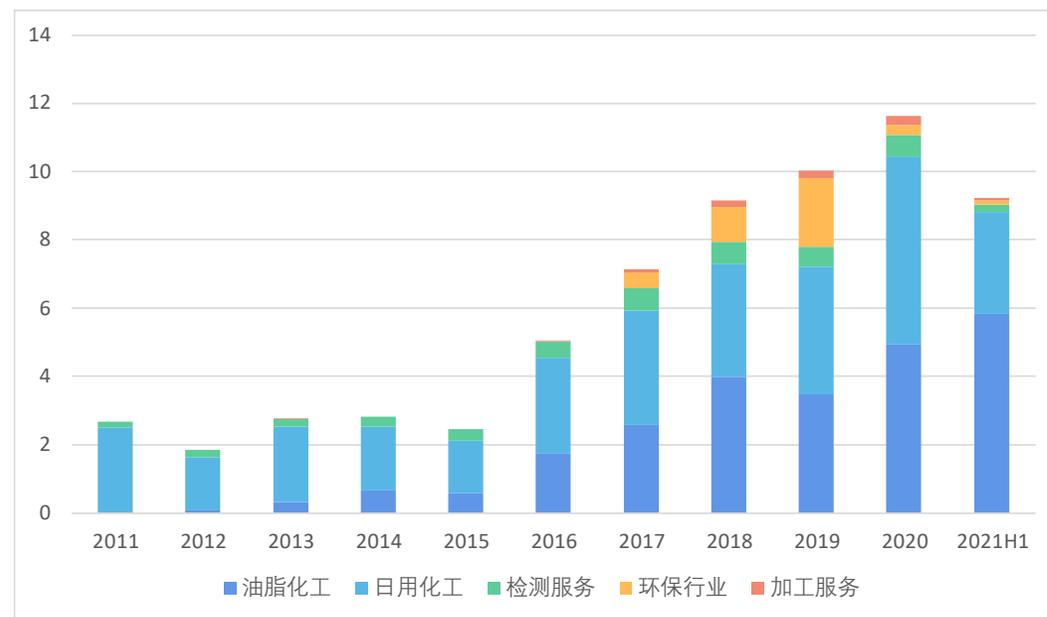
□ 油脂化工和日用化工在公司营收中占据主要地位，2020年公司油化、日化营收占比分别为55.8%/39.7%。公司油化业务自2016年后实现快速飞越，主要系公司收购杜库达(印尼)有限公司并表所致。

图表10：赞宇科技各产品营收情况（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表11：赞宇科技各产品毛利情况（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

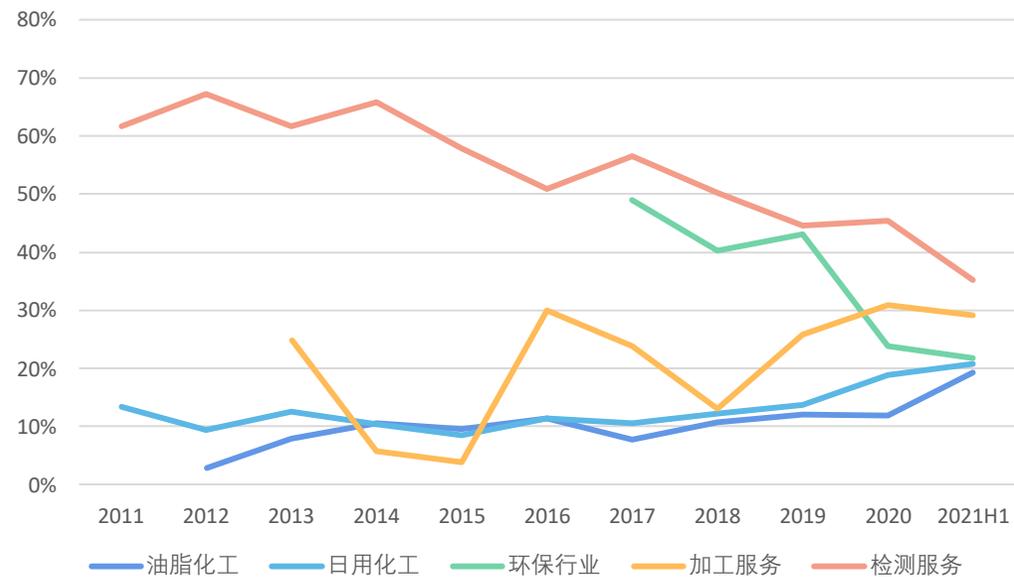
- 得益于公司油化、日化业务板块盈利能力的提升，2017年以来公司整体毛利率、净利率、ROE提升显著，公司毛利率从2011年的14%提升至2021年Q3的18%；公司净利率从6%提升至8%；公司净资产收益率从17%提升至24%，整体盈利能力大幅提升。

图表12：赞宇科技盈利能力 (%)



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表13：赞宇科技各产品毛利率情况 (%)

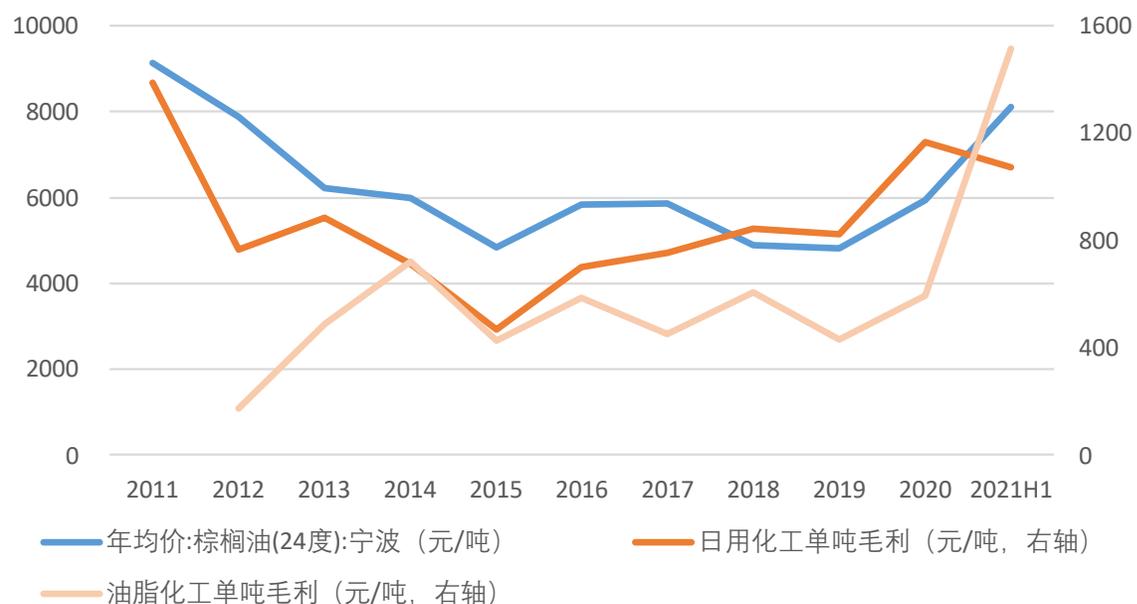


资料来源：Wind，国海证券研究所

# 油化/日化单吨毛利与棕榈油价格整体呈正相关

- 棕榈油为公司主要上游原料，其价格波动对公司业务盈利具一定影响。整体看，公司日用化工和油脂化工单吨毛利和棕榈油价格呈正相关，棕榈油价格上涨将带动相关产品盈利的提升。
- 随着公司成本管理水平的提升，尽管近年棕榈油价格处于震荡行情，但公司日化产品单吨盈利稳步提升，从2015年的467元/吨提升至2020年的1166元/吨，盈利能力持续增强。

图表14：油化/日化单吨毛利与棕榈油价格整体呈正相关

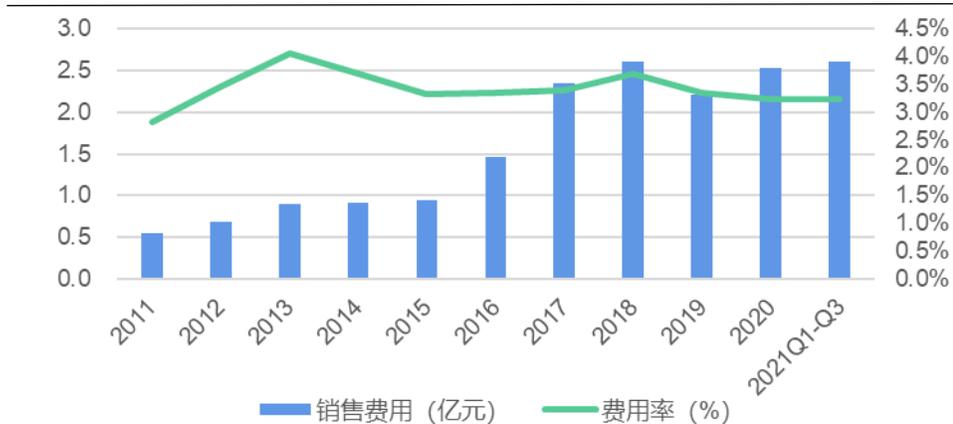


资料来源: Wind, 国海证券研究所  
注: 2021H1因公司未披露具体业务销量, 单吨毛利为预测值。

# 费用率逐步下降

□ 公司近年来通过精细化管理，不断降低费用率，公司销售费用率、管理费用率及财务率由2018年的2.97%/2.34%/1.93%下降至2021Q3 3.24%/1.90%/0.71%。

图表15：公司销售费用及费用率



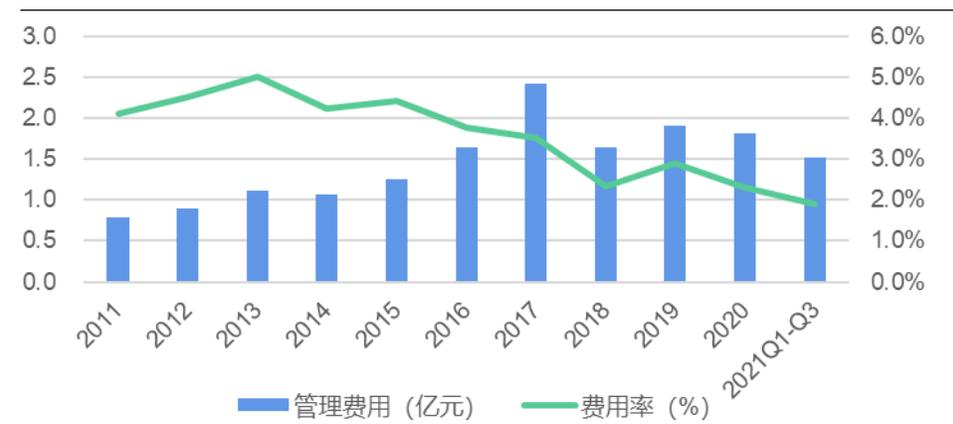
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表17：公司财务费用及费用率



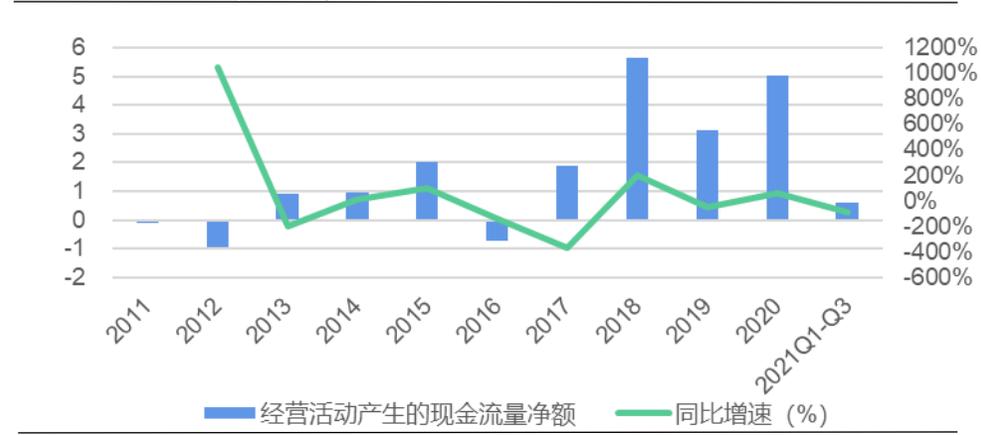
资料来源：Wind，国海证券研究所

图表16：公司管理费用及费用率



资料来源：Wind，国海证券研究所

图表18：公司经营产生的现金流净额（亿元）



资料来源：Wind，国海证券研究所

# 公司日化、油化下游客户广泛



# 公司未来新增产能陆续释放，长期高速增长可期

□ 随着公司未来油化（杭州油化10万吨、河南基地25万吨）、表活（沧州20万吨）、以及OEM（150万吨）三大板块大量产能落地，公司未来业绩有望实现大的突破。

图表19：公司OEM、表活新增产能情况

公告时间	项目名称	建设产能	建设时间	项目投资额
2019年8月	赞宇科技中原日化生态产业园项目	年产能25万吨表面活性剂、25万吨油脂化学品、50万吨洗护用品、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。	项目分三期建设，一期为年产25万吨表面活性剂、50万吨洗护用品；计划于2021年10月底前投产。二期项目为25万吨油脂化学品，计划于2022年12月底前投产。三期项目为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。	35亿元
2021年4月	眉山赞宇年产50万吨日化产品项目	年产50万吨日化产品项目	36个月	6亿元
2021年7月	沧州赞宇日化生态产业园	年产20万吨表面活性剂、年产50万吨洗涤用品等	项目计划分两期进行，其中一期建设20万吨表面活性剂生产装置；二期建设50万吨洗涤用品生产装置。一期项目计划开工时间2021年12月，计划竣工时间2023年12月。	12.5亿元

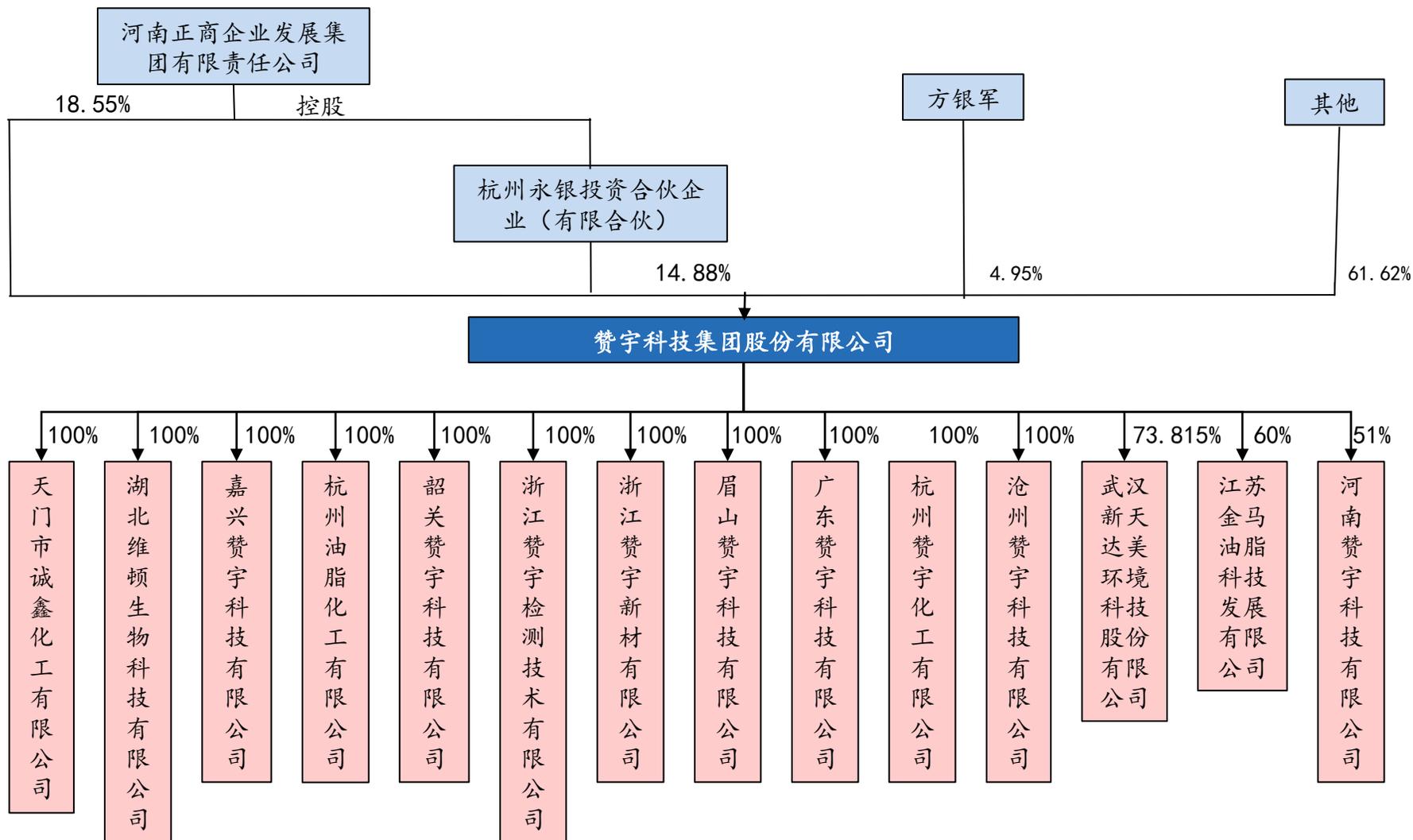
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表20：公司杭州油化10万吨项目具体产品情况

杭州油化10万吨项目
4万吨脂肪酸甘油酯
1万吨月桂酸甘油酯
2万吨OPO
2万吨油酸
1万吨合成酯

资料来源：环评报告，国海证券研究所

图表21：赞宇科技集团股权结构图



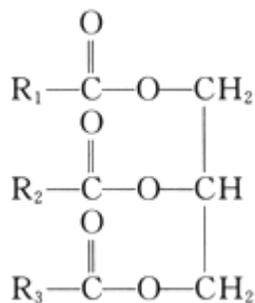
资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

- ◆ 赞宇科技——日化、表活双龙头
- ◆ 油脂化工：有望持续高景气
- ◆ 日用化工：行业格局不断改善
- ◆ OEM:洗护代工将打开成长天花板
- ◆ 并购实现业务扩张
- ◆ 投资建议
- ◆ 风险提示

- 油脂化工业务主要以棕榈油、动植物废油、油脚为原料，主要产品包括硬脂酸、脂肪酸、油酸、单酸、二聚酸、聚酰胺树脂、单甘脂、甘油、脂肪酸盐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、选矿等领域均有广泛的应用，素有“工业味精”之称。公司生产的各类油脂化学品除了在中国国内市场占有较好市场地位外，还远销东南亚、中东、欧洲及美洲等国家与地区。
- 公司拥有下属杭州油化和印尼杜库达油脂化工企业，在山东设有油脂化工加工基地，是国内油脂化工的龙头企业。杜库达位于印度尼西亚雅加达，在税收、棕榈油采购价格、生产成本、运输费用等方面都具有显著的竞争优势。湖北维顿、天门诚鑫及江苏金马三家油脂化工企业，主要生产并销售油酸、单酸、二聚酸和聚酰胺树脂等，油酸及其下游行业属于高附加值的特种油脂化学品行业，在该细分行业也已接近龙头地位。公司在国内外油脂化工市场拓展方面发挥更大的协同效应，显著巩固公司油脂化工行业地位。受生物柴油需求拉动和印尼出口关税提升的影响，棕榈油供不应求，公司印尼杜库达基地具有采购低价棕榈油的优势，叠加库存收益，2021年上半年净利润达到1.7亿元，而去年同期仅为0.2亿元。公司国内油脂化工加工基地受益于竞争格局好转，盈利也大幅好转，杭州油化上半年净利润为1.1亿元，去年同期为0.1亿元。带动公司整体净利润今年上半年达到了4.4亿元，同比+2.5亿元。
- 目前油脂化学品市场供需基本平衡，未来主要是往纵深做，增加产品种类，尤其是高附加值的产品，包括一是向上下游纵深延展，二是开辟新产品，特别是食品添加剂、农牧业添加剂。公司最主要的油化工厂杜库达在印尼雅加达的保税区，印尼作为“一带一路”沿线的重要国家之一，享受“一带一路”优惠政策，拥有强势的市场需求，且在棕榈油采购价格、便利性、在途时间、运输费用、生产成本等方面相较于国内油脂化工企业存在明显优势。

□ 棕榈油取自棕榈果肉，果肉含油约50%，棕榈油的主要成分是甘油和脂肪酸组成的三脂肪酸甘油酯，其中脂肪酸的相对分子质量占90%以上，甘油占10%，脂肪酸又包含饱和脂肪酸和不饱和脂肪酸。棕榈油含有饱和脂肪酸和不饱和脂肪酸的比例均衡，大约有44%的棕榈酸，4.5%的硬脂酸，1.1%的豆蔻酸，0.2%的月桂酸（两种均为饱和酸），39.2%的油酸，10%的亚油酸，0.4%亚麻酸，0.1%的棕榈烯酸（不饱和酸）。棕榈毛油里还有500-700mg/Kg胡萝卜素（主要是α-型和β-型）使毛油呈红棕色，但经脱色、除臭处理后胡萝卜素基本被去除或破坏，因此，精炼棕榈油色泽较浅。

图表22：棕榈油主要由三脂肪酸甘油酯组成



资料来源：《油脂化学》，国海证券研究所

图表23：棕榈油中主要脂肪酸类型

脂肪酸类型	脂肪酸	分子式	相对分子质量	熔点/°C	占棕榈油比重
饱和酸	棕榈酸	C <sub>16</sub> H <sub>32</sub> O <sub>2</sub>	256.42	63.1	44.0%
	硬脂酸	C <sub>18</sub> H <sub>36</sub> O <sub>2</sub>	284.47	69.6	4.50%
	豆蔻酸	C <sub>14</sub> H <sub>28</sub> O <sub>2</sub>	228.36	53.9	1.10%
	月桂酸	C <sub>12</sub> H <sub>24</sub> O <sub>2</sub>	200.31	44.2	0.20%
不饱和酸	油酸	C <sub>18</sub> H <sub>34</sub> O <sub>2</sub>	282.46	14.16	39.20%
	亚油酸	C <sub>18</sub> H <sub>32</sub> O <sub>2</sub>	280.45	-12	10%
	亚麻酸	C <sub>18</sub> H <sub>30</sub> O <sub>2</sub>	278.43	-11~-10	0.40%
	棕榈烯酸	C <sub>16</sub> H <sub>30</sub> O <sub>2</sub>	254.41	0.5	0.10%

资料来源：《油脂化学》，国海证券研究所

图表24：公司油脂化工板块经营情况

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
油脂化工产能（万吨）								80	81	40.5	81	100	125
油脂化工销量（万吨）	5.11	6.46	9.12	14.11	29.91	56.86	65.90	81.01	83.09	38.48	85.05	97.85	114.05
油脂化工销售均价（万元/吨）	0.62	0.62	0.68	0.45	0.51	0.58	0.56	0.36	0.50	0.79	0.80	0.80	0.80
油脂化工营收（亿元）	3.16	4.01	6.20	6.29	15.38	32.98	37.23	28.78	41.32	30.25	68.04	78.28	91.24
油脂化工毛利率（%）	2.81%	7.85%	10.60%	9.60%	11.38%	7.79%	10.72%	12.09%	11.96%	19.28%	18.50%	19.00%	19.00%
油脂化工毛利（亿元）	0.09	0.31	0.66	0.60	1.75	2.57	3.99	3.48	4.94	5.83	12.59	14.87	17.34
油脂化工单吨毛利（元/吨）	174	488	721	428	585	452	605	429	595	1516	1480	1520	1520

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：2021H1因公司未披露具体业务销量，销量、单吨毛利为预测值。

图表25：公司各子公司油脂化工产能情况（万吨）

子公司	2020	2021E	2022E	2023E
印尼杜库达	45	45	54	54
杭州油化	20	20	30	30
江苏金马	5	5	5	5
湖北诚鑫/维顿	5	5	5	5
河南赞宇				25
山东裕达（代工）	6	6	6	6
合计	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>100</b>	<b>125</b>

资料来源：公司公告，国海证券研究所

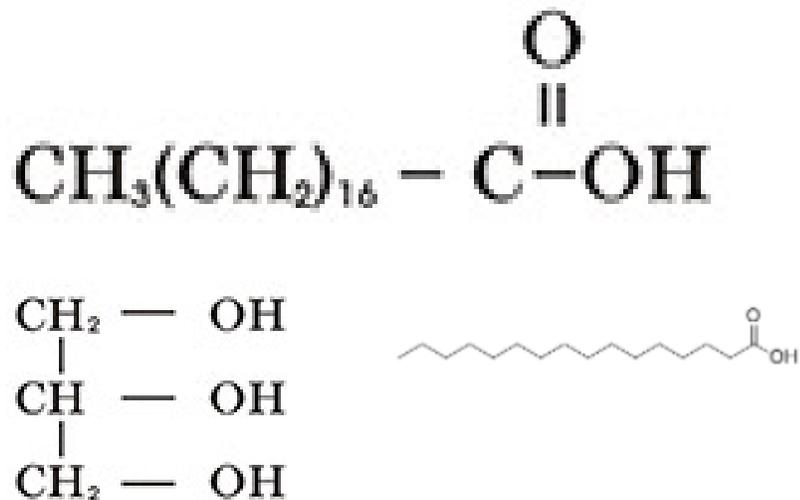
图表26：公司油脂化工板块未来新增产能情况

项目名称	产品情况	预计投产时间
中原日化生态产业园25万吨油脂化学品	14万吨油酸	2022.12
	6万吨脂肪酸	
	1.5万吨甘油	
	3.5万吨生物质沥青	
杭州油化年产10万吨脂肪酸酯和油酸项目	4万吨脂肪酸甘油酯	2021.12
	1万吨月桂酸甘油酯	
	2万吨OPO	
	2万吨油酸	
	1万吨合成酯	

资料来源：公司公告，国海证券研究所

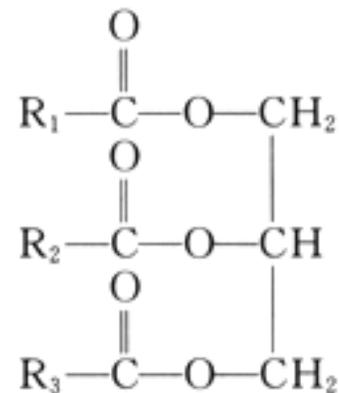
- 硬脂酸：CAS No. : 57-11-4，分子式：C<sub>18</sub>H<sub>36</sub>O<sub>2</sub>，棕榈油经过分提的固体成分，水解得到硬脂酸和棕榈酸，一般都不会对硬脂酸和棕榈酸再进行分离纯化的，通常以含量多的那一种对产品命名，所以硬脂酸中一般也含有棕榈酸（C16）。
- 氢化油：CAS No. : 68514-74-9，分子式：(RCOO)<sub>3</sub>C<sub>3</sub>H<sub>5</sub>，氢化油是通过棕榈油加氢，将其中的不饱和脂肪双键变成饱和的油脂。
- 甘油：CAS No. : 56-81-5，分子式：C<sub>3</sub>H<sub>8</sub>O<sub>3</sub>，甘油是棕榈油水解得到的副产物。

图表27：硬脂酸和甘油分子式



资料来源：公司公告，环评报告，国海证券研究所

图表28：氢化油分子式



资料来源：公司公告，环评报告，国海证券研究所  
注：R1、R2、R3表示不同的碳链烷基

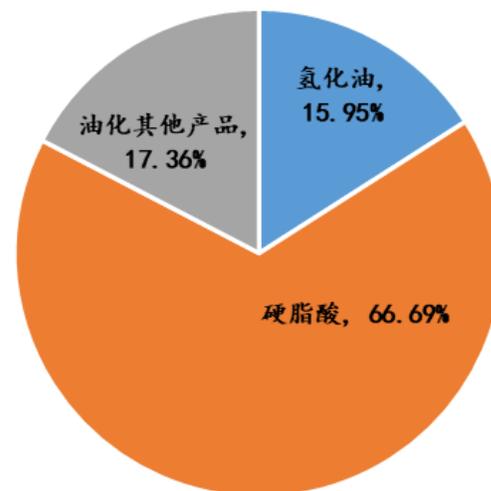
□ 2020年公司油脂化工板块中，氢化油、硬脂酸销量分别为12.15、47.75万吨，营业收入中硬脂酸销售收入达27.56亿元，占油脂化工板块营收的66.69%。

图表29：2020年公司油脂化工板块主要产品情况

	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (亿元)	销售均价 (元/吨)
氢化油	11.60	12.15	6.59	5423.5
硬脂酸	47.27	47.75	27.56	5771.2
油化其他产品	22.67	23.19	7.17	3094.1
油化板块	81.54	83.09	41.32	4973.3

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表30：2020年公司油脂化工板块主要产品营收占比 (%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

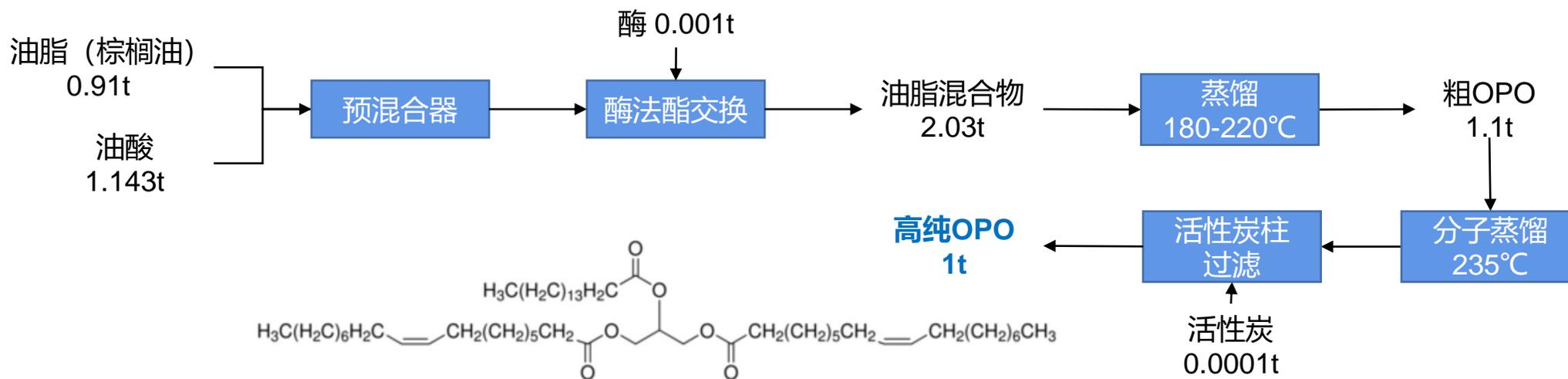
- OPO结构酯作为营养强化剂，已调整至《有机产品认证目录》中，由于OPO能够优化钙、脂肪酸的吸收，增强骨骼发育，能够促进乳酸杆菌、双歧杆菌生长，抑制梭菌、葡萄球菌生长，在目前国产品牌奶粉中，添加OPO的同款产品价格普遍更高。
- 奶粉中OPO是重要元素，是配方奶粉的发展里程碑，有助于提高幼儿对脂质和钙等其他重要营养素的吸收，使得配方奶更加亲和人体，而且可以保障恰当的能量供应，骨骼发育以及胃肠的健康，为幼儿提供自然抵抗力。结构酯OPO使得配方奶粉更接近母乳，可减少便秘、排便等困难，避免幼儿上火，更好的促进幼儿骨骼的生长发育，增加幼儿体内益生菌的含量。

图表31：奶粉OPO结构酯添加情况

品牌	金领冠		飞鹤		君乐宝		佳贝艾特	
系列	金领冠睿护	金领冠珍护	臻爱飞鹤	星飞帆	君乐宝乐畅	君乐宝乐臻	悠装	悦白
规格/g	900	900	800	700	800	800	800	800
段位	1/2/3	1/2/3	1/2/3	1/2/3	1/2/3	1/2/3	1/2/3	1/2/3
参考价/元	328/318/298	378/358/328	358/338/328	368/308/308	228/228/228	278/278/278	368/368/368	468/468/468
OPO含量/100g	0/0/0	6.9/5.9/5.9	0/0/0	6.0/4.0/4.0	0/0/0	3.6/2.7/2.7	0/0/0	4.7/3.3/2.7

- 公司OPO结构酯 ( $C_{55}H_{102}O_6$ , 1,3-二油酸2-棕榈酸甘油三酯) 以棕榈油、油酸为原料, 经脂肪酶催化酯交换, 使脂肪酸在丙三醇分子上的位置重新排列而得1,3-二油酸2-棕榈酸甘油三酯粗产品, 后经过蒸馏、分子蒸馏、分提手段分离后, 得到高纯的OPO结构酯。
- 公司采用的酶法酯交换工艺, 具有专一性强; 反应条件温和; 环境污染小; 催化活性高, 反应速度快; 产物和催化剂易分离, 且催化剂可反复使用等特点, 为当前行业内先进生产工艺。

图表32: 公司OPO采取先进酶法酯交换工艺



- 印尼目前对棕榈油征收出口关税和附加税。关税方面，毛棕基准价高于750美元/吨时，开始分档收取，最高至200美元/吨封顶。附加税（levy）方面，毛棕基准价低于670美元/吨时征收55美元/吨，670美元-695美元/吨时征收60美元/吨，之后价格每上涨25美元，levy增加15美元/吨，最高至175美元/吨封顶（2021年1月-6月为255美元/吨封顶，7月调整为175美元/吨）。
- 高出口关税背景下，赞宇杜库达工厂受益。以11月份为例，印尼棕榈油FOB价格为1400.5美元/吨，当月出口税收合计375美元/吨，若剥离出口关税，当地棕榈油价格仅为1025.5美元/吨，折人民币6552元/吨，与国内棕榈油价格差值达2801元/吨。

图表33：印尼本土棕榈油价格较国内具有优势

月份	印尼COP 均价 (美元/吨, FOB)	关税基准 (美元/吨)	出口关税 (美元/吨)	LEVY (美元/吨)	关税合计 (美元/吨)	印尼本土不含 关税价 (美元/吨)	印尼本土不含 关税价 (元/吨)	国内棕榈油价格 (元/吨, 扣增值税)	价格差值 (元/吨)
2021-01	1041.5	951.86	74	225	299	742.5	4804	6701	1896
2021-02	1053.8	1026.78	93	255	348	705.8	4559	6912	2353
2021-03	1094.3	1036.22	93	255	348	746.3	4857	7602	2744
2021-04	1152.5	1093.83	116	255	371	781.5	5095	7488	2393
2021-05	1229.5	1110.68	144	255	399	830.5	5334	8267	2933
2021-06	1044.3	1223.90	183	255	438	606.3	3895	7750	3855
2021-07	1126.3	1094.15	116	175	291	835.3	5407	8165	2758
2021-08	1186.8	1048.62	93	175	268	918.8	5950	8343	2393
2021-09	1233.0	1185.26	166	175	341	892.0	5759	8644	2885
2021-10	1361.3	1196.60	166	175	341	1020.3	6544	9504	2960
2021-11	1400.5	1283.38	200	175	375	1025.5	6552	9353	2801

资料来源：印尼财政部, Palm Oil Analytics, 国海证券研究所

注：此测算假设FOB价-关税为印尼本土不含关税价格，实际情况会略有差入；关税基准为印尼政府每月制定棕榈油出口关税参考价格，根据鹿特丹CIF、马来西亚交易所(BMD)和印度尼西亚商品和衍生品交易所(ICDX)的毛棕榈油价格加权均价。

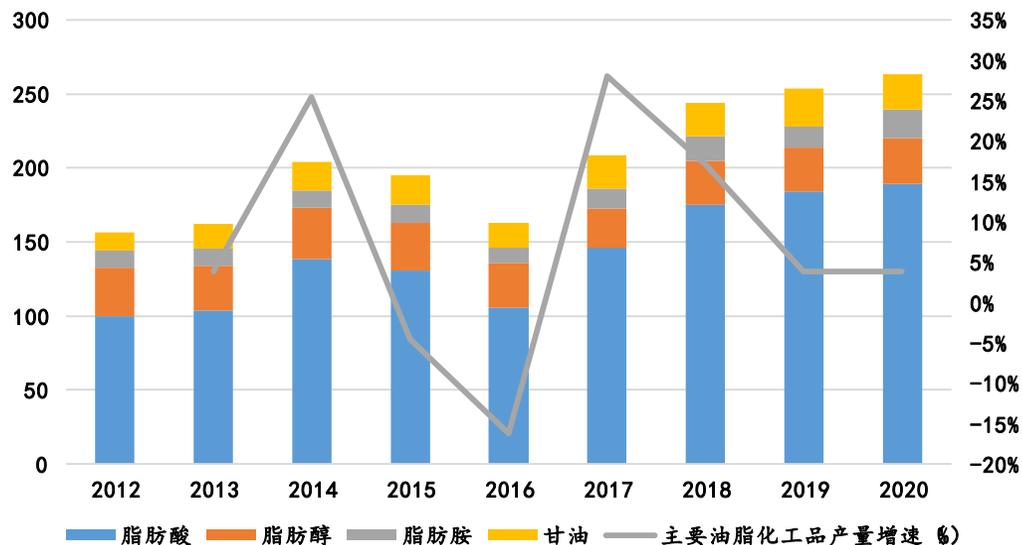
- 在棕榈油价格持续高涨情况下，公司印尼杜库达工厂有望充分受益当地为了补贴生物柴油的levy额外关税，从而实现超额收益。2021H1公司印尼杜库达工厂实现营收15.33亿元，同比大增120.01%；实现净利润1.73亿元，同比大增722%。
- 10月13日，印尼总统佐科·维多多周三表示，印尼正准备停止毛棕榈油(CPO)出口，并将其加工成具有附加值的衍生产品。未来随着印尼毛棕榈油出口受限，国内油脂化工品原材料将进一步紧缺。

图表34：公司油化业务子公司盈利情况

	子公司	2018	2019	2020	2021H1	21H1同比变化 (%)
营业收入 (亿元)	杜库达	15.55	13.57	17.85	15.33	120.01%
	杭州油化	10.37	11.78	25.83	14.18	63.39%
	江苏金马			2.81	1.80	55.18%
	天门诚鑫			1.64	0.71	18.68%
	湖北维顿			2.00	0.84	16.79%
净利润 (亿元)	杜库达	0.40	0.35	0.65	1.73	722.13%
	杭州油化	0.35	0.47	0.81	1.05	723.14%
	江苏金马			0.22	0.19	277.87%
	天门诚鑫			-0.01	-0.01	67.99%
	湖北维顿			-0.01	-0.02	50.19%
净利率 (%)	杜库达	2.58%	2.55%	3.66%	11.25%	8.24%
	杭州油化	3.36%	3.98%	3.12%	7.44%	5.96%
	江苏金马			7.73%	10.64%	6.27%
	天门诚鑫			-0.67%	-1.11%	3.00%
	湖北维顿			-0.70%	-1.83%	2.47%
ROE (%)	杜库达	6.61%	5.06%	9.53%	20.83%	17.82%
	杭州油化	15.76%	17.06%	17.87%	23.90%	20.59%
	江苏金马			13.12%	10.35%	7.52%
	天门诚鑫			-2.07%	-1.49%	3.22%
	湖北维顿			-1.98%	-2.22%	2.24%

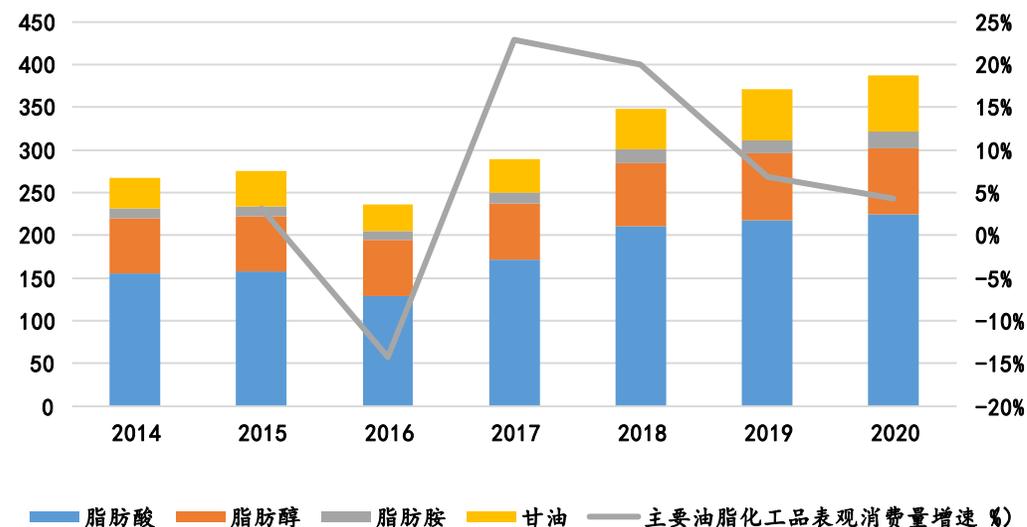
- 中国油脂化工从20世纪九十年代发展至今趋于成熟，2020年主要油脂化工总产量达263万吨，2012-2020 CAGR 6.72%。
- 与此同时，我国油脂化工品表观消费量也保持高速增长，从2014年的267万吨增长至2020年的387万吨，2014-2020 CAGR 6.41%。

图表35：中国主要油脂化工品产量（万吨）



资料来源：中国洗涤协会，国海证券研究所

图表36：中国主要油脂化工品表观消费量（万吨）

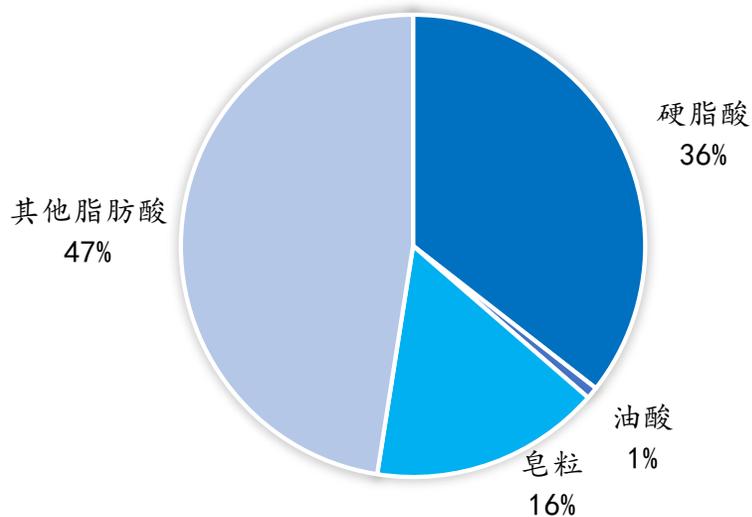


资料来源：中国洗涤协会，Wind，国海证券研究所

# 硬脂酸占脂肪酸总产量的36%

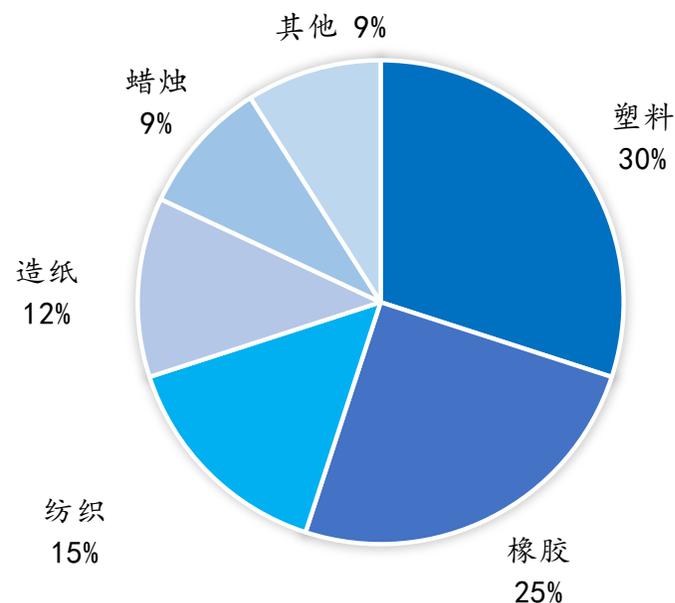
- 由于脂肪酸既可以直接使用，也可经过合成后应用在日化、食品、制药、个人护理、纺织品、润滑剂、表面活性剂、造纸等细分制造行业，脂肪酸作为最初级和产量最大的油脂基础化学品，2020年脂肪酸约占油脂化工总产量71.95%。在脂肪酸中，硬脂酸占比最高，2020年硬脂酸约占脂肪酸总产量的36%。
- 硬脂酸应用领域广泛，塑料、橡胶为其主要下游应用，其中塑料领域消费量占硬脂酸总消费量的30%、橡胶占比25%、造纸占比12%、蜡烛占比9%。

图表37：2020年硬脂酸占脂肪酸总产量的36%



资料来源：《2020年中国表面活性剂行业原料及产品统计分析》，国海证券研究所

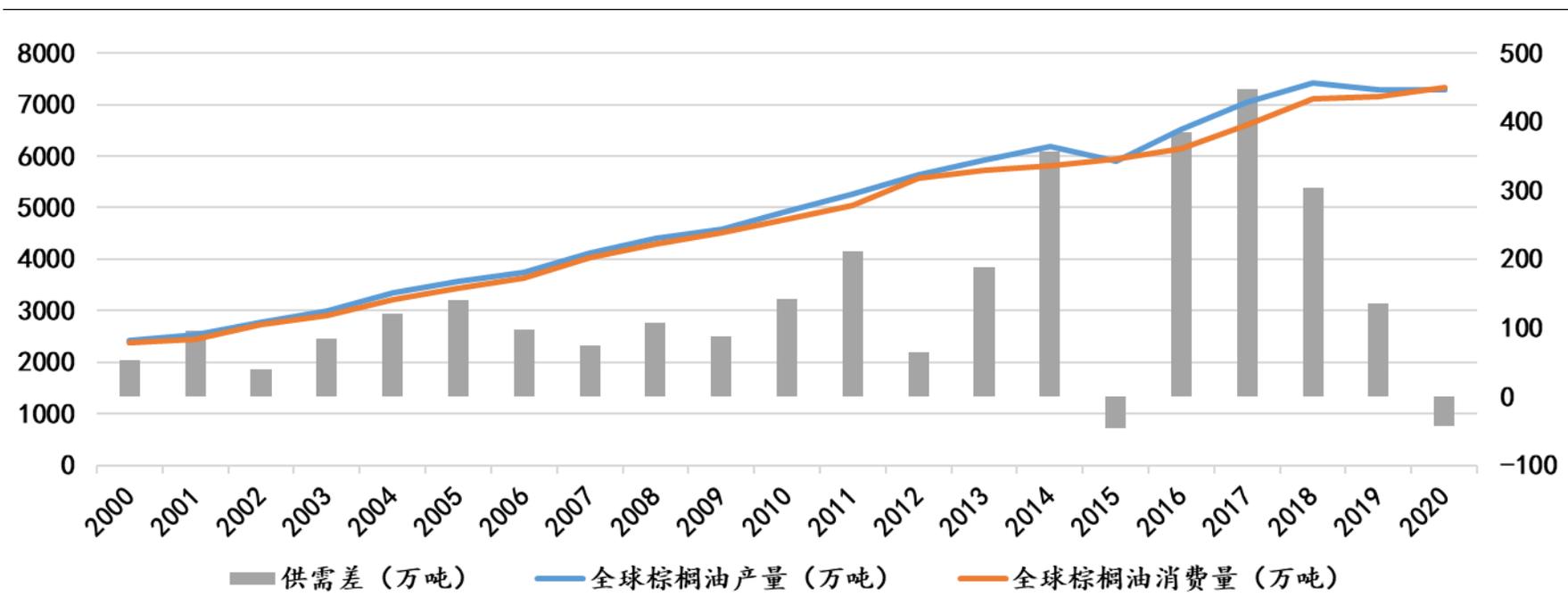
图表38：2020年塑料占硬脂酸总消费量的30%



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

- 2000年以来，由于印度尼西亚不断扩大棕榈园种植面积，全球棕榈油供需较为均衡，而随着印尼禁止新建棕榈园、疫情导致棕榈树人工下降等诸多因素影响，全球棕榈油供需矛盾进一步激化，棕榈油供需差不断缩窄。

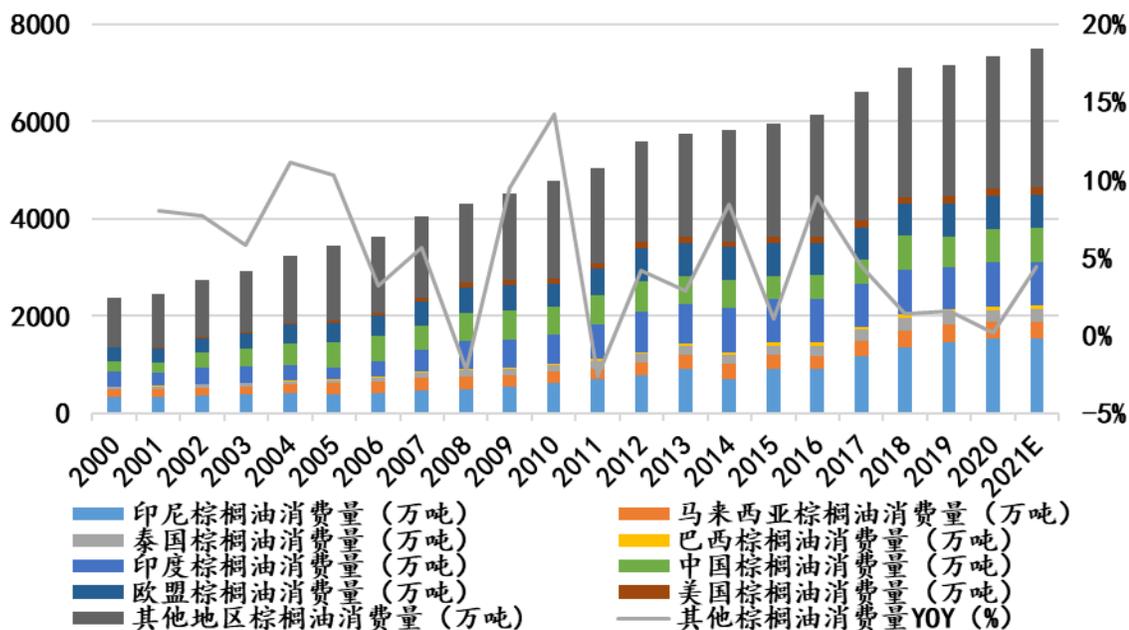
图表39：全球棕榈油供需紧平衡



资料来源：USDA, Wind, 国海证券研究所

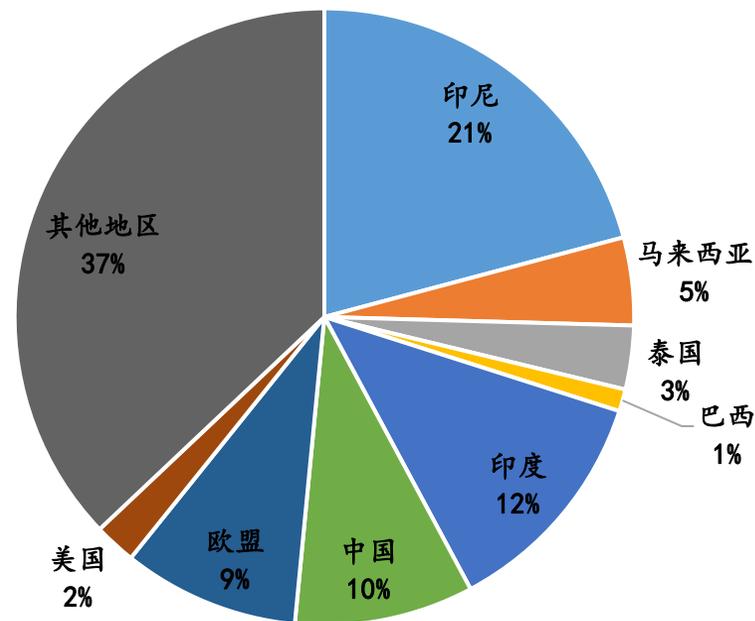
□ 全球棕榈油消费量2011-2020 CAGR 3.45%，印尼、马来受生物柴油政策影响，两国总销量占2020年的26%。

图表40：全球棕榈油消费量及增速（万吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

图表41：2020年全球棕榈油消费结构（%）

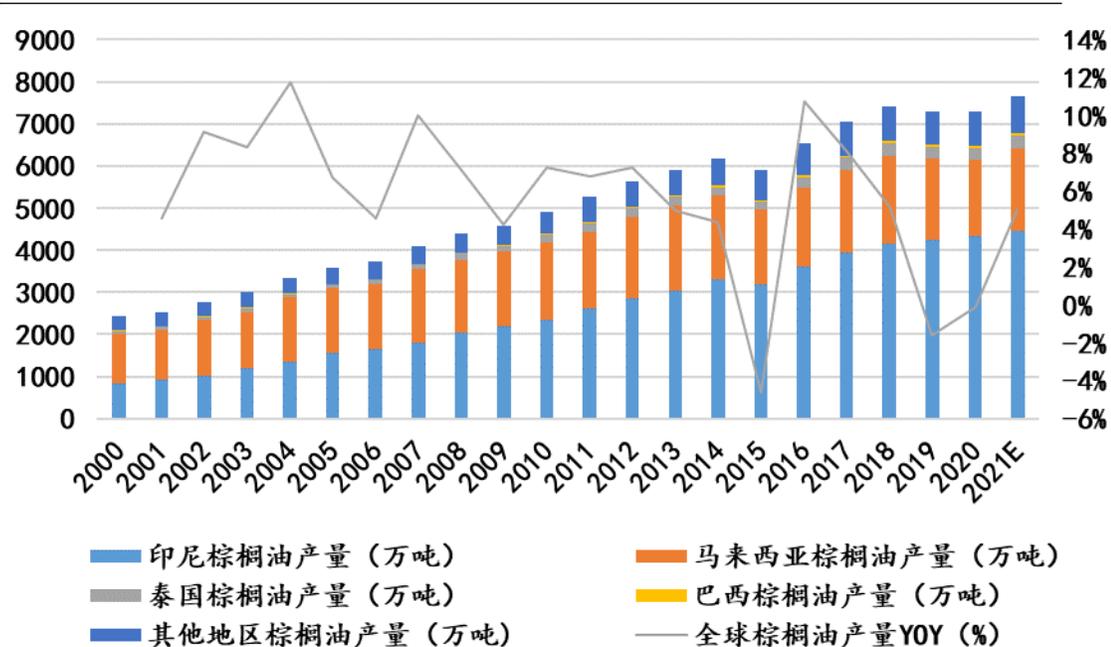


资料来源：wind，国海证券研究所

# 全球棕榈油产量增速停滞，主要产地为印尼、马来

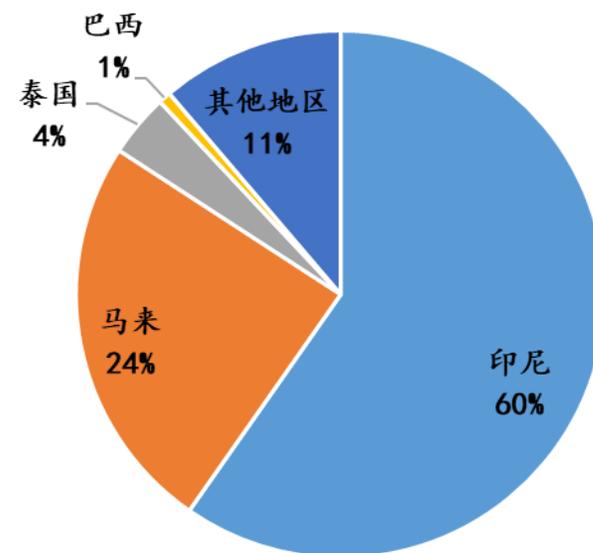
- 受制于供给条件，全球棕榈油产量增速停滞，2011-2020 CAGR仅3.01%。
- 全球棕榈油产量主要集中在印尼、马来，2020年两国产量约占全球总产量的84%。

图表42：全球棕榈油产量（万吨）



资料来源：wind，国海证券研究所

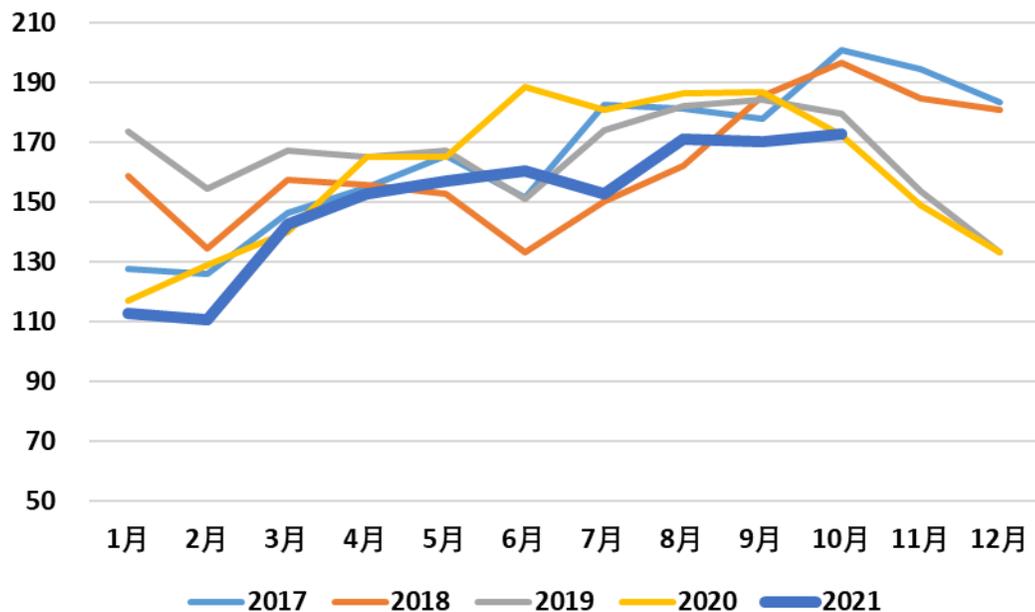
图表43：2020年全球棕榈油产量占比（%）



资料来源：wind，国海证券研究所

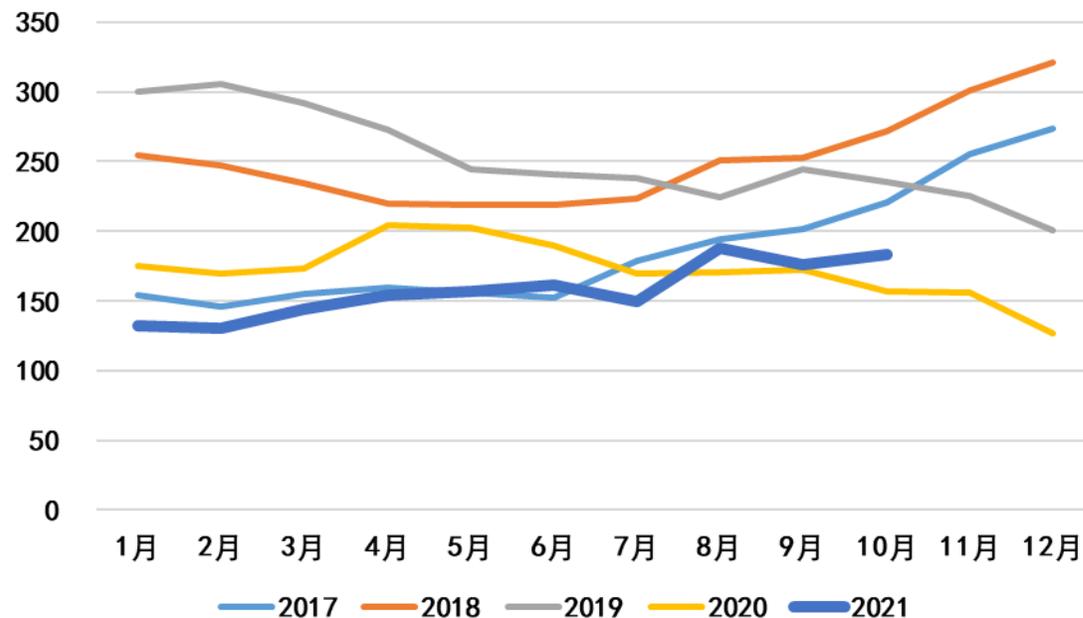
- 受制于疫情因素的影响，棕榈种植人工数减少；叠加拉尼娜气候的影响，预计未来棕榈油产量仍将被受到影响。
- 2020年以来，马来棕榈油月度产量、库存不断走低，2021年10月，马来棕榈油期末库存量仅183万吨，处于历史较低位置。预计供给端因素的影响将持续造成马来棕榈油供应紧张。

图表44：马来西亚棕榈油月度产量（万吨）



资料来源：MPOB，国海证券研究所

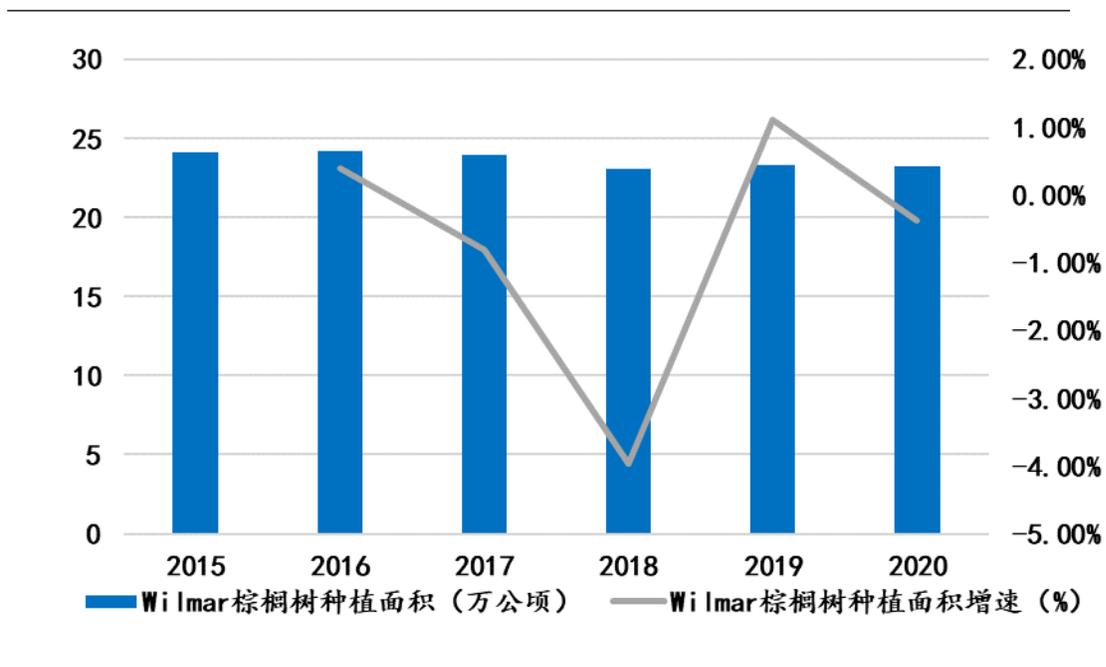
图表45：马来西亚棕榈油期末库存量（万吨）



资料来源：MPOB，国海证券研究所

- 丰益国际作为全球最大的棕榈树种植企业，2020年棕榈树种植面积为23.21万公顷，受限于印尼对新增棕榈种植园的限制，公司种植园面积增长趋于停滞，公司种植面积较2015年下降0.89万公顷。在公司棕榈园的地域分布中，印尼、马来分别占其种植面积的67%/25%，能较好地代表棕榈树的种植情况。

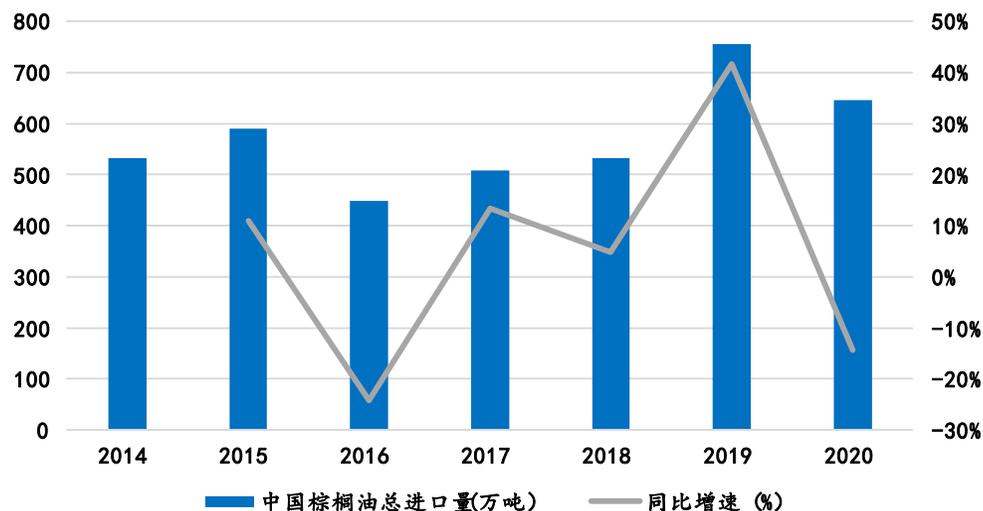
图表46: 丰益国际棕榈树种植面积及增速 (万公顷)



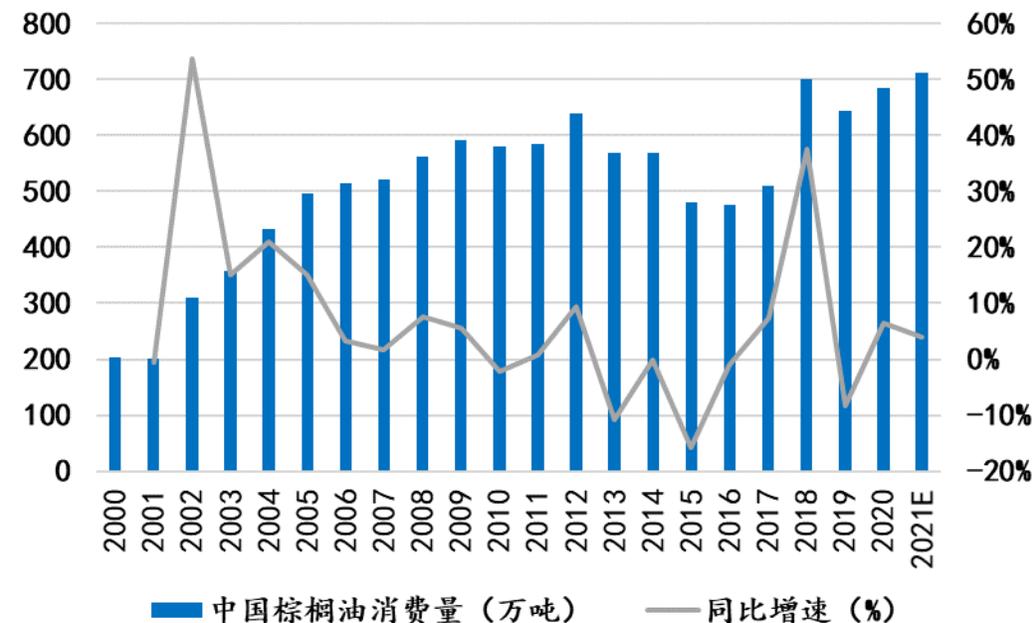
资料来源: 丰益国际集团公告, 国海证券研究所

□ 受制于地理因素等环境的影响，中国适宜棕榈树种植条件的区域较少，棕榈树主要依赖于进口。过去在下游油脂化工、表面活性剂的拉动下，中国棕榈油消费量逐年增加，中国棕榈油消费量从2000年203万吨快速增长至2020年的685万吨，在消费量拉动下，中国棕榈油进口量提升显著，2020年中国棕榈油进口总量达646万吨，其中进口自马来、印尼的棕榈油占比分别为41.77%/57.99%。

图表47：中国棕榈油进口量（万吨）



图表48：中国棕榈油消费量及增速（万吨）

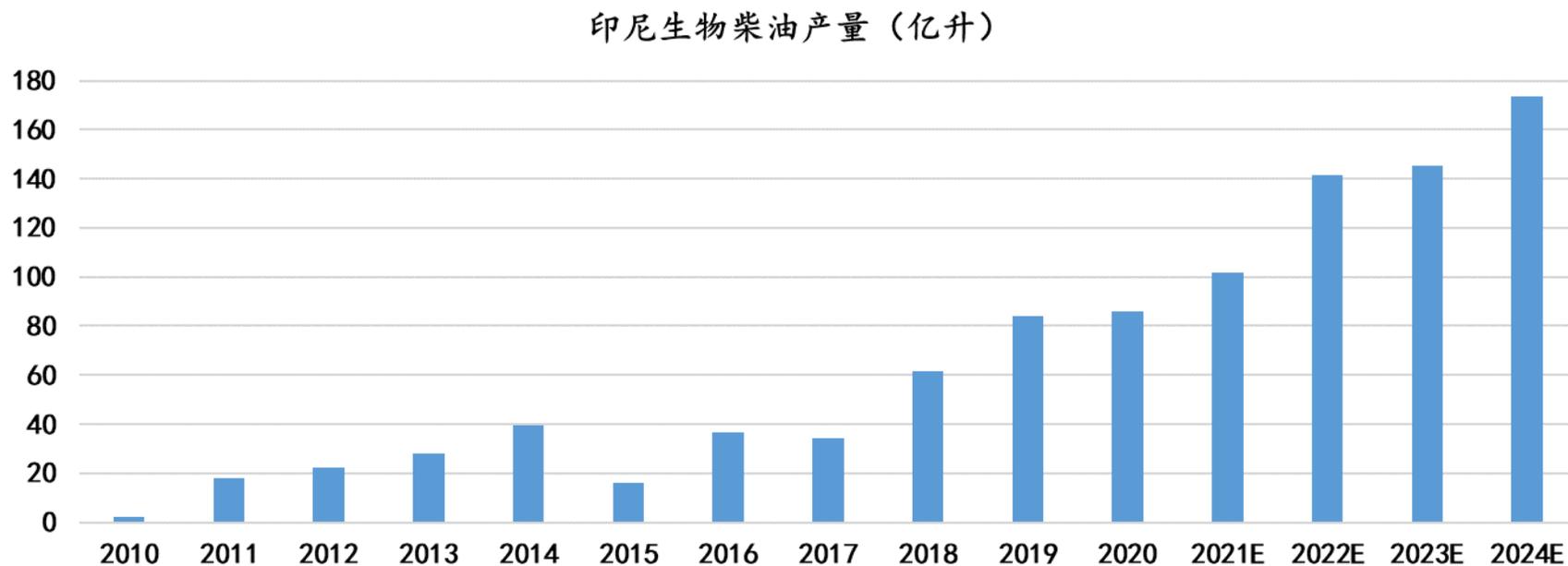


资料来源：海关总署，Wind，国海证券研究所

资料来源：USDA，国海证券研究所

- 根据印尼资源与矿产部，随着印尼生物柴油政策的不断推进，未来生物柴油有望进一步拉动棕榈油在印尼本地市场的消费，随着B30政策的推行，2021、2022、2023年生物柴油产量预计将达到102、142、146亿升。

图表49：印尼生物柴油产量（亿升）

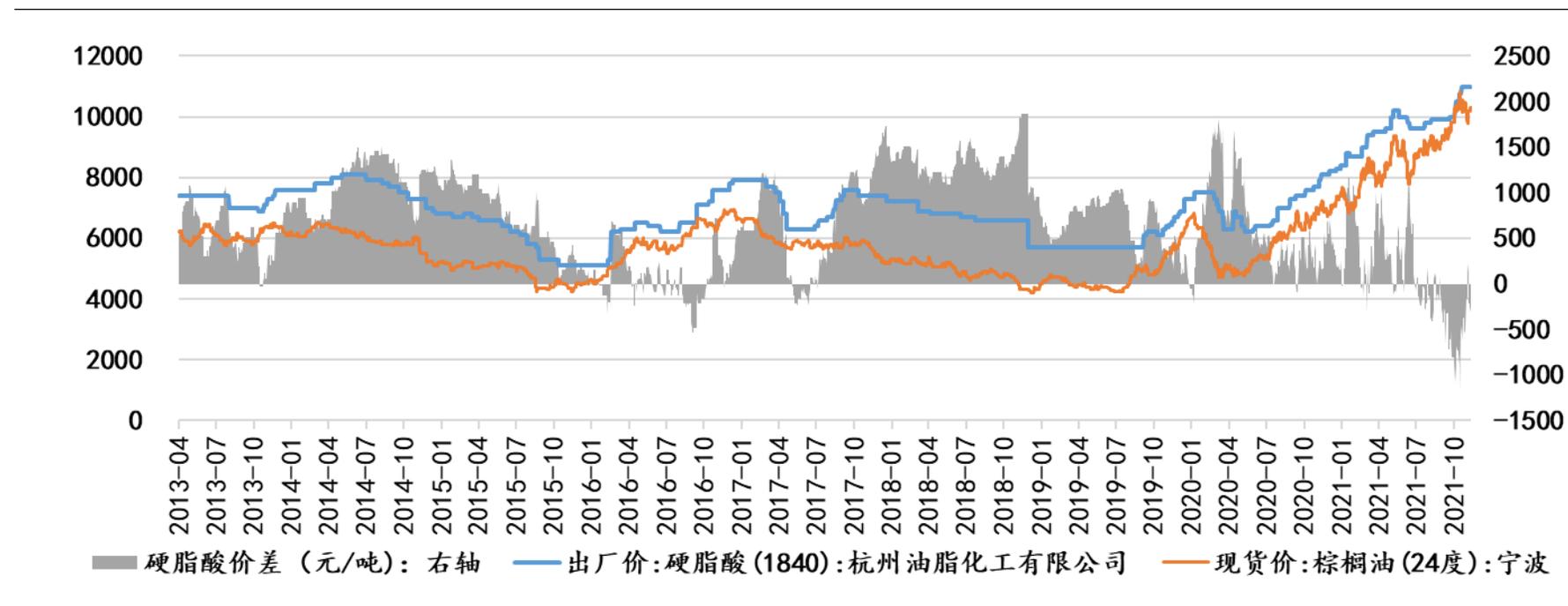


资料来源：印尼能源和矿产资源部，国海证券研究所

# 棕榈油价格不断抬升，硬脂酸市场价差为负

- 由于毛棕供需错配且迎来大宗商品涨价周期，棕榈油价格不断抬升，24度棕榈油价格从年初的7400元/吨上行至11月17日10290元/吨，涨幅达39.05%，硬脂酸价格随棕榈油价格波动。由于本轮棕榈油价格快速上行，三季度以来硬脂酸市场价差出现负数，我们预计行业内主要依靠进口棕榈油从而生产毛棕的企业生产将受到影响。

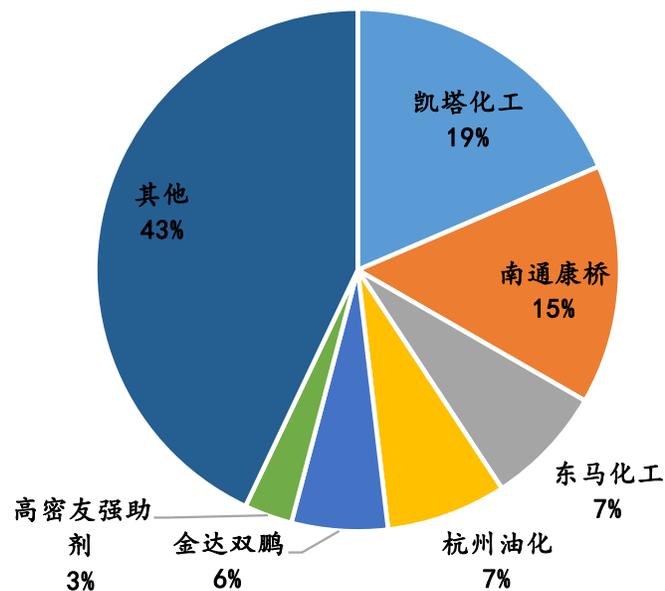
图表50：硬脂酸价差情况（元/吨）



资料来源: wind, 国海证券研究所

- 国内硬脂酸集中度较高，CR5=54.07%，随着未来棕榈油原料进一步紧缺，预计国内进口量将增加，公司位于印尼的杜库达工厂将受益，未来国内行业集中度将进一步提升。

图表51：国内硬脂酸集中度较高



资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

# 新增产能陆续投放，但棕榈油供应仍是关键

- 新增产能方面，除赞宇科技10万吨油脂产能（杭州油化）外，青岛丰达利、金桥油脂科技部分新增产能也预计于2021年底投产。同时，赞宇科技还将有25万吨油脂产能（中原日化）于2022年底投产，规模优势持续扩大。
- 虽然新增产能较多，但考虑到油脂化工原料以棕榈油为主，棕榈油又主要来自于印尼，印尼对棕榈油出口的高关税政策将导致国内油脂化工竞争力下降，东南亚当地的油脂化工基地仍是关键。

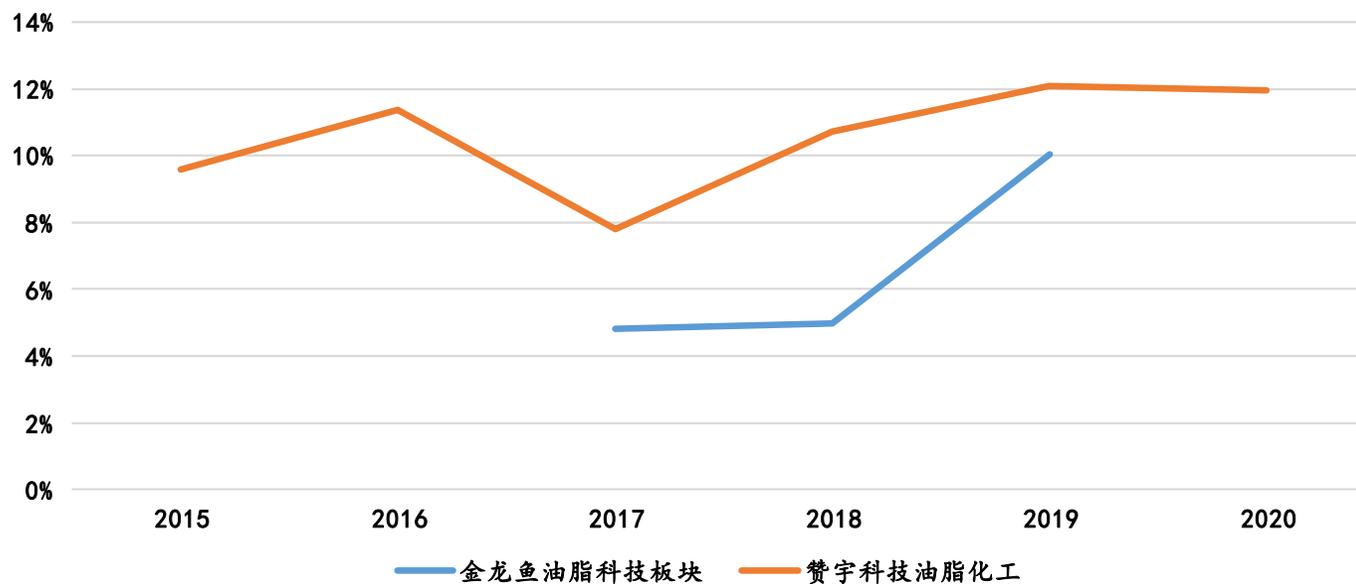
图表52：国内脂肪酸新增产能将陆续投放

企业		产能（万吨/年）							投产时间	
		硬脂酸	皂粒	油酸	其他脂肪酸	氢化油	甘油	其他油脂产品		合计
青岛丰达利	一期	10.4	10	1	13.5		1.5	13	49.4	一期原预计 2021年中
	二期		10	2	13.5		1.5	22	49	
金桥油脂化工		21.2		1	0.3	13	7.5	15.4	58.4	一期2021年底
赞宇科技	杭州油化			2				8	10	2021年底
	中原日化			14	6		1.5	3.5	25	2022年底
顶峰油脂化工		11.6		3.3	19.7	7.2	13.4	1.6	56.8	2023年
高密友强助剂		10					1		11	环评公示
合计		53.2	20.0	23.3	53.0	20.2	26.4	63.5	259.6	

资料来源：公司公告，相关项目环评，国海证券研究所

□ 得益于杜库达工厂优势，公司油脂化工板块毛利率长期高于金龙鱼油脂科技板块。

图表53：金龙鱼油脂科技板块、赞宇科技油脂化工毛利率



- ◆ 赞宇科技——日化、表活双龙头
- ◆ 油脂化工：有望持续高景气
- ◆ 日用化工：行业格局不断改善
- ◆ OEM:洗护代工将打开成长天花板
- ◆ 并购实现业务扩张
- ◆ 投资建议
- ◆ 风险提示

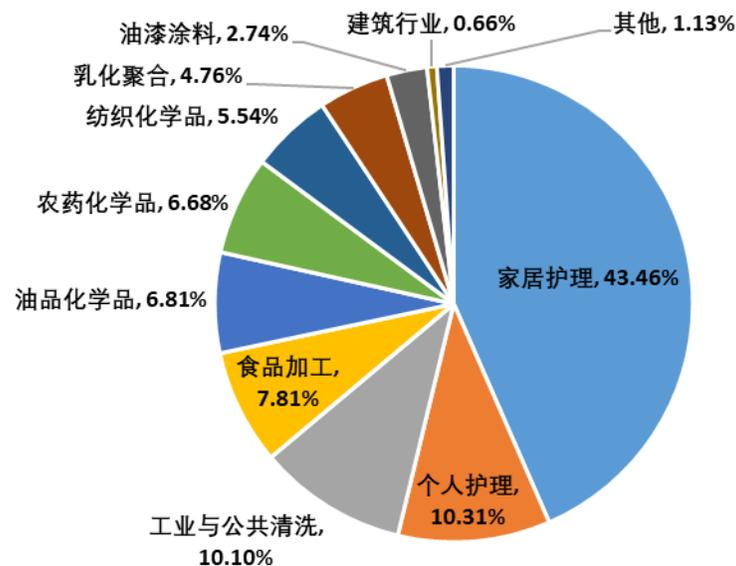
- 表面活性剂是指在其分子中至少含有一个对显著极性表面具有亲和性的基团（以保证它在大多数情况下的水溶性）和一个对水几乎没有亲和性的非极性基团的化合物；
- 根据表面活性剂在水溶液中的电离特性，表面活性剂可以分为阴离子（a-SAA）、阳离子（c-SAA）、两性离子（z-SAA）以及非离子（n-SAA）四大类产品。

图表54：表面活性剂主要产品情况

品种	主要产品	特点
阴离子	LAS、AES、AESA、LSA、AOS、K12、SPS、SAS、SS、MES、MAP等	具有原材料易得，成本较低，泡沫丰富及去污性能好等特点，是乳化剂、分散剂、润湿剂、洗涤剂、发泡剂等的重要组成部分。
非离子	6501、CMEA、SME、NP、AEO、SPAM、TWEEM等	具有低泡沫、去污和脱脂能力强等特点，但原材料难得和成本较高等缺点。是低泡洗涤剂、匀染剂、胶体保护剂等的重要组成部分。
阳离子	1227、1631、1831	具有柔软、抗静电、杀菌等特性，是柔软剂、抗静电剂、杀菌剂的重要组成部分。
两性离子	CAB-30、BS-12等	具有去污、乳化、同时具备杀菌、抗静电、耐盐、耐酸碱、低刺激性的特点，但因成本高等缺点，主要应用于化妆品、个人护理用品等领域。

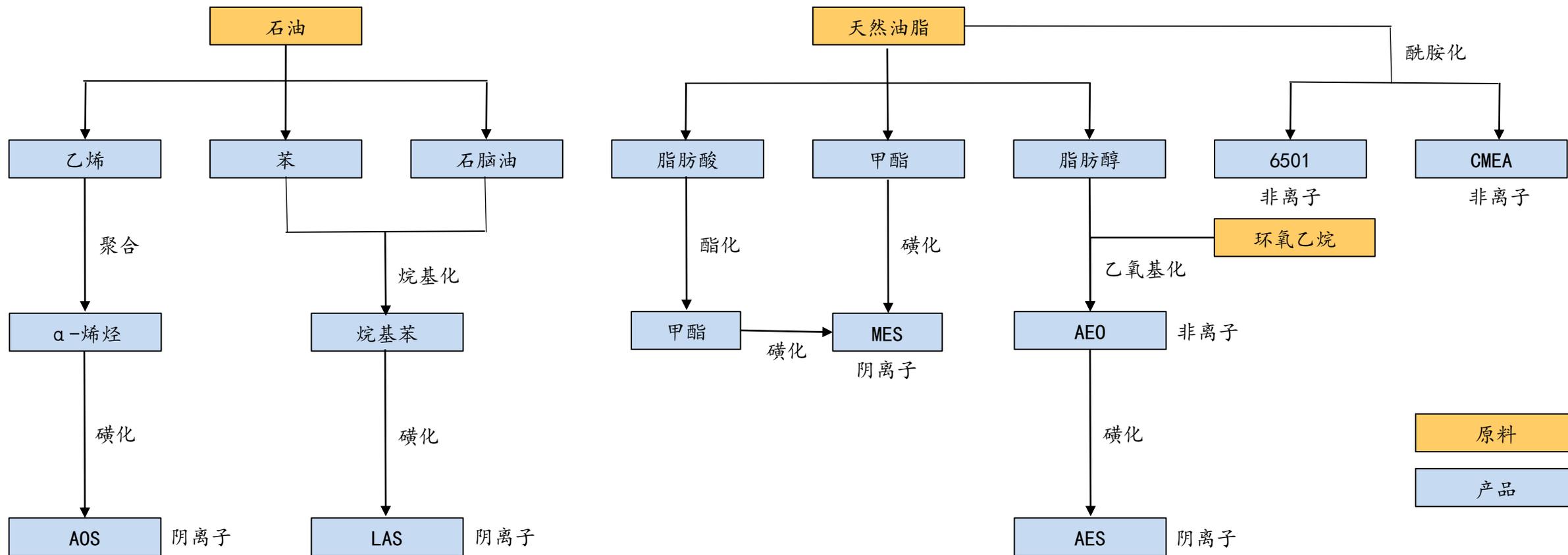
资料来源：公司招股说明书，国海证券研究所

图表55：表活下游应用领域情况



资料来源：丽臣科技招股书，国海证券研究所

图表56: 公司表活产品工艺流程图



资料来源: 公司招股说明书, 国海证券研究所

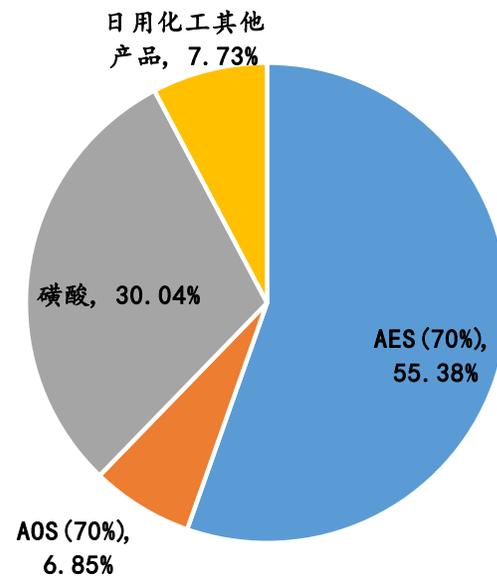
- 2020年公司日用化工品板块中，AES、AOS及磺酸销量分别为28.40、4.14、11.14万吨，营业收入天然级表活产品AES销售收入达16.19亿元，占日用化工板块营收的55.38%。
- 公司的主要原料为烯烃、烷基苯和脂肪醇。

图表57：2020年公司日用化工品板块主要产品情况

	产量 (万吨)	销量 (万吨)	营业收入 (亿元)	销售均价 (元/吨)
AES(70%)	28.74	28.40	16.19	5701.3
AOS(70%)	4.34	4.14	2.00	4836.5
LAS (磺酸)	11.05	11.14	8.78	7886.5
日用化工其他产品	3.74	3.57	2.26	6332.3
日用化工板块	47.88	47.25	29.24	6188.4

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表58：2020年公司日用化工品板块主要产品营收占比 (%)



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表59：公司日用化工板块经营情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
日用化工产能 (万吨)	—	—	—	—	—	—	—	—	65	80	40	107.6	127.2	147.2
日用化工销量 (万吨)	18.09	19.98	24.99	26.06	32.52	39.76	44.51	39.03	45.12	47.25	27.72	56.93	74.00	93.56
日用化工销售均价 (万元/吨)	1.04	0.81	0.71	0.69	0.55	0.62	0.71	0.69	0.60	0.62	0.52	0.52	0.52	0.52
日用化工营收 (亿元)	18.87	16.26	17.67	17.90	17.90	24.56	31.72	26.74	26.92	29.24	14.28	29.60	38.48	48.65
日用化工毛利率 (%)	13.30%	9.40%	12.51%	10.37%	8.48%	11.36%	10.59%	12.30%	13.81%	18.84%	20.79%	20.00%	20.50%	20.50%
日用化工毛利 (亿元)	2.51	1.53	2.21	1.86	1.52	2.79	3.36	3.29	3.72	5.51	2.97	5.92	7.89	9.97
日用化工单吨毛利 (元/吨)	1387	764	885	712	467	702	755	843	824	1166	1071	1040	1066	1066

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：2021H1因公司未披露具体业务销量，销量、单吨毛利为预测值。

图表60：公司各子公司日用化工板块产能情况（万吨/年）

子公司	2020	2021E	2022E	2023E
嘉兴赞宇	28.2	28.2	28.2	28.2
四川赞宇	5.4	5.4		
河北赞宇	7.6	7.6	7.6	7.6
江苏赞宇	6	6	6	6
韶关赞宇	4.8	4.8	4.8	4.8
眉山赞宇	7.6	15.2	15.2	15.2
河南赞宇		20	20	20
广东赞宇			25	25
沧州赞宇				20
外部租赁	20.4	20.4	20.4	20.4
<b>合计</b>	<b>80</b>	<b>107.6</b>	<b>127.2</b>	<b>147.2</b>

资料来源：公司公告，卓创资讯，国海证券研究所

图表61：公司日用化工板块未来新增产能情况

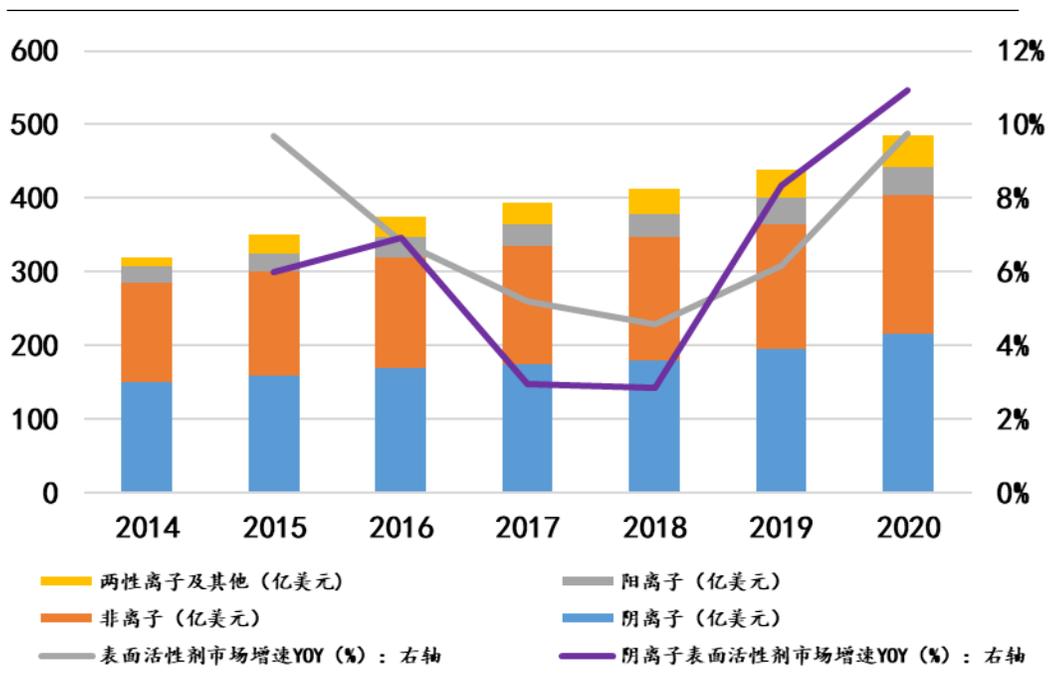
项目名称	预计投产时间
广东赞宇年产20万吨磺化类表面活性剂	2021.12
广东赞宇年产5万吨糖苷类表面活性剂	2022.12
沧州20万吨表面活性剂生产装置	2023

资料来源：公司公告，国海证券研究所

# 2020年全球表面活性剂市场达480.8亿美元

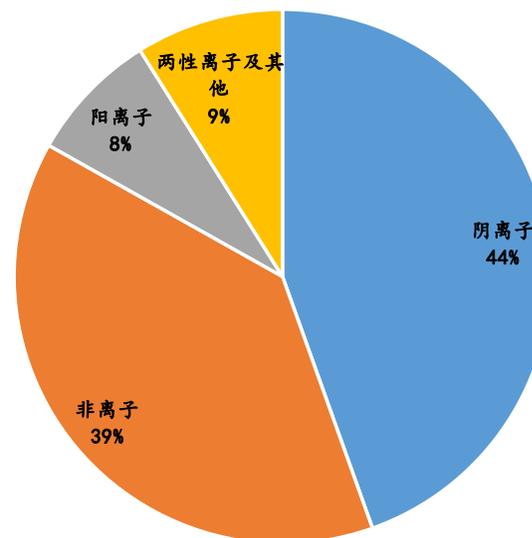
□ 2020年全球表面活性剂市场达480.8亿美元，其中阴离子、非离子表面活性剂占比最高，分别为44%/39%。

图表62：全球表面活性剂市场情况（亿美元）



资料来源：中国洗协表协会，国海证券研究所

图表63：表活市场分布情况（%）

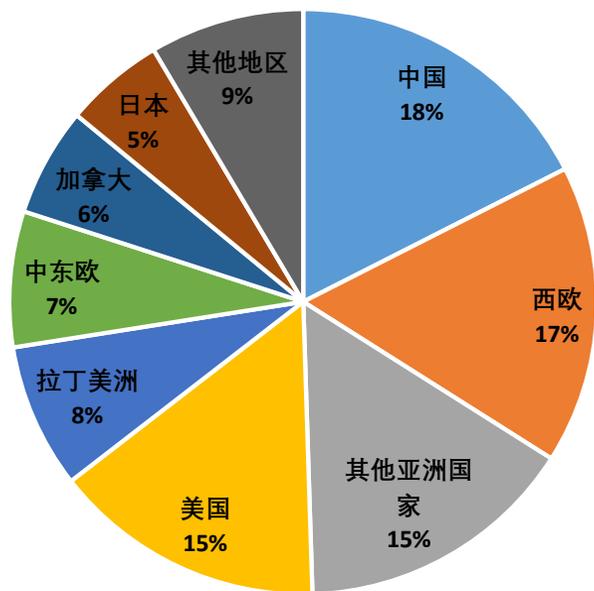


资料来源：中国洗协表协会，国海证券研究所

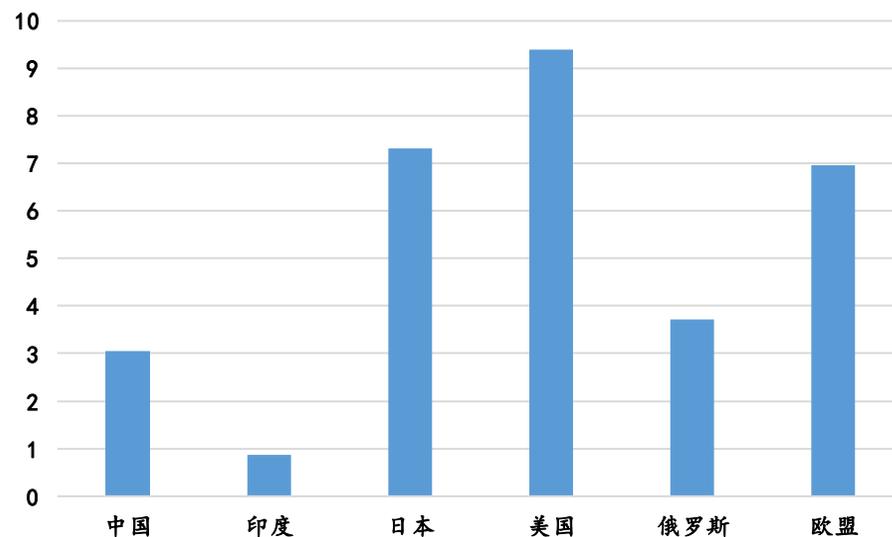
# 中国已成表活第一大市场，但空间仍然很大

- 中国已成为全球表活第一大市场，约占全球消费总量的18%；
- 中国人均表活消费约合3.0Kg/年；北美约合9.5Kg/年；欧洲约合7.0Kg/年，发达国家人均消费远高于国内，未来中国表活市场空间仍然很大。

图表64：全球表面活性剂市场分布情况



图表65：主要国家（地区）表面活性剂年人均消费量（Kg）



资料来源：《全球表面活性剂原料及产品最新发展现状》，国海证券研究所

资料来源：《全球表面活性剂原料及产品最新发展现状》，国海证券研究所

- 阴离子表面活性剂主要包含AES、LAS、AOS等，其中AES作为天然基表活产品，刺激性较低，主要用于沐浴露、洗发水等个人护理品；LAS、AOS等石油基表活产品去污力较强，主要用于洗衣液、洗涤剂 etc 洗涤产品。

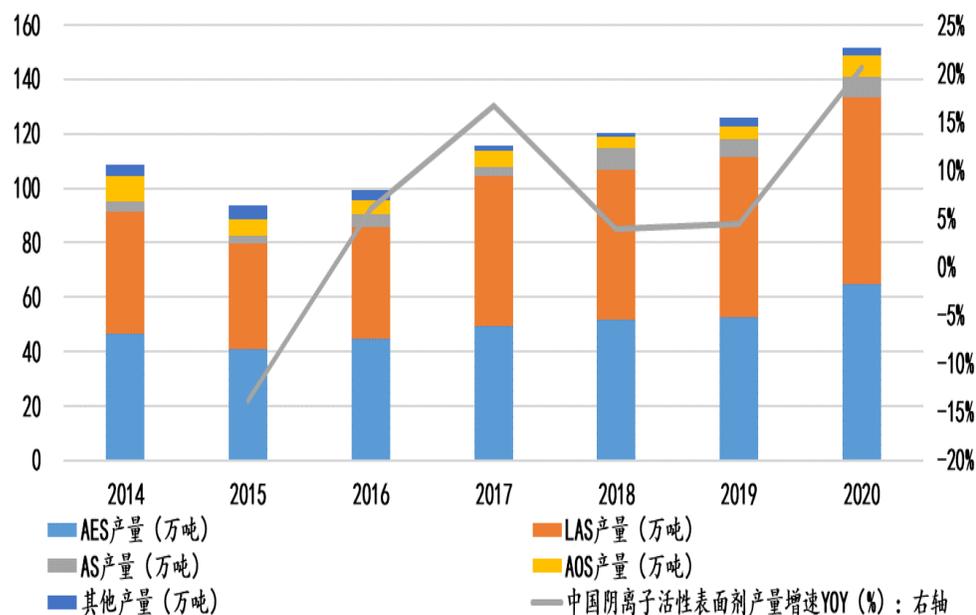
图表66：天然基表活主要用于个人护理产品

简称	名称及产品类型	主要用途	产品特性
AES	月桂醇聚醚硫酸酯钠，天然油脂基阴离子表面活性剂	主要应用于沐浴露、洗发水、洗手液、洗洁精、洗衣液、洗衣粉等洗涤与个人护理用品	具有较强的增稠性、抗硬水性、起泡性，去污力良好
LAS	十二烷基苯磺酸/盐，石油基阴离子表面活性剂	主要应用于洗衣粉、洗洁精等清洁洗涤产品，基本不用于个人护理用品	去污力、稳定性良好，性价比较高，亲肤性一般
AOS	$\alpha$ -烯基磺酸钠，石油基阴离子表面活性剂	主要应用于洗衣粉，少量用于洗衣液、洗洁精、沐浴露	去污力较好

资料来源：丽臣实业公告，国海证券研究所

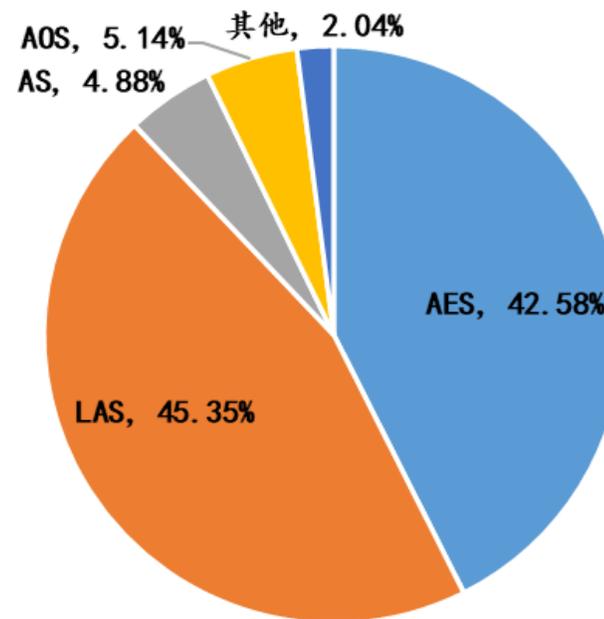
中国阴离子表面活性剂产量增速显著，2020年中国阴离子表面活性剂总产量151.7万吨，2015-2020 CAGR8.37%。其中，AES、LAS占总产量的87.93%。

图表67：中国阴离子活性表面剂产量快速提升



资料来源：中国洗涤表协会，国海证券研究所

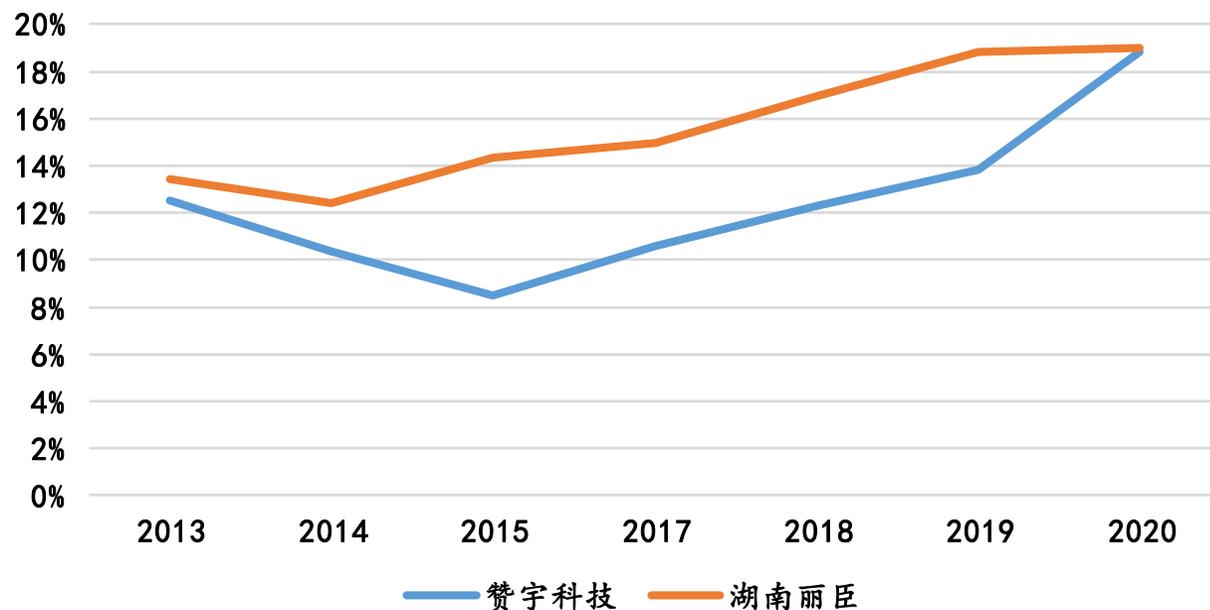
图表68：2020年AES、LAS占阴离子活性表面剂总产量87.93%



资料来源：中国洗涤表协会，国海证券研究所

- 受益于行业竞争格局改善，阴离子表活龙头企业表活业务毛利率中枢提升，其中赞宇科技/丽臣实业2013年表活毛利率分别为12.51%/13.43%，至2020年分别提升至18.84%/19.00%。
- 在此之前，国内从事表面活性剂相关业务的企业数量在4000家左右，大部分企业规模小、技术水平低、产品同质化程度高，众多中小企业导致行业竞争激烈。

图表69：阴离子表活龙头企业表活业务毛利率中枢提升



资料来源：wind，国海证券研究所

- 随着环保、安全监管趋严，多地对阴离子表活小企业管控加强，仅江苏省于2018-2021年间取消了8家化工企业总计12.86万吨表面活性剂及原料安全生产许可证。

图表70：江苏省取消多家企业危险化学品安全生产许可证

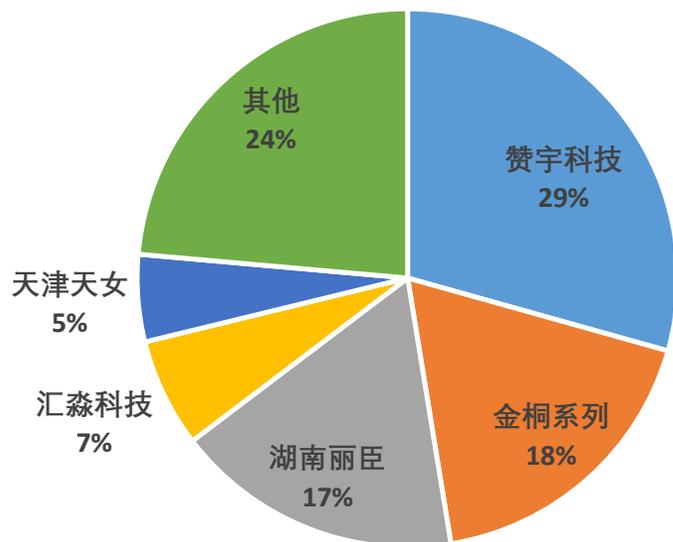
	公司名称	LAS生产许可证产能（万吨）
2021	佳和日化	6.66
	连云港宁康化工	1
2020	南京春盈化工	0.65
	南京金源华	1.6
	南京泰佳化工	0.4
2019	江苏亚中化肥	2（氨基磺酸，表活原料）
	常熟市育新化工	0.35
2018	江苏金运通化工	0.2
合计		12.86

资料来源：江苏省应急管理厅，国海证券研究所

# 阴离子表面活性剂集中度较高，规上CR5 76%

- 阴离子表面活性剂集中度较高，2020年最大的阴离子表活生产企业赞宇科技约占中国规上阴离子表面活性剂产量29%，行业CR5为76%，未来阴离子表活企业扩能主要仍集中在头部企业，预计2023年主要阴离子表活企业将扩产53万吨/年产能。

图表71：2020年赞宇科技约占中国阴离子表面活性剂产量29%



资料来源：中国洗协表协会，国海证券研究所

图表72：未来主要阴离子表活企业扩产情况

企业	产能	预计达产时间
广东赞宇	25	20万吨2021年底 5万吨2022年底
上海奥威	12	2023
眉山汇淼	16	2023
河北赞宇	20	2023

资料来源：相关公司公告，政府官网，国海证券研究所

- 2020年我国环氧乙烷总产能为548.5万吨，2021年末-2022年预计中国环氧乙烷新增产能总计290万吨，约占已有产能的52.87%，未来环氧乙烷价格压力将逐步减弱。

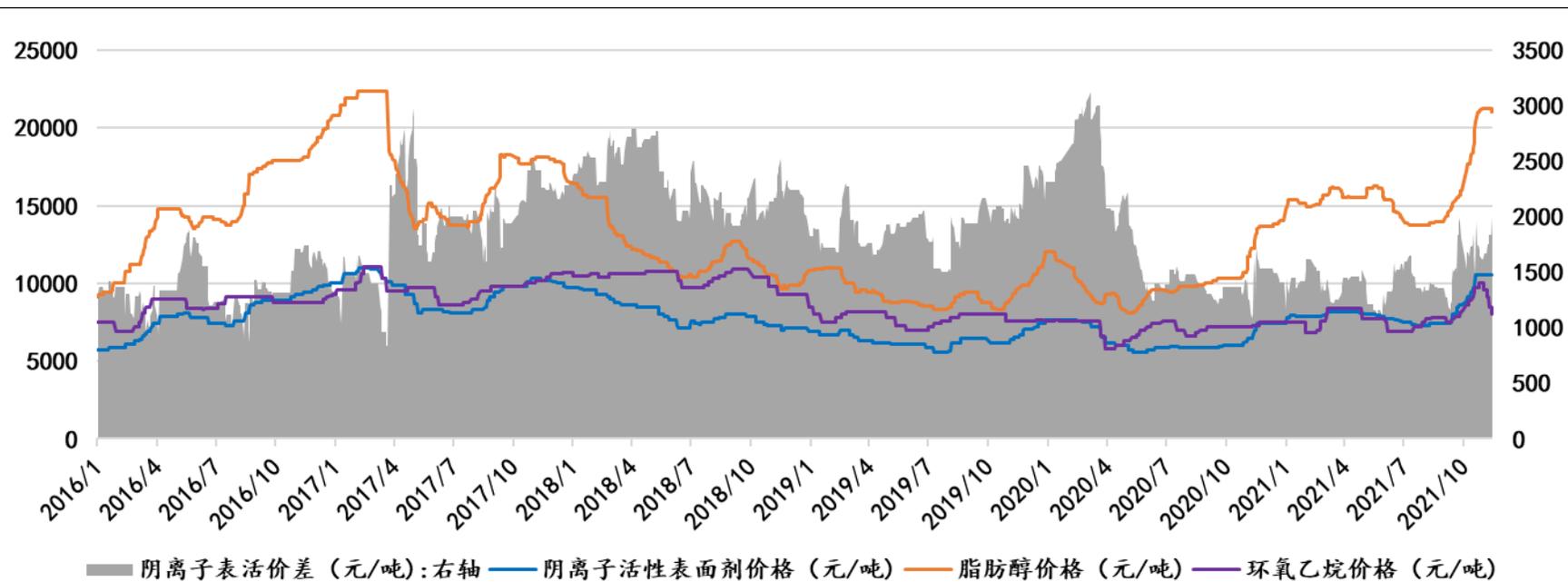
图表73：环氧乙烷未来新增产能情况（万吨）

	环氧乙烷新增产能（万吨）	预计投产时间
三江化工	100	2022/3/31
卫星化学	48	2022/10/31
吉林石化	30	2022/6/1
海南炼化	30	2022/12/31
浙江石化	27	2022/12/31
恒力石化	20	2022/12/31
镇海炼化	15	2022/5/1
富德能源	10	2022/3/31
古雷石化	10	2021/12/31
合计	290	

资料来源：卓创资讯，国海证券研究所

□ 随着环乙价格下行，预计未来阴离子表面活性剂价差有望进一步拉大。

图表74：阴离子表面活性剂价差（元/吨）



资料来源：卓创资讯，wind，国海证券研究所

- ◆ 赞宇科技——日化、表活双龙头
- ◆ 油脂化工：有望持续高景气
- ◆ 日用化工：行业格局不断改善
- ◆ **OEM:洗护代工将打开成长天花板**
- ◆ 并购实现业务扩张
- ◆ 投资建议
- ◆ 风险提示

# 150万吨OEM项目有望打开公司成长天花板

□ 公司目前在江苏镇江已有10万吨OEM产能，未来随着河南、眉山、沧州三地总计150万吨洗护用品产能投放完毕，公司OEM总产能将达到160万吨，根据丽臣实业招股书，OEM模式下单吨售价在1300元左右，单吨毛利约250元。

图表75：公司未来将扩产150万吨OEM

公告时间	项目名称	建设产能	建设时间	项目投资额
2019年8月	赞宇科技中原日化生态产业园项目	年产能25万吨表面活性剂、25万吨油脂化学品、50万吨洗护用品、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。	项目分三期建设，一期为年产25万吨表面活性剂、50万吨洗护用品；计划于2021年10月底前投产。二期项目为25万吨油脂化学品，计划于2022年12月底前投产。三期项目为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。	35亿元
2021年4月	眉山赞宇年产50万吨日化产品项目	年产50万吨日化产品项目	36个月	6亿元
2021年7月	沧州赞宇日化生态产业园	年产20万吨表面活性剂、年产50万吨洗涤用品等	项目计划分两期进行，其中一期建设20万吨表面活性剂生产装置；二期建设50万吨洗涤用品生产装置。一期项目计划开工时间2021年12月，计划竣工时间2023年12月。	12.5亿元

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表76：丽臣实业OEM产品销售情况

	2018	2019	2020
OEM销量 (万吨)	6.19	6.20	8.95
OEM销售额 (万元)	10026.3	8241.1	9181.3
OEM销售均价(元/吨)	1620.0	1329.8	1026.1
OEM毛利 (万元)	1261.29	1241.06	2179.53
OEM毛利率 (%)	12.58%	15.06%	23.74%
OEM单吨毛利 (元/吨)	203.79	200.25	243.58

资料来源：丽臣实业招股书，国海证券研究所

图表77：公司OEM板块经营情况

	2018	2019	2020	2021H1	2021E	2022E	2023E
OEM产能 (万吨)	10	10	10	5	10	60	160
OEM销量 (万吨)	11.33	10.40	11.58	4.95	10.00	42.00	112.00
OEM销售均价 (万元/吨)	0.13	0.08	0.07	0.06	0.06	0.10	0.10
OEM营收 (亿元)	1.52	0.83	0.83	0.30	0.61	4.20	11.20
OEM毛利率 (%)	13.02%	25.82%	30.83%	29.10%	28.50%	40.00%	40.00%
OEM毛利 (亿元)	0.20	0.21	0.26	0.09	0.17	1.68	4.48
OEM单吨毛利 (元/吨)	174	206	220	178	174	400	400

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：2021H1因公司未披露具体业务销量，销量、单吨毛利为预测值。

□ 公司未来河南、眉山、沧州三大OEM基地均将配套表面活性剂产品，满足下游洗护产品的原材料供应。以中原日化基地为例，该基地各类表活在满足下游洗护用品生产的条件下还可以有部分外售，表活产品在园区内通过管道运输有望进一步降低成本。未来三期项目还将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，有望进一步降低洗护品成本。

图表78：公司河南基地表活可自给OEM

产品	规模（万吨/年）	主要用途	配套情况
脂肪醇聚氧乙烯醚硫酸钠 (AES)	7	用于浴液、餐具洗涤剂、洗涤化妆品	1.526 万吨用于洗衣粉和液体洗涤剂
直链烷基苯磺酸 (LAS)	7	主要用作洗衣粉、液体洗涤剂原料	4.702 万吨用于洗衣粉和液体洗涤剂
烯基磺酸钠 (AOS)	3	合成洗涤剂原料	1.44 万吨用于洗衣粉和液体洗涤剂
脂肪醇硫酸钠 (K12)	3	用作牙膏发泡剂、乳化剂、各类液体洗涤剂	0.176 万吨用于液体洗涤剂
椰油酰胺丙基甜菜碱 (CAB)	2	用于沐浴露、洗手液、泡沫洁面剂等和家居洗涤剂配制	0.1 万吨用于液体洗涤剂
烷基糖苷 (APG)	3	用于碱性、酸性和中性的硬表面清洗剂、洗瓶剂、化妆品	0.065 万吨用于液体洗涤剂
椰子油脂肪酸单乙醇酰胺 (CMEA)	0.5	用于个护、家居护理等洗涤剂产品	0.028 万吨用于液体洗涤剂
椰子油脂肪酸二乙醇酰胺 (CDEA 或6501)	0.5	用于家居护理等洗涤剂产品	0.235 万吨用于液体洗涤剂

资料来源：公司环评报告，国海证券研究所

图表79：公司河南基地OEM产品结构

产品	规模（万吨/年）	主要用途		
洗衣粉	20	碱性合成洗涤剂，用于洗衣服的化学制剂		
液体洗涤剂 (30万t/a)	餐具洗涤剂	11	用于日常清洗用品，用于餐具、杯具等的洗涤	
	衣物洗涤剂	10	用于日常衣物清洗用品	
	个人护理洗涤剂 (2万吨)	香波	1	用于日常洗发用品
		沐浴露	1	用于日常沐浴用的液体清洁剂
	家居护理洗涤剂 (7万吨)	洗手液	2	用于日常洗手用品
		柔顺剂	1	用于衣物护理的洗涤用品
		白漂	1	用于衣物漂白去渍
		彩漂	1	用于彩色衣物漂白去渍
		洁厕剂	1	用于厕所污垢的洗涤用品
		消毒液	1	用于公共场所的卫生消毒

资料来源：公司环评报告，国海证券研究所

# 配套自产包装装置，OEM项目有望盈利持续提升

- 公司OEM项目成本方面，除正常的折旧、人工、三费等开支外，主要包括原料、包装及水电等公用工程。其中，磺酸以及AOS、AES等表面活性剂公司可以实现自给，有效节约成本。包装方面，在镇江OEM项目中，每吨洗涤用品约需1250个包装瓶，一定程度上压缩了利润。未来三个项目，公司配套专门制瓶制桶装置，包装成本存进一步下行空间。
- 参考嘉亨家化2020年报披露，其塑料包装瓶均价近0.56元/个，毛利率27%，单个包装瓶毛利达0.15元/个。若以此为参考，待公司后期项目配备自有制瓶装置，这部分成本可有效减少，单吨洗涤用品毛利有望提升187.5元/吨。结合公司2020年OEM单吨毛利220元，未来单吨毛利有望增至400元/吨以上。

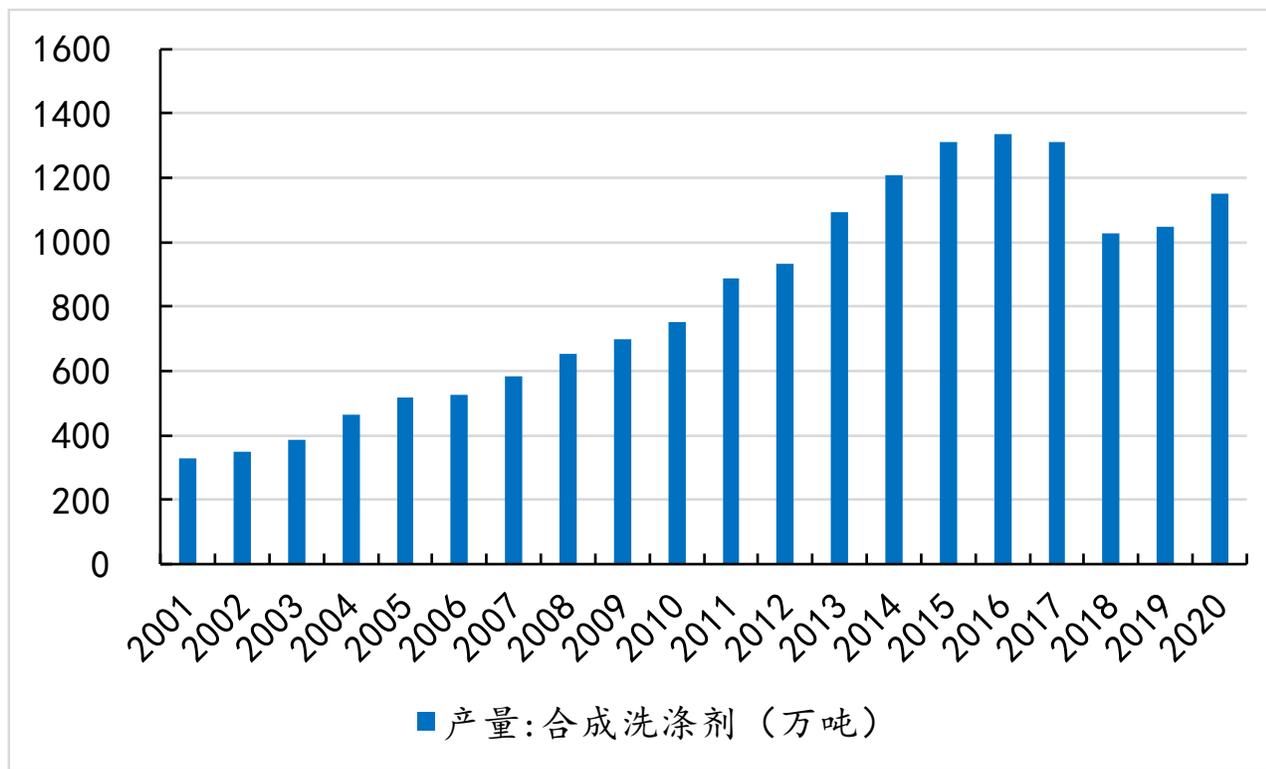
图表80：镇江10万吨洗涤用品OEM项目主要原辅料及能源消耗

类别	名称	年耗量 (吨)	类别	名称	年耗量 (吨)
原料	磺酸	8000	原料	食盐	1000
	6501	1149		增白剂	40
	AOS	2000		防腐剂	100
	AEO7	2000		纯水	72600
	AES	7800	包装	包装瓶/万个	12500
	液碱	4450		纸盒/万只	625
	其他表面活性剂	700	公用工程	水/万吨	13.2
	助洗剂	200		电/万kWh	86.57
	香精	100			

资料来源：公司项目环评，国海证券研究所

- 我国合成洗涤剂产量近年整体呈增长趋势，从2001年的297.47万吨增长至2020年的1149.16万吨，年均复合增速达6.78%，规模庞大，而庞大的规模也为OEM带来较大的替代空间

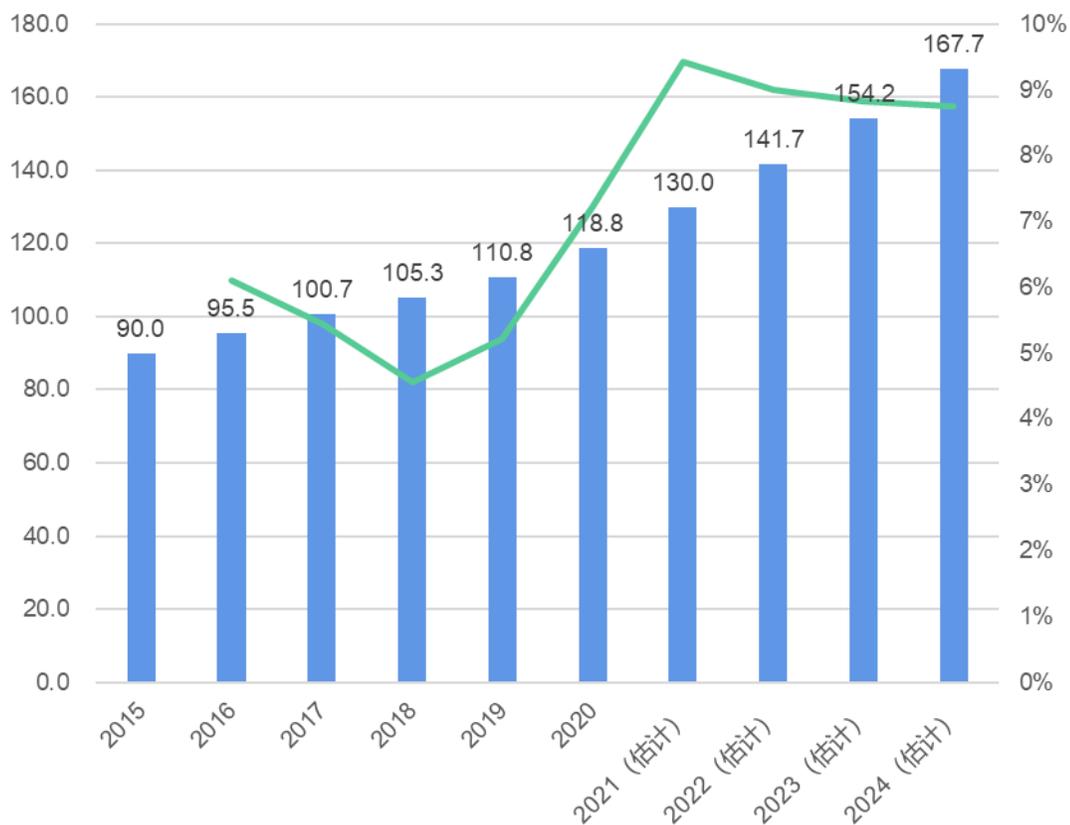
图表81：国内合成洗涤剂产量规模庞大



资料来源：Wind，国海证券研究所

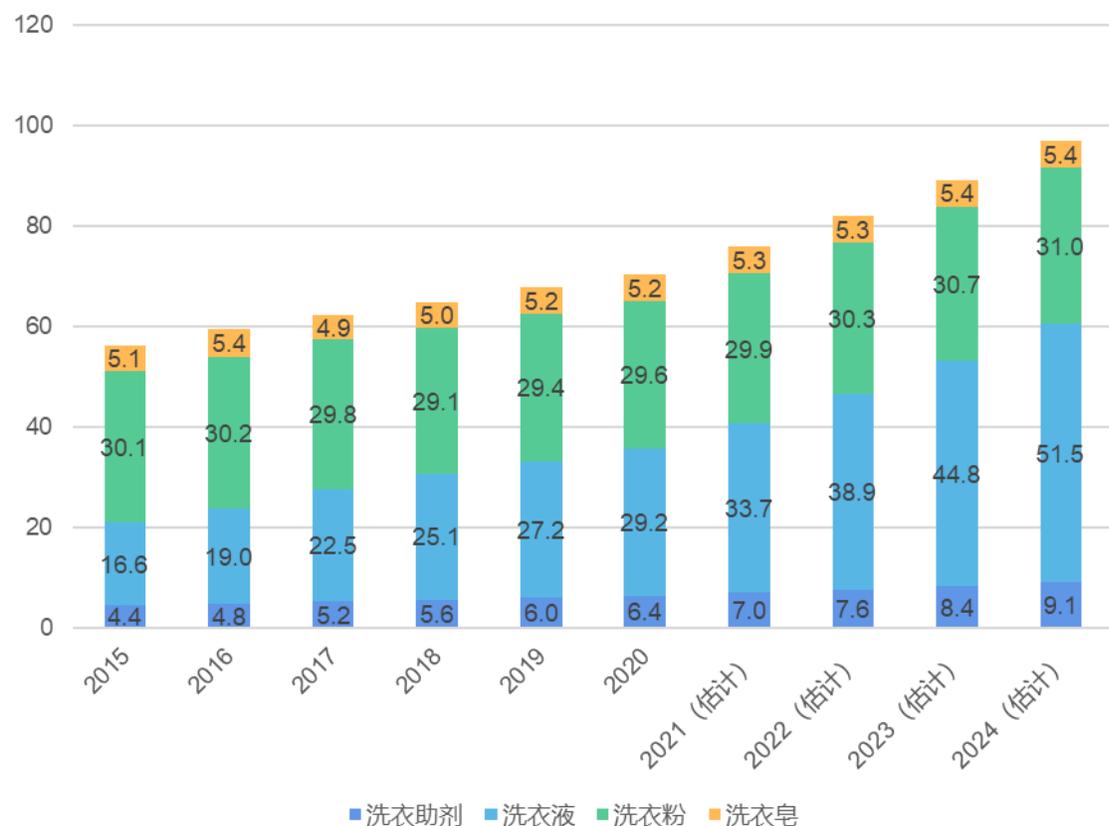
- 家庭清洁护理行业的市场规模从2015年的900亿元稳步上升，到2024年估计能达到1667亿元。
- 尽管疫情令2020年初期的消费产品销售总额下跌，但新型冠状病毒疫情对家庭清洁护理行业的负面影响较小。消费者改变居家日常生活及清洁习惯（包括频繁洗手及衣服，以及定期为家居消毒），疫情反而令家庭对清洁护理产品的需求上升。

图表82：家庭清洁护理行业的市场规模（中国）（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国海证券研究所

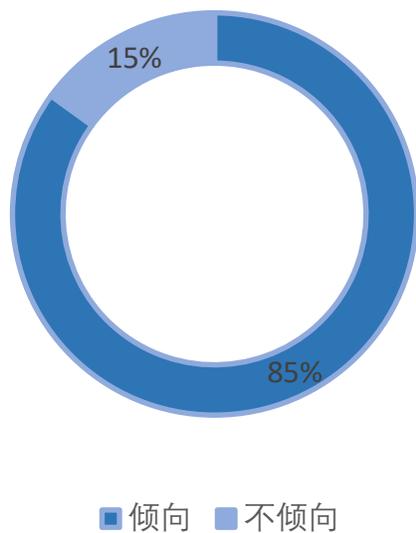
图表83：衣物清洁护理市场零售价值（中国）（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文报告，国海证券研究所

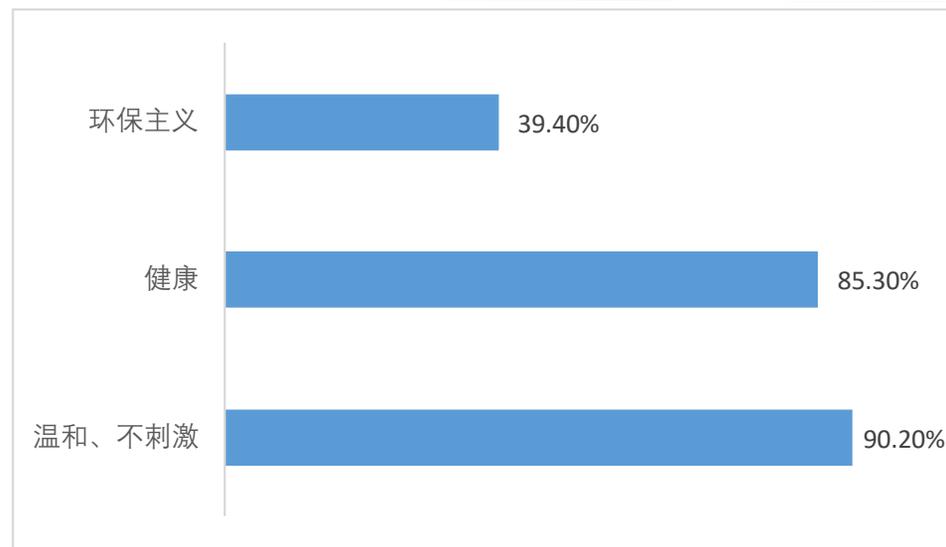
- 85%的消费者表示倾向选择含有天然成分的洗护产品，追求健康、温和、不刺激的洗护体验成为趋势，以天然成分为主的功能洗护产品受到消费者青睐。

图表84：消费者选择含天然成分产品的倾向



资料来源：快消品网，国海证券研究所

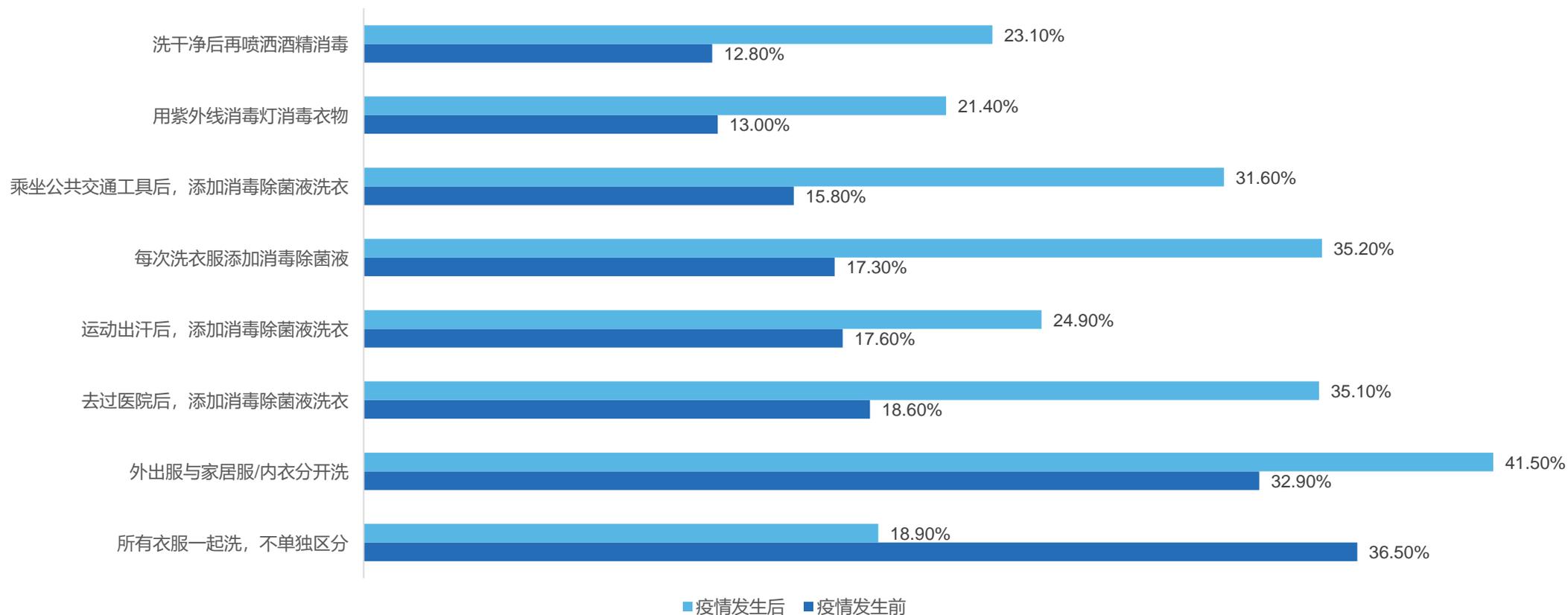
图表85：消费者倾向选择含天然成分产品的原因TOP3



资料来源：快消品网，国海证券研究所

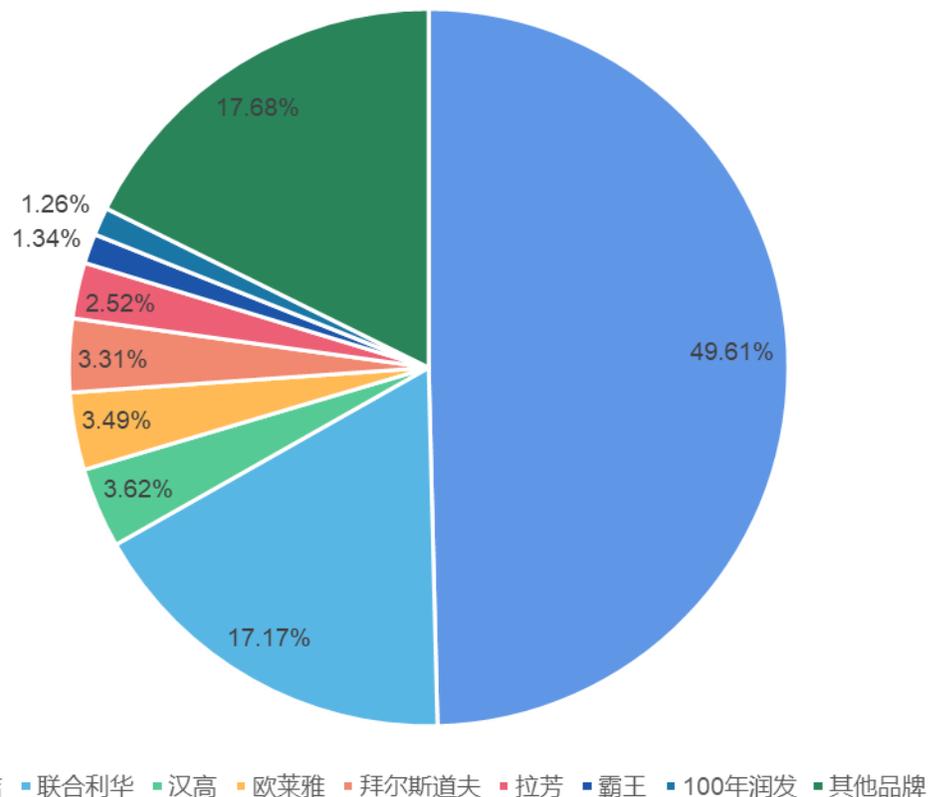
- 疫情后，除菌需求增加衣物洗涤精细化，中国家庭洗衣习惯出现明显变化，中国居民对衣物消毒液的使用依赖程度增加；同时，洗衣习惯更为精细化，衣物分类洗涤的比例增加。
- 衣物除菌需求急升的同时，也为含除菌成分的衣物清洁产品（洗衣液、洗衣粉等）创造了新的市场空间。

图表86：2021年中国疫情防控前后中国民众衣物处理方式对比



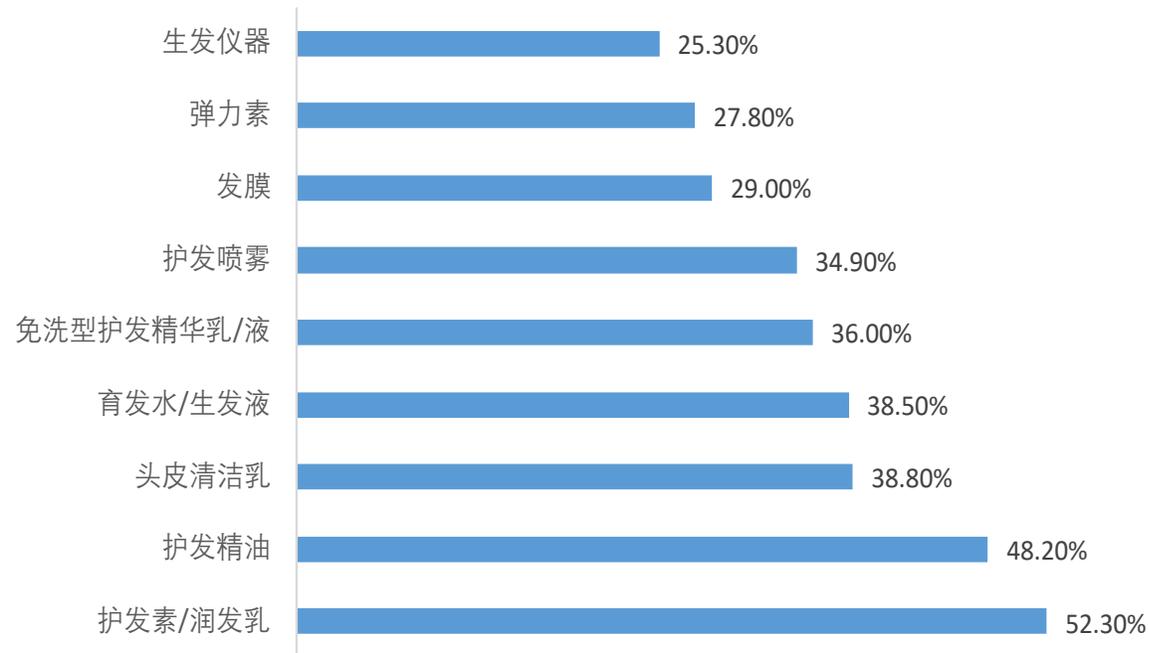
- 赞宇科技主要客户宝洁、联合利华等，分别在国内洗发水市场以49.61%、17.17%等份额占据主要地位。
- 随着生活压力的增加，脱发成为普遍问题，一二三线城市消费者对护发发重视程度日渐增加，日常使用的护发发产品种类丰富，主要品牌的营业销售额将持续稳步向前。

图表87：国内洗发水市场销售额市占额



资料来源：Nielsen数据，国海证券研究所

图表88：一二三线城市消费者日常使用的护发发产品

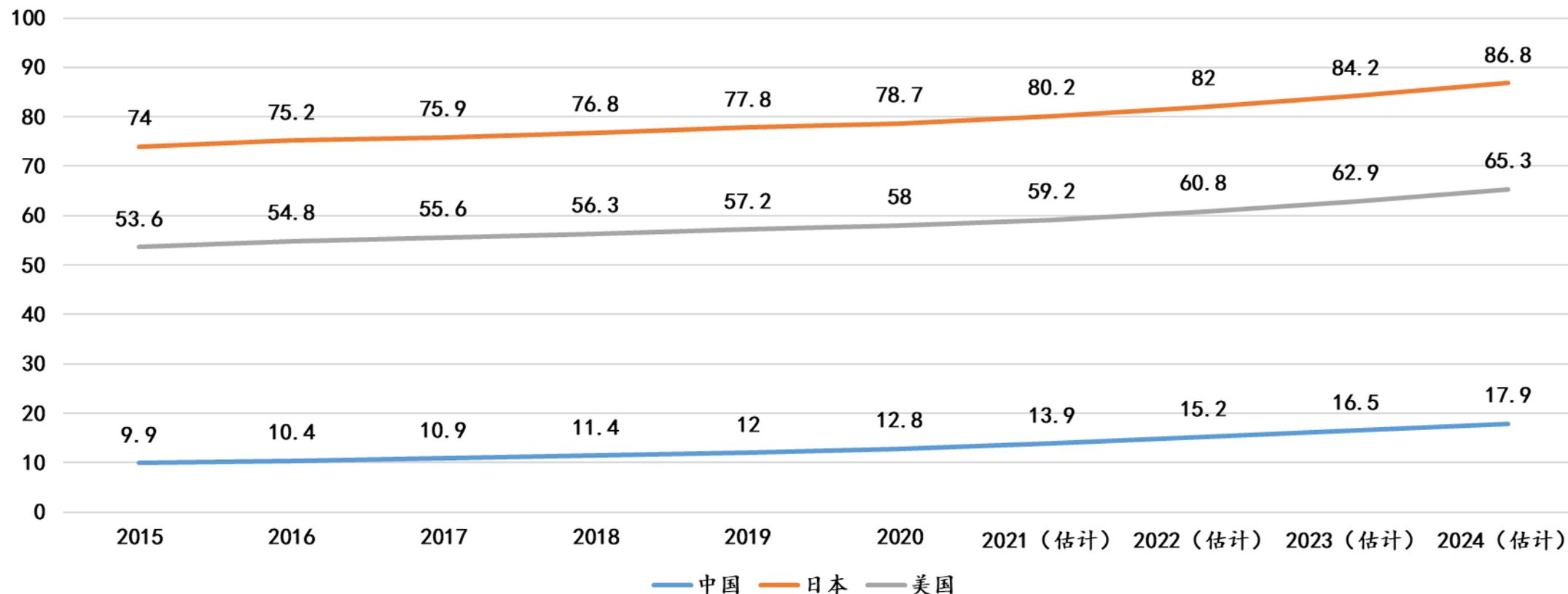


资料来源：前瞻产业研究院，国海证券研究所

# 中国的家庭清洁护理产品人均支出具有较大潜力

- 中国家庭清洁护理产品人均支出由2015年的9.9美元增至2019年的12,0美元，复合年增长率为4.8%。
- 中国消费者对家庭清洁护理产品的需求不断上升。尽管中国的家庭清洁护理产品人均支出以往以及预计未来会低于美国和日本等地区，但其增速高于这些国家。

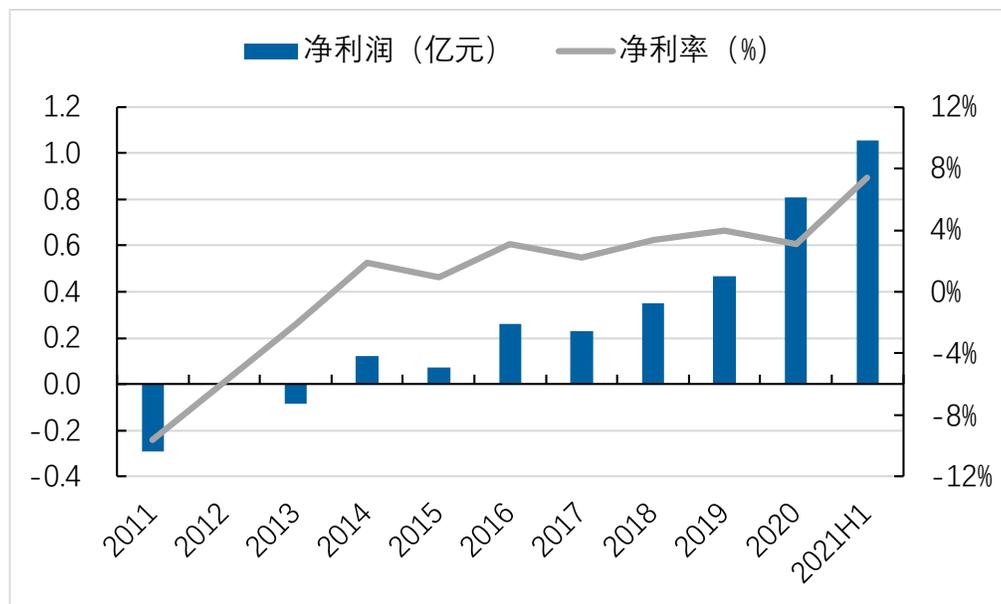
图表89：家庭清洁护理产品的人均支出（美元）



- ◆ 赞宇科技——日化、表活双龙头
- ◆ 油脂化工：有望持续高景气
- ◆ 日用化工：行业格局不断改善
- ◆ OEM:洗护代工将打开成长天花板
- ◆ **并购实现业务扩张**
- ◆ 投资建议
- ◆ 风险提示

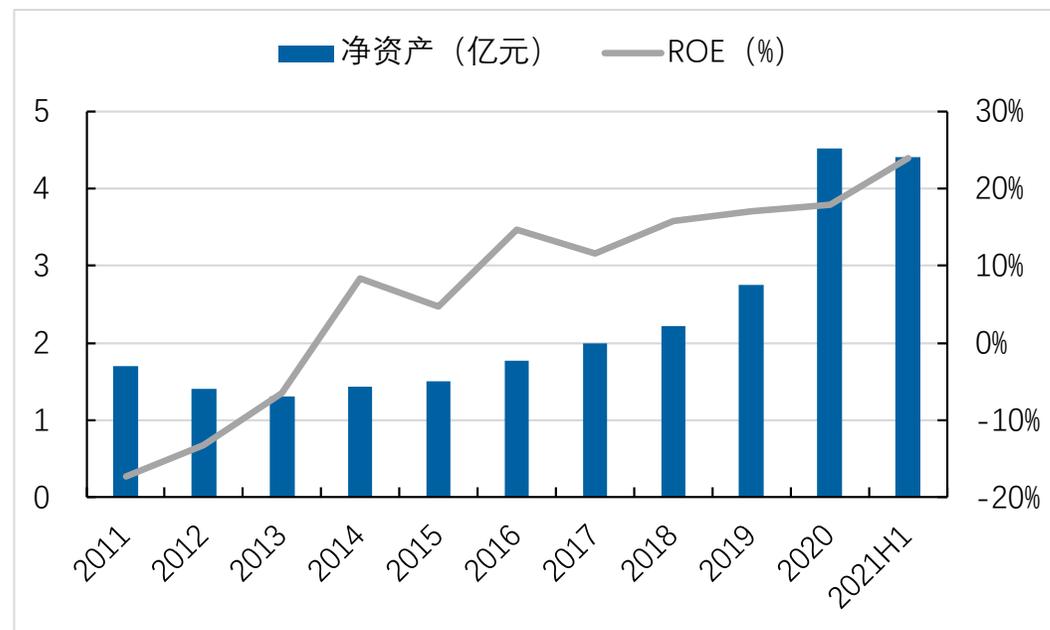
- 2012年3月公司发布公告，完成收购杭州油化86.8421%股权，交易价格以2011年杭州油化净资产1.70亿元做参考，最终交易价格为1.42亿元。
- 杭州油化在公司收购后，业绩稳步提升，净利润从2011年的-0.29亿元，提升至2020年的0.81亿元；净资产也从2011年的1.70亿元提升至2020年的4.52亿元；ROE从2011年的-17.3%提升至2020年的17.9%。

图表90：杭州油化盈利水平逐渐提升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表91：杭州油化净资产及ROE稳步提升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

# 2015年收购杜库达、凯塔化工，商誉增加1.02亿元

- 2015年9月，公司公告与如皋双马化工签订《股权收购协议》，将收购双马化工持有的印尼杜库达60%股权、凯塔化工60%股权，交易价格分别为5.35亿元和1.6亿元。
- 交易价格主要依据公司2015年9月公告的资产评估报告，其中杜库达资产评估价值为8.87亿元，相对2015年5月底净资产价值，增值率达67.94%；凯塔化工资产评估价值为2.89亿元，相对2015年5月底净资产价值，增值率达412.64%。2016年，公司完成杜库达和凯塔化工股权过户，带来商誉增加1.02亿元。

图表92：公司收购杜库达、凯塔化工交易情况

时间	企业	收购份额	收购金额 (亿元)		资产评估值 (亿元)	增值率 (%)	净资产 (亿元, 2015.5.31)
2015.9	杜库达	60%	6.95	5.35	8.87	67.94%	5.28
	凯塔化工	60%		1.6	2.89	412.64%	0.56

资料来源：公司公告，国海证券研究所

# 杜库达、凯塔化工业绩承诺完成度较低

- 此次收购，双方签订了《盈利补偿协议》，双马化工承诺标的公司各期盈利数：2015年6月-12月为0.28亿元，2016年为1亿元，2017年为1.8亿元，2018年为2.1亿元。
- 从实际经营情况看，杜库达和凯塔化工2015年6月-12月合并实现净利润0.284亿元，达成当年业绩承诺。2016-2018年合并实现扣非净利润0.71亿元、-0.25亿元和0.29亿元，均未达成承诺盈利。

图表93：杜库达、凯塔化工业绩承诺达成情况

时间区间	承诺盈利 (亿元)	实际盈利 (亿元)	达成情况	业绩补偿 (亿元)
2015.6-2015.12	0.28	0.284	达成	—
2016	1	0.706	未达成	0.18
2017	1.8	-0.245	未达成	1.23
2018	2.1	0.293	未达成	1.08

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：表格中实际盈利为合计实现的抵消标的公司之间的内部交易损益并扣除非经常性损益后的净利润，与子公司净利润有一定差异。

- 为了理顺公司对子公司的管控，加强公司内部控制管理，2019年公司公告将转让凯塔化工60%股权，并且收购杜库达30%股权。其中，杜库达30%股权收购金额为1.83亿元，凯塔化工60%股权出售金额为1.05亿元，均参考子公司截至2019年3月底净资产价值。

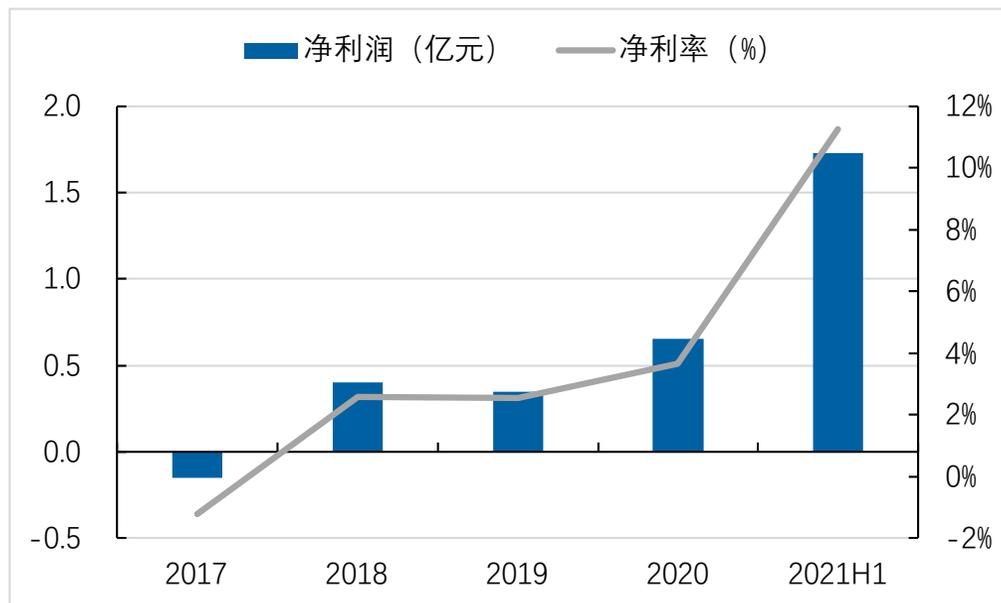
图表94：杜库达、凯塔化工后续股权变动

时间	运作	企业	股权份额	收购/出售金额 (亿元)	净资产 (亿元, 2019.3.31)
2019.6	收购	杜库达	30%	1.8256	6.07
2019.6	出售	凯塔化工	60%	1.0507	1.81

资料来源：公司公告，国海证券研究所

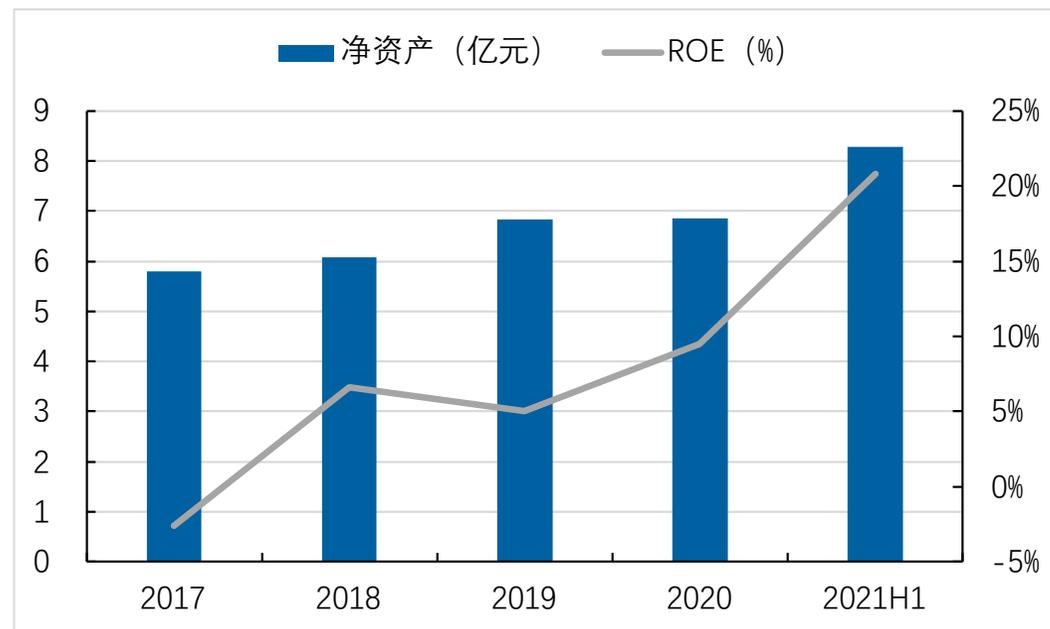
□ 收购前期，杜库达工厂盈利能力较弱，2017年实现净利润-0.15亿元，净利率-1.20%。通过公司一系列技术改造和产品装置优化，开工率不断提升，经营业绩也逐步好转，2021H1，杜库达实现净利润1.73亿元，净利率达11.25%。

图表95：杜库达业绩逐步向好



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表96：杜库达ROE稳步提升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

# 2017年收购新天达美，业绩承诺完成度较低

- 2017年9月，公司发布公告，拟收购赞宇科地并购基金、珠海万源等合计持有的武汉新天达美73.815%的股份，交易价格为7.07亿元。
- 此次收购签订了《盈利预测补偿协议》，珠海万源承诺标的公司各期盈利数：2017年为0.8亿元，2018年为1.066亿元，2019年为1.3亿元。从实际经营情况看，新天达美2017年实现扣费净利润0.81亿元，达成当年业绩承诺。2018-2019年，由于主要工程项目中标情况不及预期，分别实现扣非净利润0.30亿元、1.03亿元，均未达成承诺盈利。

图表97：新天达美业绩承诺达成情况

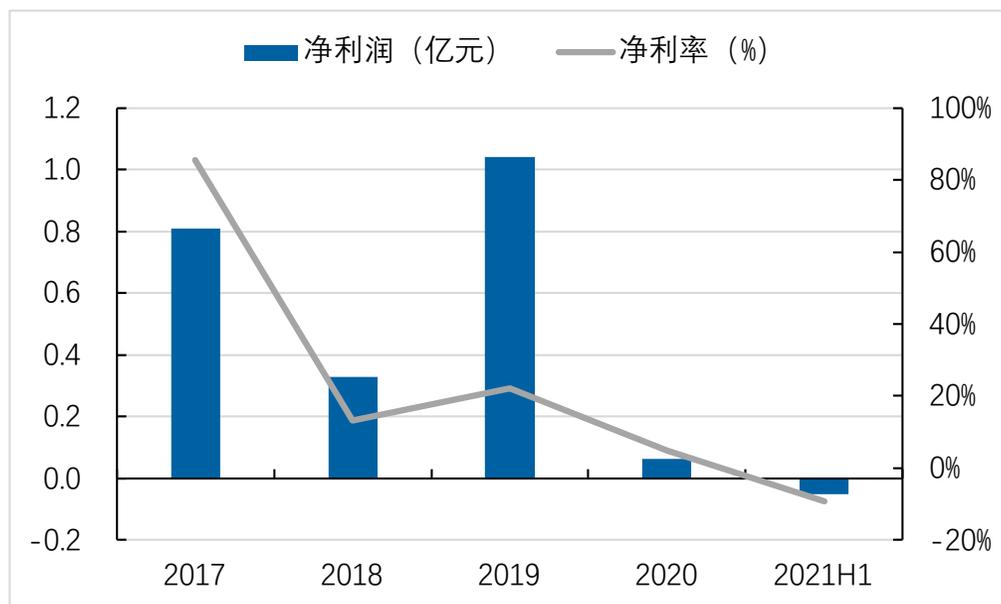
时间区间	承诺盈利 (亿元)	实际盈利 (亿元)	达成情况
2017	0.8	0.81	达成
2018	1.066	0.30	未达成
2019	1.3	1.03	未达成

资料来源：公司公告，国海证券研究所

注：表格中实际盈利为子公司扣非后净利润值，与净利润有一定差异。

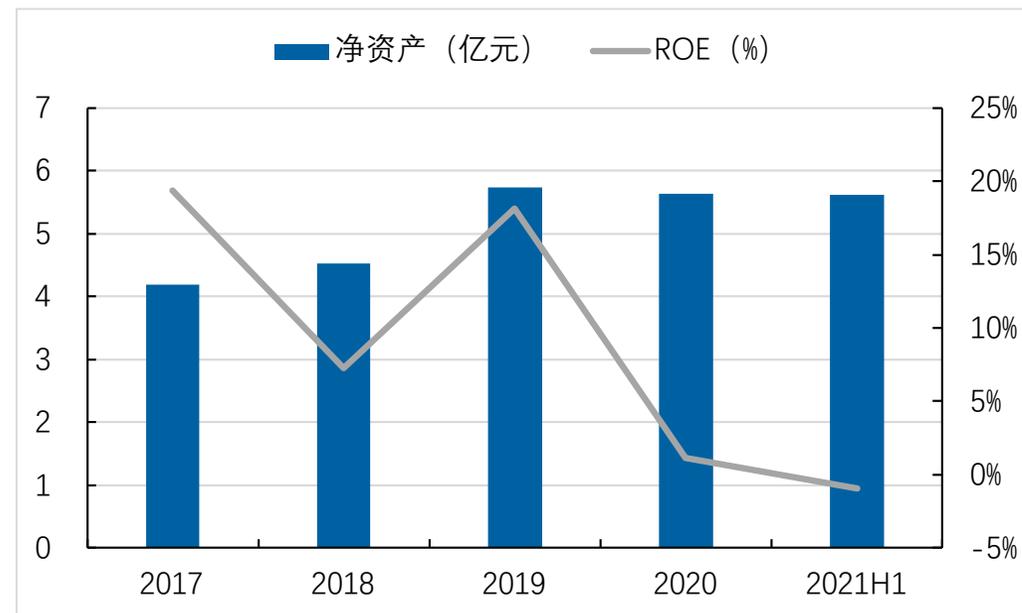
- 新天达美收购后，业绩呈现较大波动，2017-2019年，公司盈利情况较好，其中2019年实现净利润1.04亿元，但仍未达当年业绩承诺。2020年由于子公司新天达美地处湖北，受疫情影响较为严重，当年实现净利润0.06亿元；2021H1新天达美净利润为-0.05亿元。
- 新天达美的收购，也为公司带来2.98亿元的商誉增加，2018、2019、2020年公司分别计提了0.96、0.27、1.75亿元的商誉减值，因此截至2020年末，公司已对2.98亿元商誉全额计提，后续新天达美将不存在商誉减值的风险。

图表98：新天达美业绩波动较大



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表99：新天达美净资产规模稳定



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 新天达美主要从事污水处理、湖泊河流水体净化与生态修复等水环境综合治理业务，在湖北、重庆、宁夏等地建设和运营多个污水处理项目。据公司中报披露，截至2021年中，公司尚有6个在建项目，在建资产余额合计达8.74亿元，其中咸丰、蕲春、银川项目工程进度已达99%。

图表100：新天达美较多在建项目待转固

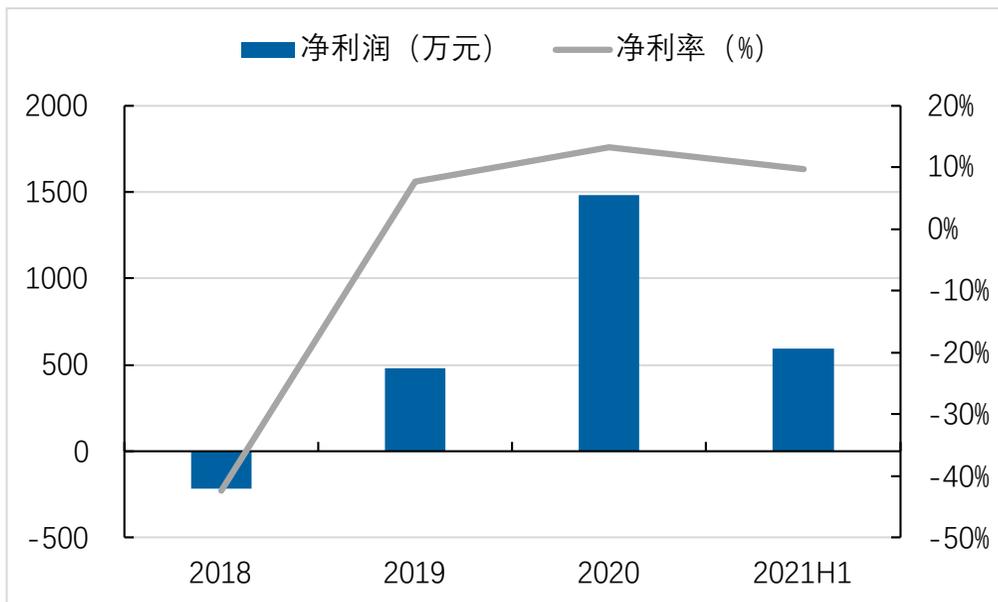
主要项目	预算数 (亿元)	期末余额 (亿元)	工程累计投入	工程进度
咸丰水污染防治PPP项目	5.13	3.76	73.30%	99%
蕲春县乡镇生活污水治理工程PPP项目	3.71	3.23	95.68%	99%
银川水污染防治PPP项目	1.91	1.04	93.40%	99%
浠水散花跨江合作示范区污水处理工程	0.81	0.40	49.19%	50%
石首市城北污水处理厂二期工程项目	0.56	0.31	54.81%	50%
英山水污染防治PPP项目	2.36	0.00	94.31%	99%
<b>合计</b>		<b>8.74</b>		

资料来源：公司公告，国海证券研究所

# 2018年收购韶关兴亚，业绩、净资产由负转正

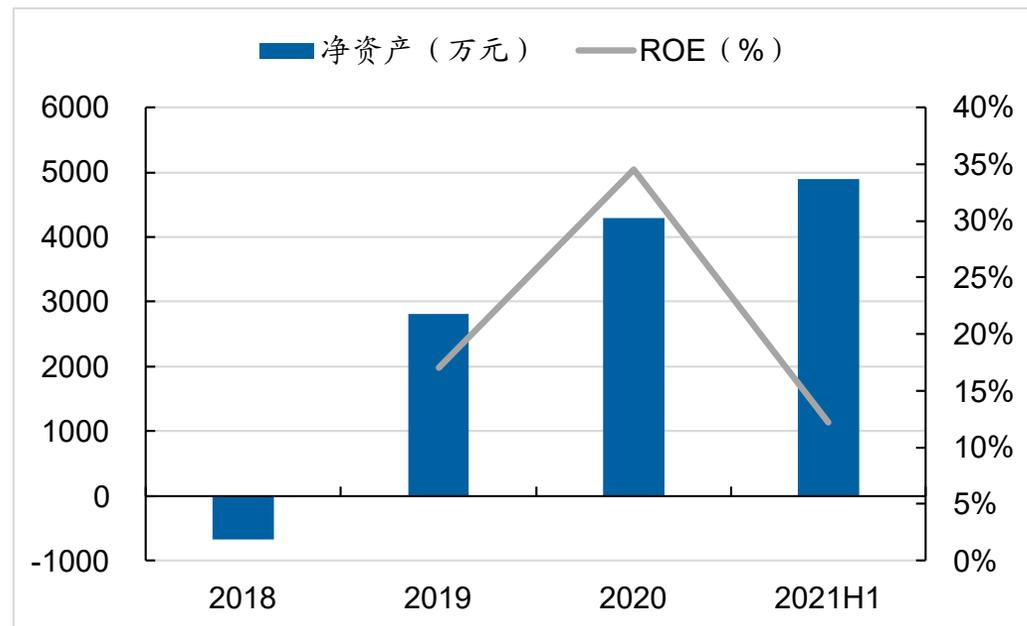
- 2018年8月公司发布公告，将收购韶关兴亚100%股权，经交易各方协商确定，交易价格为30万元。截至2018年7月底，韶关兴亚净资产为-411.65万元。
- 韶关兴亚收购后，业绩由负转正，净资产也逐步提升。2020年和2021H1韶关兴亚分别实现净利润1484.74万元和594.81万元，净利率分别达13.2%和9.8%；2021H1净资产规模也达4892.59万元。

图表101：韶关兴亚业绩由负转正



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图表102：韶关兴亚净资产规模稳步提升



资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 2019年12月，公司公告为进一步提升油脂化工业务竞争力，将收购赞宇科地并购基金持有的金马油脂60%股权、诚鑫化工65%股权、和维顿生物65%股权。交易价格分别为10806万元、3982.92万元、和4868.08万元，相比各公司2019年6月底净资产价值，增值率分别为31.33%、22.97%、4.02%。

图表103：公司收购金马、诚鑫、维顿交易情况

时间	企业	收购份额	收购金额 (亿元)	资产评估值 (亿元)	增值率 (%)	净资产 (亿元, 2019.6.30)
2019.12	金马油脂	60%	1.08	1.80	31.33%	1.37
2019.12	诚鑫化工	65%	0.40	0.61	22.97%	0.50
	维顿生物	65%	0.49	0.75	4.02%	0.72

资料来源：公司公告，国海证券研究所

- 收购完成后，三家公司业绩表现呈一定差异性。江苏金马2020年和2021H1分别实现净利润0.22亿元和0.19亿元，净利率达7.73%和10.64%；而诚鑫化工2020年和2021H1净利润分别为-110.15万元和-78.42万元，维顿生物2020年和2021H1净利润分别为-141.06万元和-154.81万元，还处于亏损状态，业绩尚需证明。

图表104：诚鑫、维顿业绩尚需证明

项目		江苏金马	诚鑫化工	维顿生物
营收 (亿元)	2020	2.81	1.64	2.00
	2021H1	1.80	0.71	0.84
净利润 (亿元)	2020	0.22	-0.01	-0.01
	2021H1	0.19	-0.01	-0.02
净利率 (%)	2020	7.73%	-0.67%	-0.70%
	2021H1	10.64%	-1.11%	-1.83%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

- ◆ 赞宇科技——日化、表活双龙头
- ◆ 油脂化工：有望持续高景气
- ◆ 日用化工：行业格局不断改善
- ◆ OEM:洗护代工将打开成长天花板
- ◆ 并购实现业务扩张
- ◆ 投资建议
- ◆ 风险提示

□ 投资建议：公司为油脂化工、表面活性剂龙头，有望迎来戴维斯双击，预计公司2021-2023年归母净利润分别为8.12/11.35/15.33亿元，对应PE分别为10.0/7.1/5.3倍，维持“买入”评级。

预测指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	7804	10665	12957	15990
增长率(%)	19	37	21	23
归母净利润（百万元）	345	812	1135	1533
增长率(%)	-3	135	40	35
摊薄每股收益（元）	0.82	1.73	2.42	3.27
ROE(%)	12	21	23	24

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

- ◆ 赞宇科技——日化、表活双龙头
- ◆ 油脂化工：有望持续高景气
- ◆ 日用化工：行业格局不断改善
- ◆ OEM:洗护代工将打开成长天花板
- ◆ 并购实现业务扩张
- ◆ 投资建议
- ◆ 风险提示

- 棕榈油价格波动的风险;
- 棕榈油关税政策变动的风险;
- OEM推广不及预期的风险;
- 宏观经济波动风险;
- 环保风险;
- 安全生产风险;
- 汇率波动的风险;
- 进出口贸易的风险
- 中国与海外市场并不具有完全可比性，相关数据仅供参考

# 赞宇科技盈利预测表

赞宇科技盈利预测表	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	824A	2128E	3559E	5358E	<b>营业收入</b>	<b>7804A</b>	<b>10665E</b>	<b>12957E</b>	<b>15990E</b>	<b>每股指标</b>				
应收款项	663	1023	1242	1533	营业成本	6569	8656	10367	12661	EPS	0.82	1.73	2.42	3.27
存货净额	940	1067	1278	1561	营业税金及附加	24	37	52	56	BVPS	6.91	8.05	10.46	13.73
其他流动资产	818	591	685	809	销售费用	253	346	419	523	<b>估值</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>3245</b>	<b>4809</b>	<b>6765</b>	<b>9261</b>	管理费用	181	326	387	473	P/E	15.3	10.0	7.1	5.3
固定资产	1597	1444	1291	1138	财务费用	96	61	64	57	P/B	1.8	2.1	1.6	1.3
在建工程	1120	1170	1220	1270	其他费用/(-收入)	137	267	298	360	P/S	0.9	0.8	0.6	0.5
无形资产及其他	1188	1187	1186	1185	<b>营业利润</b>	<b>481</b>	<b>1036</b>	<b>1447</b>	<b>1956</b>					
长期股权投资	68	69	70	71	营业外净收支	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
<b>资产总计</b>	<b>7218</b>	<b>8680</b>	<b>10532</b>	<b>12926</b>	<b>利润总额</b>	<b>481</b>	<b>1035</b>	<b>1447</b>	<b>1956</b>	ROE	12%	21%	23%	24%
短期借款	1041	1041	1041	1041	所得税费用	122	207	289	391	毛利率	16%	19%	20%	21%
应付款项	1460	1779	2130	2602	<b>净利润</b>	<b>358</b>	<b>828</b>	<b>1158</b>	<b>1565</b>	期间费率	7%	7%	7%	7%
预收帐款	2	0	0	0	少数股东损益	14	17	23	31	销售净利率	4%	8%	9%	10%
其他流动负债	650	319	363	421	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>345</b>	<b>812</b>	<b>1135</b>	<b>1533</b>	<b>成长能力</b>				
<b>流动负债合计</b>	<b>3153</b>	<b>3139</b>	<b>3534</b>	<b>4063</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>504A</b>	<b>773E</b>	<b>1266E</b>	<b>1646E</b>	收入增长率	19%	37%	21%	23%
长期借款及应付债券	570	1170	1470	1770	净利润	358	812	1135	1533	利润增长率	-3%	135%	40%	35%
其他长期负债	88	88	88	88	少数股东权益	14	17	23	31	<b>营运能力</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>657</b>	<b>1257</b>	<b>1557</b>	<b>1857</b>	折旧摊销	176	155	155	155	总资产周转率	1.08	1.23	1.23	1.24
<b>负债合计</b>	<b>3810</b>	<b>4396</b>	<b>5091</b>	<b>5920</b>	公允价值变动	-5	0	0	0	应收账款周转率	11.78	10.43	10.43	10.43
股本	423	470	470	470	营运资金变动	-217	-274	-129	-169	存货周转率	8.30	9.99	10.14	10.24
股东权益	3408	4284	5441	7006	<b>投资活动现金流</b>	<b>-114</b>	<b>-42</b>	<b>-39</b>	<b>-36</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7218</b>	<b>8680</b>	<b>10532</b>	<b>12926</b>	资本支出	-460	-51	-51	-51	资产负债率	53%	51%	48%	46%
					长期投资	-5	-1	-1	-1	流动比	1.03	1.53	1.91	2.28
					其他	351	11	13	16	速动比	0.62	1.12	1.48	1.825
					<b>筹资活动现金流</b>	<b>-113</b>	<b>573</b>	<b>204</b>	<b>189</b>					
					债务融资	125	600	300	300					
					权益融资	9	47	0	0					
					其它	-247	-74	-96	-111					
					<b>现金净增加额</b>	<b>266</b>	<b>1305</b>	<b>1431</b>	<b>1799</b>					

## 化工小组介绍

**李永磊**，天津大学应用化学硕士，化工行业首席分析师。7年化工实业工作经验，7年化工行业研究经验。

**董伯骏**，清华大学化工系硕士、学士，化工联席首席分析师。2年上市公司资本运作经验，4年化工行业研究经验。

**赵小燕**，浙江大学化工学院博士，化工行业研究助理。1年半化工行业研究经验。

**汤永俊**，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，化工行业研究助理。

## 分析师承诺

李永磊, 董伯骏, 本人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，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收取到任何形式的补偿。

## 国海证券投资评级标准

### 行业投资评级

- 推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
- 回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

- 买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；
- 增持：相对沪深300 指数涨幅介于10% ~ 20%之间；
- 中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间；
- 卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

## 免责声明

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

# 心怀家国，洞悉四海

国海化工团队 李永磊 (liy103@ghzq.com.cn)  
董伯骏 (dongbj@ghzq.com.cn)  
赵小燕 (zhaoxy01@ghzq.com.cn)  
汤永俊 (tangyj03@ghzq.com.cn)



## 国海研究上海

上海市黄浦区福佑路8号人保寿险大厦7F

邮编：200010

电话：021-60338252

## 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银行大厦28F

邮编：518041

电话：0755—83706353

## 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597