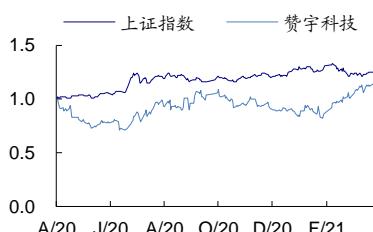


证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

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)	8,364/7,033
上证综指/深圳成指	3,524/14,082
12个月最高/最低(元)	20.44/11.20

相关研究报告:

- 《**赣宇科技-002637-重大事件快评：拟回购股份进行员工激励，看好公司长期发展**》——2021-11-23
- 《**赣宇科技-002637-2021年中报点评：中报业绩超预期，油化产品盈利大增，打造三大日化OEM基地**》——2021-08-10
- 《**赣宇科技-002637-2021年一季报点评：业绩符合预期，眉山基地加码50万吨日化OEM**》——2021-04-23
- 《**赣宇科技-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
- 《**赣宇科技-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：yanglin@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：S0980521020002
证券分析师：张玮航
电话：021-61761041
E-MAIL：zhangweihang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980522010001

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。

赣宇科技(002637)

买入

(维持评级)

2022年01月26日

财报点评

全年业绩稳定增长，看好公司长期成长性

● 2021年四季度业绩稳定，全年业绩大幅提升

公司发布2021年度业绩预告，预计实现归母净利润7.5-8.3亿元，同比增长117.6%-140.8%；扣非归母净利润7.56-8.36亿元，同比增长204.6%-236.7%。2021年前三季度公司归母净利润分别为1.82、2.57、1.65亿元，据此推算，2021年四季度公司实现归母净利润1.46-2.26亿元，环比变动为-11.5%-37.0%。

● 2021年公司在建项目如期投产，油化、表活产品量价齐升

公司2021年一方面通过新项目的布局建设，原有生产基地的技改及产品结构调整，产能陆续释放，产量稳步增长，年内河南鹤壁20万吨/年磺化生产线、广东江门20万吨/年表活装置投产，年底表活产能达到110万吨/年左右；杭州油化10万吨/年在建项目部分投产，年底油化产能达到90万吨/年左右。另一方面年内公司主要产品价格、销量较上年同期上升，特别是海外印尼工厂的成本优势突出。阴离子表面活性剂全年均价8340元/吨，同比上涨29.0%；硬脂酸全年均价9720元/吨，同比上涨37.5%。

● 表面活性剂打造三大OEM基地，油化拓展高毛利产品

公司持续向日化下游OEM推进，打造鹤壁+眉山+沧州三大OEM基地，3个OEM基地合计规划在建产能150万吨/年，河南鹤壁基地50万吨/年液洗OEM预计2022年上半年投产；四川眉山基地、河北沧州基地各50万吨/年液洗OEM，预计2022年底-2023年中投产，我们预计OEM液洗预计单吨利润200-300元。公司杭州油化10万吨/年产品包括OPO结构酯、食品级单甘脂等高端结构酯类产品，广泛应用于食品、奶粉添加剂，通过拓展高毛利产品，有望进一步打开公司油化板块的成长空间。

● 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。

我们维持公司2021-2023年归母净利润分别为8.15/9.17/10.57亿元，同比增速136.5%/12.5%/15.3%；摊薄EPS=1.73/1.95/2.25元，当前股价对应PE=10.2/9.1/7.9x，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	10,101	11,173	12,488
(+/-%)	-6.9%	18.6%	29.4%	10.6%	11.8%
净利润(百万元)	354	345	815	917	1057
(+/-%)	98.9%	-2.7%	136.5%	12.5%	15.3%
摊薄每股收益(元)	0.84	0.82	1.73	1.95	2.25
EBIT Margin	9.7%	9.9%	11.3%	11.9%	12.1%
净资产收益率(ROE)	13.2%	11.8%	23.9%	23.7%	24.0%
市盈率(PE)	21.2	21.8	10.2	9.1	7.9
EV/EBITDA	13.2	11.9	9.1	7.7	7.0
市净率(PB)	2.79	2.57	2.45	2.16	1.90

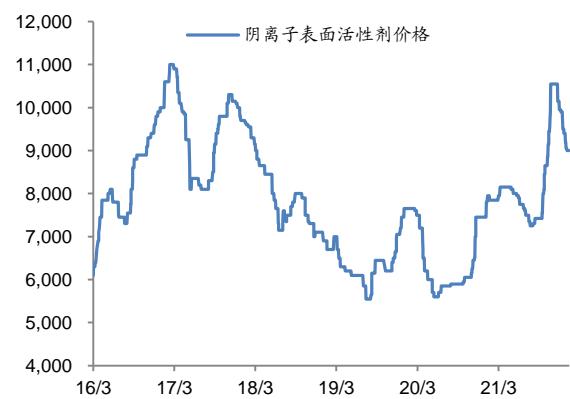
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2021年四季度业绩稳定，全年业绩大幅提升。公司发布2021年度业绩预告，预计实现归母净利润7.5-8.3亿元，同比增长117.6%-140.8%；扣非归母净利润7.56-8.36亿元，同比增长204.6%-236.7%。2021年前三季度公司归母净利润分别为1.82、2.57、1.65亿元，据此推算，2021年四季度公司实现归母净利润1.46-2.26亿元，环比变动为-11.5%-37.0%。

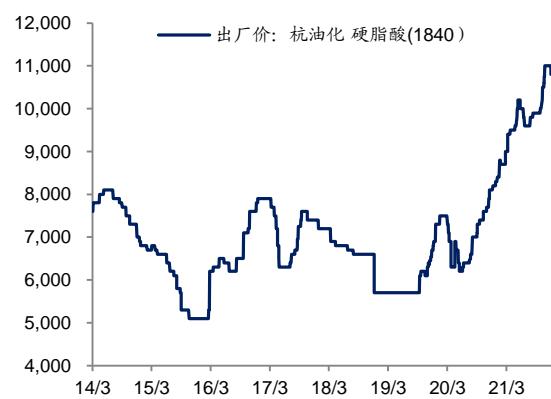
2021年公司在建项目如期投产，油化、表活产品量价齐升。公司2021年一方面通过新项目的布局建设、原有生产基地的技改及产品结构调整，产能陆续释放，产量稳步增长，年内河南鹤壁20万吨/年磺化生产线、广东江门20万吨/年表活装置投产，年底表活产能达到110万吨/年左右；杭州油化10万吨/年在建项目部分投产，年底油化产能达到90万吨/年左右。另一方面年内公司主要产品价格、销量较上年同期上升，特别是海外印尼工厂的成本优势突出。阴离子表面活性剂全年均价8340元/吨，同比上涨29.0%；硬脂酸全年均价9720元/吨，同比上涨37.5%。

图1：阴离子表面活性剂价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图2：硬脂酸出厂价（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

表面活性剂打造三大OEM基地，油化拓展高毛利产品。公司持续向日化下游OEM推进，打造鹤壁+眉山+沧州三大OEM基地，3个OEM基地合计规划在建产能150万吨/年，河南鹤壁基地50万吨/年液洗OEM预计2022年上半年投产；四川眉山基地、河北沧州基地各50万吨/年液洗OEM，预计2022年底-2023年中投产，我们预计OEM液洗预计单吨利润200-300元。公司杭州油化10万吨/年产品包括OPO结构酯、食品级单甘脂等高端结构酯类产品，广泛应用于食品、奶粉添加剂，通过拓展高毛利产品，有望进一步打开公司油化板块的成长空间。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。我们维持公司2021-2023年归母净利润分别为8.15/9.17/10.57亿元，同比增速136.5%/12.5%/15.3%；摊薄EPS=1.73/1.95/2.25元，当前股价对应PE=10.2/9.1/7.9x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	824	500	605	1123	营业收入	7804	10101	11173	12488
应收款项	756	1384	1531	1711	营业成本	6569	8202	9044	10123
存货净额	940	1319	1450	1625	营业税金及附加	24	40	45	50
其他流动资产	725	939	1039	1161	销售费用	253	333	369	400
流动资产合计	3245	4242	4725	5720	管理费用	181	381	385	403
固定资产	2717	2676	2594	2504	财务费用	96	58	50	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	(40)	(10)	(10)
长期股权投资	68	78	88	98	其他收入	(429)	0	0	0
资产总计	7218	8156	8539	9426	营业利润	481	1057	1271	1465
短期借款及交易性金融负债	1128	1346	1000	1000	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	1460	1819	1999	2240	利润总额	481	1057	1271	1465
其他流动负债	565	718	787	879	所得税费用	122	211	318	366
流动负债合计	3153	3883	3786	4119	少数股东损益	14	30	36	42
长期借款及应付债券	570	270	270	270	归属于母公司净利润	345	815	917	1057
其他长期负债	88	88	88	88					
长期负债合计	657	357	357	357					
负债合计	3810	4240	4143	4476					
少数股东权益	489	507	529	554					
股东权益	2919	3409	3867	4395					
负债和股东权益总计	7218	8156	8539	9426					
关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.82	1.73	1.95	2.25	净利润	345	815	917	1057
每股红利	0.38	0.69	0.98	1.12	资产减值准备	63	86	4	(5)
每股净资产	6.91	7.25	8.23	9.35	折旧摊销	173	244	295	314
ROIC	12%	18%	19%	21%	公允价值变动损失	(186)	40	10	10
ROE	12%	24%	24%	24%	财务费用	96	58	50	39
毛利率	16%	19%	19%	19%	营运资本变动	325	(623)	(125)	(150)
EBIT Margin	10%	11%	12%	12%	其它	(56)	(68)	18	30
EBITDA Margin	12%	14%	15%	15%	经营活动现金流	664	494	1119	1256
收入增长	19%	29%	11%	12%	资本开支	(188)	(300)	(200)	(200)
净利润增长率	-3%	137%	12%	15%	其它投资现金流	124	(100)	0	0
资产负债率	60%	58%	55%	53%	投资活动现金流	(128)	(410)	(210)	(210)
息率	2.1%	4.3%	6.1%	7.0%	权益性融资	9	0	0	0
P/E	21.8	10.2	9.1	7.9	负债净变化	322	(300)	0	0
P/B	2.6	2.5	2.2	1.9	支付股利、利息	(161)	(326)	(458)	(528)
EV/EBITDA	11.9	9.1	7.7	7.0	其它融资现金流	(431)	218	(346)	0
					融资活动现金流	(101)	(408)	(804)	(528)
					现金净变动	435	(324)	105	518
					货币资金的期初余额	389	824	500	605
					货币资金的期末余额	824	500	605	1123
					企业自由现金流	888	236	969	1099
					权益自由现金流	779	108	586	1070

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 ±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 ±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