

高品质乙醛酸成为新增长极 臭氧系统龙头剑指高端

核心观点：

● 事件：

公司发布2021年年报，全年实现营业收入4.96亿元，同比增长23.41%；实现归母净利润0.76亿元（扣非0.74亿元），同比下降4.95%（扣非-4.38%）。现金分红预案为：每10股派发现金1.50元（含税）、转增8股。

公司同时发布2022年限制性股票激励计划，激励对象共62人，包括了中、高管理层及核心技术（业务）骨干。拟授予限制性股票223万股，占公司总股本2.18%；授予价格15.87元/股，业绩考核目标为：以2021年净利润为基数，2022~2024年净利润增长率分别不低于50%、100%、200%。

● 原材料价格上涨、疫情等因素导致盈利能力下降

报告期内公司ROE(加权)7.77%，下降2.24个百分点；销售毛利率、净利率分别下降4.90、4.60个百分点至35.43%、15.33%；销售期间费用率14.93%，增加0.34个百分点。公司2021年盈利能力下降主要因为原材料价格上涨导致成本提升，疫情带来项目执行延缓等。根据公司公告，公司莱西生产基地按照当地防疫政策，自2022年3月5日起进行厂区封控，预计将对公司2022Q1业绩产生一定不利影响。

报告期内，公司资产负债率19.27%，维持在较低位置；流动比率、速动比率分别为2.95、2.15，公司2021年财务费用有243万元的正收益，财务稳健，债务风险较低。报告期内公司经现净额-0.19亿元，同比大幅减少127.39%，主要原因为新疆晶体乙醛酸项目设备采购等原材料采购增加所致；报告期内公司收现比96.19%，保持在较高水平。

● 股权激励计划激励充分；高业绩考核指标彰显发展信心。

本次股权激励计划合计62人，占公司2021年总人数9.14%，覆盖面广；涵盖了公司中、高层管理人员以及核心技术及业务骨干，有助于发挥管理层及核心员工的工作积极性；较高的业绩考核指标表明公司对自身产品技术及市场开拓的信心，作为国内臭氧设备龙头，在拓展应用领域、进口替代等因素推动下，公司业绩实现高增长确定性强。

● 国内臭氧设备领军企业，发力半导体等高端应用领域

公司是国内臭氧设备领军企业，公司在相同规格产品的技术参数和性能指标上已经达到国外竞争对手的同等水平，技术优势明显，2021年入选工信部专精特新小巨人企业名单。公司在国内率先开发自来水行业用臭氧发生器应用系统，并陆续推出包装饮用水及直饮水、市政污水、印染和化工废水、工业氧化、烟气脱硝、工业覆膜、泳池、食品加工空间消毒、畜牧养殖、粮仓消毒、冷库冷链臭氧发生器应用系统等。

公司现阶段正在进行纸浆漂白臭氧发生器应用系统、半导体集成

国林科技(300786)

推荐 (首次)

合理估值区间 41.55-55.40 元

分析师

陶贻功

✉: 010-80927673

✉: taoyigong_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130522030001

分析师

严明

✉: 010-80927667

✉: yanming_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520070002

联系人

梁悠南

✉: 010-80927656

✉: liangyounan_yj@chinastock.com.cn

市场数据

2022-03-21

A股收盘价(元)	29.34
股票代码	300786
A股一年内最高价(元)	50.00
A股一年内最低价(元)	21.00
上证指数	3,253.69
市盈率	2.41
总股本(万股)	10,223
实际流通A股(万股)	6,884
流通A股市值(亿元)	20

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

电路用高浓度臭氧发生器和高浓度臭氧水系统、电解臭氧发生器、医疗治疗仪、臭氧家用污水处理终端系统等的研发与应用。公司半导体清洗设备项目正在进行样机测试，今年有望在面板清洗等泛半导体领域实现销售。在高端应用领域实现不断突破及进口替代在提升公司业绩的同时，也将提升公司的市场影响力，推动公司估值水平的提升。

- **高品质乙醛酸打开新的成长空间。**

公司充分利用既有的臭氧产业优势，经过近十年的乙醛酸生产工艺研究与改良，目前已掌握臭氧氧化顺酐法制取晶体乙醛酸的全部核心技术，并拥有制取高品质晶体乙醛酸的专有技术。臭氧氧化顺酐法较目前主流的乙二醛硝酸氧化法相比，具有纯度高、不含乙二醛的突出优势，能够应用于医药、化妆品、香料等高端应用领域。公司有望借助在臭氧应用技术以及产品制造等方面的优势突出，不断开拓乙醛酸产品新的应用领域，抢占乙醛酸高端市场。

高品质乙醛酸有望成为公司新的业绩增长极：公司新疆 2.5 万吨高品质晶体乙醛酸项目有望于今年年中投产，该项目具有低成本、高品质的优势，有望成为公司今明两年重要的业绩增长点。

- **估值分析与评级说明**

预计公司 2022~2024 年净利分别为 1.44 亿元、2.83 亿元、4.06 亿元，对应 PE 分别为 22 倍、11 倍、7.7 倍。公司高品质乙醛酸项目投产推动业绩确定性增长、臭氧设备有望在半导体清洗领域取得突破，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**

乙醛酸项目产能释放不及预期的风险，臭氧设备销售及在高端领域拓展不及预期的风险。

主要财务指标

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	495.59	709.31	1201.52	1557.78
收入增长率	23.41%	43.13%	69.39%	29.65%
归母净利润 (百万元)	76.03	144.27	283.32	406.15
利润增速	-4.95%	89.76%	96.38%	43.36%
毛利率	35.43%	39.26%	43.62%	46.55%
摊薄 EPS(元)	0.84	1.41	2.77	3.97
PE	51.05	21.57	10.98	7.66
PB	3.52	2.24	1.86	1.50
PS	6.28	4.39	2.59	2.00

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

(一) 公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	876.37	1036.90	1422.62	1910.02	营业收入	495.59	709.31	1201.52	1557.78
现金	259.56	384.67	628.91	964.17	营业成本	319.98	430.84	677.41	832.58
应收账款	198.78	194.33	213.97	256.07	营业税金及附加	4.71	6.38	10.81	14.02
其它应收款	1.97	2.91	4.94	6.40	营业费用	31.13	42.56	72.09	93.47
预付账款	9.05	12.06	18.97	23.31	管理费用	25.86	36.88	62.48	81.00
存货	236.82	236.08	278.39	319.35	财务费用	-2.43	0.00	0.00	0.00
其他	170.19	206.85	277.45	340.72	资产减值损失	-2.13	0.00	0.00	0.00
非流动资产	667.77	719.63	743.75	742.06	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	投资净收益	0.95	0.71	1.20	1.56
固定资产	191.91	361.50	461.98	506.22	营业利润	86.16	165.83	333.32	477.83
无形资产	25.87	29.31	37.75	51.19	营业外收入	1.24	0.00	0.00	0.00
其他	449.98	328.82	244.01	184.64	营业外支出	0.05	0.00	0.00	0.00
资产总计	1544.14	1756.54	2166.37	2652.08	利润总额	87.36	165.83	333.32	477.83
流动负债	296.83	364.95	491.47	571.03	所得税	11.37	21.56	50.00	71.67
短期借款	19.44	19.44	19.44	19.44	净利润	76.00	144.27	283.32	406.15
应付账款	164.48	188.86	241.27	273.72	少数股东损益	-0.03	0.00	0.00	0.00
其他	112.92	156.66	230.76	277.87	归属母公司净利润	76.03	144.27	283.32	406.15
非流动负债	0.68	0.68	0.68	0.68	EBITDA	99.52	198.12	367.76	512.64
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS(元)	0.84	1.41	2.77	3.97
其他	0.68	0.68	0.68	0.68					
负债合计	297.51	365.64	492.15	571.71	主要财务比率	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2.71	2.71	2.71	2.71	营业收入	23.41%	43.13%	69.39%	29.65%
归属母公司股东权益	1243.92	1388.19	1671.51	2077.66	营业利润	-4.57%	92.46%	101.00%	43.36%
负债和股东权益	1544.14	1756.54	2166.37	2652.08	归属母公司净利润	-4.95%	89.76%	96.38%	43.36%
					毛利率	35.43%	39.26%	43.62%	46.55%
现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	净利率	15.34%	20.34%	23.58%	26.07%
经营活动现金流	-19.11	209.40	303.04	368.70	ROE	6.11%	10.39%	16.95%	19.55%
净利润	76.00	144.27	283.32	406.15	ROIC	5.83%	10.17%	16.65%	19.26%
折旧摊销	14.68	33.14	35.89	36.69	资产负债率	19.27%	20.82%	22.72%	21.56%
财务费用	2.59	0.00	0.00	0.00	净负债比率	23.87%	26.29%	29.40%	27.48%
投资损失	-0.95	-0.71	-1.20	-1.56	流动比率	2.95	2.84	2.89	3.34
营运资金变动	-121.83	32.70	-14.96	-72.58	速动比率	1.98	1.99	2.08	2.51
其它	10.39	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.32	0.40	0.55	0.59
投资活动现金流	-364.01	-84.29	-58.80	-33.44	应收帐款周转率	2.49	3.65	5.62	6.08
资本支出	-324.78	-85.00	-60.00	-35.00	应付帐款周转率	3.01	3.76	4.98	5.69
长期投资	-40.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.84	1.41	2.77	3.97
其他	0.78	0.71	1.20	1.56	每股经营现金	-0.19	2.05	2.96	3.61
筹资活动现金流	314.92	0.00	0.00	0.00	每股净资产	12.17	13.58	16.35	20.32
短期借款	-17.01	0.00	0.00	0.00	P/E	51.05	21.57	10.98	7.66
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	3.52	2.24	1.86	1.50
其他	331.93	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	41.64	13.87	6.81	4.23
现金净增加额	-68.20	125.11	244.24	335.26	P/S	6.28	4.39	2.59	2.00

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

陶贻功, 毕业于中国矿业大学(北京), 超过10年行业研究经验, 长期从事环保公用及产业链上下游研究工作。曾就职于民生证券、太平洋证券, 2022年1月加入中国银河证券。

严明, 北京化工大学硕士, 2018年加入银河证券研究院, 从事环保公用行业研究。

本人承诺, 以勤勉的执业态度, 独立、客观地出具本报告, 本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月, 行业指数(或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数)相对于基准指数(交易所指数或市场中主要的指数)推荐: 行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐: 行业指数超越基准指数平均回报。

中性: 行业指数与基准指数平均回报相当。

回避: 行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐: 指未来6-12个月, 公司股价超越分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐: 指未来6-12个月, 公司股价超越分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性: 指未来6-12个月, 公司股价与分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报相当。

回避: 指未来6-12个月, 公司股价低于分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券)向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者, 为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理, 完成投资者适当性匹配, 并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资咨询建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的, 所载内容及观点客观公正, 但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断, 银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告, 但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接, 对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接, 银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分, 客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明, 所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可, 任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系方式

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区: 唐漫羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn