

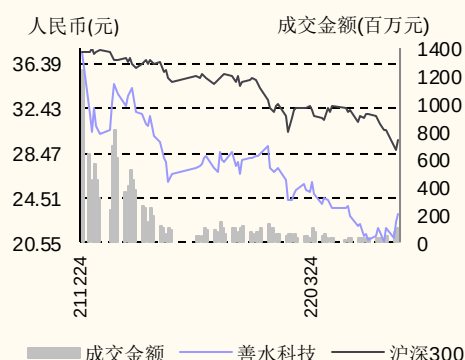
善水科技 (301190.SZ) 增持 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 23.04 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.15
已上市流通 A 股(亿股)	0.51
总市值(亿元)	49.45
年内股价最高最低(元)	37.46/20.55
沪深 300 指数	3896
创业板指	2269



相关报告

- 1.《业绩稳步增长，募投项目持续推进-【国金化工】善水科技年报点评》，2022.4.19
- 2.《成本优势显著的染料中间体细分龙头-【国金化工】善水科技深度报...》，2021.12.31

产品定价权优势渐显，盈利能力显著提升

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	384	552	814	1,485	2,436
营业收入增长率	-14.22%	43.94%	47.30%	82.54%	64.01%
归母净利润(百万元)	110	142	241	341	465
归母净利润增长率	-20.97%	29.50%	69.36%	41.35%	36.57%
摊薄每股收益(元)	0.683	0.663	1.123	1.588	2.169
每股经营性现金流净额	0.10	0.47	0.28	0.48	0.60
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.57%	7.21%	11.26%	14.32%	17.20%
P/E	0.00	45.53	20.51	14.51	10.62
P/B	0.00	3.28	2.31	2.08	1.83

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 2022 年 4 月 27 日发布一季度：2022 年 1 季度公司实现营业总收入 1.04 亿元，同比增长 19.41%，归母净利润 0.24 亿元，同比增长 80.23%。

经营分析

- **细分领域龙头优势凸显，染料中间体系列产品提价较为顺畅。**公司为酸性染料中间体行业的细分龙头企业，核心产品 6-硝体、氧体和 5-硝体的市场占有率均在 30% 以上，去年第四季度以来随着部分低端产能的退出，行业格局持续优化，公司作为龙头企业的定价权也进一步增强。从具体产品价格来看：2021 年下半年 6-硝体的销售均价同比提高 27% 达到 3.76 万元/吨，5-硝体的销售均价同比提高 12% 达到 7.52 万元/吨。考虑到公司的提价行为主要集中在去年第四季度，根据官网 2021 年 10 月的产品报价显示，6-硝体对外报价已经提升至 6 万元/吨，5-硝体提升至 9.5 万元/吨，产品的提价幅度较为明显，根据今年 1 季度的业绩表现来看产品的价格传导和执行也较为顺利。
- **主营业务量价齐升，公司业绩预计稳步向上。**从 2022 年 1 季度的业绩表现来看，单季度公司实现归母净利润 2422 万元，考虑到 1 季度本身属于淡季，并且也存在春节放假和园区检修等因素影响，对全年的收入利润贡献占比偏低，整体业绩基本符合预期。同比去年来看，今年 1 季度的归母净利润增速远超收入增速，单季度销售毛利率同比提升 11.4% 达到 40.6%，同时费用管控能力依旧良好，销售净利率同比提升 7.9% 达到 23.4%。未来在公司核心产品产能利用率逐渐提升和价格向上的双重驱动下，业绩表现有望持续向好。

投资建议

- 公司为国内领先的染料中间体细分龙头，行业格局优化后公司产品的定价权进一步增强，核心产品开始步入量价齐升的新周期，我们预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 2.41、3.41、4.65 亿元，EPS 分别为 1.12、1.59、2.17 元，对应 PE 为 20.5、14.5、10.6 倍，维持“增持”评级。

风险提示

- 疫情影响下游需求及运输、募投项目投产不及预期、工艺技术升级不及预期、原料价格大幅上涨、产品市场竞争格局恶化、限售股解禁

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉

分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

lihanyu@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	447	384	552	814	1,485	2,436
增长率		-14.2%	43.9%	47.3%	82.5%	64.0%
主营业务成本	-211	-220	-339	-456	-918	-1,600
%销售收入	47.2%	57.2%	61.5%	56.0%	61.8%	65.7%
毛利	236	164	213	358	567	836
%销售收入	52.8%	42.8%	38.5%	44.0%	38.2%	34.3%
营业税金及附加	-4	-3	-3	-7	-12	-19
%销售收入	0.9%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%	0.8%
销售费用	-6	-6	-1	-13	-27	-49
%销售收入	1.4%	1.5%	0.2%	1.6%	1.8%	2.0%
管理费用	-47	-24	-31	-50	-89	-141
%销售收入	10.4%	6.2%	5.7%	6.2%	6.0%	5.8%
研发费用	-16	-13	-18	-29	-53	-88
%销售收入	3.6%	3.3%	3.3%	3.6%	3.6%	3.6%
息税前利润 (EBIT)	163	119	159	258	386	539
%销售收入	36.4%	30.9%	28.8%	31.8%	26.0%	22.1%
财务费用	-1	1	1	22	12	5
%销售收入	0.1%	-0.4%	-0.1%	-2.7%	-0.8%	-0.2%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	3	0	0	0
投资收益	3	3	3	3	3	3
%税前利润	2.0%	2.6%	2.0%	1.2%	0.8%	0.6%
营业利润	167	126	168	284	401	548
营业利润率	37.4%	32.7%	30.3%	34.9%	27.0%	22.5%
营业外收支	0	4	0	0	0	0
税前利润	167	129	167	284	401	548
利润率	37.3%	33.7%	30.3%	34.9%	27.0%	22.5%
所得税	-28	-19	-25	-43	-60	-82
所得税率	16.5%	14.9%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	139	110	142	241	341	465
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	139	110	142	241	341	465
净利率	31.1%	28.6%	25.8%	29.6%	23.0%	19.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	139	110	142	241	341	465
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	0	15	32	59	77
非经营收益	-3	-4	-4	1	0	0
营运资金变动	37	-91	-52	-214	-297	-413
经营活动现金净流	174	16	101	60	103	130
资本开支	-3	-16	-4	-598	-350	-250
投资	-42	-105	-35	0	0	0
其他	3	3	4	3	3	3
投资活动现金净流	-41	-117	-35	-595	-347	-247
股权募资	22	0	1,401	0	0	0
债权募资	-7	0	47	-6	0	0
其他	-84	-17	-9	-77	-106	-143
筹资活动现金净流	-70	-17	1,440	-83	-106	-143
现金净流量	63	-118	1,506	-618	-349	-260

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	118	12	1,518	901	552	292
应收款项	147	208	264	352	630	1,010
存货	31	53	84	106	189	307
其他流动资产	62	171	208	208	212	219
流动资产	358	444	2,074	1,567	1,582	1,828
%总资产	72.0%	74.9%	93.4%	68.8%	61.2%	60.9%
长期投资	5	5	5	5	5	5
固定资产	123	119	117	685	976	1,149
%总资产	24.7%	20.0%	5.3%	30.1%	37.8%	38.3%
无形资产	9	23	22	22	21	21
非流动资产	140	149	147	712	1,003	1,175
%总资产	28.0%	25.1%	6.6%	31.2%	38.8%	39.1%
资产总计	498	593	2,221	2,279	2,585	3,004
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	15	18	25	39	75	124
其他流动负债	143	121	167	50	82	126
流动负债	158	139	193	90	157	250
长期贷款	0	0	47	47	47	47
其他长期负债	3	7	6	0	0	0
负债	160	146	246	137	204	297
普通股股东权益	337	447	1,975	2,142	2,381	2,707
其中：股本	161	161	215	215	215	215
未分配利润	109	208	335	504	742	1,068
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	498	593	2,221	2,279	2,585	3,004

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.864	0.683	0.663	1.123	1.588	2.169
每股净资产	2.095	2.779	9.200	9.981	11.092	12.610
每股经营现金净流	1.081	0.100	0.472	0.281	0.480	0.604
每股股利	0.000	0.000	0.150	0.337	0.476	0.651
回报率						
净资产收益率	41.24%	24.57%	7.21%	11.26%	14.32%	17.20%
总资产收益率	27.95%	18.53%	6.41%	10.58%	13.19%	15.50%
投入资本收益率	40.29%	22.56%	6.71%	10.04%	13.51%	16.63%
增长率						
主营业务收入增长率	-7.00%	-14.22%	43.94%	47.30%	82.54%	64.01%
EBIT增长率	-7.31%	-27.14%	34.12%	62.29%	49.25%	39.64%
净利润增长率	-4.72%	-20.97%	29.50%	69.36%	41.35%	36.57%
总资产增长率	11.75%	19.18%	274.38%	2.62%	13.44%	16.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.3	4.6	3.2	3.8	4.0	4.2
存货周转天数	54.1	69.9	73.3	85.0	75.0	70.0
应付账款周转天数	18.5	21.4	12.0	20.0	19.0	18.0
固定资产周转天数	78.9	106.5	75.5	171.6	116.4	82.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.64%	-38.16%	-84.46%	-49.03%	-29.46%	-16.31%
EBIT利息保障倍数	280.9	-84.0	-196.3	-11.9	-32.8	-98.5
资产负债率	32.22%	24.57%	11.08%	5.99%	7.90%	9.89%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	2.00	2.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-12-31	增持	30.85	38.07 ~ 38.07
2	2022-04-19	增持	21.17	N/A

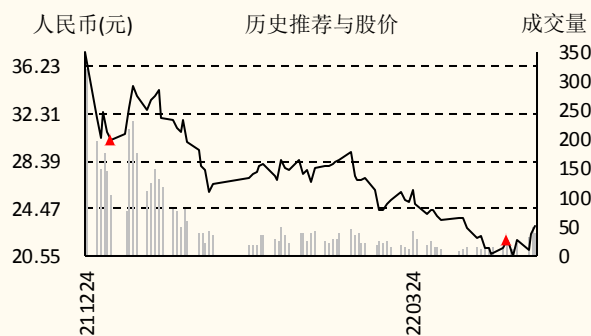
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402