

基础化工

2022年08月15日

赞宇科技 (002637)

——Q2 受疫情、印尼政策以及库存损失影响，业绩短期承压，看好 OEM 持续放量贡献长期增量

报告原因：有业绩公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2022年08月12日

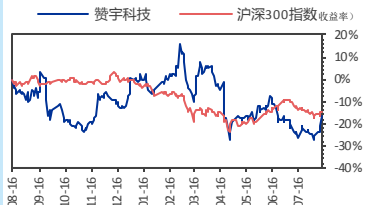
收盘价(元)	15.51
一年内最高/最低(元)	22.38/13.2
市净率	1.8
息率(分红/股价)	1.29
流通A股市值(百万元)	6136
上证指数/深证成指	3276.89/12419.39

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2022年06月30日

每股净资产(元)	8.44
资产负债率%	54.89
总股本/流通A股(百万)	470/396
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《赞宇科技(002637)点评：Q1 业绩受 DMO 政策影响有所下滑，OEM+产能提升驱动未来增长》 2022/04/29

《赞宇科技(002637)点评：业绩符合预期，成本驱动油化板块大幅上行，看好液洗 OEM 重塑公司天花板》 2022/04/20

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- **公司公告** 公司发布 2022 年中报，上半年实现收入 61.03 亿元 (YoY+22%)，实现归母净利润 3.1 亿元 (YoY-29.4%)，实现扣非归母净利润 2.86 亿元 (YoY-31.7%)，其中 22Q2 实现收入 32.0 亿元 (YoY+29.3%，QoQ+10.5%)，实现归母净利润 1.45 亿元 (YoY-43.7%，QoQ-12.3%)，实现扣非归母净利润约 1.32 亿元 (YoY-45.1%，QoQ+14.4%)，二季度受疫情、印尼 DMO 政策后续影响、以及库存损失，业绩低于预期。
- **上半年日化以及油化板块受价格驱动持续增长，盈利能力受疫情对下游需求造成影响，成本传导有所受限。以及印尼 DMO 政策取消之后，短期仍对 4 月的经营造成一定影响，5、6 月逐步恢复。** 1) 2022H1 公司日化板块实现收入 15.68 亿元 (YoY+9.8%)，其中主要增长驱动力来自上游脂肪醇价格同比增长，带动表活价格同比有所提升，依据百川数据，2022H1 脂肪醇市场均价同比增长 29%。但由于上半年上海周边疫情较为严峻，短期因疫情造成物流受阻、需求下降，无法完全传导原材料价格上涨，因此盈利能力同比明显下滑，上半年日化板块毛利率同比下滑 13.03pct 至 7.8%。2) 2022H1 公司油化板块受到印尼 DMO 政策影响，3 月 10 日起公司必须先满足 30% 的棕榈油印尼境内销售，才能获得油化产品的出口许可，因此整体影响杜库达工厂 1 个月的生产销售，虽然政策于二季度取消，但 4 月仍处于业务恢复过程中。上半年油化板块整体实现收入 41.7 亿元 (YoY+38%)，主要得益于棕榈油价格同比明显增长，公司印尼工厂具备成本优势，因此价格明显提升，带动收入上行，其中上半年杜库达工厂实现收入 22.0 亿元 (YoY+43.3%)，净利润受 DMO 政策影响，停工停产以及高买低卖棕榈油，使得杜库达上半年净利润同比下滑 9.4% 至 1.56 亿元；杭州油化上半年由于棕榈油采购有所受限以及疫情影响物流运输，因此收入同比下滑 25% 至 10.6 亿元，净利润同比下滑 31% 至 7252 万元。整体使得上半年油化板块毛利率同比下滑 7.18pct 至 12.1%。3) 另外，毛利率还受到会计准则变化影响，运输费用分别在 21Q4 以及 22Q2 调整进入成本中 (估计合计影响 3-3.5 亿元成本)，使得毛利率同比发生较大变化，2022H1 公司毛利率同比下滑 8.59pct 至 10.78%。费用端，除销售费用率之外，其余费用率整体下行，管理费用率、研发费用率、财务费用率分别同比下滑 0.42pct、0.16pct、0.21pct，此外上半年计提应收账款坏账减值损失约 1541 万元，使得净利润率同比下滑 4.17pct 至 4.99%。
- **Q2 受疫情影响，表活产品运输以及订单交付有所延迟，油化板块仍受到 DMO 政策辐射影响，处于恢复状态中。** 公司表面活性剂主要基地之嘉兴基地靠近上海，因此二季度疫情使得公司生产、货运受阻，且下游需求不振，使得公司二季度表活产销有所下滑。油化板块在 DMO 政策取消之后，处于恢复当中，且杭州油化由于部分需要印尼的棕榈油，因此也对杭州油化的盈利造成一定影响。叠加 Q2 由于会计准则变动，估计将超过 1 亿元的运输费用调整进入成本，因此整体影响 Q2 毛利率环比下滑 4.82pct 至 8.5%。费用端持续改善，管理费用率、财务费用率、研发费用率整体环比下滑 0.38pct，整体带动净利润率环比下滑 0.97pct 至 4.53%。6 月以来国内疫情逐步好转，表活需求有望持续恢复，且脂肪醇、棕榈仁油有所下滑，价差有望逐步恢复；棕榈油自 6 月以来持续下行，短期库存影响油化产品盈利能力。
- **2022 年油化产品及表活产能有望突破 90 万吨、110 万吨，液洗逐步进入快速扩张期。** 油化产品在产能建设为杭州油化 10 万吨，其中包括 5 万吨甘油酯、2 万吨 OPO 结构酯、2 万吨油酸、1 万吨合成酯，目前油酸、甘油酯、合成酯均已逐步投产，OPO 预计 22Q4 可以实现正常销售。表活主要扩产地区为广东 (20 万吨)、眉山 (20 万吨)、沧州 (20 万吨)，其中广东赞宇已收到环评批复，眉山赞宇项目环评批复正在申请中。另外，江苏 10 万吨液洗项目产能在 2021 年逐步释放，通过 OEM 加工与下游客户形成优势互补，强化公司业务与下游客户的合作，效应已开始显现。河南 50 万吨液洗项目预计于 9 月逐步试车投产，目前业务拓展正在积极推进中，对于客户前期对设备、包装等特殊要求，公司相关团队也在与客户积极对接中。OEM 液洗有望在 2024 年底建成 160 万吨产能，成为未来增长主要驱动力。
- **库存逐步消化，在建工程逐步转固。** 截至 2022 年 6 月底，公司存货较一季度末下滑 3.6%，估计主要由于杜库达工厂二季度逐步恢复，消化此前受 DMO 政策影响未发出的产品。截至 2022 年 6 月底，公司固定资产和在建工程分别达到 20.84 亿元、4.32 亿元，分别较一季度末提升 16%、下滑 28%，主要由于杭州油化三期、河南赞宇、广州赞宇逐步开始转固，后续仍将持续贡献业绩增量。
- **盈利预测与投资评级：** 由于疫情以及 DMO 政策对上半年业绩造成一定影响，且棕榈油价格呈现下滑趋势，因此下调 2022 年盈利预测，维持 2023、2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润约 8.4 (原预测 10.3 亿元)、12.1、13.9 亿元，对应 PE 分别为 9、6、5 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：** 原材料大幅波动；产能扩张不及预期；液洗 OEM 下游客户拓展不及预期

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	11,201	6,103	12,347	16,045	17,588
同比增长率 (%)	43.5	21.9	10.2	29.9	9.6
归母净利润 (百万元)	796	310	839	1,213	1,393
同比增长率 (%)	130.9	-29.4	5.3	44.6	14.8
每股收益 (元/股)	1.69	0.66	1.78	2.58	2.96
毛利率 (%)	14.8	10.8	13.1	14.3	15.2
ROE (%)	19.7	7.8	17.2	19.9	18.6
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	7,804	11,201	12,347	16,045	17,588
其中: 营业收入	7,804	11,201	12,347	16,045	17,588
减: 营业成本	6,569	9,544	10,728	13,754	14,918
减: 税金及附加	24	35	39	50	55
主营业务利润	1,211	1,623	1,580	2,241	2,615
减: 销售费用	253	71	62	96	106
减: 管理费用	181	200	228	301	322
减: 研发费用	137	140	161	209	264
减: 财务费用	96	69	62	71	118
经营性利润	543	1,143	1,067	1,564	1,805
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	25	-61	-15	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-181	-39	0	0	0
加: 投资收益及其他	94	7	34	9	0
营业利润	481	1,051	1,087	1,573	1,806
加: 营业外净收入	0	-8	0	0	0
利润总额	481	1,043	1,087	1,573	1,806
减: 所得税	122	238	240	347	398
净利润	358	805	848	1,226	1,408
少数股东损益	14	9	9	13	15
归属于母公司所有者的净利润	345	796	839	1,213	1,393
全面摊薄总股本	423	470	470	470	470
每股收益 (元)	0.82	1.71	1.78	2.58	2.96

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东 A 组	陈陶	021-33388362	chentao1@swhysec.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhysec.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhysec.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhysec.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。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 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。