

基础化工

2022年08月15日

新化股份 (603867)

——Q2 业绩符合预期，宁夏香料项目及盐湖提锂驱动未来成长

报告原因：有业绩公布需要点评

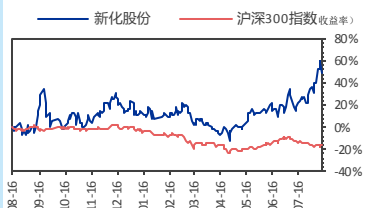
买入 (维持)

市场数据：	2022年08月12日
收盘价(元)	34.09
一年内最高/最低(元)	41.5/25.7
市净率	2.7
息率(分红/股价)	1.47
流通A股市值(百万元)	6262
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)	12.6
资产负债率%	38.13
总股本/流通A股(百万)	184/184
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《新化股份(603867)点评：22Q1 业绩超预期，宁夏香料项目及盐湖提锂驱动未来增长》2022/04/22

《新化股份(603867)深度：三乙胺及宁夏新项目奠定公司长期增长，萃取法盐湖提锂打开新成长空间》2022/02/07

证券分析师

宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818×
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，业绩符合预期。上半年公司实现收入 13.96 亿元 (YoY+5.04%)，实现归母净利润 1.92 亿元 (YoY+97.7%)，实现扣非归母净利润 1.75 亿元 (YoY+107%)，非经常性损益主要包括 863 万元政府补助，以及 963 万元个人侵害公司商业秘密赔偿款等。22Q2 实现收入 6.82 亿元 (YoY+4.1%，QoQ-4.4%)，实现归母净利润 9178 万元 (YoY+127%，QoQ-8.6%)，实现扣非归母净利润 7736 万元 (YoY+115%，QoQ-20.4%)，Q2 业绩环比下滑主要由于异丙胺需求迎来相对淡季，价格和销量略有回调。
- **上半年脂肪胺、香原料受益于价格提升，收入持续增长，带动整体盈利能力上行。**2022H1 脂肪胺收入近 7.5 亿元 (YoY+14%)，产销量分别为 5.02 万吨 (YoY-7%)、5.16 万吨 (YoY-6%)，均价受益于三乙胺下游 VC 需求带动以及异丙胺整体价格维持相对高位，上半年约 1.45 万元/吨 (YoY+21%)。有机溶剂需求相对低迷，2022H1 实现收入 2.24 亿元 (YoY-31%)，产品均价由于丙烯价格同比提升约 1.13%，约达到 8114 元/吨 (YoY+2%)。香料需求较为旺盛，且松节油等原材料价格同比下滑，使得 2022H1 合成香料收入约 2.83 亿元 (YoY+26%)，产销量分别约 8789 吨 (YoY+11%)、8065 吨 (YoY+1%)，产品均价约 3.51 万元/吨 (YoY+25%)。上半年原材料价格表现分化，丙酮价格下降 20.34%、酒精价格上升 5.5%、丙烯价格上涨 1.13%、松节油价格下降 2.29%，但由于脂肪胺、合成香料价格同比明显提升，带动整体毛利率上行 7.64pct 至 24.82%。费用端，上半年整体销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率同比下滑 0.39pct，主要由于上半年约有 891 万元汇兑收益。整体带动净利润率提升 7.28pct 至 15.17%。
- **Q2 异丙胺价格略有回调，三乙胺相对维持景气高位；香原料需求刚性，且成本持续下行，盈利向好。**22Q2 公司脂肪胺收入约 3.55 亿元 (YoY+12%，QoQ-10%)，均价约 1.43 万元/吨 (YoY+17%，QoQ-2%)，依据百川数据，Q2 异丙胺价格环比下滑 10%左右，主要由于草甘膦等二季度迎来相对淡季，需求环比下滑，使得异丙胺价格短期有所回落。三乙胺 Q2 价格环比持续景气高位，公司三乙胺价格维持 1.8 万元/吨左右，我们认为若后续下游 VC 投产顺利，上游合成氨项目带来的降本，将给予三乙胺需求、成本双重驱动，三乙胺价格有望维持景气高位。合成香料由于需求相对刚性，在经历 21Q3 能耗双控及成本压力之后，21Q4、22Q1、22Q2 盈利逐季提升，22Q2 公司合成香料收入约 1.43 亿元 (YoY+41%，QoQ+2%)，产品均价提升至 3.58 万元/吨 (YoY+32%，QoQ+4%)。Q2 毛利率受异丙胺价格回调影响，环比下滑 2.31pct 至 23.64%。费用端，Q2 环比提升 0.15pct，主要由于研发费用率环比提升 1.3pct 至 4.34%，持续投入拓展矿用化学品领域，在原有镍、钴、稀土分离等业务外，在盐湖提锂业务方面实现应用。此外，Q2 收到约 900 多万元个人侵害公司商业秘密赔偿款，整体带动净利润率微增 0.25pct 至 15.3%。
- **宁夏香料项目成为短期业绩驱动力，22Q4 有望逐步投产，中期公司合成香料产能有望达到接近 10 万吨。**公司现有产能绑定海外香精龙头奇华顿，合资公司馨瑞香料具备 1.6 万吨产能，同时，公司新增规划宁夏新化公司 74650 吨/年合成香料产品基地建设项目，有效贡献未来稳步业绩增量，目前相关安评、环评、能评、许可证等审批手续已经批复，截止 2022 年 6 月底，宁夏项目工程进度约 25%，预计四季度将逐步投产 1.5 万吨香原料。此外，由于奇华顿需求较好，现有 1.6 万吨产能难以满足需求，因此为了提高企业生产能力，适应企业发展需要，馨瑞香料将投资 2.97 亿元对现有香料进行改扩建，新增产能 1.88 万吨，达到 3.48 万吨香料产能。预计至 2024-2025 年，公司合成香料产能有望达到接近 10 万吨产能。
- **萃取法盐湖提锂，打开长期新成长空间。**公司在矿用化学品领域，积极拓展应用范围，在原有镍、钴、稀土分离等业务外，在盐湖提锂业务方面实现突破，公司的萃取法可有效缓解和避免设备的酸性腐蚀，安全性高，且该方法获得的碳酸锂纯度高、成本低，可适用于各种锂资源加工处理领域对锂的回收再利用，有效提高锂资源的利用率。公司为进一步开拓提锂等技术在相关领域的应用，推进行业布局，专门投资设立控股子公司。公司萃取法盐湖提锂目前与藏格合作，同时其他盐湖业务也有望逐步落地，2023 年有望逐步拓展西藏盐湖提锂市场。
- **盈利预测与投资评级：**由于馨瑞香料新增产能于 2023 年有望逐步投产，因此维持 2022 年盈利预测，上调 2023、2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年实现归母净利润约 4.0、5.0、6.0 亿元 (原预测 4.0、4.3、5.1 亿元)，对应 PE 约 16、13、10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**香料项目建设投放不及预期；萃取法盐湖提锂客户拓展不及预期

财务数据及盈利预测

	2021	2022H1	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2,555	1,396	2,792	3,629	4,291
同比增长率(%)	10.1	5.0	9.3	30.0	18.2
归母净利润(百万元)	197	192	397	498	604
同比增长率(%)	-4.3	97.7	101.8	25.4	21.3
每股收益(元/股)	1.39	1.36	2.15	2.70	3.28
毛利率(%)	18.4	24.8	24.7	25.2	26.5
ROE(%)	11.9	10.8	19.3	19.5	19.2
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

财务摘要

百万元, 百万股	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2,321	2,555	2,792	3,629	4,291
其中: 营业收入	2,321	2,555	2,792	3,629	4,291
减: 营业成本	1,826	2,086	2,101	2,717	3,154
减: 税金及附加	10	13	14	19	22
主营业务利润	485	456	677	893	1,115
减: 销售费用	13	18	19	25	30
减: 管理费用	142	123	126	163	202
减: 研发费用	85	81	95	116	137
减: 财务费用	14	9	2	5	5
经营性利润	232	225	435	584	741
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-6	-1	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	32	25	41	27	11
营业利润	254	249	476	611	753
加: 营业外净收入	-2	-7	9	0	0
利润总额	252	242	485	611	753
减: 所得税	29	32	65	82	102
净利润	223	210	420	529	652
少数股东损益	17	13	23	31	48
归属于母公司所有者的净利润	206	197	397	498	604
全面摊薄总股本	141	141	184	184	184
每股收益 (元)	1.47	1.40	2.15	2.70	3.28

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@swhy.com
华东 B 组	谢文霓	18930809211	xiewenni@swhy.com
华北组	李丹	010-66500631	lidan4@swhy.com
华南组	李昇	0755-82990609	Lisheng5@swhy.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。