

## 信义山证 汇通天下

证券研究报告

化学原料药

威尔药业 (603351.SH)

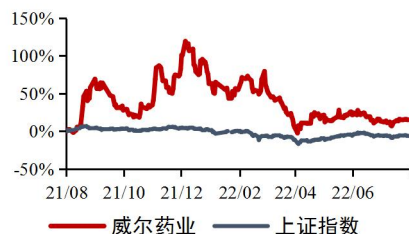
买入-B(维持)

原材料价格下降, 折旧和股权激励费用影响利润

2022 年 8 月 23 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2022 年 8 月 22 日

收盘价(元):	21.43
年内最高/最低(元):	42.62/18.23
流通 A 股/总股本(亿):	1.33/1.35
流通 A 股市值(亿):	28.41
总市值(亿):	29.03

基础数据: 2022 年 6 月 30 日

基本每股收益:	0.45
摊薄每股收益:	0.45
每股净资产(元):	10.49
净资产收益率:	4.21

分析师:

魏赞

执业登记编码: S0760522030005

邮箱: weiyun@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2022 年中报, 上半年公司实现主营收入 5.88 亿元, 同比上升 21.31%; 归母净利润 6076.24 万元, 同比上升 7.55%; 扣非净利润 6081.39 万元, 同比上升 9.26%; 其中 Q2 主营收入 2.98 亿元, 同比上升 15.61%; 单季度归母净利润 3323.27 万元, 同比上升 9.72%; 单季度扣非净利润 3313.67 万元, 同比上升 12.09%。实现 EPS0.45 元, 毛利率 30.49%, 比上年降低 0.91 个百分点。

事件点评

➢ 主要原材料价格下降, 成本端压力持续缓解。公司主要原材料为环氧乙烷和环氧丙烷, 一般情况下两者占据原材料采购额的 50%以上, 其余用量较大的原材料包括丙二醇原料、三羟甲基丙烷、J 型油酸等, 合计采购金额占比 15%左右。2021 年全年环氧丙烷和环氧乙烷的采购均价分别为 15175.0 元/吨和 6732.3 元/吨, 今年上半年两者的采购均价分别为 10044.8 元/吨(-33.8%)和 6740.4 元/吨, 环氧丙烷降幅显著, 预计下半年两者的采购价格仍有望保持稳定, 成本端压力持续缓解。其他原材料价格: 丙二醇原料价格 17614.4 元/吨(比 2021 年全年采购均价+14.0%, 一般采购额占比 3%左右), 三羟甲基丙烷吨格 15082.6 元(比 2021 年全年采购均价-25.8%, 一般采购额占比 3%左右), J 型油酸吨价 16138.0 元(比 2021 年全年采购均价+39.1%, 一般采购额占比 8%左右)。

➢ 折旧和股权激励费用影响利润。去年公司对管理层和核心员工进行了股权激励, 今年上半年股权激励费用 1862.70 万元, 去年同期为 0, 根据股权激励费用的计提方案, 下半年股权激励费用较上半年将有明显减少。今年上半年固定资产增加 2414.5 万元, 累计折旧增加 2914.8 万元, 预计下半年募投项目的二期工程试生产结束, 在建工程转固, 预计今年累计折旧增加额不低于去年的 3721.8 万元。折旧和股权激励费用将影响今年全年利润的实现。

➢ 产品销量增长明显。机械类润滑油基础油销量增长 10.5%, 非机械类销量增长 42.7%。合成润滑基础油销售量较去年同期增长 16.45%, 销售额同比增长 16.22%。销售增量主要来源如下: (1) 公司开发的特种聚醚等产品取得了国际主流润滑油厂家的认可, 其销售增长较为明显; (2) 金属加工液所需的主体润滑材料也实现了较好增长; (3) 合成齿轮油在钢铁、水泥、风电行业得到了广泛应用。注射用药辅销量增长 69.7%, 增量主要来源于丙二醇、PEG 等品种, 因此销售额同比增长 16.6%, 低于销量增长。非注射级药辅销量增长 35.7%, 销售额增长 46.7%。由于注射用药辅在新生产线生产后需要



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



至少半年的质量验证周期，因此今年药辅销量的增长会滞后于产能的增长。

➤ **研发上加大高端药辅、生物医用材料和原料药的投入。**公司在 CDE 平台获得登记号的药用辅料共 54 个品种，其中注射级辅料为 23 个。研发上公司加大对高端药用辅料、生物医用材料及原料药的研发投入。重点研发项目按计划稳步推进，多个新产品进入市场推广阶段。研究院在研项目 16 项，其中新立项项目 6 项，6 个项目顺利结题，5 个新产品已在 CDE 完成备案。

#### 投资建议

➤ 我们认为：1) 威尔药业是药用辅料、尤其是注射用药辅领域的龙头。公司在药辅和润滑油基础油领域均储备了长期发展的产能。中期药辅 2 万吨产能逐步试生产，将缓解产能紧张局面，同时多品种共线情况减少，生产线转产的损耗减少，有利于效率的提升。2) 今年原材料成本大幅降低，公司利润水平有望恢复常态。3) 包括乙交酯丙交酯共聚物、PEG4000、聚多卡醇等在内的在研新品持续推进，吐温 80 获得 DMF 登记号，为海外销售提供基础。疫苗佐剂商业化正在推进，小规模订单已经实现，公司产品销售进度、产能建设进度、在研项目均稳步推进。4) 考虑到今年折旧和费用压力较大，我们预计 2022 年~2024 年公司实现销售收入 12.8 亿、15.3 亿、18.0 亿元，实现净利润 1.3 亿、1.7 亿、2.2 亿，以 8 月 22 日收盘价 21.43 元计，对应 PE 分别为 22.1、16.9、13.0 倍，我们持续看好公司未来的发展，给予“买入-B”评级。

#### 风险提示

➤ 包括但不限于：疫情变化导致停工停产或物流停滞的风险；行业政策变化导致客户需求波动的风险；环保风险；原材料价格变化的风险；关联审批制剂开发上市进度慢于预期的风险；安全生产风险；新生产线投产进度不及预期的风险等。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	736	1,042	1,281	1,531	1,804
YoY(%)	-16.4	41.6	22.9	19.5	17.8
净利润(百万元)	100	101	131	172	224
YoY(%)	-21.6	0.9	29.4	31.2	30.1
毛利率(%)	34.2	28.2	31.5	32.4	33.3
EPS(摊薄/元)	0.74	0.75	0.97	1.27	1.65
ROE(%)	7.7	7.2	8.7	10.2	11.7
P/E(倍)	28.9	28.6	22.1	16.9	13.0
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
净利率(%)	13.6	9.7	10.2	11.2	12.4

数据来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	501	465	619	610	822
现金	76	66	114	150	171
应收票据及应收账款	80	122	192	140	276
预付账款	16	11	30	13	41
存货	115	142	159	197	217
其他流动资产	214	123	123	111	117
<b>非流动资产</b>	1136	1377	1700	1842	1984
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	260	551	1017	1233	1410
无形资产	78	77	82	88	95
其他非流动资产	798	748	601	521	479
<b>资产总计</b>	1636	1841	2319	2452	2806
<b>流动负债</b>	308	423	784	740	869
短期借款	90	171	559	442	576
应付票据及应付账款	168	144	189	233	248
其他流动负债	49	107	35	66	45
<b>非流动负债</b>	29	33	19	22	24
长期借款	11	0	1	1	1
其他非流动负债	18	33	18	22	23
<b>负债合计</b>	337	456	803	763	893
少数股东权益	0	3	3	3	3
股本	131	135	135	135	135
资本公积	842	908	908	908	908
留存收益	327	389	520	692	916
归属母公司股东权益	1300	1383	1514	1686	1910
<b>负债和股东权益</b>	1636	1841	2319	2452	2806

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	93	-12	130	417	170
净利润	100	100	131	172	224
折旧摊销	35	41	93	103	119
财务费用	5	7	22	29	29
投资损失	-8	-1	-3	-4	-4
营运资金变动	-39	-177	-118	119	-196
其他经营现金流	-1	18	5	-0	-2
<b>投资活动现金流</b>	-165	-68	-422	-238	-255
<b>筹资活动现金流</b>	-33	71	-87	-21	-24
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.74	0.75	0.97	1.27	1.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.69	-0.09	0.96	3.08	1.25
每股净资产(最新摊薄)	9.59	10.21	11.17	12.45	14.10

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	736	1042	1281	1531	1804
营业成本	484	748	877	1035	1203
营业税金及附加	6	7	9	11	13
营业费用	10	14	22	23	28
管理费用	89	106	147	171	198
研发费用	37	41	53	63	74
财务费用	5	7	22	29	29
资产减值损失	-1	-2	0	0	0
公允价值变动收益	4	2	2	2	2
投资净收益	8	1	3	4	4
<b>营业利润</b>	119	120	156	204	265
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	1	1	0	0	0
<b>利润总额</b>	118	119	156	204	265
所得税	18	19	24	32	41
<b>税后利润</b>	100	100	131	172	224
少数股东损益	0	-1	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	100	101	131	172	224
EBITDA	158	168	268	333	410

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-16.4	41.6	22.9	19.5	17.8
营业利润(%)	-24.3	0.7	29.9	31.2	30.0
归属于母公司净利润(%)	-21.6	0.9	29.4	31.2	30.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	34.2	28.2	31.5	32.4	33.3
净利率(%)	13.6	9.7	10.2	11.2	12.4
ROE(%)	7.7	7.2	8.7	10.2	11.7
ROIC(%)	7.3	6.7	7.1	9.1	9.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	20.6	24.8	34.6	31.1	31.8
流动比率	1.6	1.1	0.8	0.8	0.9
速动比率	1.1	0.5	0.4	0.4	0.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	6.0	10.3	8.1	9.2	8.7
应付账款周转率	4.1	4.8	5.3	4.9	5.0
<b>估值比率</b>					
P/E	28.9	28.6	22.1	16.9	13.0
P/B	2.2	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	17.5	18.0	12.4	9.6	8.0

数据来源：最闻、山西证券研究所

**分析师承诺：**

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

**投资评级说明：**

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

**评级体系：****——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

**——行业评级**

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

**——风险评级**

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

**免责声明：**

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

**山西证券研究所：****上海**

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴  
世纪金融广场 3 号楼 802 室

**太原**

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

**深圳**

广东省深圳市福田区林创路新一代产业  
园 5 栋 17 层

**北京**

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

