

买入

赞宇科技 (002637.SZ)

马来西亚扩建 55 万吨油脂化学品，向生物柴油产业延伸

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林
证券分析师： 薛聪

010-88005379
010-88005107

yanglin6@guosen.com.cn
xuecong@guosen.com.cn

执证编码：S0980520120002
执证编码：S0980520120001

事项：

1月17日晚公司公告，董事会审议通过《关于设立境外子公司并投资建设油脂化学品项目的议案》，同意在马来西亚设立境外子公司并投资建设年产55万吨的油脂化学品项目，包括20万吨生物柴油、20万吨脂肪酸甲酯、10万吨脂肪醇、5万吨甘油。

国信化工观点：

1) 公司在马来西亚扩建油脂化工主业，向生物柴油产业延伸：公司规划投资10亿元，马来西亚拿笃P01C工业园新建年产55万吨的油脂化学品项目，项目建设分两期进行，一期项目包括20万吨生物柴油、20万吨脂肪酸甲酯、5万吨甘油，建设期24个月，预计2024年底前投产；二期项目包括10万吨脂肪醇、二代生物柴油装置1套，计划在一期工程开工后，择时启动建设。

2) 公司充分受益于马来西亚棕榈油产地优势、地理区位优势、税收优势等，具备显著的成本优势：马来西亚是全球第二大棕榈油生产国，2022年棕榈油产量1845万吨，约占全球产量23.5%，其中在拿笃P01C工业园周边的棕榈油产量约500万吨，棕榈仁油产量约100万吨；拿笃P01C工业园拥有天然的深水港口，最大可容纳10万吨载重的船舶；马来西亚2022年棕榈油出口1572万吨，目前针对棕榈油出口收取8%关税，公司可受益于税收减免扩大成本优势。

3) 公司聚焦表面活性剂、油脂化工品双主业，日化领域向下游日化领域OEM/ODM延伸：公司现有磺化表面活性剂产能突破110万吨/年、油脂化学品产能突破100万吨/年。公司在河南鹤壁、四川眉山、河北沧州各布局50万吨OEM基地，公司OEM/ODM板块2021/2022/2023年底产能分别为10/60/160万吨，OEM液洗预计利润200-300元/吨，绑定下游联合利华、保洁、蓝月亮、白猫等核心客户，日化消费属性稳健增长。未来洗护用品OEM、ODM业务将成为公司新的业绩增长点，有利于增强公司的综合竞争力。

4) 公司推出第二期员工持股计划，助力公司长期发展：2022年12月公司以已回购股票推出第二期员工持股计划，总人数不超过210人，受让股票价格为8.85元/股。公司业绩考核目标以2022年扣非净利润为基准，2023-2025年扣非归母净利润同比增长不低于100%、10%、10%，总费用预计为4730万元，2023-2026年分别摊销2818、1340、532、39万元。公司员工持股计划有助于充分调动核心团队的积极性和创造性，提高员工凝聚力和公司竞争力，助力公司长期发展。

我们维持公司2022-2024年业绩。预计公司2022-2024年业绩为1.60/5.46/6.75亿元，预计2022-2024年EPS分别为0.34/1.16/1.44元，对应PE为36.5/10.7/8.7x，公司是国内表面活性剂与油脂化工龙头企业，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司在马来西亚扩建油脂化工主业，向生物柴油产业延伸

公司规划投资 10 亿元，马来西亚拿笃 P01C 工业园新建年产 55 万吨的油脂化学品项目，项目建设分两期进行，一期项目包括 20 万吨生物柴油、20 万吨脂肪酸甲酯、5 万吨甘油，建设期 24 个月，预计 2024 年底前投产；二期项目包括 10 万吨脂肪醇、二代生物柴油装置 1 套，计划在一期工程开工后，择时启动建设。

◆ 公司充分受益于马来西亚棕榈油产地优势、地理区位优势、税收优势等，具备显著的成本优势

马来西亚是全球第二大棕榈油生产国，2022 年棕榈油产量 1845 万吨，约占全球产量 23.5%，其中在拿笃 P01C 工业园周边的棕榈油产量约 500 万吨，棕榈仁油产量约 100 万吨；拿笃 P01C 工业园拥有天然的深水港口，最大可容纳 10 万吨载重的船舶；马来西亚 2022 年棕榈油出口 1572 万吨，目前针对棕榈油出口收取 8% 关税，公司可受益于税收减免扩大成本优势。

◆ 公司聚焦表面活性剂、油脂化工品双主业，日化领域向下游日化领域 OEM/ODM 延伸

公司现有磺化表面活性剂产能突破 110 万吨/年、油脂化学品产能突破 100 万吨/年。公司在河南鹤壁、四川眉山、河北沧州各布局 50 万吨 OEM 基地，公司 OEM/ODM 板块 2021/2022/2023 年底产能分别为 10/60/160 万吨，OEM 液洗预计利润 200-300 元/吨，绑定下游联合利华、保洁、蓝月亮、白猫等核心客户，日化消费属性稳健增长。未来洗护用品 OEM、ODM 业务将成为公司新的业绩增长点，有利于增强公司的综合竞争力。

◆ 公司推出第二期员工持股计划，助力公司长期发展

2022 年 12 月公司以已回购股票推出第二期员工持股计划，总人数不超过 210 人，受让股票价格为 8.85 元/股。公司业绩考核目标以 2022 年扣非净利润为基准，2023-2025 年扣非归母净利润同比增长不低于 100%、10%、10%，总费用预计为 4730 万元，2023-2026 年分别摊销 2818、1340、532、39 万元。公司员工持股计划有助于充分调动核心团队的积极性和创造性，提高员工凝聚力和公司竞争力，助力公司长期发展。

◆ 公司是国内油脂化工龙头，国内下游布局高毛利产品

公司产能仅次于益海嘉里，市占率约 35%，未来向下游高端食品级油酸、酯类拓展。杭州油化 10 万吨/年在建项目产品包括 2 万吨/年 OP0 结构酯、5 万吨/年食品级单甘脂等高端结构酯类产品，预计 2023 年贡献业绩增量。

◆ 投资建议：维持公司 2022-2024 年盈利预测，维持“买入”评级

我们维持公司 2022-2024 年业绩。预计公司 2022-2024 年业绩为 1.60/5.46/6.75 亿元，预计 2022-2024 年 EPS 分别为 0.34/1.16/1.44 元，对应 PE 为 36.5/10.7/8.7x，公司是国内表面活性剂与油脂化工龙头企业，维持“买入”评级。

◆ 风险提示

棕榈油价格大幅下跌、下游需求不及预期、印尼出口政策风险、新项目投产进度不及预期。

相关研究报告：

《赞宇科技（002637.SZ）-剥离环保业务进一步聚焦主业，员工持股落地助力公司长期发展》——2022-12-21

《赞宇科技（002637.SZ）——2022 年一季报点评-盈利低点已过，杜库达盈利大幅提升，液洗 OEM 带动成长》——2022-04-28

《赞宇科技（002637.SZ）-印尼提高棕榈油出口税费，杜库达盈利有望大幅增长》——2022-03-20

《赞宇科技-002637-2021 年度业绩预告点评：全年业绩稳定增长，看好公司长期成长性》——2022-01-26

《赞宇科技-002637-重大事件快评：拟回购股份进行员工激励，看好公司长期发展》——2021-11-23

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	824	633	500	500	500	营业收入	7804	11201	10532	13573	15533
应收款项	756	908	1443	1859	2128	营业成本	6569	9544	9147	11483	13073
存货净额	940	1302	1474	1852	2108	营业税金及附加	24	35	42	54	62
其他流动资产	725	862	810	1044	1195	销售费用	253	71	348	448	513
流动资产合计	3245	3815	4327	5355	6031	管理费用	181	200	484	510	575
固定资产	2717	2297	2600	2903	3168	财务费用	96	69	100	120	130
无形资产及其他	697	1562	1499	1437	1374	投资收益	44	(38)	11	0	0
投资性房地产	491	630	630	630	630	资产减值及公允价值变动	186	48	(40)	(10)	(10)
长期股权投资	68	116	126	136	146	其他收入	(429)	(243)	0	0	0
资产总计	7218	8420	9182	10461	11349	营业利润	481	1051	382	947	1170
短期借款及交易性金融负债	1128	1075	2004	2451	2535	营业外净收支	0	(8)	0	0	0
应付款项	1460	983	936	1175	1338	利润总额	481	1043	382	947	1170
其他流动负债	565	660	665	831	947	所得税费用	122	238	90	237	293
流动负债合计	3153	2718	3605	4457	4819	少数股东损益	14	9	132	164	203
长期借款及应付债券	570	1157	857	857	857	归属于母公司净利润	345	796	160	546	675
其他长期负债	88	175	175	175	175						
长期负债合计	657	1332	1032	1032	1032	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	3810	4050	4637	5489	5851	净利润	345	796	160	546	675
少数股东权益	489	336	415	513	635	资产减值准备	63	(57)	35	15	14
股东权益	2919	4034	4130	4458	4863	折旧摊销	173	189	284	334	373
负债和股东权益总计	7218	8420	9182	10461	11349	公允价值变动损失	(186)	(48)	40	10	10
						财务费用	96	69	100	120	130
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	325	(1141)	(661)	(608)	(383)
每股收益	0.82	1.69	0.34	1.16	1.44	其它	(56)	63	44	84	107
每股红利	0.38	0.37	0.14	0.47	0.57	经营活动现金流	664	(198)	(97)	381	796
每股净资产	6.91	8.58	8.79	9.49	10.35	资本开支	0	267	(600)	(600)	(600)
ROIC	12%	19%	6%	11%	12%	其它投资现金流	124	(110)	10	0	0
ROE	12%	20%	4%	12%	14%	投资活动现金流	60	109	(600)	(610)	(610)
毛利率	16%	15%	13%	15%	16%	权益性融资	(11)	410	0	0	0
EBIT Margin	10%	12%	5%	8%	8%	负债净变化	322	587	(300)	0	0
EBITDA Margin	12%	14%	8%	10%	11%	支付股利、利息	(161)	(172)	(64)	(219)	(270)
收入增长	19%	44%	-6%	29%	14%	其它融资现金流	(599)	(1342)	928	447	84
净利润增长率	-3%	131%	-80%	241%	24%	融资活动现金流	(290)	(102)	564	229	(186)
资产负债率	60%	52%	55%	57%	57%	现金净变动	435	(191)	(133)	0	0
息率	2.8%	2.9%	1.1%	3.7%	4.6%	货币资金的期初余额	389	824	633	500	500
P/E	15.3	7.4	36.5	10.7	8.7	货币资金的期末余额	824	633	500	500	500
P/B	1.8	1.5	1.4	1.3	1.2	企业自由现金流	0	358	(585)	(66)	372
EV/EBITDA	9.6	6.4	13.2	8.0	7.0	权益自由现金流	0	(397)	(34)	292	359

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032