

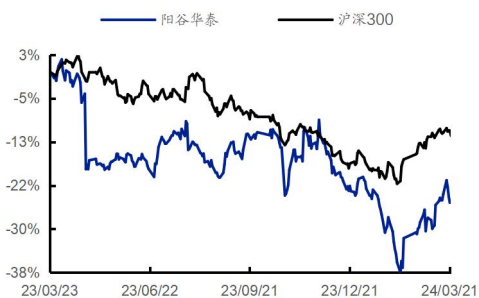
研究所：

证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师：贾冰 S0350524030003
 jiab@ghzq.com.cn

2023 年业绩承压，期待新项目投产带来增量

——阳谷华泰（300121）2023 年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/22

表现	1M	3M	12M
阳谷华泰	7.0%	-2.4%	-25.0%
沪深 300	1.7%	6.2%	-11.4%

市场数据

2024/03/22

当前价格（元）	8.41
52 周价格区间（元）	6.60-11.74
总市值（百万）	3,439.60
流通市值（百万）	3,317.34
总股本（万股）	40,898.95
流通股本（万股）	39,445.22
日均成交额（百万）	39.36
近一月换手（%）	1.32

相关报告

《阳谷华泰（300121）三季报点评报告：原材料价格上涨，三季度业绩承压（买入）*橡胶*李永磊，董伯骏》——2023-10-23

《阳谷华泰(300121.SZ)2022 年报及 2023 年一季报点评：2023Q1 业绩承压，看好主营产品盈利修复（买入）*橡胶*董伯骏，李永磊》——2023-04-28

《阳谷华泰（300121）三季报点评：主导产品产销两旺，业绩同比高增长（买入）*橡胶*李永磊，董伯骏》——2022-10-28

《阳谷华泰（300121）业绩预告点评：三季度业

事件：

2024 年 3 月 19 日，阳谷华泰发布 2023 年年度报告：2023 年实现营业收入 34.55 亿元，同比减少 1.78%；实现归母净利润 3.04 亿元，同比-40.96%；实现扣非归母净利润 2.96 亿元，同比-41.39%；销售毛利率 22.31%，同比下降 5.36pct；销售净利率 8.81%，同比下降 5.84ct；经营活动现金流净额为 3.22 亿元。2023Q4 单季度，公司实现营业收入 8.28 亿元，同比+0.91%，环比-14.06%；实现归母净利润为 0.45 亿元，同比-41.42%，环比-9.90%；经营活动现金流净额为 0.62 亿元，同比增加 0.74 亿元，环比+19.39%；销售毛利率为 19.09%，同比下降 8.22pct，环比增加 0.69pct；销售净利率为 5.44%，同比下降 3.93pct，环比增长 0.25pct。

投资要点：

■2023 年高性能橡胶助剂售价下行，毛利率同比下降

2023 年实现营业收入 34.55 亿元，同比减少 1.78%；实现归母净利润 3.04 亿元，同比-40.96%；实现扣非归母净利润 2.96 亿元，同比-41.39%。公司营业收入、净利润较上年同期下降主要原因是：公司 2023 年高性能橡胶产品价格下滑，以及对收到的暂未到期的商业承兑汇票计提坏账准备增加。截至 2023 年 12 月 31 日，公司商业承兑汇票组合账面价值为 1.05 亿元，对应计提坏账准备 2771 万元，计提比例 26%。2023 年公司的高性能橡胶助剂营收为 20.77 亿元，同比-9.06%，毛利率为 22.99%，同比下降 8.29 个百分点。

■2023Q4 单季度营收同比小幅增长，归母净利润同比下降

2023Q4 单季度，公司实现营业收入 8.28 亿元，同比+0.91%，环比-14.06%；实现归母净利润为 0.45 亿元，同比-41.42%，环比-9.90%。Q4 净利润 4499 万元，环比减少 494 万元；毛利润为 1.58 亿元，环比下降了 1920 万元。原材料方面，防焦剂主要原料是环己烷、离子膜碱，促进剂主要原料是叔丁胺、苯胺等，不溶性硫磺主要原料是液体硫磺等。Q4 环己烷价格有一定程度的下降，液体硫磺和苯胺的价格有所上涨。据 wind，Q4 环己烷均价为 6970 元/吨，环比-5.52%，液体硫磺均价为 969 元/吨，环比+5.29%，苯胺均价 12034 元/吨，环比+3.69%。Q4 财务费用为 847 万元，环比下降 223 万元。信用减值损失 363 万元，环比减少

绩同比高增长，在建项目顺利推进（买入）*橡胶
*李永磊，董伯骏——2022-10-18

1391 万元。

■新建产能顺利推进，公司技术壁垒较高

公司作为以防焦剂、促进剂、不溶性硫磺等为核心产品的综合性橡胶助剂供应商，在全球范围内具有较强的竞争力。公司的防焦剂 CTP 产销量约占全球 60% 以上的市场份额，保持领先优势；公司目前是继美国富莱克斯、日本四国化成工业株式会社之后第三家掌握连续法不溶性硫磺产业化技术的公司，产品竞争力已得到市场充分认可；公司促进剂 M 采用的“溶剂萃取法”大幅度减少了“三废”排放。

截至 2023 年末，公司在建项目包括年产 9 万吨的橡胶助剂项目，6000 吨/年促进剂 DZ 生产装置、1 万吨/年橡胶防焦剂 CTP 生产装置、年产 6.5 万吨高性能橡胶助剂及副产资源化项目、年产 4 万吨三氯氢硅联产 6500 吨四氯氢硅项目，新项目投产将贡献新的增量。

■盈利预测和投资评级 考虑公司主营产品价格下滑，我们下调 2024-2026 年业绩预期，预计 2024-2026 年归母净利润为 4.04、5.25、6.66 亿元，对应 PE 分别为 9、7、5 倍。考虑公司在橡胶助剂的研发优势，维持公司“买入”评级。

■风险提示 项目投产不达预期风险，产品价格下滑风险，产品需求下滑风险，工厂安全环保生产风险，行业产能大幅扩张的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3455	4572	5702	7009
增长率(%)	-2	32	25	23
归母净利润（百万元）	304	404	525	666
增长率(%)	-41	33	30	27
摊薄每股收益（元）	0.75	0.99	1.28	1.63
ROE(%)	9	11	13	14
P/E	11.84	8.51	6.55	5.17
P/B	1.13	0.95	0.83	0.72
P/S	1.05	0.75	0.60	0.49
EV/EBITDA	6.92	5.57	4.47	3.63

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

图 1：公司年度及半年经营情况

	2022	2023	2023H1	2023H2
高性能橡胶助剂营业收入 (亿元)	22.84	20.77	10.38	10.39
高性能橡胶助剂毛利润 (亿元)	7.15	4.78	2.99	1.79
高性能橡胶助剂毛利率	31.28%	22.99%	28.78%	17.21%
高性能橡胶助剂产量 (万吨)	10.80	12.36		
高性能橡胶助剂销量 (万吨)	9.65	11.74		
高性能橡胶助剂均价 (万元/吨)	2.37	1.77		
多功能橡胶助剂营业收入 (亿元)	12.18	13.68	6.25	7.43
多功能橡胶助剂毛利润 (亿元)	2.53	2.90	1.36	1.53
多功能橡胶助剂毛利率	20.74%	21.18%	21.84%	20.64%
多功能橡胶助剂产量 (万吨)	10.30	10.24		
多功能橡胶助剂销量 (万吨)	10.08	10.43		
多功能橡胶助剂均价 (万元/吨)	1.21	1.31		
总营业收入 (亿元)	35.17	34.55	16.64	17.91
总营业成本 (亿元)	25.44	26.84	12.28	14.55
毛利润 (亿元)	9.73	7.71	4.36	3.35
毛利率 (%)	27.67%	22.31%	26.18%	18.71%
净利润 (亿元)	5.15	3.04	2.09	0.95
净利率 (%)	14.65%	8.81%	12.58%	5.31%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

图 2：苯胺价格曲线



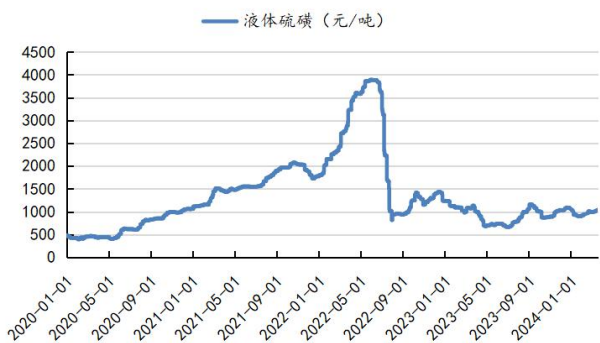
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：环己烷价格曲线



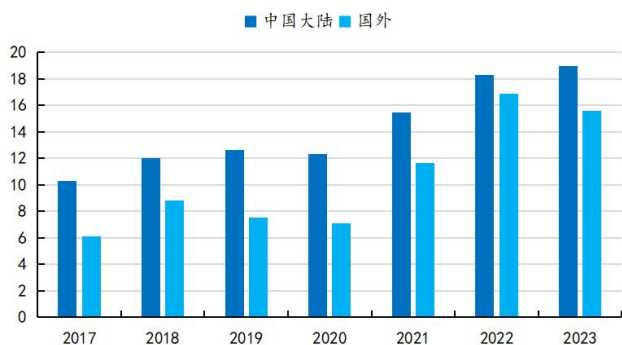
资料来源：wind，国海证券研究所

图 4: 液硫价格曲线



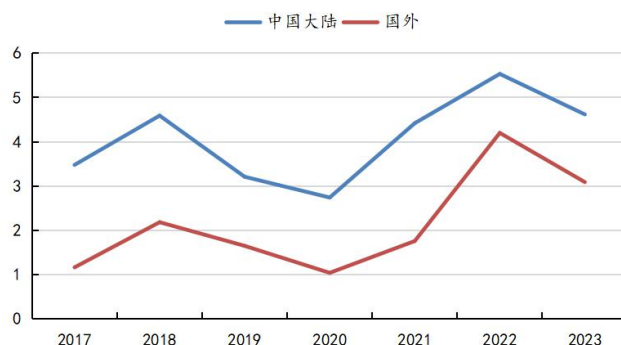
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 5: 国内外营业收入 (亿元)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

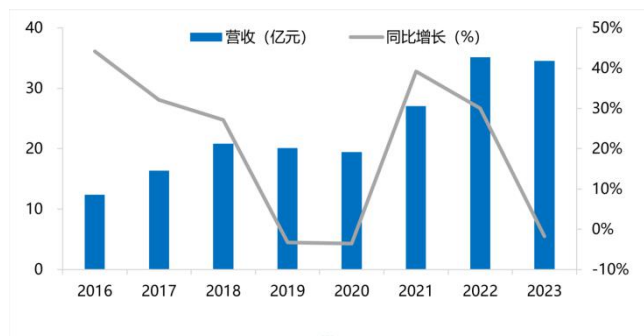
图 6: 国内外市场毛利润 (亿元)



资料来源: iFinD, 国海证券研究所

2、公司财务数据

图 7： 2023 年营收同比下降 1.78%



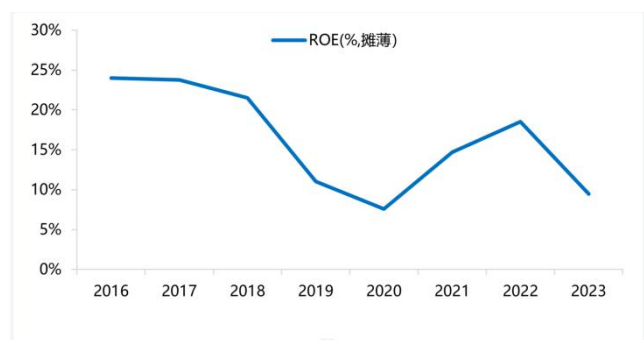
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8： 2023 年归母净利润同比下降 40.95%



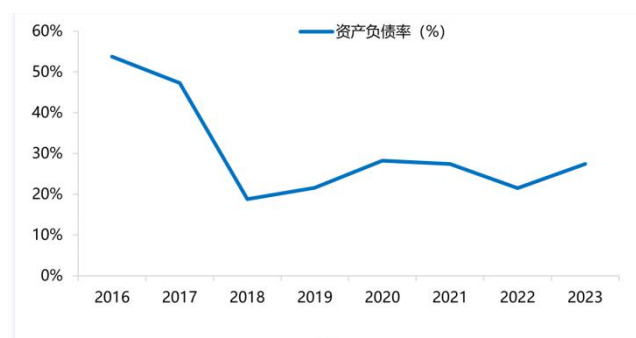
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9： 公司净资产收益率情况



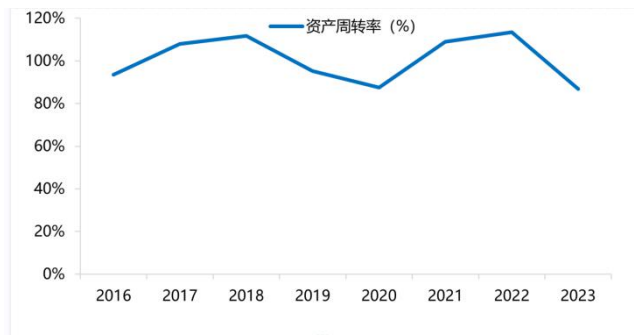
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10： 2023 年资产负债率上升



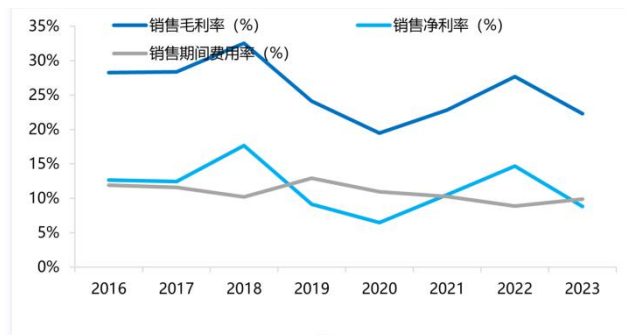
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 2023 年资产周转率降低至 86.81%



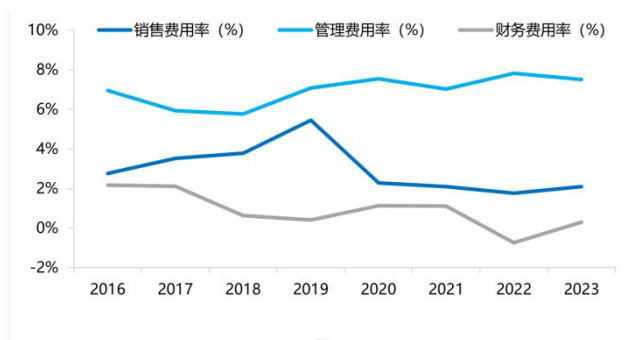
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年毛利率和净利率下降



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 财务费用率同比上升



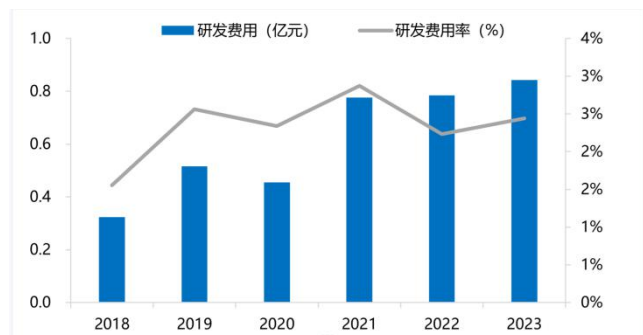
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 公司经营活动现金流情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年研发费用增加



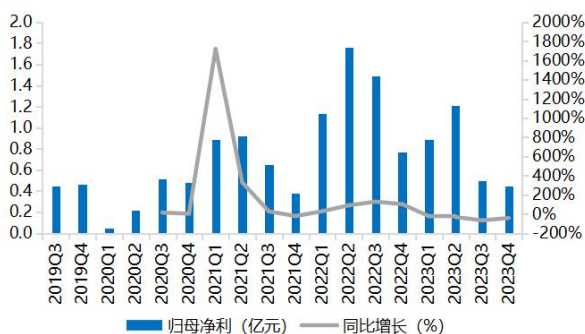
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 2023Q4 营收同比+0.91%



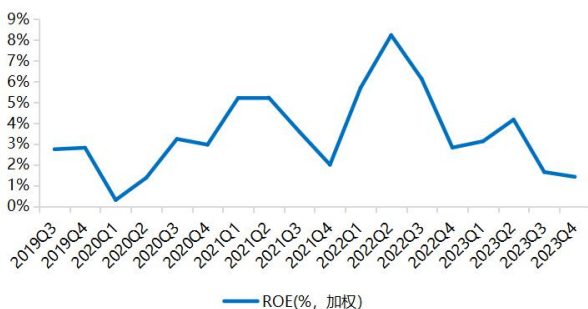
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 2023Q4 归母净利润同比-41.42%



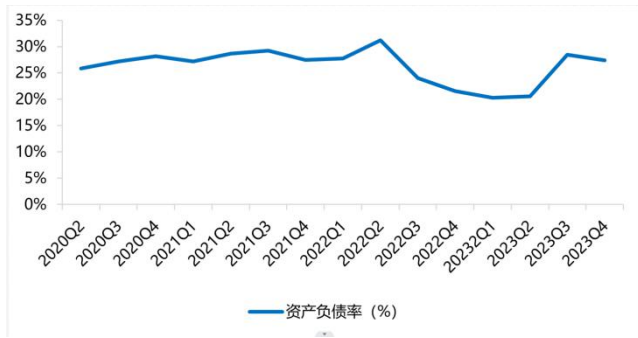
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度净资产收益率情况



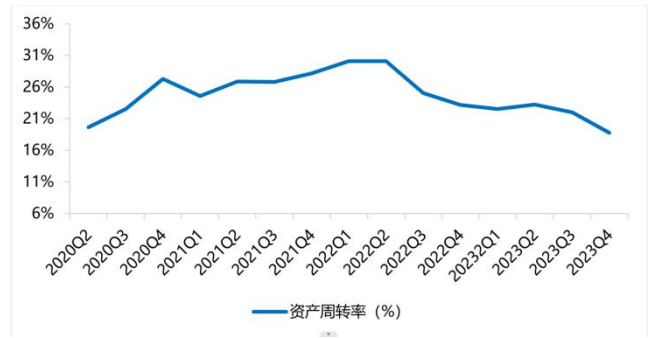
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度资产负债率情况



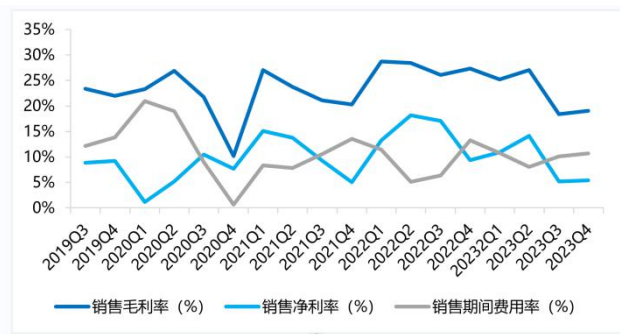
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度资产周转率情况



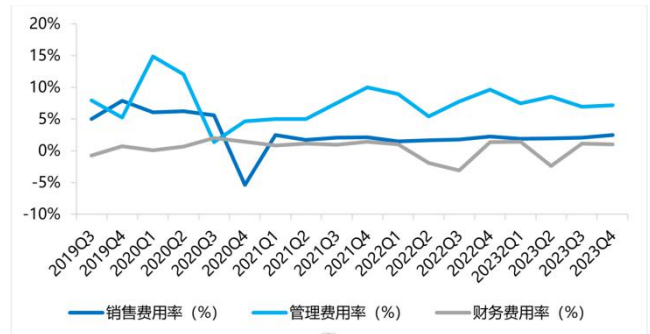
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 季度毛利率及净利率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度费用率情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 公司季度经营活动现金流情况



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 2023Q4 研发费用环比提升



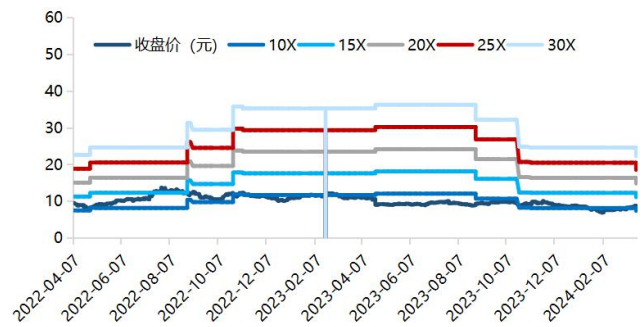
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM)



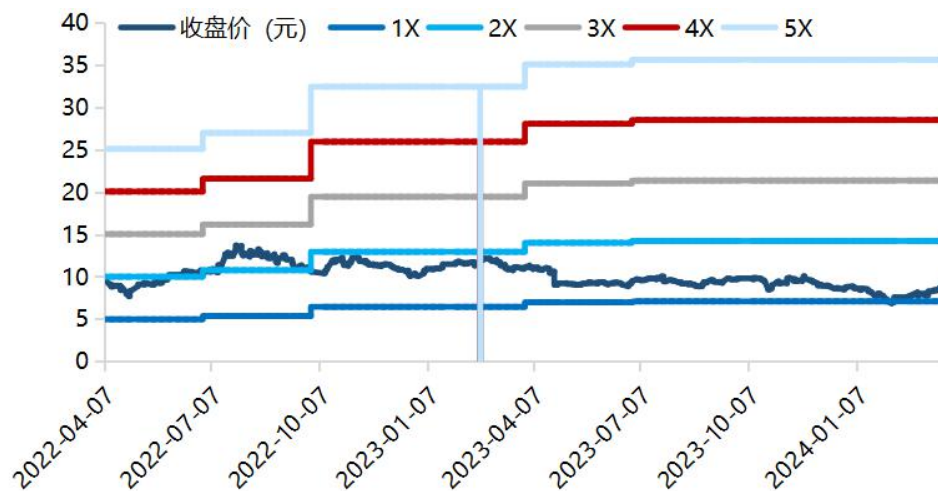
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

考虑公司主营产品价格下滑,我们下调 2024-2026 年业绩预期,预计 2024-2026 年归母净利润为 4.04、5.25、6.66 亿元,对应 PE 分别为 9、7、5 倍。考虑公司在橡胶助剂的研发优势,维持公司“买入”评级。

5、风险提示

- 1) 项目投产不达预期风险;
- 2) 产品价格下滑风险;
- 3) 产品需求下滑风险;
- 4) 工厂安全环保生产风险;
- 5) 行业产能大幅扩张的风险。

附表：阳谷华泰盈利预测表

证券代码:	300121		股价:	8.41	投资评级:	买入	日期:	2024/03/22	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标				
ROE	9%	11%	13%	14%	EPS	0.75	0.99	1.28	1.63
毛利率	22%	21%	22%	22%	BVPS	7.84	8.83	10.12	11.74
期间费率	7%	7%	8%	8%	估值				
销售净利率	9%	9%	9%	9%	P/E	11.84	8.51	6.55	5.17
成长能力					P/B	1.13	0.95	0.83	0.72
收入增长率	-2%	32%	25%	23%	P/S	1.05	0.75	0.60	0.49
利润增长率	-41%	33%	30%	27%					
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.78	0.79	0.88	0.95	营业收入	3455	4572	5702	7009
应收账款周转率	3.63	3.62	3.62	3.62	营业成本	2684	3600	4459	5463
存货周转率	8.58	8.26	8.30	8.37	营业税金及附加	22	30	38	46
偿债能力					销售费用	72	82	108	133
资产负债率	27%	37%	36%	35%	管理费用	175	206	262	326
流动比	4.19	4.07	3.66	3.46	财务费用	10	24	67	70
速动比	3.51	3.42	3.03	2.84	其他费用/(-收入)	84	123	145	180
					营业利润	384	500	651	826
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-3	0	0	0
现金及现金等价物	878	1475	1456	1584	利润总额	381	500	650	825
应收款项	1028	1325	1661	2046	所得税费用	77	96	125	160
存货净额	402	553	687	837	净利润	304	404	525	666
其他流动资产	468	529	641	753	少数股东损益	0	0	0	0
流动资产合计	2777	3882	4445	5220	归属于母公司净利润	304	404	525	666
固定资产	888	1087	1057	1075					
在建工程	493	503	630	767	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	232	259	281	305	经营活动现金流	322	315	301	422
长期股权投资	28	33	36	40	净利润	304	404	525	666
资产总计	4417	5764	6449	7407	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	124	200	300	400	折旧摊销	153	132	141	154
应付款项	440	622	764	932	公允价值变动	1	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-190	-292	-422	-454
其他流动负债	99	133	152	176	投资活动现金流	-673	-395	-253	-323
流动负债合计	663	955	1215	1507	资本支出	-316	-396	-259	-331
长期借款及应付债券	498	1148	1048	1048	长期投资	-370	-5	-3	-3
其他长期负债	49	49	49	49	其他	14	7	9	11
长期负债合计	546	1196	1096	1096	筹资活动现金流	510	677	-67	30
负债合计	1209	2152	2312	2604	债务融资	24	726	0	100
股本	409	409	409	409	权益融资	25	0	0	0
股东权益	3208	3612	4137	4803	其它	461	-49	-67	-70
负债和股东权益总计	4417	5764	6449	7407	现金净增加额	164	597	-19	128

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，天津大学化学工程硕士，化工行业研究助理，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。