

“表活+油脂”行业双龙头的扬帆起航

——赞宇科技（002637.SZ）

公司深度覆盖报告

证券分析师：杨林 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002
证券分析师：薛聪 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001
证券分析师：龚诚 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001
证券分析师：刘子栋 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

日期：2021.3.5

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司是一家技术沉淀深厚的表面活性剂与油脂化工双龙头企业。公司是国内产业规模最大、综合竞争力最强表面活性剂供应商，目前产能90万吨/年，国内市场占有率达到35%以上，2021年底产能有望达到130万吨/年；同时公司向下游日化用品OEM/ODM延伸，2021年底OEM/ODM产能由10万吨/年提升至60万吨/年。公司油脂化工现有产能约80万吨/年，国内产能占有率约40%，2021/2022年底产能将达到90/120万吨/年，子公司印尼杜库达具备极强成本优势，同时公司不断开发油化下游细分领域高毛利产品，盈利能力有望进一步提升。我们认为表面活性剂与油脂化工行业经过了持续多年的产业整合，目前供需状况已经发生了实质性变化，公司作为行业龙头话语权逐步增强。此外在全球经济复苏及通货膨胀预期下，我们预计公司有望受益于原料棕榈油价格持续上涨带来的额外库存收益。我们预测公司2021-2022年归母净利润分别为6.3亿元、7.7亿元，对应EPS至分别为1.35元、1.64元，对应PE分别为10X、9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 一、公司表面活性剂与油脂化工新增产能陆续释放，进一步降低成本，扩大市场占有率。
- 二、公司表面活性剂向下游日化用品OEM/ODM延伸，油脂化工不断开发下游细分领域高毛利产品，盈利能力有望进一步提升。
- 三、此外在全球经济复苏及通货膨胀预期下，我们预计公司有望受益于原料棕榈油价格持续上涨带来的额外库存收益。

与市场差异之处

- 一、我们认为表面活性剂与油脂化工行业经过了持续多年的产业整合，目前供需状况已经发生了实质性变化，公司作为行业龙头话语权逐步增强。
- 二、我们认为棕榈油价格未来上涨空间有望超预期。

股价变化的催化因素

- 一、棕榈油价格持续上涨带来额外库存收益，并带动公司表面活性剂及油脂化工产品价格上涨；
- 二、因疫情导致表面活性剂下游洗护及消杀用品需求快速增长。

核心假设或逻辑的主要风险

- 一、原料棕榈油受供需情况、关税政策变化价格或大幅波动；
- 二、表面活性剂和油脂化工产品价格大幅下降；
- 三、公司在建工程进度不及预期，导致产能释放不达预期；
- 四、疫情变化影响产业链下游需求。

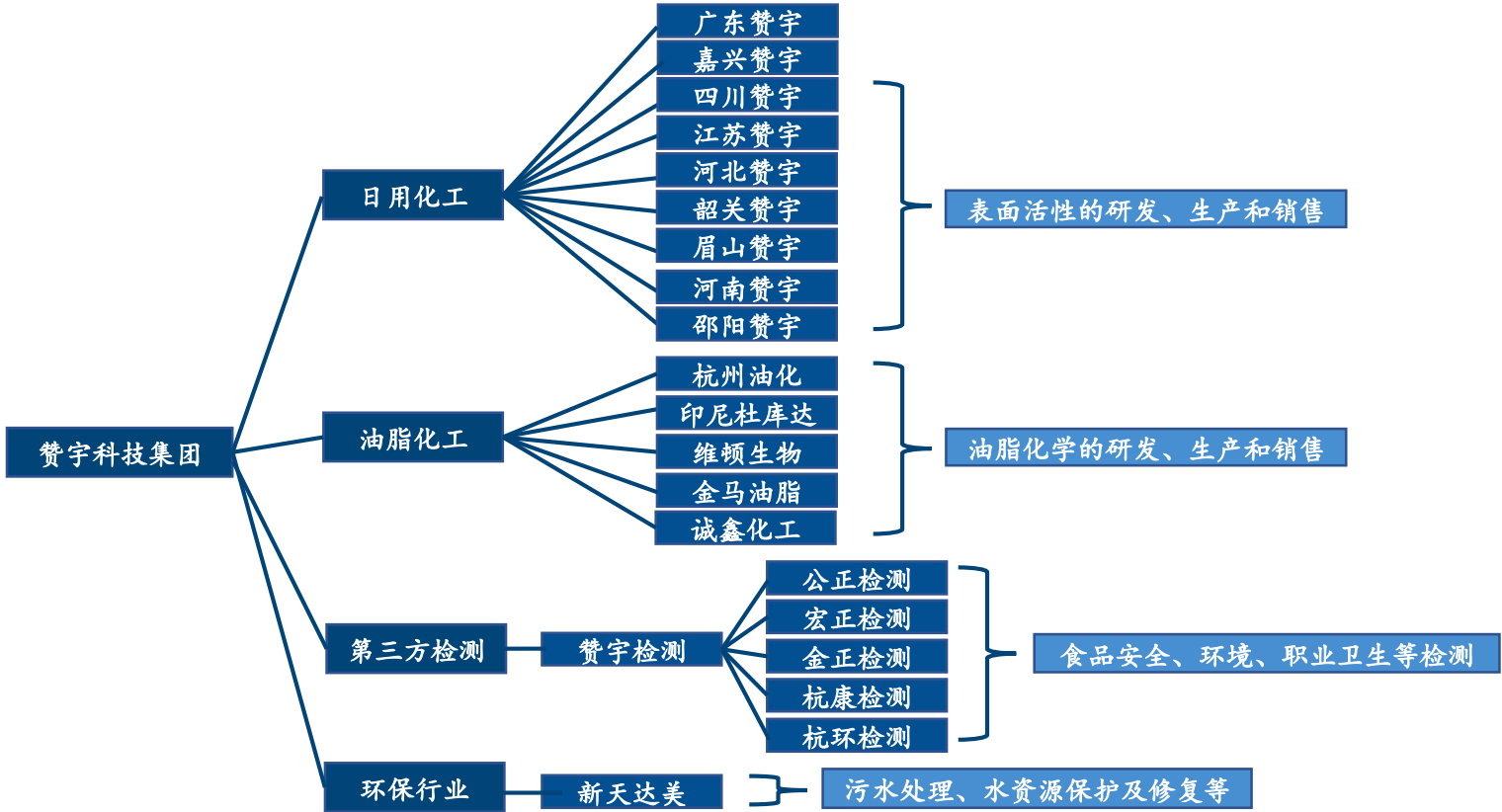
一、公司基本情况

公司基本情况——主要业务板块

赞宇科技集团股份有限公司是专业从事**表面活性剂、油脂化学品**研发生产和销售，并提供**食品安全、环境、职业卫生等第三方检测认证和水环境治理服务**的高新技术企业。

公司是国内**表面活性剂、油脂化工**龙头企业，现有表面活性剂产能**90万吨/年**、油脂化工产能**80万吨/年**。

图1：公司主要业务板块概况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司基本情况——发展历程及股权结构

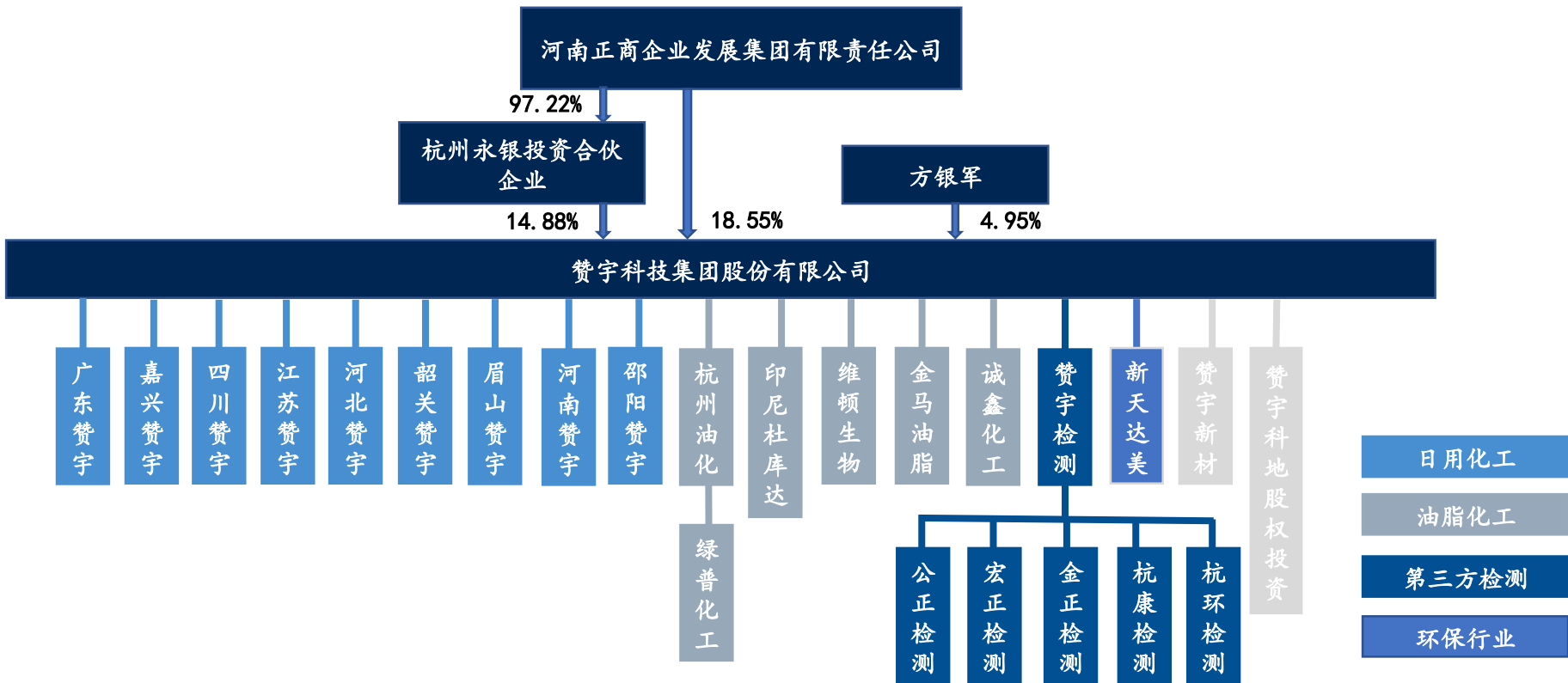
公司前身是浙江轻工业研究所，技术积淀深厚。

2018年7月公司变更实控人为河南正商企业发展集团，正商集团是河南地区房地产龙头企业之一，全国50强房企，资金、资源实力雄厚，有助于公司表活、油化产能持续提升，协同公司环保等新业务快速发展。

2020年7月，公司拟以8.57元/股非公开发行4784.1万股，募集4.1亿元，实控人河南正商企业发展集团全额认购。

2021年3月2日，非公开发行已完成工商并更登记，锁定期36个月。

图2：公司股权结构

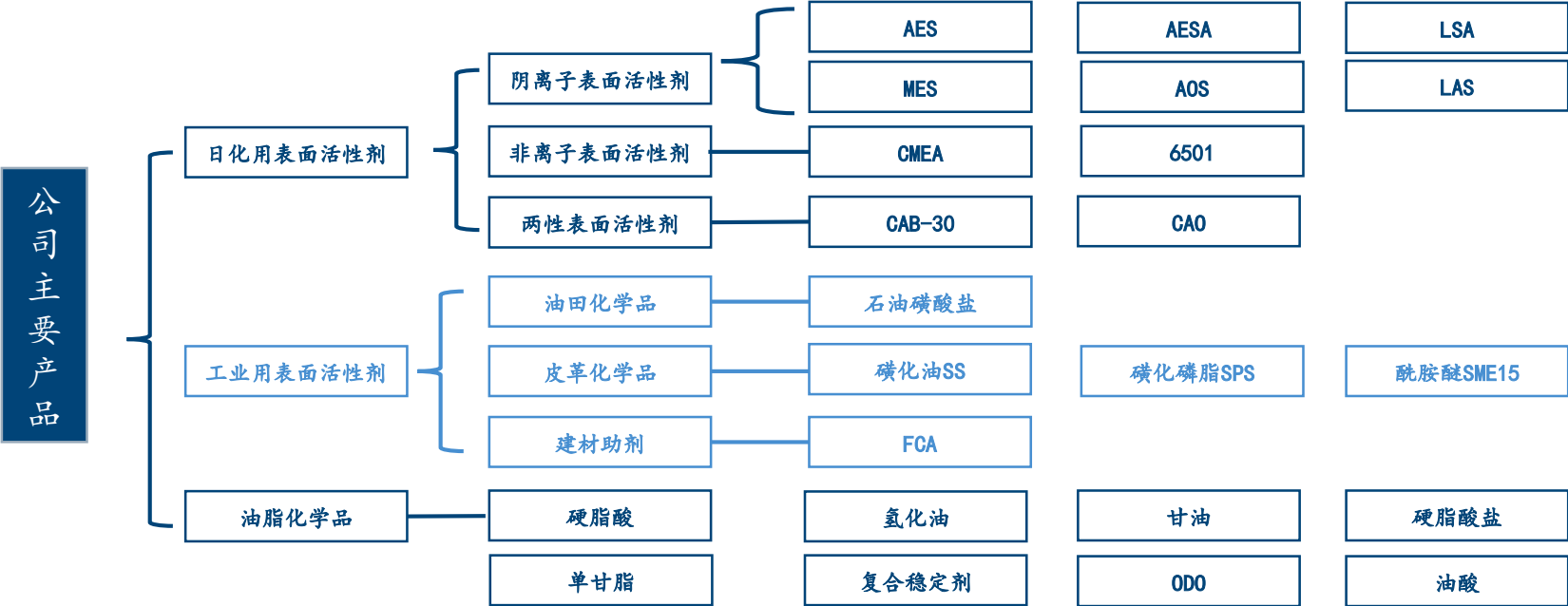


公司基本情况——表面活性剂与油脂化工是主要产品

公司表面活性剂产品包括日用表面活性剂和工业用表面活性剂，其中日化用表面活性剂以阴离子表面活性剂为主。广泛用作洗涤剂、起泡剂、润湿剂、乳化剂和分散剂。

主要油脂化工主要产品包括硬脂酸、脂肪酸、油酸、脂肪醇、脂肪胺、二聚酸、聚酰胺树脂、甘油及其他助剂等油脂化工产品，主要作为“工业味精”，在日化、塑料、橡胶、涂料、建材、医药、纺织、军工、冶金、矿产等领域均有广泛的应用。

图3：公司主要产品



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司基本情况——公司客户结构优异

公司表面活性剂主要客户包括宝洁、联合利华、纳爱斯、立白、白猫、蓝月亮、南风化工、威莱、拉芳等国际、国内知名品牌日化企业。油脂化学品主要客户包括巴斯夫、普利司通、倍耐力、中策橡胶、纳爱斯等国内外知名企业。

公司产品已达到国际先进水平，能够凭借品质、成本等方面的综合优势实现出口，产品出口畅销东南亚、欧美、澳大利亚等国家和地区。

图4：表面活性剂主要客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：油脂化学品主要客户



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司基本情况——20年利润小幅下滑，计提减值轻装上阵再出发



◆ 受益行业充分整合，公司盈利拐点出现

2019年营收65.8亿元，YoY-7%；归母净利润3.5亿元，YoY+99%，扣非归母净利润2.7亿元，YoY+1028%；

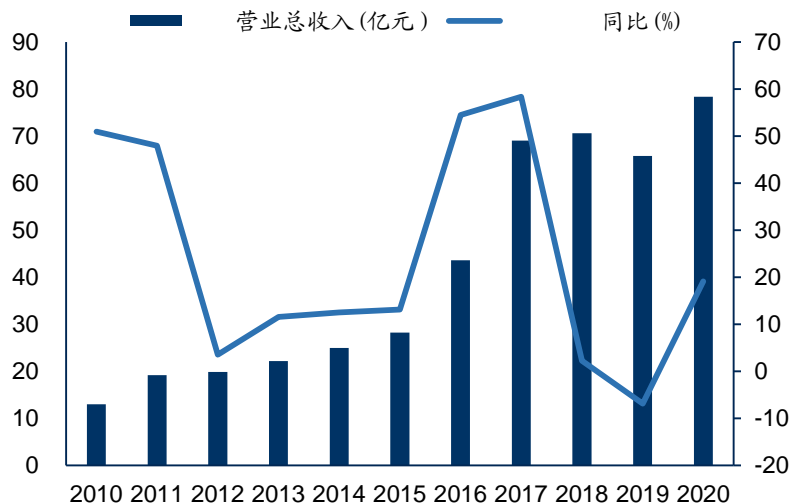
公司2019年营收降低，系剥离南通凯塔所致。公司于2019年6月将南通凯塔60%股权以1.05亿元转让至科翔高新，南通凯塔自2019年6月不再纳入公司合并报表范围。

根据公司《2020年业绩快报》，公司2020年营收78.4亿元，YoY+19%；归母净利润3.5亿元，YoY-2%。

子公司新天达美位于湖北武汉，2020年受疫情影响盈利状况不佳，公司对新天达美的剩余商誉1.74亿元进行了全额计提。

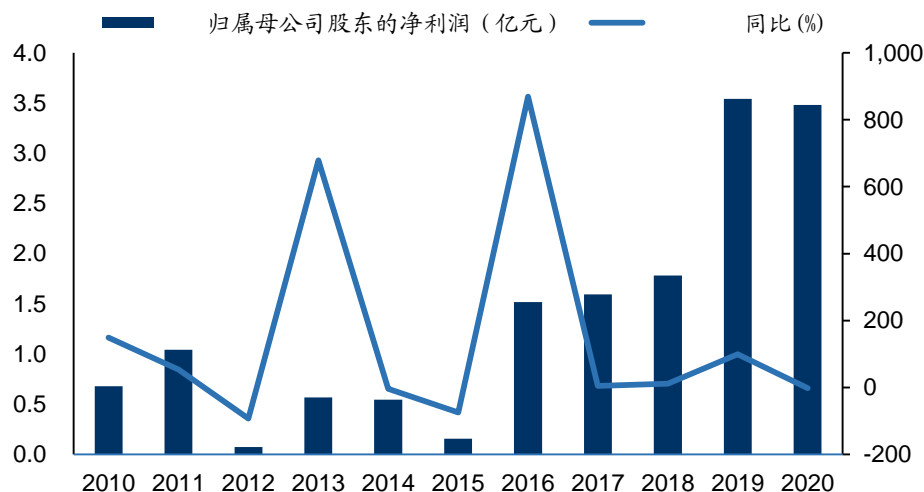
若剔除商誉减值，公司20年归母净利润约5.2亿元，YoY+48%，20年公司营收与归母净利润（不考虑商誉）均为历史最佳。

图6：公司近年营收及同比增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图7：公司归母净利润及同比增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

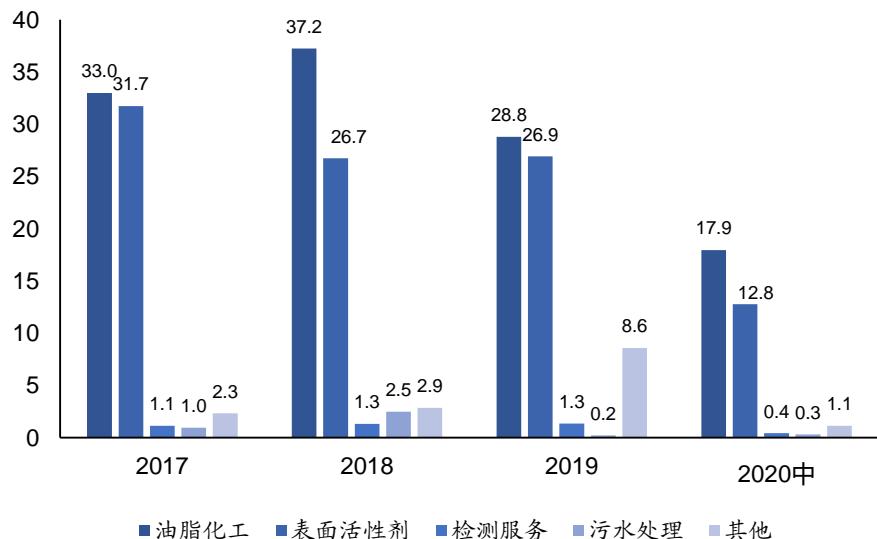
公司基本情况

◆ 受益行业整合、原材料价格上涨，公司油化和表活毛利率明显改善，盈利能力大幅增长

短期来看，公司毛利率受到宏观因素、原材料价格波动等影响。公司2020年1-6月毛利率14.9%，较2019年中报上升0.4个百分点。较2019年年报下降1.4个百分点。我们认为一方面受疫情影响，公司位于湖北的子公司武汉新天达美、天门城鑫、湖北维顿生产经营受到影响；另一方面表活和油化下游行业受到复工迟缓、物流受阻等影响；同时国际原油价格暴跌导致库存与产品价格受到影响，尤其油脂化工影响更大。

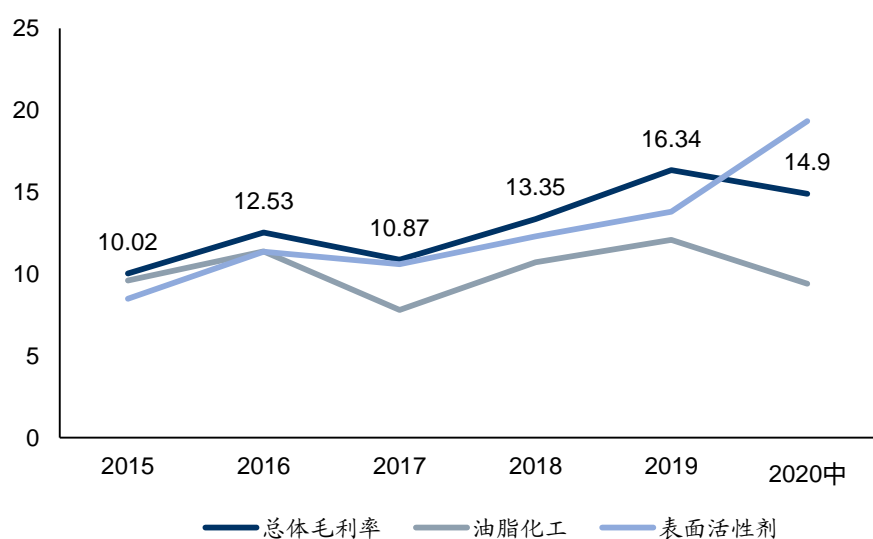
中长期来看，我们认为表面活性剂与油脂化工行业受供给侧改革影响，行业持续整合，小产能不断出清，竞争格局明显改善。目前行业整合已基本完成，上下游价格传导机制已建立，行业恶性竞争格局基本不存在，公司因此受益于加工费上涨收益。表活业务从2019年下半年起需求持续旺盛，且因疫情导致个人洗护及消杀类产品需求大增，造成表活需求进一步增长。

图8：公司各业务收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司毛利率情况（%）

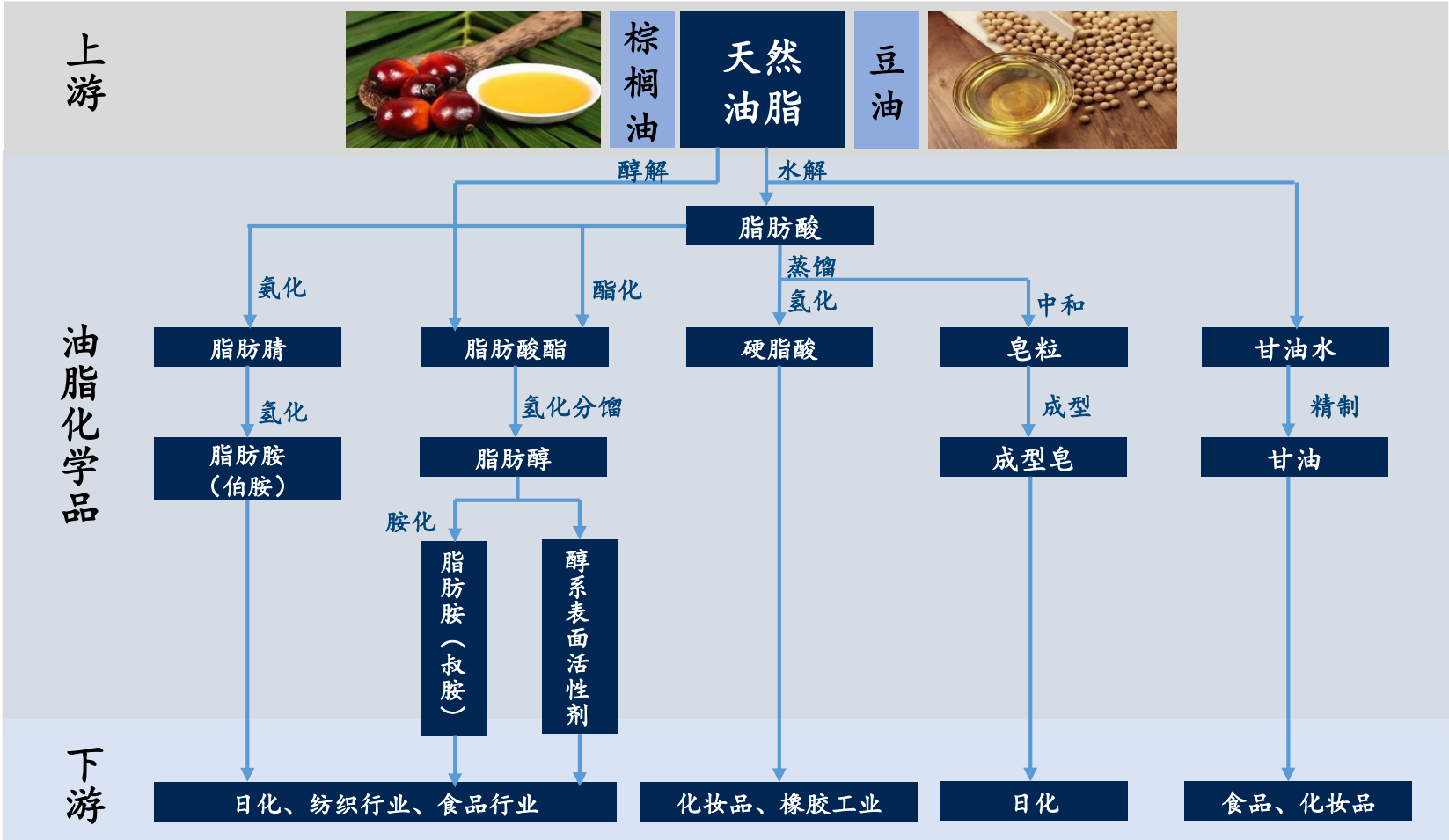


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

二、油脂化工板块

油脂化工板块——产业链

图10：油脂化工产业链



天然油脂是从自然界动植物中直接提取的油脂，包括油和脂肪，化学成分上来讲油脂都是高级脂肪酸与甘油形成的酯

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

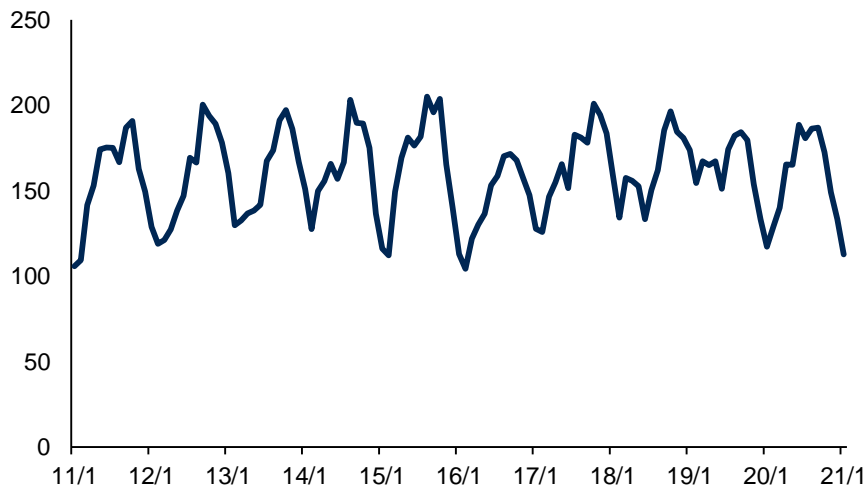
油脂化工板块

◆ 棕榈油产量具有季节周期性，受气候变化等条件影响

油脂化工产品主要原材料为棕榈油，原料价格占成本80%以上，世界棕榈油产地主要在马来西亚和印度尼西亚，二者合计棕榈油产能在全世界占比超过85%，我国棕榈油消费也主要靠从两国进口。

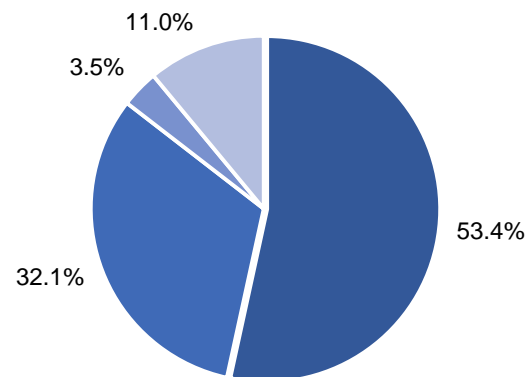
印尼2020年棕榈油产量4350万吨，同比增加2.4%，马来西亚2020年棕榈油产量1990万吨，同比增加3.5%，

图12：马来西亚月度棕榈油产量（万吨）



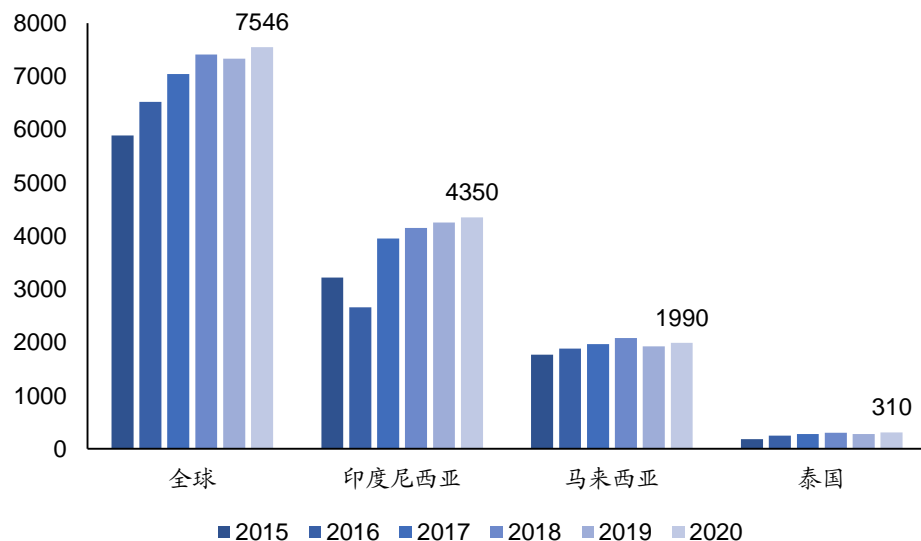
资料来源：Wind、USDA，国信证券经济研究所整理

图11：世界棕榈油产能结构



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

图13：全球棕榈油产量（万吨）



资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

油脂化工板块——原料棕榈油供需紧平衡

表1：USDA全球棕榈油供需平衡表（千吨）

项目	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21
产量						
印尼	32000	36000	39500	41500	42500	43500
马来西亚	17700	18858	19683	20800	19255	19900
其他	9147	10404	11363	11845	11546	12064
合计	58847	65262	70546	74145	73301	75464
国内消耗						
印尼	9120	9125	11565	13721	14645	15050
印度	9100	9350	9270	9495	8078	8880
中国	4800	4750	5100	7012	6433	6920
欧盟	6700	6900	6950	6960	6900	7100
其他	29675	31523	34117	35422	36078	37211
合计	59395	61648	67002	72610	72134	75161
期末库存						
印尼	2863	2110	3079	2663	4280	3880
马来西亚	1460	2016	2529	2500	1760	1660
其他	4570	5682	5733	6441	6051	5447
合计	8893	9808	11341	11604	12091	10987

资料来源：USDA，国信证券经济研究所整理

油脂化工板块

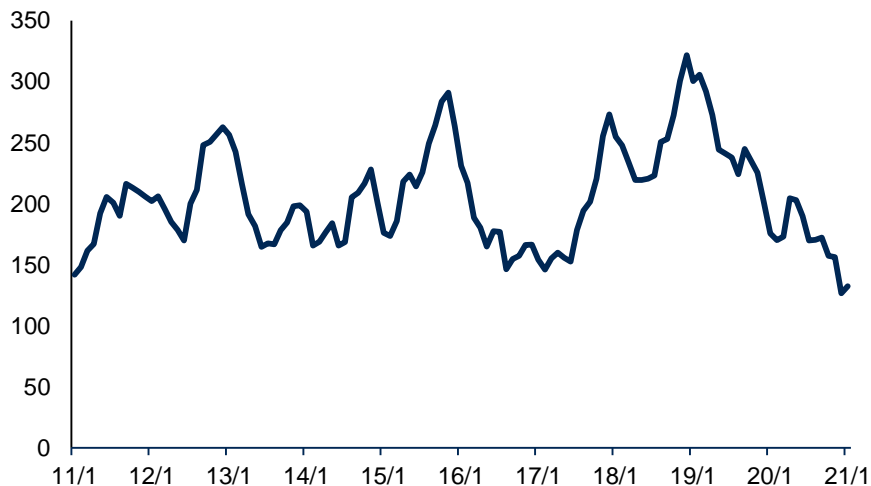
◆全球棕榈油库存及库销比均处于历史低位，疫情恢复将拉动补库需求

马来西亚棕榈油2021年1月底月度库存为132万吨，库存量处于十年以来历史低位。

2020年底全球棕榈油库存1099万吨，同比下降9.1%。棕榈油库销比大幅降低，2020年底全球棕榈油库销比将下降至15%，达到十年来最低水平，其中马来西亚和印尼的库销比分别为8%和9%，均处于历史低位。

2020年全球棕榈油消费量约7500万吨，其中食品用量约5100万吨，工业用量约2400万吨，我们认为随着疫情恢复，一方面棕榈油在食品及工业需求有望恢复，另一方面将拉动补库需求。

图14：马来西亚棕榈油月度库存（万吨）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图15：全球棕榈油库销比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

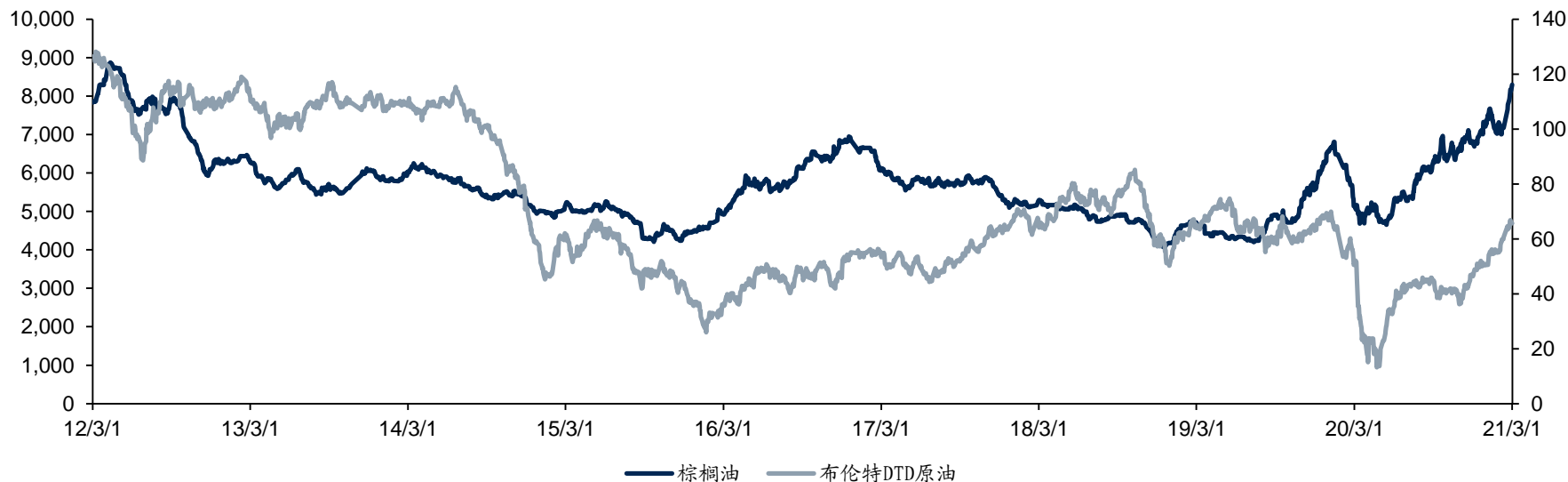
油脂化工板块

◆ 棕榈油与原油价格具有趋同性，受全球经济复苏及通胀预期，价格有望出现超预期上涨

生物柴油与原油具有替代效应，棕榈油是生物柴油主要原料之一，棕榈油与原油价格趋同性渐强。棕榈油价格与原油价格有一定滞后相关性，近期原油价格一定程度上推动棕榈油价格上行。目前国内棕榈油主流港口现货价格涨至7900元/吨上方，创下近几年新高。生物柴油具有减排属性，在全球渗透率不断提升，棕榈油是生物柴油主要原料之一，印尼政府宣布21年生柴继续执行B30计划，计划产量920万千升，马来西亚政府由于疫情爆发将B20全境强制推广推迟至2022年。近期随着油价大幅上涨，生物柴油成本优势增强；同时主要出口国马来西亚与印尼均上调棕榈油出口关税，补贴国内生物柴油消费，棕榈油与原油价格趋同性渐强。受全球经济复苏及通胀预期影响，我们认为棕榈油价格有望出现超预期上涨。

原油价格大幅上涨，带动棕榈油价格近期走高。近期因寒潮迫使美国最大产油州德州的油井和炼油厂关闭，加上疫情缓和激发对全球经济复苏的乐观情绪，引发原油价格上涨，生物柴油原料对棕榈油的需求将提升，带动棕榈油价格近期走高。

图16：棕榈油 - 原油价格变动趋势

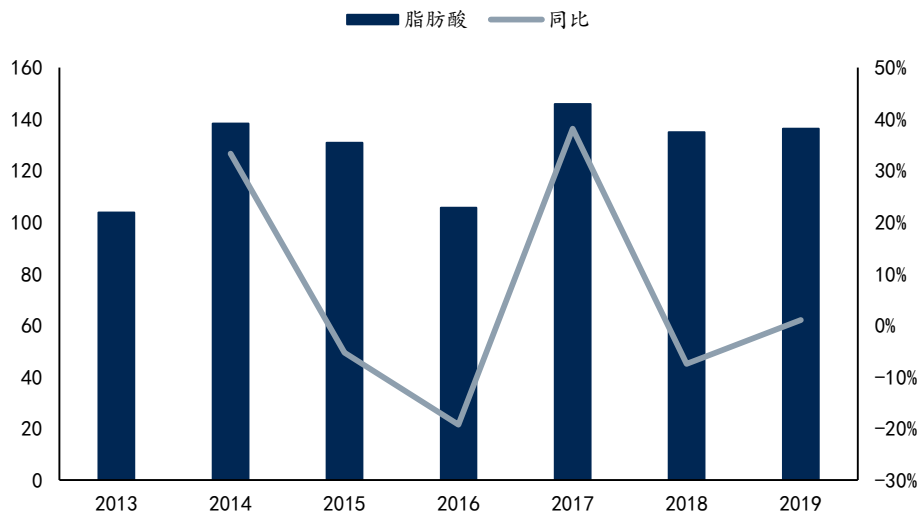


油脂化工板块

◆硬脂酸是最主要油脂化工品种，价格与棕榈油高度相关

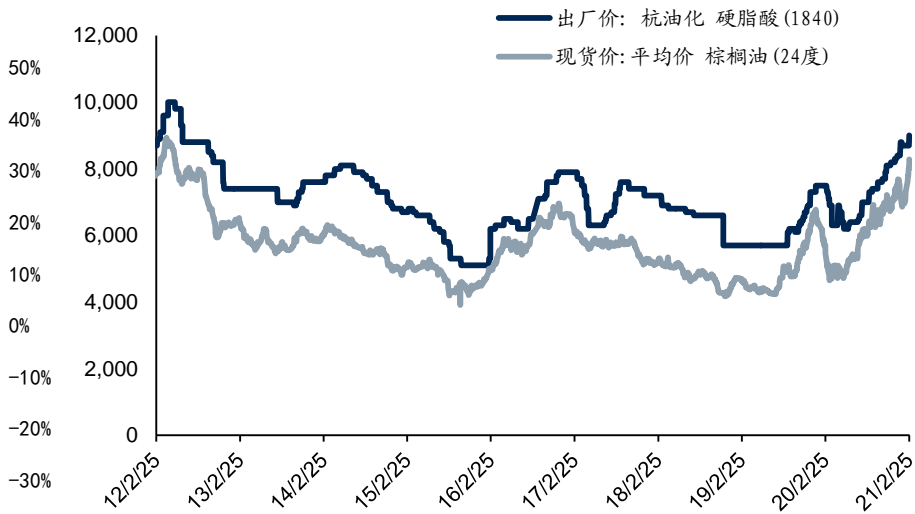
油脂化工行业经过近年的产业整合，市场格局大幅改善。脂肪酸是油脂中最主要的成分，也是我国油化产业最主要的产品，其中产能占比最大的是硬脂酸。2019年中国硬脂酸产量60.6万吨左右，进口31.3万吨，表观需求约90.6万吨，硬脂酸与原材料棕榈油价格高度相关。另一方面，油酸一般由植物中提取获得，是重要的精细化工产品。工业油酸可应用于塑料、洗涤、选矿、油漆等行业，纯度高的油酸（≥80%）可用于食品、医药、化妆品等行业。高纯油酸是一个标准的利基市场，国内产量低、进口量大、进口依赖度也非常高，具有广阔的市场空间。油酸市场广阔、毛利率高，未来将成为公司的战略发展方向之一，有望提高公司的盈利能力。

图17：国内脂肪酸产量及增速



资料来源：中国洗协油脂化工分会，国信证券经济研究所整理

图18：棕榈油与硬脂酸价格高度相关



资料来源：同花顺iFinD，国信证券经济研究所整理

油脂化工板块——公司是全国最大的油脂化工企业

◆ 公司现有6个油化基地，国内市占率约40%

公司现有油化产品产能约80万吨/年，包括杭州油化20万吨/年、印尼杜库达45万吨/年，以及江苏金马、维顿生物、诚鑫化工的油化产品约10万吨/年，并有租赁企业产能约5万吨/年。公司现有10万吨脂肪酸酯项目预计2021年底投产，河南鹤壁项目二期规划年产25万吨/年油脂化学品，预计2022年投产，公司油脂化工板块2022年底产能可达120万吨。主要产品包括硬脂酸、脂肪酸、油酸、脂肪醇、脂肪胺、二聚酸、聚酰胺树脂、甘油及其他助剂等油脂化工产品，在日化、塑料、橡胶、涂料、建材、医药、纺织、军工、冶金、矿产等领域均有广泛的应用。

表2：国内主要企业油脂化工产能

企业名称	产能（万吨）	备注
丰益国际	50	包括上海、连云港、天津、东莞，上海10万吨装置已停
杜库达	45	位于印尼，赞宇科技持股90%
南通凯塔	25	
泰柯棕化（张家港）	20	
杭州油化	20	赞宇科技子公司，包括10万吨硬脂酸，及其他油化产品10万吨
江苏南通康桥	10	/
东马棕榈（张家港）	10	/
山东金达双鹏	10	6万吨及4万吨各一套装置。
山东友强助剂	10	
合计	200	/

油脂化工板块——公司具备成本优势，深耕高附加值单品

◆ 印尼杜库达靠近原材料产地，税收成本优势突出

公司最主要的油化工厂杜库达位于印尼雅加达的保税区，产能45万吨/年。目前中国从东盟进口工业棕榈油需要交纳2%的进口关税，而用棕榈油为原料生产的脂肪酸等油化产品进口则关税为零。自2020年12月10日起，印尼毛棕榈油出口关税提高至180美元/吨。马来西亚将3月份毛棕榈油出口关税为8%，参考价上调至每吨3977马币，出口关税约合508元/吨，利好印尼及马来西亚的油化工厂。杜库达每年约有15-20万吨产品运回国内，单吨成本优势在1000元以上，成本竞争优势凸显。

◆ 布局油酸企业，深耕下游高附加值产品

2019年12月公司从浙江赞宇科技股权投资合伙企业（有限合伙）收购了金马油脂60%股权、维顿生物65%股权、诚鑫化工65%股权。目前国内油酸及下游产品规模不到50万吨/年，三家工厂合计产能在10万吨/年左右，是国内油酸最大的产能。公司正在不断开发油酸下游细分领域高毛利产品，公司未来将从细分行业龙头做到整个油脂化工行业的龙头，毛利率有望进一步提升。此外，2022年河南鹤壁二期有25万吨/年油化产品投放，进一步降低成本、扩大市场占有率。

表3：公司油脂化工板块产能

企业名称	产能（万吨）	备注
印尼杜库达	45	
杭州油化	20	2020年5月技改扩产3万吨，实际23万吨
金马油脂、维顿生物、诚鑫化工	10	油酸
山东赞宇	6	2020年租赁
小计	81	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表4：公司油脂化工板块新增产能

项目	产能（万吨/年）	投产时间
脂肪酸酯项目	10	2021年底投产
河南赞宇	25	2022年投产
小计	35	

资料来源：公司公告，环评报告，国信证券经济研究所整理

三、表面活性剂板块

表面活性剂板块——产品介绍

表面活性剂：指在其分子中至少含有一个对显著极性表面具有亲和性的基团（以保证它在大多数情况下的水溶性）和一个对水几乎没有亲和性的非极性基团的化合物。

表5：表面活性剂的分类、特点及主要应用

品种	主要品种	特点	主要应用
阴离子	LAS、AES、AESA、LSA、AOS、K12、SPS、SAS、SS、MES、MAP等	原材料易得，成本较低，泡沫丰富及去污性能较好	乳化剂、分散剂、润湿剂、洗涤剂、发泡剂等
非离子	6501、CMEA、SME、NP、AEO、SPAM、TWEEM等	低泡沫、去污和脱脂能力强，但原材料难得和成本较高	低泡洗涤剂、匀染剂、胶体保护剂等
阳离子	1227、1631、1831	柔软、抗静电、杀菌	柔软剂、抗静电剂、杀菌剂等
两性离子	CAB-30、BS-12等	去污、乳化、杀菌、抗静电、耐酸碱盐、低刺激性，但成本高	化妆品、个人护理用品等

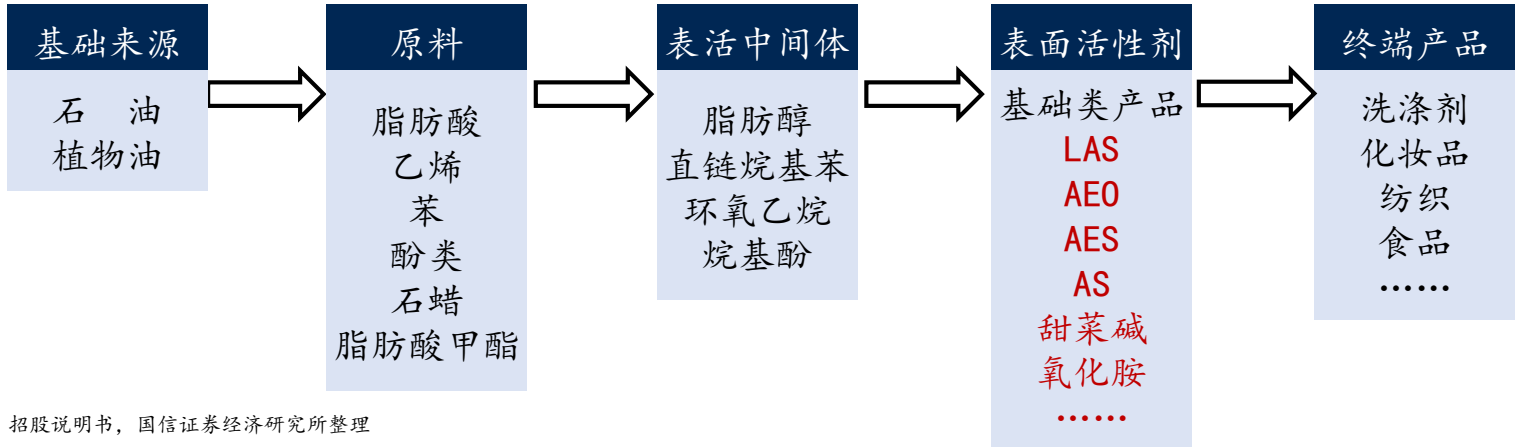
资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

目前，阴离子表面活性剂是第一大类产品，由于原材料易得、成本较低，性能较好，其应用范围和使用量均领先于其他类别；非离子表面活性剂是第二大类产品，而阳离子表面活性剂和两性离子表面活性剂总量较少。

此外，根据生产用原材料分类，表面活性剂可以分为天然油脂基表面活性剂和石油基表面活性剂；根据表面活性剂的用途分类，可以分为日用表面活性剂和工业用表面活性剂。

表面活性剂板块——产业链

图19：表面活性剂产业链、主要表活产品简介



资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

表活	中文名称	类别	工艺
AEO	脂肪醇聚氧乙烯醚	油脂基 非离子	棕榈仁油 → 脂肪醇 → 乙氧基化 → 脂肪醇聚氧乙烯醚 (AEO)
LAS	烷基苯磺酸钠	石油基 阴离子	石油 → 烷基苯 → 磺化 → 烷基苯磺酸钠 (LAS)
AES	脂肪醇聚氧乙烯醚硫酸钠	油脂基 阴离子	脂肪醇 → 乙氧基化 → AEO → 磺化 → 脂肪醇聚氧乙烯醚硫酸钠 (AES)
AS	脂肪醇硫酸钠	油脂基 阴离子	棕榈仁油 → 加工 → 脂肪醇 → 磺化 → 脂肪醇钠 (AS) 硫酸

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所整理

表面活性剂板块

◆ 公司是国内产业规模最大、综合竞争力最强的表面活性剂企业

2020年底，公司表面活性剂及日化板块现有建成/在建基地9个，OEM加工基地4个，合计产能达到90万吨/年，是目前国内规模最大、竞争力最强的表面活性剂企业。我们预计公司2020年表面活性剂产量在65万吨左右，主要产品为阴离子表面活性剂，包括AES、LAS、AOS等，其中AES、AOS销量连续多年位居全国第一，市场占有率在30%以上。

图20：公司部分表面活性剂子公司及OEM加工基地分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表面活性剂板块

◆ 公司表面活性剂产能陆续释放，未来有望快速成长

2020年第三季度，眉山、嘉兴赞宇共15.2万吨产能投产，眉山共规划产能15.2万吨，还有7.6万吨建设中。广东赞宇规划产能25万吨，一期建设4套磺化阴离子表面活性剂生产线，年产20万吨，预计2021年12月底前竣工，二期建设烷基糖苷（APG）生产车间，年产5万吨，预计2022年底前竣工。河南鹤壁中原日化生态园一期年产25万吨表面活性剂和年产50万吨洗涤剂产品，预计2021年底前投产，其中10万吨已于2020年底投产。按公司规划，公司2020年底表面活性剂产能90万吨，预计2021年底表活总产能130万吨，看好公司未来成长。

表6：公司表面活性剂板块产能

企业名称	产能（万吨）	备注
嘉兴赞宇	28.2	7.6万吨2020年Q3投产
河北赞宇	7.6	
江苏赞宇	6	
四川赞宇	5.4	
韶关赞宇	5.8	
江门景升	6.0	
江门财新	5.0	
山东俱进	3.8	
安阳兴亚	4.8	
眉山赞宇	7.6	2020年Q3投产
河南赞宇	10	2020年底投产
小计	90	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表7：公司表面活性剂板块新增产能

项目	产能（万吨/年）	投产时间
眉山赞宇12万吨绿色表面活性剂项目	7.6	2021年底
河南赞宇中原日化生态产业园项目	10	2021年6月
广东赞宇25万吨绿色表面活性剂项目	25	安评环评已经完成，地下基础部分在建，2021年底投产
小计	42.6	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

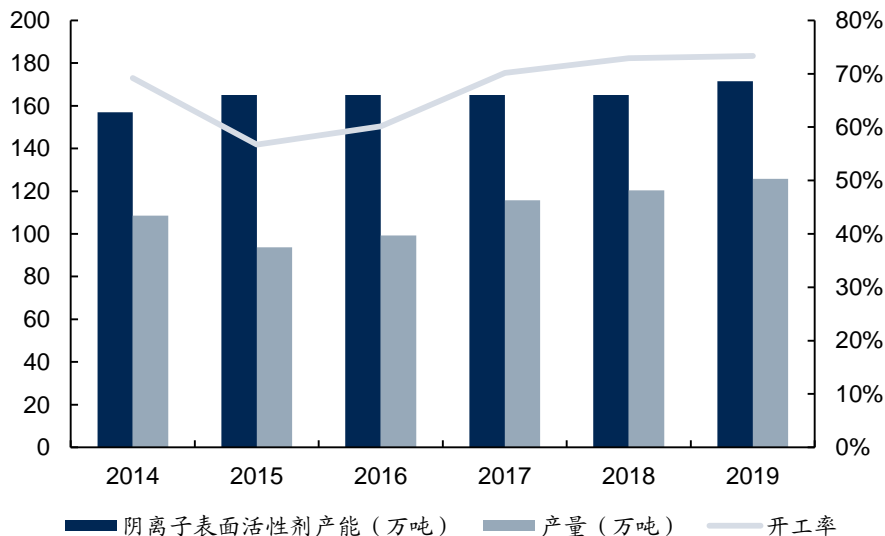
表面活性剂板块

◆ 行业经历充分整合，龙头企业优势凸显供不应求

2019年国内阴离子表面活性剂产能约171.5万吨，产量为125.7万吨，YOY+17.4%，主要品种包括直链烷基苯磺酸（LAS）、脂肪醇醚硫酸钠（AES）、脂肪醇硫酸钠（K12）、 α -烯烃磺酸钠（AOS）、脂肪酸甲酯磺酸钠（MES）等。

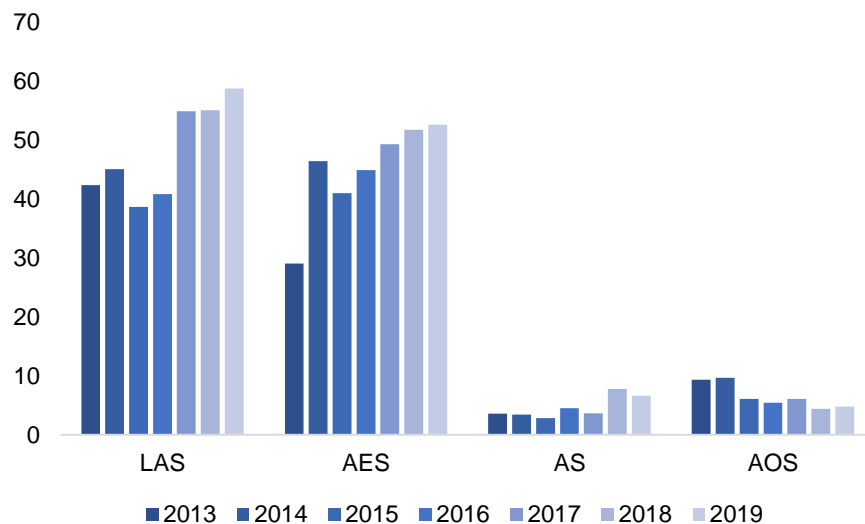
LAS作为传统的表面活性剂依然保持着主要的市场份额，2019年产量为58.8万吨；AES的市场占有率在近几年已经逐步接近LAS，2019年产量为52.7万吨；K12、AOS以及MES等也表现出了良好的发展势头。目前国内阴离子表面活性剂产能已较为集中，主要有中石化与中国台湾和桐合资的金桐系（40万吨左右，基地分散，均为独立法人）、赞宇科技（65万吨）、湖南丽臣（30万吨），南京佳和、广州浪奇、广州立白、中轻化工等，CR3超过60%。

图21：阴离子表面活性剂产能、产量、开工率



资料来源：卓创资讯，中国洗协表协会，国信证券经济研究所整理

图22：主要阴离子表面活性剂产量 (万吨)



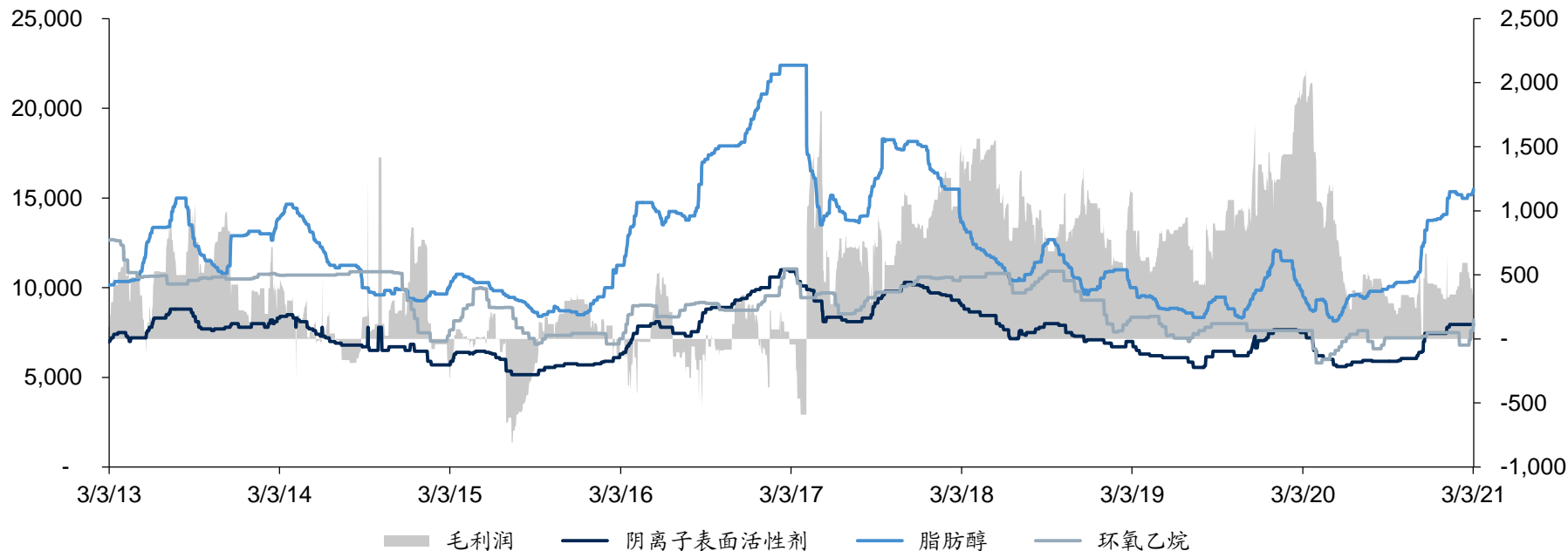
资料来源：中国洗协表协会，国信证券经济研究所整理

表面活性剂板块

◆ 受安全环保影响行业持续整合，公司作为行业龙头企业有望充受益

随着全国安全环保整治和监管的日益严苛，表面活性剂行业也经过了持续多年的产业整合，目前供需状况已经发生了实质性变化，行业集中度不断提高，产业整合已达初步效果。尤其2019年下半年以来，由于江苏响水321爆炸事故的影响，环保安监部门加大了环保安全的整治力度，加速淘汰部分中小产能，自2018年至今，每年均有10-15万吨表活产能退出，公司作为行业龙头企业，具备技术、资金、化工园区等优势，有望继续扩大市场份额，充分受益于行业整合。

图23：阴离子表面活性剂价格及毛利润（元/吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

表面活性剂板块

◆ 投建100万吨日化生态产业园项目，向下游布局OEM/ODM，三年再造一个新赞宇

公司与河南鹤壁宝山经开区管委会签署《赞宇科技中原日化生态产业园项目投资协议》，规划投资35亿元建设年产100万吨日化生态产业园项目。公司预算投资35亿元，其中公司控股投资约20亿元，引入产业关联企业投资约15亿元，建设规划包括25万吨/年表面活性剂、25万吨/年油脂化学品、50万吨/年洗护用品、引入品牌日用化学品产业、以及配套的包装、原材料、仓储、物流等。

项目计划分三期建设：一期规划建设25万吨/年表面活性剂、50万吨/年洗护用品，建设周期为2019年10月-2021年10月；二期规划建设25万吨/年油脂化学品，建设周期为2021年10月-2022年12月；三期规划引入品牌日用化学品企业及配套的包装、原材料、仓储、物流等，计划2024年12月底前建成，其中一期和二期项目将分期建设、分期投产。预计全部达产后年产值将达到100亿元，实现利税约8亿元。

图24：河南日化产业园建设规划

25万吨表面活性剂 (一期)	50万吨洗护用品 (一期, OEM)	25万吨油化产品 (二期)
阴离子表面活性剂 20万吨/年	洗衣粉 20万吨/年	油脂化学品 25万吨/年
其它表面活性剂 5万吨/年	液洗 30万吨/年	预留皂类 10万吨/年 (OEM)
预留表面活性剂项目 用地	预留洗护用品项目 用地	预留油化产品项目 用地

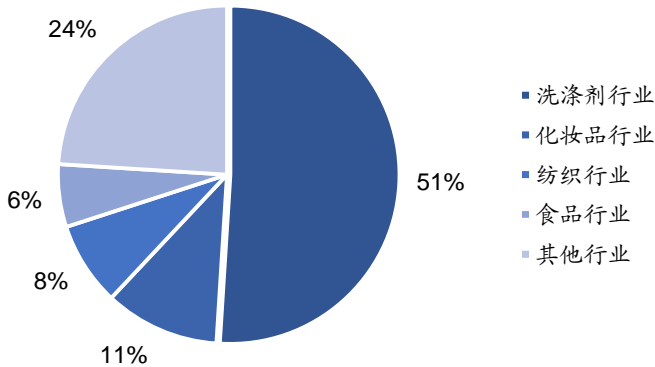
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表面活性剂板块

◆ 疫情拉动洗消用品需求，公司产品供不应求

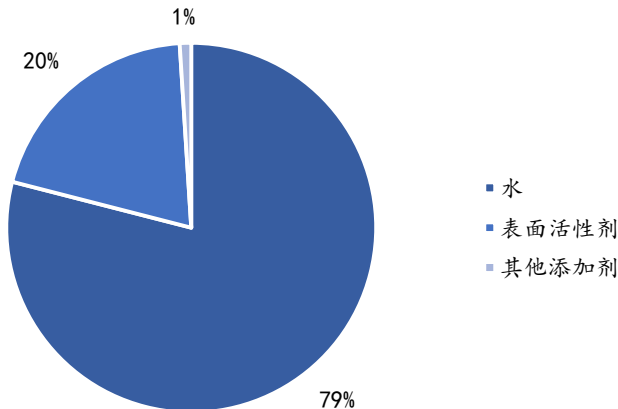
受全球新冠病毒疫情影响，洗手液等个人洗护及消杀类产品需求大增，甚至出现断货。洗手液等洗护产品的最主要原材料就是表面活性剂，起到去污、发泡、分散、乳化、润湿等特性。目前在各种洗涤剂配方中表面活性剂的添加量在15-25%，因此造成表面活性剂需求的增长和市场的供不应求。根据Business Wire数据，预计2020至2024年全球洗手液市场复合年增长率将达到9%。

图26：表面活性剂下游应用分布



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图27：常见洗手液主要成分配比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表面活性剂板块

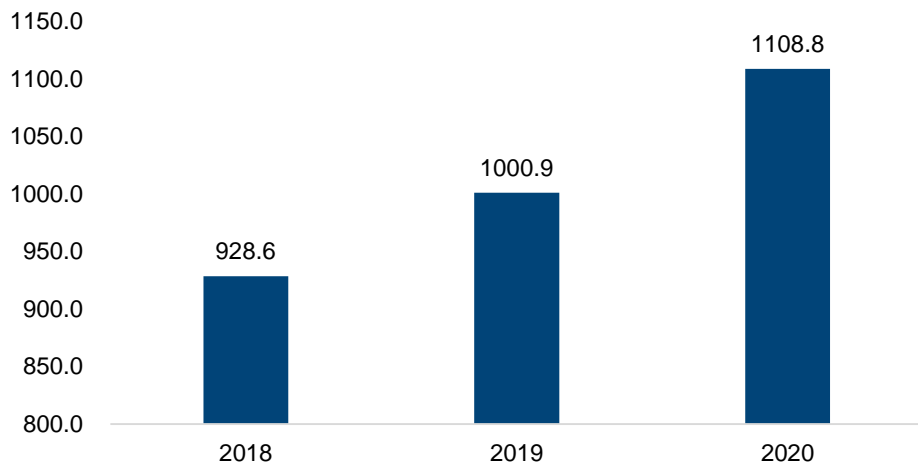
◆ 烷基糖苷（APG）广泛应用于家庭洗涤、农化领域、个人护理领域

烷基糖苷（APG）是新一代环境友好绿色非离子表面活性剂，具有优良的表面活性、生物降解迅速完全、对环境无害的优点。与其他表面活性剂相比，APG具有稳定性、可溶性，无毒性，制品易生物降解和对皮肤的低刺激性，因而可用作洗涤剂、各种清洁剂、药品添加剂和工业乳化剂等。特别是用于化妆品时，还具有优良的增稠和增泡效果和对眼粘膜刺激性小等特点，其纯度和色泽均适用于化妆、药剂及家用化学品。

APG由天然脂肪醇和葡萄糖合成，下游主要用于家庭洗涤产品（占比43%）、农化领域（占比26%）、个人护理领域（占比18%）等。

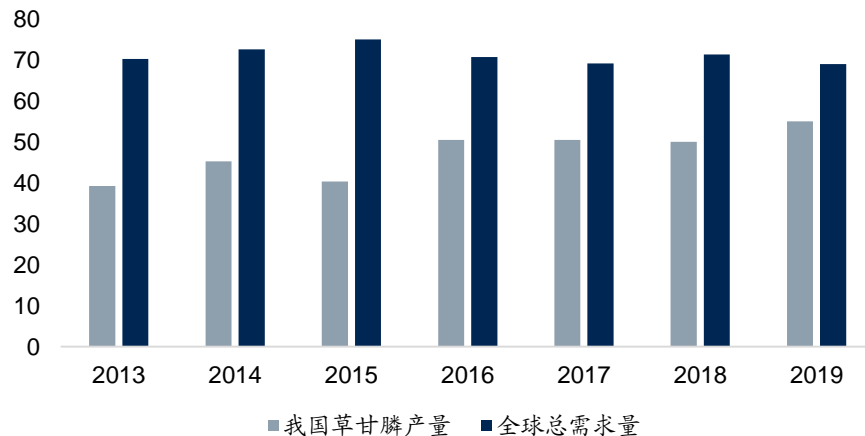
2019年我国合成洗涤剂产量1109万吨，同比增长10.8%，液体洗涤剂产量668万吨，同比增长3.5%。合成洗涤剂是由表面活性剂和其他助剂和助剂组成的。在合成洗涤剂中，表面活性剂的比例约为10%~15%。随着消费者收入水平的提高，高端洗涤剂的消费将继续增加带动APG消费。在农化领域中主要用于农药草甘膦制剂上，2019年我国草甘膦产量55万吨，同比增长10%。个人护理领域，我国2020年化妆品类零售额增长9.5%，增速明显高于商品零售平均水平，消费结构升级推动了APG消费。而针对婴幼儿的护理用品更偏向于温和的表面活性剂，进一步拓展APG的下游市场。

图28：我国合成洗涤剂产量（万吨）



资料来源：同花顺iFinD，国信证券经济研究所整理

图29：我国草甘膦产量及全球总需求量（万吨）



资料来源：安徽中农纵横数据库，国信证券经济研究所整理

四、业绩预测与投资建议

盈利预测

我们预计公司2021/22年营业收入达到95.94/106.16亿元，同比增速分别为22.2/10.7%，随着产品盈利能力的改善，特别是表面活性剂维持高景气以及油化行业拓展下游高毛利产品，公司盈利能力将有所改善，毛利率分别达到16.6/16.9%。

表8：公司2021-2022年的营收和成本预测（单位：百万元、%）

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总营收（百万元）	7,064	6,579	7,849	9,594	10,616
总成本（百万元）	6,121	5,505	6,629	8,001	8,826
毛利率（%）	13.4%	16.3%	15.5%	16.6%	16.9%
表面活性剂					
-营收	2,674	2,692	3,828	4,650	5,270
-成本	2,345	2,320	3,216	3,906	4,427
-毛利	329	372	612	744	843
油化产品					
-营收	3,723	2,878	3,480	4,060	4,350
-成本	3,324	2,530	3,028	3,532	3,785
-毛利	399	348	352	528	565
检测服务					
-营收	132	133	133	160	192
-成本	66	74	73	88	105
-毛利	66	59	60	72	87
污水处理					
-营收	249	470	100	372	375
-成本	149	268	80	223	225
-毛利	100	202	20	149	150
其他					
-营收	285	406	308	352	429
-成本	237	313	232	252	284
-毛利	48	93	76	100	145

公司未来三年盈利预测

在疫情推动表面活性剂需求大增及油化下游产品高毛利的预期下，预计公司2021/22年营业收入达到95.94/106.16亿元，同比增速分别为22.2/10.7%，对应的2021/22年公司归母净利润分别为6.34/7.73亿元，同比增速82.5/21.8%。

表9：盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	6,580	7,849	9,594	10,616
(+/-%)	-6.9%	19.3%	22.2%	10.7%
净利润(百万元)	354	348	634	773
(+/-%)	98.9%	-1.9%	82.5%	21.8%
每股收益(元)	0.84	0.74	1.35	1.64
EBIT Margin	9.7%	8.5%	9.6%	10.4%
净资产收益率(ROE)	13.2%	12.0%	19.7%	21.4%
市盈率(PE)	16.8	19.1	10.5	8.6
EV/EBITDA	11.4	11.4	8.6	7.5
市净率(PB)	2.22	2.29	2.06	1.84

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

绝对估值

我们分别通过FCFE绝对估值法对赞宇科技进行估值。绝对估值法得到公司合理估值为22.41元，估值区间为20.04-25.49元。

表10：绝对估值法-FCFE

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	TV
FCFF	667.4	919.3	1,099.0	880.5	925.0	953.1	982.1	1,011.9	1,042.6	1,074.2	
(利息费用-利息收入)*(1-t)	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	
长期贷款的增加/(减少)	533.9	735.4	879.2	704.4	740.0	762.5	785.7	809.5	834.0	859.3	
循环贷款的增加(减少)	225.9	284.4	304.1	317.0	324.2	328.5	331.9	335.0	338.0	340.9	
FCFE	48.8	(90.6)	(57.5)	9.8	(35.1)	(28.4)	(29.2)	(29.8)	(30.4)	(31.0)	15,178.0
PV(FCFE)	(300.0)	(200.0)	(200.0)	(100.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	(50.0)	6,112.5
股票价值	10,534.5										
每股价值	22.41										

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表11：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		8.5%	9.0%	9.52%	10.0%	10.5%
永续增长率变化	3.5%	31.68	28.53	25.89	23.67	21.76
	3.0%	29.63	26.88	24.56	22.57	20.85
	2.5%	27.91	25.49	23.41	21.62	20.04
	2.0%	26.46	24.29	22.31	20.78	19.34
	1.5%	25.21	23.26	21.54	20.04	18.71
	1.0%	24.13	22.35	20.78	19.39	18.14
	0.5%	23.18	21.55	20.09	18.80	17.63

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

表12：资本成本假设

	假设值
无杠杆Beta	0.9
无风险利率	4.00%
股票风险溢价	6.30%
公司股价	14.11
发行在外股数	470
股票市值(E)	6632
债务总额(D)	1320
Kd	5.30%
T	20.00%
Ka	9.67%
有杠杆Beta	1.04
Ke	10.57%
E/(D+E)	83.40%
D/(D+E)	16.60%
WACC	9.52%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

相对估值

公司的主要产品为表面活性剂产品和油脂化工产品，因此我们各选了一些具有类似业务的上市公司进行比较，其中皇马科技主营产品为表面活性剂，嘉化能源主要产品为油脂化工中的脂肪醇。

经过对比，可比公司2021年PE均值为13.3倍，由于公司是表面活性剂与油脂化工行业龙头，且2021年有大量新建项目投产，以及公司未来在下游OEM领域的布局，我们认为公司2021年估值在13-15倍较为合理，因此相对估值法合理估值区间为17.6-20.3元。

表13：相对估值法

		主营产品	股价 (2021.3.4)	EPS			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
				2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E			
603181	皇马科技	表面活性剂	18.03	0.79	1.01	1.23	22.9	17.9	14.7	4.1	0.91	7,300
600273	嘉化能源	脂肪醇	9.09	0.78	1.05	1.25	11.7	8.6	7.3	1.8	0.39	13,000
均值							17.3	13.3	11.0	3.0	0.65	
002637	赞宇科技		14.11	0.74	1.35	1.64	19.1	10.5	8.6	2.1	0.13	6,600

资料来源：皇马科技、嘉化能源盈利预测来自Wind一致预期，国信证券经济研究所预测

注：本表格中涉及的其他上市公司，仅作为可比公司进行业绩与估值的参考对象，不作为有关公司投资评级建议

投资建议

我们认为公司是一家技术沉淀深厚的表面活性剂与油脂化工双龙头企业。公司是国内产业规模最大、综合竞争力最强表面活性剂供应商，目前产能90万吨/年，国内市场占有率达到35%以上，2021年底产能有望达到130万吨/年；同时公司向下游日化用品OEM/ODM延伸，2021年底OEM/ODM产能由10万吨/年提升至60万吨/年。公司油脂化工现有产能约80万吨/年，国内产能占有率约40%，2021/2022年底产能将达到90/120万吨/年，子公司印尼杜库达具备极强成本优势，同时公司不断开发油化下游细分领域高毛利产品，盈利能力有望进一步提升。我们认为表面活性剂与油脂化工行业经过了持续多年的产业整合，目前供需状况已经发生了实质性变化，公司作为行业龙头话语权逐步增强。此外在全球经济复苏及通货膨胀预期下，我们预计公司有望受益于原料棕榈油价格持续上涨带来的额外库存收益。

我们预测公司2021-2022年归母净利润分别为6.3亿元、7.7亿元，对应EPS至分别为1.35元、1.64元，对应PE分别为10X、9X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 一、原料棕榈油受供需情况、关税政策变化价格或大幅波动；
- 二、表面活性剂和油脂化工产品价格大幅下降；
- 三、公司在建工程进度不及预期，导致产能释放不达预期；
- 四、疫情变化影响产业链下游需求。

投资附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	389	500	500	957	营业收入	6580	7849	9594	10616
应收款项	925	1075	1314	1454	营业成本	5505	6629	8001	8826
存货净额	889	1060	1277	1410	营业税金及附加	23	31	38	42
其他流动资产	347	413	505	559	销售费用	221	275	336	350
流动资产合计	2674	3148	3696	4480	管理费用	191	247	299	298
固定资产	2929	2807	2720	2620	财务费用	86	50	35	25
无形资产及其他	281	270	259	247	投资收益	150	11	0	0
投资性房地产	791	791	791	791	资产减值及公允价值变动	10	(150)	(10)	(10)
长期股权投资	4	14	24	34	其他收入	(238)	0	0	0
资产总计	6679	7029	7489	8172	营业利润	477	479	874	1064
短期借款及交易性金融负债	1330	1373	1023	1000	营业外净收支	0	0	0	0
应付款项	1261	1518	1829	2020	利润总额	477	479	874	1064
其他流动负债	573	693	836	918	所得税费用	87	96	175	213
流动负债合计	3164	3584	3688	3937	少数股东损益	35	35	65	79
长期借款及应付债券	248	(52)	(52)	(52)	归属于母公司净利润	354	348	634	773
其他长期负债	56	56	56	56					
长期负债合计	304	4	4	4	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3468	3588	3692	3942	净利润	354	348	634	773
少数股东权益	522	543	582	629	资产减值准备	(114)	58	3	(3)
股东权益	2690	2898	3216	3602	折旧摊销	190	226	284	304
负债和股东权益总计	6679	7029	7489	8172	公允价值变动损失	(10)	150	10	10
					财务费用	86	50	35	25
关键财务与估值指标					营运资本变动	(800)	49	(91)	(58)
每股收益	0.84	0.74	1.35	1.64	其它	137	(37)	35	50
每股红利	0.30	0.30	0.67	0.82	经营活动现金流	(244)	794	877	1076
每股净资产	6.36	6.17	6.84	7.66	资本开支	(161)	(300)	(200)	(200)
ROIC	13%	12%	16%	19%	其它投资现金流	60	24	0	0
ROE	13%	12%	20%	21%	投资活动现金流	139	(286)	(210)	(210)
毛利率	16%	16%	17%	17%	权益性融资	52	0	0	0
EBIT Margin	10%	9%	10%	10%	负债净变化	(53)	(300)	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	13%	13%	支付股利、利息	(126)	(139)	(317)	(386)
收入增长	-7%	19%	22%	11%	其它融资现金流	458	42	(350)	(23)
净利润增长率	99%	-2%	83%	22%	融资活动现金流	153	(397)	(667)	(409)
资产负债率	60%	59%	57%	56%	现金净变动	49	111	0	457
息率	2.1%	2.3%	5.3%	6.5%	货币资金的期初余额	341	389	500	500
P/E	16.8	19.1	10.5	8.6	货币资金的期末余额	389	500	500	957
P/B	2.2	2.3	2.1	1.8	企业自由现金流	(248)	509	729	926
EV/EBITDA	11.4	11.4	8.6	7.5	权益自由现金流	157	211	351	883

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。