

投资评级 优于大市 维持

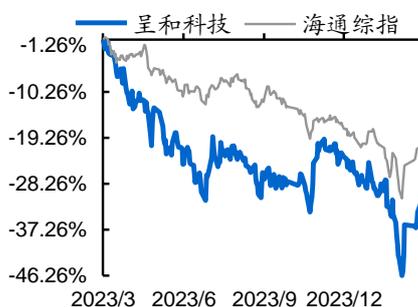
国内成核剂和合成水滑石龙头，完成收购科澳化学和信达丰

股票数据

| | |
|---------------|-------------|
| 02月27日收盘价(元) | 35.30 |
| 52周股价波动(元) | 26.20-53.95 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 135/84 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 4777/2975 |

相关研究

《拟定增募资不超3亿元，用于收购并增资科澳化学以及收购信达丰》2023.02.27

市场表现


| 沪深300对比 | 1M | 2M | 3M |
|----------|------|------|-------|
| 绝对涨幅 (%) | 3.9 | -3.5 | -11.4 |
| 相对涨幅 (%) | -1.0 | -8.3 | -11.0 |

资料来源：海通证券研究所

投资要点：

- 公司为国内成核剂和合成水滑石龙头。**公司主营产品包括成核剂、合成水滑石和 NDO 复合助剂三大类型高分子材料助剂产品，是下游厂商生产高性能树脂材料和改性塑料的关键材料。公司合成水滑石产能位居内资企业第一梯队。公司在成核剂领域是国内规模最大的领先企业。在产品性能方面，公司的透明成核剂及增刚成核剂性能比肩国际先进品牌，增刚增韧成核剂有效解决了刚韧平衡这一行业难题。
- 公司 23H1 完成收购科澳化学和信达丰。**科澳化学具有多种成熟的抗氧化剂配方和生产经验；信达丰具有较为完善国内外客户网络，具备多家石化厂和境外客户认证资质，产品出口到中国台湾、德国、美国、巴基斯坦、印度、澳大利亚等 30 多个国家和地区，具备丰富进出口和国内销售经验，与科澳化学共同实现抗氧化剂生产、销售一体化。23H1 公司收购了科澳化学和信达丰，整合其抗氧化剂业务，进一步优化、整合和共享双方在核心技术、客户资源和渠道资源方面的积累，完善了公司产品线，增强了产业链配套服务能力，提高市场竞争力和抗风险能力。
- 公司实际定增募资 9203 万元用于收购和补充流动资金。**本次发行公司新增股份数约 199 万股，发行价格 49.12 元/股，本次发行的募集资金总额为 9796 万元，扣除各项发行费用实际募集资金净额人民币 9203 万元。本次募集资金扣除财务性投资及相关发行费用后的募集资金净额将全部用于以下项目：其中 7520 万元用于收购科澳化学 100% 股权并增资，投资总额为 1.38 亿元；1120 万元用于收购信达丰 100% 股权，投资总额为 1970 万元；3360 万元用于补充流动资金。
- 在建项目支撑公司增长。**公司高分子材料助剂生产技术改造项目产能约 1.8 万吨/年；广州科呈新建高分子材料助剂建设项目一期，第一期建设项目年产 6350 吨成核剂、1.005 万吨合成水滑石和 20000 吨复合助剂，预计 2024 年 9 月建成。公司现有广州白云厂区合计产能 1.7 万吨/年，上述项目建成后公司合计产能将达 7.2 万吨/年。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 2.18 亿元、2.62 亿元和 3.14 亿元。参考同行业公司，我们认为合理估值为 2024 年 22-25 倍 PE，对应合理价值区间为 42.68-48.50 元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示：**核心竞争力风险；尚未盈利的风险；业绩大幅下滑或亏损的风险。

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 576 | 695 | 914 | 1124 | 1331 |
| (+/-)YoY(%) | 25.2% | 20.6% | 31.6% | 22.9% | 18.5% |
| 净利润(百万元) | 157 | 195 | 218 | 262 | 314 |
| (+/-)YoY(%) | 34.8% | 24.3% | 11.7% | 20.3% | 19.6% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 1.16 | 1.44 | 1.61 | 1.94 | 2.32 |
| 毛利率(%) | 44.2% | 41.9% | 39.3% | 38.7% | 38.9% |
| 净资产收益率(%) | 17.3% | 18.5% | 16.9% | 17.9% | 17.6% |

资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

盈利预测:

价格: 我国正在成为全球塑料材料的主要需求增长引擎, 根据 22 年价格, 我们判断 23-25 年价格保持平稳, 我们假设: 1) 成核剂: 23-25 年价格为 6 万元/吨; 2) 合成水滑石: 23-25 年价格为 2 万元/吨; 3) 复合助剂: 23-25 年价格为 4 万元/吨。

产能利用率: 我国正在成为全球塑料材料的主要需求增长引擎, 根据 22 年产能利用率, 我们判断 23-25 年产量逐步提高, 我们假设: 1) 成核剂: 23-25 年产能利用率分别为 61%、48%和 53%; 2) 合成水滑石: 23-25 年产能利用率分别为 59%、42%和 63%; 3) 复合助剂: 23-25 年产能利用率分别为 55%、25%和 30%。

产销率: 我国正在成为全球塑料材料的主要需求增长引擎, 根据 22 年产销率, 我们判断 23-25 年产销率保持稳定, 我们假设: 1) 成核剂: 23-25 年产销率为 98%; 2) 合成水滑石: 23-25 年产销率为 98%; 3) 复合助剂: 23-25 年产销率为 100%。

表 1 呈和科技分业务盈利预测

| 项目 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------|--------|--------|---------|---------|
| 总收入(百万元) | 694.90 | 914.21 | 1123.52 | 1331.38 |
| 总成本(百万元) | 403.84 | 555.32 | 688.99 | 813.08 |
| 总毛利率 | 41.89% | 39.26% | 38.68% | 38.93% |
| 成核剂 | | | | |
| 收入(百万元) | 391.01 | 433.52 | 508.41 | 562.43 |
| 成本(百万元) | 178.93 | 195.09 | 228.78 | 253.09 |
| 毛利率 | 54.24% | 55.00% | 55.00% | 55.00% |
| 合成水滑石 | | | | |
| 收入(百万元) | 117.34 | 144.48 | 177.48 | 269.44 |
| 成本(百万元) | 63.96 | 78.02 | 95.84 | 145.49 |
| 毛利率 | 45.49% | 46.00% | 46.00% | 46.00% |
| NDO 复合助剂 | | | | |
| 收入(百万元) | 58.35 | 208.01 | 309.43 | 371.32 |
| 成本(百万元) | 47.48 | 168.48 | 250.64 | 300.77 |
| 毛利率 | 18.64% | 19.00% | 19.00% | 19.00% |
| 贸易业务 | | | | |
| 收入(百万元) | 127.78 | 127.78 | 127.78 | 127.78 |
| 成本(百万元) | 113.47 | 113.73 | 113.73 | 113.73 |
| 毛利率 | 11.20% | 11.00% | 11.00% | 11.00% |

资料来源: 公司 2022 年年报, 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

| 公司名称 | 股票代码 | 股价(元) | EPS(元/股) | | | PE(倍) | | |
|------|-----------|-------|----------|------|-------|-------|------|-------|
| | | | 2022 | 2023 | 2024E | 2022 | 2023 | 2024E |
| 彤程新材 | 603650.SH | 27.80 | 0.50 | 0.74 | 0.89 | 62 | 38 | 31 |
| 联泓新科 | 003022.SZ | 17.18 | 0.65 | 0.47 | 0.72 | 47 | 37 | 24 |
| 平均值 | | | | | | 55 | 38 | 28 |

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2024 年 2 月 27 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期。

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 695 | 914 | 1124 | 1331 |
| 每股收益 | 1.44 | 1.61 | 1.94 | 2.32 | 营业成本 | 404 | 555 | 689 | 813 |
| 每股净资产 | 7.93 | 9.55 | 10.84 | 13.16 | 毛利率% | 41.9% | 39.3% | 38.7% | 38.9% |
| 每股经营现金流 | 2.22 | 0.40 | 1.95 | 2.32 | 营业税金及附加 | 8 | 9 | 11 | 13 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.60 | 0.00 | 0.00 | 营业税金率% | 1.1% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 26 | 23 | 28 | 33 |
| P/E | 24.47 | 21.91 | 18.21 | 15.22 | 营业费用率% | 3.7% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| P/B | 4.45 | 3.70 | 3.26 | 2.68 | 管理费用 | 36 | 37 | 45 | 53 |
| P/S | 6.77 | 5.23 | 4.25 | 3.59 | 管理费用率% | 5.2% | 4.0% | 4.0% | 4.0% |
| EV/EBITDA | 33.04 | 19.54 | 16.14 | 12.93 | EBIT | 200 | 257 | 309 | 369 |
| 股息率% | 0.0% | 1.7% | 0.0% | 0.0% | 财务费用 | -8 | 0 | 0 | 0 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | -1.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 毛利率 | 41.9% | 39.3% | 38.7% | 38.9% | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 净利润率 | 28.1% | 23.8% | 23.4% | 23.6% | 投资收益 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 净资产收益率 | 18.5% | 16.9% | 17.9% | 17.6% | 营业利润 | 228 | 257 | 309 | 369 |
| 资产回报率 | 8.2% | 8.5% | 9.3% | 9.8% | 营业外收支 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资回报率 | 8.9% | 10.0% | 11.2% | 11.8% | 利润总额 | 227 | 257 | 309 | 369 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 216 | 279 | 332 | 396 |
| 营业收入增长率 | 20.6% | 31.6% | 22.9% | 18.5% | 所得税 | 32 | 38 | 46 | 55 |
| EBIT 增长率 | 12.7% | 28.4% | 20.3% | 19.6% | 有效所得税率% | 14.2% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 净利润增长率 | 24.3% | 11.7% | 20.3% | 19.6% | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 195 | 218 | 262 | 314 |
| 资产负债率 | 55.8% | 49.5% | 48.0% | 44.6% | | | | | |
| 流动比率 | 0.58 | 0.64 | 0.75 | 0.96 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 0.50 | 0.54 | 0.64 | 0.83 | 货币资金 | 268 | 196 | 292 | 536 |
| 现金比率 | 0.20 | 0.16 | 0.22 | 0.38 | 应收账款及应收票据 | 158 | 221 | 272 | 322 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 63 | 86 | 107 | 126 |
| 应收账款周转天数 | 65.79 | 68.09 | 72.55 | 73.76 | 其它流动资产 | 274 | 308 | 345 | 382 |
| 存货周转天数 | 50.40 | 48.41 | 50.57 | 51.73 | 流动资产合计 | 763 | 811 | 1015 | 1366 |
| 总资产周转率 | 0.39 | 0.37 | 0.42 | 0.44 | 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产周转率 | 6.95 | 5.11 | 4.15 | 4.15 | 固定资产 | 115 | 242 | 299 | 342 |
| | | | | | 在建工程 | 55 | 55 | 55 | 55 |
| | | | | | 无形资产 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 1626 | 1750 | 1807 | 1850 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 2390 | 2561 | 2822 | 3216 |
| 净利润 | 195 | 218 | 262 | 314 | 短期借款 | 868 | 868 | 868 | 868 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付票据及应付账款 | 384 | 302 | 375 | 443 |
| 非现金支出 | 19 | 23 | 24 | 27 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | -28 | -2 | 0 | 0 | 其它流动负债 | 73 | 91 | 104 | 116 |
| 营运资金变动 | 111 | -184 | -23 | -26 | 流动负债合计 | 1325 | 1261 | 1347 | 1427 |
| 经营活动现金流 | 296 | 54 | 263 | 314 | 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产 | -76 | -150 | -80 | -70 | 其它长期负债 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 投资 | -1057 | 0 | 0 | 0 | 非流动负债合计 | 7 | 8 | 8 | 8 |
| 其他 | 10 | 5 | 0 | 0 | 负债总计 | 1333 | 1269 | 1355 | 1435 |
| 投资活动现金流 | -1123 | -145 | -80 | -70 | 实收资本 | 133 | 135 | 135 | 135 |
| 债权募资 | 864 | 0 | 0 | 0 | 归属于母公司所有者权益 | 1057 | 1292 | 1467 | 1781 |
| 股权募资 | 0 | 91 | -87 | 0 | 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | -78 | -74 | 0 | 0 | 负债和所有者权益合计 | 2390 | 2561 | 2822 | 3216 |
| 融资活动现金流 | 786 | 17 | -87 | 0 | | | | | |
| 现金净流量 | -40 | -72 | 96 | 244 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 02 月 27 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,卫星化学,诺普信,滨化股份,湘潭电化,东方铁塔,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,皇马科技,华光新材,中农立华,联瑞新材,利安隆,颖泰生物,万润股份,昊华科技,东华能源,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,国光股份,三角轮胎,苏博特,卓越新能

投资评级说明

| | 类别 | 评级 | 说明 |
|--|--------|------|-------------------------------|
| 1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。 | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上; |
| | | 中性 | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。 |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。