



中信证券研究部

核心观点



李超
首席新材料分析师
S1010520010001



袁健聪
首席新能源汽车
分析师
S1010517080005



王喆
首席能源化工
分析师
S1010513110001

12月21日，公司发布公告，控股子公司泰兴怡达建设的年产15万吨环氧丙烷（PO）项目顺利完成各项工作，专家验证通过，开始进入试生产阶段。随着环氧丙烷项目的顺利投产，公司产业链顺利向上游延伸，公司低成本优势得以巩固，支撑公司业绩成长空间。我们继续看好公司周期性的业绩向上趋势，维持目标价67元，维持“买入”评级。

环氧丙烷项目顺利验收，进入试生产阶段。2021年12月21日，公司发布公告称，控股子公司泰兴怡达建设的“年产15万吨环氧丙烷项目”已完成工程主体建设，设备安装、调试及各项验收工作，试生产方案经专家论证通过，符合试生产条件，进入试生产阶段。公司将根据工艺要求，先进行双氧水试生产，再进行环氧丙烷试生产。

醇醚及醇醚酯需求可观，多项优势助公司保持领先地位。醇醚及醇醚酯产品应用领域广泛，可用于涂料、电子化学品、汽车、油墨、日用化工等领域，电子级醇醚及酯产品需求广阔。公司现有醇醚及醇醚酯产品产能23万吨，居国内第二位，上市公司首位。公司拥有技术优势、区位优势及上下游协同优势，保持行业内的领先地位。

上下游协同巩固成本优势，看好公司未来业绩持续释放。公司实行“上攀下钻”的产品战略，向产业上下游纵向延伸，产业链上游主要是发展环氧丙烷项目。自产PO项目投产后，我们预计公司每年将自用5万吨，带动下游醇醚及醇醚酯成本大幅下降，同时PO项目可外销10万吨，推动公司未来的业绩增长。

风险因素：环氧丙烷项目产能释放不及预期；环氧丙烷价格大幅波动；下游需求不及预期；发生安全生产事故

投资建议：公司环氧丙烷项目顺利建成，预计低成本优势将进一步巩固，利润将得到增厚，我们继续看好公司未来业绩成长空间。结合公司项目建设进度，我们略微下调公司2021/2022年归母净利润预测分别为3.51/4.76亿元（原预测为3.84/4.85亿元），考虑产品成本价格的周期性波动，预计2023年归母净利润同比下降至2.51亿元，对应2021-23年EPS预测分别为4.10/5.55/2.93元。综合考虑可比公司PE估值和公司环氧丙烷项目带来的增长预期，给予公司2022年12倍PE估值，维持目标价67元，维持“买入”评级。

怡达股份	300721
评级	买入（维持）
当前价	52.81元
目标价	67.00元
总股本	86百万股
流通股本	84百万股
总市值	45亿元
近三月日均成交额	65百万元
52周最高/最低价	64.51/28.76元
近1月绝对涨幅	-0.84%
近6月绝对涨幅	45.48%
近12月绝对涨幅	77.77%

项目/年度	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	954.42	1,004.16	1,926.45	2,861.39	3,148.65
营业收入增长率 YoY	-15%	5%	92%	49%	10%
净利润(百万元)	6.55	(3.88)	351.49	476.27	251.49
净利润增长率 YoY	-82%	-159%	N/A	35%	-47%
每股收益 EPS(基本)(元)	0.08	(0.05)	4.10	5.55	2.93
毛利率	13%	9%	34%	32%	22%
净资产收益率 ROE	0.78%	-0.47%	26.40%	28.03%	13.94%
每股净资产(元)	9.84	9.72	15.52	19.82	21.04
PE	660.1	-1,056.2	12.9	9.5	18.0
PB	5.4	5.4	3.4	2.7	2.5
PS	4.7	4.5	2.4	1.6	1.4
EV/EBITDA	91.5	79.3	10.2	7.8	13.1

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为2021年12月23日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	954	1,004	1,926	2,861	3,149
营业成本	834	911	1,262	1,960	2,466
毛利率	12.6%	9.3%	34.5%	31.5%	21.7%
税金及附加	7	6	13	20	22
销售费用	51	24	104	163	179
销售费用率	5.3%	2.4%	5.4%	5.7%	5.7%
管理费用	30	29	58	92	102
管理费用率	3.1%	2.9%	3.0%	3.2%	3.3%
财务费用	17	25	36	33	19
财务费用率	1.7%	2.4%	1.9%	1.1%	0.6%
研发费用	20	21	39	60	66
研发费用率	2.1%	2.1%	2.0%	2.1%	2.1%
投资收益	3	0	5	3	3
EBITDA	58	67	522	678	404
营业利润	4	(7)	423	576	312
营业利润率	0.37%	-0.67%	21.98%	20.14%	9.90%
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	2	2	2	2	2
利润总额	1	(9)	422	574	310
所得税	(5)	(4)	63	86	46
所得税率	-463.3%	49.8%	15.0%	15.0%	15.0%
少数股东损益	(0)	(0)	7	12	12
归属于母公司股东的净利润	7	(4)	351	476	251
净利率	0.7%	-0.4%	18.2%	16.6%	8.0%

资产负债表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	108	162	350	435	520
存货	182	153	240	376	452
应收账款	89	102	165	267	294
其他流动资产	170	142	184	207	203
流动资产	548	559	939	1,285	1,468
固定资产	367	334	680	715	677
长期股权投资	0	0	0	0	0
无形资产	163	160	160	160	160
其他长期资产	658	1,185	1,185	1,185	1,185
非流动资产	1,188	1,679	2,024	2,059	2,022
资产总计	1,736	2,237	2,963	3,344	3,490
短期借款	351	510	837	507	314
应付账款	231	385	339	632	833
其他流动负债	87	210	151	189	210
流动负债	668	1,106	1,327	1,328	1,357
长期借款	160	200	200	200	200
其他长期负债	10	44	44	44	44
非流动性负债	169	244	244	244	244
负债合计	838	1,350	1,572	1,572	1,601
股本	81	80	86	86	86
资本公积	540	534	674	674	674
归属于母公司所有者权益合计	844	834	1,331	1,699	1,804
少数股东权益	54	53	60	72	84
股东权益合计	898	887	1,392	1,772	1,889
负债股东权益总计	1,736	2,237	2,963	3,344	3,490

现金流量表 (百万元)

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税后利润	6	-4	358	488	263
折旧和摊销	40	53	71	83	87
营运资金的变化	-28	19	-299	69	123
其他经营现金流	9	13	33	31	17
经营现金流合计	27	80	164	670	490
资本支出	-396	-347	-417	-117	-50
投资收益	3	0	5	3	3
其他投资现金流	-44	83	0	0	0
投资现金流合计	-437	-264	-412	-115	-47
权益变化	7	0	146	0	0
负债变化	237	252	327	-330	-193
股利支出	-12	-4	0	-108	-146
其他融资现金流	-41	-44	-36	-33	-19
融资现金流合计	191	204	437	-471	-358
现金及现金等价物净增加额	-219	20	188	85	85

主要财务指标

指标名称	2019	2020	2021E	2022E	2023E
增长率 (%)					
营业收入	-15.3%	5.2%	91.8%	48.5%	10.0%
营业利润	-91.8%	-290.4%	N/A	36.1%	-45.9%
净利润	-81.7%	-159.2%	N/A	35.5%	-47.2%
利润率 (%)					
毛利率	12.6%	9.3%	34.5%	31.5%	21.7%
EBITDA Margin	6.0%	6.7%	27.1%	23.7%	12.8%
净利率	0.7%	-0.4%	18.2%	16.6%	8.0%
回报率 (%)					
净资产收益率	0.8%	-0.5%	26.4%	28.0%	13.9%
总资产收益率	0.4%	-0.2%	11.9%	14.2%	7.2%
其他 (%)					
资产负债率	48.3%	60.3%	53.0%	47.0%	45.9%
所得税率	-463.3%	49.8%	15.0%	15.0%	15.0%
股利支付率	61.5%	0.0%	30.7%	30.7%	20.5%

资料来源: 公司公告, 中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由CLSA Limited分发；在中国台湾由CL Securities Taiwan Co., Ltd.分发；在澳大利亚由CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由CLSA Europe BV或CLSA（UK）分发；在印度由CLSA India Private Limited分发（地址：孟买（400021）Nariman Point的Dalal House 8层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的INZ000001735，作为商人银行的INM000010619，作为研究分析商的INH000001113）；在印度尼西亚由PT CLSA Sekuritas Indonesia分发；在日本由CLSA Securities Japan Co., Ltd.分发；在韩国由CLSA Securities Korea Ltd.分发；在马来西亚由CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd分发；在菲律宾由CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由CLSA Securities (Thailand) Limited分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由CLSA group of companies（CLSA Americas除外）仅向符合美国《1934年证券交易法》下15a-6规则定义且CLSA Americas提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与CLSA group of companies获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第33、34及35条的规定，《财务顾问法》第25、27及36条不适用于CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由CLSA（UK）或CLSA Europe BV发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析师编制的研究资料，其由CLSA（UK）与CLSA Europe BV制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及CHI-X的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由CAPL仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经CAPL事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第761G条的规定。CAPL研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的ASX All Ordinaries指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人士。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。