

证券研究报告 / 公司点评报告

买入

上次评级: 买入

阻燃剂维持景气通道, 涂料、脂肪胺有望持续发力

公司 2019 年实现营收 19.30 亿元 (11.35%), 实现归母净利润 1.66 亿元, (+54.19%), 实现扣非后归母净利润 0.80 亿元 (+75.96%)。单四季度来看公司实现营收 5.12 亿元 (-14.09%), 实现归母净利润 0.25 亿元, 同比扭亏。业绩基本符合预期, 公司收到大伟原股东业绩补偿 8008.46 万元, 同时因大伟助剂未完成业绩承诺计提商誉减值准备 7170 万元。

2019 年公司整体实现毛利率 24.40% (+1.76pct), 实现净利率 7.93% (+1.96pct)。受公司多项产品推出及项目投入影响, 2019 年费用率显著提升, 销售费用率 5.92% (+0.75pct), 管理费用率 4.43% (+0.30pct), 研发费用率 4.39% (+1.67pct), 财务费用率 0.84% (+0.66pct), 整体费用率 15.58% (+3.38pct)。受公司销售增长及货款回笼加快, 经营活动现金流净额强劲, 2.4 亿元 (+174.26%)。随着公司涂料助剂及脂肪胺及催化剂项目的生产销售增长, 公司整体费用率有望回落。

磷系阻燃剂景气上行。2019 年阻燃剂销量小幅提升至 92719 吨 (+8.44%)。受到供需紧张影响, 2019Q4 阻燃剂均价达到 17072 元/吨, 较 2019Q1 提升 8.02%。公司阻燃剂 2019 年实现营收 15.44 亿元 (+11.53%)。主要原材料价格有所下降, 毛利率 26.50% (+2.2pct)。年产 43500 吨磷酸酯无卤阻燃剂项目计划 2020 年 7 月试生产, 将有效缓解目前供不应求的局面, 提供增长的新动力。

涂料助剂初露峥嵘。年产 4 万吨腰果酚系列产品项目于 2019 年 9 月份顺利试生产, 2019 年公司涂料助剂共实现销量 232 吨, 营收 299 万元, 毛利率 9.15%。2019 年是公司涂料助剂板块的启程一年, 规模及利润率尚未打开, 公司涂料助剂板块前景光明。

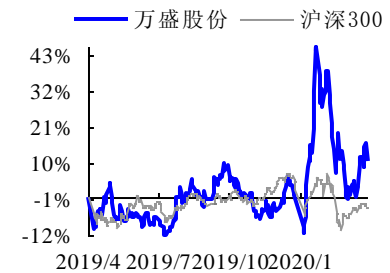
大伟助剂浴火重生。公司脂肪胺及催化剂实现销售 16353 吨 (+83.00%), 产品均价 2.25 万元/吨 (-17.67%), 实现营收 3.67 亿元 (+50.67%), 毛利率 16.08% (-5.71pct)。公司大伟二期产品技改项目预计 2021 年初建设完成并试生产, 来满足需求的增长。

维持盈利预测, 维持投资评级: 预计公司 2020-2022 年实现归母净利润 2.60/3.40/4.43 亿元, 对应 PE 分别为 17/13/10 倍, 重申“买入”评级。

风险提示: 需求下滑、产品价格下降、新增产能投放不及预期的风险。

股票数据	2020/4/27
6 个月目标价 (元)	22.48
收盘价 (元)	13.10
12 个月股价区间 (元)	9.70 ~ 18.37
总市值 (百万元)	4,543
总股本 (百万股)	347
A 股 (百万股)	347
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	10

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	2%	10%	9%
相对收益	-1%	15%	10%

相关报告

《万盛股份 (603010): 欧盟无卤化与电动车应用双轮驱动, 国内 BDP 龙头进入成长快车道》-20200226

《【东北石化】成品油系列深度五: 燃料油出口退税政策获批, 中国炼厂的大机会》-20200223

《从“限塑”到“禁塑”, 可降解塑料迎黄金发展期, 首推金发科技》-20200121

《基础化工 2020 年度策略: 龙头再上台阶, 化工新材料将扮演主角》-20191203

证券分析师: 王栋

执业证书编号: S0550519080004

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1,733	1,930	2,444	3,060	3,992
(+/-)%	17.63%	11.35%	26.67%	25.21%	30.44%
归属母公司净利润	108	166	260	340	443
(+/-)%	18.05%	54.19%	57.03%	30.52%	30.31%
每股收益 (元)	0.31	0.48	0.75	0.98	1.28
市盈率	45.32	23.66	17.45	13.37	10.26
市净率	4.29	3.19	3.05	2.49	2.00
净资产收益率 (%)	9.47%	13.49%	17.50%	18.59%	19.50%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	253	347	347	347	347

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	232	195	200	200	净利润	153	246	326	419
交易性金融资产	21	21	21	21	资产减值准备	73	0	0	0
应收款项	265	423	531	689	折旧及摊销	65	48	53	58
存货	272	312	396	519	公允价值变动损失	-4	0	0	0
其他流动资产	63	64	69	78	财务费用	19	25	19	18
流动资产合计	853	1,015	1,218	1,507	投资损失	4	0	0	0
可供出售金融资产	0	0	0	0	运营资本变动	-117	12	-87	-92
长期投资净额	0	0	0	0	其他	10	-20	0	0
固定资产	744	799	949	1,394	经营活动净现金流量	204	310	310	404
无形资产	90	117	143	176	投资活动净现金流量	-236	-251	-153	-477
商誉	68	259	259	259	融资活动净现金流量	-13	-91	-152	73
非流动资产合计	1,142	1,365	1,465	1,884	企业自由现金流	112	-50	219	-20
资产总计	1,994	2,385	2,688	3,395					
短期借款	271	206	73	164	财务与估值指标				
应付款项	236	417	506	662	每股指标				
预收款项	10	12	16	21	每股收益 (元)	0.48	0.75	0.98	1.28
一年内到期的非流动负债	46	46	46	46	每股净资产 (元)	3.54	4.29	5.27	6.55
流动负债合计	630	777	754	1,042	每股经营性现金流量 (元)	0.59	0.89	0.89	1.16
长期借款	165	165	165	165	成长性指标				
其他长期负债	40	40	40	40	营业收入增长率	11.35%	26.67%	25.21%	30.44%
长期负债合计	205	205	205	205	净利润增长率	54.19%	57.03%	30.52%	30.31%
负债合计	835	982	959	1,247	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	1,229	1,487	1,827	2,270	毛利率	24.40%	22.39%	23.86%	23.88%
少数股东权益	-11	-26	-40	-63	净利率	8.59%	10.65%	11.10%	11.09%
负债和股东权益总计	1,994	2,385	2,688	3,395	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	61.66	63.11	63.38	63.00
					存货周转率 (次)	67.68	60.08	62.08	62.34
					偿债能力指标				
					资产负债率	41.87%	41.17%	35.67%	36.73%
					流动比率	1.35	1.31	1.62	1.45
					速动比率	0.90	0.88	1.06	0.92
					费用率指标				
					销售费用率	5.92%	5.45%	5.56%	5.58%
					管理费用率	4.43%	4.10%	4.33%	4.30%
					财务费用率	0.84%	0.83%	0.50%	0.36%
					分红指标				
					分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					估值指标				
					P/E (倍)	23.66	17.45	13.37	10.26
					P/B (倍)	3.19	3.05	2.49	2.00
					P/S (倍)	2.35	1.86	1.48	1.14
					净资产收益率	13.49%	17.50%	18.59%	19.50%

资料来源：东北证券

分析师简介:

王栋: 中科院微系统所微电子学与固体电子学硕士, 华中科技大学材料科学与工程本科, 现任东北证券基础化工组分析师。2017年以来具有3年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准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, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wanguan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn