

强烈推荐-A (维持)

阳谷华泰 300121.SZ

目标估值: 12.34-12.85 元

当前股价: 10.08 元

2019 年 03 月 02 日

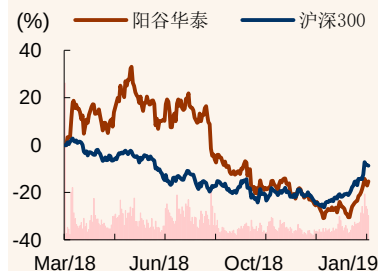
18年业绩大幅增长，当前价格和估值都位于低位

基础数据

上证综指	2994
总股本(万股)	38861
已上市流通股(万股)	35702
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	36
每股净资产(MRQ)	4.3
ROE(TTM)	23.6
资产负债率	28.5%
主要股东	王传华
主要股东持股比例	38.33%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	-11	-17
相对表现	6	-23	-10



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《阳谷华泰(300121)——成本下降 Q2 业绩环比增加，立足环保市占率有望提升》2018-08-08
- 2、《阳谷华泰(300121)——2018H 业绩略超预期，橡胶助剂景气持续》2018-06-29
- 3、《阳谷华泰(300121)——新材料领域坚定开拓，橡胶助剂盈利强劲》2018-05-08

周铮

S1090515120001

姚鑫

yaixin@cmschina.com.cn

S1090516050001

段一帆

0755-8308 1536

duanyifan@cmschina.com.cn

S1090518030001

钟浩

S1090518040001

事件:

公司发布 2018 年业绩快报: 2018 年, 公司实现营业收入 20.82 亿元, 同比增长 27.12%; 实现归母净利润 3.67 亿元, 同比增长 80.43%; EPS1.01 元。

点评:

1、公司产品量价齐升带来收入和利润的增长。

公司主要从事橡胶助剂的研发、生产和销售, 产品主要包括防焦剂 CTP、焦母粒、促进剂 NS、促进剂 CBS、不溶性硫磺、微晶石蜡等。目前拥有 CTP 产能 2 万吨、促进剂 NS 产能 2.5 万吨、不溶性硫磺 2 万吨(其中 1 万吨在 18 年中旬投产, 工艺为连续法)。根据卓创数据, 2018 年促进剂均价 3.67 万元/吨, 同比增长 14.0%。此外, 公司产品开工率提升, 产销量预计同比有所增长, 共同推动收入和利润的同比增加。

2、扩大优势产品规模保短期增长, 实施中层骨干股权激励健全长效激励机制。

橡胶助剂废水具有含盐量高、COD 高、难以生化的特点, 产能又集中在山东、天津、河南等污染防治重点区域, 在目前环保高压背景下, 新增产能门槛很高, 环保不达标企业逐步退出, 龙头市占率不断增加。公司通过自主研发、有效解决了橡胶助剂废水的治理难题, 利用环保和技术优势, 不断扩大优势产品的生产规模。公司一期 1 万吨不溶性硫磺产能顺利投产, 负荷率提升, 二期 1 万吨不溶性硫磺、1.5 万吨促进剂 M 和 1 万吨促进剂 NS 等配股项目顺利推进, 为公司的持续成长提供动力。公司于 18 年 12 月实施股权激励计划, 向 108 名中层管理及核心技术人员授予 1348 万股, 限售期分别为 12/24/36 个月, 解禁条件为以 17 年营业收入为基数, 2019、2020、2021 年营业收入增长率不低于 30%、50%、70%, 有利于提升中层管理和技术人才的积极性, 健全公司长效激励机制。

3、产品价格下行风险小, 19 年多个产品有新产能投放。

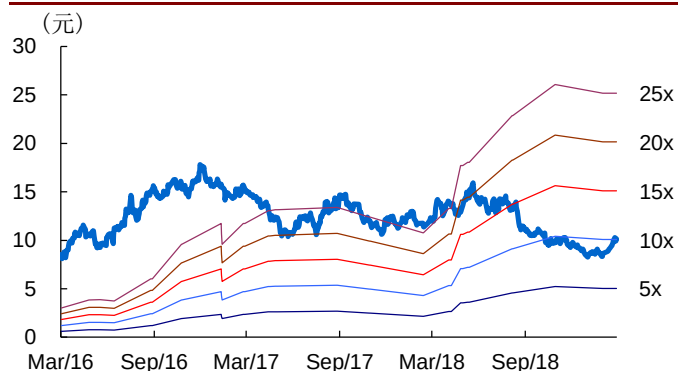
从 18 年 4 月份开始, 橡胶助剂产品价格开始下行, 目前已处于底部区域, 下行风险较小。另外, 19 年公司不溶性硫磺、联合树脂、胶母粒、微晶石蜡产能同比都会增加, 将有助于增厚公司利润。

4、维持“强烈推荐-A”投资评级。

未来在国家常态化环保高压之下, 橡胶助剂行业景气度不断持续, 集中度不断提升, 公司将占据更多的市场份额, 实现较高盈利。我们预计公司 2019 年和 2020 年分别实现净利润 3.57 亿和 4.64 亿, 对应 PE 为 11 倍和 8 倍, 目前公司产品价格和估值都位于低位, 维持“强烈推荐-A”投资评级。

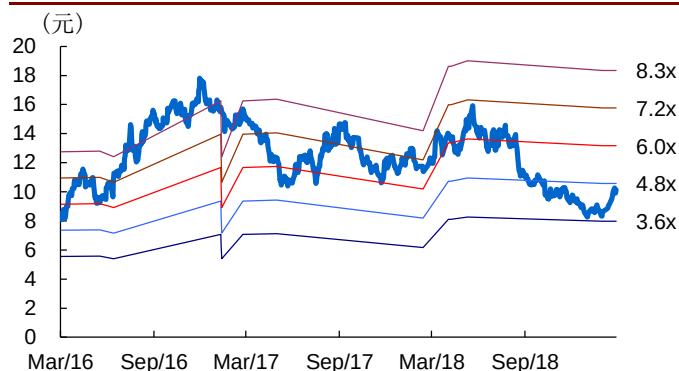
风险因素: 产品价格大幅波动风险, 项目建设不及预期风险。

图 1：阳谷华泰历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：阳谷华泰历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《阳谷华泰（300121）—成本下降 Q2 业绩环比增加，立足环保，市占率有望提升》2018-08-08
- 2、《阳谷华泰（300121）—2018H 业绩略超预期，橡胶助剂景气持续》2018-06-29
- 3、《阳谷华泰（300121）—新材料领域坚定开拓，橡胶助剂盈利强劲》2018-05-08
- 4、《阳谷华泰（300121）—产品量价齐升业绩超预期，橡胶助剂景气持续》2018-04-27
- 5、《阳谷华泰（300121）—产品量价齐升利润大幅增长，看好橡胶助剂持续高景气》2018-04-04
- 6、《阳谷华泰深度报告：环保高压集中度提升，橡胶助剂持续高景气》2018-03-09

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	867	1010	1209	1465	1730
现金	171	118	135	198	181
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	129	223	284	331	406
应收款项	389	436	531	619	759
其它应收款	17	24	31	36	44
存货	124	147	157	193	233
其他	36	62	72	87	106
非流动资产	545	614	599	587	576
长期股权投资	0	22	22	22	22
固定资产	435	428	422	417	412
无形资产	78	76	68	61	55
其他	33	88	88	87	87
资产总计	1412	1624	1808	2052	2306
流动负债	495	705	581	578	475
短期借款	149	210	327	281	130
应付账款	102	94	106	131	158
预收账款	3	2	2	3	4
其他	241	399	146	163	183
长期负债	264	63	63	63	63
长期借款	0	0	0	0	0
其他	264	63	63	63	63
负债合计	759	768	644	641	538
股本	289	289	375	375	375
资本公积金	96	124	124	124	124
留存收益	267	442	664	912	1268
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	652	855	1163	1410	1767
负债及权益合计	1412	1624	1808	2052	2306

现金流量表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	173	43	317	328	358
净利润	157	203	367	357	464
折旧摊销	60	60	64	62	61
财务费用	29	28	46	59	68
投资收益	0	(1)	0	0	0
营运资金变动	(73)	(245)	(165)	(157)	(243)
其它	0	(2)	5	6	8
投资活动现金流	(42)	(90)	(50)	(50)	(50)
资本支出	(43)	(75)	(50)	(50)	(50)
其他投资	0	(15)	0	0	0
筹资活动现金流	(120)	(29)	(250)	(215)	(326)
借款变动	(86)	324	(145)	(46)	(150)
普通股增加	8	0	86	0	0
资本公积增加	(1)	28	0	0	0
股利分配	(140)	(145)	(145)	(110)	(107)
其他	98	(236)	(46)	(59)	(68)
现金净增加额	10	(75)	17	63	(17)

利润表

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1240	1638	2082	2430	2980
营业成本	889	1174	1324	1630	1972
营业税金及附加	11	20	25	29	36
营业费用	34	58	87	101	124
管理费用	86	97	135	158	194
财务费用	27	35	46	59	68
资产减值损失	4	7	6	7	8
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
营业利润	188	249	459	447	578
营业外收入	7	3	3	3	3
营业外支出	2	3	9	9	9
利润总额	193	249	454	441	573
所得税	36	46	87	84	109
净利润	157	203	367	357	464
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	157	203	367	357	464
EPS（元）	0.54	0.70	0.98	0.95	1.24

主要财务比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
年成长率					
营业收入	44%	32%	27%	17%	23%
营业利润	303%	33%	85%	-3%	29%
净利润	299%	29%	81%	-3%	30%
获利能力					
毛利率	28.3%	28.3%	36.4%	33.0%	33.8%
净利率	12.6%	12.4%	17.6%	14.7%	15.6%
ROE	24.0%	23.7%	31.6%	25.3%	26.2%
ROIC	21.8%	17.4%	27.4%	24.2%	27.6%
偿债能力					
资产负债率	53.8%	47.3%	35.6%	31.2%	23.3%
净负债比率	10.6%	29.1%	18.1%	13.7%	5.7%
流动比率	1.7	1.4	2.1	2.5	3.6
速动比率	1.5	1.2	1.8	2.2	3.2
营运能力					
资产周转率	0.9	1.0	1.2	1.2	1.3
存货周转率	7.0	8.7	8.7	9.3	9.2
应收帐款周转率	3.7	4.0	4.3	4.2	4.3
应付帐款周转率	9.3	12.0	13.2	13.8	13.7
每股资料（元）					
每股收益	0.54	0.70	0.98	0.95	1.24
每股经营现金	0.60	0.15	0.84	0.87	0.95
每股净资产	2.26	2.96	3.10	3.76	4.71
每股股利	0.50	0.50	0.29	0.29	0.37
估值比率					
PE	18.6	14.4	10.3	10.6	8.2
PB	4.5	3.4	3.3	2.7	2.1
EV/EBITDA	6.7	5.3	3.2	3.2	2.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周铮：招商证券基础化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

姚鑫：招商证券基础化工行业高级分析师。北京理工大学经济学硕士，化工学士。2016 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

段一帆：招商证券基础化工行业高级分析师。天津大学化学工程硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于太平洋证券。

钟浩：招商证券基础化工行业高级分析师。复旦大学金融学硕士。2018 年加入招商证券，曾供职于东北证券、国泰君安证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。