

公司研究/季报点评

2019年04月15日

基础化工/化学制品 II

投资评级: 增持 (维持评级)

当前价格(元): 10.87  
合理价格区间(元): 12.19~13.25

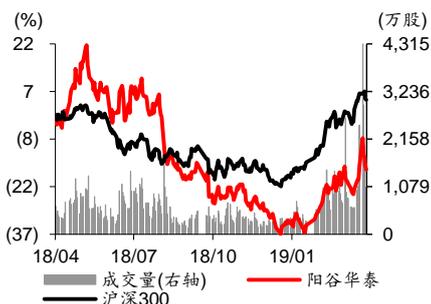
刘曦 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939  
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《阳谷华泰(300121,增持): 年报符合预期, 产品价格回落致 Q1 同比下滑》2019.03
- 2 《阳谷华泰(300121,增持): 业绩符合预期, 橡胶助剂盈利仍处高位》2019.02
- 3 《阳谷华泰(300121,增持): 年报预增 75%-95%, 符合市场预期》2019.01

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# Q1 业绩下滑 46%, 关注供给端变化

## 阳谷华泰(300121)

### 2019Q1 净利同比下滑 46%

阳谷华泰于4月12日发布2019年一季度报, 公司2019年一季度实现营业收入4.86亿元, 同比下滑7.3%, 净利润0.55亿元, 同比下滑45.6%, 业绩处于前期预告的0.46-0.76亿元范围内。按照3.89亿股的最新股本计算, 对应EPS为0.14元。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.83/1.09/1.26元, 维持“增持”评级。

### 产品价格下行, Q1 毛利率显著下滑

由于国内轮胎企业前期库存仍未完全消化, 且海外企业在去年四季度大量备货后需求亦有限, 2019Q1 橡胶助剂市场价格持续下行。据百川资讯, 一季度华北地区促进剂 NS/M/CZ 均价分别为3.03/1.85/2.34万元/吨, 同比分别下滑27%/15%/25%, 防焦剂 CTP 价格亦有所回调, 构成本期公司业绩下滑主因。2019Q1 公司综合毛利率为26.9%, 同比下滑9.4pct。

### 期间费用率有所上升

报告期内, 公司期间费用率为11.5%, 同比上升0.9pct, 其中销售/管理费用率同比分别上升1.5/0.1pct至4.2%/5.4%。公司销售费用率的上升主要是源于运费、人员工资增加; 由于利息支出减少390万元, 财务费用率下降0.8pct至2.0%。此外, 公司报告期内非经常性收益为186万元(去年同期为149万元), 主要为政府补助。

### 橡胶助剂已止跌企稳, 关注供给端变化情况

春节以来, 国内轮胎企业开工维持高位, 近期橡胶助剂价格已逐步止跌企稳。据百川资讯, 截至4月中旬, 华北地区促进剂 NS/M/CZ 最新报价分别为2.90/1.75/2.30万元/吨, 与三月初价格持平; 而原料苯胺较三月初价格已下跌11%至0.58万元/吨, 我们预计橡胶助剂盈利水平有所回升。伴随国内安监政策趋严, 山东、河南等区域集中核查逐步展开, 橡胶助剂供给端存在收缩预期, 公司作为行业龙头受益程度较高。

### 维持“增持”评级

阳谷华泰是国内橡胶助剂领域龙头企业, 行业供需格局改善有助于公司盈利能力的提升和市场份额的扩大, 不溶性硫磺等新产品将奠定公司中期成长基础。结合橡胶助剂价格走势, 我们下调公司2019-2021年净利润预测至3.2/4.2/4.9亿元(原值3.8/4.7/5.4亿元), 对应EPS分别为0.83/1.09/1.26元, 2019年预计BPS为5.30元, 基于可比公司估值水平(2019年平均2.6倍PB), 考虑业务差异性, 给予公司2019年2.3-2.5倍PB, 对应目标价12.19-13.25元(原值12.01-13.10元), 维持“增持”评级。

风险提示: 新业务发展不及预期风险、核心技术失密风险、下游需求不达预期风险。

## 公司基本资料

总股本(百万股)	388.61
流通A股(百万股)	357.02
52周内股价区间(元)	8.27-15.93
总市值(百万元)	4,224
总资产(百万元)	2,285
每股净资产(元)	4.71

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,638	2,082	1,984	2,387	2,686
+/-%	32.09	27.12	(4.73)	20.34	12.51
归属母公司净利润(百万元)	203.54	367.25	323.26	422.61	488.82
+/-%	29.83	80.43	(11.98)	30.74	15.67
EPS(元, 最新摊薄)	0.52	0.95	0.83	1.09	1.26
PE(倍)	20.75	11.50	13.07	10.00	8.64

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 可比公司估值情况

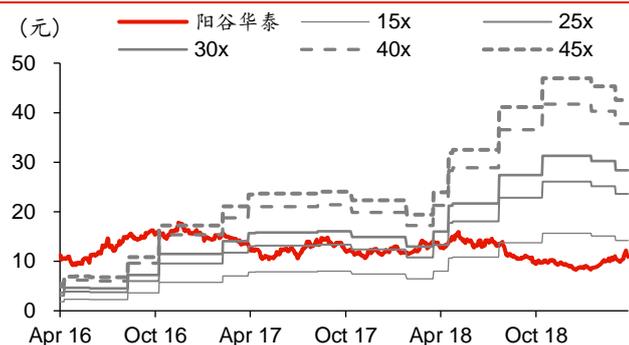
上市公司	最新价 (元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)	PB (倍)
		2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2019E
瑞丰高材	10.21	0.56	0.83	18	12	3.2	3.2
嘉澳环保	30.50	1.28	1.77	24	17	10.4	3.0
日科化学	6.59	0.33	-	20	-	3.8	1.7
平均				21	15		2.6

注: 股价为4月12日收盘价, 所有公司EPS、BPS均来自朝阳永续一致预期;

资料来源: 朝阳永续, 华泰证券研究所

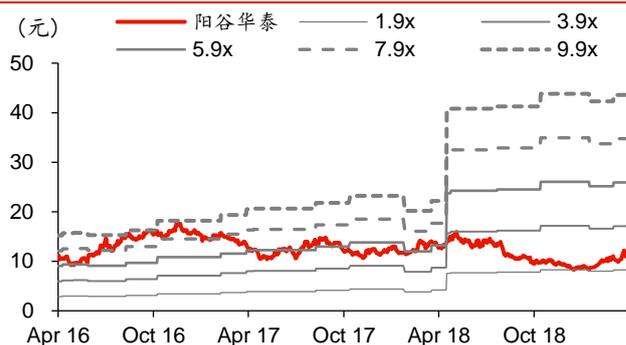
## PE/PB - Bands

图表2: 阳谷华泰历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表3: 阳谷华泰历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1,010	1,335	1,793	1,989	2,186
现金	117.84	413.61	828.85	849.25	907.42
应收账款	436.42	521.68	538.10	647.35	728.39
其他应收账款	24.15	24.40	25.51	30.72	33.99
预付账款	48.56	49.66	54.88	61.08	68.49
存货	146.62	206.84	171.50	200.93	234.30
其他流动资产	236.49	118.63	174.57	199.34	213.49
非流动资产	613.55	765.95	781.73	909.26	1,075
长期投资	21.78	23.05	22.16	22.16	22.16
固定投资	427.95	514.53	600.84	722.66	877.47
无形资产	75.78	73.85	71.67	69.48	67.30
其他非流动资产	88.05	154.52	87.06	94.95	108.12
资产总计	1,624	2,101	2,575	2,898	3,261
流动负债	705.07	378.12	447.13	462.09	484.71
短期借款	210.00	109.90	210.00	210.00	210.00
应付账款	159.15	120.00	140.17	155.27	177.43
其他流动负债	335.92	148.22	96.96	96.82	97.28
非流动负债	62.89	16.53	66.57	67.10	67.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	62.89	16.53	66.57	67.10	67.12
负债合计	767.96	394.65	513.70	529.19	551.82
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	289.22	375.13	388.61	388.61	388.61
资本公积	152.21	650.88	650.88	650.88	650.88
留存公积	441.84	696.55	1,022	1,329	1,670
归属母公司股东权益	855.66	1,706	2,061	2,369	2,709
负债和股东权益	1,624	2,101	2,575	2,898	3,261

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	43.23	441.09	473.23	361.74	498.45
净利润	203.54	367.25	323.26	422.61	488.82
折旧摊销	60.32	67.03	78.52	102.47	134.21
财务费用	34.68	13.03	(1.81)	(3.73)	(4.57)
投资损失	(0.69)	(1.70)	(1.00)	(1.80)	(5.00)
营运资金变动	(255.77)	(15.86)	26.01	(162.63)	(118.07)
其他经营现金	1.14	11.34	48.25	4.82	3.07
投资活动现金	(89.92)	(212.49)	(143.72)	(229.79)	(296.57)
资本支出	74.56	207.09	150.00	230.00	300.00
长期投资	22.16	6.00	(6.88)	0.00	0.00
其他投资现金	6.80	0.60	(0.60)	0.21	3.43
筹资活动现金	(28.74)	90.30	85.72	(111.55)	(143.71)
短期借款	61.00	(100.10)	100.10	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	85.91	13.48	0.00	0.00
资本公积增加	7.99	498.67	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(97.73)	(394.18)	(27.86)	(111.55)	(143.71)
现金净增加额	(77.05)	320.32	415.24	20.40	58.17

### 利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,638	2,082	1,984	2,387	2,686
营业成本	1,174	1,404	1,372	1,607	1,802
营业税金及附加	19.54	21.58	19.84	23.87	26.86
营业费用	57.55	78.70	72.40	91.90	103.39
管理费用	73.26	87.78	116.03	139.64	157.10
财务费用	34.68	13.03	(1.81)	(3.73)	(4.57)
资产减值损失	6.91	3.04	4.00	4.00	4.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.69	1.70	1.00	1.80	5.00
营业利润	249.97	459.32	402.06	525.65	601.43
营业外收入	2.77	0.74	2.00	2.00	5.00
营业外支出	3.15	6.24	6.00	7.00	4.00
利润总额	249.59	453.83	398.06	520.65	602.43
所得税	46.05	86.58	74.81	98.04	113.61
净利润	203.54	367.25	323.26	422.61	488.82
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	203.54	367.25	323.26	422.61	488.82
EBITDA	344.97	539.38	478.78	624.39	731.08
EPS (元, 基本)	0.52	0.95	0.83	1.09	1.26

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	32.09	27.12	(4.73)	20.34	12.51
营业利润	33.49	83.75	(12.47)	30.74	14.42
归属母公司净利润	29.83	80.43	(11.98)	30.74	15.67
获利能力 (%)					
毛利率	28.35	32.54	30.83	32.66	32.89
净利率	12.43	17.64	16.30	17.70	18.20
ROE	23.79	21.53	15.68	17.84	18.04
ROIC	19.68	28.09	23.12	25.04	24.55
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.30	18.79	19.95	18.26	16.92
净负债比率 (%)	61.45	39.75	40.88	39.68	38.06
流动比率	1.43	3.53	4.01	4.30	4.51
速动比率	1.22	2.98	3.63	3.87	4.03
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.12	0.85	0.87	0.87
应收账款周转率	3.86	4.21	3.63	3.90	3.78
应付账款周转率	8.98	10.06	10.55	10.88	10.83
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.95	0.83	1.09	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	1.14	1.22	0.93	1.28
每股净资产(最新摊薄)	2.20	4.39	5.30	6.10	6.97
估值比率					
PE (倍)	20.75	11.50	13.07	10.00	8.64
PB (倍)	4.94	2.48	2.05	1.78	1.56
EV_EBITDA (倍)	11.22	7.18	8.08	6.20	5.29

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com