

强烈推荐-A (维持)

阳谷华泰 300121.SZ

目标估值: 14.98-16.05 元

当前股价: 11.02 元

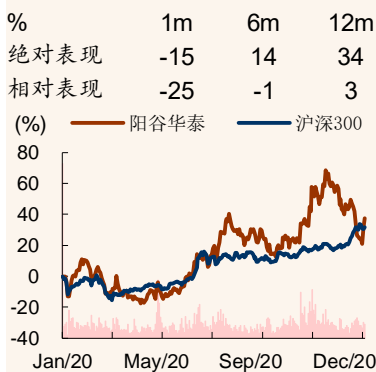
2021年01月18日

行业景气度回升, 公司成长性突出

基础数据

上证综指	3596
总股本(万股)	37513
已上市流通股(万股)	36028
总市值(亿元)	41
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	4.2
ROE(TTM)	7.8
资产负债率	27.2%
主要股东	王传华
主要股东持股比例	27.07%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《阳谷华泰(300121)——业绩符合预期, 有望进入成长通道》2020-03-02
- 2、《阳谷华泰(300121)——成长性为主旋律, 业绩将底部反转》2020-01-19
- 3、《阳谷华泰(300121)——拟投建9万吨橡胶助剂, 为进一步发展奠定基础》2019-12-15

周铮

zhouzheng3@cmschina.com.cn  
S1090515120001

段一帆

0755-83081536  
duanyifan@cmschina.com.cn  
S1090518030001

曹承安

caochengan@cmschina.com.cn  
S1090520080002

事件: 公司主营产品价格上涨, 促进剂 NS 价格从 2020 年 9 月下旬的 18,750 元/吨上涨至近期的 25,650 元/吨, 促进剂 CZ 价格从 2020 年 9 月初的 16,350 元/吨上涨至近期的 24,850 元/吨。

□ 行业景气度回升, 主营产品价格上涨。公司是国内橡胶助剂龙头企业, 主要产品有 2 万吨防焦剂 CTP、2 万吨促进剂 NS、1.6 万吨促进剂 CBS、1.5 万吨促进剂 M 和 2.5 万吨均匀剂。公司主营产品价格从 2018 年下半年开始下行, 在 2020 年年中达到了历史低点。2020 年下半年, 随着下游汽车行业回暖, 公司主营产品价格开始回升, 根据卓创数据, 促进剂 NS 价格从 2020 年 9 月下旬的 18,750 元/吨上涨至近期的 25,650 元/吨, 涨幅 36.8%; 促进剂 CZ 价格从 2020 年 9 月初的 16,350 元/吨上涨至近期的 24,850 元/吨, 涨幅 51.99%; 促进剂 M 价格从 2020 年 9 月初的 10,350 元/吨上涨至近期的 14,500 元/吨, 涨幅 40.10%。促进剂生产企业较为分散, 根据卓创数据, 国内有 16 家促进剂生产企业, 产能合计 60 万吨, 前四大生产企业(科迈、尚舜、蔚林和阳谷华泰)产能合计占比 66%, 但小企业长期逐步退出, 龙头企业集中度将提升。公司防焦剂占据了全球 60% 以上市场份额, 行业格局好、盈利稳定需求向好, 当前价格有所回升, 预计价格有进一步上涨的可能性。

□ 连续法不溶性硫磺和多个高盈利小品种投建, 公司长期成长性较好。公司开发了多个打破进口替代的高盈利品种, 比如: 高热稳定高分散型不溶性硫磺、环保型均匀剂、PK900、TBSI 等, 其中, 体量最大的连续法不溶性硫磺打破了国外伊斯曼的垄断, 国内只有公司能够生产, 连续法不溶性硫磺与间歇法工艺相比, 价格高、质量稳定、污染小, 公司 2 万吨连续法不溶性硫磺产能于 20 年 1 月份正式投产, 当前产品供不应求。公司于 2019 年年底规划了 9 万吨高性能橡胶助剂建设项目, 其中, 4 万吨连续法不溶性硫磺预计将于 2021 年年中投出, 其他高利润率的小品种也将逐步实施建设, 公司长期成长性较为突出。

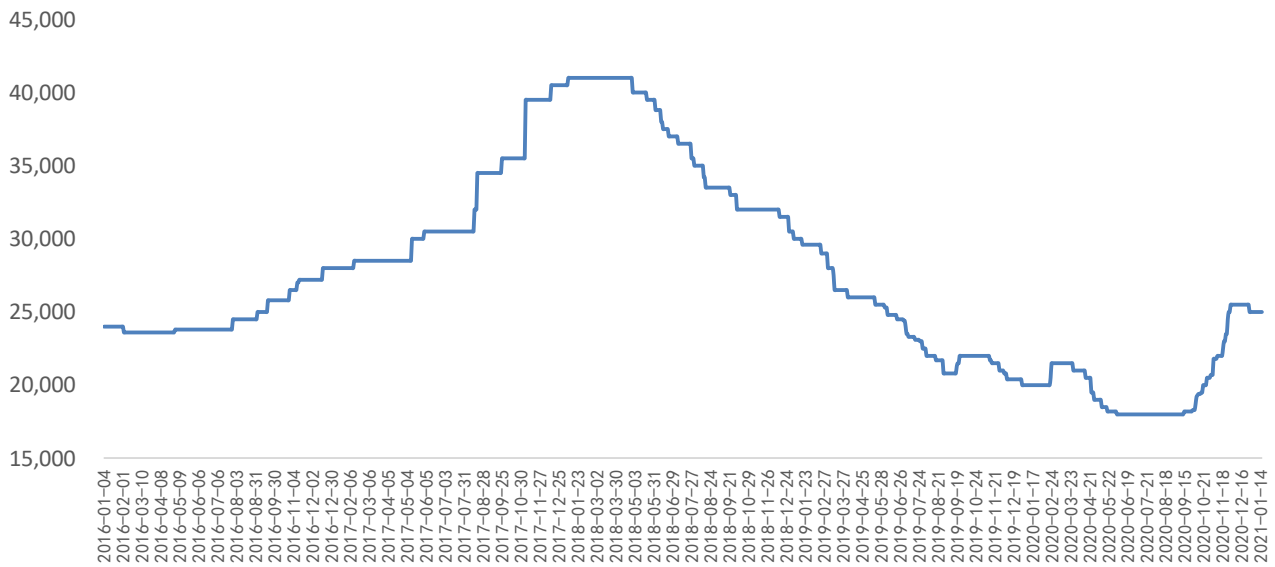
财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2082	2014	2110	2781	3001
同比增长	27%	-3%	5%	32%	8%
营业利润(百万元)	459	217	180	484	553
同比增长	74%	-53%	-17%	169%	14%
净利润(百万元)	367	184	148	401	458
同比增长	69%	-50%	-20%	171%	14%
每股收益(元)	0.98	0.47	0.40	1.07	1.22
PE	11.3	23.2	27.9	10.3	9.0
PB	2.4	2.6	2.4	2.0	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

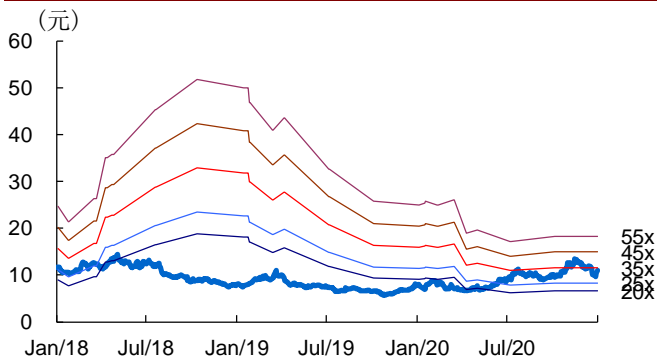
- 维持“强烈推荐-A”投资评级。预计公司 2020-2022 年实现收入 21.10 亿元、27.81 亿元和 30.01 亿元，实现归母净利润 1.48 亿元、4.01 亿元和 4.58 亿元，EPS 分别为 0.40 元、1.07 元和 1.22 元，PE 分别为 28 倍、10 倍和 9 倍，估值低安全边际高，维持“强烈推荐-A”投资评级。
- 风险提示：产品价格大幅波动的风险，需求不达预期的风险，产能建设较慢的风险。

图 1：促进剂价格走势（单位：元/吨）（取自促进剂商品国内主流市场的平均价格）



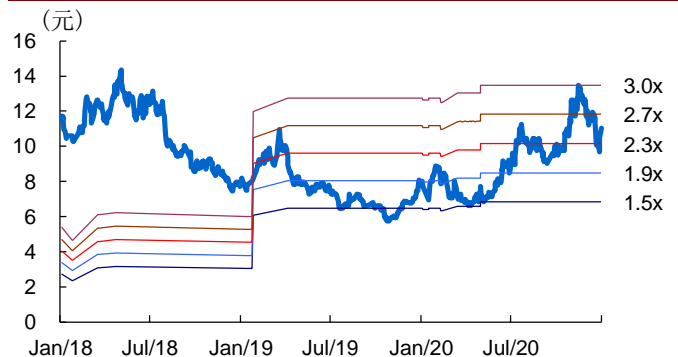
资料来源：卓创资讯，招商证券

图 2：阳谷华泰历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 3：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
- 2、《阳谷华泰（300121）—产品价格回落至底部，基于发展信心推出回购方案》2019-11-27
- 3、《阳谷华泰（300121）—拟投建9万吨橡胶助剂，为进一步发展奠定基础》2019-12-15
- 4、《阳谷华泰深度报告：成长性为主旋律，业绩将底部反转》2020-01-19
- 5、《阳谷华泰（300121）—业绩符合预期，有望进入成长通道》2020-03-02

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1335	1220	1147	1534	1881
现金	414	286	198	330	590
交易性投资	0	20	20	20	20
应收票据	105	0	0	0	0
应收款项	522	498	502	662	714
其它应收款	24	11	11	15	16
存货	207	212	213	248	262
其他	63	194	203	259	279
<b>非流动资产</b>	766	913	924	933	941
长期股权投资	23	23	23	23	23
固定资产	515	535	554	570	585
无形资产	74	78	71	64	57
其他	155	276	276	276	275
<b>资产总计</b>	<b>2101</b>	<b>2133</b>	<b>2071</b>	<b>2467</b>	<b>2821</b>
<b>流动负债</b>	378	443	364	404	421
短期借款	110	90	0	0	0
应付账款	120	242	253	294	311
预收账款	3	4	4	4	5
其他	145	108	107	106	105
<b>长期负债</b>	17	17	17	17	17
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17	17	17	17	17
<b>负债合计</b>	<b>395</b>	<b>461</b>	<b>381</b>	<b>422</b>	<b>438</b>
股本	375	389	375	375	375
资本公积金	632	656	656	656	656
留存收益	699	628	659	1015	1353
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1706	1672	1689	2045	2383
<b>负债及权益合计</b>	<b>2101</b>	<b>2133</b>	<b>2071</b>	<b>2467</b>	<b>2821</b>

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	441	234	237	284	492
净利润	367	184	148	401	458
折旧摊销	67	74	80	82	84
财务费用	19	8	18	21	26
投资收益	(2)	(2)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(10)	(28)	(4)	(222)	(73)
其它	(0)	(3)	1	8	3
<b>投资活动现金流</b>	(212)	(195)	(86)	(86)	(86)
资本支出	(207)	(176)	(92)	(92)	(92)
其他投资	(5)	(18)	6	6	6
<b>筹资活动现金流</b>	90	(171)	(239)	(65)	(146)
借款变动	(358)	43	(90)	0	0
普通股增加	86	13	(14)	0	0
资本公积增加	509	24	0	0	0
股利分配	(87)	(244)	(117)	(44)	(120)
其他	(59)	(7)	(18)	(21)	(26)
<b>现金净增加额</b>	<b>319</b>	<b>(132)</b>	<b>(88)</b>	<b>132</b>	<b>260</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	2082	2014	2110	2781	3001
营业成本	1404	1528	1595	1857	1961
营业税金及附加	22	14	15	19	21
营业费用	79	110	124	164	177
管理费用	88	91	124	164	180
研发费用	32	52	59	78	88
财务费用	13	8	18	21	26
资产减值损失	(3)	(5)	0	0	0
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	17	9	5	5	5
投资收益	2	2	1	1	1
<b>营业利润</b>	459	217	180	484	553
营业外收入	1	9	2	2	2
营业外支出	6	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	454	222	178	482	551
所得税	87	37	30	82	93
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>367</b>	<b>184</b>	<b>148</b>	<b>401</b>	<b>458</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	27%	-3%	5%	32%	8%
营业利润	74%	-53%	-17%	169%	14%
净利润	69%	-50%	-20%	171%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	32.5%	24.1%	24.4%	33.2%	34.6%
净利率	17.6%	9.2%	7.0%	14.4%	15.3%
ROE	21.5%	11.0%	8.8%	19.6%	19.2%
ROIC	20.5%	10.6%	9.7%	20.5%	20.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	18.8%	21.6%	18.4%	17.1%	15.5%
净负债比率	7.5%	4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	2.8	3.2	3.8	4.5
速动比率	3.0	2.3	2.6	3.2	3.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.1	1.1
存货周转率	7.9	7.3	7.5	8.1	7.7
应收帐款周转率	3.2	3.6	4.2	4.8	4.4
应付帐款周转率	10.1	8.4	6.4	6.8	6.5
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.98	0.47	0.40	1.07	1.22
每股经营现金	1.18	0.60	0.63	0.76	1.31
每股净资产	4.55	4.30	4.51	5.46	6.36
每股股利	0.65	0.30	0.12	0.32	0.37
<b>估值比率</b>					
PE	11.3	23.2	27.9	10.3	9.0
PB	2.4	2.6	2.4	2.0	1.7
EV/EBITDA	8.0	14.6	15.5	7.3	6.5

## 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。

**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2月加入招商证券，曾供职于太平洋证券，5年证券行业研究经验，1年大宗商品研究经验。

**曹承安：**招商证券基础化工行业高级分析师。上海交通大学硕士毕业，2020年8月加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券，2年化工实业，4年化工行研经验。

## 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。