

强烈推荐-A (维持)

新化股份 603867.SH

目标估值: 38.19-40.20 元

当前股价: 26.48 元

2020年08月27日

Q2业绩大超预期, 未来成长属性存在预期差

基础数据

上证综指	3350
总股本(万股)	14000
已上市流通股(万股)	8470
总市值(亿元)	37
流通市值(亿元)	22
每股净资产(MRQ)	10.3
ROE(TTM)	11.3
资产负债率	37.4%
主要股东	建德市国有资产经营
主要股东持股比例	17.22%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《新化股份(603867)——江苏新化获复产批复, 多个高端项目推动长期成长》2020-08-12
- 2、《新化股份(603867)——江苏新化收到复产通知, 经营稳健长期成长性显著》2020-08-05

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: 公司发布2020年半年报, 上半年实现收入10.70亿元, 同比增长13.12%; 实现归母净利润1.24亿元, 同比增长48.12%; 扣非净利润1.10亿元, 同比增长40.15%; EPS 0.89元。

- 异丙醇需求旺盛价格上涨, 香料香精产量大幅增加, 推动业绩超预期增长。公司20年上半年实现收入10.70亿元, 同比增长13.12%, 其中, 脂肪胺实现收入4.95亿元, 同比增长18.82%; 有机溶剂实现收入3.73亿元, 同比增长40.57%; 香料香精实现收入1.48亿元, 同比下降14.91%。销量方面, 20年上半年脂肪胺销量5.13万吨, 同比增长10.47%; 有机溶剂销量3.80万吨, 同比下降21.91%, 主要受江苏新化停产影响, 产量不足; 香料香精销量4978吨, 同比增长0.38%, 但随着馨料香料二期1.2万吨的投产, 公司香料香精上半年产量达5246吨, 同比增长了79.51%, 说明公司将外协转为了自产。价格方面, 20年上半年脂肪胺均价9660.49元/吨, 同比上涨7.56%; 有机溶剂均价9801.90元/吨, 同比上涨80.07%; 香料香精均价2.97万元/吨, 同比下降15.24%。公司上半年毛利率22.67%, 同比下降0.37PCT; 净利率12.01%, 同比提升2.31%; 销量费用580.97万元, 同比减少83.32%; 管理费用6314万元, 同比增加33.79%; 财务费用366.38万元, 同比减少44.94%; 研发费用3037.27万元, 同比增加7.44%。公司二季度单季业绩创历史新高, 二季度单季实现收入7.17亿元, 同比增长78.36%, 环比增长103.35%; 二季度单季实现归母净利润1.04亿元, 同比增长140.43%, 环比增长407.73%。
- 江苏新化正式复产, 所有产能均恢复正常运营。公司业绩主要来自于脂肪胺(异丙胺和乙基胺)、有机溶剂(异丙醇)、香料香精, 脂肪胺下游面向农药和医药, 经营较为稳定, 部分异丙醇产能和香料香精因为地处盐城, 受19年响水爆炸影响而被迫停产。20年4月17日, 馨瑞香料恢复生产, 20年8月4日, 江苏新化得到了复产批复, 目前江苏新化的异丙醇已正式恢复生产。异丙醇用途广泛, 比较有亮点的是作为消毒剂和半导体清洗剂, 海外疫情的爆发带来异丙醇需求大幅增加, 电子清洗领域的新增需求将带动国内需求的

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	2232	1718	2339	2726	2958
同比增长	10%	-23%	36%	17%	9%
营业利润(百万元)	220	142	234	345	455
同比增长	58%	-35%	64%	48%	32%
净利润(百万元)	175	123	201	282	371
同比增长	47%	-29%	63%	40%	32%
每股收益(元)	1.66	0.88	1.44	2.01	2.65
PE	15.9	30.0	18.4	13.2	10.0
PB	3.5	2.8	2.5	2.2	1.9

资料来源: 公司数据、招商证券

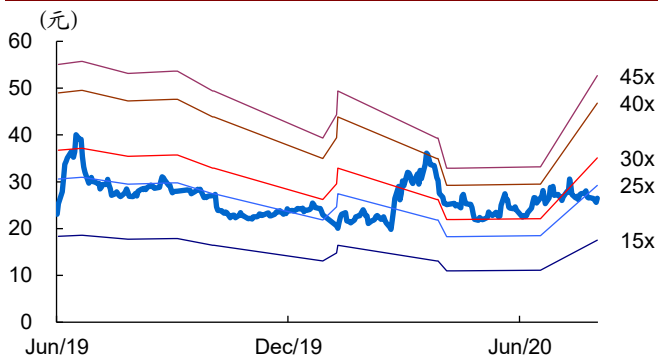
较快增长，异丙醇全球产能超过 300 万吨，江苏新化 5 万吨异丙醇的复产对供给端影响不大。

□ **多个高端项目投产，香料香精、无卤有机磷阻燃剂、湿电子化学品共同推动公司长期成长。**公司与全球香料香精龙头企业奇华顿合资设立馨瑞香料，一期产能 4000 吨，二期产能 1.2 万吨，二期产能上半年随着馨瑞香料的复产一并投入使用。募投项目中，规划了 2000 吨新型无卤有机阻燃剂、2 万吨电子级双氧水与 8000 吨电子级氨水，2000 吨阻燃剂和电子级双氧水（一期）1 万吨都已投入试生产，公司选择磷系阻燃剂和湿电子化学品，都是在原有产业链上的延伸。另外，募投项目中的 4 万吨/年合成氨新型煤气化项目将有助于降低生产成本，子公司新化综服的 5.81 万吨/年废酸、1.16 万吨/年废碱、1 万吨/年废有机溶剂资源化综合利用迁建项目将提升公司废酸废碱处理能力，也将提升公司盈利水平。此外，公司还在宁夏精心筹划新的生产基地，用来投放更多的新产品。长期看，当前处于公司长期初期，多个高端项目的投放将推动公司不断成长。

□ **维持“强烈推荐-A”投资评级。**公司经营稳健，业绩增长快估值低，长期成长性被低估。预计公司 2020-2022 年实现收入 23.39 亿、27.26 亿和 29.58 亿，归母净利润分别为 2.01 亿、2.82 亿和 3.71 亿，PE 分别为 18 倍、13 倍和 10 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。

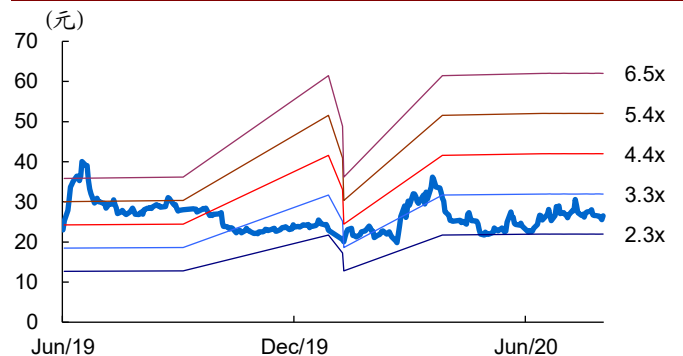
□ **风险提示：原材料价格波动及市场风险、环保政策及安全风险、新项目投建低于预期的风险。**

图 1：新化股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：新化股份历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

参考报告：

- 1、《新化股份（603867）—江苏新化收到复产通知，经营稳健长期成长性显著》2020-08-05
- 2、《新化股份（603867）深度报告—江苏新化获复产批复，多个高端项目推动长期成长》2020-08-12

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	903	1337	1635	1991	2360
现金	309	340	371	552	828
交易性投资	0	141	141	141	141
应收票据	118	0	0	0	0
应收款项	186	115	134	156	169
其它应收款	0	2	2	2	3
存货	256	244	314	356	371
其他	34	495	674	784	849
非流动资产	822	858	830	805	782
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	642	625	609	595	582
无形资产	117	126	113	102	92
其他	61	107	107	107	107
资产总计	1725	2195	2465	2795	3142
流动负债	774	694	826	910	939
短期借款	207	90	70	65	60
应付账款	430	498	661	749	781
预收账款	12	11	14	16	17
其他	125	95	80	80	80
长期负债	83	80	80	80	80
长期借款	45	30	30	30	30
其他	38	50	50	50	50
负债合计	857	774	906	991	1019
股本	105	140	140	140	140
资本公积金	42	498	498	498	498
留存收益	643	705	836	1058	1344
少数股东权益	77	78	84	109	141
归属于母公司所有者权益	790	1343	1474	1696	1982
负债及权益合计	1725	2195	2465	2795	3142

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	206	236	189	303	423
净利润	175	123	201	282	371
折旧摊销	62	83	90	87	84
财务费用	14	9	6	8	10
投资收益	0	(1)	(13)	(13)	(13)
营运资金变动	(61)	3	(106)	(90)	(64)
其它	16	17	11	29	35
投资活动现金流	(50)	(542)	(48)	(48)	(48)
资本支出	(51)	(76)	(61)	(61)	(61)
其他投资	0	(466)	13	13	13
筹资活动现金流	(47)	295	(111)	(73)	(100)
借款变动	(21)	(149)	(35)	(5)	(5)
普通股增加	0	35	0	0	0
资本公积增加	(1)	456	0	0	0
股利分配	0	(35)	(70)	(60)	(85)
其他	(25)	(12)	(6)	(8)	(10)
现金净增加额	109	(12)	31	182	275

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
营业收入	2232	1718	2339	2726	2958
营业成本	1749	1314	1745	1976	2062
营业税金及附加	13	11	14	17	18
营业费用	78	71	97	109	118
管理费用	108	130	177	191	207
研发费用	63	58	79	93	100
财务费用	16	8	6	8	10
资产减值损失	(3)	3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	18	12	12	12	12
投资收益	(0)	1	1	1	1
营业利润	220	142	234	345	455
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	1	1	1	1
利润总额	218	142	234	345	455
所得税	29	16	27	39	52
少数股东损益	14	3	6	24	32
归属于母公司净利润	175	123	201	282	371

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	10%	-23%	36%	17%	9%
营业利润	58%	-35%	64%	48%	32%
净利润	47%	-29%	63%	40%	32%
获利能力					
毛利率	21.7%	23.5%	25.4%	27.5%	30.3%
净利率	7.8%	7.2%	8.6%	10.3%	12.6%
ROE	22.1%	9.2%	13.6%	16.6%	18.7%
ROIC	18.1%	8.6%	12.8%	16.5%	18.6%
偿债能力					
资产负债率	49.7%	35.3%	36.8%	35.4%	32.4%
净负债比率	15.2%	6.2%	4.1%	3.4%	2.9%
流动比率	1.2	1.9	2.0	2.2	2.5
速动比率	0.8	1.6	1.6	1.8	2.1
营运能力					
资产周转率	1.3	0.8	0.9	1.0	0.9
存货周转率	7.2	5.2	6.2	5.9	5.7
应收帐款周转率	6.8	8.2	18.8	18.8	18.2
应付帐款周转率	4.1	2.8	3.0	2.8	2.7
每股资料 (元)					
EPS	1.66	0.88	1.44	2.01	2.65
每股经营现金	1.96	1.68	1.35	2.16	3.02
每股净资产	7.52	9.60	10.53	12.11	14.16
每股股利	0.00	0.50	0.43	0.60	0.80
估值比率					
PE	15.9	30.0	18.4	13.2	10.0
PB	3.5	2.8	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	14.5	18.7	13.0	9.7	7.8

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。