

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: 26.45 元

2020 年 10 月 19 日

投建超7万吨香料剑指国内龙头, 推出股权激励成长无忧

基础数据

| | |
|------------|-----------|
| 上证综指 | 3313 |
| 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)一Q2 业绩大超预期, 未来成长属性存在预期差》2020-08-28
- 2、《新化股份(603867)一江苏新化获复产批复, 多个高端项目推动长期成长》2020-08-12
- 3、《新化股份(603867)一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 1: 公司发布公告, 全资子公司宁夏新化拟投资 12.78 亿元, 用于投建 74,650 吨/年合成香料项目。

事件 2: 公司发布 2020 年股票期权与限制性股票激励计划(草案), 拟向激励对象授予权益总计 282 万股, 占总股本 1.4 亿股的 2.01%, 其中, 股票期权 192 万份, 限制性股票 90 万股。

事件 3: 公司总部基地将实施整体搬迁, 公司拟与建德市城东资产经营有限公司签署搬迁协议, 被征收土地将获得各类补助 1.84 亿元。

□ **投建超 7 万吨合成香料, 权益产能提升至原有 10 倍。**公司原有香料产能为控股子公司馨瑞香料的 1.6 万吨, 公司控股 51%, 权益产能 8160 吨; 此次全资子公司宁夏新化投建 74,650 吨香料, 建设完成后公司香料权益产能将达到 8.28 万吨, 为原有产能 10 倍。宁夏新化 74,650 吨香料项目投资金额 12.78 亿元, 投资金额源于自有资金、银行贷款或融资; 项目分二期建设, 一期项目建设期 24 个月, 二期建设期 24 个月, 项目二期在一期投产运营后进行建设。公司通过与奇华顿合资的馨瑞香料, 在国内香料行业占据重要的一席之地, 馨瑞香料近 80% 产能主要供给奇华顿, 供给其他客户的产能有限; 在香料领域, 公司长期积累了丰富的技术和客户资源, 预计宁夏项目的建设 and 产能释放会比较顺利, 未来公司将成为国内香料行业的龙头企业之一。

□ **推出股权激励, 提升管理层及骨干持股比例。**公司为员工集体持股企业, 管理层持股比例低, 董事长持股比例仅 10.55%, 此次股权激励主要面向公司管理人员及技术骨干、业务骨干, 授予权益总计 282 万股, 其中, 股票期权 192 万份, 限制性股票 90 万股, 占公司总股本 1.4 亿股的 2.01%。本次激励业绩考核目标为, 2020 年实现的净利润较 2019 年增长率不低于 40%, 2020 年和 2021 年累计实现的净利润较 2019 年净利率增长率不低于 150%。

□ **江苏基地 8 月全部恢复生产, 多个项目共同推进长期成长。**公司江苏基地受 19 年响水爆炸影响被迫停产, 江苏基地的馨瑞香料于 20 年 4 月开始恢复生产, 江苏新化于 20 年 8 月开始恢复生产。馨瑞香料一期产能 4000 吨, 二期

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 | 13.1 | 10.0 |
| PB | 3.5 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |

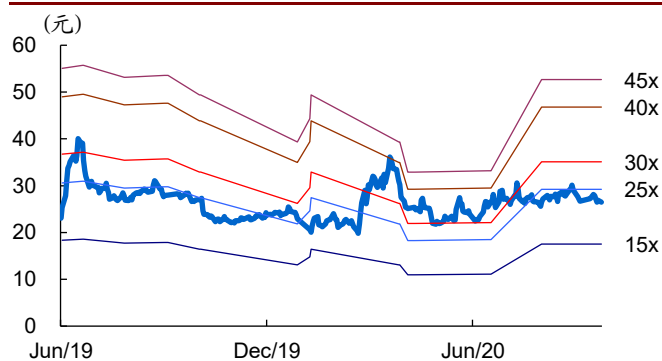
资料来源: 公司数据、招商证券

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。再加上此次公告的在宁夏投建 74,650 吨香料，长期看，多个高端项目的投放将推动公司不断成长，公司当前处于成长初期。

□ **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。

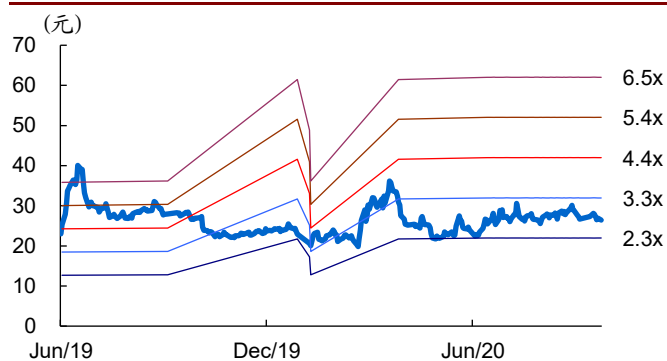
□ **风险提示：原材料价格波动及市场风险、环保政策及安全风险、新项目投建低于预期的风险。**

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
- 3、《新化股份（603867）—Q2 业绩大超预期，未来成长属性存在预期差》2020-08-28

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 | 13.1 | 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。