

强烈推荐-A (首次)

新化股份 603867.SH

当前股价: 27.8 元

2020 年 08 月 05 日

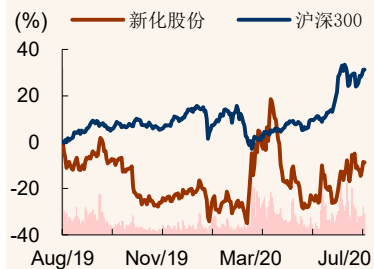
江苏新化收到复产通知, 经营稳健长期成长性显著

基础数据

上证综指	3372
总股本(万股)	14000
已上市流通股(万股)	8470
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	24
每股净资产(MRQ)	9.7
ROE(TTM)	7.6
资产负债率	33.7%
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	22	35	-4
相对表现	14	9	-31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

周铮

010-57601786  
zhouzheng3@cmschina.com.cn  
S1090515120001

段一帆

0755-83081536  
duanyifan@cmschina.com.cn  
S1090518030001

公司受 19 年响水“3.21 爆炸”影响, 子公司江苏新化、馨瑞香料被迫停产, 19 年业绩受到大幅影响, 2020 年 4 月 17 日, 馨瑞香料逐步恢复生产, 8 月 4 日江苏新化也得到了政府允许复产的批复, 江苏新化生产的异丙醇作为常用的醇类消毒剂, 随着海外疫情的延续, 需求大幅提升。2020 年下半年, 公司募投产能中的电子级双氧水(一期)和阻燃剂项目有望试生产, 另外, 馨瑞香料二期的 1.2 万吨香料产能也在今年投产, 随着多个高附加值新项目的投放, 公司未来业绩将步入新的台阶。公司为员工集体所有制企业, 经营稳健, 当前资产负债率 33.7%, 经营现金流与净利润比值长期大于 1, 财务数据出色, 经营风险很小。预计公司 2020-2022 年实现收入 22.46 亿、26.51 亿和 28.28 亿, 归母净利润分别为 1.70 亿、2.54 亿和 3.21 亿, PE 分别为 23 倍、15 倍和 12 倍, 首次覆盖, 给予“强烈推荐-A”投资评级。

□ 江苏新化取得复产通知, 公司生产经营将全部恢复正常。受江苏响水“3.21 爆炸事故”影响, 公司子公司江苏新化、馨瑞香料 2019 年被迫停产; 2020 年 4 月 17 日, 子公司江苏馨瑞逐步恢复正常生产, 位于盐城的其他化工企业, 在取得验收通过后就逐步恢复生产, 江苏新化自身完全符合环保和安全的要求, 8 月 4 日盐城市政府同意了江苏新化恢复生产。江苏新化有 5 万吨丙烯法异丙醇, 浙江本部有 6 万吨丙酮法异丙醇, 异丙醇和乙醇是常用的醇类消毒剂, 20 年受海外疫情推动, 异丙醇需求大幅增加, 异丙醇全球产能 260 万吨左右, 中国产能 85 万吨, 公司异丙醇产能占比很少, 由于海外需求增加, 公司异丙醇的复产对供给端影响不大。

□ 与全球最大香料香精企业奇华顿合作, 公司香料香精业务保障性强。公司与全球最大的香料香精企业瑞士奇华顿合资设立香料生产企业馨瑞香料(公司直接持股 33%, 通过全资子公司江苏新化持股 18%, 合计持股 51%), 一期产能 4000 吨, 二期产能 1.2 万吨, 二期产能随着 2020 年 4 月份馨瑞香料的复产一并投入使用。瑞士奇华顿为全球香料香精行业领导者, 拥有全球香料香精行业 25% 市占率, 香料香精下游用于日化领域和食品领域, 日化包括香皂、洗衣粉等, 食品

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	2246	2651	2828
同比增长	10%	-23%	31%	18%	7%
营业利润(百万元)	220	142	198	311	394
同比增长	58%	-35%	39%	58%	27%
净利润(百万元)	175	123	170	254	321
同比增长	47%	-29%	38%	49%	27%
每股收益(元)	1.66	0.88	1.21	1.81	2.29
PE	16.7	31.5	22.9	15.3	12.1
PB	3.7	2.9	2.7	2.4	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

领域包括饮料、乳制品、电子烟等。馨瑞香料产品 75%左右供应奇华顿，为公司的稳定生产与市场销售提供了有力保障，馨瑞香料的产品主要供应到日化领域。

□ **电子级双氧水（一期）、有机无卤阻燃剂项目将试生产，未来将帮助公司业绩步入新台阶。**公司 IPO 募投产品中，有新产品 2000 吨新型无卤有机阻燃剂项目、2 万吨电子级双氧水与 8000 吨电子级氨水项目，募投项目中，电子级双氧水（一期）和阻燃剂项目有望于 2020 年下半年试生产，公司选择电子级双氧水和电子级氨水，主要是基于公司有较多双氧水和氨水产能，选择有机无卤阻燃剂也是公司之前在有机磷领域有较好的储备。随着一批高附加值、高成长性的精细化工项目投产，将优化公司产品结构，给未来创造新的业绩增长点。

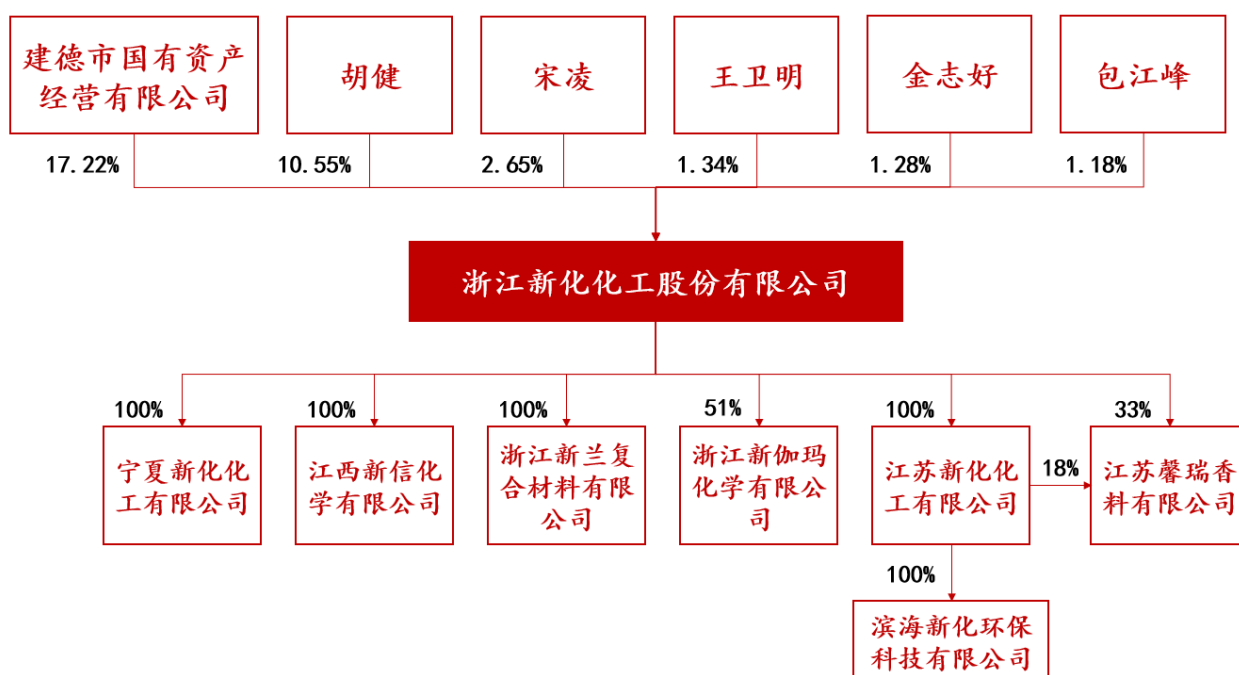
□ **给予“强烈推荐-A”投资评级。**公司经营稳健，长期有较好成长性，为员工集体所有制企业，上市前股东中没有机构。预计公司 2020-2022 年实现收入 22.46 亿、26.51 亿和 28.28 亿，归母净利润分别为 1.70 亿、2.54 亿和 3.21 亿，PE 分别为 23 倍、15 倍和 12 倍，首次覆盖，给予“强烈推荐-A”投资评级。

□ **风险提示：江苏新化复产较慢的风险、产品价格大幅波动的风险、新项目投建低于预期的风险。**

## 1、公司介绍

新化股份的主营业务包括脂肪胺、有机溶剂、香料香精、双氧水等，成立于 1967 年，为国家高新技术企业，2019 年在上交所挂牌上市。公司坚持科技为本、创新发展的经营战略，以打造健康、安全、绿色、环保的新型现代化工企业为目标，已形成多元化、规模化、科技含量较高、工艺技术较为先进的脂肪胺系列、有机溶剂系列和合成香料香精系列产品。公司建有博士后科研工作站、新化高级胺省级高新技术研究开发中心、浙江省企业技术中心和省级新材料企业研究院，先后获得了浙江省标准创新型企业、浙江省质量管理体系认证示范企业、中国质量诚信企业、全国石化行业先进集体、中国石油和化工企业 500 强、制造业单项冠军产品(工业用一异丙胺)等荣誉或称号。

图 1：新化股份主要股东和主要子公司



资料来源：公司公告、招商证券

公司第一大股东建德市国资公司持股比例为 17.22%；第二大股东胡健持股比例为 10.55%；其他股东持股比例均在 5%以下。公司不存在单一股东持股比例超过 30%的情况，不存在单一股东单独控制董事会的情形，不存在单一股东对公司决策构成实质性影响，股权比较分散，公司不存在控股股东、实际控制人。

## 2、公司主营产品

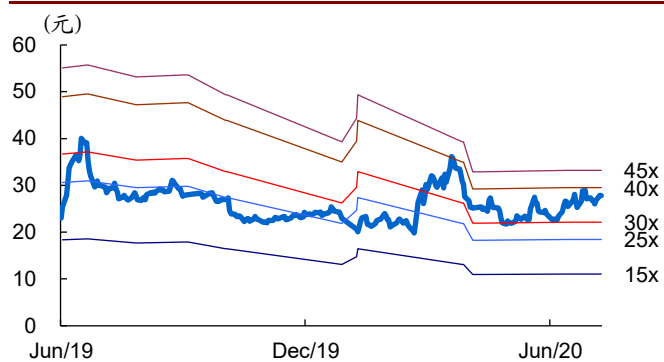
公司主营业务包括脂肪胺、有机溶剂、香料香精及双氧水，2019 年上述业务占公司主营业务收入比例分别为：46.24%、31.20%、13.28%、9.27%。公司是国内早期进军脂肪胺领域的公司，并率先代替了进口产品，其脂肪胺系列产品为异丙胺和乙基胺系列。公司在有机溶剂领域目前是国内唯一实现丙酮加氢法与丙烯水合法两种工艺的规模化生产厂家，生产线分别为：丙酮法生产工艺（新化股份母公司，浙江基地）和丙烯法生产工艺（子公司江苏新化，江苏基地）。此外，公司与全球最大的香料香精企业瑞士奇华顿（Givaudan）合资设立香料生产企业馨瑞香料。公司的主要产品及用途如下表。

表 1: 公司主要产品介绍

产品系列	产品名称	产品介绍	用途
脂肪胺	异丙胺	无色有挥发性的液体；有氨气味；溶于水，呈强碱性；能与水、乙醇和乙醚混溶，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用于农药、医药、染料和橡胶加工等
	一乙胺	水溶液、呈碱性，化学性质和甲胺相似，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用于生产农药以及化妆品和医药品等的生产
	二乙胺	无色液体、强碱性、具腐蚀性、易挥发、易燃，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用于生产医药、染料、橡胶硫化促进剂和杀菌剂、缓蚀剂、浮选剂等
	三乙胺	有强烈的氨臭的无色透明液体，在空气中微发烟，属于低碳脂肪胺（C2~C8）类产品	主要用作溶剂、固化剂、催化剂、阻聚剂、防腐剂，及合成染料等
有机溶剂	异丙醇	正丙醇的同分异构体，别名二甲基甲醇、2-丙醇，行业中也称作 IPA	是重要的化工产品和原料。主要用于制药、化妆品、塑料、香料、涂料等
	异丙醚	又称二异丙醚	动物、植物及矿物性油脂的良好溶剂
香料香精	超级檀香 208/檀香 208	无色至淡黄色透明液体，有强烈的檀香木香气，并具有微弱的玫瑰花香，留香时间较天然檀香油短广泛用于各类香精中，如素心兰、檀香、琥珀香、木香	广泛用于各类香精中，如素心兰、檀香、琥珀香、木香等
	二氢月桂烯醇	无色微稠厚液体，香气清甜而有力，有新鲜辛辣的柑橘、松柏、薰衣草、果香、花香，辛甜带酸的香气，且具有白柠檬、古龙气息	用于白柠檬、柑橘型日用香精。用于制作香皂、洗涤剂；是重要的萜类香料
	二氢月桂烯醇	不溶于水，能溶于乙醇、氯仿和乙醚，几乎可以与所有的香料混合	香料中间体，可用于生产二氢月桂烯醇、香茅醇等多种产品
双氧水及其他	双氧水	无色透明液体，溶于水、醇、乙醚，不溶于苯、石油醚	化学工业用作生产过硼酸钠、过碳酸钠、过氧乙酸、亚氯酸钠、过氧化硫脲等的原料，酒石酸、维生素等的氧化剂；医药工业用作杀菌剂、消毒剂，以及生产福美双杀虫剂和 40I 抗菌剂的氧化剂；印染工业用作棉织物的漂白剂，还原染料染色后的发色；用于生产金属盐类或其他化合物时除去铁及其他重金属；也用于电镀液，可除去无机杂质，提高镀件质量；还用于羊毛、生丝、象牙、纸浆、脂肪等的漂白；高浓度的过氧化氢可用作火箭动力助燃剂
	三丁基膦	无色透明液体	主要用作医药合成催化剂、季磷盐离子液体配体、杀菌剂水处理剂合成主要原料，功能性电子化学品、阻燃剂合成原料
	GS-800 表面活性剂	白色蜡状固体，非危险化学品，属非离子表面活性剂	用于水性系统包括涂料、油墨、胶粘剂、颜料、分散染料、农药和矿石浮选等，功能为降低动态表面张力，改善表面覆盖润湿性能

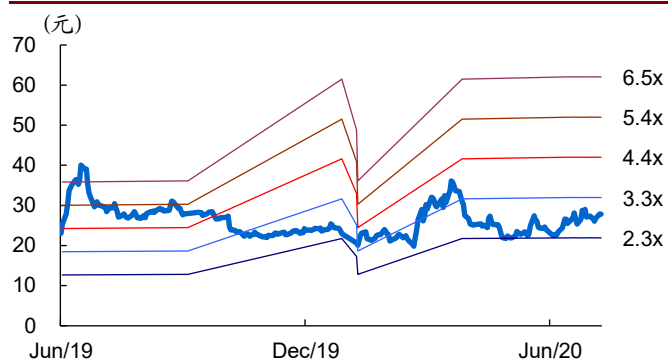
资料来源：招股说明书、招商证券

图 2: 新化股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 3: 新化股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

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>	903	1337	1586	1926	2242
现金	309	340	362	519	763
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	128	152	162
其它应收款	0	2	2	2	2
存货	256	244	307	351	362
其他	34	495	647	763	813
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	<b>1725</b>	<b>2195</b>	<b>2416</b>	<b>2731</b>	<b>3024</b>
<b>流动负债</b>	774	694	809	899	919
短期借款	207	90	70	65	60
应付账款	430	498	645	738	763
预收账款	12	11	14	16	16
其他	125	95	80	80	80
<b>长期负债</b>	83	80	80	80	80
长期借款	45	30	30	30	30
其他	38	50	50	50	50
<b>负债合计</b>	<b>857</b>	<b>774</b>	<b>890</b>	<b>979</b>	<b>1000</b>
股本	105	140	140	140	140
资本公积金	42	498	498	498	498
留存收益	643	705	805	1008	1253
少数股东权益	77	78	83	105	133
归属于母公司所有者权益	790	1343	1443	1646	1891
<b>负债及权益合计</b>	<b>1725</b>	<b>2195</b>	<b>2416</b>	<b>2731</b>	<b>3024</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>	206	236	180	269	383
净利润	175	123	170	254	321
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	(82)	(94)	(49)
其它	16	17	9	27	30
<b>投资活动现金流</b>	(50)	(542)	(48)	(48)	(48)
资本支出	(51)	(76)	(61)	(61)	(61)
其他投资	0	(466)	13	13	13
<b>筹资活动现金流</b>	(47)	295	(111)	(64)	(91)
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)	(51)	(76)
其他	(25)	(12)	(6)	(8)	(10)
<b>现金净增加额</b>	<b>109</b>	<b>(12)</b>	<b>22</b>	<b>157</b>	<b>244</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>	2232	1718	2246	2651	2828
营业成本	1749	1314	1702	1947	2012
营业税金及附加	13	11	14	16	17
营业费用	78	71	93	106	113
管理费用	108	130	170	186	198
研发费用	63	58	76	90	96
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
<b>营业利润</b>	220	142	198	311	394
营业外收入	1	1	1	1	1
营业外支出	4	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	218	142	198	311	394
所得税	29	16	22	35	45
少数股东损益	14	3	5	22	28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>175</b>	<b>123</b>	<b>170</b>	<b>254</b>	<b>321</b>

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	10%	-23%	31%	18%	7%
营业利润	58%	-35%	39%	58%	27%
净利润	47%	-29%	38%	49%	27%
<b>获利能力</b>					
毛利率	21.7%	23.5%	24.2%	26.6%	28.8%
净利率	7.8%	7.2%	7.6%	9.6%	11.4%
ROE	22.1%	9.2%	11.8%	15.4%	17.0%
ROIC	18.1%	8.6%	11.1%	15.3%	16.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.7%	35.3%	36.8%	35.9%	33.1%
净负债比率	15.2%	6.2%	4.2%	3.5%	3.0%
流动比率	1.2	1.9	2.0	2.1	2.4
速动比率	0.8	1.6	1.6	1.8	2.0
<b>营运能力</b>					
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	5.6
应收帐款周转率	6.8	8.2	18.4	18.9	18.0
应付帐款周转率	4.1	2.8	3.0	2.8	2.7
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	1.66	0.88	1.21	1.81	2.29
每股经营现金	1.96	1.68	1.29	1.92	2.74
每股净资产	7.52	9.60	10.31	11.76	13.51
每股股利	0.00	0.50	0.36	0.54	0.69
<b>估值比率</b>					
PE	16.7	31.5	22.9	15.3	12.1
PB	3.7	2.9	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	14.5	18.7	14.6	10.5	8.8

## 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。

**周锋：**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。

## 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。