

# 奥克股份：扩产 10 万吨环氧乙烷产能

○中信证券 袁健聪 陈渤阳

元/吨,聚羧酸减水剂单体-EO价差均值分别为2370、2514、2302元/吨,以乙烯为原料生产环氧乙烷下游产品,可获得显著的超额收益。此次公司将20万吨/年乙烯制EO产能扩建为30万吨,假设:(1)扩产的10万吨可以满产;(2)EO-乙烯价差与2019年持平,为3500元/吨;(3)单吨加工费+折旧为1500元/吨。则10万吨产能投产后可对应年化毛利为2亿元,相比2019年公司毛利7.48亿元,可增厚公司毛利润27%。

积极转型EO下游高附加值领域,锂电池电解液和医药用辅料相关业务值得期待。环氧乙烷是乙烯下游第二大产品,全球共有5000多种EO衍生品,除减水剂单体外,公司正积极向锂电池电解液溶剂及添加剂、医药用聚乙二

醇、表面活性剂等EO下游高附加值领域转型。2020年10月27日公司公告2万吨新能源锂电池电解液溶剂项目投产,2020年11-12月公司EC/DMC产销量约95%,销量约3500吨,毛利约1000万元、毛利率约38%,我们测算公司的产能开工率约110%。2021年3月4日公司在深交所互动易平台披露相关电解液溶剂产品已通过下游主流电池厂商的认证并已对外供应。根据中信证券研究部新能源汽车组预计,2025年中国、全球新能源车销量均将达到2020年的4-5倍,EC/DMC是当前主流的锂电池电解液溶剂,有望随新能源车销量增长快速放量。公司参股的苏州华一主要从事VC、FEC、PS、VEC等电解液添加剂的生产,目前拥有稳定优

质的下游客户,可与公司产生良好协同。公司有望受益于EO下游高附加值业务而长期持续增长。

公司现有20万吨乙烯制EO产能是其成为国内EO精深加工龙头的重要原因,此次扩产能改造至30万吨有望进一步巩固公司成本优势。公司积极布局业务转型,预计减水剂单体业务仍将稳步发展,DMC、医药用聚乙二醇、表面活性剂等新业务有望打开长期发展空间。我们维持公司2020-2022年归母净利润预测为4.1、5.2、6.1亿元,对应每股收益预测分别为0.60、0.76、0.90元,当前股价对应2020-2022年市盈率分别为22、17、15倍,仍看好公司长期成长性和业务转型带来的估值提升,维持“买入”评级。

○券商观点○

## 赛轮轮胎：新项目助力成长

○方正证券 李永磊

3月9日,赛轮轮胎(601058)公告,拟在柬埔寨投资建设年产500万条半钢子午线轮胎项目。项目投资总额11.78亿元人民币,建设期24个月。项目拟由公司全资子公司赛轮国际控股(香港)有限公司的全资子公司CARTTIRE负责实施。同时,公司还公告,非公开发行股票申请获得中国证监会核准批复,核准公司非公开发行不超过4.09亿股新股。

投资建设柬埔寨项目,开启海外第二工厂,加速公司发展公司拟投资建设柬埔寨年产500万条半钢子午线轮胎项目,建设地点柬埔寨柴桢省柴桢市,建设期24个月。项目投资总额11.78亿元人民币,其中:建设投资93726万元人民币、流动资金20507万元人民币、建设期利息3529万元人民币。

本项目预计年平均实现营业收入12.00亿元人民币,实现年平均净利润约2.52亿元人民币。项目所得税后投资财务内部收益率为18.66%,项目税后投资回收期为6.53年,项目总投资收益率为24.08%,项目资本金净利润率43.11%。

柬埔寨政府紧跟跟随越南政府,大力倡导支持橡胶资源深加工,本次规划建设年产500万条半钢子午线轮胎项目,既符合两国的产业政策,也符合企业发展规划,同时搭上国家一带一路高速发展的快车。

根据公司2021年1月9日发布的2020年非公开发行股票预案,公司非公开发行股票募集资金总额不超过12.27亿元,扣除发行费用后,募集资金净额拟投入年产300万套高性能智能化全钢载重子午线轮胎项目。赛轮(沈阳)现有年产200万套全钢载重子午线轮胎产能,全钢胎品种覆盖全副规格,盈利能力强,企业轮胎出口占产量的30%以上。项目实施后,赛轮(沈阳)全钢载重子午线轮胎的生产能力将由年产200万套提升至年产500万套,将大幅提升公司智能制造水平,优化公司产品结构,助力公司实现“到2025年实现技术自主化、制造智能化、品牌国际化,成为在全球范围内有影响力的轮胎企业”的企业愿景。

本次定增完成后,公司实际控制人袁仲雪所控制的公司股份比例将由19.81%进一步提高至27.04%,对公司的控制权也将进一步得到加强。同时,公司负债结构将更加合理,经营抗风险能力也将进一步提高。

公司还将推出新零售智能管理系统,将经销商、门店、消费者在线上、线下进行有机结合,打通从工厂到消费者全链条的信息流及物流,为“点对点”订单生产和配送优化的供应链模式提供基础和依据,进一步拉近了公司与消费者距离。

公司以508.72亿元的品牌价值入围2020年“中国500最具价值品牌”榜单,位列124位,品牌价值同比增长106亿元,增幅达26%。公司旗下品牌路极轮胎正式牵手英超西汉姆足球俱乐部,成为其2020-2022年全球官方合作伙伴。未来,公司将与西汉姆联共同推出线上线下活动,进一步提升赛轮品牌在全球的影响力。

## 瑞丰新材：国产替代进入跑马圈地期

○国盛证券 王席鑫

瑞丰新材(300910)是国内无碳纸显色剂产品开创者和领导者,目前已成为全球最大的无碳纸显色剂供应商之一,2019年占全球34.06%的份额。与此同时公司自1999年进入润滑油添加剂领域,已成长为国内民营润滑油添加剂领先企业之一,目前占全球及国内市场份额分别为0.89%及2.75%。

润滑油添加剂作为润滑油的重要成分,一般占到润滑油总体比例约2%-30%。2019年全球润滑油添加剂需求量465万吨,市场规模达到151亿美元。国内市场国企及地方民企生产的润滑油产品已经占据国内70%左右的份额,但其目前使用的润滑油复合剂产品目前仍然主要依赖国外添加剂公司的进口及国内合资企业的生产。国内润滑油添加剂企业经过过去十几年的发展已经形成了较为明确的竞争格局,行业具备进入壁垒高,客户粘性强的特点,目前瑞丰新材、无锡南方、康泰股份、上海海润等少数几家企业位列国内第一梯队,在国内市场具备较强的竞争力。随着汽车工业向国内转移以及国内润滑油添加剂自主标准的确立,国内润滑油添加剂企业中长期来看还具备非常大的进口替代空间。

公司领跑国内润滑油添加剂第一梯队,产能释放带动未来持续快速增长。截至2020年上半年公司共有润滑油添加剂产能9.6万吨,在建项目全部达产后公司将会实现产能翻倍左右增长。同时我们看好公司产品渗透率还有较大提升空间:公司已具备润滑油单剂大部分品种的自给能力,并且已经成功进入到复合剂市场。随着未来几年润滑油添加剂国产化替代加速,公司产能布局领先,市场开拓有力,有望一马当先;公司是中石化和中石油旗下润滑油的重要供应商,中石化资本于2019年成为公司第二大股东,强强联合后我们看好公司品牌价值的提升以及市场份额的逐步扩大,未来公司综合竞争力有望得到进一步提升;四大家润滑油添加剂企业纷纷在国内建厂,公司有望开拓并加强与国际知名润滑油添加剂企业合作。

我们预计公司2020-2022年的归母净利润分别为1.86、3.02及4.05亿元,分别对应52.2、32.1及24.0倍PE,首次覆盖,给予“买入”评级。

利尔化学(002258)发布2020年年报,全年实现营业收入49.69亿元,同比增长19.33%,归母净利润6.15亿元,同比增长96.76%,扣非后归母净利润5.84亿元,同比增长93.87%。其中四季度实现营业收入16.09亿元,归母净利润1.95亿元,同比增长154.66%。

2020年1-4季度受行业需求增长、中间体供应短缺致草铵膦供应下滑两方面推动,2020年国内草铵膦价格持续上行,根据百川资讯,2020草铵膦均价分别为11.46万元/吨、12.74万元/吨、14.96万元和16.33万元/吨。同时,因公司中间体自供,生产相对平稳。草铵膦景气推动公司业绩增长,公司全年原药业务实现营业收入34.13亿元,同比增长35.00%,

## 宝丰能源：扩产 400 万吨煤制烯烃 打开龙头成长空间

○中信证券 李鸿剑

宝丰能源(600989)公告,拟通过子公司于内蒙古鄂尔多斯市投资建设4×100万吨煤制烯烃示范项目,并配套5×220万吨甲醇装置。项目计划总投资额673亿元,项目资金30%来源于自有资金,70%通过银行借款或其他方式融资,目前公司已获得交通银行、工商银行500亿元授信额度。项目总体规划已获得内蒙古发改委、工信厅批复,项目力争在2023年建设完成。根据鄂尔多斯市政府公告,目前400万吨烯烃项目已列入《鄂尔多斯市建设现代煤化

工产业示范区总体规划》,可使用国家现代煤化工总体规划中的烯烃指标。目前项目前期场平工作已全面启动,环评手续正在办理中。

多项目建设同步推进,长期年化净利润有望突破200亿元。除内蒙古400万吨煤制烯烃项目外,公司宁夏基地二期50万吨煤制烯烃项目以及50万吨C2-C5综合利用制烯烃项目已于2020年9月开工建设,公司预计将于2022年下半年建成投产。此外公司拟投建300万吨煤焦化多联产项目已通过政府备案,公司计划将于

2021年底建成投产。我们在布油价格45美元/桶的假设下测算,新项目全部投产后公司净利润有望突破200亿元,业绩成长可期。

红四煤矿取得采矿许可,煤炭自给率提升实现降本。红四煤矿于2020年7月收到《采矿许可证》,公司煤矿产能从510万吨提升至750万吨。此前公司焦炭项目煤炭自给率不足50%,红四煤矿投产后自给率有望超过70%。由于公司自产原煤成本相比外购成本平均低约60%,我们测算红四煤矿投产有望降低公司

用煤成本约4.6亿元。公司同时积极储备丁家梁、甜水河煤矿的联合开发,合并产能90万吨,看好未来成本优势持续扩大。

公司是国内煤基新材料龙头,煤炭资源禀赋、一体化联产、低成本投资构筑核心成本优势。短期看好公司红四煤矿投产进一步夯实成本壁垒,长期看好烯烃、焦炭扩产规划以及氢能布局打开成长空间。公司2020-2022年归母净利润预测分别为41.5、56.1、61.1亿元,对应每股收益预测分别为0.57、0.77、0.83元。

## 国光股份：产能释放助力开拓蓝海市场

○华西证券 杨伟

植物生长调节剂龙头,蓝海市场隐形冠军。国内植物生长调节剂市场规模约75-85亿元(含原药和出口),国光股份(002749)2019年植物生长调节剂销售额为3.76亿元,占比约4-5%。植物调节剂登记上行,产销稳居国内第一。按照国内现有农作物种植面积计算,未来达到50%的渗透率下终端市场规模将达到315亿元,若按照100%渗透率计算市场规模有望达到630亿元,是2020年85亿元市场规模的7倍。公司作为植物生长调节剂赛道的绝对龙头以及唯一上市公司,有望在未来继续扩大优势。

募投项目陆续投产,未来成长可期。此前公司IPO募投项目由于位于新工业园区,进度有所滞后。截至2019年底公司IPO项目已经全部建成陆续投入试生产,2020年公司3.2亿可转债成功发行为后续增长奠定了基础。根据公司项目可研报告,IPO与可转债项目达产后收入有望较2020年翻一番。公司于2020年10月计划对依尔双丰增资2亿元用于3.5万吨/a原药及中间体项目的建设,该项目建成后公司原药供给能力将大幅提升,公司综合盈利能力将进一步加强。

财务数据优异,领跑农化行业。对比A

股农化上市公司,公司由于产品的特殊性与轻资产运行的特点,产品的毛利率、净利率、ROE、财务杠杆远优于大部分同行,我们看好公司未来产能扩张以及下游拓展带来的增长。

巩固原有优势,“技术+服务”拓展渠道:由于主要产品处于导入期,公司不仅有遍布全国的经销网络,同时销售、技术人员下沉到终端市场,通过技术服务与建立试验田的方式增强终端用户粘性。2020年11月公司收购山西浩之大55%股权,不仅增加了公司农化产品的登记证书,也丰富了公司在大田粮食作物和

油料作物上应用的产品,同时拓宽了在全国市场的渠道。

我们看好公司作为植物生长调节剂的绝对龙头,且标的具有稀缺性,以及未来产能有序释放带动的业绩增长,预计2020-2022年公司营业收入分别为11.60、13.62、16.03亿元,同比增长14.4%、17.4%、17.7%,归母净利润分别为1.69、2.70、3.22亿元,每股收益分别为0.39、0.63、0.75元,市盈率分别为28、18、15倍。对比A股农化行业各细分赛道龙头,公司2021-2022年估值显著低于平均水平,首次覆盖给予“买入”评级。

## 金能科技：追求极致 成本控制

○华泰证券 邱瀚莹

投产时间为2021年4月,我们预计2022年公司炭黑、丙炔及聚丙烯业务毛利占比将分别达28%、36%。另外,由于山东焦炭去产能任务,公司将有80万吨焦炭产能于2021年底退出。公司业务结构的调整和丰富,将进一步增强综合竞争力,降低对单一产品的依赖性。

产业链循环利用,低成本优势凸显。公司现有焦化、炭黑等煤化工业务位于山东省德州齐河市,未来聚丙烯等石油化工业务将主要位于山东省青岛市,炭黑业务对焦化中产生的煤气等副产品进行了充分利用,公司焦炭、炭黑单吨成本、毛利较同行有优势,而聚丙烯业务可充分利用青岛的优质港口等优势。

2021年经济复苏,产品价格提升,盈利空间或扩张。分产品看,焦炭方面,在产能去化背景下,预计2021-2022年仍是供给偏紧格局,焦炭均价或将持续上行。炭黑方面,受益于产能结构优化,汽车产销持续修复,带动炭黑产业盈利水平上行。丙烯、聚丙烯业务方面,同样受益于疫情后经济增速修复,且PP下游结构转

春耕保供。

为了将公司生产的优质高效的好肥料及时送达各地的田间地头,发挥农资产品最大效益,云图控股营销系统近千名销售人员、行销人员及农技服务人员等,春节刚过即奔赴市场一线,积极投身到春耕保卫战。在公司既定营销战略的统筹指挥下,各营销中心、销售部克服疫情、天气挑战,切实根据各区域实际情况制定推广方案,积极运用微信群、朋友圈、腾讯会议等各种线上工具,组织各类创新性营销活动、会议等,从而形成线上线下营销联动,推动肥料产品终端销售;同时加强专业终端农业服务,通过农技讲座、到田指导、示范试验、直播答疑等多种方式宣传、普及农技知识及科学施肥理念,帮助广大农民朋友提高种植水平,提升耕种效益,为春耕有序、高效推进提供坚实保障。

云图控股作为行业头部企业,一直本着“靠近市场、靠近资源”的建厂方针,目前公司在全国四川、湖北、山东、河南、新疆、东北等农业主产区地建有十大生产基地,各类产品可覆盖全国市场。今年备肥期十大基地产能得到全面释放,包含磷酸一铵、硫酸钾、氯化铵等各种自产原料及包装型复合肥厂间在内,各条生产线均开足马力满足农业生产,工人轮班但机器不停,采购、物流、质检等部门也是连轴运转,即便是春节期间,各生产分厂及相关部门均在加班加点,以持续不断的生产发运最大限度保障

时值春耕,国内市场整体需求稳中有增,基于国际疫情管控及市场刚需,各种化肥行情一路看涨,各大化肥生产厂家均进入一年中最忙碌的阶段,成都云图控股股份有限公司也不例外。这个曾在2020年抗疫春耕战役中表现突出的企业,目前旗下各个生产基地门前均是车水马龙,来拉货的车队从早排到晚,火车和船运也达到历史峰值,销售格外火爆。今年的云图控股(002539)还肩负着一项全新的任务,那就是承担合计40万吨国家化肥储备,云图控股对此异常重视。

“今年是云图控股承担40万吨国家储备化肥的首次落地,虽然目前原料、生产、仓储、运输等各方面成本不断上涨,但云图控股以践行客户价值、股东价值、员工价值、社会价值四大核心价值为出发点,力扛责任、负重前行,彰显肥料行业头部企业的社会责任和担当。”成都云图控股副总裁阚夕国表示:“为了把保供稳价的工作做好,云图控股合理布点、不惜成

## 云图控股：肩负重任 力保春耕

本,提前把春耕备肥发往各个市场,为春耕用肥保驾护航。我们认为能够参与国储项目,这是政府对云图控股的认可,比我们挣了多少钱更有意义。”

回顾过去的2020年,得益于完善的产业资源链和公司的提前筹谋,云图控股在疫情期间充分发挥自有产业资源协同优势,克服重重困难,保持持续的产业发运,为疫情当下春耕保供做出卓越贡献,同时公司复合肥年产量均创造历史新高,实现逆势增长,成为行业关注焦点。也正是企业超强的综合实力和完善的基地布局,使得云图控股首次申请化肥国储项目便成功中标40万吨。对于这次参与化肥国储,公司自上而下均高度关注,第一时间成立国储项目小组,成员涵盖采购、生产、库管、物流、销售、财务等多个部门负责人,可以说是全体员工共同推动40万吨化肥承储按时保质完成。

一年之计在于春,春耕质量关乎国家农业安全,农资产品充足的市场供应必不可少。每