

投资评级 优于大市 维持

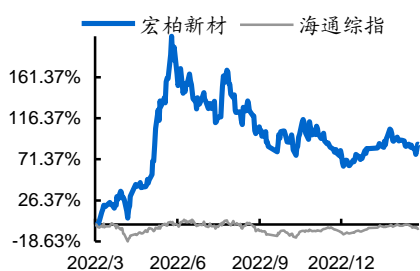
22 年归属扣非净利润同比增长 117.19%，拟投资 52 亿建设硅基新材料项目

股票数据

03月17日收盘价(元)	16.77
52周股价波动(元)	11.53-36.96
总股本/流通A股(百万股)	436/210
总市值/流通市值(百万元)	7317/3527

相关研究

《国内含硫硅烷龙头，扩产光伏级三氯氢硅，成长性可期》2022.04.25

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-1.9	5.4	5.4
相对涨幅 (%)	-0.1	9.7	5.3

资料来源：海通证券研究所

分析师:刘威

Tel:(0755)82764281

Email:lw10053@haitong.com

证书:S0850515040001

分析师:孙维容

Tel:(021)23219431

Email:swr12178@haitong.com

证书:S0850518030001

分析师:邓勇

Tel:(021)23219404

Email:dengyong@haitong.com

证书:S0850511010010

投资要点:

- 公司发布 2022 年年报。2022 年公司实现营业收入 16.98 亿元，同比增长 32.32%，归属扣非净利润 3.37 亿元，同比增长 117.19%。**1) 分产品营业收入看，公司 22 年硅烷偶联剂、气相白炭黑收入分别同比变化 34.16%、11.68% 至 14.94、1.13 亿元。2022 年业绩提升主要原因为公司主要产品总体量价齐增。2) 分产品毛利率看，公司 22 年硅烷偶联剂、气相白炭黑毛利率分别同比变化 8.87、-14.36 个百分点至 37.19%、2.83%。3) 22 年硅烷偶联剂、气相白炭黑销量分别为 5.84 万吨、0.50 万吨，同比变化 10.38%、7.15%。4) 三项费用率同比下降 1.72 个百分点至 6.5%。其中销售、管理、财务费用率同比增加-0.03、-0.56、-1.13 个百分点至 2.01%、5.17%、-0.68%，2021 年公司研发费用占收入比例为 3.66%，同比增加 0.23 个百分点。
- 公司是含硫硅烷龙头，22 年 10 月 5 万吨光伏级三氯氢硅已投产。**1) 公司目前拥有单套 5 万吨三氯氢硅产能装置和全球产能最大的含硫硅烷生产线，其中含硫硅烷偶联剂产品连续六年经中国石油和化学工业联合会认定在国际与国内市场占有率均为第一，为国内含硫硅烷龙头企业。2) 公司第二套 5 万吨三氯氢硅及产能 10000 吨/年白炭黑配套装置已于 2022 年 10 月进入试生产阶段，第二套 5 万吨三氯氢硅生产装置具备生产光伏级三氯氢硅的能力，一部分用于配合终端硅烷产品的生产，其余可用以生产光伏级三氯氢硅并直接对外销售，并于 2022 年 11 月实现了光伏级三氯氢硅产品的对外销售。
- 公司全力推进重点项目建设，拟投资 52 亿元建设新项目。**1) 公司 3 万吨特种有机硅新材料项目、新型有机硅材料项目正有序推进，上述项目预计 2023 年第一季度未达产。2) 公司产能 10000 立方米/年功能性气凝胶一期 (3000 立方) 项目目前正在进行土建施工，二期建设功能性气凝胶产能 7000 立方米/年，预计 2024 年 12 月完成建设。3) 公司于 22 年 10 月发布公告宣布投资 1 亿元成立九江宏柏新材料有限公司，并拟投资 52 亿元建设“宏柏新材绿色新材料循环产业项目”，其中一期计划投资 21 亿元；二期计划投资 31 亿元，主要生产光伏级三氯氢硅、高纯四氯化硅、气相白炭黑等绿色新材料，
- 盈利预测与参考评级。**我们预计 2023-2025 年公司 EPS 分别为 0.85、0.97、1.16 元。参考同行业可比公司估值，我们认为合理估值倍数为 2023 年 21-23 倍 PE，对应合理价值区间为 17.85-19.55 元，维持优于大市评级。

- 风险提示。**产品价格下跌的风险；在建产能投放不达预期；宏观经济下行。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1283	1698	2293	2972	3900
(+/-)YoY(%)	43.0%	32.3%	35.0%	29.6%	31.2%
净利润 (百万元)	168	352	369	422	506
(+/-)YoY(%)	36.7%	110.2%	4.7%	14.3%	20.0%
全面摊薄 EPS(元)	0.38	0.81	0.85	0.97	1.16
毛利率(%)	26.8%	33.9%	28.4%	26.5%	27.0%
净资产收益率(%)	9.6%	17.6%	15.5%	15.1%	15.3%

 资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

- 1) 价格假设: 根据公司 2022 年年报, 我们预计硅烷偶联剂 2023-2025 年价格均为 2.50 万元/吨; 我们预计气相白炭黑 2023-2025 年价格均为 2.20 万元/吨; 其他主营业务中, 我们预计功能性气凝胶 2023-2025 年价格均为 1.00 万元/立方米。
- 2) 销量假设: 根据公司 2022 年年报, 我们预计硅烷偶联剂 2023-2025 年销量分别为 7.03、7.4 和 9.99 万吨; 我们预计气相白炭黑 2023-2025 年销量分别为 0.8、1.60 和 1.60 万吨; 其他主营业务中, 我们预计功能性气凝胶 2023-2025 年销量分别为 0.06、0.80 和 1 万立方米。

表 1 宏柏新材分业务盈利预测

项目	2022	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	1697.63	2292.50	2971.50	3900.00
总成本 (百万元)	1122.35	1641.50	2183.90	2847.10
总毛利 (百万元)	575.28	651.00	787.60	1052.90
总毛利率 (%)	33.89%	28.40%	26.51%	27.00%
硅烷偶联剂				
销售收入 (百万元)	1493.70	1757.50	1850.00	2497.50
销售成本 (百万元)	938.27	1195.10	1258.00	1698.30
毛利 (百万元)	555.43	562.40	592.00	799.20
总毛利率 (%)	37.18%	32.00%	32.00%	32.00%
气相白炭黑				
销售收入 (百万元)	113.27	176.00	352.00	352.00
销售成本 (百万元)	110.06	158.40	316.80	316.80
毛利 (百万元)	3.21	17.60	35.20	35.20
总毛利率 (%)	2.83%	10.00%	10.00%	10.00%
其他主营业务				
销售收入 (百万元)	21.98	289.00	694.50	970.50
销售成本 (百万元)	21.87	230.60	547.60	766.40
毛利 (百万元)	0.11	58.40	146.90	204.10
总毛利率 (%)	0.49%	20.21%	21.15%	21.03%
其他业务				
销售收入 (百万元)	68.68	70.00	75.00	80.00
销售成本 (百万元)	52.15	57.40	61.50	65.60
毛利 (百万元)	16.53	12.60	13.50	14.40
总毛利率 (%)	24.07%	18.00%	18.00%	18.00%

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
高澜股份	300499.SZ	12.01	0.58	0.43	0.59	20.71	28.17	20.27
三孚股份	603938.SH	32.58	3.01	3.80	4.79	10.82	8.57	6.80
晨光新材	605399.SH	35.47	2.98	3.67	4.81	11.92	9.66	7.37
泛亚微透	600299.SH	49.11	0.99	1.84	2.55	49.61	26.69	19.26
平均值						23.26	18.27	13.42

资料来源: WIND, 海通证券研究所, 股价为 2023 年 3 月 17 日收盘价, 每股收益均为 WIND 一致预期。(注: 公司主营业务包括气凝胶, 高澜股份主营产品中包含较多气凝胶产品, 故认为选择高澜股份作为同行业可比公司有其合理性。)

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	1698	2293	2972	3900
每股收益	0.81	0.85	0.97	1.16	营业成本	1122	1642	2184	2847
每股净资产	4.60	5.45	6.41	7.57	毛利率%	33.9%	28.4%	26.5%	27.0%
每股经营现金流	0.80	1.53	1.20	1.31	营业税金及附加	15	23	30	41
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
价值评估 (倍)					营业费用	34	46	59	98
P/E	20.83	19.89	17.40	14.50	营业费用率%	2.0%	2.0%	2.0%	2.5%
P/B	3.66	3.09	2.62	2.22	管理费用	88	115	163	234
P/S	4.32	3.20	2.47	1.88	管理费用率%	5.2%	5.0%	5.5%	6.0%
EV/EBITDA	14.30	13.12	11.24	9.19	EBIT	389	410	461	552
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-11	-10	-18	-24
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.7%	-0.4%	-0.6%	-0.6%
毛利率	33.9%	28.4%	26.5%	27.0%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	20.8%	16.1%	14.2%	13.0%	投资收益	4	5	6	6
净资产收益率	17.6%	15.5%	15.1%	15.3%	营业利润	407	425	485	581
资产回报率	12.3%	10.9%	11.1%	11.2%	营业外收支	-2	-3	-3	-3
投资回报率	13.5%	12.8%	12.8%	13.3%	利润总额	404	422	482	578
盈利增长 (%)					EBITDA	459	557	640	764
营业收入增长率	32.3%	35.0%	29.6%	31.2%	所得税	52	53	60	72
EBIT 增长率	85.2%	5.4%	12.3%	19.8%	有效所得税率%	12.9%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润增长率	110.2%	4.7%	14.3%	20.0%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	352	369	422	506
资产负债率	30.2%	29.5%	26.4%	27.2%					
流动比率	2.53	2.24	2.55	2.50	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.89	1.57	1.71	1.72	货币资金	364	445	495	637
现金比率	0.73	0.71	0.78	0.74	应收账款及应收票据	348	289	289	470
经营效率指标					存货	247	345	443	585
应收账款周转天数	74.58	50.00	35.00	35.00	其它流动资产	306	328	387	469
存货周转天数	76.94	65.00	65.00	65.00	流动资产合计	1265	1407	1614	2162
总资产周转率	0.65	0.73	0.83	0.94	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	2.62	2.15	2.04	2.23	固定资产	838	1292	1615	1882
					在建工程	441	346	248	174
					无形资产	141	137	133	129
					非流动资产合计	1611	1965	2186	2375
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	2876	3372	3800	4537
净利润	352	369	422	506	短期借款	182	102	32	2
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	176	325	342	528
非现金支出	69	147	179	212	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	5	7	1	-2	其它流动负债	143	200	260	335
营运资金变动	-78	145	-79	-145	流动负债合计	501	627	634	865
经营活动现金流	348	668	523	571	长期借款	301	301	301	301
资产	-769	-504	-404	-404	其它长期负债	68	68	68	68
投资	0	0	0	0	非流动负债合计	368	368	368	368
其他	349	5	6	6	负债总计	869	996	1002	1233
投资活动现金流	-420	-499	-398	-398	实收资本	436	436	436	436
债权募资	133	-80	-70	-30	归属于母公司所有者权益	2007	2376	2798	3304
股权募资	49	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-87	-9	-4	-1	负债和所有者权益合计	2876	3372	3800	4537
融资活动现金流	94	-89	-74	-31					
现金净流量	25	80	51	142					

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
孙维容 基础化工行业
邓勇 石油化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,新洋丰,梅花生物,百傲化学,建龙微纳,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,合盛硅业,七彩化学,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,苏博特,卓越新能,凯立新材,凌玮科技,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。