

投资评级 优于大市 维持

一季度业绩承压，新项目稳步推进

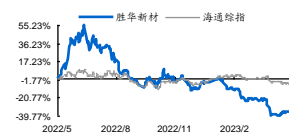
股票数据

05月26日收盘价(元)	65.70
52周股价波动(元)	59.36-168.79
总股本/流通A股(百万股)	203/203
总市值/流通市值(百万元)	13316/13316

相关研究

《布局液态六氟磷酸锂，拓宽锂电材料产品矩阵》2022.11.01
 《电解液溶剂龙头布局多种新材料产品》2022.08.21

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	3.7	-19.8	-29.1
相对涨幅(%)	6.4	-15.5	-23.9

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021)23219635

Email: zhr14674@haitong.com

证书: S0850122070051

投资要点:

- 公司发布2022年年报及2023年一季度报。**2022年公司实现营收83.16亿元，同比+17.86%；实现归母净利润8.91亿元，同比-24.43%。2023Q1公司实现营收14.61亿元，同比-17.50%，实现归母净利润0.08亿元，同比-98.22%。
- 碳酸二甲酯系列：产品价格回落，业绩同比下滑。**2022年受终端消费提升影响，碳酸酯溶剂产品全年整体市场需求表现相对较好，但受制于行业产能的不断扩张，价格自高位回落。公司积极布局海外市场，形成多基地协同生产，增强公司的稳定供应能力，实现碳酸二甲酯系列产品销量66.10万吨，同比+39.62%；营收39.36亿元，同比-3.26%，毛利12.78亿元，同比-37.67%。
- 甲基叔丁基醚系列：出口需求旺盛，毛利同比增长。**2022年受俄乌冲突影响，甲基叔丁基醚价格涨至历史高位，下半年受出口红利消退以及原油震荡走低影响，甲基叔丁基醚价格逐步回落至低位盘整运行。公司实现甲基叔丁基醚系列产品销量18.88万吨，同比-43.76%；营收12.46亿元，同比-20.30%，毛利0.94亿元，同比+9.99%。
- 新项目建设稳步推进，未来有望贡献增量。**电解液方面，东营基地30万吨/年电解液装置进入正常生产阶段；10万吨/年液态锂盐项目和1.1万吨/年特种添加剂项目计划2023年内竣工；武汉基地20万吨电解液项目和22万吨碳酸酯项目已经开始建设，乐山基地20万吨电解液项目建设按规划的工期稳定推进。**锂电负极材料和半导体辅材湿电子化学品方面**，1000吨/年硅基负极产线稳定生产高首效型硅氧碳负极材料，眉山基地3万吨/年硅基负极项目、2万吨/年正极补锂剂（一期）和1万吨/年新型导电剂项目计划2024年竣工。
- 投资建议。**公司在建锂电材料项目较多，随着未来产能释放，业绩有望持续增长。我们预计胜华新材2023~2025年EPS分别为4.69、6.53、9.82元。参考可比公司估值水平，给予其2022年17-19倍PE，对应合理价值区间为79.73-89.11元，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**在建项目进度不及预期，下游需求不及预期，项目审批进展缓慢或不能通过

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	7056	8316	10552	14734	19962
(+/-)YoY(%)	57.7%	17.9%	26.9%	39.6%	35.5%
净利润(百万元)	1178	891	951	1324	1989
(+/-)YoY(%)	353.6%	-24.4%	6.8%	39.1%	50.3%
全面摊薄EPS(元)	5.81	4.39	4.69	6.53	9.82
毛利率(%)	31.5%	17.9%	17.7%	18.9%	19.9%
净资产收益率(%)	38.0%	22.6%	19.4%	21.3%	24.2%

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

表 1 分业务盈利预测

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
碳酸二甲酯系列							
收入 (亿元)	22.47	23.00	41.97	39.36	33.85	32.83	36.11
成本 (亿元)	15.50	15.51	21.46	26.57	22.59	21.23	22.51
毛利率(%)	31%	33%	49%	32%	33%	35%	38%
MTBE							
收入 (亿元)	10.05	8.63	15.77	12.46	10.71	9.64	9.64
成本 (亿元)	9.64	9.01	14.92	11.52	9.79	9.20	9.20
毛利率(%)	4%	-4%	5%	8%	9%	5%	5%
其他							
收入 (亿元)	13.39	13.12	12.82	31.34	60.95	104.86	153.86
成本 (亿元)	13.45	12.52	11.96	30.20	54.46	89.03	128.10
毛利率(%)	0%	5%	7%	4%	11%	15%	17%
合计							
收入 (亿元)	45.91	44.75	70.56	83.16	105.52	147.34	199.62
成本 (亿元)	38.58	37.04	48.34	68.29	86.84	119.47	159.81
毛利率(%)	16%	17%	32%	18%	18%	19%	20%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
300082.SZ	奥克股份	53.86	0.52	0.01	0.15	15.22	960.98	53.06
300037.SZ	新宙邦	363.90	3.17	2.36	2.02	15.51	20.84	24.29
002709.SZ	天赐材料	857.56	2.30	2.97	2.41	18.60	14.43	17.73
	平均		2.00	1.78	1.53	16.44	332.08	31.70

注: 收盘价为 2023 年 5 月 26 日价格, EPS 为 wind 一致预期

资料来源: wind, 海通证券研究所

备注: 由于齐翔腾达无 2023 年 wind 一致性预期, 从可比公司中删除

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	8316	10552	14734	19962
每股收益	4.39	4.69	6.53	9.82	营业成本	6829	8684	11947	15981
每股净资产	19.44	24.14	30.67	40.48	毛利率%	17.9%	17.7%	18.9%	19.9%
每股经营现金流	4.18	0.76	13.45	5.74	营业税金及附加	42	42	59	80
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	89	74	103	140
P/E	14.95	14.00	10.06	6.69	营业费用率%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%
P/B	3.38	2.72	2.14	1.62	管理费用	148	190	442	599
P/S	1.60	1.26	0.90	0.67	管理费用率%	1.8%	1.8%	3.0%	3.0%
EV/EBITDA	15.35	8.91	5.98	4.49	EBIT	982	1093	1530	2278
股息率%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-90	11	30	23
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-1.1%	0.1%	0.2%	0.1%
毛利率	17.9%	17.7%	18.9%	19.9%	资产减值损失	-35	-10	-10	-10
净利润率	10.7%	9.0%	9.0%	10.0%	投资收益	-4	11	15	20
净资产收益率	22.6%	19.4%	21.3%	24.2%	营业利润	994	1091	1515	2281
资产回报率	13.9%	13.1%	12.9%	16.5%	营业外收支	30	20	22	24
投资回报率	17.7%	15.9%	18.0%	21.1%	利润总额	1024	1111	1537	2305
盈利增长 (%)					EBITDA	1162	1515	2089	3014
营业收入增长率	17.9%	26.9%	39.6%	35.5%	所得税	136	144	200	300
EBIT 增长率	-37.2%	11.4%	40.0%	48.9%	有效所得税率%	13.3%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润增长率	-24.4%	6.8%	39.1%	50.3%	少数股东损益	-2	15	14	16
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	891	951	1324	1989
资产负债率	30.5%	25.2%	34.3%	27.5%					
流动比率	1.87	2.06	1.57	1.78	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.45	1.31	1.27	1.19	货币资金	1225	367	1479	437
现金比率	0.71	0.23	0.45	0.14	应收账款及应收票据	870	1079	1681	2126
经营效率指标					存货	399	882	615	1345
应收账款周转天数	36.02	33.25	33.73	34.33	其它流动资产	720	944	1392	1596
存货周转天数	17.11	26.55	22.56	22.07	流动资产合计	3214	3272	5167	5504
总资产周转率	1.50	1.55	1.68	1.78	长期股权投资	34	36	38	40
固定资产周转率	6.05	4.89	5.11	5.23	固定资产	1838	2474	3289	4337
					在建工程	730	865	1183	1591
					无形资产	271	279	287	295
					非流动资产合计	3192	3972	5115	6581
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	6406	7244	10282	12085
净利润	891	951	1324	1989	短期借款	115	315	415	415
少数股东损益	-2	15	14	16	应付票据及应付账款	1149	566	1917	1519
非现金支出	216	432	569	746	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	9	-15	-13	-21	其它流动负债	452	707	957	1153
营运资金变动	-265	-1229	833	-1566	流动负债合计	1717	1588	3289	3087
经营活动现金流	848	154	2726	1164	长期借款	170	170	170	170
资产	-680	-1182	-1678	-2171	其它长期负债	66	66	66	66
投资	36	-17	-17	-17	非流动负债合计	236	236	236	236
其他	0	11	15	20	负债总计	1953	1825	3525	3323
投资活动现金流	-644	-1188	-1680	-2168	实收资本	203	203	203	203
债权募资	100	200	100	0	归属于母公司所有者权益	3941	4892	6216	8205
股权募资	54	0	0	0	少数股东权益	512	527	541	556
其他	-91	-24	-34	-38	负债和所有者权益合计	6406	7244	10282	12085
融资活动现金流	62	176	66	-38					
现金净流量	314	-858	1112	-1042					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 26 日; (2) 以上各表均为简表

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

邓勇 石油化工行业
 朱军军 石油化工行业
 胡歆 石油化工行业
 刘威 基础化工行业

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,湘潭电化,华光新材,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,亚香股份,赛轮轮胎,桐昆股份,广汇能源,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,华锦股份,聚合顺,松井股份,鹿山新材

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; 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。	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。
	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。