

产能恢复推涨业绩，下半年聚醚胺价格弹性可期

2022 年 07 月 12 日

➤ **事件概述**：7 月 11 日，公司发布 2022 年半年报业绩预告，报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 9000 万元-9500 万元，同比增长 3.36%-9.11%；扣除非经常性损益后的净利润 8200 万元-8700 万元，同比增长 5.33%-11.75%。

➤ **聚醚胺产能逐步复产，带动二季度业绩环比修复**。2022Q2 公司实现归属于上市公司股东的净利润 4868 万元-5368 万元，同比上升 32.6%-46.2%，环比上升 17.8%-29.9%；扣除非经常性损益后的净利润 4286 万元-4786 万元，同比上升 33.1%-48.6%，环比上升 9.5%-22.3%，单季度盈利修复明显。主要由于：1) 淮安基地持续有序复产，据公司公告 4 月 28 日起淮安晨化所有生产线均全面有序复产，新增复产项目包括 2.27 万吨聚醚、1 万吨聚醚胺和 2 万吨阻燃剂；2) 聚醚胺价格保持高稳，据百川数据，2021 年、22Q1 和 22Q2 聚醚胺均价 29790/41143/36593 元/吨，二季度较去年上涨 22.8%，环比 Q1 下降 11.1%，整体价格冲高回落，仍保持较高水平。整体上，二季度公司阻燃剂、表面活性剂、硅橡胶等其他业务经营保持平稳，聚醚胺产品以量补价贡献主要的业绩增长。

➤ **聚醚胺供需结构失衡，下半年风电旺季有望进一步推高景气度**。聚醚胺行业集中度高，截至 2022 年 6 月全球产能共约 28 万吨，2022 年新增产能较少，预计仅有正大新材料 4 万吨产能于下半年投放，供给弹性较弱。今年 5-6 月国内风电招标逐渐进入旺季，预计下半年风电装机量将大幅增加，聚醚胺将迎来新一轮季节性的供需紧张，景气度有望再度上扬。目前，公司具有聚醚胺产能 3.1 万吨（其中 3000 吨在建），为国内第二大规模（约占国内产能 31%），全资子公司淮安晨化规划扩建 4 万吨聚醚胺及 4.2 万吨聚醚项目，公司规模优势明显。考虑到目前公司淮安基地已全面复产，可充分享受行业高景气。

➤ **投资建议**：在风电行业高景气下，公司作为国内聚醚胺行业龙头企业将充分受益，我们维持公司盈利预测，预计 2022-2024 年归母净利润分别为 2.77/2.82/3.43 亿元，对应 7 月 11 日收盘价 PE 分别为 14x/14x/11x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示**：聚醚胺新增产能加快投产，导致产品价格下跌。疫情反复导致风电新装机量不及预期，进而减少公司产品需求量。

推荐

维持评级

当前价格：

18.15 元

**分析师：刘海荣**

执业证号：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理：李家豪

执业证号：S0100122060011

邮箱：lijiahao@mszq.com

相关研究

- 把握确定性，拥抱新技术——化工行业 2022 年度中期投资策略
- 聚醚胺行业深度报告：产能扩张不足，风电旺季有望推高景气

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1193	1534	1698	1739
增长率 (%)	32.5	28.6	10.7	2.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	155	277	282	343
增长率 (%)	12.7	79.2	1.5	21.7
每股收益 (元)	0.73	1.30	1.32	1.61
PE	25	14	14	11
PB	3.7	3.1	2.6	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 07 月 11 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1193	1534	1698	1739
营业成本	909	1099	1245	1216
营业税金及附加	7	8	9	9
销售费用	34	49	55	56
管理费用	68	100	110	113
研发费用	41	50	55	57
EBIT	156	253	253	318
财务费用	1	0	0	0
资产减值损失	-1	0	0	0
投资收益	16	26	29	29
营业利润	175	305	310	377
营业外收支	-8	0	0	0
利润总额	168	305	310	377
所得税	15	28	28	35
净利润	152	277	282	343
归属于母公司净利润	155	277	282	343
EBITDA	194	283	286	355

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	75	47	276	412
应收账款及票据	68	151	91	157
预付款项	14	17	19	18
存货	139	202	184	193
其他流动资产	567	649	666	669
流动资产合计	862	1066	1236	1449
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	258	302	343	381
无形资产	80	83	86	89
非流动资产合计	436	488	536	581
资产合计	1298	1554	1772	2030
短期借款	1	1	1	1
应付账款及票据	115	147	149	140
其他流动负债	76	96	105	104
流动负债合计	191	244	255	245
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	35	35	35	35
非流动负债合计	35	35	35	35
负债合计	226	279	290	280
股本	213	213	213	213
少数股东权益	24	24	24	24
股东权益合计	1072	1275	1482	1750
负债和股东权益合计	1298	1554	1772	2030

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	32.47	28.59	10.72	2.42
EBIT 增长率	11.99	62.80	-0.33	26.02
净利润增长率	12.73	79.22	1.55	21.65
盈利能力 (%)				
毛利率	23.80	28.33	26.68	30.11
净利润率	12.98	18.09	16.59	19.70
总资产收益率 ROA	11.92	17.85	15.90	16.88
净资产收益率 ROE	14.77	22.17	19.32	19.85
偿债能力				
流动比率	4.51	4.37	4.85	5.93
速动比率	3.38	3.21	3.81	4.80
现金比率	0.39	0.19	1.08	1.69
资产负债率 (%)	17.44	17.96	16.37	13.79
经营效率				
应收账款周转天数	12.86	18.22	18.22	18.22
存货周转天数	49.20	55.74	55.74	55.74
总资产周转率	0.97	1.08	1.02	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	0.73	1.30	1.32	1.61
每股净资产	4.92	5.88	6.85	8.11
每股经营现金流	0.80	0.35	1.54	1.09
每股股利	0.35	0.35	0.35	0.35
估值分析				
PE	25	14	14	11
PB	3.7	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	19.58	13.49	12.57	9.74
股息收益率 (%)	1.93	1.93	1.93	1.93

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	152	277	282	343
折旧和摊销	38	30	33	36
营运资金变动	-1	-179	70	-87
经营活动现金流	170	76	327	233
资本开支	-62	-55	-52	-52
投资	-20	0	0	0
投资活动现金流	-225	-29	-24	-22
股权募资	11	0	0	0
债务募资	1	0	0	0
筹资活动现金流	-49	-75	-75	-75
现金净流量	-105	-28	229	136

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001