

2023年05月15日

碳纤维项目逐渐达产，业绩即将兑现

吉林化纤(000420)

评级:	增持	股票代码:	000420
上次评级:	增持	52周最高价/最低价:	5.88/3.39
目标价格:		总市值(亿)	94.17
最新收盘价:	3.83	自由流通市值(亿)	94.14
		自由流通股数(百万)	2,457.96

事件概述:

2023年4月28日，公司发布2022年年报和2023年一季报。2022年公司实现营业收入36.70亿元，同比+2.50%；归母净利润-0.91亿元，同比+29.23%。2023年Q1公司实现营业收入7.41亿元，同比-20.87%，归母净利润由负转正，为0.12亿元，同比+124.65%。

分析判断:

► 盈利能力“V”字反弹，利润水平同比大幅改善

2022年，纤维行业面临着能源及物料成本高涨与需求疲软、消费不振之间的矛盾，利润空间收窄，经营压力增大，头部企业产业链一体化布局优势进一步凸显，行业集中度进一步提高。公司在原辅材料价格居高不下、市场恢复较慢等不利因素影响下，加快新项目建成投产，实施产业产品结构调整，全年销售总额稳步增长，下半年经营业绩有效止损，2022年公司粘胶长丝/粘胶短纤/碳纤维产品分别实现销售70669/47345/805吨，其中粘胶长丝和短纤售价均随成本上调。分产品收入来看，2022年公司长丝/短纤/碳纤维产品分别实现销售25.86/5.95/1.27亿元。分别同比+17.26%/-50.30%/+100%；毛利率分别为13.53%/-5.81%/2.25%，分别同比+1.52/-7.42/+2.25pct。公司在原材料成本高企态势下积极实现成本优化，2022年公司销售费用率/管理费用率和财务费用率分别为0.93%/2.42%/5.36%，分别同比-0.09/-0.42/-0.23pct。2023年Q1，公司盈利能力改善，销售毛利率和销售净利率分别为13.07%和1.63%，较2022年全年分别上升4.60、3.99pct。我们认为，随着疫情影响逐渐退潮，经济逐渐回暖和原材料价格回落，公司盈利水平有望持续向好。

► 碳纤维项目即将达产，大丝束龙头有望业绩高增长

据赛奥碳纤维数据，2022年中国碳纤维的总需求为7.44万吨，同比增长19.3%，其中进口量为2.94万吨（占总需求的39.5%），同比-11.2%，国产纤维供应量为4.5万吨（占总需求的60.5%），同比+53.8%，整体市场仍供不应求。公司碳纤维产线最终产品拉挤板材的销售方向主要以风电叶片为主。从风电行业来看，据国家能源局、环氧树脂产业蓝发展研究中心和GWEC数据，2022年中国新增风电装机量约37.6GW，累计风电装机量约为365.2GW，同比增长11.5%；预计2023年我国风电装机量达70-80GW，到2026年我国累计风电装机量将达635.2GW，2022-2026年4年CAGR14.8%。据赛奥碳纤维，2022年，受国外风场补贴以及成本因素影响，我国风电用碳纤维需求仅3.47万吨，同比+5.2%；预计2025年风电叶片碳纤维需求为5.28万吨，2030年达19.59万吨，2022-2030年8年CAGR达24.2%。根据投资者问答，截至2022年底，公司拥有长丝/短纤/碳纤维复材/小丝束碳纤维产能分别为8/12/1.2/0.06万吨，此外参股公司吉林宝旌（49%）大丝束碳纤维产能8000吨；另在建碳纤维复材产能1.2万吨，前期碳化线已达产，复材线正有序安装。我们认为，公司作为大丝束龙头，当前在建产能逐渐达产，2023年常规碳纤维价格已在历史低位，未来风电碳纤维有望重回高增长，公司业绩有望持续兑现，利润率水平预计持续上升。

投资建议

由于今年风电装机规划超预期，公司一季度盈利情况修复，我们上调此前2023、2024年盈利预测，并增加2025年预测，预计2023-2025年公司营业收入分别为43.13/51.72/62.20亿元（此前2023、2024年为42.61、47.15亿元），归母净利润分别为2.01/3.28/4.86亿元（此前2023、2024年为1.77、3.15亿元），EPS分别为

0.08/0.13/0.20 元（此前 2023、2024 年为 0.07、0.13 元），对应 2023 年 5 月 13 日收盘价 3.83 元 PE 分别为 47/29/19 倍。当前碳纤维原材料价格逐渐回落，下游尤其是风电对碳纤维需求有望增长，公司为国内大丝束碳纤维龙头，随着项目逐渐投产，规模效应逐渐显著，碳纤维拉挤板业绩有望兑现，我们看好公司未来的成长，维持“增持”评级。

风险提示

原材料价格波动加剧，项目投产不及预期，下游需求不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,580	3,670	4,313	5,172	6,220
YoY (%)	43.2%	2.5%	17.5%	19.9%	20.3%
归母净利润(百万元)	-129	-91	201	328	486
YoY (%)	44.6%	29.2%	320.2%	62.9%	48.0%
毛利率 (%)	8.9%	8.5%	10.3%	11.4%	12.8%
每股收益 (元)	-0.06	-0.04	0.08	0.13	0.20
ROE	-4.4%	-2.1%	4.4%	6.8%	9.1%
市盈率	-64.26	-95.99	46.76	28.71	19.40

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,670	4,313	5,172	6,220	净利润	-86	197	320	472
YoY (%)	2.5%	17.5%	19.9%	20.3%	折旧和摊销	439	532	585	712
营业成本	3,359	3,868	4,582	5,424	营运资金变动	-244	146	514	226
营业税金及附加	47	56	67	81	经营活动现金流	329	900	1,424	1,408
销售费用	34	47	53	64	资本开支	-420	-919	-1,047	-1,089
管理费用	89	129	140	171	投资	13	-370	-455	-452
财务费用	197	28	42	45	投资活动现金流	-381	-1,271	-1,468	-1,494
研发费用	5	11	10	13	股权募资	1,181	-3	-4	0
资产减值损失	-3	0	0	0	债务募资	147	-400	62	112
投资收益	50	22	39	48	筹资活动现金流	341	-449	15	66
营业利润	-21	204	325	480	现金净流量	291	-819	-29	-19
营业外收支	-65	0	0	0					
利润总额	-86	204	325	480	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	0	6	5	9	成长能力				
净利润	-86	197	320	472	营业收入增长率	2.5%	17.5%	19.9%	20.3%
归属于母公司净利润	-91	201	328	486	净利润增长率	29.2%	320.2%	62.9%	48.0%
YoY (%)	29.2%	320.2%	62.9%	48.0%	盈利能力				
每股收益	-0.04	0.08	0.13	0.20	毛利率	8.5%	10.3%	11.4%	12.8%
					净利率	-2.5%	4.7%	6.3%	7.8%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	-0.9%	1.9%	2.8%	3.7%
货币资金	895	75	46	27	净资产收益率 ROE	-2.1%	4.4%	6.8%	9.1%
预付款项	154	193	206	244	偿债能力				
存货	456	833	856	1,494	流动比率	0.47	0.33	0.35	0.40
其他流动资产	861	602	983	850	速动比率	0.34	0.12	0.16	0.13
流动资产合计	2,366	1,703	2,091	2,615	现金比率	0.18	0.01	0.01	0.00
长期股权投资	841	1,231	1,676	2,138	资产负债率	58.8%	57.4%	59.4%	60.0%
固定资产	5,808	6,135	6,483	6,769	经营效率				
无形资产	213	203	193	184	总资产周转率	0.38	0.41	0.46	0.49
非流动资产合计	8,148	8,908	9,829	10,658	每股指标 (元)				
资产合计	10,514	10,612	11,921	13,273	每股收益	-0.04	0.08	0.13	0.20
短期借款	1,970	1,770	1,632	1,494	每股净资产	1.76	1.84	1.97	2.17
应付账款及票据	2,492	2,666	3,578	4,257	每股经营现金流	0.13	0.37	0.58	0.57
其他流动负债	609	738	757	846	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5,070	5,174	5,966	6,597	估值分析				
长期借款	775	575	775	1,025	PE	-95.99	46.76	28.71	19.40
其他长期负债	339	339	339	339	PB	2.52	2.08	1.94	1.76
非流动负债合计	1,113	913	1,113	1,363					
负债合计	6,184	6,087	7,080	7,960					
股本	2,459	2,559	2,709	2,709					
少数股东权益	0	-4	-12	-26					
股东权益合计	4,331	4,525	4,841	5,313					
负债和股东权益合计	10,514	10,612	11,921	13,273					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。