

投资评级：买入（维持）
报告日期：2023年01月19日
市场数据

| | |
|-----------|------------|
| 目前股价 | 10.26 |
| 总市值（亿元） | 50.48 |
| 流通市值（亿元） | 48.76 |
| 总股本（万股） | 50,652 |
| 流通股本（万股） | 45,702 |
| 12个月最低/最高 | 6.12/13.99 |

分析师

分析师：邹兰兰 S1070518060001

☎ 021-31829706

✉ zoulalan@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

<<受益面板行业复苏，静待7号线产能放量>> 2022-03-17

<<业绩将迎成长拐点，新产能加速释放>> 2021-11-05

<<业绩即将迎来成长拐点，新产能释放节奏加速>> 2021-11-03

受益面板行业需求复苏，新产能释放助力业绩增长

——深纺织 A (000045) 公司动态点评

盈利预测

| (百万元) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 2108.96 | 2293.75 | 2871.08 | 4110.24 | 5007.51 |
| (+/-%) | -2.28% | 8.76% | 25.17% | 43.16% | 21.83% |
| 归母净利润 | 37.27 | 61.16 | 69.76 | 115.54 | 154.28 |
| (+/-%) | 89.37% | 64.12% | 14.06% | 65.62% | 33.53% |
| 摊薄 EPS | 0.07 | 0.12 | 0.14 | 0.23 | 0.30 |
| PE | 146.57 | 85.50 | 74.50 | 44.98 | 33.69 |

资料来源：长城证券研究院

核心观点

■ **事件：**公司1月19日发布了2022年度业绩预告，预计2022年实现归属于母公司所有者的净利润0.66-0.96亿元，同比增长7.91%-56.97%；扣除非经常性损益后的净利润0.46-0.69亿元，同比增长13.16%-69.74%。

■ **7号线产能放量，盈利能力改善：**2022年全年，公司实现归属于母公司所有者的净利润预计较2021年度增加0.05-0.35亿元，业绩平稳增长。2022年Q4，公司实现归属于母公司所有者净利润预计为0.09-0.39亿元，同比大幅扭亏。2022年公司盈利能力有所改善，主要原因系：一是公司超大尺寸电视用偏光片产业化项目（7号线）产能释放，助力偏光片业务业绩增长；二是公司不断优化产品结构，提升产品品质，提高产线稼动率，开平>>精细化管理降本增效，进一步提升了公司整体盈利水平。

■ **新产线爬坡量产提升内生盈利，收购恒美夺实业内龙头地位：**公司的主要业务为偏光片研发、生产和销售，是国内偏光片行业的领先企业。2022年以来，公司全力推进7号线项目建设和爬坡量产工作，对7号线在品质、工艺、设备等方面进行了优化改善，大幅提升产品良率水平，逐步降低生产用膜材及化学品单耗。随着新产能逐渐释放，公司盈利水平有望进一步提升。此外，2022年年底，公司发布定增预案，拟收购同业企业恒美光电的100%股权，持续加码偏光片布局。该并购完成后预计将给公司带来较大的规模效应，进一步完善公司的产业链布局，强化公司在偏光片行业的龙头地位。

■ **国产空间仍大有可为，受益面板行业需求复苏：**根据CINNO Research《全球偏光片市场季度分析报告》数据显示，2021年全球偏光片出货面积约6.1亿平方米，同比增长约5%。同时，2021年全球面板用偏光片市场规模达102亿美元，同比增长6%，首次超越百亿美元。偏光片主要应用于LCD面板，全球经济复苏有望拉动LCD面板行业需求回暖，从而带动偏

光片行业景气度上行。由于偏光片技术门槛较高，2021 年以前偏光片的产能主要分布在日本和韩国，市场主要被 LG 化学、日东电工、住友化学、SDI 等几大厂商垄断。根据 AVC 数据，2019 年上述四家企业的全球市场份额占比接近 78%。但随着中国大陆厂商持续的技术积累和逐步发力，产能持续爬坡，市场占有率快速上升，2020 年底超过 15%，日韩厂商市场集中度有所降低。根据 Omdia 数据显示，偏光片厂商 2022 年上半年的销售额前五大公司分别为日东电工、住友化学、杉金光电、SDI 和恒美光电。随着技术追赶进度和下游客户认可度提升，偏光片的国产化率有望进一步上升。

- **维持“买入”评级：**公司是国内主要的偏光片研发、生产和销售企业之一，是国内偏光片行业的领先企业，此次定增收购同业优质企业恒美光电，有望展现较强的协同效应，全球龙头地位愈加稳固。未考虑定增完成后效应，预估公司 2022 年-2024 年归母净利润为 0.70 亿元、1.16 亿元、1.54 亿元，EPS 为 0.14 元、0.23 元、0.30 元，对应的 PE 分别为 75X、45X、34X。
- **风险提示：**下游显示面板需求不及预期，国外厂商进入市场导致行业竞争加剧，原材料价格波动，外汇汇率波动。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 主要财务指标 | 2020A | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 2108.96 | 2,293.75 | 2,871.08 | 4,110.24 | 5,007.51 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 1814.30 | 1,908.52 | 2,405.68 | 3,453.43 | 4,175.76 | 营业收入增长 | -2.28% | 8.76% | 25.17% | 43.16% | 21.83% |
| 销售费用 | 28.64 | 37.97 | 39.05 | 59.92 | 74.67 | 营业成本增长 | -8.07% | 5.19% | 26.05% | 43.55% | 20.92% |
| 管理费用 | 105.09 | 122.09 | 140.97 | 208.47 | 255.46 | 营业利润增长 | 918.18% | 32.23% | 34.24% | 67.99% | 37.94% |
| 研发费用 | 67.16 | 103.51 | 103.07 | 154.64 | 198.05 | 利润总额增长 | 442.38% | 66.79% | 16.04% | 65.62% | 32.76% |
| 财务费用 | 8.29 | -0.13 | 45.36 | 26.95 | 37.22 | 归母净利润增长 | 89.37% | 64.12% | 14.06% | 65.62% | 33.53% |
| 其他收益 | 29.51 | 19.64 | 24.57 | 22.11 | 23.34 | 盈利能力 | | | | | |
| 投资净收益 | 22.60 | 22.66 | 22.63 | 22.65 | 22.64 | 毛利率 | 13.97% | 16.79% | 16.21% | 15.98% | 16.61% |
| 营业利润 | 50.39 | 66.63 | 89.45 | 150.26 | 207.27 | 销售净利率 | 2.39% | 2.91% | 3.12% | 3.66% | 4.14% |
| 营业外收支 | 1.31 | 19.60 | 10.62 | 15.47 | 12.75 | ROE | 1.12% | 1.90% | 2.17% | 3.20% | 4.14% |
| 利润总额 | 51.70 | 86.23 | 100.07 | 165.73 | 220.02 | ROIC | 2.20% | 2.07% | 3.42% | 4.11% | 4.60% |
| 所得税 | 8.20 | 11.12 | 14.39 | 23.83 | 30.55 | 营运效率 | | | | | |
| 少数股东损益 | 6.23 | 13.95 | 15.91 | 26.36 | 35.19 | 销售费用/营业收入 | 1.36% | 1.66% | 1.36% | 1.46% | 1.49% |
| 归母净利润 | 37.27 | 61.16 | 69.76 | 115.54 | 154.28 | 管理费用/营业收入 | 4.98% | 5.32% | 4.91% | 5.07% | 5.10% |
| 资产负债表 | (百万) | | | | | 研发费用/营业收入 | 3.18% | 4.51% | 3.59% | 3.76% | 3.96% |
| 流动资产 | 2,210.38 | 2,392.99 | 2,470.63 | 3,575.89 | 3,353.95 | 财务费用/营业收入 | 0.39% | -0.01% | 1.58% | 0.66% | 0.74% |
| 货币资金 | 279.09 | 302.47 | 177.15 | 253.60 | 308.96 | 投资收益/营业利润 | 44.85% | 34.01% | 25.30% | 15.07% | 10.92% |
| 应收票据及应收账款合计 | 564.12 | 629.94 | 855.82 | 1,221.50 | 1,271.31 | 所得税/利润总额 | 15.87% | 12.89% | 14.38% | 14.38% | 13.89% |
| 其他应收款 | 5.27 | 140.19 | 72.73 | 60.00 | 61.00 | 应收账款周转率 | 4.62 | 4.47 | 4.54 | 4.50 | 4.52 |
| 存货 | 480.85 | 667.46 | 634.75 | 1,338.85 | 984.54 | 存货周转率 | 4.83 | 4.00 | 4.41 | 4.17 | 4.31 |
| 非流动资产 | 2,759.17 | 3,103.66 | 3,342.82 | 3,457.45 | 3,518.37 | 流动资产周转率 | 0.95 | 1.00 | 1.18 | 1.36 | 1.45 |
| 固定资产 | 790.18 | 2,424.74 | 2,930.72 | 3,561.27 | 3,822.38 | 总资产周转率 | 0.44 | 0.44 | 0.51 | 0.64 | 0.72 |
| 资产总计 | 4,969.55 | 5,496.65 | 5,813.45 | 7,033.34 | 6,872.33 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 557.25 | 642.71 | 990.76 | 1,712.36 | 2,039.05 | 资产负债率 | 21.54% | 27.89% | 32.03% | 36.87% | 33.42% |
| 短期借款 | - | 37.58 | 264.79 | 721.95 | 813.98 | 流动比率 | 3.97 | 3.72 | 2.49 | 2.09 | 1.64 |
| 应付款项 | 485.59 | 484.96 | 611.07 | 867.84 | 1,104.79 | 速动比率 | 3.10 | 2.68 | 1.85 | 1.31 | 1.16 |
| 非流动负债 | 512.98 | 890.11 | 871.50 | 880.80 | 257.79 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 343.10 | 683.02 | 683.02 | 683.02 | 64.66 | EPS | 0.07 | 0.12 | 0.14 | 0.23 | 0.30 |
| 负债合计 | 1,070.23 | 1,532.82 | 1,862.26 | 2,593.16 | 2,296.84 | 每股净资产 | 5.46 | 5.56 | 5.50 | 6.42 | 6.62 |
| 股东权益 | 3,899.32 | 3,963.83 | 3,951.19 | 4,440.18 | 4,575.48 | 每股经营现金流 | 0.00 | -0.01 | 0.30 | -0.64 | 2.06 |
| 股本 | 507.77 | 506.52 | 506.52 | 506.52 | 506.52 | 每股经营现金/EPS | 0.05 | -0.07 | 2.19 | -2.83 | 6.75 |
| 留存收益 | 2,149.38 | 2,190.59 | 2,281.72 | 2,744.35 | 2,844.46 | 估值 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1,133.08 | 1,147.03 | 1,162.95 | 1,189.30 | 1,224.50 | PE | 134.29 | 78.33 | 74.50 | 44.98 | 33.69 |
| 负债和权益总计 | 4,969.55 | 5,496.65 | 5,813.45 | 7,033.34 | 6,872.33 | PEG | 2.78 | 2.17 | -0.28 | 0.93 | 0.93 |
| 现金流量表 | (百万) | | | | | PB | 1.72 | 1.69 | 1.86 | 1.60 | 1.55 |
| 经营活动现金流 | 1.93 | -4.44 | 152.88 | -326.55 | 1,041.09 | EV/EBITDA | 19.54 | 21.08 | 19.67 | 14.48 | 10.23 |
| 其中营运资本减少 | -355.89 | -104.41 | -125.42 | -741.91 | 502.27 | EV/SALES | 1.74 | 2.34 | 2.12 | 1.59 | 1.19 |
| 投资活动现金流 | -319.07 | -258.53 | -359.15 | -375.58 | -367.37 | EV/IC | 1.31 | 1.59 | 1.65 | 1.43 | 1.45 |
| 其中资本支出 | 484.47 | 547.37 | 401.23 | 390.45 | 395.84 | ROIC/WACC | 0.23 | 0.22 | 0.36 | 0.43 | 0.48 |
| 融资活动现金流 | 329.80 | 288.27 | 80.95 | 778.59 | -618.36 | REP | 5.75 | 7.40 | 4.64 | 3.33 | 3.02 |
| 净现金总变化 | 12.66 | 25.31 | -125.33 | 76.46 | 55.36 | | | | | | |

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

买入——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；
增持——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；
持有——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；
卖出——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上。

行业评级：

强于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
弱于大市——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究院

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>