

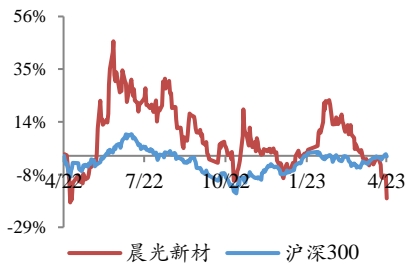
全年盈利高增，需求修复可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-04-19

收盘价（元）	28.61
近 12 个月最高/最低（元）	42.22/28.61
总股本（百万股）	240
流通股本（百万股）	85
流通股比例（%）	35.39
总市值（亿元）	69
流通市值（亿元）	24

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 硅烷一体化，角力气凝胶
2023-04-03

主要观点：

● 事件描述

4月18日，晨光新材发布2022年度报告，实现营业收入19.47亿元，同比增长14.69%；实现归母净利润6.39亿元，同比提高18.99%；实现扣非归母净利润6.31亿元，同比提高19.06%；实现基本每股收益2.67元/股。其中，第四季度实现营业收入3.78亿元，同比下降37.73%，环比下降20.08%；实现归母净利润0.80亿元，同比下降66.24%，环比下降46.67%；实现扣非归母净利润0.77亿元，同比下降67.37%，环比下降45.39%。

同时，晨光新材披露2023年第一季度报告，报告期内实现营业收入2.83亿元，同比下降46.77%，环比下降84.74%；实现归母净利润0.41亿元，同比下降78.59%，环比上升81.61%；实现扣非归母净利润0.32亿元，同比下降82.72%，环比上升85.52%；实现基本每股收益0.17元/股。

● 功能性硅烷延续高景气，全年盈利创新高

2022年全年经营稳健，营收利润创新高。功能性硅烷是公司最重要的盈利来源，2022年全年功能性硅烷板块贡献收入19.42亿元，同比增长14.46%，占公司总收入99.74%；其他板块贡献收入0.05亿元，同比增长427.49%。2022年上半年，功能性硅烷延续2021年以来的高景气，盈利能力同比大幅提升。由于功能性硅烷下游与宏观经济走势密切相关，2022年下半年需求不足导致盈利收窄，四季度产品价格及盈利来到历史低位。

盈利能力指标方面，2022年整体销售毛利率42.36%，同比下滑0.2pct；净利率32.82%，同比提升3.73pct。ROE为29.09%，同比下滑3.78pct。

价格方面，主要产品KH-550/CG202/KH-560/CG-Si69/CG-171全年平均价格分别为55302.96/24753.12/61802.86/27165.42/26246.27元/吨，同比大幅提升。同时主要原料硅粉/氯丙烯/乙醇/烯丙基缩水甘油醚全年平均价格18642.67/10755.72/7200.91/42494.62元/吨，同比-6.99%/-1.06%/1.75%/42.69%。

量方面，主要产品KH-550/CG202/KH-560/CG-Si69/CG-171销量分别为5460.63/3657.09/4760.08/4097.20/9156.44吨，同比-5.76%/-45.48%/-7.25%/6.13%/14.73%。产销量增长主要源于募投的6.6万吨功能性硅烷项目于2022年开始陆续投产爬坡带来的增量。

费用方面，2022Q4销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为

2.65%/1.32%/-1.59%，环比变动 1.38/-1.43/2.00 pct。三费整体控制良好。研发费用率 6.88%，公司研发投入持续增加。

● 四季度及一季度需求下行，功能性硅烷行业承压

2022 Q4 及 2023 Q1 业绩环比下滑较多主要由于功能性硅烷下游需求较弱导致产销量和价差均下跌。22Q4 橡胶轮胎外胎产量较上一季度下降 2.06%，房屋竣工面积较 22Q3 环比上涨 270.35%。2022 Q4 单季度毛利率 28.81%，环比提高 7.85 pct；净利率 21.08%，环比提高 7.02pct。2023 Q1 单季度毛利率 19.50%，环比提高 5.31 pct；净利率 14.35%，环比提高 4.78 pct。

价方面，2022 Q4 主要产品 KH-550/KH-560/CG-171 平均价格为 43092.31/45184.62/20584.62 元/吨，环比-20.22%/-29.08%/-18.01%。根据我们的跟踪，KH-550/KH-560/CG-171 季度价差环比均呈下降趋势，大部分产品价差收窄明显。

量方面，2022 Q4 主要产品 KH-550/CG-202/ CG-Si69/CG-171 销量 1314.93/519.41/944.93/2433.55 吨，环比-5%/-44%/-14%/-8%，CG-202 产品销量下滑较为明显。

● 以量换价，多基地布局保障盈利稳定性

展望 2023 年，我们认为汽车及地产需求整体呈现弱复苏的态势，需求端或将逐季改善，但 2021-2022 年相对好的盈利水平带来行业的扩产较多。因此我们认为竞争的关键将是产品结构的优化、一体化抗风险能力、成本控制能力，同时以量换价将是盈利提升的关键。

2023-2025 年将是晨光新材资本开支大年，公司发展进入快车道。目前公司以江西九江为主要生产基地，公司近两年开始布局安徽铜陵和宁夏中卫生产基地，多基地布局便于降低风险及增加客户覆盖范围。公司在报告期内基本完成 6.6 万吨募投项目功能性硅烷的建设，目前在建拟建项目有年产 2.3 万吨特种有机硅项目，预计 2023 年底全部完成建设；年产 30 万吨硅基及气凝胶新材料项目，预计 2024 年 10 月完成建设；年产 30 万吨功能性硅烷项目在报告期内已经开工建设，预计 2026 年全部完成建设；年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目，预计 2023 年中旬完成建设。

图表 1 晨光新材在建拟建项目

项目	内容	预期投产时间
年产 2.3 万吨特种有机硅项目	3-辛酰基硫代丙基三乙氧基硅烷	
	5000t/a、六甲基二硅氮烷 3000t/a、甲基硅酸 2000t/a、甲基苯基二氯硅烷 4000t/a、苯基三氯硅烷 2000t/a、气凝胶 2000t/a 和钛酸酯偶联剂系列产品 5000t/a	2023 年 12 月
年产 30 万吨功能性硅烷项目	功能性硅烷产品 300000 t/a、三氯氢硅 60000t/a、气凝胶 5000t/a	一期：2024 年 12 月 二期：2026 年

年产 30 万吨硅基及气凝胶新材料项目

主要生产三氯氢硅、正硅酸乙酯、乙烯基硅烷、苯基硅烷和气凝胶材料

2024 年 10 月

年产 6.5 万吨有机硅新材料技改扩能项目

主要生产 KH-560、KH-540、A-150、KH-580、KH-590、602γ1、KH-571、Si50、V-4、CG-605、CG-608、CG-794 和 AGE

2023 年 7 月

资料来源：公司公告、华安证券研究所

● **投资建议**

我们看好公司基于全种类原料平台优势，通过资本开支扩大规模优势，实现强者恒强，同时积极布局新品种，提高产品的差异化和附加值。预计公司 2023 年、2024 年和 2025 年归母净利润分别为 6.75 亿元、9.30 亿元和 12.98 亿元，EPS 分别为 2.81 元、3.87 元和 5.40 元，对应当前股价 PE 分别为 11.31/8.22/5.88，维持“买入”评级。

● **风险提示**

原油和煤炭价格大幅波动；
 项目建设不及预期；
 不可抗力；
 宏观经济下行。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1947	2567	4027	7095
收入同比 (%)	14.7%	31.9%	56.9%	76.2%
归属母公司净利润	639	675	930	1298
净利润同比 (%)	19.0%	5.7%	37.7%	39.7%
毛利率 (%)	42.4%	35.8%	32.1%	27.1%
ROE (%)	29.1%	23.4%	24.3%	25.3%
每股收益 (元)	2.67	2.81	3.87	5.40
P/E	12.10	11.31	8.22	5.88
P/B	3.53	2.65	2.00	1.49
EV/EBITDA	9.00	7.75	5.09	3.35

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1793	2524	3545	5222	营业收入	1947	2567	4027	7095
现金	1253	1621	2212	2693	营业成本	1122	1648	2733	5171
应收账款	130	292	373	797	营业税金及附加	14	17	27	48
其他应收款	1	1	2	2	销售费用	26	38	54	98
预付账款	5	8	13	24	管理费用	40	61	85	155
存货	143	253	422	836	财务费用	-50	-50	-65	-88
其他流动资产	262	350	524	869	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	656	761	891	1042	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-4	-1	-3	-7
固定资产	364	396	441	481	营业利润	730	775	1068	1489
无形资产	169	221	289	381	营业外收入	1	5	4	4
其他非流动资产	123	144	160	180	营业外支出	3	2	2	3
资产总计	2449	3285	4436	6264	利润总额	728	778	1071	1490
流动负债	192	339	545	1060	所得税	89	103	141	192
短期借款	0	0	0	0	净利润	639	675	930	1298
应付账款	125	192	351	660	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	67	147	195	400	归属母公司净利润	639	675	930	1298
非流动负债	62	63	66	67	EBITDA	723	777	1068	1478
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.67	2.81	3.87	5.40
其他非流动负债	62	63	66	67					
负债合计	254	402	611	1127					
少数股东权益	0	0	0	0	主要财务比率				
股本	240	240	240	240	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	552	552	552	552	成长能力				
留存收益	1403	2090	3032	4343	营业收入	14.7%	31.9%	56.9%	76.2%
归属母公司股东权益	2195	2883	3825	5136	营业利润	17.9%	6.2%	37.9%	39.4%
负债和股东权益	2449	3285	4436	6264	归属于母公司净利	19.0%	5.7%	37.7%	39.7%
					获利能力				
					毛利率 (%)	42.4%	35.8%	32.1%	27.1%
					净利率 (%)	32.8%	26.3%	23.1%	18.3%
					ROE (%)	29.1%	23.4%	24.3%	25.3%
					ROIC (%)	27.3%	21.8%	22.8%	23.8%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	10.4%	12.2%	13.8%	18.0%
					净负债比率 (%)	11.6%	14.0%	16.0%	22.0%
					流动比率	9.34	7.45	6.50	4.93
					速动比率	8.29	6.45	5.53	4.00
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.90	1.04	1.33
					应收账款周转率	12.05	12.16	12.10	12.13
					应付账款周转率	9.78	10.39	10.08	10.23
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.67	2.81	3.87	5.40
					每股经营现金流薄)	2.53	2.11	3.20	2.89
					每股净资产	9.14	12.00	15.92	21.38
					估值比率				
					P/E	12.10	11.31	8.22	5.88
					P/B	3.53	2.65	2.00	1.49
					EV/EBITDA	9.00	7.75	5.09	3.35

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。