

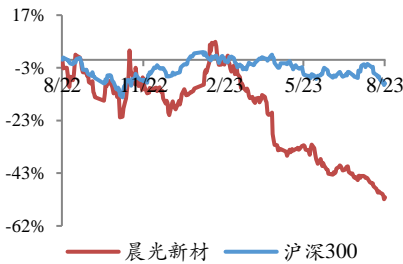
硅烷景气触底，新项目持续推进

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-08-24

收盘价（元）	14.55
近12个月最高/最低（元）	32.07/14.34
总股本（百万股）	312
流通股本（百万股）	312
流通股比例（%）	99.74
总市值（亿元）	45
流通市值（亿元）	45

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

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 全年盈利高增，需求修复可期
2023-04-19

2. 硅烷一体化，角力气凝胶
2023-04-03

主要观点：

● 事件描述

8月18日，晨光新材发布2023年半年度报告，实现营业收入5.65亿元，同比减少48.38%；实现归母净利润7125.38万元，同比减少82.60%；实现扣非归母净利润3774.35万元，同比下降90.86%；实现基本每股收益0.23元/股。其中，第二季度实现营业收入2.82亿元，同比下降49.90%，环比下跌0.36%；实现归母净利润3057.81万元，同比下跌86.06%，环比下跌24.82%；实现扣非归母净利润524.40万元，同比下降97.67%，环比下跌83.86%。

● 有机硅行业供需承压带来营收利润双重压力，产销量大幅增长

二季度硅烷偶联剂整体盈利承压。2023H1，公司营收利润出现大幅下降，主要系有机硅行业整体需求恢复不佳以及新增产能投放导致产品价格和毛利率出现较大下降。根据公司披露的经营数据，二季度氨基/环氧基/含硫/乙烯基/原硅酸酯销售单价分别环比-19.24%/-15.79%/+160.53%/-1.38%/-9.55%。二季度综合毛利率为11.05%，同比/环比-39.31pct/-8.45pct。

以量换价，市场份额进一步提升。二季度，产品降价以及新项目放量使得公司产销量环比大幅提升。单季度产品总产量/销量分别达到9476.37/10432.9吨，环比分别+8.28%/+17.42%。其中氨基硅烷2203.79/2089.24吨，环比分别+34.12%/+9.98%；环氧基硅烷921.92/1473.87吨，环比分别-27.15%/+37.07%；含硫硅烷1551.76/1624.00吨，环比分别+9.59%/+10.07%；乙烯基硅烷2616.56/2618.3吨，环比分别+22.47%/+28.80%；原硅酸酯硅烷2182.34/2627.56吨，环比分别-4.72%/+9.38%。

● 积极推动项目建设，双基地一体化布局

2023年，公司积极推进多个项目的建设和运营。公司的“年产6.5万吨有机硅新材料技改扩能项目”和“年产2.3万吨特种有机硅材料项目”的某些产品已进入试生产阶段。“年产30万吨功能性硅烷项目”正在全面建设，该项目依托公司现有的工艺技术和新产品开发优势，旨在扩大功能性硅烷系列产品的产能，此外，公司还在宁夏中卫工业园投资兴建“年产30万吨硅基及气凝胶新材料项目”，目前正在全面建设中，计划在2023年底前一期项目达到试生产条件。同时，在江西省九江市湖口高新技术产业园，公司计划投资建设年产21万吨硅基新材料及0.5万吨钴基新材料项目，正处于前期审批阶段，公司将以此项目为依托，进一步扩充全产业链布局。

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 万吨种有机硅材料项目	3-辛酰基硫代丙基三乙氧基硅烷 5000t/a、辛基三氯硅烷 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 的生产装置及其相应配套设施的投资建设	2023 年 11 月
13.5 万吨硅基新材料及 2.5 万吨钛、钴基新材料项目	建设生产车间及购买生产设备, 主要生产硅基新材料	2024 年 1 月
年产 30 万吨功能性硅烷项目	建设生产车间及购买生产设备, 主要生产功能性硅烷基础原料、中间体和产成品	2024 年 6 月部分投产, 2026 年 6 月建设完成
年产 30 万吨硅及气凝胶新材料项目	建设生产车间及购买生产设备, 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 4 月

资料来源: 公司公告、华安证券研究所

● 投资建议

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。由于行业景气度超预期下行, 我们下调公司盈利预测, 预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.29 亿元、3.68 亿元和 6.52 亿元 (原值 6.75 亿元、9.30 亿元和 12.98 亿元), EPS 分别为 0.73 元、1.18 元和 2.09 元, 对应当前股价 PE 分别为 20.10/12.49/7.06, 维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 原材料及主要产品价格波动引起的各项风险;
- (2) 安全生产风险;
- (3) 环境保护风险;
- (4) 项目投产进度不及预期;
- (5) 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	1845	3143	6098
收入同比 (%)	14.7%	-5.2%	70.4%	94.0%
归属母公司净利润	639	229	368	652
净利润同比 (%)	19.0%	-64.2%	60.9%	76.9%
毛利率 (%)	42.4%	19.0%	19.0%	18.8%
ROE (%)	29.1%	9.8%	13.5%	19.2%

每股收益 (元)	2.67	0.73	1.18	2.09
P/E	12.10	20.10	12.49	7.06
P/B	3.53	1.97	1.69	1.36
EV/EBITDA	9.00	12.73	7.81	4.45

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				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1793	1930	2413	3408
现金	1253	1260	1212	1168
应收账款	130	174	346	660
其他应收款	1	0	1	2
预付账款	5	7	12	23
存货	143	216	412	792
其他流动资产	262	274	430	764
非流动资产	656	761	891	1042
长期投资	0	0	0	0
固定资产	364	396	441	481
无形资产	169	221	289	381
其他非流动资产	123	144	160	180
资产总计	2449	2691	3304	4450
流动负债	192	287	516	997
短期借款	0	0	0	0
应付账款	125	162	343	625
其他流动负债	67	125	174	372
非流动负债	62	63	66	67
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	62	63	66	67
负债合计	254	351	582	1064
少数股东权益	0	0	0	0
股本	240	312	312	312
资本公积	552	480	480	480
留存收益	1403	1548	1929	2593
归属母公司股东权益	2195	2341	2722	3386
负债和股东权益	2449	2691	3304	4450

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	608	243	128	168
净利润	639	229	368	652
折旧摊销	38	52	61	70
财务费用	-13	0	0	0
投资损失	4	1	2	6
营运资金变动	-64	-35	-301	-558
其他经营现金流	706	261	667	1209
投资活动现金流	-212	-154	-191	-227
资本支出	-196	-153	-187	-219
长期投资	-11	0	0	0
其他投资现金流	-5	-1	-4	-7
筹资活动现金流	-95	-95	2	2
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	55	72	0	0
资本公积增加	-45	-72	0	0
其他筹资现金流	-105	-95	2	2
现金净增加额	313	7	-48	-44

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1947	1845	3143	6098
营业成本	1122	1495	2545	4950
营业税金及附加	14	12	21	41
销售费用	26	28	42	85
管理费用	40	44	67	133
财务费用	-50	-50	-50	-48
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	-4	-1	-2	-6
营业利润	730	261	422	747
营业外收入	1	5	4	4
营业外支出	3	2	2	3
利润总额	728	264	424	748
所得税	89	35	56	96
净利润	639	229	368	652
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	639	229	368	652
EBITDA	723	263	435	774
EPS (元)	2.67	0.73	1.18	2.09

主要财务比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	14.7%	-5.2%	70.4%	94.0%
营业利润	17.9%	-64.3%	61.8%	77.0%
归属于母公司净利润	19.0%	-64.2%	60.9%	76.9%
获利能力				
毛利率 (%)	42.4%	19.0%	19.0%	18.8%
净利率 (%)	32.8%	12.4%	11.7%	10.7%
ROE (%)	29.1%	9.8%	13.5%	19.2%
ROIC (%)	27.3%	7.8%	11.9%	18.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	10.4%	13.0%	17.6%	23.9%
净负债比率 (%)	11.6%	15.0%	21.4%	31.4%
流动比率	9.34	6.72	4.67	3.42
速动比率	8.29	5.68	3.67	2.49
营运能力				
总资产周转率	0.90	0.72	1.05	1.57
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	0.73	1.18	2.09
每股经营现金流薄)	1.95	0.78	0.41	0.54
每股净资产	9.14	7.49	8.71	10.84
估值比率				
P/E	12.10	20.10	12.49	7.06
P/B	3.53	1.97	1.69	1.36
EV/EBITDA	9.00	12.73	7.81	4.45

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

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达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。