

持续降本、优化客户结构和产品结构等方式实现盈利水平提升(2022Q4已经得到验证)；其次，2023年预计是风电装机大年，公司叶片销量有望高增；最后，2023年预计将完成中复连众的收购，届时公司叶片将进一步增强规模效应和对产业链议价能力，有利于盈利持续改善。

2022H2 玻纤业务承压明显，供需格局改善有望推动盈利回归合理水平。2022年，公司销售玻纤116万吨，同比+4.68%；实现收入91.25亿元，同比+4.48%；净利润28.08亿元，同比-2.98%；毛利率32.42%，同比-10.31pct。拆分来看，2022H2玻纤单吨价格为7224元/吨，环比-16.61%；毛利率为27.20%，环比-10.69pct。2022年下半年由于疫情造成的需求下滑和行业新增产能释放双重影响，2022年Q3公司玻纤价快速下滑，单吨净利也随之快速下降。目前玻纤行业经过半年多的去库存，价格处于市场底部区域，库存从2022年最高近70天降到2022年底45天左右。展望2023年，有望随着经济复苏，玻纤行业供需格局有望得到改善，价格和盈利有望恢复合理水平。

投资建议：公司锂电隔膜业务盈利水平大幅提升，叶片盈利已经走出底部，玻纤业务盈利随着供需格局改善有望回归合理水平，三项业务都处于边际向好发展期。我们预计2023-2025年公司营收分别为283/328/367亿元，同比+28%/+16%/+12%；归母净利分别为37/46/53亿元，同比+4%/+25%/+16%；EPS分别为2.18/2.74/3.16元，当前股价对应PE分别为11/9/8倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格上涨、风电新增装机不及预期、行业竞争格局恶化

■ 盈利预测和财务指标：

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22108.95	28276.92	32835.86	36667.95
(+/-%)	8.94	27.90	16.12	11.67
净利润(百万元)	3511.15	3651.63	4598.01	5310.79
(+/-%)	4.08	4.00	25.02	15.50
每股收益(元)	2.09	2.18	2.74	3.16
市盈率(PE)	10.24	11.29	8.96	7.76

资料来源：Wind，太平洋证券注

利润表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	22109	28277	32836	36668
%同比增速	9%	28%	16%	12%
营业成本	16463	20982	24184	26795
毛利	5646	7294	8652	9873
%营业收入	26%	26%	26%	27%
税金及附加	196	249	286	322
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	297	373	430	477
%营业收入	1%	1%	1%	1%
管理费用	1001	1272	1525	1671
%营业收入	5%	5%	5%	5%
研发费用	1057	1357	1567	1754
%营业收入	5%	5%	5%	5%
财务费用	387	509	593	687
%营业收入	2%	2%	2%	2%
资产减值损失	-155	-218	-196	-249
信用减值损失	16	0	0	0
其他收益	270	351	428	461
投资收益	120	78	115	143
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	23	0	0	0
资产处置收益	1077	822	1218	1404
营业利润	4060	4566	5817	6718
%营业收入	18%	16%	18%	18%
营业外收支	6	0	0	0
利润总额	4066	4566	5817	6718
%营业收入	18%	16%	18%	18%
所得税费用	335	639	872	1008
净利润	3731	3926	4944	5711
%营业收入	17%	14%	15%	16%
归属于母公司的净利润	3511	3652	4598	5311
%同比增速	4%	4%	26%	16%
少数股东损益	220	275	346	400
EPS (元/股)	2.09	2.18	2.74	3.16

基本指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
EPS	2.09	2.18	2.74	3.16
BVPS	10.29	12.47	15.21	18.37
PE	10.24	11.29	8.96	7.76
PEG	2.51	2.82	0.35	0.50
PB	2.08	1.97	1.61	1.34
EV/EBITDA	8.57	7.82	6.57	4.99
ROE	20%	17%	18%	17%
ROIC	9%	10%	11%	11%

资料来源: WIND, 太平洋证券

资产负债表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	5783	9073	9001	14732
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款及应收票据	6313	5551	8508	7339
存货	3178	3329	4038	4151
预付账款	307	391	463	506
其他流动资产	3861	5854	6560	7214
流动资产合计	19442	24198	28571	33942
长期股权投资	153	153	153	153
投资性房地产	242	242	242	242
固定资产合计	19997	21805	23591	25233
无形资产	1516	1516	1516	1516
商誉	48	48	48	48
递延所得税资产	504	504	504	504
其他非流动资产	4986	4986	4986	4986
资产总计	46889	53453	59611	66625
短期借款	1637	1361	1065	783
应付票据及应付账款	8755	10821	12028	13284
预收账款	0	0	0	0
应付职工薪酬	610	806	930	1024
应交税费	360	459	537	598
其他流动负债	1915	2468	2569	2743
流动负债合计	13277	15914	17129	18431
长期借款	5404	5404	5404	5404
应付债券	3696	3696	3696	3696
递延所得税负债	146	146	146	146
其他非流动负债	1821	1821	1821	1821
负债合计	24343	26981	28196	29498
归属于母公司的所有者权益	17274	20926	25524	30835
少数股东权益	5271	5546	5892	6292
股东权益	22545	26472	31416	37126
负债及股东权益	46889	53453	59611	66625

现金流量表 (百万元)

	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流净额	3160	6173	2505	7983
投资	11	0	0	0
资本性支出	-3723	-2186	-1904	-1630
其他	51	78	115	143
投资活动现金流净额	-3662	-2108	-1789	-1488
债权融资	894	-275	-296	-282
股权融资	5008	0	0	0
支付股利及利息	-1564	-500	-491	-483
其他	-753	0	0	0
筹资活动现金流净额	3585	-775	-788	-765
现金净流量	3115	3289	-72	5731

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	陈宇	17742876221	cheny@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。