

聚醚胺盈利能力承压，待下游风电景气回升

2023 年 07 月 11 日

► **事件：**根据百川盈孚数据，截至 2023 年 6 月底，聚醚胺 D230 华东价格为 20000 元/吨，较年初下降 4.76%，3 月份以来聚醚胺价格基本企稳，结束了自 2022 年 2 月以来的持续下跌的趋势。

► **公司是国内领先的聚醚胺生产企业。**公司主营表面活性剂、阻燃剂、硅橡胶三大业务板块的精细化工新材料，截至 2022 年报，公司拥有产能分别为聚醚胺 31000 吨/年（其中：设计产能 3000 吨/年聚醚胺项目在建），烷基糖苷 35000 吨/年，阻燃剂 34800 吨/年，硅橡胶 8500 吨/年，聚醚 45400 吨/年，硅油 4600 吨/年，各类产品的产能规模和工艺技术均达到国内龙头水平。2022 年公司实现营收 10.78 亿元，归母净利润 1.19 亿元，其中硅橡胶、表面活性剂和阻燃剂业务分别占收入的 9%、76%和 15%。

► **聚醚胺盈利能力承压，需求端待下游风电景气回升。**23 年二季度以来聚醚胺价格逐渐止跌企稳，结束了接近一年的下跌行情，产品进入利润承压阶段，根据百川盈孚数据，截至 6 月 30 日，聚醚胺 D230 华东价格为 20000 元/吨，较年初下降 4.76%，同比则下降 41.17%；行业毛利为 4952 元/吨，同比下降 74.13%。根据正大新材料招股书，聚醚胺主要用于风电领域和建筑材料领域，2020 年分别占中国聚醚胺需求的 62%和 25%。随着疫情等负面因素消除，风电装机有望景气回升，据 GWEC 预测，23 年中国风电新装机量将达 70GW，而 22 年国内风电新装机为 37.63GW，预计 23 年新装机增幅高达 86%，有望带动聚醚胺需求修复。

► **聚醚胺扩产项目稳步推进。**公司公告称，公司拟将江苏大江年产 3.4 万吨聚氨酯功能性助剂项目与淮安晨化年产 4 万吨聚醚胺（4.2 万吨聚醚）项目进行合并实施，目前该项目已于 22 年 11 月取得了《江苏省投资项目备案证》。该项目为万吨级装置工程的放大和进一步优化，有利于节约人力成本、能源成本并产生规模效应从而降低投资费用，投产后有望进一步巩固公司国内聚醚胺龙头地位。

► **投资建议：**公司聚醚胺产能规模和工艺水平均为国内领先水平，在风电行业长期保持高景气下，公司将充分受益，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 1.24/1.51/2.27 亿元，对应 7 月 10 日 PE 倍数为 19x/16x/11x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**风电新装机量不及预期的风险；聚醚胺新增产能加快投产，导致产品价格继续下跌的风险。

推荐

维持评级

当前价格：

11.35 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 李家豪

执业证书：S0100122060011

电话：15919000973

邮箱：lijiahao@mszq.com

相关研究

1.晨化股份 (300610.SZ) 2022 年上半年业绩预告点评：产能恢复推涨业绩，下半年聚醚胺价格弹性可期-2022/07/12

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	1078	1309	1637	2060
增长率 (%)	-9.6	21.4	25.0	25.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	119	124	151	227
增长率 (%)	-23.0	4.4	21.6	50.0
每股收益 (元)	0.56	0.58	0.71	1.07
PE	20	19	16	11
PB	2.2	2.1	1.9	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 7 月 10 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	1078	1309	1637	2060
营业成本	829	1038	1306	1606
营业税金及附加	5	7	8	11
销售费用	29	35	44	55
管理费用	72	81	101	127
研发费用	43	48	60	76
EBIT	114	122	145	220
财务费用	-2	-2	-2	-2
资产减值损失	-5	-12	-12	-13
投资收益	21	25	31	40
营业利润	135	136	166	249
营业外收支	-7	0	0	0
利润总额	128	136	166	249
所得税	11	12	14	22
净利润	117	124	151	227
归属于母公司净利润	119	124	151	227
EBITDA	154	166	197	277

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	140	140	153	205
应收账款及票据	77	84	105	132
预付款项	8	9	12	15
存货	145	170	214	263
其他流动资产	551	561	577	598
流动资产合计	921	964	1061	1212
长期股权投资	0	25	56	96
固定资产	244	247	259	270
无形资产	74	74	74	74
非流动资产合计	431	441	465	499
资产合计	1352	1405	1525	1711
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	124	143	180	221
其他流动负债	67	44	49	55
流动负债合计	191	186	229	276
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	34	34	34	34
非流动负债合计	34	34	34	34
负债合计	225	220	263	310
股本	213	213	213	213
少数股东权益	21	21	21	21
股东权益合计	1127	1185	1263	1401
负债和股东权益合计	1352	1405	1525	1711

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-9.58	21.37	25.04	25.90
EBIT 增长率	-27.06	7.30	19.09	51.82
净利润增长率	-22.95	4.38	21.56	49.99
盈利能力 (%)				
毛利率	23.13	20.66	20.22	22.04
净利率	11.06	9.51	9.25	11.02
总资产收益率 ROA	8.82	8.86	9.92	13.26
净资产收益率 ROE	10.79	10.70	12.19	16.45
偿债能力				
流动比率	4.82	5.17	4.64	4.38
速动比率	3.77	3.96	3.45	3.22
现金比率	0.73	0.75	0.67	0.74
资产负债率 (%)	16.66	15.69	17.22	18.14
经营效率				
应收账款周转天数	17.09	14.20	14.20	14.20
存货周转天数	63.85	59.76	59.76	59.76
总资产周转率	0.81	0.95	1.12	1.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.56	0.58	0.71	1.07
每股净资产	5.19	5.47	5.83	6.48
每股经营现金流	0.60	0.51	0.67	0.96
每股股利	0.33	0.34	0.42	0.63
估值分析				
PE	20	19	16	11
PB	2.2	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	15.18	14.12	11.89	8.46
股息收益率 (%)	2.91	3.03	3.69	5.53

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	117	124	151	227
折旧和摊销	41	44	52	56
营运资金变动	-16	-47	-41	-52
经营活动现金流	128	108	143	205
资本开支	-18	-40	-56	-64
投资	-6	0	0	0
投资活动现金流	11	-41	-56	-64
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1	0	0	0
筹资活动现金流	-75	-67	-74	-89
现金净流量	65	0	13	52

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026