



增持（维持）

所属行业：基础化工/塑料
当前价格(元)：30.47

证券分析师

郭雪

资格编号：S0120522120001

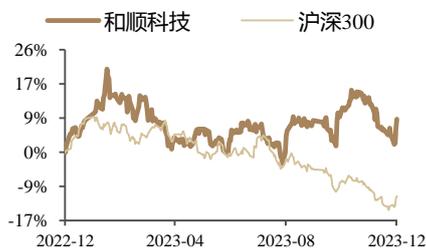
邮箱：guoxue@tebon.com.cn

研究助理

卢璇

邮箱：luxuan@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-4.78	-0.49	0.33
相对涨幅(%)	-2.30	3.20	7.33

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《和顺科技(301237.SZ)：多因素致业绩承压，新产能新产品放量在即，业绩有望底部反转》，2023.3.31

和顺科技(301237.SZ)：募投光学膜产能试车，布局M级碳纤维实现产品结构高端化升级

投资要点

- 事件：**12月28日，公司发布两项公告：（1）公司利用募投资金建设的3.8万吨“双向拉伸聚酯薄膜生产基地建设项目”已完成工程主体建设、设备安装、调试等工作，进入试车阶段；（2）公司拟在杭州钱塘新区投资建设年产350吨M级碳纤维项目，项目总投资10亿元。
- 光学膜产能释放在即，国产替代空间广阔。**公司利用募投资金建设的3.8万吨产线，设备来自德国多尼尔公司，后续主要生产应用于光学膜领域的基材，包括光学级偏光片用离子基膜、光学级偏光片用保护膜、光学级触摸屏(ITO)保护膜基膜等。光学级聚薄膜具有低雾度和高透光率等出色的光学性能，是目前聚酯薄膜细分领域技术门槛最高的产品之一。当前我国光学膜基膜长期依赖进口，国产替代空间广阔。随着光学膜产能逐渐释放，公司产品结构中高附加值产品比例有望进一步提升，提升公司市场竞争力的同时改善利润水平。此外，公司利用自有资金建设的3.5万吨产能已于2023年8月进入试车阶段，产能释放后将扩大公司现有生产能力，助力提高公司市场份额。
- M级碳纤维技术团队实力深厚，有望加强公司在新材料领域优势，实现强强联合。**公司拟投资建设的M级碳纤维，合作方分别为廊坊市恒守新材料科技有限公司和修磊（技术团队代表）。项目总投资额为10亿元，其中固定资产投资4.58亿元，分三年累计投资到位，目前公司直接或间接持股比例75%，恒守新材料直接或间接持股比例25%，后续公司股权可能因股权激励、融资等因素进行稀释，但确保为控股股东。修磊先生技术团队拥有成熟的石墨纤维项目管理经验，掌握完成石墨纤维项目所需全部技术和生产实践经验，有望与公司多年来在新材料领域积累的深厚产业优势实现优势互补。
- 石墨纤维是航空航天设备生产关键材料，国外厂商占据大部分份额。**碳纤维及其复合材料作为战略性的新兴材料，下游应用领域涵盖风机叶片、航空航天、高端汽车等领域，其中高模量碳纤维由于具有密度小、强度高、模量高、热膨胀系数低的优势，可适应极端昼夜温差的太空环境，是航空航天领域的重要材料之一。当前全球石墨纤维市场主要被日本及美国的少数企业垄断。依托于本次碳纤维项目，公司将积极推动高性能石墨纤维领域的探索开发及产业布局，协同主业同时助力国产替代。
- 投资建议与估值：**结合公司三季度业绩公告，我们调整23-25年盈利预测，预计公司2023-2025年分别实现销售收入为3.97/5.41/6.69亿元，增速为-21.2%/36.4%/23.7%。归母净利润分别为0.32/0.69/1.04亿元，增速分别为-50.8%/115.1%/49.7%。对应PE分别为76X、35X、24X。维持“增持”投资评级。
- 风险提示：**上游原材料波动风险、市场竞争加剧风险、新增产能消化风险、产品研发不及预期风险，拟投项目进展不及预期风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	80.00		2021	2022	2023E	2024E	2025E
流通 A 股(百万股):	39.03	营业收入(百万元)	640	504	397	541	669
52 周内股价区间(元):	27.34-34.01	(+/-)YOY(%)	69.7%	-21.3%	-21.2%	36.4%	23.7%
总市值(百万元):	2,437.60	净利润(百万元)	124	65	32	69	104
总资产(百万元):	1,599.07	(+/-)YOY(%)	66.8%	-47.2%	-50.8%	115.1%	49.7%
每股净资产(元):	18.00	全面摊薄 EPS(元)	2.06	0.87	0.40	0.86	1.29
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	32.0%	19.9%	17.3%	22.7%	25.8%
		净资产收益率(%)	26.2%	4.4%	2.1%	4.3%	6.1%
		资料来源: 公司年报 (2021-2022), 德邦研究所					
		备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润					

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	0.87	0.40	0.86	1.29
每股净资产	18.75	19.15	20.01	21.31
每股经营现金流	0.78	2.16	1.43	1.57
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	33.94	75.81	35.24	23.54
P/B	1.58	1.59	1.52	1.43
P/S	4.84	6.15	4.50	3.64
EV/EBITDA	18.99	14.56	9.74	7.52
股息率%	3.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	19.9%	17.3%	22.7%	25.8%
净利润率	13.0%	8.1%	12.8%	15.5%
净资产收益率	4.4%	2.1%	4.3%	6.1%
资产回报率	4.1%	2.0%	4.1%	5.8%
投资回报率	3.1%	2.1%	4.3%	6.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-21.3%	-21.2%	36.4%	23.7%
EBIT 增长率	-62.9%	-32.0%	115.1%	49.7%
净利润增长率	-47.2%	-50.8%	115.1%	49.7%
偿债能力指标				
资产负债率	6.9%	5.1%	5.4%	5.2%
流动比率	12.7	18.9	17.4	17.9
速动比率	10.9	17.0	15.4	15.1
现金比率	9.6	15.5	13.7	13.0
经营效率指标				
应收帐款周转天数	44.4	39.3	39.3	44.4
存货周转天数	131.5	100.9	102.7	131.5
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.4
固定资产周转率	2.3	1.9	3.4	4.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	65	32	69	104
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	35	76	86	99
非经营收益	-8	0	0	0
营运资金变动	-30	65	-41	-77
经营活动现金流	63	173	114	126
资产	-240	-116	-80	-159
投资	0	0	0	0
其他	8	0	0	0
投资活动现金流	-233	-116	-80	-159
债权募资	-55	-31	0	0
股权募资	1,036	0	0	0
其他	-79	0	0	0
融资活动现金流	902	-31	0	0
现金净流量	732	26	34	-34

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 12 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	504	397	541	669
营业成本	403	328	418	497
毛利率%	19.9%	17.3%	22.7%	25.8%
营业税金及附加	2	2	3	3
营业税金率%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	4	4	5	7
营业费用率%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用	19	12	16	20
管理费用率%	3.8%	3.0%	3.0%	3.0%
研发费用	21	14	19	23
研发费用率%	4.2%	3.5%	3.5%	3.5%
EBIT	54	37	80	119
财务费用	-10	0	0	0
财务费用率%	-2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-4	0	0	0
投资收益	9	0	0	0
营业利润	74	37	80	119
营业外收支	-0	0	0	0
利润总额	74	37	80	119
EBITDA	86	113	165	218
所得税	8	5	10	15
有效所得税率%	11.2%	13.0%	13.0%	13.0%
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司所有者净利润	65	32	69	104

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	784	810	845	811
应收账款及应收票据	61	43	58	81
存货	145	91	118	179
其它流动资产	40	50	57	51
流动资产合计	1,030	993	1,078	1,122
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	221	212	157	169
在建工程	217	267	317	367
无形资产	57	56	55	53
非流动资产合计	581	621	615	675
资产总计	1,611	1,615	1,693	1,797
短期借款	31	0	0	0
应付票据及应付账款	34	32	38	42
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	16	21	24	20
流动负债合计	81	52	62	63
长期借款	16	16	16	16
其它长期负债	15	15	15	15
非流动负债合计	30	30	30	30
负债总计	111	83	92	93
实收资本	80	80	80	80
普通股股东权益	1,500	1,532	1,601	1,705
少数股东权益	0	0	0	0
负债和所有者权益合计	1,611	1,615	1,693	1,797

信息披露

分析师与研究助理简介

郭雪，北京大学环境工程/新加坡国立大学化学双硕士，北京交大环境工程学士，拥有5年环保产业经验，2020年12月加入安信证券，2021年新财富第三名核心成员。2022年3月加入德邦证券，负责环保及公用板块研究。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。