



增持(下调)

所属行业: 基础化工/化学纤维
当前价格(元): 12.60

证券分析师

闫广

资格编号: S0120521060002

邮箱: yanguang@tebon.com.cn

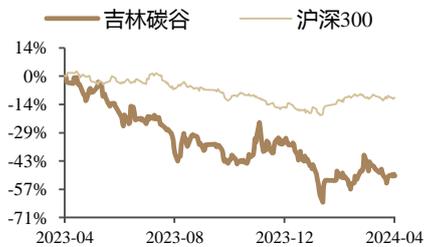
王逸枫

资格编号: S0120524010004

邮箱: wangyf6@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-17.38	-0.71	-6.67
相对涨幅(%)	-16.96	-1.87	-14.39

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

1. 《吉林碳谷(836077.BJ): 下游压力持续传导, 原丝龙头产能扩张稳步推进》, 2023.10.28

吉林碳谷(836077.BJ): 盈利进入底部, 向上拐点或仍需等待

投资要点

● **事件:** 2024年4月25日, 公司发布2023年年度报告和2024年一季度报告:

1) 全年来看: 2023年公司实现营收约20.49亿元, 同比-1.65%, 实现归母净利润约2.31亿元, 同比-63.25%, 实现扣非归母净利润约2.29亿元, 同比-63.76%。公司拟每10股派发现金红利1元(含税), 合计现金分红约0.59亿元, 股利分配率约24.24%。

2) 分季度来看: 23Q4公司实现营收约3.77亿元, 同比-33.13%(同比增速较23Q3下降41.77pct), 环比-19.46%, 实现归母净利润约-0.77亿元, 同比减少2.23亿元, 环比减少1.17亿元, 实现扣非归母净利润约-0.77亿元, 同比减少2.29亿元, 环比减少1.21亿元。

3) 24Q1公司实现营收约4.01亿元, 同比-43.26%, 实现归母净利润约0.20亿元, 同比-88.44%, 实现扣非归母净利润约0.19亿元, 同比+88.75%。

● **下游碳丝降价压力传导至原丝, 价格调整影响收入及盈利。** 23年碳纤维行业阶段性供需失衡导致景气度下行, 1) 供给端: 据百川盈孚, 23年国内产能高速扩产, 年末总产能达12.02万吨, 23年新增产能3.1万吨, 同比+34.75%, 新增产能集中在吉林、青海、新疆、山东等地, 主要涉及T300级12K、24K、48K, 以及T700级12K。2) 需求端: 根据赛奥碳纤维, 23年全球碳纤维需求量约11.50万吨, 同比-14.8%, 其中中国需求量约6.91万吨, 同比-7.2%(国产5.3万吨, 同比+17.8%, 国产化率76.7%, 提高16.3pct)。需求收缩叠加产能快速增长, 碳纤维价格持续下降, 根据百川盈孚, 23年国内碳纤维市场均价约118.49元/kg, 同比-32.52%, 其中大丝束/小丝束均价分别为95.82和141.04元/kg, 分别同比-31.06%和-33.26%。下游碳丝降价压力传导至上游原丝端, 影响公司收入及盈利表现, 23年公司实现收入约20.49亿元, 同比-1.65%, 毛利率约24.71%, 同比-14.08%, 其中核心主业原丝实现收入约15.59亿元, 同比-0.82%, 毛利率约26.20%, 同比-13.82pct。

● **费用率提升叠加减值影响业绩表现。** 23年公司费用率约10.44%, 同比提升3.77pct, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别为0.43%/1.48%/4.66%/3.87%, 同比提升0.31/0.40/1.41/1.64pct。23年公司销售费用同比+271.92%主要系拓展市场增加对外宣传所致, 而研发费用率同比提升较为显著主要系公司为提高公司市场竞争力和巩固竞争优势, 围绕碳纤维核心领域加大研发投入所致。23年公司计提信用及资产损失合计0.34亿元, 同比+692.95%, 主要系公司对应收账款及部分带量试制品计提减值准备所致。毛利率下降、费用率上升以及计提减值综合影响公司业绩表现, 23年公司归母净利润同比下降63.25%至2.31亿元, 归母净利润率约11.29%, 同比下降18.92pct。

● **24Q1需求疲软, 成本支撑下龙头试探性调价。** 23年底以来碳纤维已经历3次试探性调价:

1) 23年11月21日吉林系报价有所上调, 或主要系原材料丙烯腈价格上涨所致, 根据百川盈孚, 11月21日吉林系T30012K/25K/35K/50K报价分别为92/82/77/71元/千克, 分别上涨7/2/2/1元/千克, 涨价幅度较小, 其余企业在下游需求持续疲软下暂未跟进上涨, 吉林系上调报价并未引起连锁反应, 市场需求较弱是核心;

2) 24年1月吉林系再度调涨价格,根据百川盈孚,吉林化纤各牌号12K碳纤维自1月5日起每吨上调价格3000元,但2月在徐州晓星碳材料年产5000吨项目投产,叠加春节期间工厂累库,价格再次下降。截至24年4月19日,国内碳纤维市场均价约94.75元/kg,其中大丝束/小丝束均价分别为74.50和115.00元/kg。

3) 2024年4月22日,吉林化纤发布涨价通知,由于原材料丙烯腈价格大幅上涨,双倍涨幅推升碳纤维成本,吉林化纤集团旗下各牌号碳纤维价格每吨上调3000元。根据百川盈孚,其他碳纤维企业由于成本差异及出货压力暂未跟随调价。我们认为,成本支撑下碳纤维价格大幅下探空间有限,但向上拐点仍需等待供需格局的好转。

- **产能建设稳步推进。**公司定增募投年产15万吨碳纤维原丝项目目前已完成超80%建设,项目投产后有望进一步强化公司规模优势;年产3万吨高性能碳纤维原丝项目已于2023年初开工建设,预计将在24年逐步建成投产,主要涉及T800、T1000级高性能产品;年产6000吨碳纤维助剂项目,主要为实现碳纤维原丝油剂国产化,有望降低成本的同时提高产品质量和竞争力。
- **投资建议:**当前碳纤维仍面临需求疲软、供给放量的阶段性困境,短期价格拐点仍不明确,需持续关注供需格局的边际优化。我们预计公司24-26年归母净利润为2.35、2.60和2.87亿元,现价对应PE分别为31.54、28.48和25.83倍,给予“增持”评级。
- **风险提示:**新产品开发不及预期、行业产能扩张和原材料价格上涨超预期、在建项目建设进度不及预期

股票数据		主要财务数据及预测				
		2022	2023	2024E	2025E	2026E
总股本(百万股):	587.68					
流通A股(百万股):	272.10					
52周内股价区间(元):	9.21-25.37					
总市值(百万元):	7,404.79					
总资产(百万元):	5,546.15					
每股净资产(元):	4.16					
资料来源:公司公告						
营业收入(百万元)		2,084	2,049	2,333	2,667	2,981
(+/-)YOY(%)		72.3%	-1.7%	13.8%	14.3%	11.7%
净利润(百万元)		630	231	235	260	287
(+/-)YOY(%)		100.0%	-63.2%	1.5%	10.8%	10.2%
全面摊薄EPS(元)		1.98	0.41	0.40	0.44	0.49
毛利率(%)		38.8%	24.7%	24.8%	25.7%	26.5%
净资产收益率(%)		42.4%	9.6%	8.9%	9.1%	9.2%

资料来源:公司年报(2022-2023),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	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	0.41	0.40	0.44	0.49
每股净资产	4.12	4.47	4.86	5.29
每股经营现金流	-1.01	0.53	1.16	1.36
每股股利	0.10	0.08	0.09	0.10
价值评估(倍)				
P/E	30.54	31.54	28.48	25.83
P/B	4.03	2.82	2.59	2.38
P/S	3.61	3.17	2.78	2.48
EV/EBITDA	23.04	12.79	11.02	9.59
股息率%	0.6%	0.6%	0.7%	0.8%
盈利能力指标(%)				
毛利率	24.7%	24.8%	25.7%	26.5%
净利润率	11.3%	10.1%	9.7%	9.6%
净资产收益率	9.6%	8.9%	9.1%	9.2%
资产回报率	4.4%	3.6%	3.4%	3.2%
投资回报率	6.5%	5.7%	5.7%	5.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-1.7%	13.8%	14.3%	11.7%
EBIT 增长率	-54.1%	13.5%	21.7%	17.8%
净利润增长率	-63.2%	1.5%	10.8%	10.2%
偿债能力指标				
资产负债率	53.7%	59.2%	63.0%	65.6%
流动比率	1.0	1.8	2.6	3.4
速动比率	0.8	1.5	2.3	3.0
现金比率	0.4	0.9	1.6	2.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	73.9	100.0	100.0	100.0
存货周转天数	69.4	69.4	69.4	69.4
总资产周转率	0.4	0.4	0.3	0.3
固定资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.2

现金流量表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	231	235	260	287
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
非现金支出	202	390	417	444
非经营收益	93	115	171	226
营运资金变动	-1,121	-430	-167	-158
经营活动现金流	-595	311	681	798
资产	-455	-360	-360	-360
投资	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
投资活动现金流	-454	-360	-360	-360
债权募资	828	1,023	1,000	1,000
股权募资	795	0	0	0
其他	-134	-162	-223	-283
融资活动现金流	1,489	860	777	717
现金净流量	440	811	1,098	1,155

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 25 日
 资料来源：公司年报 (2022-2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2,049	2,333	2,667	2,981
营业成本	1,543	1,754	1,982	2,192
毛利率%	24.7%	24.8%	25.7%	26.5%
营业税金及附加	11	23	27	30
营业税金率%	0.5%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	9	9	11	12
营业费用率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	30	37	43	48
管理费用率%	1.5%	1.6%	1.6%	1.6%
研发费用	96	105	120	134
研发费用率%	4.7%	4.5%	4.5%	4.5%
EBIT	329	374	455	536
财务费用	79	113	166	218
财务费用率%	3.9%	4.8%	6.2%	7.3%
资产减值损失	-8	-10	-10	-10
投资收益	0	0	0	0
营业利润	251	261	289	318
营业外收支	-1	-0	0	0
利润总额	250	261	289	318
EBITDA	497	729	837	945
所得税	19	26	29	32
有效所得税率%	7.4%	10.0%	10.0%	10.0%
少数股东损益	-0	-0	-0	-0
归属母公司所有者净利润	231	235	260	287

资产负债表(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	545	1,356	2,455	3,610
应收账款及应收票据	557	777	892	1,000
存货	293	323	367	407
其它流动资产	126	251	278	302
流动资产合计	1,521	2,708	3,991	5,318
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,724	2,659	2,567	2,448
在建工程	544	634	724	814
无形资产	131	131	131	131
非流动资产合计	3,726	3,751	3,749	3,720
资产总计	5,248	6,459	7,740	9,038
短期借款	377	400	400	400
应付票据及应付账款	410	384	435	480
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	679	686	689	692
流动负债合计	1,467	1,470	1,524	1,572
长期借款	1,261	2,261	3,261	4,261
其它长期负债	92	92	92	92
非流动负债合计	1,353	2,353	3,353	4,353
负债总计	2,820	3,823	4,876	5,925
实收资本	588	588	588	588
普通股股东权益	2,421	2,629	2,857	3,106
少数股东权益	7	7	7	7
负债和所有者权益合计	5,248	6,459	7,740	9,038

信息披露

分析师与研究助理简介

闫广 建筑建材首席分析师，香港中文大学理学硕士，先后任职于中投证券、国金证券、太平洋证券，负责建材研究，2021年加入德邦证券，用扎实靠谱的研究服务产业及资本；曾获2019年金牛奖建筑材料第二名；2019年金麒麟新材料新锐分析师第一名；2019年Wind金牌分析师建筑材料第一名；2020年Wind金牌分析师建筑材料第一名。

王逸枫 建筑建材行业分析师，剑桥大学经济学硕士，2022年加入德邦证券，主要负责水泥、玻璃、玻纤和新材料。曾任职于浙商证券以及平安集团旗下不动产投资平台，拥有产业和卖方研究复合背景。

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；	类别	评级	说明
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。
	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经营范围包括证券投资咨询业务。