

2024年03月20日

关注超高分子聚乙烯利润改善进展

南山智尚(300918)

评级:	买入	股票代码:	300918
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	14.45/7.33
目标价格:		总市值(亿)	41.25
最新收盘价:	9.80	自由流通市值(亿)	11.47
		自由流通股数(百万)	117.00

事件概述

23年公司年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为16.00/2.03/1.98/2.17亿元、同比增长-2.05%/8.53%/17.55%/-6.75%，业绩符合市场预期，扣非净利增速高于归母净利主要由于政府补助减少以及22年一次性税收返还616万元。经营性现金流净额高于净利主要由于减值和折旧影响。23Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为4.76/8.27/8.06亿元、同比增长6.28%/2.56%/16.23%。公司每股派发现金红利0.172元，股息率1.76%。

分析判断:

收入下滑主要来自服装。收入拆分来看，(1)分业务：23年精纺呢绒/服装/超高纤维类/其他收入分别为8.95/5.85/0.90/0.29亿元、同比增长-0.18%/-16.22%/363.22%/55.92%。其中，1)精纺呢绒量价齐跌，23年量/价同比-1%/-1%，我们分析主要由于出口承压，产能利用率同比提升3.7PCT至91.03%。2)服装收入同比下滑主要由于衬衫和西装生产量下降，分别同比下降25.41%/17.9%，我们分析主要由于公司战略性减少低附加值业务，衬衫/西装产能利用率分别同比提升4.7/-0.8PCT至103.25%/106.28%。3)23年8月超高分子量聚乙烯纤维二期3000吨项目正式投入运营，3600吨纤维新材料项目产能利用率达103.13%，23年纤维新材料量/价同比+439%/-10%，23年销量为1504吨、价格6万元/吨，我们估计23年新材料盈亏平衡。(2)分地区：国内/国外收入分别为11.94/4.06亿元，同比增长-3.58%/2.74%。(3)分渠道：直营/经销渠道收入分别为14.08/1.92亿元，同比下降1.98%/2.56%。

净利率增幅略高于毛利率主要由于销售费用率下降。(1)公司2023年毛利率为34.65%，同比增长1.12PCT，毛利率提升主要由于公司高附加值产品份额提升：分产品来看，23年精纺呢绒/服装类/超高纤维类/其他(主要为销售生产过程中形成的废毛、羊油脂、边角料等收入)的毛利率分别为34.00%/35.79%/19.94%/77.06%，同比提高0.26/3.71/3.98/-18.28PCT。(2)23年公司净利率为12.66%、同比提高1.23PCT，净利率增速高于毛利率主要由于销售费用率减少。公司23年的销售/管理/财务/研发费用率分别为8.00%/5.19%/0.69%/3.64%，同比上升-1.65/1.07/0.68/-0.02PCT。销售费用率下降主要由于营销策划费用减少；财务费用率增加主要由于新增可转债利息支出，以及利息收入和外汇汇兑收益减少。(3)其他收益/收入同比上升0.21PCT至0.65%；投资净收益/收入同比下降0.12PCT至0.1%；资产减值损失/收入同比增长0.53PCT至3.76%；信用减值损失/收入同比减少0.16PCT至-0.08%；所得税率同比上升0.56PCT至1.51%。(4)23Q4毛利率为35.13%、同比下降1.8PCT；23Q4净利率为17.37%、同比提高0.6PCT，23Q4的销售/管理/财务/研发费用率分别为5.82%/7.63%/2.39%/1.80%，同比上升-2.91/2.79/-0.79/1.45PCT。

存货周转天数增加。23年末公司存货为5.88亿元、同比下降0.26%，存货周转天数为220天，同比增加25天；应收账款为16.37亿元，同比下降1.22%，应收账款周转天数为39天、同比增加1天；应付账款为3.25亿元，同比上升46.79%，应付账款周转天数为94天、同比增长23天。

投资建议

我们分析，公司未来关注点在于：（1）根据我们测算的超高分子聚乙烯吨净利改善：公司主要看点在于新材料业务，二期项目 23 年 8 月已实现投产运营，根据证券时报援引交流者纪要内容，预计 24 年将有望实现 3600 吨产能落地；但 23 年均价较低在 6 万元/吨，预计 24 年有望迎来改善，根据我们测算，预计 24 年均价在 7 万元/吨；（2）主业方面，面料及服装业务 Q4 也受到下游需求低迷影响，预计 24 年弱复苏；（3）目前公司 8 万吨高性能差别化锦纶长丝项目已完成纺丝、卷绕、加弹主设备的全部招标工作，正在开展土建施工，有望成为未来增长点。

考虑到 23 年主业需求放缓、新材料价格面临压力，下调 24/25 年预测营收 24.74/28.60 亿元至 18.51/21.55 亿元，新增 26 年预测营收 24.16 亿元。下调 24/25 年预测归母净利润预测 2.97/3.60 亿元至 2.56/3.06 亿元，新增 26 年预测归母净利润 3.54 亿元。对应下调 24/25 年的预测 EPS0.83/1.00 元至 0.71/0.85 元，新增 26 年预测 EPS0.98 元，2024 年 03 月 19 日 9.80 元/股收盘价，对应 24-26 年 PE 分别为 14/12/10X，维持公司“买入”评级。

风险提示

海外需求放缓风险；超高分子量聚乙烯市场竞争加剧风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	1,634	1,600	1,851	2,155	2,416
YoY (%)	9.5%	-2.1%	15.7%	16.4%	12.1%
归母净利润(百万元)	187	203	256	306	354
YoY (%)	22.5%	8.5%	26.2%	19.9%	15.5%
毛利率 (%)	33.5%	34.7%	35.3%	35.9%	36.5%
每股收益 (元)	0.52	0.56	0.71	0.85	0.98
ROE	10.3%	10.0%	11.5%	12.5%	13.0%
市盈率	18.89	17.41	13.80	11.51	9.97

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	1,600	1,851	2,155	2,416	净利润	202	255	306	353
YoY (%)	-2.1%	15.7%	16.4%	12.1%	折旧和摊销	66	86	94	102
营业成本	1,046	1,198	1,382	1,535	营运资金变动	-127	-146	-25	-51
营业税金及附加	11	13	15	17	经营活动现金流	217	322	510	543
销售费用	128	117	139	157	资本开支	-659	-154	-144	-128
管理费用	83	74	91	106	投资	0	0	0	0
财务费用	11	58	59	53	投资活动现金流	-657	-154	-144	-128
研发费用	58	65	80	94	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-60	-54	-60	-66	债务募资	360	111	-11	-52
投资收益	2	0	0	0	筹资活动现金流	263	-24	-162	-214
营业利润	218	288	348	400	现金净流量	-175	144	204	200
营业外收支	0	2	0	1					
利润总额	218	290	347	401	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	15	35	42	48	成长能力 (%)				
净利润	202	255	306	353	营业收入增长率	-2.1%	15.7%	16.4%	12.1%
归属于母公司净利润	203	256	306	354	净利润增长率	8.5%	26.2%	19.9%	15.5%
YoY (%)	8.5%	26.2%	19.9%	15.5%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.56	0.71	0.85	0.98	毛利率	34.7%	35.3%	35.9%	36.5%
					净利率	12.7%	13.8%	14.2%	14.6%
					总资产收益率 ROA	5.5%	6.5%	7.2%	7.7%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净资产收益率 ROE	10.0%	11.5%	12.5%	13.0%
货币资金	634	777	981	1,181	偿债能力 (%)				
预付款项	6	4	5	5	流动比率	1.64	1.72	1.81	1.98
存货	666	657	682	715	速动比率	0.98	1.11	1.23	1.39
其他流动资产	376	435	482	522	现金比率	0.62	0.71	0.83	0.97
流动资产合计	1,681	1,873	2,149	2,424	资产负债率	44.9%	43.6%	42.5%	40.5%
长期股权投资	0	0	0	0	经营效率 (%)				
固定资产	1,124	1,199	1,255	1,294	总资产周转率	0.43	0.47	0.50	0.53
无形资产	276	266	257	248	每股指标 (元)				
非流动资产合计	1,998	2,068	2,121	2,151	每股收益	0.56	0.71	0.85	0.98
资产合计	3,679	3,942	4,270	4,574	每股净资产	5.62	6.16	6.81	7.55
短期借款	271	382	370	319	每股经营现金流	0.60	0.89	1.42	1.51
应付账款及票据	454	332	382	425	每股股利	0.00	0.17	0.20	0.24
其他流动负债	297	376	432	478	估值分析				
流动负债合计	1,022	1,090	1,185	1,222	PE	17.41	13.80	11.51	9.97
长期借款	0	0	0	0	PB	1.84	1.59	1.44	1.30
其他长期负债	629	629	629	629					
非流动负债合计	629	629	629	629					
负债合计	1,651	1,719	1,814	1,852					
股本	360	360	360	360					
少数股东权益	6	5	4	3					
股东权益合计	2,028	2,223	2,456	2,723					
负债和股东权益合计	3,679	3,942	4,270	4,574					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。