

## 芳纶持续增长，氨纶底部回升

■ 证券研究报告

★ 投资评级:增持(维持)

基本数据	2023-01-31
收盘价(元)	26.79
流通股本(亿股)	4.27
每股净资产(元)	5.73
总股本(亿股)	7.03

最近 12 月市场表现



分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

### 相关报告

- 《芳纶多方位布局,氨纶高质量发展》  
2023-01-04

### 核心观点

- ❖ **事件描述:** 2023 年 1 月 30 日, 公司发布 2022 年度业绩预告。公司预计 2022 年归母净利润为 3.50-4.50 亿元, 同比减少 53.40%-63.76%; 预计扣非归母净利润为 2.70-3.70 亿元, 同比减少 56.54%-68.29%; 预计 EPS 为 0.51-0.66 元/股。其中, 2022Q4 单季度归母净利润为 0.45 亿-1.45 亿元, 同比下降 38.03%-80.77%, 环比增长 246.15%-1015.38%, 当期业绩环比改善明显, 基本符合预期。
- ❖ **芳纶业务持续放量, 芳纶涂覆项目投产在即、优势显著。** 公司芳纶产品质量优异, 在多个领域均有所应用, 包括高温过滤材料、产业防护服、光纤光缆增强材料、安全防护等领域。公司产能高负荷运行, 同时持续扩建新项目, 预计到 2024 年公司芳纶合计产能可达 4.15 万吨/年, 是我国芳纶行业龙头企业。同时, 公司在芳纶隔膜涂覆业务上持续发力, 目前规划建设了 3000 万平方米涂覆中试产线, 该项目即将落地投产。公司建设芳纶涂覆业务具有自身的独特优势, 主要体现在以下几个方面: 拥有充足的芳纶原液产能, 原料端可自给自足; 拥有芳纶涂覆专利, 有效保障了自产芳纶可直接用于涂覆领域; 芳纶原液溶剂回收技术领先, 降低回收成本的同时溶剂也可以循环使用。公司依托自身优势可有效降低生产总成本, 在芳纶涂覆原本就具备的优秀浸润性、安全性、抗穿刺性等基础上, 进一步强化与陶瓷+PVDF 方案在价格方面的竞争力, 推动芳纶涂覆的广泛应用及渗透率提升。
- ❖ **氨纶行业价差环比改善明显, 公司降本&差异化高质量发展。** 在结束了 2021 年高景气之后, 氨纶在“强供应”和“弱需求”的错配下出现价格下跌、供过于求的状况, 行业发展短期承压。2022Q4 单季度氨纶价差约 13700 元/吨, 同比-52%, 但环比+25%, 改善明显, 行业开始底部回升, 盈利能力有所改善。同时公司通过搬迁厂区及升级生产技术, 进一步降低生产成本; 通过生产粗旦氨纶、黑色氨纶等差异化产品满足客户的不同需求, 顺应市场。公司现有+在建氨纶产能合计为 9.5 万吨/年, 预计将于 2023 年逐步建成投产, 提高稳定供货能力。
- ❖ **投资建议:** 公司是国内芳纶龙头, 且持续扩建产能、巩固自身优势, 芳纶隔膜涂覆产线即将落地; 同时公司氨纶推行降成本&差异化战略, 顺应市场发展。因此我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 38.15/54.47/74.16 亿元, 归母净利润 4.01/8.63/13.13 亿元, 对应 PE 分别为 45.77/21.24/13.96 倍, 维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 原料成本上涨风险; 新建产能投产不及预期; 下游需求不及预期或竞争加剧风险

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2441	4404	3815	5447	7416
收入增长率 (%)	-3.69	80.41	-13.38	42.78	36.16
归母净利润(百万元)	261	966	401	863	1313
净利润增长率 (%)	10.93	270.45	-58.51	115.49	52.13
EPS (元/股)	0.41	1.41	0.59	1.26	1.92
PE	37.29	13.91	45.77	21.24	13.96
ROE (%)	7.53	24.37	9.19	16.52	20.09
PB	3.02	3.39	4.20	3.51	2.80

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

**公司财务报表及指标预测**

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>2441.17</b>	<b>4404.01</b>	<b>3814.92</b>	<b>5446.75</b>	<b>7416.28</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	1873.85	2764.30	2907.31	3891.93	5179.80	营业收入增长率	-3.7%	80.4%	-13.4%	42.8%	36.2%
营业税费	16.22	19.74	20.98	27.23	37.08	营业利润增长率	32.5%	294.3%	-59.7%	115.3%	52.1%
销售费用	51.59	65.27	49.59	65.36	89.00	净利润增长率	10.9%	270.4%	-58.5%	115.5%	52.1%
管理费用	103.83	149.95	114.45	152.51	207.66	EBITDA 增长率	27.1%	168.6%	-46.5%	71.2%	39.3%
研发费用	116.51	193.15	152.60	217.87	296.65	EBIT 增长率	47.6%	281.3%	-54.1%	91.6%	47.1%
财务费用	23.59	47.07	95.47	54.50	17.19	NOPLAT 增长率	49.1%	277.2%	-53.8%	91.6%	47.1%
资产减值损失	-2.13	-14.85	0.16	0.50	0.50	投资资本增长率	41.3%	27.1%	3.9%	9.8%	15.5%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>1.93</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	35.6%	16.7%	10.0%	19.6%	24.9%
投资和汇兑收益	23.11	7.87	15.26	21.79	29.67	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>325.78</b>	<b>1284.64</b>	<b>517.61</b>	<b>1114.55</b>	<b>1695.66</b>	毛利率	23.2%	37.2%	23.8%	28.5%	30.2%
加:营业外净收支	-0.95	1.85	-0.30	0.20	0.20	营业利润率	13.3%	29.2%	13.6%	20.5%	22.9%
<b>利润总额</b>	<b>324.82</b>	<b>1286.49</b>	<b>517.31</b>	<b>1114.75</b>	<b>1695.86</b>	净利润率	11.8%	25.6%	11.9%	18.0%	20.1%
减:所得税	37.54	160.69	62.08	133.77	203.50	EBITDA/营业收入	23.0%	34.3%	21.1%	25.3%	25.9%
<b>净利润</b>	<b>260.68</b>	<b>965.66</b>	<b>400.61</b>	<b>863.27</b>	<b>1313.27</b>	EBIT/营业收入	13.3%	28.2%	14.9%	20.0%	21.7%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	2447.76	2452.09	4631.91	4855.41	6080.95	固定资产周转天数	271	180	189	151	123
交易性金融资产	0.00	512.93	92.93	192.93	292.93	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>8</b>	<b>52</b>	<b>-64</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>
应收账款	69.45	126.03	122.67	174.07	218.50	流动资产周转天数	512	372	588	461	427
应收票据	2.54	8.70	83.61	74.61	60.96	应收帐款周转天数	10	10	13	12	11
预付帐款	12.17	44.52	58.15	70.05	82.88	存货周转天数	86	98	85	80	75
存货	443.46	739.73	675.70	852.03	1063.34	总资产周转天数	932	674	877	666	583
其他流动资产	141.37	64.72	24.72	20.72	16.72	投资资本周转天数	800	563	675	519	440
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	7.5%	24.4%	9.2%	16.5%	20.1%
长期股权投资	54.83	64.58	68.08	72.58	77.08	ROA	4.2%	11.9%	4.4%	8.7%	11.1%
投资性房地产	32.48	22.51	21.51	20.51	19.51	ROIC	5.4%	16.0%	7.1%	12.4%	15.8%
固定资产	1811.98	2172.30	1973.53	2253.86	2505.06	费用率					
在建工程	651.67	1058.18	634.91	380.94	228.57	销售费用率	2.1%	1.5%	1.3%	1.2%	1.2%
无形资产	184.70	187.02	188.02	193.52	198.52	管理费用率	4.3%	3.4%	3.0%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	36.17	103.73	103.73	103.73	103.73	财务费用率	1.0%	1.1%	2.5%	1.0%	0.2%
<b>资产总额</b>	<b>6233.57</b>	<b>8132.00</b>	<b>9169.38</b>	<b>9938.83</b>	<b>11841.09</b>	三费/营业收入	7.3%	6.0%	6.8%	5.0%	4.2%
短期债务	496.10	541.45	551.45	561.45	571.45	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	598.48	818.54	955.83	1226.22	1631.99	资产负债率	37.3%	44.0%	45.3%	39.7%	36.8%
应付票据	65.53	160.99	796.52	533.14	709.56	负债权益比	59.6%	78.4%	83.0%	65.8%	58.2%
其他流动负债	2.78	7.05	8.05	9.05	10.05	流动比率	2.41	2.31	2.25	2.44	2.46
长期借款	805.22	1465.75	1265.75	965.75	665.75	速动比率	2.09	1.90	1.98	2.11	2.13
其他非流动负债	0.83	19.89	19.89	19.89	19.89	利息保障倍数	12.08	17.45	4.69	10.47	19.19
<b>负债总额</b>	<b>2327.31</b>	<b>3574.71</b>	<b>4157.68</b>	<b>3946.15</b>	<b>4356.05</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	442.23	595.54	650.17	767.89	946.97	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	684.39	684.39	684.39	684.39	684.39	分红比率					
留存收益	1906.12	2392.70	2792.48	3655.75	4969.02	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>3906.26</b>	<b>4557.29</b>	<b>5011.70</b>	<b>5992.69</b>	<b>7485.04</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.41	1.41	0.59	1.26	1.92
净利润	287.28	1125.80	455.24	980.98	1492.35	BVPS(元)	5.06	5.79	6.37	7.63	9.55
加:折旧和摊销	235.96	267.02	236.55	288.63	316.68	PE(X)	37.3	13.9	45.8	21.2	14.0
资产减值准备	0.72	17.17	12.22	4.50	4.50	PB(X)	3.0	3.4	4.2	3.5	2.8
公允价值变动损失	0.00	-1.93	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	26.97	71.14	121.44	104.31	83.68	P/S	4.3	3.0	4.8	3.4	2.5
投资收益	-23.11	-7.87	-15.26	-21.79	-29.67	EV/EBITDA	16.8	8.8	19.5	11.0	7.1
少数股东损益	0.00	0.00	54.63	117.72	179.08	CAGR(%)					
营运资金的变动	10.97	-590.80	861.32	-338.61	224.01	PEG	3.4	0.1	—	0.2	0.3
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>551.13</b>	<b>844.96</b>	<b>1669.89</b>	<b>1012.38</b>	<b>2083.94</b>	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-8.77	-1133.88	822.37	-393.57	-483.72	REP					
融资活动产生现金流量	1014.64	213.01	-312.44	-395.31	-374.68						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

## 信息披露

### ● 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，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，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。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

### ● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### ● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

### ● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### ● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。