

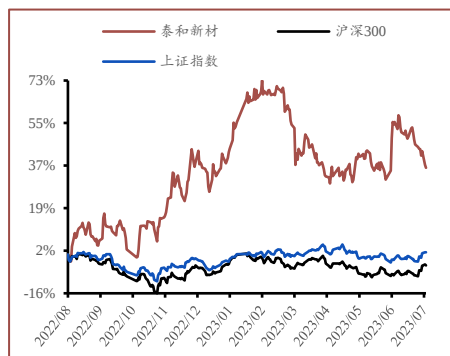
氨纶短期承压，芳纶涂覆静待花开

■ 证券研究报告

投资评级:增持(维持)
基本数据
2023-08-01

收盘价(元)	21.45
流通股本(亿股)	5.54
每股净资产(元)	8.06
总股本(亿股)	8.63

最近 12 月市场表现


分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

联系人 梅宇鑫

meiyx@ctsec.com

相关报告

1. 《芳纶扩产持续贡献增量，锂电涂覆打开成长空间》 2023-03-21
2. 《芳纶持续增长，氨纶底部回升》 2023-02-01
3. 《芳纶多方位布局，氨纶高质量发展》 2023-01-04

核心观点

- ❖ **事件:** 2023 年 7 月 29 日，公司发布了 2023 年半年报，实现营收 19.41 亿元，同比-0.55%；归母净利润 2.15 亿元，同比-26.21%。其中 Q2 单季度实现营收 9.29 亿元，同比+3.63%，环比-8.27%；归母净利润 0.79 亿元，同比-45.41%，环比-41.40%。
- ❖ **芳纶产销增长，领先优势显著:** 2023 年上半年，公司芳纶业务实现收入 11.92 亿元，同比增 18.20%；毛利率为 40.88%，同比上涨 2.25%。公司是我国首家实现间位芳纶、对位芳纶及芳纶纸产业化的企业，截止到 2023 年半年报，公司间位芳纶产能居全球第 2 位、芳纶纸产能居全球第 2 位、对位芳纶产能居全球第 3 位，产能规模领先优势显著。具体分产品来看，间位芳纶：产能实现较大提升，随着新产能的投产，积极开拓市场，加大防护等高端领域的推广，适当增加工业过滤领域的销量，保证公司的市场竞争优势，但由于低端市场竞争加剧，过滤领域价格有所调整；对位芳纶：项目建设进展顺利，以室外光缆、汽车胶管、复合材料等为基础，提高防护、橡胶领域的推广力度，产销量实现较大提升。
- ❖ **氨纶需求低迷但产能增加，价格价差收窄拖累业绩:** 2023 年上半年，公司氨纶业务实现收入 7.18 亿元，同比降 23.37%；毛利率为 3.66%，同比下降 7.03%。2023 年上半年氨纶行业在需求不达预期、产能增速较大的情况下，市场竞争更加激烈，产品价格延续去年四季度的底部区间，继续震荡调整。根据 wind 数据，2023H1 氨纶均价和价差分别为 3.37、1.51 万元/吨；2023Q2 氨纶均价和价差分别为 3.23、1.39 万元/吨，环比-8.15%、-15.12%。上半年行业负荷均值在 79.8%，同比下降 7.4%，随着行业开工率的降低，偏厚面料生产预期的带动，下游备货补库有望带动氨纶需求向好。
- ❖ **夯实传统主业，聚焦高新技术打造增量:** 公司聚焦高新技术材料主业，确定了新能源汽车、智能穿戴、绿色制造、生物基材料、信息通信、绿色化工六大新业务发展方向，相关项目陆续进入小试和中试、产业化阶段。芳纶作为综合性能较好的涂覆材料，能够为锂离子电池乃至新能源汽车行业的发展带来较大价值，芳纶涂覆隔膜具有比重小、强度高、耐穿刺、抗氧化、绝缘佳以及与电解液相容性好等优异性能，能够显著提高电池的制备效率、高低温放电、循环寿命以及安全性能。2023 年 3 月，公司芳纶涂覆隔膜中试生产线实现稳定运转，目前正在与电池厂家进行技术交流和产品验证工作，已有若干客户的验证进入 B 阶段或 C 阶段，看好公司长期发展。
- ❖ **投资建议:** 综合考虑公司在国内芳纶行业的龙头地位、产能扩建以及新领域的逐步放量，我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 49.66/63.45/76.50 亿元，归母净利润 6.18/10.76/14.34 亿元，对应 PE 分别为 24.64/14.14/10.64 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：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4404	3750	4966	6345	7650
收入增长率(%)	80.41	-14.85	32.41	27.78	20.57
归母净利润(百万元)	966	436	618	1076	1431
净利润增长率(%)	270.45	-54.86	41.77	74.18	32.90
EPS(元/股)	1.41	0.64	0.88	1.53	2.03
PE	13.91	33.14	24.64	14.14	10.64
ROE(%)	24.37	10.74	13.22	18.71	19.92
PB	3.39	3.68	3.26	2.65	2.12

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4404.01	3750.13	4965.50	6345.00	7650.40	成长性					
减:营业成本	2764.30	2882.17	3604.62	4263.50	5010.82	营业收入增长率	80.4%	-14.8%	32.4%	27.8%	20.6%
营业税费	19.74	21.22	22.34	27.28	30.60	营业利润增长率	294.3%	-59.3%	51.8%	74.2%	32.9%
销售费用	65.27	73.70	99.31	158.63	175.96	净利润增长率	270.4%	-54.9%	41.8%	74.2%	32.9%
管理费用	149.95	209.35	258.21	317.25	382.52	EBITDA 增长率	168.6%	-51.8%	36.3%	58.9%	27.7%
研发费用	193.15	174.29	248.28	317.25	382.52	EBIT 增长率	281.3%	-63.5%	61.6%	72.1%	32.3%
财务费用	47.07	13.81	34.00	14.27	-4.87	NOPLAT 增长率	277.2%	-63.0%	61.4%	72.1%	32.3%
资产减值损失	-14.85	-15.10	0.16	0.50	0.50	投资资本增长率	27.1%	4.1%	7.2%	12.3%	15.7%
加:公允价值变动收益	1.93	0.58	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	16.7%	1.0%	15.2%	23.1%	24.9%
投资和汇兑收益	7.87	53.78	24.83	31.73	38.25	利润率					
营业利润	1284.64	522.67	793.29	1381.91	1836.65	毛利率	37.2%	23.1%	27.4%	32.8%	34.5%
加:营业外净收支	1.85	24.43	0.20	0.20	0.20	营业利润率	29.2%	13.9%	16.0%	21.8%	24.0%
利润总额	1286.49	547.09	793.49	1382.11	1836.85	净利率	25.6%	12.9%	14.1%	19.3%	21.2%
减:所得税	160.69	62.26	91.25	158.94	211.24	EBITDA/营业收入	34.3%	19.4%	20.0%	24.8%	26.3%
净利润	965.66	435.89	617.97	1076.39	1430.54	EBIT/营业收入	28.2%	12.1%	14.8%	19.9%	21.8%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	2452.09	1569.39	3299.42	3660.27	4999.75	固定资产周转天数	180	269	206	185	169
交易性金融资产	512.93	40.17	-379.83	-279.83	-179.83	流动营业资本周转天数	52	-59	-87	-36	-33
应收账款	126.03	166.96	163.65	203.60	225.56	流动资产周转天数	372	395	381	340	362
应收票据	8.70	677.46	108.83	86.92	62.88	应收帐款周转天数	10	16	13	12	11
预付帐款	44.52	41.10	72.09	76.74	80.17	存货周转天数	98	91	85	80	75
存货	739.73	718.96	838.09	933.47	1028.62	总资产周转天数	674	977	773	647	620
其他流动资产	64.72	529.79	489.79	485.79	481.79	投资资本周转天数	563	688	557	490	470
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	24.4%	10.7%	13.2%	18.7%	19.9%
长期股权投资	64.58	68.98	72.48	76.98	81.48	ROA	11.9%	4.3%	5.9%	9.6%	11.0%
投资性房地产	22.51	21.73	20.73	19.73	18.73	ROIC	16.0%	5.7%	8.6%	13.1%	15.0%
固定资产	2172.30	2768.81	2805.18	3214.91	3532.05	费用率					
在建工程	1058.18	1699.88	1019.93	611.96	367.17	销售费用率	1.5%	2.0%	2.0%	2.5%	2.3%
无形资产	187.02	370.32	371.32	376.82	381.82	管理费用率	3.4%	5.6%	5.2%	5.0%	5.0%
其他非流动资产	103.73	665.15	665.15	665.15	665.15	财务费用率	1.1%	0.4%	0.7%	0.2%	-0.1%
资产总额	8132.00	10033.13	10513.67	11252.22	13005.62	三费/营业收入	6.0%	7.9%	7.9%	7.7%	7.2%
短期债务	541.45	913.61	923.61	933.61	943.61	偿债能力					
应付帐款	818.54	1033.38	1185.08	1343.30	1578.75	资产负债率	44.0%	54.1%	49.5%	42.0%	37.3%
应付票据	160.99	1084.48	987.57	584.04	686.41	资产权益比	78.4%	118.0%	98.2%	72.4%	59.5%
其他流动负债	7.05	316.21	317.21	318.21	319.21	流动比率	2.31	1.01	1.30	1.56	1.79
长期借款	1465.75	1223.16	1023.16	723.16	423.16	速动比率	1.90	0.82	1.07	1.29	1.53
其他非流动负债	19.89	0.83	0.83	0.83	0.83	利息保障倍数	17.45	8.65	15.63	30.90	49.81
负债总额	3574.71	5430.17	5209.29	4724.67	4852.46	分红指标					
少数股东权益	595.54	544.87	629.14	775.92	971.00	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	684.39	703.20	703.20	703.20	703.20	分红比率					
留存收益	2392.70	2486.39	3103.53	4179.92	5610.46	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	4557.29	4602.97	5304.38	6527.55	8153.16	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	1.41	0.64	0.88	1.53	2.03
净利润	1125.80	484.83	702.24	1223.17	1625.61	BVPS(元)	5.79	5.77	6.65	8.18	10.21
加:折旧和摊销	267.02	273.64	258.08	313.24	343.14	PE(X)	13.9	33.1	24.6	14.1	10.6
资产减值准备	17.17	18.05	12.22	4.50	4.50	PB(X)	3.4	3.7	3.3	2.6	2.1
公允价值变动损失	-1.93	-0.58	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	71.14	52.42	46.89	40.81	33.48	P/S	3.0	4.0	3.1	2.4	2.0
投资收益	-7.87	-53.78	-24.83	-31.73	-38.25	EV/EBITDA	8.8	21.8	14.3	8.6	5.9
少数股东损益	0.00	0.00	84.27	146.78	195.07	CAGR(%)					
营运资金的变动	-590.80	-320.39	142.99	-468.07	178.23	PEG	0.1	—	0.6	0.2	0.3
经营活动产生现金流量	844.96	472.16	1134.92	1075.39	2138.86	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-1133.88	-1763.31	833.01	-382.73	-474.90	REP					
融资活动产生现金流量	213.01	16.71	-237.89	-331.81	-324.48						

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。