

2022 年 07 月 14 日

泰和新材 (002254.SZ)

氨纶价格基本见底，芳纶产能快速扩张

■氨纶价格利润基本见底，后续有望逐步企稳：据百川，氨纶 40D 价格自 2020 年底 2.8 万元/吨开始一路走高至 2021 年三季度历史高位 8 万元/吨后，2021 年四季度开始大幅走低，跌至目前 3.78 万元，跌幅 53%；行业毛利润也由 2020 年微利大幅上涨至 2021 年最高近 2.4 万元/吨后，下降至目前-4000 元/吨左右的历史底部。2022 年氨纶景气大幅走低主要由于新增产能放量冲击市场、下游终端开机率低、出口量缩减，供需紧张关系缓解，库存累积至高位。2022 年下半年行业龙头企业依然有扩产计划，但随着疫情逐步控制，需求或有向好趋势，氨纶盈利水平有望低位企稳。公司烟台基地的氨纶老产能正逐步搬迁至成本更低的宁夏基地，据公告，成本估计可进一步下降 2000-3000 元。同时烟台基地正在建设 1.5 万吨差别化氨纶，利润水平较普通氨纶产品有望提升。

■公司芳纶产品迎来产能快速扩张期，持续拓展高端领域应用：据公告，2021 年芳纶全球名义产能约 12-13 万吨，同比增长约 10%，全球总需求约 10-11 万吨，同比增长约 20%；公司名义总产能 1.5 万吨，位居全球第三位。间位芳纶方面，公司重点保障防护等高端领域的供应，对位芳纶方面，以室外光缆、复合材料等领域为重点。据公告，2022 年 1500 吨对位芳纶技改已投产，2021 年公司发布非公开发行 A 股股票预案，计划募集资金总额不超过 30 亿元建设应急救援用高性能间位芳纶高效集成产业化项目、功能化间位芳纶高效集成产业化项目、年产 1.2 万吨防护用对位芳纶工程项目、高伸长低模量对位芳纶产业化项目。公司间位芳纶与对位芳纶产能在 2025 年之前都将提升至 2 万吨以上，迎来快速扩张期。同时，公司还将拓展智能纤维（首期产业化项目 2022 年 1 月已建设完成）、芳纶涂覆隔膜、绿色印染、生物质纤维等新兴业务领域，不断打造新的增长点。

■投资建议：预计公司 2022-2024 年净利润分别为 6.3 亿元、8.8 亿元、11.5 亿元，对应 PE 17、12、9 倍，维持买入-A 评级。

■风险提示：原料及产品价格波动、产能建设进度不及预期等。

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,441.2	4,404.0	4,844.4	6,055.5	7,156.9
净利润	260.7	965.7	632.9	883.6	1,151.0
每股收益(元)	0.38	1.41	0.92	1.29	1.68
每股净资产(元)	5.06	5.79	6.03	6.06	6.59

盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	41.8	11.3	17.2	12.3	9.5
市净率(倍)	3.1	2.8	2.6	2.6	2.4
净利润率	10.7%	21.9%	13.1%	14.6%	16.1%
净资产收益率	7.5%	24.4%	15.3%	21.3%	25.5%
股息收益率	4.4%	3.1%	4.2%	7.9%	7.2%
ROIC	12.1%	41.7%	16.8%	23.8%	23.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

其他石化

投资评级 买入-A

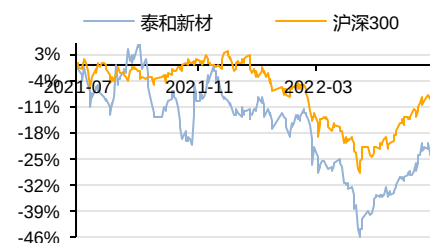
维持评级

 6 个月目标价：20 元
 股价 (2022-07-14) 15.94 元

交易数据

总市值(百万元)	10,662.87
流通市值(百万元)	6,647.92
总股本(百万股)	684.39
流通股本(百万股)	426.70
12 个月价格区间	12.04/23.62 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.42	-4.16	-14.42
绝对收益	2.16	5.93	-28.14

张汪强

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450517070003
 zhangwq1@essence.com.cn
 010-83321072

乔璐

分析师

 SAC 执业证书编号：S1450518100001
 qiaolu@essence.com.cn

相关报告

泰和新材：泰和新材 2020

 年报点评：芳纶项目顺利
 推进，氨纶业务竞争优势

2021-04-19

重塑/张汪强

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,441.2	4,404.0	4,844.4	6,055.5	7,156.9	成长性					
减:营业成本	1,873.8	2,764.3	3,643.0	4,420.5	5,074.2	营业收入增长率	-4.0%	80.4%	10.0%	25.0%	18.2%
营业税费	16.2	19.7	24.2	30.3	35.8	营业利润增长率	32.6%	294.3%	-39.1%	44.2%	30.9%
销售费用	51.6	65.3	48.4	60.6	71.6	净利润增长率	20.5%	270.4%	-34.5%	39.6%	30.3%
管理费用	103.8	150.0	130.8	157.4	178.9	EBITDA 增长率	114.4%	158.4%	-22.8%	41.3%	33.5%
研发费用	116.5	193.2	193.8	242.2	286.3	EBIT 增长率	37.8%	239.6%	-30.2%	39.0%	29.2%
财务费用	23.6	47.1	22.2	16.6	28.4	NOPLAT 增长率	46.0%	277.2%	-40.0%	42.3%	31.5%
资产减值损失	-2.1	-14.8	15.0	20.0	25.0	投资资本增长率	9.3%	48.9%	0.5%	32.5%	-3.3%
加:公允价值变动收益	-	1.9	-	-	-	净资产增长率	43.5%	16.7%	4.8%	2.6%	10.2%
投资和汇兑收益	23.1	7.9	15.0	20.0	20.0						
营业利润	325.8	1,284.6	781.9	1,127.9	1,476.7	利润率					
加:营业外净收支	-1.0	1.8	5.0	5.0	5.0	毛利率	23.2%	37.2%	24.8%	27.0%	29.1%
利润总额	324.8	1,286.5	786.9	1,132.9	1,481.7	营业利润率	13.3%	29.2%	16.1%	18.6%	20.6%
减:所得税	37.5	160.7	102.3	147.3	192.6	净利润率	10.7%	21.9%	13.1%	14.6%	16.1%
净利润	260.7	965.7	632.9	883.6	1,151.0	EBITDA/营业收入	26.8%	38.5%	27.0%	30.5%	34.5%
						EBIT/营业收入	17.2%	32.5%	20.6%	22.9%	25.0%
						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	243	163	170	164	181
货币资金	2,447.8	2,452.1	615.1	484.4	572.5	流动营业资本周转天数	55	42	47	47	48
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	405	323	267	174	165
应收帐款	104.3	135.2	125.8	200.5	185.2	应收帐款周转天数	13	10	10	10	10
应收票据	2.5	8.7	18.2	15.4	24.3	存货周转天数	64	48	58	56	55
预付帐款	12.2	44.5	36.4	61.8	51.0	总资产周转天数	777	587	554	434	408
存货	443.5	739.7	818.7	1,072.3	1,098.7	投资资本周转天数	394	284	310	289	274
其他流动资产	412.9	1,102.5	1,100.0	1,300.0	1,500.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	7.5%	24.4%	15.3%	21.3%	25.5%
长期股权投资	54.8	64.6	64.6	64.6	64.6	ROA	4.6%	13.8%	10.1%	12.6%	15.4%
投资性房地产	32.5	22.5	22.5	22.5	22.5	ROIC	12.1%	41.7%	16.8%	23.8%	23.6%
固定资产	1,812.0	2,172.3	2,396.5	3,107.6	4,091.4	费用率					
在建工程	651.7	1,058.2	1,230.7	1,165.4	413.1	销售费用率	2.1%	1.5%	1.0%	1.0%	1.0%
无形资产	184.7	187.0	181.0	175.0	169.0	管理费用率	4.3%	3.4%	2.7%	2.6%	2.5%
其他非流动资产	74.8	144.6	156.3	174.9	183.5	研发费用率	6.2%	7.0%	5.3%	5.5%	5.6%
资产总额	6,233.6	8,132.0	6,765.8	7,844.4	8,375.7	财务费用率	1.0%	1.1%	0.5%	0.3%	0.4%
短期债务	496.1	541.5	-	877.5	535.5	四费/营业收入	12.1%	10.3%	8.2%	7.9%	7.9%
应付帐款	607.8	840.0	1,315.9	1,154.8	1,677.4	偿债能力					
应付票据	65.5	161.0	180.5	183.1	253.1	资产负债率	37.3%	44.0%	29.4%	37.5%	35.5%
其他流动负债	248.6	400.4	380.0	358.2	374.9	负债权益比	59.6%	78.4%	41.7%	60.1%	55.2%
长期借款	805.2	1,465.7	-	243.0	-	流动比率	2.41	2.31	1.45	1.22	1.21
其他非流动负债	104.1	166.1	114.8	128.3	136.4	速动比率	2.10	1.93	1.01	0.80	0.82
负债总额	2,327.3	3,574.7	1,991.1	2,945.0	2,977.3	利息保障倍数	17.85	30.37	44.89	83.59	63.09
少数股东权益	442.2	595.5	647.3	749.3	887.4	分红指标					
股本	684.4	684.4	684.4	684.4	684.4	DPS(元)	0.70	0.50	0.68	1.26	1.15
留存收益	2,777.2	3,272.6	3,443.0	3,465.7	3,826.6	分红比率	183.8%	35.4%	73.1%	97.4%	68.6%
股东权益	3,906.3	4,557.3	4,774.7	4,899.4	5,398.4	股息收益率	4.4%	3.1%	4.2%	7.9%	7.2%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	287.3	1,125.8	632.9	883.6	1,151.0	EPS(元)	0.38	1.41	0.92	1.29	1.68
加:折旧和摊销	236.0	265.8	309.3	460.3	674.5	BVPS(元)	5.06	5.79	6.03	6.06	6.59
资产减值准备	0.7	17.2	-	-	-	PE(X)	41.8	11.3	17.2	12.3	9.5
公允价值变动损失	-	-1.9	-	-	-	PB(X)	3.1	2.8	2.6	2.6	2.4
财务费用	27.0	71.1	22.2	16.6	28.4	P/FCF	19.4	28.8	-7.7	16.9	14.6
投资损失	-23.1	-7.9	-15.0	-20.0	-20.0	P/S	4.5	2.5	2.3	1.8	1.5
少数股东损益	26.6	160.1	51.8	102.0	138.1	EV/EBITDA	14.9	8.0	8.4	6.7	4.8
营运资金的变动	-31.3	-1,211.7	357.5	-736.1	399.7	CAGR(%)	50.8%	4.6%	47.2%	50.8%	4.6%
经营活动产生现金流量	551.1	845.0	1,358.6	706.4	2,371.6	PEG	0.8	2.4	0.4	0.2	2.1
投资活动产生现金流量	-8.8	-1,133.9	-685.0	-1,080.0	-880.0	ROIC/WACC	1.2	4.0	1.6	2.3	2.3
融资活动产生现金流量	1,014.6	213.0	-2,510.6	243.0	-1,403.5	REP	3.0	0.8	1.6	1.0	1.0

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034