

泰和新材 (002254)

氨纶见底回升，芳纶开启新征程

业绩概要：2022年公司实现营业收入37.5亿元（-14.9%），实现归母净利润4.4亿元（-54.9%），对应基本EPS为0.64元，扣非归母净利润3.2亿元（-62.8%），每股派发现金红利0.3元，股息率为1.2%。其中2022Q4公司实现营收9.5亿元（同比-15.6%，环比+11.4%），实现归母净利润1.3亿元（同比-44.1%，环比+876.5%），扣非归母净利润0.48亿元（同比-66.9%，环比+585.7%）；

氨纶行业见底回升，芳纶行业稳健成长：2022年，受到国内宏观经济下行压力加大以及海外高通胀影响，纺服行业内外销疲软、开工率不足，叠加行业扩产供应量增加，氨纶遭受到供给和需求端的双重冲击，价格持续下行，2022年8月底，氨纶价格下行至低点3.3万元/吨，较年初下跌48.3%，随后随着需求回暖逐步回升，截至到2023年3月初，氨纶价格见底回升，已经达到约3.9万元/吨。**原料端来看，**氨纶主要原料高位震荡态势，PTMEG价格从2022年4月的4.1万元/吨下降至低位的1.75万元/吨，纯MDI先涨后跌，波动较大，氨纶与主要原材料价差四季度见底，随后逐渐走扩，吨毛利逐步改善，开工率回升，行业走出低谷期；芳纶行业受国外经济复苏影响，出口逐渐恢复，同时国内工业防护、光通信、胶管及防弹等领域需求旺盛，而供给端名义产能约14-15万吨，整体仍维持紧平衡的局面，因此2022年价格呈上涨态势。**原料端来看，**对-、间-苯二胺近年来涨幅相对可控；

氨纶影响较大，芳纶稳健经营：从营收结构来看，氨纶、芳纶分别占比42.7%、57.0%，从毛利结构来看，氨纶、芳纶业务分别占比0.3%、98.1%，氨纶对公司业绩仍有拖累，而芳纶业务保持稳健经营。**氨纶业务方面，**公司实现营业收入16.0亿元（-43.3%），主要是由于产品价格（-35.3%）和销量（-12.2%）同步下滑，毛利率0.16%（-35.3pcts），产能利用率不足和产品盈利能力下降是毛利降低的主要原因，2022Q4氨纶价格回升带动公司四季度毛利率环比提高（+10.8pcts）；**芳纶业务方面，**公司实现营业收入21.4亿元（+35.8%），主要是由于产品价格上涨（+12.1%）的同时，销量（+21.2%）有所提升，毛利率40.5%（+0.15pcts），主要是行业景气度较好的同时，产品结构优化等因素所致；

财务数据：期间费用率方面，管理费用率有所提高（+2.2pcts），分析原因主要是由于股权激励及薪酬体制改革、以及土地收储导致固定费用转入管理费用所致，财务费用率有所下降（-0.7pcts），主要是汇兑收益增加、利息支出减少所致；**资产减值损失**四季度环比大幅收窄12.1亿元，主要是三季度库存原料价格大幅下跌，而四季度原材料价格回升所致；公司**流动比率和速动比率下降**，主要系流动负债

投资评级

买入

维持评级

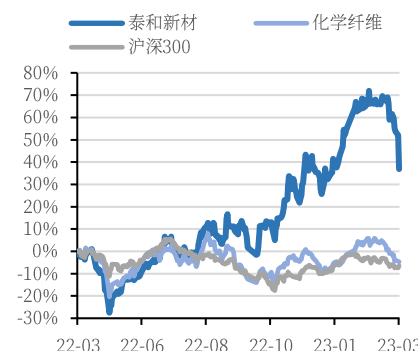
2023年03月21日

收盘价(元): 21.96

公司基本数据

总股本(百万股)	862.93
总市值(百万)	18,950.05
流通股本(百万股)	426.70
流通市值(百万)	9,370.25
12月最高/最低价(元)	27.98/11.79
资产负债率(%)	54.12
每股净资产(元)	5.77
市盈率(TTM)	43.47
市净率(PB)	3.81
净资产收益率(%)	10.74

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com
王勇杰 研究助理
SAC执业证书: S0640122070026
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2022Q3点评：业绩短期承压，中长期成长无忧 —2022-10-31
2022年中报点评：周期见底，成长发力 —2022-09-01

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

方面的银行承兑汇票和未终止确认的应收承兑汇票变动较大，我们认为这是由于公司工程款及原料费用增加较多所致；

氨纶补短增强实现差异竞争：氨纶是公司传统业务，2022 年末名义产能 4 万吨，有效产能 4.5 万吨，在建产能 6 万吨，最终产能 9.5 万吨，公司通过多项措施在氨纶领域补短增强。**产品价格方面**，我们预计氨纶供给陆续投放，下游纺服需求随着经济复苏稳步增长，氨纶将围绕成本线波动，公司将通过提高粗旦丝比例、增加耐高温产品等方式优化产品结构，实现差异化竞争；**成本端**，公司通过搬迁基地实现氨纶单吨成本降低 2000-3000 元，此外，公司自建 PETMG 产能 10 万吨，实现原料端的自给。综合降本增效、补短增强之下，公司氨纶业务竞争力将显著提高；

芳纶业务高端化，拓展新应用：芳纶是公司近年来重点发展的产业方向，2022 年末名义产能 2.1 万吨，有效产能 1.5 万吨，对位芳纶预计到 2024 年形成 2.15 万吨产能，间位芳纶预计到 2024 年形成 2 万吨产能。2022 年公司间位芳纶全球市占率已经达到 20%，而对位芳纶不到 10%，芳纶产品近年来发展较快，已逐渐由工业过滤等领域向防护工装、防弹、橡胶以及通信等中高端领域迈进，此外，公司子公司民士达上市拓展芳纶在芳纶纸领域的应用，实现高端芳纶产品的国产化替代。公司在芳纶隔膜涂覆领域的重点布局即将迎来收获期，目前中试线 3000 万平米产能已经建设完毕，预计将于一季度末投产，进入调试送样阶段；

积极探索增量业务：公司前期布局了智能纤维、绿色印染、生物基纤维等新材料领域——其中智能纤维包括发光纤维和纤维电池，发光纤维已经实现量产，而纤维电池预计于 2023 年二季度投产；绿色印染主要是面向棉麻丝毛皮等材料及粘接，可以有效减少印染行业库存、减少污染等，其中数码打印、印染工厂将分别于 2023 年二、三季度建成投产；生物基纤维包括海藻纤维等，目前仍在实验室阶段；

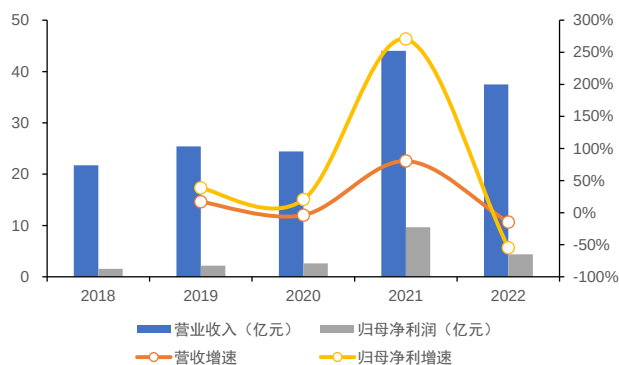
投资建议：公司作为氨纶和芳纶行业龙头企业，积极探索相关领域应用，氨纶周期见底回升、芳纶业务稳健成长的背景下，公司业绩将保持稳健增长。我们预计公司 2023-2025 年实现营业收入 52.9 亿元、66.1 亿元、82.9 亿元，同比增长 41.2%、24.9%、25.4%，实现归母净利润 7.8 亿元、10.8 亿元、14.3 亿元，同比增长 78.8%、38.8%、32.2%，对应 PE 为 24X、17X、13X，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下降、原材料价格上涨、产能投放不及预期等

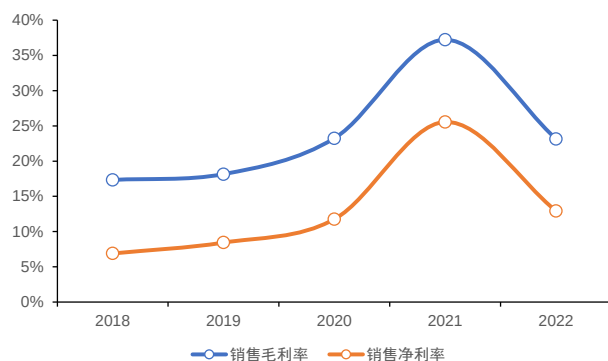
盈利预测：

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	4,404	3,750	5,294	6,613	8,292
增速（%）	80.41%	-14.85%	41.18%	24.90%	25.40%
归母净利润（百万元）	966	436	779	1,081	1,429
增速（%）	270.45%	-54.86%	78.75%	38.75%	32.15%
每股收益（元）	1.12	0.51	0.90	1.25	1.66
市盈率（倍）	19.62	43.47	24.32	17.53	13.26

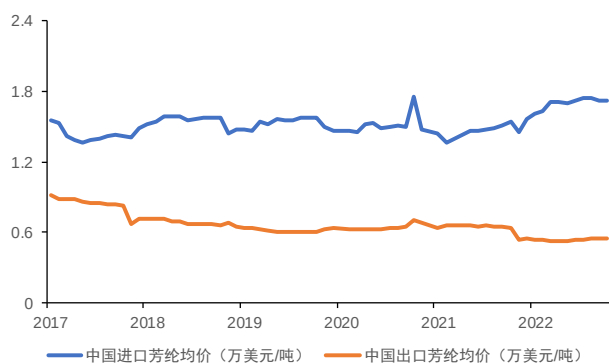
资料来源：iFind，中航证券研究所

图1 营收、归母净利润及同比增速


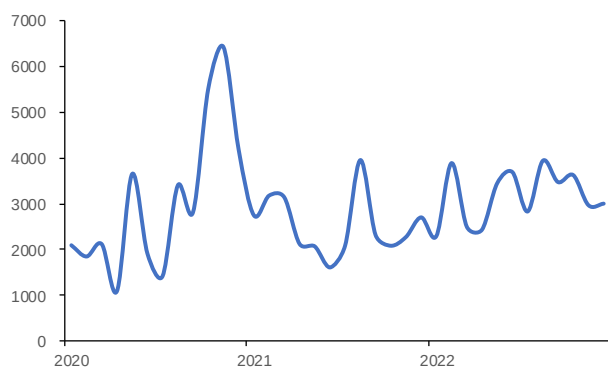
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率


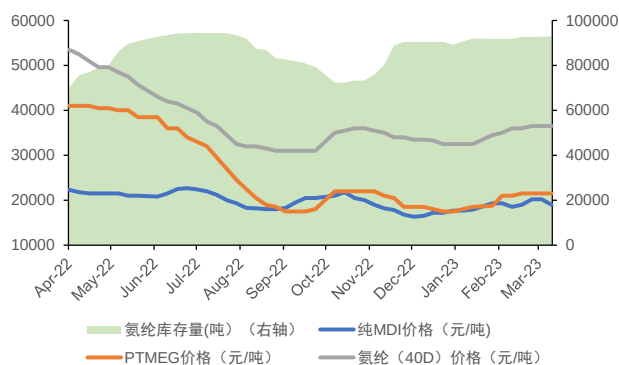
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 我国芳纶进出口均价


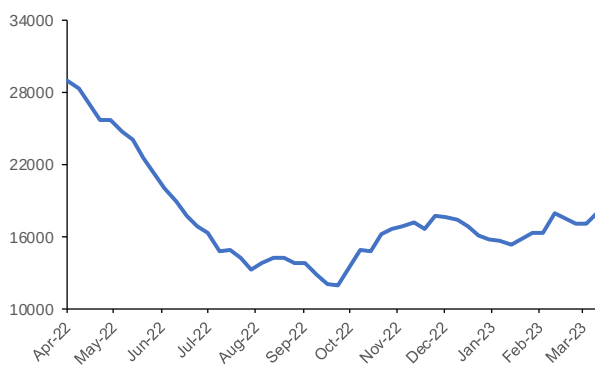
资料来源：Wind，中航证券研究所

图4 间-、对-苯二胺、二氨基甲苯等进口均价(美元/吨)


资料来源：iFinD，中航证券研究所

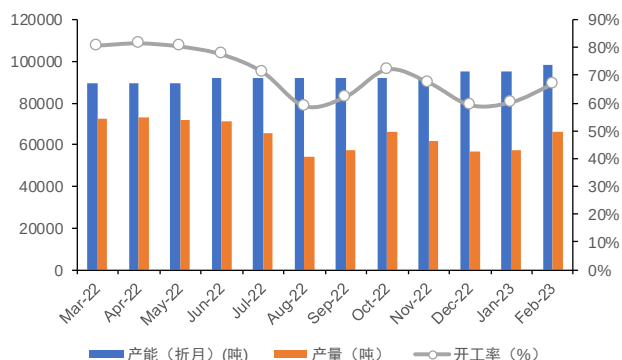
图5 氨纶价格、库存量及主要原材料价格情况


资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图6 单吨氨纶-原材料价差情况（元/吨）


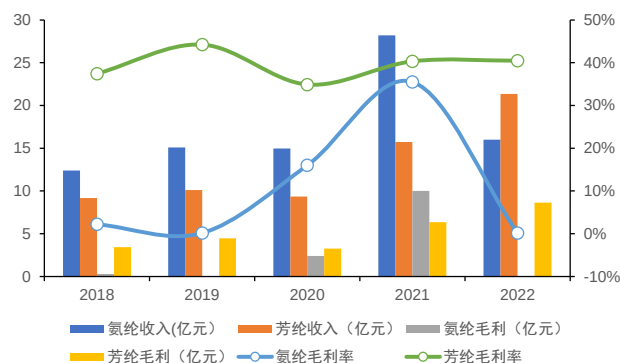
资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图7 氨纶产能、产量及开工率情况



资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图8 分业务收入、毛利及毛利率情况



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图9 单季度财务数据

	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	948	851	896	1056	1122	1156	1171	955
营业成本(百万元)	701	721	663	796	722	685	734	624
销售费用率	3.1%	2.2%	2.0%	0.7%	2.7%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	11.3%	5.4%	3.4%	2.4%	6.2%	2.2%	2.4%	2.8%
财务费用率	6.3%	-1.2%	-3.8%	-0.2%	3.3%	0.4%	0.4%	0.2%
研发费用率	5.5%	5.9%	4.0%	3.5%	7.0%	3.7%	3.3%	3.6%
资产减值损失(百万元)	0.83	12.93	1.38	-0.04	14.27	0.20	0.38	0.00
利润总额(百万元)	151	18	191	187	277	399	362	248
所得税费用(百万元)	12	6	24	21	21	52	48	40
净利润(百万元)	139	12	167	166	256	347	315	208
EPS	0.19	0.02	0.21	0.21	0.34	0.43	0.38	0.26
毛利率	26.0%	15.2%	26.0%	24.6%	35.7%	40.8%	37.3%	34.6%
期间费用率	26.2%	12.3%	5.7%	6.4%	19.2%	7.3%	7.0%	7.6%
所得税率	7.9%	31.2%	12.3%	11.4%	7.5%	13.1%	13.2%	16.0%
净利润率	14.7%	1.4%	18.7%	15.7%	22.8%	30.0%	26.9%	21.8%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图10 财务报表预测及比率分析（百万元）

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2447.76	2452.09	1569.39	529.43	1341.67	2590.21	营业收入	2441.17	4404.01	3750.13	5294.27	6612.76	8292.23
应收票据及账款	343.56	659.57	1081.84	1247.42	1141.38	931.46	营业成本	1873.85	2764.30	2882.17	3836.61	4688.65	5773.40
预付账款	12.17	44.52	41.10	52.22	61.60	72.70	税金及附加	16.22	19.74	21.22	26.47	31.08	37.32
其他应收款	34.84	9.22	75.20	50.77	27.18	13.63	销售费用	51.59	65.27	73.70	79.41	105.80	140.97
存货	443.46	739.73	718.96	949.17	1136.84	1349.24	管理费用	103.83	149.95	209.35	169.42	198.38	248.77
其他流动资产	141.37	577.65	569.96	124.12	123.90	139.41	研发费用	116.51	193.15	174.29	238.24	300.88	389.73
流动资产总计	3423.16	4482.77	4056.45	2953.11	3832.56	5096.64	财务费用	23.59	47.07	13.81	77.31	46.73	20.91
长期股权投资	54.83	64.58	68.98	70.08	71.31	72.61	资产减值损失	-2.13	-14.85	-15.10	-1.00	-2.20	2.00
固定资产	1811.98	2189.20	2784.58	2868.37	3080.44	3294.68	信用减值损失	1.41	-2.33	-2.95	-1.00	1.50	2.00
在建工程	651.67	1058.18	1699.88	2083.23	1999.92	1449.94	其他经营损益	0.00	0.00	-0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	184.70	187.02	370.32	350.27	363.55	360.16	投资收益	23.11	7.87	53.78	56.10	71.23	71.30
长期待摊费用	9.26	7.75	15.94	7.97	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	1.93	0.58	0.60	1.50	1.20
其他非流动资产	97.98	142.49	1036.98	968.84	555.96	313.07	资产处置收益	0.60	80.33	28.66	15.00	5.00	0.60
非流动资产合计	2810.41	3649.23	5976.69	6348.77	6071.17	5490.46	其他收益	47.19	47.16	82.11	47.10	46.80	44.90
资产总计	6233.57	8132.00	10033.13	9301.88	9903.73	10587.09	营业利润	325.78	1284.64	522.67	983.60	1365.06	1803.14
短期借款	496.10	541.45	913.61	210.97	0.00	0.00	营业外收入	1.72	14.67	25.19	0.50	1.00	2.00
应付票据及账款	664.02	979.53	2117.86	2108.56	2260.83	2075.26	营业外支出	2.67	12.83	0.76	0.30	1.00	1.20
其他流动负债	257.91	421.88	971.04	554.75	658.39	786.19	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1418.03	1942.86	4002.51	2874.27	2919.22	2861.45	利润总额	324.82	1286.49	547.09	983.80	1365.06	1803.94
长期借款	805.22	1481.84	1238.41	1092.59	780.20	365.61	所得税	37.54	160.69	62.26	118.06	163.81	216.47
其他非流动负债	104.06	150.01	189.25	100.06	92.44	89.32	净利润	287.28	1125.80	484.83	865.74	1201.25	1587.46
非流动负债合计	909.28	1631.85	1427.66	1192.65	872.64	454.93	少数股东损益	26.60	160.14	48.95	86.57	120.13	158.75
负债合计	2327.31	3574.71	5430.17	4066.92	3791.86	3316.37	归属母公司股东净利润	260.68	965.66	435.89	779.17	1081.13	1428.72
股本	684.39	684.39	703.20	862.93	862.93	862.93	EBITDA	584.37	1599.34	833.41	1674.88	2180.61	2766.86
资本公积	871.07	879.92	1035.57	875.84	875.84	875.84	NOPLAT	308.49	1093.40	449.52	919.87	1236.65	1603.57
留存收益	1908.57	2397.43	2319.32	2864.74	3621.52	4621.63	EPS(元)	0.30	1.12	0.51	0.90	1.25	1.66
归属母公司权益	3464.03	3961.75	4058.09	4603.51	5360.30	6360.40							
少数股东权益	442.23	595.54	544.87	631.45	751.57	910.32							
股东权益合计	3906.26	4557.29	4602.97	5234.96	6111.87	7270.72							
负债和股东权益合计	6233.57	8132.00	10033.13	9301.88	9903.73	10587.09							
现金流量表							主要财务比率						
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
税后经营利润	287.28	1125.80	484.83	761.02	1091.66	1482.92	营收增长率	-3.97%	80.41%	-14.85%	41.18%	24.90%	25.40%
折旧与摊销	235.96	265.78	272.51	613.77	768.82	942.02	营业利润增长率	32.64%	294.33%	-59.31%	88.19%	38.78%	32.09%
财务费用	23.59	47.07	13.81	77.31	46.73	20.91	EBIT增长率	41.38%	282.76%	-57.94%	89.18%	33.05%	29.26%
投资损失	-23.11	-7.87	-53.78	-56.10	-71.23	-71.30	EBITDA增长率	26.13%	173.68%	-47.89%	100.97%	30.19%	26.88%
营运资金变动	10.97	-590.80	-320.39	-352.38	168.71	-83.31	归母净利润增长率	20.52%	270.45%	-54.86%	78.75%	38.75%	32.15%
其他经营现金流	16.45	3.73	74.04	107.76	118.01	116.98	经营现金流增长率	89.93%	53.09%	-44.17%	144.44%	84.36%	13.45%
经营性现金流净额	551.13	843.71	471.03	1151.38	2122.70	2408.21	盈利能力						
资本支出	241.26	730.57	1545.17	1189.19	907.62	603.12	毛利率	23.24%	37.23%	23.14%	27.53%	29.10%	30.38%
长期投资	224.65	-546.19	-286.00	0.00	0.00	0.00	净利率	11.77%	25.56%	12.93%	16.35%	18.17%	19.14%
其他投资现金流	7.85	142.87	67.86	157.38	489.58	305.56	营业利润率	13.35%	29.17%	13.94%	18.58%	20.64%	21.74%
投资性现金流净额	-8.77	-1133.88	-1763.31	-1031.81	-418.04	-297.56	ROE	7.53%	24.37%	10.74%	16.93%	20.17%	22.46%
短期借款	496.10	45.35	372.16	-702.64	-210.97	0.00	ROA	4.18%	11.87%	4.34%	8.38%	10.92%	13.49%
长期借款	-6.27	676.62	-243.43	-145.83	-312.39	-414.59	ROIC	11.09%	36.40%	11.08%	17.72%	19.98%	26.59%
普通股增加	73.56	0.00	18.81	159.73	0.00	0.00	估值倍数						
资本公积增加	644.59	8.85	155.65	-159.73	0.00	0.00	P/E	72.70	19.62	43.47	24.32	17.53	13.26
其他筹资现金流	-193.33	-517.81	-286.48	-311.06	-369.07	-447.52	P/B	7.76	4.30	5.05	3.58	2.87	2.29
筹资性现金流净额	1014.64	213.01	16.71	-1159.53	-892.42	-862.11	股息率	2.53%	1.81%	0.00%	1.23%	1.71%	2.26%
现金流量净额	1552.62	-82.18	-1257.22	-1039.96	812.24	1248.54	EV/EBIT	28.71	10.13	28.61	19.35	13.90	10.08
							EV/EBITDA	17.12	8.45	19.25	12.26	9.00	6.65
							EV/NOPLAT	32.43	12.36	35.70	22.32	15.87	11.47

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637