

泰和新材（002254.SZ）

氨纶业务底部复苏，芳纶市场前景广阔

买入

核心观点

23Q1 公司毛利率修复，业绩符合预期。公司发布 2023 年一季度报告，实现营业收入 10.1 亿元，同比降低 4.1%，环比增长 6.8%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比降低 7.1%，环比增长 3.5%；实现扣非归母净利润 1.2 亿元，同比降低 9.7%，环比增长 159.5%。公司一季度毛利率 28.4%，同比增长 3.9pcts，环比增长 2.5pcts，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.0/5.2/4.9/-0.2%，分别同比+1.3/+2.8/+1.4/0pcts，净利率为 15.9%，同比增加 0.2pcts，环比增加 1.1pcts。公司一季度营收及利润下滑主要由于 22Q1 氨纶板块高基数所致，芳纶产销量、盈利水平稳定提升。

氨纶景气逐步回暖，芳纶产能稳步投放。分板块看（1）根据 Wind 数据，2023 年一季度氨纶均价 35180 元/吨，同比降低 36.4%，环比上涨 2.4%，氨纶-PTMEG-纯 MDI 均价差为 15770 元/吨，同比降低 8.7%，环比上涨 5.6%，2022 年氨纶行业需求疲软，产品价格大幅下跌，随着疫情影响逐步缓解，下游纺服逐步复苏，对于氨纶的需求支撑有所提升。公司统筹烟台、宁夏双基地建设，淘汰落后产能，目前公司氨纶在建产能 60000 吨/年今年年内将陆续投产。（2）公司芳纶总产能 2.1 万吨，位居全球第三位，目前公司芳纶在建产能 19000 吨/年，2023 年将陆续投产。国产芳纶在防护、通信、汽车、航空、轨道交通等领域的用量逐步增加，防护服领域将成为间位芳纶下游第一大需求领域；与此同时，锂电隔膜芳纶涂覆也将打开芳纶新的成长空间。

公司聚焦高新技术材料布局，看好芳纶涂覆隔膜发展空间。公司在智能穿戴、绿色制造、生物基材料、信息通讯、新能源汽车、绿色化工等六大领域开展新业务：（1）莱特美智能发光纤维正在进行市场开拓期，莱特美®纤维锂电池中试项目预计将于 2023 年二季度建成投产；（2）纤维绿色化数码打印工厂、印染示范工厂分别将于 2023 年二季度、2023 年三季度建成投产；（3）高性能锂电池芳纶隔膜中试项目已经投产调试，进入送样验证程序。芳纶涂覆目前尚处于 0-1 阶段，2025 年市场规模有望达到 100 亿平米以上，渗透率提升空间广阔。

风险提示：产品价格大幅波动，新建产能投放进度不及预期。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。

预计 2023-2025 年归母净利润为 8.2/11.5/13.3 亿元，同比增速 87.4/40.5/15.8%；摊薄 EPS 为 0.95/1.33/1.54 元，当前股价对应 PE 为 22.1/15.7/13.6x，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,404	3,750	4,995	6,806	8,359
(+/-%)	80.4%	-14.8%	33.2%	36.2%	22.8%
净利润(百万元)	966	436	817	1148	1329
(+/-%)	270.4%	-54.9%	87.4%	40.5%	15.8%
每股收益(元)	1.41	0.62	0.95	1.33	1.54
EBIT Margin	31.9%	15.0%	21.5%	22.8%	21.4%
净资产收益率(ROE)	24.4%	10.7%	17.3%	20.4%	19.9%
市盈率(PE)	14.8	33.7	22.1	15.7	13.6
EV/EBITDA	10.7	24.1	16.2	12.2	11.1
市净率(PB)	3.61	3.62	3.83	3.21	2.70

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学纤维

证券分析师：杨林
 010-88005379

证券分析师：薛聪
 010-88005107
 0755-81981378

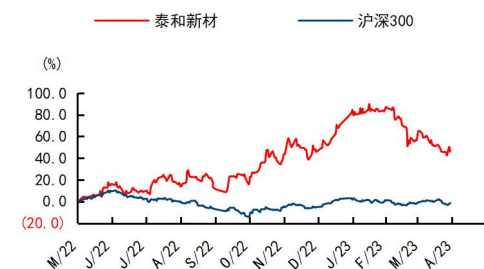
 yanglin6@guosen.com.cn
 S0980520120002

 xuecong@guosen.com.cn
 S0980520120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	20.91 元
总市值/流通市值	18044/8923 百万元
52 周最高价/最低价	27.98/12.98 元
近 3 个月日均成交额	177.22 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《泰和新材（002254.SZ）-芳纶业务高成长，芳纶涂覆隔膜即将放量》——2023-03-21
 《泰和新材（002254.SZ）-氨纶拖累业绩，芳纶稳步成长，看好芳纶涂覆隔膜空间》——2023-02-01
 《泰和新材（002254.SZ）-氨纶高景气芳纶稳增长，聚焦高性能纤维主业》——2022-04-11
 《泰和新材-002254-2021 年三季报点评：业绩处于预告上限，扩产对位、间位芳纶，迈向芳纶国际龙头》——2021-10-25
 《泰和新材-002254-2021 年三季报预告点评：氨纶增厚业绩，芳纶稳健增长，业绩符合预期》——2021-10-12

23Q1 公司毛利率修复，业绩符合预期。公司发布 2023 年一季度报告，实现营业收入 10.1 亿元，同比降低 4.1%，环比增长 6.8%；实现归母净利润 1.4 亿元，同比降低 7.1%，环比增长 3.5%；实现扣非归母净利润 1.2 亿元，同比降低 9.7%，环比增长 159.5%。公司一季度毛利率 28.4%，同比增长 3.9pcts，环比增长 2.5pcts，销售/管理/研发/财务费用率分别为 2.0/5.2/4.9/-0.2%，分别同比 +1.3/+2.8/+1.4/0pcts，净利率为 15.9%，同比增加 0.2pcts，环比增加 1.1pcts。公司一季度营收及利润下滑主要由于 22Q1 氨纶板块高基数所致，芳纶产销量、盈利水平稳定提升。

图1：泰和新材营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：泰和新材归母净利润及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

氨纶景气逐步回暖，芳纶产能稳步投放。分板块看（1）根据Wind数据，2023年一季度氨纶均价35180元/吨，同比降低36.4%，环比上涨2.4%，氨纶-PTMEG-纯MDI平均价差为15770元/吨，同比降低8.7%，环比上涨5.6%，2022年氨纶行业需求疲软，产品价格大幅下跌，随着疫情影响逐步缓解，下游纺服逐步复苏，对于氨纶的需求支撑有所提升。公司统筹烟台、宁夏双基地建设，淘汰落后产能，目前公司氨纶在建产能60000吨/年今年年内将陆续投产。（2）公司芳纶总产能2.1万吨，位居全球第三位，目前公司芳纶在建产能19000吨/年，2023年将陆续投产。国产芳纶在防护、通信、汽车、航空、轨道交通等领域的用量逐步增加，防护服领域将成为间位芳纶下游第一大需求领域；与此同时，锂电隔膜芳纶涂覆也将打开芳纶新的成长空间。

公司聚焦高新技术材料布局，看好芳纶涂覆隔膜发展空间。公司在智能穿戴、绿色制造、生物基材料、信息通讯、新能源汽车、绿色化工等六大领域开展新业务：（1）莱特美智能发光纤维正在进行市场开拓期，莱特美®纤维锂电池中试项目预计将于2023年二季度建成投产；（2）纤维绿色化数码打印工厂、印染示范工厂分别将于2023年二季度、2023年三季度建成投产；（3）高性能锂电池芳纶隔膜中试项目已经投产调试，进入送样验证程序。芳纶涂覆目前尚处于0-1阶段，2025年市场规模有望达到100亿平方米以上，渗透率提升空间广阔。

公司成立控股子公司烟台泰和电池新材料有限公司作为芳纶涂覆隔膜项目公司，其中公司持股比例为50%，全资子公司泰和研究院持股10%，项目关联团队员工持股10%、控股股东投资平台持股20%，公司通过员工跟投方式有助于实现员工与项目的绑定，加速新产业项目落地。

投资建议：预计 2023-2025 年归母净利润为 8.2/11.5/13.3 亿元，同比增速 87.4/40.5/15.8%；摊薄 EPS 为 0.95/1.33/1.54 元，当前股价对应 PE 为 22.1/15.7/13.6x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	2452	1569	2461	3366	4601	营业收入	4404	3750	4995	6806	8359
应收款项	144	920	246	373	458	营业成本	2764	2882	3291	4472	5620
存货净额	740	719	654	895	1132	营业税金及附加	20	21	35	48	48
其他流动资产	634	808	1077	1467	1802	销售费用	65	74	80	109	134
流动资产合计	4483	4056	4452	6111	7997	管理费用	150	209	514	627	767
固定资产	3230	4469	4617	5176	5669	财务费用	47	14	66	40	24
无形资产及其他	187	370	356	341	326	投资收益	8	54	9	30	30
投资性房地产	167	1069	1069	1069	1069	资产减值及公允价值变动	17	16	0	0	0
长期股权投资	65	69	79	89	99	其他收入	(98)	(97)	0	0	0
资产总计	8132	10033	10573	12785	15160	营业利润	1285	523	1019	1539	1797
短期借款及交易性金融负债	755	1231	600	600	600	营业外净收支	2	24	60	10	10
应付款项	980	2118	2393	3274	4141	利润总额	1286	547	1079	1549	1807
其他流动负债	208	653	798	1076	1355	所得税费用	161	62	140	232	271
流动负债合计	1943	4003	3791	4950	6096	少数股东损益	160	49	121	169	207
长期借款及应付债券	1466	1223	1223	1223	1223	归属于母公司净利润	966	436	817	1148	1329
其他长期负债	166	205	205	205	205						
长期负债合计	1632	1428	1428	1428	1428	现金流量表（百万元）					
负债合计	3575	5430	5219	6378	7524	净利润	966	436	817	1148	1329
少数股东权益	596	545	642	778	943	资产减值准备	16	1	10	4	3
股东权益	3962	4058	4712	5630	6693	折旧摊销	264	270	357	452	518
负债和股东权益总计	8132	10033	10573	12785	15160	公允价值变动损失	(17)	(16)	0	0	0
						财务费用	47	14	66	40	24
关键财务与估值指标						营运资本变动	(118)	(207)	900	405	492
每股收益	1.41	0.62	0.95	1.33	1.54	其它	47	(9)	87	132	163
每股红利	0.86	0.73	0.19	0.27	0.31	经营活动现金流	1158	474	2171	2140	2505
每股净资产	5.79	5.77	5.46	6.52	7.76	资本开支	0	(1518)	(500)	(1000)	(1000)
ROIC	21%	8%	15%	23%	27%	其它投资现金流	(513)	473	25	5	5
ROE	24%	11%	17%	20%	20%	投资活动现金流	(523)	(1049)	(485)	(1005)	(1005)
毛利率	37%	23%	34%	34%	33%	权益性融资	(5)	262	0	0	0
EBIT Margin	32%	15%	22%	23%	21%	负债净变化	661	(243)	0	0	0
EBITDA Margin	38%	22%	29%	29%	28%	支付股利、利息	(585)	(511)	(163)	(230)	(266)
收入增长	80%	-15%	33%	36%	23%	其它融资现金流	(776)	938	(631)	0	0
净利润增长率	270%	-55%	87%	40%	16%	融资活动现金流	(631)	(308)	(795)	(230)	(266)
资产负债率	51%	60%	55%	56%	56%	现金净变动	4	(883)	891	906	1235
息率	4.0%	3.5%	1.1%	1.6%	1.8%	货币资金的期初余额	2448	2452	1569	2461	3366
P/E	14.8	33.7	22.1	15.7	13.6	货币资金的期末余额	2452	1569	2461	3366	4601
P/B	3.6	3.6	3.8	3.2	2.7	企业自由现金流	0	(955)	1692	1174	1533
EV/EBITDA	10.7	24.1	16.2	12.2	11.1	权益自由现金流	0	(260)	1004	1140	1513

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032