

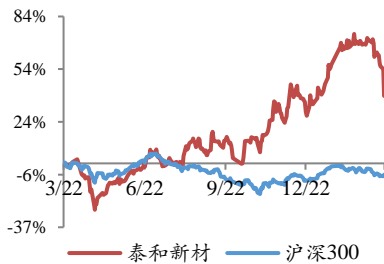
氨纶磨底芳纶景气延续，芳纶涂覆打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-03-22

收盘价（元）	21.96
近12个月最高/最低（元）	27.58/11.63
总股本（百万股）	863
流通股本（百万股）	427
流通股比例（%）	49.45
总市值（亿元）	190
流通市值（亿元）	94

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

主要观点：

● 事件

3月20日晚，公司公告2022年报。2022年实现营收37.50亿元，同比减少14.85%；归母净利润4.36亿元，同比减少54.86%；扣非归母净利润3.17亿元，同比减少62.76%。公司第四季度实现营收9.48亿元，同比减少15.57%；归母净利润1.31亿元，同比减少44.09%。

● 行业面临多重打击，氨纶逐渐走出低谷期，泰和新材完成新旧产能置换+双基地布局

2022年全年，行业面临产能投放、原材料价格快速上涨、需求下滑销量下降等问题，氨纶价格一度跌至31000元/吨左右，到达历史26.22%分位数。全年氨纶板块毛利率0.16%，同比下滑35.34pct。四季度初始，行业开工低货源紧，工厂挺价意愿强烈，同时MDI和PTMEG成本支撑较强，氨纶价格价差有所修复。2023新年后，随着疫后复苏纺服需求预期转好，下游采购心态逐渐转暖，氨纶价格价差已经有所修复。根据百川资讯，截止2023/03/15，氨纶40D价格达到36500元/吨，较低点31000元/吨上涨18%。需求较四季度环比改善，但供应端仍有一定压力，预计2023年，氨纶需求端呈现弱复苏态势。

公司2022年氨纶名义产能4万吨，因产能搬迁置换实际有效产能4.5万吨（烟台原有4.5万吨氨纶已于2022年全部关停）。2023年烟台公司产能新增1.5万吨，宁夏基地在原有3万吨基础上新增3万吨。2024预计宁夏基地届时还有2万吨产能投产，届时公司总产能将达到9.5万吨（烟台1.5万吨+宁夏8万吨），公司顺利完成新旧产能置换及双基地布局。宁夏基地单吨氨纶的生产成本比烟台基地低2000-3000元，公司的盈利能力将显著增强。同时，新旧产能置换过程中，公司新增产能均为绿色差异化品种，提高粗旦丝、耐高温等大批高附加值产品的供给能力，公司氨纶差异化程度进一步提升。后续，宁夏宁东基地拟新建10万吨PTMEG及用于配套氨纶项目。自产PTMEG将使得宁东基地氨纶进一步降低。

● 芳纶产品积极扩展新应用领域，2023年产能建设加速

芳纶产品供需格局稳定，公司芳纶板块逆势获得稳定盈利，2022年芳纶产量/销量达到1.51万吨/1.41万吨，实现稳步提升，毛利率40.46%，同比上升0.15pct。控股公司民士达2022年实现营收2.82亿元，同比增长29.48%；归母净利润0.63亿元，同比增长70.10%；毛利率31.44%，同比增长2.68pct。

2022年公司芳纶名义产能2.1万吨，因产能搬迁置换，实际有效产能约1.5万吨。为满足芳纶需求，公司拟募集不超过30亿元用于芳纶扩建和搬迁项目，其中间位芳纶规划7000吨搬迁项目、9000吨新建项目；

对位芳纶规划宁夏宁东新建 12000 吨项目、烟台泰和 3500 吨新建项目以及 1500 吨搬迁项目，到 2025 年间位及对位芳纶有望各形成 2 万吨产能，总产能较目前翻倍。芳纶纸方面，公司子公司民士达现有芳纶纸产能 1500 吨，预计 2023 年新增 1500 吨，总产能达到 3000 吨。

2022 年，公司加大芳纶新应用领域扩展步伐。间位芳纶方面，加大高附加值的色丝产销力度，重点保障防护等高端领域的供应，适当调整工业过滤领域的销量，同时顺应市场启动芳纶涂覆隔膜中试项目，打开间位芳纶未来需求空间；对位芳纶方面，以室外光缆、汽车胶管、复合材料等领域为重点，不断拓展市场份额。尤其是锂电池芳纶涂覆隔膜项目属于国内首家，具备稀缺性和开创性，我们预估该领域市场空间将达到 100 亿元。

● 确定六大新材料方向，公司高管跟投芳纶涂覆隔膜、绿色印染项目彰显信心

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开发阶段。锂电池隔膜中试项目正在调试期，将于 2023 年一季度末建成投产，进入送样验证程序。莱特美®纤维锂电池中试项目正式启动，预计将于 2023 年二季度建成投产。数码打印工厂将于 2023 年二季度建成投产，印染示范工厂将于 2023 年三季度建成投产。这些新项目将为公司未来 3 年发展注入新的力量。

另外，公司 3 月 20 日晚发布公告，芳纶涂覆隔膜及绿色印染项目参与决策的人员（含公司董事及高级管理人员）将各自对参与项目进行跟投。芳纶涂覆隔膜项目公司直接间接持股 60%，核心人员和相关方持股总计 40%。绿色印染项目公司直接持股 51%，核心人员和其余相关方持股总计 49%。这一举措也充分彰显管理层对项目信心，公司灵活激励体制对项目注入能量。

● 投资建议

泰和新材是氨纶、芳纶双料龙头，产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。我们认为公司间位芳纶在锂电涂覆上的应用空间打开，公司目前是国内唯一芳纶涂覆供应商，具有很强的稀缺性。同时，2023 年公司主要产品氨纶景气度有望边际好转。我们预计泰和新材 2023-2025 年归母净利润 7.63、11.40、13.10 亿元，EPS 0.88/1.32/1.52 元，对应 PE 为 24.84X/16.63X/14.47X。维持买入评级。

● 风险提示

项目建设不及预期；
 锂电涂覆用间位芳纶验证及出货情况不及预期；
 氨纶产品及原料价格大幅波动；
 氨纶、芳纶行业投产超预期；
 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3750	4712	7202	9090
收入同比 (%)	-14.8%	25.6%	52.8%	26.2%
归属母公司净利润	436	763	1140	1310
净利润同比 (%)	-54.9%	75.0%	49.4%	14.9%
毛利率 (%)	23.1%	29.1%	29.7%	28.8%
ROE (%)	10.7%	9.8%	12.8%	12.8%
每股收益 (元)	0.64	0.88	1.32	1.52
P/E	33.14	24.84	16.63	14.47
P/B	3.68	2.43	2.12	1.85
EV/EBITDA	21.75	12.81	7.73	6.34

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 公司整体经营状况与财务数据	7
2 行业景气度回升，三大板块齐发力	11
2.1 氨纶板块：2022 年盈利整体承压，积极推动新旧产能置换	11
2.2 芳纶板块：技术突破，实现增量业务	13
3 氨纶双基地布局，芳纶产能快速扩张	14
3.1 氨纶板块：行业弱复苏，公司新旧产能置换，成本显著下行	14
3.2 芳纶板块：芳纶龙头产能快速扩张，锂电涂覆打开新空间	17
3.2.1 间位芳纶：耐高温性能催生锂电隔膜涂覆应用	18
3.2.2 对位芳纶：国产化率低，泰和新材积极扩产增强话语权	21
3.2.3 芳纶纸：民士达启动北交所 IPO，芳纶纸产能即将翻倍	24
4 发展六大新材料方向，新业务新领域快速导入	25
风险提示：	26
财务报表与盈利预测	27

图表目录

图表 1 公司营收半年度变化情况	7
图表 2 公司营收季度变化情况	7
图表 3 公司毛利半年度变化情况	8
图表 4 公司毛利季度变化情况	8
图表 5 公司归母净利润半年度变化情况	8
图表 6 公司归母净利润季度变化情况	8
图表 7 公司毛利率、净利率半年度变化情况	8
图表 8 公司毛利率、净利率季度变化情况	8
图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况	9
图表 10 公司三项费用占比季度变化情况	9
图表 11 公司现金流半年度变化情况	9
图表 12 公司现金流季度变化情况	9
图表 13 公司净现比半年度变化情况	9
图表 14 公司净现比季度变化情况	9
图表 15 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金	10
图表 16 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季	10
图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况	10
图表 18 公司存货周转天数季度变化情况	10
图表 19 公司氨纶板块营收半年度变化情况	11
图表 20 公司氨纶板块毛利半年度变化情况	11
图表 21 氨纶板块经营数据	12
图表 22 氨纶板块产品半年度价格价差及最新价格	12
图表 23 氨纶板块产品季度价格价差	12
图表 24 公司芳纶板块营收半年度变化情况	13
图表 25 公司芳纶板块毛利半年度变化情况	13
图表 26 芳纶板块经营数据	14
图表 27 2022 年公司化纤行业成本拆分	14
图表 28 2021 年公司化纤行业成本拆分	14
图表 29 氨纶价格及价差 (万元/吨)	15
图表 30 氨纶行业毛利 (万元/吨)	15
图表 31 氨纶行业新增产能情况 (万吨/年)	16
图表 32 芳纶进出口情况 (万吨)	17
图表 33 芳纶进出口单价比较 (万元/吨)	17
图表 34 间位芳纶产业链情况	18
图表 35 全球及中国间位芳纶需求情况 (万吨)	18
图表 36 2022 年全球间位芳纶产能 (万吨/年)	18
图表 37 2021 年全球间位芳纶下游需求分布	19
图表 38 2021 年中国间位芳纶下游需求分布	19

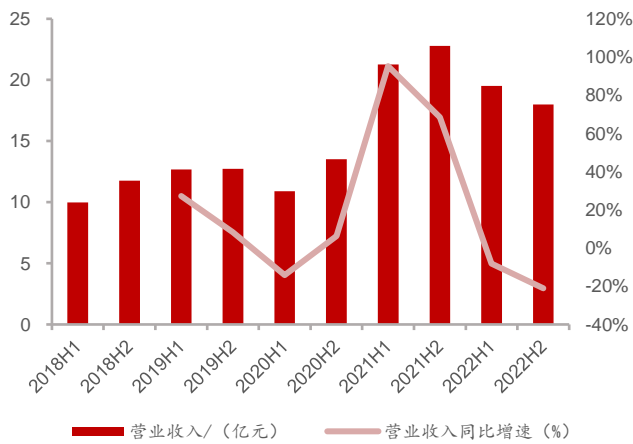
图表 39 行业芳纶涂覆隔膜专利统计.....	19
图表 40 隔膜涂覆性能对比.....	20
图表 41 泰和新材间位芳纶产能建设情况.....	21
图表 42 对位芳纶产业链情况.....	22
图表 43 全球及中国对位芳纶需求情况 (万吨)	22
图表 44 2021 年全球对位芳纶产能 (万吨/年)	22
图表 45 2021 年全球对位芳纶下游需求分布.....	23
图表 46 2021 年中国对位芳纶下游需求分布.....	23
图表 47 泰和新材对位芳纶产能建设.....	23
图表 48 芳纶纸产业链情况.....	24
图表 49 全球芳纶纸供应格局.....	24
图表 50 2018 年全球芳纶纸下游需求分布.....	24
图表 51 2020 年中国芳纶纸下游需求分布.....	24

1 公司整体经营状况与财务数据

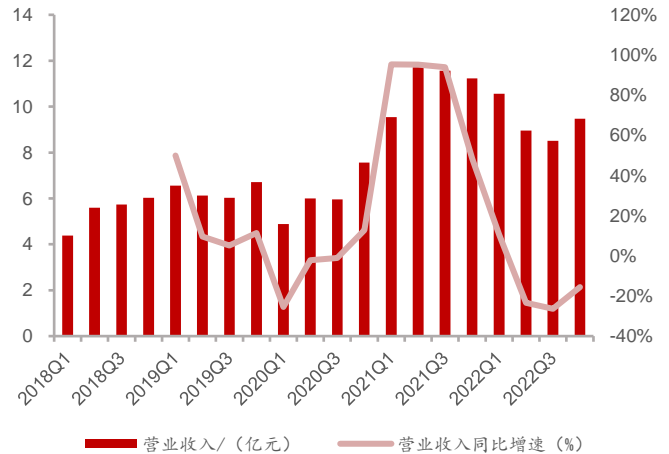
3月20日,泰和新材发布2022年年报。据公告,2022年公司共实现营收37.5亿元,同比下降14.85%;实现毛利5.23亿元,同比下降59.32%;归母净利润4.36亿元,同比减少54.86%;整体毛利率为13.94%(同比下降15.23个百分点);整体净利率为12.93%(同比下降12.63个百分点);三项费用率为12.56%(同比上升2.22个百分点),销售费用率、管理费用率(含研发费用)、财务费用率分别为1.97%、10.23%、0.37%,经营活动现金流净额为4.72亿元,同比下降44.12%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为15.84亿元,同比增长104.04%,投资强度有所增强;净现比为0.97,同比上升0.22;存货周转天数为91.10天,同比上升14.06天,经营效率有所提高。

2022Q4公司经营状况相较Q3有较大提升,归母净利润创新高。据计算,2022Q4公司共实现营收9.48亿元,同比下降15.57%,环比增加11.37%;实现毛利1.27亿元,同比下降54.12%,环比上升613.32%;实现归母净利润1.50亿元,同比下降35.85%,环比上升1020.43%;整体毛利率为13.36%(同比下降11.22个百分点);整体净利率为12.93%(同比下降9.90个百分点);三项费用率为20.73%,销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为3.10%、16.78%、6.29%,其中研发费用率为5.45%(同比增加3.67个百分点);经营活动现金流净额为1.01亿元,同比下降55.13%,环比下降44.74%;购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金为15.84亿元,同比增长467.36%,投资强度有所增强;净现比为1.37,维持了较好现金流水平;存货周转天数为88.78天,同比上升6.79天,经营效率基本稳定。

图表1 公司营收半年度变化情况



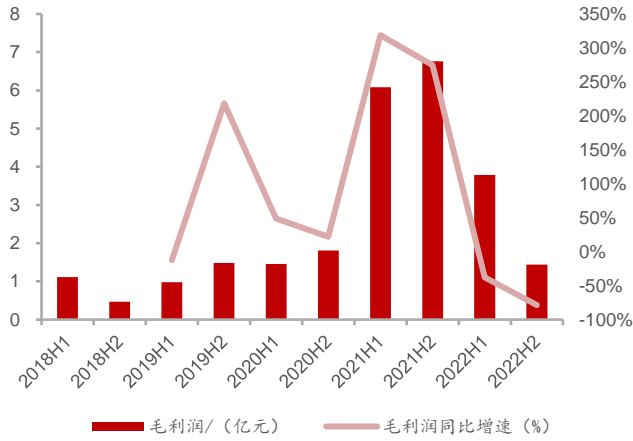
图表2 公司营收季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

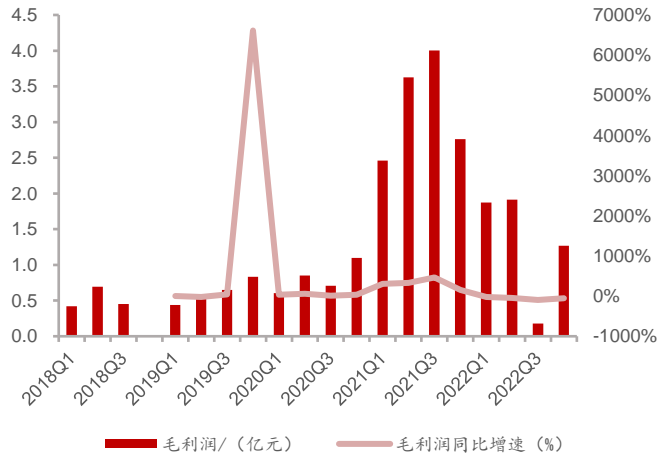
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表3 公司毛利半年度变化情况



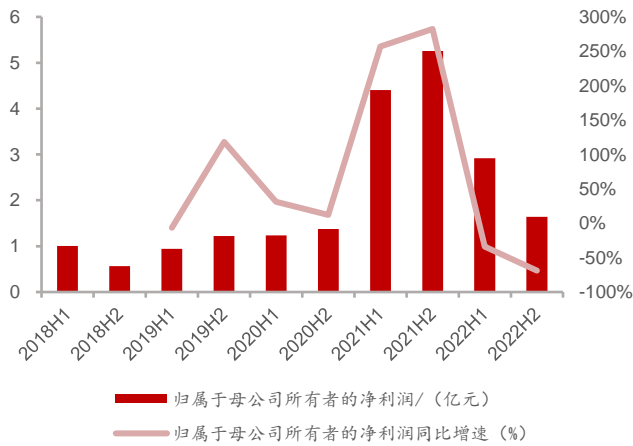
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表4 公司毛利季度变化情况



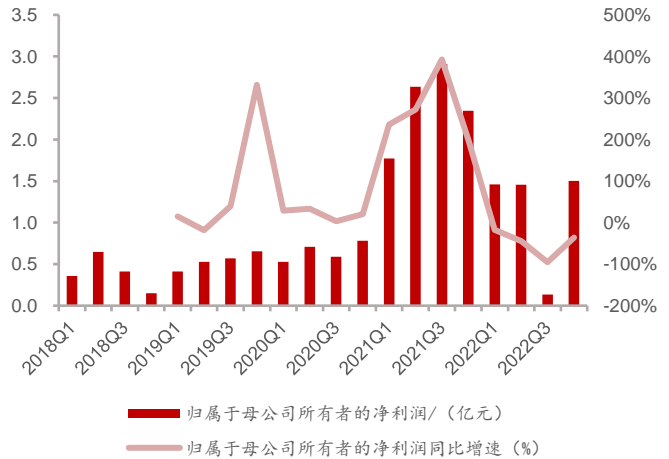
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表5 公司归母净利润半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表6 公司归母净利润季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表7 公司毛利率、净利率半年度变化情况



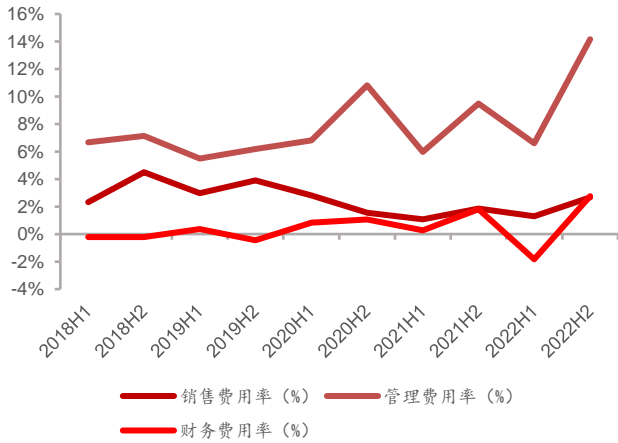
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表8 公司毛利率、净利率季度变化情况



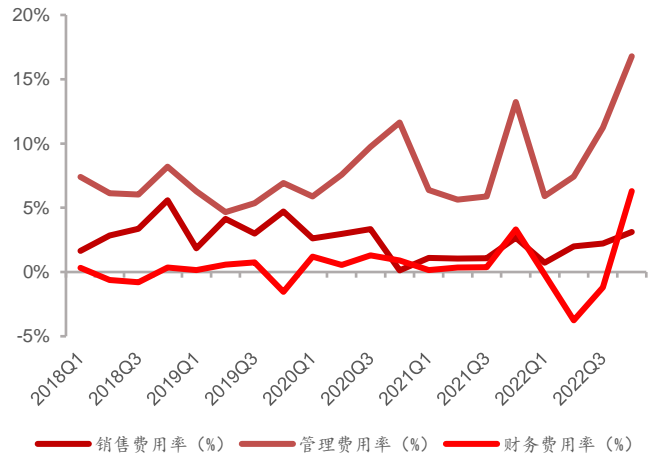
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司三项费用占比半年度变化情况



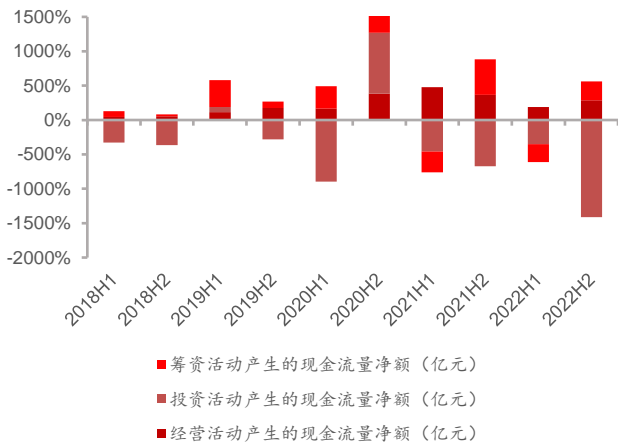
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司三项费用占比季度变化情况



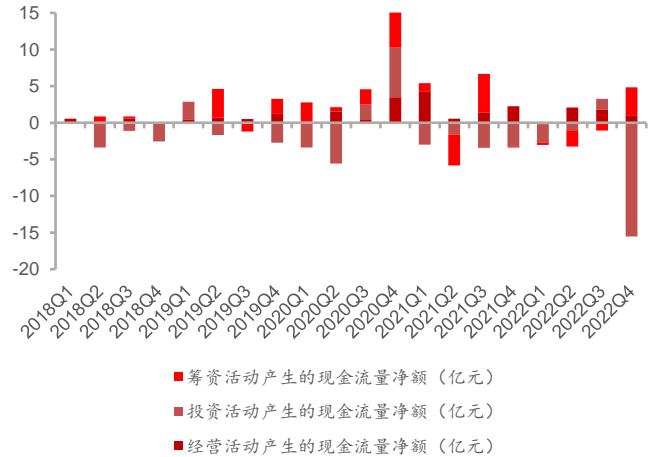
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司现金流半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司现金流季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司净现比半年度变化情况



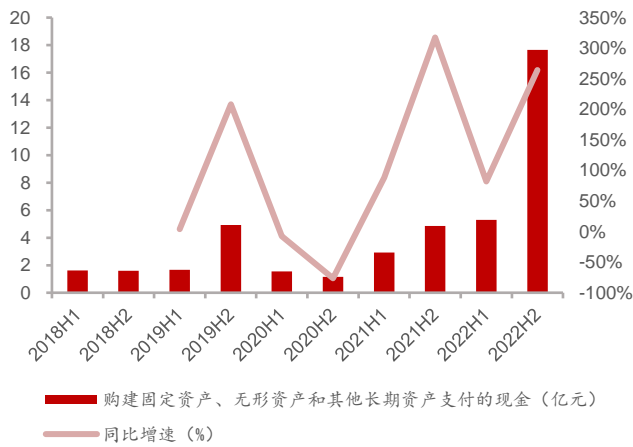
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司净现比季度变化情况



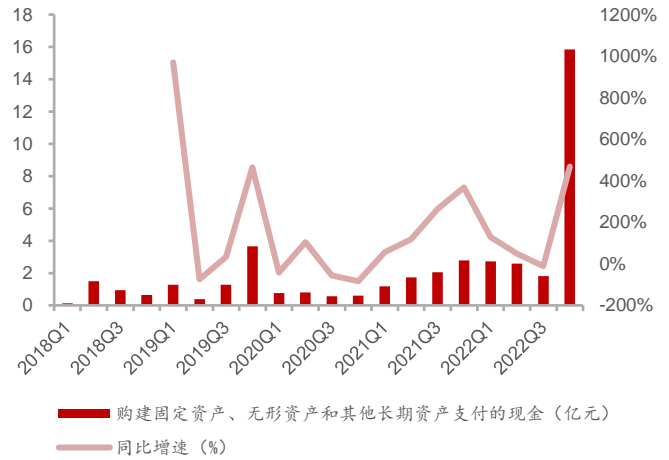
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金半年度变化情况



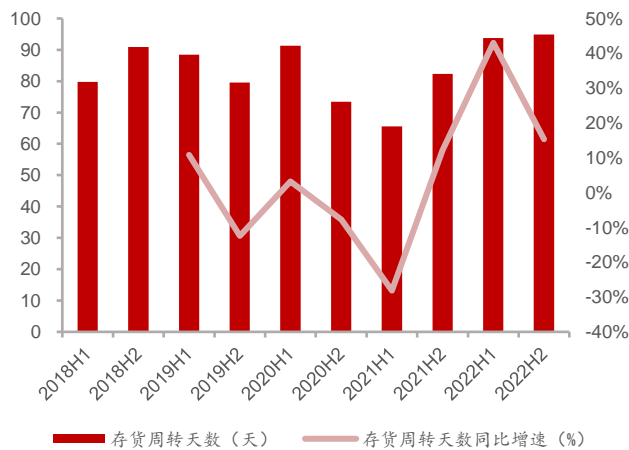
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 16 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金季度变化情况



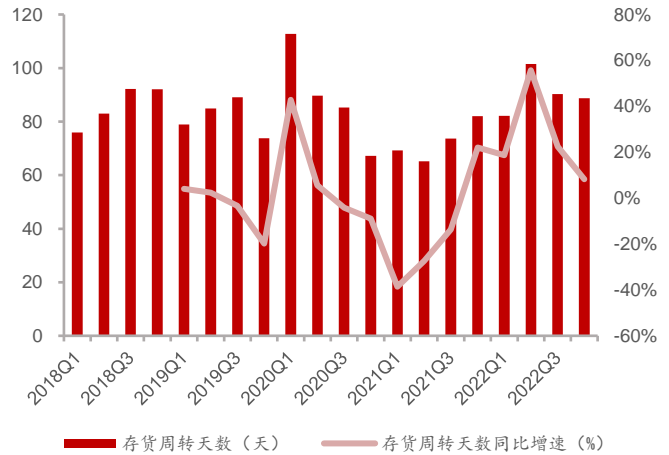
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 公司存货周转天数半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司存货周转天数季度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

2 行业景气度回升，三大板块齐发力

2.1 氨纶板块：2022 年盈利整体承压，积极推动新旧产能置换

氨纶业务是公司最主要的盈利来源之一。为应对销量和价格波动等影响，公司统筹双基地建设，加快产业升级，淘汰落后产能，提升新产能效率，根据市场需求重新规划调整生产线，提升柔性生产能力，满足顾客的多元化需求。根据市场行情积极推进差异化、优势品种的新项目建设，拓展上下游产业链，补短板、增长板做好产品布局。

2022 年，氨纶板块实现营收 16.00 亿元，同比下降 43.24%；实现毛利润 261.81 万元，毛利同比下降 99.74%。与去年同期相比，公司今年的氨纶板块业务大幅下滑，主要因为均价和销量受波动影响有所下降。全年公司氨纶板块销量为 4.01 万吨，同比减少 12.22%。全年氨纶板块产量为 3.94 万吨，同比下降 17.21%。氨纶板块半年度销量同比环比都出现下降，反映了氨纶行业景气度下滑。

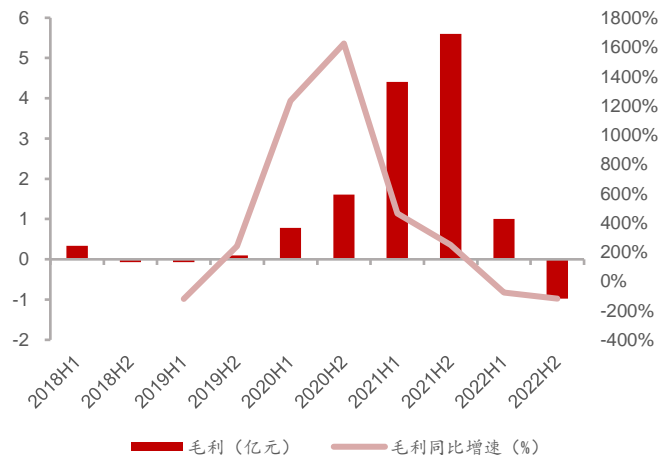
价格方面，22Q4 氨纶现货均价为 36570 元/吨，同比下降 52.61%，环比上升 2.41%。2022 年，供应端压力、疫情反复及经济下行带来的需求下滑对价格带来压力，生产所需的 PTMG 原材料价格跟随油价大幅上涨。成本、供给和需求的多重打击导致价格相对去年同期水平近乎腰斩，氨纶景气度处于较低水平。

图表 19 公司氨纶板块营收半年度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 20 公司氨纶板块毛利半年度变化情况



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 21 氨纶板块经营数据

氨纶板块													
	营收	成本	毛利率	营收占比	营收	成本	毛利率	营收占比	产量	销量	均价	单吨成本	单吨毛利
	亿元	亿元	%	%	亿元	亿元	%	%	吨	吨	元/吨	元/吨	元/吨
2018H1	5.30	4.96	6.40%	53.22%	12.38	12.11	2.21%	57.00%					
2018H2	7.08	7.15	-0.94%	60.21%									
2019H1	7.35	7.42	-0.94%	57.94%	15.08	15.05	0.16%	59.32%					
2019H2	7.73	7.63	1.21%	60.69%									
2020H1	6.59	5.81	11.87%	60.57%	14.96	12.57	15.99%	61.30%	48616	52464	28521	25858	4561
2020H2	8.37	6.76	19.23%	61.88%									
2021H1	13.5	9.10	32.65%	63.54%	28.20	18.19	35.50%	64.03%	47577	45678	61732	38228	21915
2021H2	14.7	9.09	38.12%	64.48%									
2022H1	9.37	8.37	10.69%	48.03%	16.00	15.98	0.16%	42.67%	39386	40096	39911	40564	63.86 ¹
2022H2	6.63	7.60	-14.73%	36.86%									

注：单吨毛利为正是由于产量<销量所致

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 22 氨纶板块产品半年度价格价差及最新价格

	元/吨(含税价)	半年度均价										最新价格
		20H2	21H1	21H2	22H1	22H2	22H1 同比	22H1 环比	22H2 同比	22H2 环比	2023/3/20	
氨纶板 块	氨纶	35249	61967	78884	53923	36139	-12.98%	-31.64%	-54.19%	-32.98%	38625	
	PTMEG	15408	35078	45432	40931	21515	16.68%	-9.91%	-52.64%	-47.44%	21250	
	纯 MDI	20601	22724	22180	22070	19540	-2.88%	-0.49%	-11.90%	-11.46%	19100	
	BDO	9615	21708	28547	26245	12045	20.90%	-8.06%	-57.81%	-54.11%	11650	
	氨纶价差	19523	30515	39455	18024	15841	-40.94%	-54.32%	-59.85%	-12.11%	18612	

资料来源：Choice，iFind，华安证券研究所

图表 23 氨纶板块产品季度价格价差

	元/吨 (含税价)	季度均价															
		20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	22Q2 同比	22Q2 环比	22Q3 同比	22Q3 环比	22Q4 同比	22Q4 环比
氨纶 板块	氨纶	31711	38788	54484	69367	80597	77172	57878	50011	35708	36570	-27.9%	-13.6%	-55.7%	-28.6%	-52.6%	2.41%
	PTMEG	13950	16866	29241	40852	43109	47755	43150	38736	22918	20111	-5.18%	-10.2%	-46.8%	-40.8%	-57.9%	-12.3%
	纯 MDI	14939	26263	24368	21098	22334	22026	22570	21576	20085	18996	2.27%	-4.40%	-10.1%	-6.91%	-13.8%	-5.42%
	BDO	7881	11349	21293	22119	26313	30782	27738	24768	12605	11485	11.97%	-10.7%	-52.1%	-49.1%	-62.7%	-8.89%
	氨纶价差	18141	20905	27290	33705	42952	35958	20158	15913	14216	17465	-52.8%	-21.1%	-66.9%	-10.7%	-51.4%	22.85%

资料来源: wind, 华安证券研究所

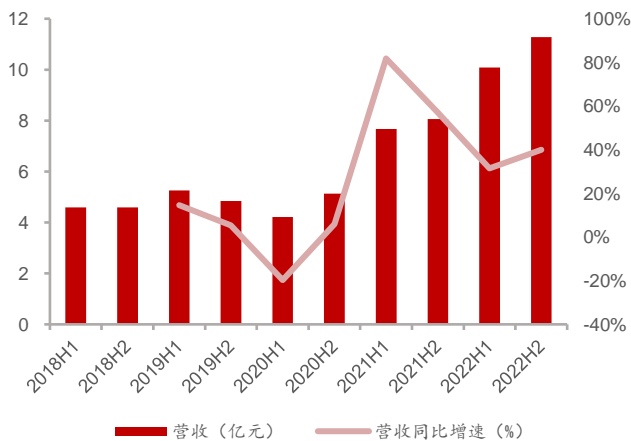
2.2 芳纶板块: 技术突破, 实现增量业务

泰和芳纶板块业务继续保持稳定增长。间位芳纶方面, 公司抢抓市场, 积极开拓新领域, 2022 年公司及时跟进个体防护标准的完善, 通过专业化开发、标准化带动, 实现在防护服领域销量的大幅增长, 加大高附加值的色丝产销力度, 重点保障防护等高端领域的供应, 适当调整工业过滤领域的销量; 随着海外疫情的常态化管控, 加强市场开拓, 出口订单逐步恢复; 应急救援用间位芳纶和部分功能化间位芳纶项目建成试生产, 顺利完成新旧产能转换。对位芳纶方面, 公司通过技改扩建不断提高产品的数量与质量, 产能利用率进一步上升, 同时做好新产品研发和产品改进, 以室外光缆、汽车胶管、复合材料等领域为重点, 不断拓展市场份额, 最大限度的满足市场需求。同时, 启动非公开发行股票募集资金, 加快芳纶新产能的建设, 为增强国际竞争力奠定产能基础。

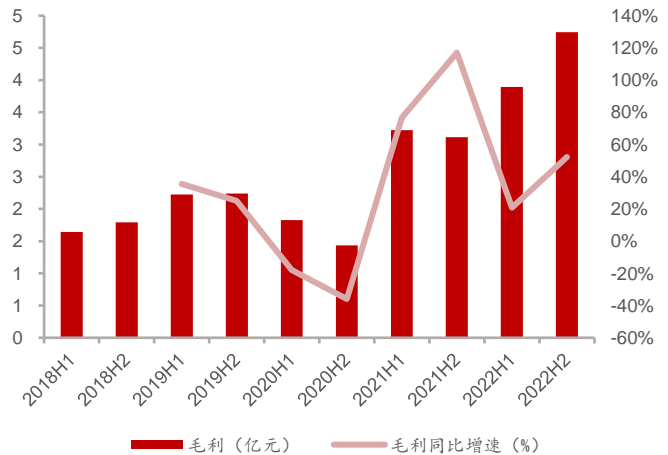
2022 年, 芳纶板块实现营收 21.36 亿元, 同比增长 35.83%; 实现毛利润 8.64 亿元, 毛利同比增加 36.33%。与去年同期相比, 公司全年的芳纶板块业务有较大增长, 主要得益于销量的持续提升。2022 年全年公司芳纶板块销量为 1.41 万吨, 同比上升 21.18%, 全年产量为 1.51 吨, 同比增加 34.65%。目前公司芳纶系列产品均处于稳步增长态势, 公司芳纶板块业务将继续维持快速发展通道。

成本方面, 2022 年化纤行业原材料占比最高, 为 73.54%, 制造费用、燃动力分别占比 7.73%、12.27%。与去年同期相比, 燃动力占比分别上升 1.64 pct, 制造费用、原材料占比下降 1.52 pct、0.66 pct。

图表 24 公司芳纶板块营收半年度变化情况



图表 25 公司芳纶板块毛利半年度变化情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

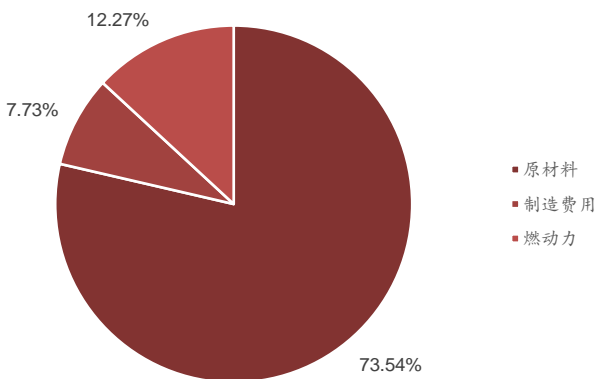
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 26 芳纶板块经营数据

氨纶板块													
	营收	成本	毛利率	营收占比	营收	成本	毛利率	营收占比	产量	销量	均价	单吨成本	单吨毛利
	亿元	亿元	%	%	亿元	亿元	%	%	吨	吨	元/吨	元/吨	元/吨
2018H1	4.59	2.94	35.81%	46.00%	9.18	5.75	37.41%	42.26%					
2018H2	4.59	2.80	39.01%	39.08%									
2019H1	5.26	3.03	42.36%	41.42%	10.10	5.63	44.22%	39.72%					
2019H2	4.84	2.60	46.25%	38.03%									
2020H1	4.22	2.39	43.26%	38.75%	9.35	6.09	34.88%	38.30%	7527	6825	136996	80897	47784
2020H2	5.13	3.70	27.98%	37.94%									
2021H1	7.67	4.45	42.02%	36.09%	15.73	9.39	40.31%	35.71%	11181	11668	134776	83951	54328
2021H2	8.06	4.94	38.68%	35.36%									
2022H1	10.08	6.19	38.63%	51.67%	21.36	12.72	40.46%	56.96%	15055	14139	151067	84476	61122
2022H2	11.27	6.53	42.09%	62.69%									

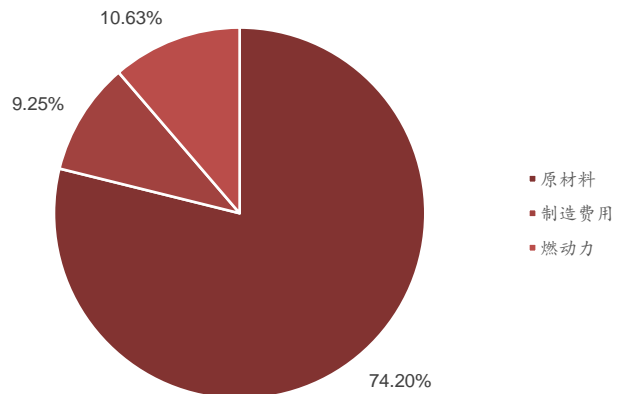
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 2022 年公司化纤行业成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 28 2021 年公司化纤行业成本拆分



资料来源: wind, 华安证券研究所

3 氨纶双基地布局, 芳纶产能快速扩张

3.1 氨纶板块: 行业弱复苏, 公司新旧产能置换, 成本显著下行

2022 年氨纶行情复盘: 前三季度多重利空跌至谷底, 四季度以来有所修复

2022 年氨纶行业面临多重压力。上半年产能同比增长约 17%, 供应端对市场消化带

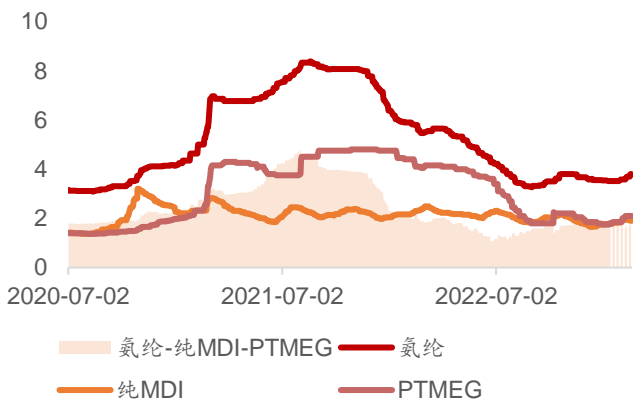
来一定压力。同时疫情反复及经济下行带来的需求下滑同样也对价格带来压力，而氨纶生产所需的 PTMG、MDI 等原材料存储难度较大，一般来说氨纶生产企业通常不会因下游需求不振而停工，因此企业库存增加明显。成本端，上半年原料 PTMEG 价格跟随油价大幅上涨。三季度以后，产能扩张告一段落，市场逐渐消化上半年供应端压力，但疫情反复及经济下行带来的需求压力继续对三季度氨纶价格带来一定压力。同时成本端原料 PTMEG 价格随油价以及上游 BDO 价格下跌以及终端需求不振导致价格下跌。整体氨纶三、四季度呈现成本支撑不足与需求较弱的效应，三季度多重利空下氨纶已经在 8-9 月的 31000 元/吨附近，处于历史的 26.22%，价格底部盘整。进入四季度以后，氨纶市场先涨后跌，四季度初始，行业开工低货源紧，工厂挺价意愿强烈，同时 MDI 和 PTMEG 成本支撑较强，氨纶价格价差有所修复。

展望后市，氨纶的成本、需求端均将逐步改善，价格、价差将逐步修复，但仍有供给压力，预计价格价差呈现弱反弹。

需求端，由于氨纶具有极佳的弹性，且强度比乳胶丝高 2-3 倍，线密度也更细，并且耐化学性也更强，主要应用在纺织服装领域以增加织物的弹性和舒适性。一般根据不同产品的使用性能来调整氨纶的含量，一般而言，弹力要求越大，氨纶添加量越多。随着服装消费的不断升级，预计未来氨纶在服装面料中的渗透率将持续提升。2016-2021 年，氨纶需求复合增速为 7.6%。2022 年，氨纶产能 114.39 万吨，表观消费量为 74.17 万吨，同比减少 5.32%，总体而言，氨纶需求增速高于其他化纤的自然增速，但仍受宏观经济影响较为明显。

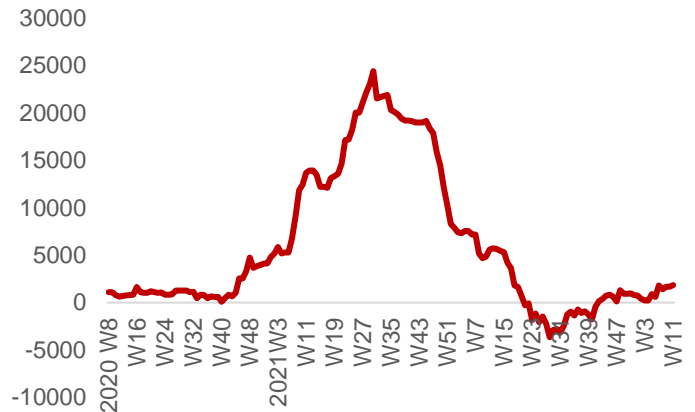
2023 新年后，随着疫后复苏纺服需求预期转好，下游采购心态逐渐转暖，氨纶价格价差已经有所修复。根据百川资讯，截止 2023/03/15，氨纶 40D 价格达到 36500 元/吨，较低点 31000 元/吨上涨 18%。预计 2023 年，氨纶需求端呈现弱复苏态势。

图表 29 氨纶价格及价差 (万元/吨)



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 30 氨纶行业毛利 (万元/吨)



资料来源：百川资讯，华安证券研究所

成本端：氨纶的主要原料为 MDI 和 PTMEG。2022 年，成本端经历明显回落。进入 2023 年，由于地产预期转暖 MDI 价格中枢在 2023 年预计有所上移，PTMEG 价格跟随原油价格偏高震荡，预计成本端对氨纶价格提供支撑。

供给端：后市新增产能计划仍存，2023 年或仍有供给压力。2023 年，根据百川盈孚跟踪统计，氨纶行业预计新增产能 18.9 万吨（不含搬迁），同比增长 16.52%。新增产能包括华峰化学、新乡化纤、晓星氨纶等行业龙头以及部分其他企业，目前 CR5

接近 70%，预计未来产能投放主力仍然集中在头部企业。中小企业新增产能主要来源于 2021 年氨纶的高利润对新增产能的吸引，但经过 2022 年的低盈利周期，不排除部分企业产能投放将延后。

图表 31 氨纶行业新增产能情况 (万吨/年)

2023 年预计新增产能 (万吨)	
华峰化学	5
新乡化纤	4
宁夏越华	3
长乐恒申	2
泰和新材	4.5 (搬迁)
厦门力隆	1.3
晓星氨纶	3.6
2024 年预计新增产能 (万吨)	
泰和新材	2
2025 年预计新增产能 (万吨)	
华峰化学	15
2027 年预计新增产能 (万吨)	
华峰化学	10

资料来源：百川盈孚，公司公告，华安证券研究所整理

预计氨纶 2023 年整体价格及盈利中枢将明显高于 2022 年，整体盈利将有一定修复，但供应端预计仍存在一定压力对弹性造成压制。

泰和新材是氨纶行业领先企业，两年内完成新旧产能置换+双基地布局。公司 2022 年氨纶名义产能 4 万吨，因产能搬迁置换实际有效产能 4.5 万吨（烟台原有 4.5 万吨氨纶已于 2022 年全部关停）。2023 年烟台公司产能新增 1.5 万吨，宁夏基地在原有 3 万吨基础上新增 3 万吨。2024 预计宁夏基地届时还有 2 万吨产能投产，届时公司总产能将达到 9.5 万吨（烟台 1.5 万吨+宁夏 8 万吨），公司也将在两年内完成新旧产能置换及双基地布局。

公司成本位于行业领先，产能搬迁后成本显著下降。由于原有设备老旧，公司近两年将大部分产能通过新旧置换转移至宁夏，烟台仅保留 1.5 万吨粗旦丝。宁夏基地蒸汽及水电等能源成本较低。根据新乡化纤 2020 年及 2021 年报，水电蒸汽等费用在氨纶生产的营业成本中占比分别为 10.58% 和 7.70%。根据投资者关系活动记录表数据，宁夏基地单吨氨纶的生产成本比烟台基地低 2000-3000 元，公司的盈利能力将显著增强。

氨纶品种差异化程度进一步提升。新旧产能置换过程中，公司新增产能均为绿色差别化品种，提高粗旦丝、耐高温等大批高附加值产品的供给能力。烟台新厂区投建的 1.5 万吨粗旦氨纶丝具备高回弹性及高尺寸稳定性等优点，主要应用于高档花边、织带以及纸尿裤的生产，属于高档面料用材。公司氨纶差异化程度进一步提升。

新建 10 万吨 PTMEG 项目，上游一体化程度加深。2022 年 8 月，宁夏宁东泰和新材有限公司高性能纤维原料项目环境影响评价公众参与信息公示。宁东基地拟新建

10万吨PTMEG及用于配套氨纶项目,同时新建年产1万吨差异化PTMEG中试线。根据百川盈孚2023/03/15最新价格,单吨氨纶消耗0.77吨PTMEG,PTMEG占氨纶行业成本的41%。自产PTMEG将使得宁东基地氨纶进一步降低。

3.2 芳纶板块：芳纶龙头产能快速扩张，锂电涂覆打开新空间

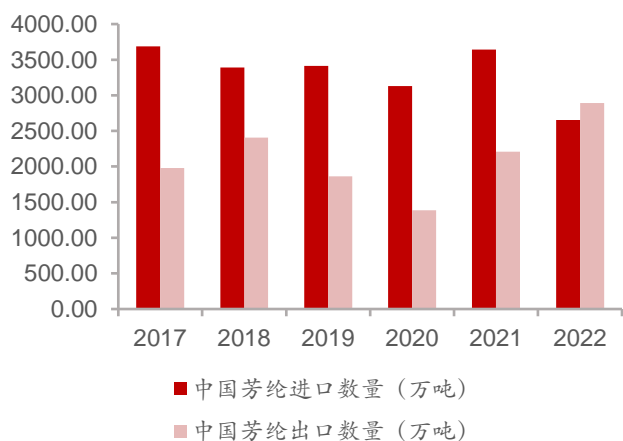
泰和新材是国内芳纶绝对龙头。2022年公司芳纶名义产能2.1万吨,因产能搬迁置换,实际有效产能约1.5万吨。为满足芳纶需求,公司拟募集不超过30亿元用于芳纶扩建和搬迁项目,其中间位芳纶规划7000吨搬迁项目、9000吨新建项目;对位芳纶规划宁夏宁东新建12000吨项目、烟台泰和3500吨新建、1500吨搬迁项目,到2025年间位及对位芳纶均有望形成2万吨产能。芳纶纸方面,公司子公司民士达现有芳纶纸产能1500吨,预计2023年新增1500吨,总产能达到3000吨。

芳纶市场需求打开,国产替代加速。芳纶是世界三大高性能纤维之一,被列入国家战略新兴产业,也是国家长期重点支持的战略性高端材料。2022年4月,工信部和国家发改委联合提出,要提升高性能纤维生产应用水平,支持芳纶在下游高端领域中的应用。2021年全球芳纶市场规模为39亿美元,预计2026年将增至63亿美元,年复合增速达9.7%。

国内芳纶最初因产品性能及质量稳定性等问题主要用于低端领域,近年来随着技术进步和新产品开发,逐渐向高端领域渗透,特别是产业工装、芳纶纸用间位芳纶和防护、复合材料用对位芳纶、锂电隔膜芳纶涂覆市场需求增速较快,预计未来整体需求增速将保持10%左右。

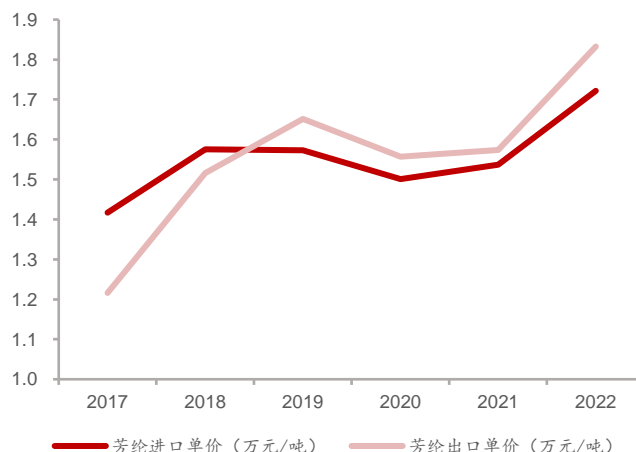
2022年我国芳纶产量3.46万吨,其中间位芳纶1.65万吨,对位芳纶1.81万吨。当前我国对位芳纶国产化率很低,2022年估计产量仅占全球不足25%。而间位芳纶虽产量相对较高,但面临着高端化程度不足,呈现低端出口高端进口的结构化问题。随着国内自主研发不断深入,泰和新材为首的企业陆续突破相关生产技术,芳纶国产替代进程加快,未来芳纶国产化水平有望大幅度提升。

图表 32 芳纶进出口情况 (万吨)



资料来源: Wind, 华安证券研究所

图表 33 芳纶进出口单价比较 (万元/吨)

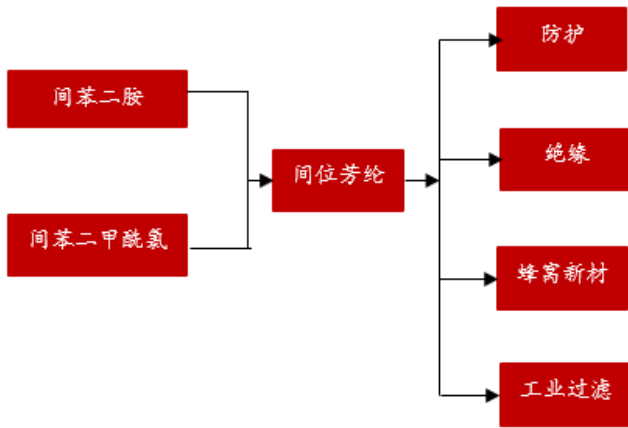


资料来源: Wind, 华安证券研究所

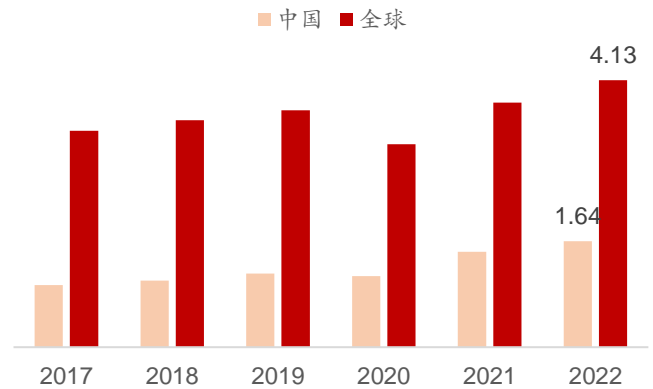
3.2.1 间位芳纶：耐温性能催生锂电隔膜涂覆应用

泰和新材是全球间位芳纶龙头，2021 年产能排名第二。2022 年全球间位芳纶产能约 5.25 万吨，杜邦合计产能占 42%左右。中国产能约 41%，产量占比约 38%。泰和新材是我国间位芳纶绝对龙头企业，2022 年产能 11000 吨/年，产能全球排名第二，占国内总产能 51%。

图表 34 间位芳纶产业链情况



图表 35 全球及中国间位芳纶需求情况 (万吨)



资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：S&P Global Commodity Insights, 华安证券研究所

图表 36 2022 年全球间位芳纶产能 (万吨/年)

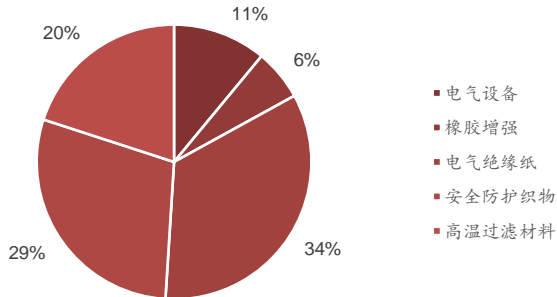
企业	产能
杜邦	2.2
泰和新材	1.1
帝人	0.49
超美斯	0.45
盐城德安德	0.32
Toray	0.3
Huvis	0.1
其他	0.29
合计	5.25

资料来源：华安证券研究所整理

间位芳纶高端应用领域亟待提升。2022 年全球间位芳纶需求约 4.13 万吨，其中国内需求约 1.64 万吨。从需求结构来看，全球间位芳纶中高端应用占比更高，我国主要集中在低端高温过滤材料领域。2021 年，全球市场需求分布中，34%为电气绝缘纸，29%安全防护织物，20%高温过滤材料，11%电器设备，6%橡胶增强；国内需求分布：63%低端高温过滤材料，26%安全防护，5%绝缘纸。以此看来，我国企业

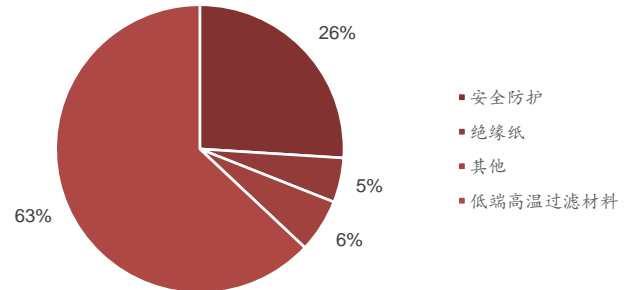
在间位芳纶领域的竞争主要集中在低端领域，芳纶高端应用领域不足。

图表 37 2021 年全球间位芳纶下游需求分布



资料来源：华安证券研究所整理

图表 38 2021 年中国间位芳纶下游需求分布



资料来源：华经情报网，华安证券研究所

个人防护、高温滤材、蜂窝绝缘需求向好，间位芳纶需求持续拉动。随着《防护服阻燃服》(2021.8.1 实施)和《个体防护装备配备规范》(2022.1.1 实施)等强制性国家标准的发布和实施，产业工装对间位芳纶的需求将大幅增加。据中国产业用纺织品协会会长李陵申介绍，目前国内个人防护领域除消防服与国际接轨、采用芳纶面料外，其它行业的安全防护服装基本上还是采用棉布或涤纶布阻燃处理面料为主，普遍存在洗涤后阻燃性能快速下降、使用寿命短、耐高温低、舒适性差等缺陷。新型安全防护服及阻燃面料应用领域广，附加值高，国内仅劳动保护行业特种安全防护服装每年需求量在 2000 万套以上，市场增长速度达 25% 以上。根据泰和新材投资者交流，单套服装芳纶用量在 0.7-1.0 千克，预计每年需求量在几千吨左右的规模，到 2025 年预估能够达到万吨级别，潜在市场需求有 2 万吨左右。同时，高温滤材的稳健增长，以及绝缘与蜂窝材料的不断渗透，将持续拉动间位芳纶需求。

芳纶用于锂电涂覆提升锂电池关键性能，间位芳纶需求空间打开。锂电池涂覆为在锂电池电芯隔膜或极片进行涂覆的工艺方式，可以提高锂电池电芯隔膜的耐热性和抗穿刺能力，并降低涂覆隔膜的含水率，有助于改善锂电池的倍率性能和循环性能，提升电芯的良品率，并提高锂电池的安全性能。在涂覆领域，氧化铝(陶瓷/勃姆石)涂覆、PVDF 涂覆、氧化铝与 PVDF 混合涂覆等技术已经广泛应用。为了进一步提升隔膜性能，近来，LG 等率先使用芳纶替代勃姆石进行锂电池涂覆，预计国内企业也将陆续对该新技术进行布局。

图表 39 行业芳纶涂覆隔膜专利统计

公司	发明专利名称	申请日	公司	发明专利名称
恩捷新材料	对位芳纶隔膜浆料、对位芳纶隔膜及其制备方法、锂电池	2022.08.29	恩捷新材料	对位芳纶隔膜浆料、对位芳纶隔膜及其制备方法、锂电池
泰和新材	一种低闭孔高破膜的芳纶锂电池隔膜及其	2022.05.16	泰和新材	一种低闭孔高破膜的芳纶锂电池隔膜及其

	制备方法			制备方法
国轩高科	一种芳纶树脂基复合涂层锂电池隔膜及其制备方法	2022.06.30	国轩高科	一种芳纶树脂基复合涂层锂电池隔膜及其制备方法
时代华先	一种芳纶材料电池组件盒	2022.06.17	时代华先	一种芳纶材料电池组件盒
奥德迈新能源	一种芳纶隔膜及其制备方法和芳纶隔膜电池及其制备方法	2022.05.26	奥德迈新能源	一种芳纶隔膜及其制备方法和芳纶隔膜电池及其制备方法
金力新能源	一种间位芳纶与油系PDVF 复合涂层隔膜及其制备方法	2020.10.28	金力新能源	一种间位芳纶与油系PDVF 复合涂层隔膜及其制备方法
金力新能源	对位芳纶涂层浆料及其制备方法、对位芳纶隔膜及其制备方法和二次电池	2020.10.28	金力新能源	对位芳纶涂层浆料及其制备方法、对位芳纶隔膜及其制备方法和二次电池

资料来源：国家知识产权局，华安证券研究所

由于兼具无机和有机材料的性能优势，芳纶涂覆膜较传统陶瓷膜更胜一筹。经芳纶涂覆隔膜的抗穿刺能力强、耐高温性能、保液性能和离子电导率都显著得到加强。

根据 GGII 预测，2025 年全球动力电池出货量 1550GWh，若单 GWh 隔膜需求面积为 1500 万 m²，涂覆比例按照 70% 渗透率计算，涂覆需求超过 160 亿 m²，2025 年芳纶涂覆渗透率按照 20% 计算，将有超过 32 亿 m² 的需求，单价按照 3 元/m² 计算，市场空间预计将达到接近 100 亿元。

图表 40 隔膜涂覆性能对比

测试项目评分 (1-5)	湿法隔膜基膜	基膜+PVDF 涂覆	基膜+陶瓷涂覆	基膜+芳纶涂覆
厚度均匀性	4	4	4	4
拉伸强度	4	3	3	3
穿刺强度	4	4	4	4
透气性	5	4	4	4
热稳定性	3	4	5	5
湿润性	4	5	5	5

电池能量密度	4	5	5	5
--------	---	---	---	---

资料来源：蓝科途官网，华安证券研究所

泰和新材是国内首家启动锂电隔膜芳纶涂覆研发和生产的**企业，先发优势显著**。22H1 公司披露根据市场需求适时启动锂电隔膜芳纶涂覆的调研和实验工作，目前锂电芳纶涂覆制膜中试生产项目已经启动，有望于 23H1 实现规模生产，产能约 3000 万平方米，初期拟用于产品验证（3C 和动力的验证同步开始），后期用于产销。在芳纶涂覆方面，公司具备以下成本优势：自身拥有芳纶涂覆隔膜专利，无需购买；芳纶价格昂贵，而其本身就是公司产品，因此具有产业链成本优势；芳纶溶剂回收成本高、难度大，公司在溶剂回收上具备领先技术。根据公司公告显示，外采基膜约 1.2 元/㎡，涂覆成本约 0.6 元/㎡（单独核算，若考虑芳纶原材料自产成本将更低），价格预计 3 元/㎡，中试产线预计 2024 年全部贡献业绩。

新旧产能置换搬迁，到 2024 年间位芳纶达到 2 万吨产能。2022 年公司间位芳纶名义产能 1.7 万吨，因搬迁实际产能为 1 万吨。公司拟募集不超过 30 亿元用于芳纶扩建和搬迁项目，其中间位芳纶规划 7000 吨搬迁项目、9000 吨新建项目。7000 吨搬迁项目已于 2022 年完成，合计产能 1.1 万吨。新建 9000 吨项目将于 2023-2024 年逐步完成，产能全部落地烟台新基地，预计到 2024 年有望形成 2 万吨产能。

图表 41 泰和新材间位芳纶产能建设情况

间位芳纶项目	地址	公告时间	建设情况	总投资额 (亿元)	单吨对位芳纶对应投资额 (万元)
3000 吨差别化间位芳纶工程项目	烟台	2011.03	2012 年 4 月底建成投产	2.5	8.33
8000 吨/年防护用高性能间位芳纶项目	烟台	2019.04	2020 年三季度投产	12	15
7000 吨/年应急救援用高性能间位芳纶高效集成产业化项目	烟台	2022 .01	项目建设期为 24 个月	3.25	4.64
9000 吨/年功能化间位芳纶高效集成产业化项目	烟台	2022 .01	项目建设期为 18 个月	4.5	5

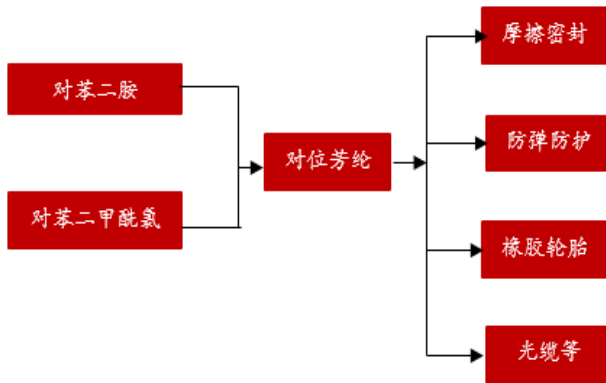
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.2.2 对位芳纶：国产化率低，泰和新材积极扩产增强话语权

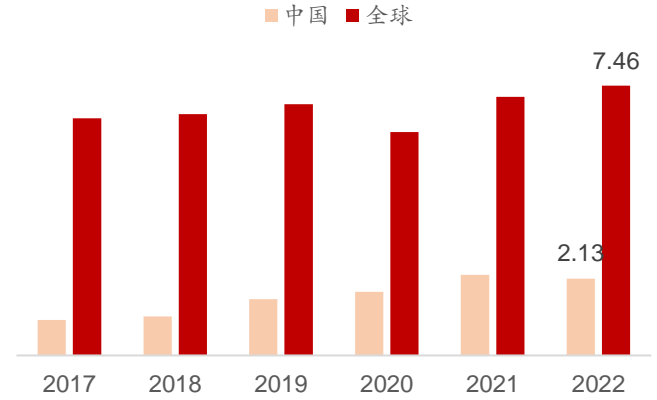
对位芳纶产能被杜邦和帝人垄断，国内企业打破技术封锁开启扩产。2022 年全球对位芳纶产能共 11.8 万吨，产能主要被国际大公司占据，杜邦和帝人两家公司对位芳纶产能总计占全球 54%。中国产能占比不足，约占全球 29%。泰和新材 2022 年对位芳纶产能 6000 吨/年，占国内总产能 17.54%。产能不足掣肘下，国内需求无法打开，我国对位/间位需求长期低于国际水平。随着以泰和新材、中化国际为首的国内

企业逐渐突破技术封锁开启扩产，对位芳纶在我国的需求也将逐步打开。

图表 42 对位芳纶产业链情况



图表 43 全球及中国对位芳纶需求情况 (万吨)



资料来源：华安证券研究所整理

资料来源：S&P Global Commodity Insights，华安证券研究所

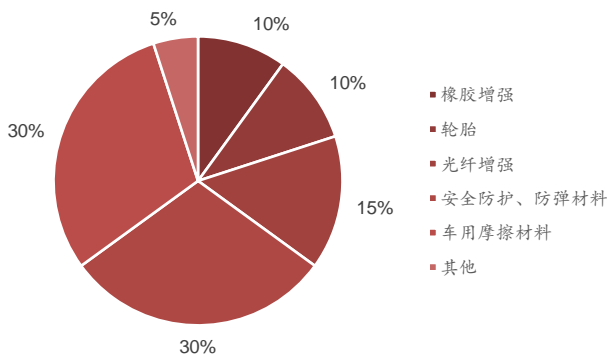
图表 44 2021 全球对位芳纶产能 (万吨/年)

企业	产能
帝人	3.25
杜邦	3.15
可隆	0.75
泰和新材	0.6
仪征化纤	0.6
中化国际	0.55
晓星	0.385
中芳特纤	0.2
Taekwang Industriesm	0.15
蓝星（成都）新材料	0.12
JSC Kamenskvokno	0.1
河北硅谷化工	0.1
苏州兆达特纤	0.1
其他	1.15
合计	11.8

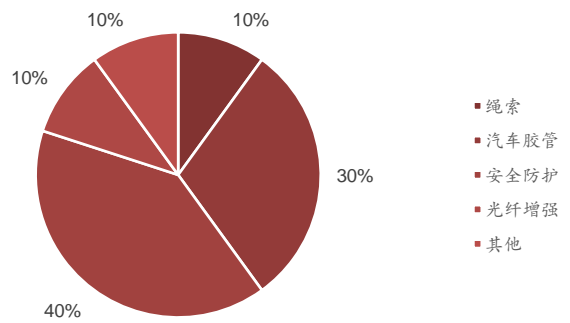
资料来源：华安证券研究所整理

应用方面，对位芳纶在光通信及橡胶领域的需求将保持旺盛。2022 年全球对位芳纶需求 7.5 万吨，国内需求约 2.1 万吨。对位芳纶特殊材料结构，其被广泛应用于光纤增强、安全防护、橡胶增强以及防摩擦领域。2021 年，全球市场需求分布来看，30%为车用防摩擦，30%为安全防护、防弹材料领域，15%光纤增强，10%轮胎，10%橡胶；国内需求分布来看，40%为光纤增强，30%安全防护，10%汽车胶管，10%绳索。根据泰和新材投资者交流，国内光通信领域需求大约 5000 吨，橡胶板块（比如浸胶线、大型输送带）2000 吨，高附加值方面的工业复合丝约 1000 多吨；防护大约 1000-2000 吨。未来对位芳纶在光通信及橡胶增强领域的需求将逐步增长，预计国内对位芳纶需求年增速将在 10%。

图表 45 2021 年全球对位芳纶下游需求分布



图表 46 2021 年中国对位芳纶下游需求分布



资料来源：华经情报网，华安证券研究所

资料来源：华经情报网，华安证券研究所

泰和新材是我国对位芳纶最早产业化落地企业，未来几年产能扩张规模较快。2004 年公司“对位芳纶中试技术研究”项目正式启动，2008 年百吨级中试线建成投产，2009 年千吨级对位芳纶工程化项目启动并于 2011 年正式建成投产，2015 年产能达到 1500 吨，2020 年达到 6000 吨，2023 年我们预计有效产能达到 1.2 万吨，名义产能约 1.6 万吨，到 2024 年预计产能将扩张至 2 万吨。届时帮助国内需求空间将进一步打开。根据公司投资额披露，新产能投资密度（单吨对位芳纶对应投资额）大幅度下降，公司掌握全球最新芳纶技术、最先进的工程技术，每一期新工程都要求效率都提升一倍。

图表 47 泰和新材对位芳纶产能建设

对位芳纶项目	地址	公告时间	建设情况	总投资额 (亿元)	单吨对位芳纶对应投资额 (万元)
1000 吨对位芳纶产业化项目及后续 500 吨续建项目	烟台	-	老厂拥有 1500 吨产能，关停搬迁至宁夏基地	2.5+0.6	21
3000 吨/年高性能对位芳纶工程项目	宁夏	2018.08	2020 年投产	6	20

宁夏泰和芳纶纤维有限责任公司 1.2 万吨/年 防护用对位芳纶项目	宁夏	2021.10	预计第一阶段至 2023 年 12 月, 新增纺丝产能 6000 吨/年; 第二阶段至 2024 年 12 月, 新增 纺丝产能 6000 吨/年。	12.9	10.75
烟台泰和新材料股份有限公司高伸长低模量对 位芳纶产业化项目	烟台	2021.10	预计第一阶段至 2023 年 6 月, 新建 3500 吨/ 年产能; 第二阶段至 2023 年 12 月, 采用利旧 设备, 建设 1500 吨/年产能。	6.2	12.4

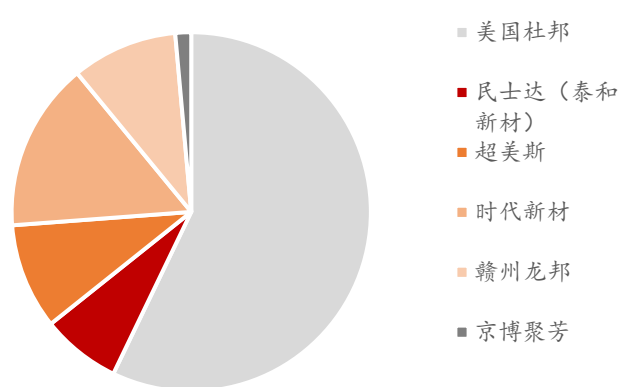
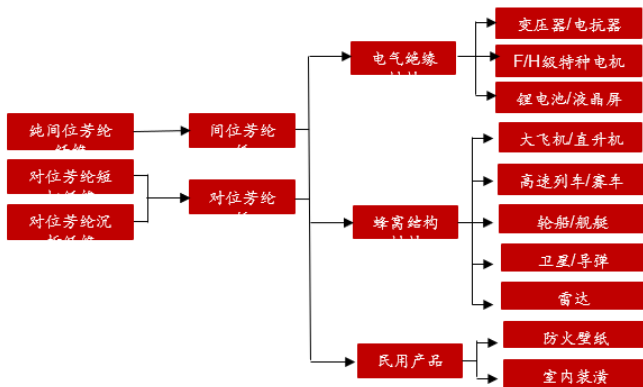
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

3.2.3 芳纶纸: 民士达启动北交所 IPO, 芳纶纸产能即将翻倍

芳纶纸原料稀缺, 产能集中。芳纶可以加工成工业用特种纸, 芳纶纸用做轻质板材, 具有高强度、低形变、耐高温、耐腐蚀、阻燃和电绝缘等优良性能, 在动车和地铁的地板和装饰墙面用量很大, 也广泛应用于国防、航天、航海、消防、体育、矿山机械、钢厂、汽车轻量化等领域。芳纶纸原材料为间位芳纶沉析纤维、间位芳纶短切纤维, 原材料稀缺, 全球仅美国杜邦、公司及超美斯等少数几家企业能够量产, 且基本不对外销售。全球芳纶纸格局集中, 全球共 2 万吨产能, 杜邦占据 60% 市场份额。

图表 48 芳纶纸产业链情况

图表 49 全球芳纶纸供应格局



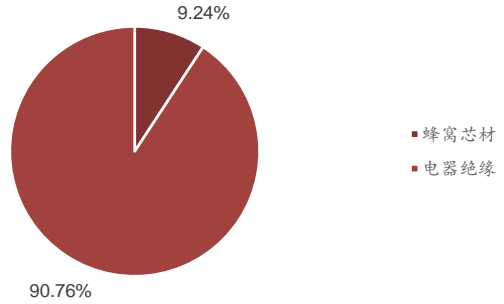
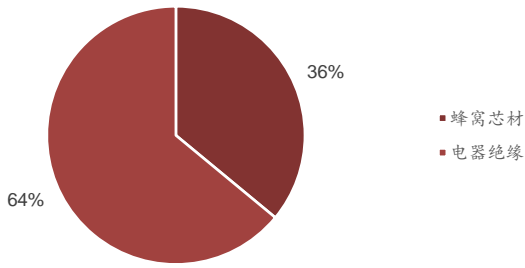
资料来源: 华安证券研究所整理

资料来源: 各公司官网, 华安证券研究所

我国蜂窝芯材需求偏低。从国内芳纶纸市场整体需求来看, 据统计, 2021 年我国芳纶纸行业消费量为 4279 吨, 同比增长 14.17%。预计未来我国芳纶纸的需求量会加速增长, 2022 年市场需求量约为 4975 吨。从芳纶纸行业下游需求结构来看, 据统计, 2018 年全球芳纶纸需求的 34% 来自于蜂窝芯材, 而电气绝缘领域的需求占比为 64%; 对标全球消费结构, 2020 年我国芳纶纸需求的 90.76% 来自于电气绝缘, 而蜂窝结构材料及其他复合材料的消费占比仅为 9.24%。

图表 50 2018 年全球芳纶纸下游需求分布

图表 51 2020 年中国芳纶纸下游需求分布



资料来源：华经情报网，华安证券研究所

资料来源：华经情报网，华安证券研究所

泰和新材子公司民士达是国内的芳纶纸龙头企业。公司持续进行产品研发突破，产品已经应用于中高端领域。据公司数据披露，2022 年民士达实现营业总收入 2.82 亿元，净利润为 0.63 亿元，其中芳纶纸业务营收占比达到 100%。民士达目前产能 1500 吨，位于烟台基地，拟新建 1500 吨新产能，预计于 2023 年投产。民士达近日已获得证监会核发的 IPO 批文，将进入发行环节。公司拟 IPO 募资约 2.98 亿元，用于新型功能纸基材料产业化项目等，募集资金主要用于 1500 吨新建芳纶纸项目。

4 发展六大新材料方向，新业务新领域快速导入

公司坚持研发驱动创新，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开发阶段。

新能源汽车：2022 年，公司根据市场需求适时启动了锂电隔膜芳纶涂覆的调研和实验工作。根据公司的调研和实验结果，芳纶涂覆隔膜具有耐温性高、抗穿刺性好、浸润性好、结合力强等特点，能够有效提升电池的安全性能、快充性能和循环使用寿命，公司主导或参与高性能芳纶隔膜的研制与生产，可以显著降低行业成本、提升电池隔膜制备技术水平。目前公司锂电池隔膜中试项目正在调试期，将于 2023 年一季度末建成投产，进入送样验证程序。

智能穿戴：公司权属企业经纬智能科技实现了全球首创的莱特美®智能发光纤维产业化生产。莱特美®纤维通过将发光技术与纤维制备技术结合，赋予纺织品发光、变色等功能，除了具有直径细、强度高、柔性好、可编织、耐水洗等特点，还可以像普通纤维一样进行机织、针织、绣花、缝纫等各种形式的加工织造，为汽车工业、智能服饰、信息电子、智能家居、玩具饰品等领域提供全新一代赋能材料，目前莱特美®智能发光纤维正在进行市场开拓期。同时莱特美®纤维锂电池中试项目也正式启动，预计将于 2023 年二季度建成投产。

绿色制造：Ecody™纤维绿色化处理技术，是一种全新的棉纤维染色工艺。该工艺可以对天然纤维进行涂覆改性，使涂覆后的纤维对染料具有优异的吸附性能，减少染色过程中高浓度盐碱的使用，大量减少染色过程高盐废水的排放；新技术是常温染色，染色效率高，吸附染色后水可以循环使用，大大降低生产过程中水和燃动力消耗；处理后的纤维、面料具有抗菌、远红外、负离子等多种功能，是一种可以颠覆整个染整行业的绿色环保技术。2022 年，Ecody™纤维绿色化处理技术及相关

中试项目正在有条不紊的推进中，其中数码打印工厂将于 2023 年二季度建成投产，印染示范工厂将于 2023 年三季度建成投产。公司积极拓展的新项目将在 2023-2024 年陆续落地，为公司发展注入新的动能。

另外，公司 3 月 20 日晚发布公告，公布跟投计划。为了全力推进芳纶涂覆等增量业务，公司设立了独立的控股子公司烟台泰和电池新材料有限公司作为芳纶涂覆项目运营公司。子公司拟注册资本为 5,000 万元，其中泰和新材持股比例为 50%，全资子公司烟台泰和新材高分子新材料研究院有限公司持股 10%，关联团队员工持股 10%，控股股东旗下投资平台“骨干基金”持股 20%。为加快绿色印染业务发展，公司成立了控股子公司烟台泰和乐彩生态科技有限公司执行绿色印染项目。子公司拟注册资本为 7,000 万元，其中泰和新材持股比例为 51.43%，刘春梅以非专利技术持股 28.57%，关联团队员工持股 7%，控股股东旗下投资平台“骨干基金”持股 12.66%。芳纶涂覆隔膜项目公司直接间接持股 60%，核心人员和相关方持股总计 40%。绿色印染项目公司直接持股 51%，核心人员和其余相关方持股总计 49%。这一举措也充分彰显管理层对项目信心，公司灵活激励体制对项目注入能量。

泰和新材是氨纶、芳纶双料龙头，产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。我们认为公司间位芳纶在锂电涂覆上的应用空间打开，公司目前是国内唯一芳纶涂覆供应商，具有很强的稀缺性。同时，2023 年公司主要产品氨纶景气度有望边际好转。我们预计泰和新材 2023-2025 年归母净利润 7.63、11.40、13.10 亿元，EPS 0.88/1.32/1.52 元，对应 PE 为 24.84X/16.63X/14.47X。维持买入评级。

风险提示：

项目建设不及预期；
锂电涂覆用间位芳纶验证及出货情况不及预期；
氨纶产品及原料价格大幅波动；
氨纶、芳纶行业投产超预期；
宏观经济下行。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。