

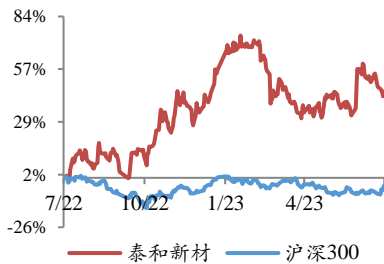
氨纶拖累二季度业绩，芳纶涂覆打开成长空间

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-07-29

收盘价（元）	22.55
近12个月最高/最低（元）	27.19/15.29
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）	195
流通市值（亿元）	96

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

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 氨纶磨底芳纶景气延续，芳纶涂覆打开成长空间 2023-03-22

主要观点：

● 事件描述

7月28日，泰和新材发布2023年半年度报告，实现营业收入19.41亿元，同比下降0.55%；实现归母净利润2.15亿元，同比下降26.21%；实现扣非归母净利润1.92亿元，同比下降26.75%；实现基本每股收益0.26元/股。其中，第二季度实现营业收入9.29亿元，同比上升3.63%，环比下降8.20%；实现归母净利润0.79亿元，同比下降45.41%，环比下降41.91%；实现扣非归母净利润0.68亿元，同比下降45.58%，环比下降45.16%。

● 芳纶经营稳健，氨纶需求触底有望恢复，利润弹性释放

2023年半年经营盈利修复。氨纶和芳纶系列产品是公司主要的盈利来源，2023年半年氨纶板块贡献毛利0.26亿元，同比减少73.81%，环比上升126.80%；芳纶板块实现毛利4.87亿元，同比上升25.08%，环比上升2.74%。2023年半年氨纶市场景气度仍然较低，虽然一季度成本支撑，纺织下游开工刺激需求，但二季度龙头企业产能释放，氨纶市场供大于求，价格下滑。芳纶板块盈利表现亮眼，间位芳纶得益于防护领域需求提升，对位芳纶在光通信、防弹等领域市场持续扩大，供需情况持续保持良性。

盈利能力指标方面，2023年半年销售毛利率26.87%，同比上升1.64pct；净利率12.92%，同比下滑4.14pct。ROE为3.90%，同比下滑3.50pct。费用方面，2023Q2销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为3.34%/7.53%/-1.94%，环比变动+1.26pct/+2.29pct/-1.74pct。研发费用率5.71%，公司研发投入保持较高水平。

● 氨纶市场景气度欠佳，金九银十需求有望修复

2023上半年氨纶板块实现营收7.18亿元，同比/环比-23.37%/+8.30%。根据我们的跟踪，氨纶板块价差氨纶-纯MDI-PTMEG/PTMEG-BDO价差季度环比-12.44%/+13.39%，同比-0.83%/-24.14%。氨纶整体景气度较低，2023Q1成本支撑附加纺织下游开工刺激需求价差回升；Q2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，产品价格价差继续震荡调整。

随着传统“金九银十”旺季补库需求及偏厚保暖等面料的带动，氨纶库存预计将有所去化，盈利能力将进入修复通道中。但2023年下半年氨纶供应量仍有提升，预计对价格弹性带来压力。同时，也将带来一定内贸订单，整体需求或有向好预期。

● **芳纶产能持续放量，芳纶涂覆业务产业化元年来临**

2023 上半年芳纶板块实现营收 11.92 亿元，同比/环比+18.25%/+5.67%。芳纶盈利能力维持稳定。间位芳纶得益于国内防护领域需求，价格依旧坚挺，工业过滤领域则受水泥、钢铁、筑路等行业的影响存在波动；对位芳纶市场景气度高，国内、国外需求均保持增长状态，产品价格相对稳定。公司持续推动芳纶产业化落地，2023 年陆续有新产能落地，产能规模不断扩张，到 2024 年预计名义产能将达到至 4 万吨。

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業，先发优势显著。根据公司披露的投资者交流纪要，公司基于产业链优势切入芳纶涂覆隔膜市场，发挥产品成本和性能优势。芳纶涂覆隔膜下游锚定动力电池和储能领域，目前已向多个头部企业进行送样检验，大部分已经进入测试小批量电池阶段。同时正在设计芳纶涂覆产能规划。

图表 1 泰和新材在建拟建项目

项目	内容	预期投产时间
7000 吨/年应急救援用高性能间位芳纶高效集成产业化项目	7000 吨/年高性能间位芳纶	基本建成，目前进行试生产，后续通过技改提升产能
9000 吨/年功能化间位芳纶高效集成产业化项目	9000 吨/年功能化间位芳纶	
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	1.2 万吨/年防护用对位芳纶	第一阶段 2023 年 12 月新增纺丝产能 6000 吨/年；第二阶段 2024 年 12 月新增纺丝产能 6000 吨/年
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	5000 吨/年高伸长低模量对位芳纶	第一阶段 2023 年 6 月新建 3500 吨/年产能；第二阶段 2023 年 12 月建设 1500 吨/年产能

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● **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。由于氨纶二季度低于预期，我们下调 2023 年公司盈利预期，预计泰和新材 2023-2025 年归母净利润 6.12、11.40、13.10 亿元（2023 年原值 7.63 亿元），EPS 0.71/1.32/1.52 元，对应 PE 为 31.77X/17.07X/14.86X。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	4496	7202	9090
收入同比 (%)	-14.8%	19.9%	60.2%	26.2%
归属母公司净利润	436	612	1140	1310
净利润同比 (%)	-54.9%	40.5%	86.1%	14.9%
毛利率 (%)	23.1%	25.7%	29.7%	28.8%
ROE (%)	10.7%	8.3%	13.4%	13.3%
每股收益 (元)	0.64	0.71	1.32	1.52
P/E	33.14	31.77	17.07	14.86
P/B	3.68	2.63	2.28	1.98
EV/EBITDA	21.75	15.74	8.25	6.75

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	4056	6252	11716	12421	
现金	1569	4221	7104	8219	
应收账款	167	103	335	268	
其他应收款	75	-23	129	19	
预付账款	41	41	72	88	
存货	719	838	1526	1580	
其他流动资产	1485	1072	2550	2246	
非流动资产	5977	6045	5999	6044	
长期投资	69	42	38	29	
固定资产	2769	3069	3039	3033	
无形资产	370	438	523	635	
其他非流动资产	2769	2496	2399	2347	
资产总计	10033	12297	17716	18464	
流动负债	4003	2619	6414	5421	
短期借款	914	1122	1331	1594	
应付账款	1033	863	2046	1807	
其他流动负债	2056	634	3037	2019	
非流动负债	1428	1644	1861	1924	
长期借款	1223	1432	1641	1700	
其他非流动负债	205	212	220	225	
负债合计	5430	4263	8275	7345	
少数股东权益	545	645	912	1281	
股本	703	863	863	863	
资本公积	1036	3853	3853	3853	
留存收益	2319	2673	3813	5122	
归属母公司股东权益	4058	7389	8529	9839	
负债和股东权益	10033	12297	17716	18464	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	472	-60	2736	992	
净利润	485	712	1407	1679	
折旧摊销	274	430	458	497	
财务费用	52	0	0	0	
投资损失	-54	-38	-59	-94	
营运资金变动	-320	-1116	1025	-990	
其他经营现金流	841	1780	287	2570	
投资活动现金流	-1763	-433	-278	-203	
资本支出	-1536	-469	-313	-438	
长期投资	-285	1	-21	145	
其他投资现金流	57	35	56	89	
筹资活动现金流	17	3144	425	326	
短期借款	372	209	209	263	
长期借款	-243	209	209	58	
普通股增加	19	160	0	0	
资本公积增加	156	2818	0	0	
其他筹资现金流	-287	-251	8	5	
现金净增加额	-1256	2651	2884	1115	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	3750	4496	7202	9090	
营业成本	2882	3338	5064	6476	
营业税金及附加	21	25	38	50	
销售费用	74	83	127	169	
管理费用	209	198	322	438	
财务费用	14	0	0	0	
资产减值损失	-15	0	0	0	
公允价值变动收益	1	0	0	0	
投资净收益	54	38	59	94	
营业利润	523	799	1585	1886	
营业外收入	25	14	18	19	
营业外支出	1	5	6	4	
利润总额	547	807	1597	1901	
所得税	62	95	190	222	
净利润	485	712	1407	1679	
少数股东损益	49	100	267	369	
归属母公司净利润	436	612	1140	1310	
EBITDA	727	1152	1901	2204	
EPS (元)	0.64	0.71	1.32	1.52	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-14.8%	19.9%	60.2%	26.2%
营业利润	-59.3%	52.9%	98.4%	19.0%
归属于母公司净利	-54.9%	40.5%	86.1%	14.9%
获利能力				
毛利率 (%)	23.1%	25.7%	29.7%	28.8%
净利率 (%)	11.6%	13.6%	15.8%	14.4%
ROE (%)	10.7%	8.3%	13.4%	13.3%
ROIC (%)	5.7%	5.8%	10.0%	10.2%
偿债能力				
资产负债率 (%)	54.1%	34.7%	46.7%	39.8%
净负债比率 (%)	118.0%	53.1%	87.7%	66.1%
流动比率	1.01	2.39	1.83	2.29
速动比率	0.69	1.78	1.43	1.76
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.40	0.48	0.50
应收账款周转率	25.60	33.25	32.85	30.13
应付账款周转率	3.11	3.52	3.48	3.36
每股指标 (元)				
每股收益	0.64	0.71	1.32	1.52
每股经营现金流	0.55	-0.07	3.17	1.15
每股净资产	5.77	8.56	9.88	11.40
估值比率				
P/E	33.14	31.77	17.07	14.86
P/B	3.68	2.63	2.28	1.98
EV/EBITDA	21.75	15.74	8.25	6.75

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

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。