



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

氨纶业务短期承压，芳纶涂覆放量在即

买入（维持）

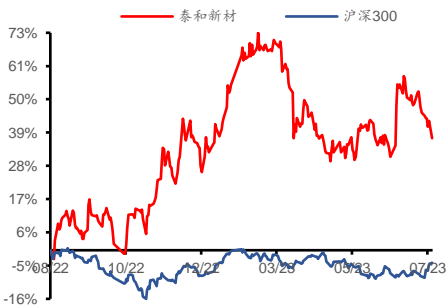
行业：基础化工
日期：2023年08月01日

分析师：于庭泽
E-mail: yutingze@shzq.com
SAC 编号: S0870523040001

基本数据

最新收盘价（元）	22.55
12mth A 股价格区间（元）	15.51-27.58
总股本（百万股）	862.93
无限售 A 股/总股本	49.45%
流通市值（亿元）	96.22

最近一年股票与沪深 300 比较



相关报告：

《芳纶龙头再展新翼，隔膜涂覆放量在即》

——2023年06月10日

■ 投资摘要

事件概述

7月29日，公司发布2023年半年报，2023年上半年公司实现营业收入19.41亿元，同比-0.55%，实现归母净利润2.15亿元，同比-26.21%；其中二季度单季实现营业收入9.29亿元，同比+3.63%，环比-8.20%，实现归母净利润0.79亿元，同比-45.41%，环比-41.91%。

分析与判断

氨纶板块承压，盈利水平大幅下降。2023年上半年氨纶行业需求不及预期，同时行业产能还在持续投放，根据化纤信息网统计数据，上半年氨纶行业产能净投放增加11.5万吨，行业竞争愈发激烈；同比2022年上半年，氨纶市场均价下跌超过30%，公司氨纶业务承压，盈利水平同比大幅下降。上半年氨纶业务共实现营收7.18亿元、毛利0.26亿元，收入占比下降至37.01%，盈利水平和营收占比进一步被压缩。

芳纶行业需求增长稳定，收入占比进一步提升。2023年上半年公司芳纶业务发展良好，产销量、收入、利润均实现同比上升；共实现营收11.92亿元，毛利率保持在40%左右，业务收入比例提升至61.41%，成为公司主要收入来源。作为我国首家实现间位芳纶、对位芳纶及芳纶纸产业化的企业，公司间位芳纶、对位芳纶及芳纶纸的产能均位居世界前列，各项产品已在下游行业中形成良好口碑，市场地位领先，销量逐年提高。随着公司芳纶产品质量的提升和产能的逐步释放，以及未来国内阻燃防护市场需求的不断扩大和防护、橡胶领域推广力度的提高，我们认为公司芳纶产品在各领域的销量将继续保持增长态势。

芳纶涂覆放量在即，新能源领域需求打开未来成长空间。锂电池隔膜作为电池充放电过程中的关键材料，未来前景十分广阔，而芳纶是目前已知的综合性能最好的涂覆材料，经过芳纶涂覆后的隔膜具有比重小、强度高、耐穿刺、抗氧化、绝缘佳以及与电解液相容性好等优异性能，能够显著提高电池的制备效率、高低温放电、循环寿命以及安全性。公司依托芳纶产业链优势切入锂电隔膜涂覆行业，具有较强的竞争力；目前公司芳纶涂覆隔膜中试生产线运转良好，正在与下游电池厂家进行技术交流和产品验证工作，已有部分客户的验证进入B阶段或C阶段（大批量大电池测试），项目进展顺利。

■ 投资建议

受氨纶行业需求不及预期影响，公司上半年营收出现小幅下滑，但芳纶业务盈利稳定，收入占比进一步提升，同时公司芳纶涂覆隔膜项目已有部分客户验证进入B阶段或C阶段。预计2023-2025年公司营业收入分别为52.20/73.80/93.00亿元，同比增速分别为39.2%、41.4%、26.0%，归母净利润分别为7.05/10.21/13.88亿元，同比增速分别为61.8%、44.8%、35.9%，EPS为0.82/1.18/1.61元/股，对应PE分别为28x、19x、14x。维持“买入”评级。

■ 风险提示

原材料价格波动，市场竞争加剧，国际贸易摩擦加剧，新项目进展低于预期

■ 数据预测与估值

单位: 百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3750	5220	7380	9300
年增长率	-14.8%	39.2%	41.4%	26.0%
归母净利润	436	705	1021	1388
年增长率	-54.9%	61.8%	44.8%	35.9%
每股收益 (元)	0.51	0.82	1.18	1.61
市盈率 (X)	44.64	27.59	19.06	14.02
市净率 (X)	4.80	2.61	2.29	1.97

资料来源: Wind, 上海证券研究所 (2023 年 07 月 31 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总
资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1569	3704	4257	4844
应收票据及应收账款	844	668	1303	1415
存货	719	989	1341	1688
其他流动资产	924	1162	1333	1576
流动资产合计	4056	6523	8234	9524
长期股权投资	69	76	82	88
投资性房地产	22	16	13	9
固定资产	2769	3239	3750	4216
在建工程	1700	2224	2807	3360
无形资产	370	463	601	717
其他非流动资产	1047	1128	1131	1137
非流动资产合计	5977	7146	8384	9527
资产总计	10033	13669	16617	19051
短期借款	914	1122	1413	1662
应付票据及应付账款	2118	2084	3377	3901
合同负债	42	52	78	96
其他流动负债	929	881	1061	1143
流动负债合计	4003	4139	5930	6803
长期借款	1223	1223	1223	1223
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	205	213	213	213
非流动负债合计	1428	1436	1436	1436
负债合计	5430	5575	7365	8238
股本	703	863	863	863
资本公积	1036	3821	3821	3821
留存收益	2486	2943	3964	5352
归属母公司股东权益	4058	7460	8481	9869
少数股东权益	545	634	771	943
股东权益合计	4603	8094	9252	10812
负债和股东权益合计	10033	13669	16617	19051

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流量	472	-298	725	717
净利润	485	794	1158	1560
折旧摊销	274	-608	-606	-583
营运资金变动	-320	-348	342	-80
其他	34	-136	-169	-181
投资活动现金流量	-1763	-404	-462	-379
资本支出	-1536	-403	-562	-470
投资变动	-285	-2	-4	-3
其他	57	0	103	93
筹资活动现金流量	17	2826	290	250
债权融资	233	153	290	250
股权融资	262	2945	0	0
其他	-478	-272	0	0
现金净流量	-1256	2135	553	587

资料来源: Wind, 上海证券研究所

利润表 (单位: 百万元)

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3750	5220	7380	9300
营业成本	2882	3826	5280	6589
营业税金及附加	21	37	66	92
销售费用	74	94	155	186
管理费用	209	292	419	425
研发费用	174	245	356	465
财务费用	14	0	0	0
资产减值损失	-15	6	5	5
投资收益	54	63	103	93
公允价值变动损益	1	0	0	0
营业利润	523	934	1383	1856
营业外收支净额	24	0	-20	-20
利润总额	547	934	1363	1836
所得税	62	140	204	275
净利润	485	794	1158	1560
少数股东损益	49	89	137	172
归属母公司股东净利润	436	705	1021	1388

主要指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力指标				
毛利率	23.1%	26.7%	28.5%	29.2%
净利率	11.6%	13.5%	13.8%	14.9%
净资产收益率	10.7%	9.5%	12.0%	14.1%
资产回报率	4.3%	5.2%	6.1%	7.3%
投资回报率	5.7%	7.4%	9.5%	11.2%
成长能力指标				
营业收入增长率	-14.8%	39.2%	41.4%	26.0%
EBIT 增长率	-63.5%	106.0%	45.9%	34.7%
归母净利润增长率	-54.9%	61.8%	44.8%	35.9%
每股指标 (元)				
每股收益	0.51	0.82	1.18	1.61
每股净资产	4.70	8.64	9.83	11.44
每股经营现金流	0.55	-0.35	0.84	0.83
每股股利	0	0	0	0
营运能力指标				
总资产周转率	0.41	0.44	0.49	0.52
应收账款周转率	25.60	29.17	30.12	28.28
存货周转率	3.95	4.48	4.53	4.35
偿债能力指标				
资产负债率	54.1%	40.8%	44.3%	43.2%
流动比率	1.01	1.58	1.39	1.40
速动比率	0.69	1.19	1.06	1.06
估值指标				
P/E	44.64	27.59	19.06	14.02
P/B	4.80	2.61	2.29	1.97
EV/EBITDA	21.75	56.35	23.95	14.19

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断