

氨纶触底反弹，看好芳纶军品业绩兑现

——泰和新材（002254）调研简报

2017年03月09日

推荐/首次

泰和新材

调研简报

报告摘要：

公司是国内氨纶和芳纶的产业化先驱，氨纶产能位居国内前五，间位芳纶和对位芳纶产能均位居国内第一。实际控制人为烟台市国资委。

◆氨纶新一轮涨价周期开启，公司氨纶主业已触底反弹。公司的第一大主业是氨纶，近五年主营收入贡献占比均在70%以上。受益于公司长期以来注重氨纶产品的差异化路线，在氨纶行业整体景气度下行周期中，公司的氨纶产品不断创出产销新高，据我们测算2015-2016年公司氨纶销量增速分别达到10%、25%，预计未来仍将保持较为稳定的订单量。前两年受氨纶价格大幅下滑的影响，公司业绩在2016年已经筑底，当前下游纺织业已出现回暖迹象，氨纶库存水平持续走低，开工率恢复至高位运行，氨纶价格也随之快速上涨，已较年初上涨接近20%。我们认为公司氨纶业务有望在本轮涨价周期中获得快速反弹，大幅增厚公司业绩。

◆看好芳纶业务在军品领域的业绩兑现。公司先后获得武器装备科研生产单位保密资格、武器装备质量管理体系认证证书，军品四证已获其二，将加速芳纶产品在军用防护、防弹领域的拓展。2016.09公司通过国家863计划课题验收，已具备可应用于军警用防弹装备、工兵搜/排爆服等军用防弹防护领域的国产高强度芳纶II纤维的连续批量稳定生产能力，预计未来将形成更多实际订单；此外，公司参与起草的森林防火服国家标准，已于2017.02.28起正式实施，有望为阻燃防护领域再添动能。

公司盈利预测。我们预计公司2016-2018年营业收入15.81/20.21/21.03亿元，同比增长-1.11%/27.83%/4.05%；净利润分别为0.72/1.34/1.36亿元，EPS分别为0.10/0.20/0.20元，对应PE为133.14X/65.32X/63.93X，根据公司当前处于业绩筑底后的快速反弹期，首次覆盖并给予公司“推荐”投资评级。

风险提示：氨纶价格波动超出预期，芳纶产品实际订单拓展不达预期。

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,776.05	1,598.48	1,580.7	2,020.72	2,102.61
增长率（%）	0.34%	-10.00%	-1.11%	27.83%	4.05%
净利润（百万元）	167.81	109.11	72.25	134.38	136.34
增长率（%）	77.90%	-34.98%	-33.79	85.99%	1.46%
净资产收益率（%）	8.08%	4.92%	2.96%	5.78%	5.65%
每股收益（元）	0.30	0.16	0.10	0.20	0.20
PE	42.77	80.19	133.14	65.32	63.93
PB	3.49	4.05	3.95	3.77	3.61

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师：

郑闵钢

zhengmgdxs@hotmail.com

010-66554031

S1480510120012

联系人：

张高艳

zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

021-25102859

S1480116080036

彭磊

penglei@dxzq.net.cn

010-66554036

S1480116090061

李永乐

liyyl@dxzq.net.cn

010-66554047

S1480116050067

王加煊

wang_jw@dxzq.net.cn

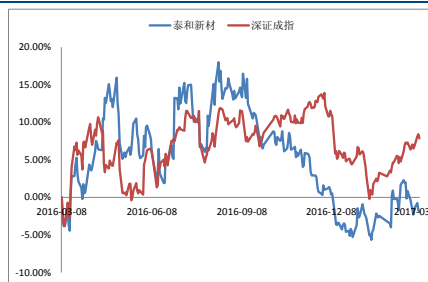
010-66554142

S1480116110054

交易数据

52周股价区间（元）	11.88-15.56
总市值（亿元）	77.03
流通市值（亿元）	77.00
总股本/流通股（非限售）	610.83/610.60
（百万股）	
流通B股/H股（万股）	

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 国产氨纶+芳纶领先企业，技术实力突出	3
1.1 公司简介	3
1.2 技术实力突出，多项国家和行业标准制定者	3
1.3 实际控制人为烟台市国资委	4
1.4 业绩情况	4
2. 氨纶提价，业绩有望筑底反弹	5
2.1 下游小幅回暖，氨纶开启新一轮涨价周期	5
2.2 差异化路线助力产销增势，业绩有望筑底反弹	6
3. 芳纶产品的军用拓展兑现值得期待	7
3.1 芳纶产品结构优化，盈利能力提升	7
3.2 军品质质再下一城，军用领域有望逐步放量	8
4. 盈利预测及估值	8
5. 风险提示	9

表格目录

表 1: A 股同行业公司估值	8
表 2: 公司盈利预测表	10

插图目录

图 1: 泰和新材代表性主营产品及其部分应用领域	3
图 2: 泰和新材股权结构一览	4
图 3: 公司营业收入及增速情况	4
图 4: 归母公司净利润及增速情况	4
图 5: 全国纺织服装专业市场管理者景气指数	5
图 6: 中国 柯桥纺织景气指数	5
图 7: 氨纶库存水平及开工负荷情况	6
图 8: 氨纶产品价格走势	6
图 9: 2014-2016 年公司氨纶销量增速、均价测算	6
图 10: 芳纶产品收入及业绩贡献比例	7
图 11: 芳纶毛利率及综合毛利率情况	7

1. 国产氨纶+芳纶领先企业，技术实力突出

1.1 公司简介

公司成立于 1993 年，由国内首家特种纤维企业—烟台氨纶厂独家发起设立，并由烟台氨纶厂完成国有控股企业股份制改造后于 08 年在深圳证券交易所上市。

公司主营产品横跨氨纶、间位芳纶、对位芳纶等产业领域。氨纶产品主要应用于弹力服饰、医用保健纺织品等领域，用于增加织物弹性；芳纶产品属于战略性新兴产业，不仅是国防军工安全防护、航空航天工业的关键战略材料，也可广泛应用于结构增强、个体防护、环境保护等工业民用领域，发展潜力可期。

公司是国内的第一家氨纶生产企业，产能位居国内前五；公司同时也是国内芳纶产业的开拓者和领军企业，目前拥有间位芳纶产能 7000 吨，位居国内第一、全球第二，拥有对位芳纶产能 1500 吨，位居国内首位。

图 1：泰和新材代表性主营产品及其部分应用领域



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

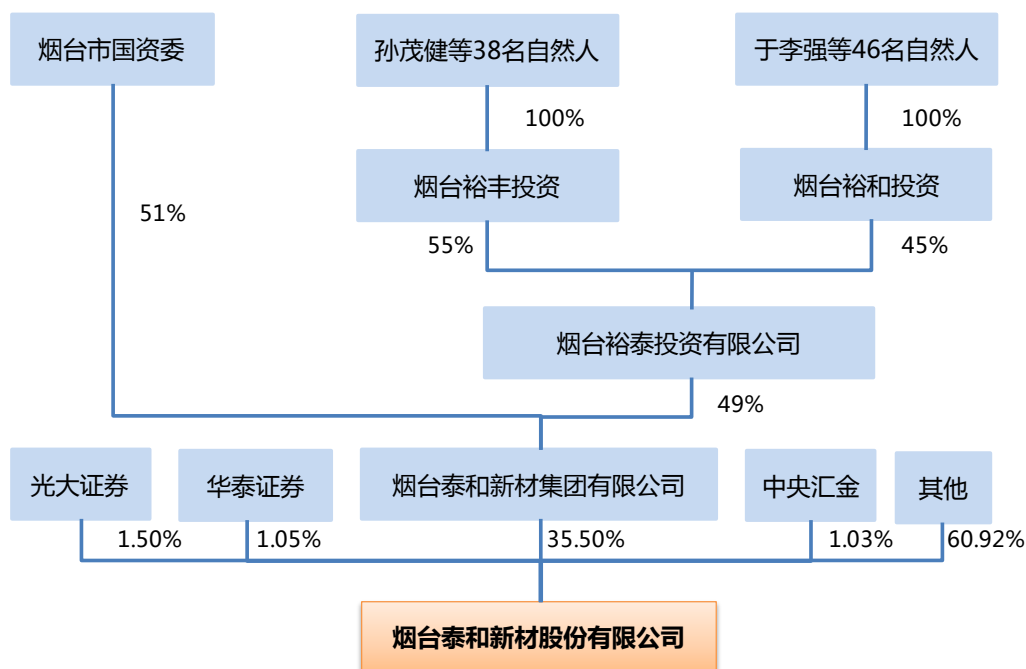
1.2 技术实力突出，多项国家和行业标准制定者

公司作为国内氨纶、芳纶的产业化先驱，技术研发实力突出，是领域内多项国家和行业标准的制定者。公司拥有国家级企业技术中心、国家芳纶工程技术研究中心，填补了国内氨纶、芳纶国产化的多项技术空白，牵头制定了氨纶长丝、间位芳纶短纤维、对位芳纶长丝等 7 项国家和行业标准，参与编写了 15 项国家和行业标准，先后多次承担国家级科技攻关计划、863 项目，并曾 2 次获得国家科技进步二等奖。

1.3 实际控制人为烟台市国资委

公司的第一大股东为烟台泰和集团有限公司，截至 2016 年三季报披露时，持有泰和新材 35.50%的股权。公司的实际控制人是烟台市国资委，通过第一大股东持有公司 18.105%的股权。烟台裕丰投资、烟台裕和投资的股东均为泰和新材集团及股份公司的高管和骨干，合计间接持有公司 17.395%的股权。

图 2：泰和新材股权结构一览



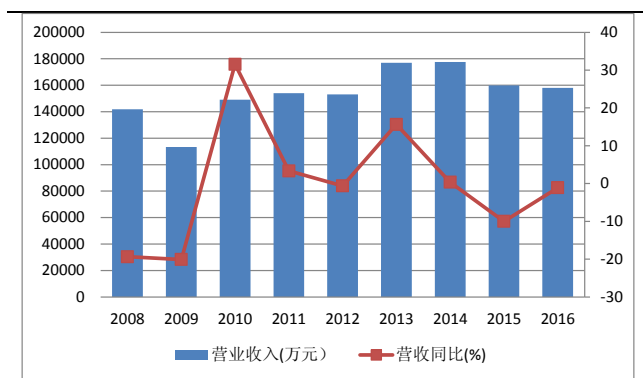
资料来源：招股说明书，公司财报，东兴证券研究所（注：烟台裕丰、烟台裕泰的股东信息截至公司上市时，泰和新材股权信息截至 2016Q3 财报）

1.4 业绩情况

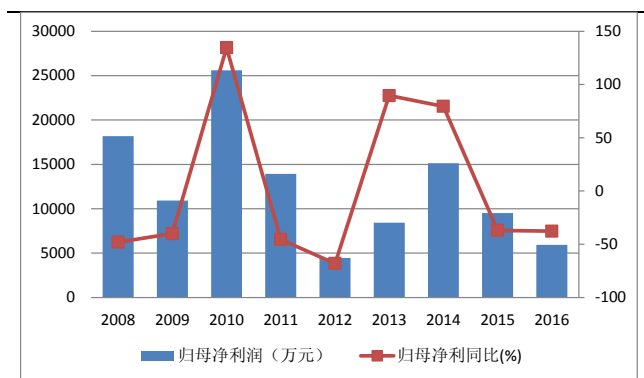
近两年公司主要产品氨纶的产销量稳中有升，但受氨纶行业整体供过于求、竞争加剧带来价格的大幅下降影响，公司的业绩受到影响出现连续下滑。2016 年实现营业收入 15.81 亿元，同比增速下滑收窄至 1.11%，实现归母净利润 5923 万元，同比下降 37.77%。

图 3：公司营业收入及增速情况

图 4：归母公司净利润及增速情况



资料来源：公司公告,东兴证券研究所



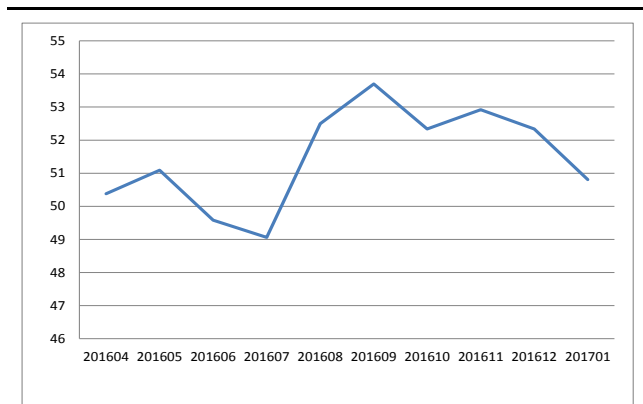
资料来源：公司公告,东兴证券研究所

2. 氨纶提价，业绩有望筑底反弹

2.1 下游小幅回暖，氨纶开启新一轮涨价周期

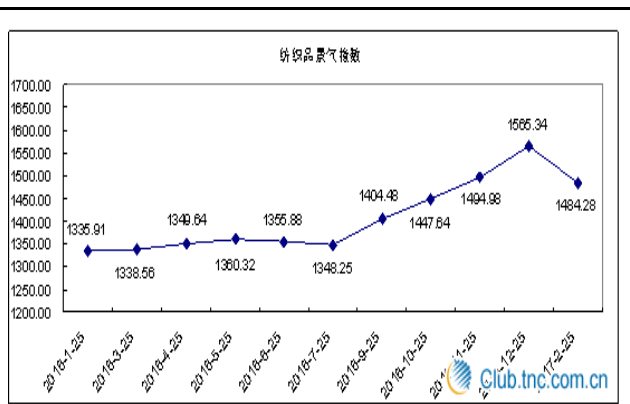
下游纺织业景气度有小幅回暖迹象。公司的第一大主业是氨纶，近五年主营收入贡献占比均在 70%以上，下游需求主要是纺织业的服装面料领域。中国纺织工业联合会流通分会景气监测结果显示，2016 年 8 月以来我国纺织服装业市场开始出现小幅回暖迹象，管理者景气指数自 7 月份触底后快速回升至 50 荣枯线以上。与此同时，代表国内纺织业缩影的中国柯桥纺织品景气指数也在 2016 年 8 月开启反弹趋势，企业订单环比增长，生产景气上涨，预计去年将有望延续这种小幅攀升回暖的态势，对上游包括氨纶在内的服装面料的需求起到一定的提振作用。

图 5：全国纺织服装专业市场管理者景气指数



资料来源：中国纺织工业联合会流通分会,东兴证券研究所

图 6：中国·柯桥纺织品景气指数



资料来源：全球纺织网,东兴证券研究所

氨纶去化明显，负荷率反弹至高位运行。近年来随着氨纶产能的快速扩大，氨纶行业总体供过于求，带来价格的快速下滑、行业利润大幅收缩。2016 年氨纶行业整体呈现去库存化收效明显的特点，从一季度库存水平维持在 70 天左右持续下降至四季度末的 30 多天，并且仍在持续走低；2016 年上半年氨纶开工负荷也持续走低，9 月份受 G20 峰会部分氨纶企业停产影响负荷率降至地点，之后快速反弹，维持在 90%附近。

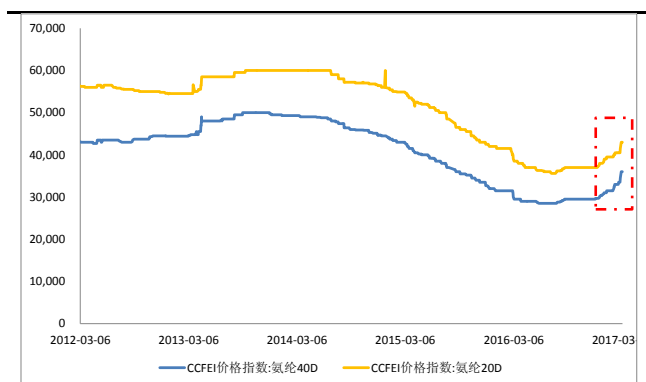
受下游景气度小幅回暖和供给偏紧双向因素刺激，氨纶已开启新一轮涨价周期。以常规产品氨纶 40D 的价格走势为例，2016 年中最低点为 28500 元/吨，8 月份后逐步缓慢回升，12 月份以来反弹迅速、提价明显，2017 年 3 月的价格已较最低点涨幅达 26%，较 2017 年年初上涨约 18%。

图 7：氨纶库存水平及开工负荷情况



资料来源：中纤网，东兴证券研究所

图 8：氨纶产品价格走势



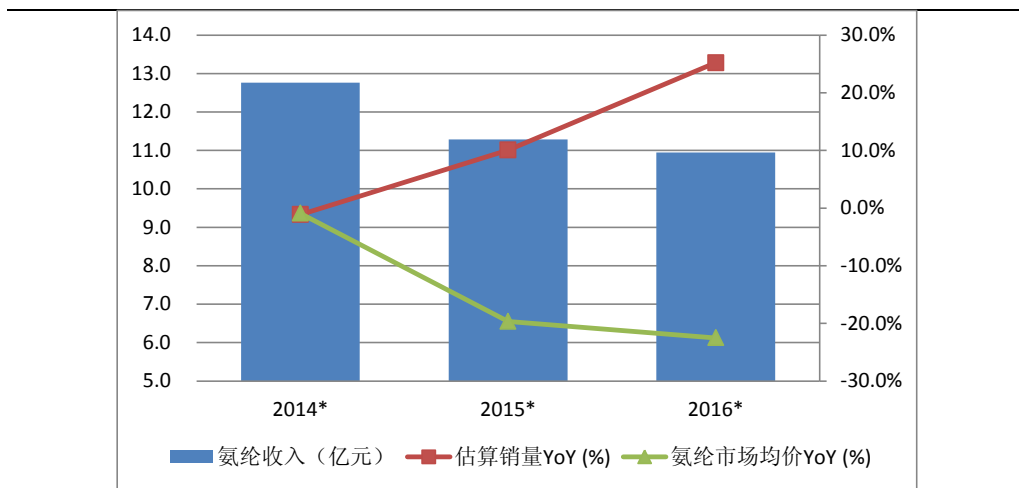
资料来源：wind，东兴证券研究所

2.2 差异化路线助力产销增势，业绩有望筑底反弹

价跌量升，公司业绩 2016 年已触底。公司的氨纶产品在行业整体供过于求、价格大幅下降的市场局面下业绩贡献也出现连续下滑，2014-2016 年氨纶 40D 的市场均价分别同比下滑 0.9%、19.7%和 22.5%，2014-2016 年氨纶收入分别为 12.76 亿元、11.28 亿元、10.94 亿元（注：2016 年氨纶收入数据为估算值，下同），同比分别下滑 2.0%、11.6%、3.0%。

与此对应，公司 2014-2016 氨纶产品的销量增速分别为-1.1%、10.1%和 25.2%，产销量不断创出新高，开工负荷率保持较高位运转，与氨纶行业整体的低迷状态逆势而行，主要得益于公司长期以来注重氨纶产品的差异化策略（根据公司以往的信息披露，公司拥有舒适氨纶产能 7000 吨、医用氨纶 5000 吨），在细分应用市场的竞争力和影响力得以不断加强。我们预计公司氨纶产品未来仍将保持较为稳定的产销增长态势。

图 9：2014-2016 年公司氨纶销量增速、均价测算



资料来源：Wind, 东兴证券研究所

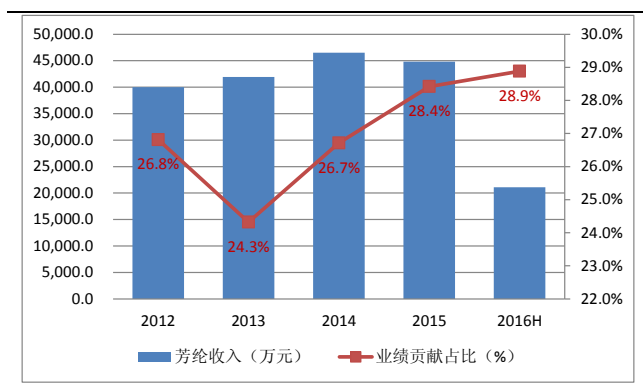
我们认为，受氨纶供需格局和价格下滑的影响，公司业绩在 2016 年已经筑底，2017 年至今氨纶价格已较年初上涨接近 20%，叠加一二季度的纺织原料业旺季因素，本次氨纶涨价周期仍将持续，或将在 2017 年底附近氨纶新建产能投产后逐步稳定，公司氨纶业务有望在本轮涨价周期中获得快速反弹，大幅增厚公司业绩。

3. 芳纶产品的军用拓展兑现值得期待

3.1 芳纶产品结构优化，盈利能力提升

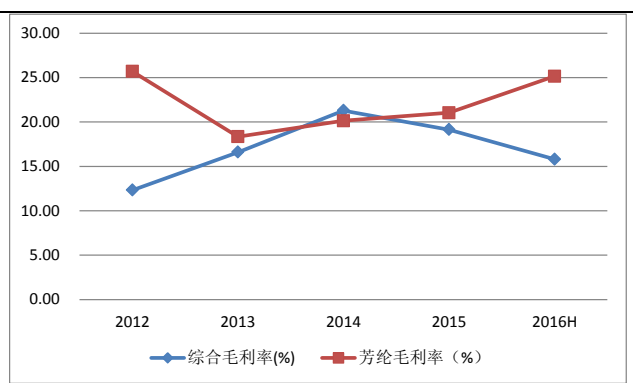
加速芳纶产品结构优化，盈利能力有所回升。公司的间位芳纶主要用于环保过滤和阻燃防护领域，对位芳纶主要应用于光缆、汽车和防弹领域。从芳纶产品的技术壁垒和盈利能力看，阻燃防护用间位芳纶优于环保过滤领域，防弹用对位芳纶优于光缆和汽车领域，市场售价也相对更高。2013-2016 年中报期间，公司芳纶业务的毛利率水平从 18.35% 逐步回升至 25% 以上，其中 2016 年以来提升最为明显，较上一年提升了 4.11 个百分点，产品结构优化收效显著。

图 10：芳纶产品收入及业绩贡献比例



资料来源：wind, 东兴证券研究所

图 11：芳纶毛利率及综合毛利率情况



资料来源：wind, 东兴证券研究所

3.2 军品资质再下一城，军用领域有望逐步放量

军品资质不断完善，芳纶军用拓展值得期待。公司先后获得武器装备科研生产单位保密资格、武器装备质量管理体系认证证书，军品四证已获其二，将加速芳纶产品在军用防护、防弹领域的拓展。

- ◆ 2014 年 8 月，公司获得武器装备科研生产单位二级保密资格，为芳纶产品向军用领域拓展奠定了良好的开端；
- ◆ 2016 年 5 月，参股子公司民士达获得武器装备科研生产单位三级保密资格。民士达主营芳纶纸，主要应用于电工绝缘和蜂窝结构材料领域，其中蜂窝结构材料广泛应用于飞机、高速列车等大刚性次受力结构部件及机载、舰载、星载雷达罩的宽频透波部件。
- ◆ 2017 年 1 月，公司进一步获得国军标武器装备质量管理体系认证证书，适用于军警用芳纶纤维及其制品的设计研发、生产和服务。

国家 863 计划课题通过验收，预计未来防弹领域将形成更多实际订单。公司 2012 年开始参与国家 863 计划课题，承担其中国产高强型芳纶 II 长丝的技术开发研究，开发出的 629 和 529R 两种高强度、高伸长芳纶 II 纤维实现了连续批量稳定生产，实现了我军武器装备用芳纶 II 的国产化，可应用于军警用防弹装备、工兵搜/排爆服、新型步兵防弹头盔和装甲乘载员头盔、国产芳纶 II 防弹防刺材料等领域。我们认为，军用防弹防护类产品试验认证周期长，公司作为研发试验周期的主要参与方之一，在未来有望形成更多实际订单逐步兑现业绩。

参与起草森林防火服国家新标准，已于 2017 年 2 月 28 日起正式实施，有望为阻燃防护领域再添动能。经国家质检总局、国家标准委的批准，自 2017 年 2 月 28 日起正式实施《防护服装森林防火服》新标准 GB/T 33536-2017，公司是该标准的起草单位之一。我们认为，该标准的正式推行将充分利好公司的间位芳纶产品，有望迅速打开全国森警阻燃防护市场，为未来的业绩增长再添砖加瓦。

4. 盈利预测及估值

根据公司目前各项业务进展及行业趋势，我们预测公司 2016-2018 年营业收入 15.81/20.21/21.03 亿元，增长率分别为-1.11%/27.83%/4.05%；净利润分别为 0.72/1.34/1.36 亿元。截至报告日期 2017/03/08，按照公司总股本 610.83 百万股计算，则对应公司 2016-2018 年预测 EPS 分别为 0.10/0.20/0.20 元，对应 PE 分别为 133.14X/65.32X/63.93X，根据公司当前处于业绩筑底后的快速反弹期，首次覆盖并给予公司“推荐”投资评级。

表 1：A 股同行业公司估值

股票代码	同行业公司	最新收盘价	EPS（元）				PE			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
002064.SZ	华峰氨纶	61.48	0.15	-0.15	0.16	0.23	30	-38.49	35.57	24.49

000584.SZ	友利控股	57.06	0.04	-	-	-	-640.57	-	-	-
Average（剔除异常值）:							-305.28	-38.49	35.57	24.49

资料来源：Wind，东兴证券研究所（截至 2017.03.08）

5. 风险提示

氨纶价格波动超出预期；

芳纶产品实际订单拓展不及预期。

表 2: 公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元							
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E					
流动资产合计	1228	1310	1526	1834	2066	营业收入	1776	1598	1581	2021	2103					
货币资金	226	176	433	569	787	营业成本	1398	1293	1334	1649	1719					
应收账款	104	193	142	213	205	营业税金及附加	9	8	8	10	11					
其他应收款	11	1	1	2	2	营业费用	49	42	43	54	57					
预付款项	4	7	7	9	11	管理费用	114	118	120	156	164					
存货	291	346	357	442	460	财务费用	6	3	-3	-5	-					
其他流动资产	199	233	236	153	137	资产减值损失	11.10	22.93	13.43	17.17	17.87					
非流动资产合计	1369	1248	1140	1033	926	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00					
长期股权投资	31	33	33	33	33	投资净收益	7.43	9.42	10.55	9.14	9.70					
固定资产	1068.72	1142.49	1044.08	940.82	837.56	营业利润	195	121	76	148	151					
无形资产	44	44	39	36	32	营业外收入	5.79	12.60	12.60	16.11	16.76					
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.16	0.08	0.08	0.11	1.20					
资产总计	2597	2558	2666	2866	2992	利润总额	201	133	88	164	167					
流动负债合计	513	404	477	572	591	所得税	33	24	16	30	30					
短期借款	46	3	0	0	0	净利润	168	109	72	134	136					
应付账款	341	286	365	452	471	少数股东损益	17	14	14	15	14					
预收款项	21	16	10	4	-3	归属母公司净利润	151	95	59	120	122					
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	442	360	180	251	251					
非流动负债合计	46	46	23	23	23	EPS（元）	0.30	0.16	0.10	0.20	0.20					
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率										
应付债券	0	0	0	0	0											
负债合计	559	451	500	596	615	成长能力										
少数股东权益	166	171	184	199	213	营业收入增长	0.34%	-10.00%	-1.11%	27.83%	4.05%					
实收资本（或股	509	611	611	611	611	营业利润增长	99.53%	-38.04%	-37.28%	95.59%	1.91%					
资本公积	333	231	231	231	231	归属于母公司净利润	-38.30%	103.81%	-38.30%	103.81%	2.17%					
未分配利润	739	795	691	442	207	获利能力										
归属母公司股东	1872	1937	1981	2072	2164	毛利率(%)	21.28%	19.13%	15.61%	18.38%	18.26%					
负债和所有者权	2597	2558	2666	2866	2992	净利率(%)	9.45%	6.83%	4.57%	6.65%	6.48%					
现金流量表						单位:百万元	总资产净利润（%）					3.82%	5.82%	3.72%	2.20%	4.18%
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		ROE(%)					8.08%	4.92%	2.96%	5.78%	5.65%
经营活动现金流	318	98	295	168	249	偿债能力										
净利润	168	109	72	134	136	资产负债率(%)	22%	18%	19%	21%						
折旧摊销	240.38	236.91	0.00	103.26	103.26	流动比率		3.24	3.20	3.20	3.49					
财务费用	6	3	-3	-5	-7	速动比率		2.39	2.45	2.43	2.72					
应收账款减少	0	0	51	-71	8	营运能力										
预收帐款增加	0	0	-5	-6	-7	总资产周转率	0.73	0.62	0.61	0.73	0.72					
投资活动现金流	-260	-47	-3	-8	-8	应收账款周转率	22	11	9	11	10					
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	5.51	5.10	4.85	4.94	4.56					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标（元）										
投资收益	7	9	11	9	10	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.16	0.10	0.20	0.20					
筹资活动现金流	-15	-107	-36	-24	-23	每股净现金流(最新摊薄)	0.08	-0.09	0.42	0.22	0.36					
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.68	3.17	3.24	3.39	3.54					

长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	102	0	0	0	P/E	42.67	80.00	133.14	65.32	63.93
资本公积增加	1	-102	0	0	0	P/B	3.48	4.04	3.95	3.77	3.61
现金净增加额	43	-56	256	136	218	EV/EBITDA	14.33	21.21	40.93	28.94	27.99

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

郑冈钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今，之前在中国东方资产管理公司从事债转股工作八年。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

张高艳

清华大学工学硕士，2 年制造型企业运营管理咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注航天科技、军民融合等领域。

彭磊

工学博士，2016 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业及相关细分领域研究，重点关注武器装备建设及体制改革等方向。

李永乐

北京航空航天大学理学博士，中央财经大学金融管理专业硕士，4 年国防电子领域项目论证与管理经验，2016 年加盟东兴证券研究所，从事军工行业研究，重点关注国防信息化、军民融合等方向。

王加煨

清华大学工学硕士，2 年海军装备领域论证及工程咨询经验，2016 年加盟东兴证券研究所，重点关注海军装备、军民融合等领域。

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，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。