

泰和新材(002254)

—芳纶产销两旺，业绩有望继续增长

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 12.03 元

投资要点:

公司 2017 年实现营业总收入 15.55 亿元,较上年同期下降 1.64%;利润总额 1.23 亿元,同比增加 65.04%。归属母公司净利润 1 亿元,同比增长 70.07%。2018 年一季报显示公司实现营业收入 4.38 亿元,同比增长 3.81%,归属母公司净利润 0.36 亿元,同比增长 28%。

1. 国内芳纶龙头，技术领先，产能最大，产销两旺

公司现有间位芳纶 7000 吨,全球第二位、国内第一位,对位芳纶 1500 吨,全球第四位、国内第一位。公司的泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶的产品品质领先于国内同行,部分产品质量比肩甚至超过国际品牌。芳纶产品公司一方面比国际厂商有本土化优势,另一方面比国内其他厂商有明显的规模优势和质量优势。从 17 年开始公司间位芳纶和对位芳纶都处于供应紧张的状态,亟待扩大产能。

公司芳纶过去在高温粉尘过滤等工业领域的应用更多,目前逐步打开附加值更高的防护服、武警服等领域,公司正在配合中石化开发新的工作服,一旦标准确定,将形成较大间位芳纶需求。公司还推动了消防防护服以及森警防护服标准的升级,新的标准提高了芳纶的用量,未来防护服和特种服装将是公司的一个亮点。

由于军工采购近两年明显加快,对位芳纶目前产能无法满足军工需求,扩大产能优先从对位芳纶开始。按我国陆军 80 万人计算,单兵头盔芳纶用量 2kg,我国单兵头盔完成国产化升级至少形成 3200 吨对位芳纶需求。2018 年公司将启动 6000 吨对位芳纶工程建设,根据公司未来五年规划,将在新工业园内新建间位芳纶产能 12,000 吨、对位芳纶产能 12,000 吨。

2. 收购宁夏氨纶项目，低成本助力公司未来利润提升

公司收购银川项目之后,现有氨纶产能 7.5 万吨。银川生产要素成本明显低于东部地区,首先,宁夏电费只有不到烟台地区的 1/2,东部地区在推行煤改气,烟台工厂去年外购蒸汽比自身烧煤成本高出 3000 元/吨,同时,银川项目属于新上的设备,成本较老设备效率要高,单位生产成本低。目前银川项目处于项目初期调试阶段,只开车一半产能,目前该项目还未产生盈利,未来银川项目产能调试完毕,产能开满将具备良好的竞争优势,将给公司氨纶业务带来明显的利润增量,我们预计今年银川项目整体小幅盈利。烟台氨纶项目由于去年环保督查,停产总计有 4 个月左右,今年烟台氨纶产量预计有 20%左右的增量,但考虑到行业前几位的公司还在扩产产能,行业依旧处于过剩局面,我们预计 18 年氨纶毛利润增长 10%左右。

发布时间: 2018 年 05 月 06 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.3 / 10.99
上证指数/深圳成指	3091.03/10426.19
50 日均成交额(百万元)	78.77
市净率(倍)	3.56
股息率	0.42%

基础数据

流通股(百万股)	610.67
总股本(百万股)	610.83
流通市值(百万元)	7346.40
总市值(百万元)	7348.33
每股净资产(元)	3.38
资产负债率	19.04%

股东信息

大股东名称	烟台泰和新材集团有限公司
持股比例	35.50%
国元持仓情况	

52 周行情图



相关研究报告

- 《国元证券公司研究-泰和新材 (002254): 芳纶需求旺盛, 氨纶低成本扩张》2018-1-19
- 《国元证券公司研究-泰和新材 (002254): 芳纶向好, 氨纶寻求差异化》2016-5-16
- 《国元证券*公司研究*泰和新材*2012 年报点评: 行业复苏在即, 公司盈利回升可期*002254*褚杰》2013-4-2

联系方式

研究员:	李朝松
执业证书编号:	S0020512080005
电 话:	021-51097188-1929
电 邮:	lichao.song@gyzq.com.cn
研究助理:	毛正
执业证书编号:	S0020118010043
电 话:	021-51097188-1872
电 邮:	maozheng@gyzq.com.cn
地 址:	中国安徽省合肥市梅山路 18 号 安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

3. 氨纶行业依旧过剩，行业集中度逐步提高

全球氨纶产能达到 102 万吨，我国氨纶生产企业达到 30 余家，截止目前行业总产能已达 79 万吨左右，约占全球产能的 70%，我国已成为全球最大氨纶生产国。但目前国内年需求量只有约为 53 万吨，目前行业无疑是产能过剩的局面，当前市场竞争激烈，中长期来看，行业面临整合和调整，未来具备资金实力、技术实力的企业将逐渐胜出。泰和目前在采取并购低成本产能的同时也发展产品差异化能力，提高产品附加值，预计未来氨纶行业集中度提高之后，公司氨纶业绩才能迎来春天。



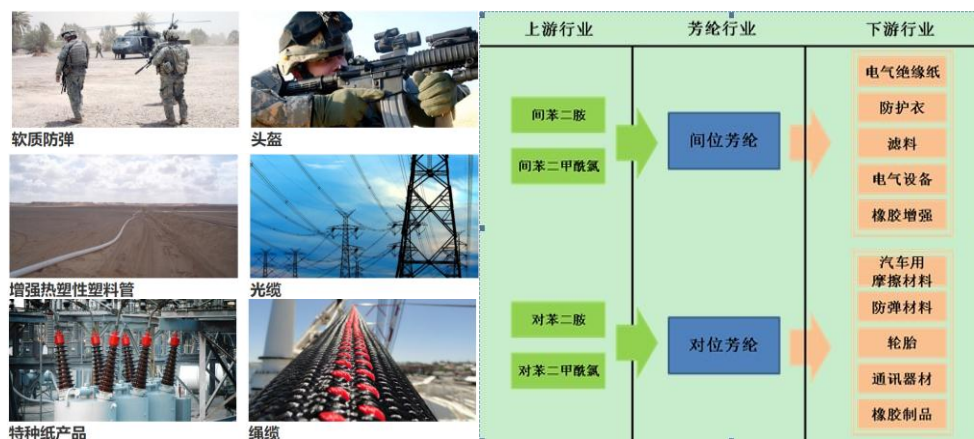
资料来源：公司年报，国元证券研究中心

4. 芳纶应用广泛，公司业绩将受益于行业的增长

间位芳纶纤维具有突出的耐高温、阻燃和绝缘性，成为高性能纤维，主要应用于高温防护服、电绝缘和高温过滤、电气设备、橡胶制品等领域；

对位芳纶纤维具有高强度高模量的特点，主要应用于个体防护、防弹装甲、力学橡胶制品、高强缆绳、石棉替代品、汽车用摩擦材料、轮胎、通讯器材等领域。

芳纶产业链与下游应用



资料来源：公开资料，国元证券研究中心

由于我国特种防护服或消防服标准普遍较低，大多以传统纤维材料制成，难以达到防护特种作业的目的，行业标准亟待升级，泰和新材同时还配合国家制定了新的消防服标准，行业标准的升级将带动芳纶需求的明显提升。

近两年军事改革加速，军工领域的单兵作战装备升级采购也所有提速，对位芳纶具有良好的吸能-重量比、一流的强度和耐用性，将有利于提升作战能力。作为军用材料，目前部分芳纶还是使用国际厂商产品（杜邦或帝人），从军事安全考虑，未来国

产化替代是大势所趋。综合来看，中国芳纶纤维属于新兴市场，我们预计年增长速度将达到 30%。

5. 盈利预测

鉴于公司银川氨纶项目产能逐步释放，公司芳纶下游需求旺盛，19-20 年对位芳纶新增产能将释放，我们预计未来三年公司营收和利润将同比保持增长，预计 18-20 年归母净利润分别为 1.32 亿/1.73 亿/2.35 亿元，EPS 为 0.22/0.28/0.38，按 5 月 6 日收盘价计算对应 18-20 年 PE 为 55/43/31，给予“增持”评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1555	1866	2426	3153
收入同比(%)	-2%	20%	30%	30%
归属母公司净利润	100	132	173	235
净利润同比(%)	70%	32%	30%	36%
毛利率(%)	16.3%	17.3%	17.8%	18.5%
ROE(%)	4.9%	6.1%	7.4%	9.1%
每股收益(元)	0.16	0.22	0.28	0.38
P/E	73.43	55.47	42.56	31.31
P/B	3.62	3.40	3.15	2.86
EV/EBITDA	23	21	17	14

6. 风险提示

芳纶新产能推进不及预期，越华项目推进不及预期，下游需求不振。

财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	1608	1861	2131	2520	营业收入	1555	1866	2426	3153
现金	805	847	893	970	营业成本	1301	1543	1994	2570
应收账款	110	142	180	236	营业税金及附加	18	19	26	34
其他应收款	2	2	3	4	营业费用	55	64	85	110
预付账款	4	4	6	7	管理费用	99	117	149	191
存货	243	286	370	477	财务费用	-2	-5	-5	-6
其他流动资产	444	581	680	827	资产减值损失	7	8	8	8
非流动资产	1011	953	974	969	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	33	33	33	33	投资净收益	11	10	10	10
固定资产	875	787	745	709	营业利润	123	165	214	292
无形资产	43	40	38	37	营业外收入	1	3	2	2
其他非流动资产	60	92	158	191	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2619	2814	3105	3490	利润总额	123	166	215	293
流动负债	376	429	532	666	所得税	16	24	30	41
短期借款	7	7	9	9	净利润	107	142	185	252
应付账款	265	317	408	527	少数股东损益	7	10	12	17
其他流动负债	104	105	114	130	归属母公司净利润	100	132	173	235
非流动负债	54	54	57	55	EBITDA	288	320	387	490
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	0.22	0.28	0.38
其他非流动负债	54	54	57	55	主要财务比率				
负债合计	430	482	588	721	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
少数股东权益	159	169	181	198	成长能力				
股本	611	611	611	611	营业收入	-1.6%	20.0%	30.0%	30.0%
资本公积	227	227	227	227	营业利润	79.3%	33.4%	30.1%	36.1%
留存收益	1192	1325	1497	1732	归属于母公司净利润	70.1%	32.4%	30.3%	36.0%
归属母公司股东权益	2030	2163	2335	2570	获利能力				
负债和股东权益	2619	2814	3104	3489	毛利率(%)	16.3%	17.3%	17.8%	18.5%
现金流量表					净利率(%)	6.4%	7.1%	7.1%	7.4%
单位:百万元					ROE(%)	4.9%	6.1%	7.4%	9.1%
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	ROIC(%)	7.8%	9.4%	11.2%	13.9%
经营活动现金流	307	125	228	261	偿债能力				
净利润	107	142	185	252	资产负债率(%)	16.4%	17.1%	18.9%	20.7%
折旧摊销	166	161	178	204	净负债比率(%)	1.57%	1.45%	1.53%	1.25%
财务费用	-2	-5	-5	-6	流动比率	4.28	4.34	4.01	3.78
投资损失	-11	-10	-10	-10	速动比率	3.61	3.65	3.28	3.04
营运资金变动	72	-167	-129	-187	营运能力				
其他经营现金流	-24	3	10	8	总资产周转率	0.60	0.69	0.82	0.96
投资活动现金流	104	-90	-190	-189	应收账款周转率	12	14	14	14
资本支出	8	100	200	200	应付账款周转率	4.77	5.30	5.50	5.49
长期投资	95	0	0	0	每股指标(元)				
其他投资现金流	207	10	10	11	每股收益(最新摊薄)	0.16	0.22	0.28	0.38
筹资活动现金流	-85	7	7	5	每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.20	0.37	0.43
短期借款	7	0	2	0	每股净资产(最新摊薄)	3.32	3.54	3.82	4.21
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	73.43	55.47	42.56	31.31
资本公积增加	-4	0	0	0	P/B	3.62	3.40	3.15	2.86
其他筹资现金流	-87	7	5	5	EV/EBITDA	23	21	17	14
现金净增加额	325	42	46	77					

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间		
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

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执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

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。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn