

泰和新材 (002254)

芳纶产能扩张在即，氨纶有望触底回升 买入（首次）

2019 年 06 月 03 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,172	2,506	3,177	3,477
同比（%）	39.7%	15.4%	26.8%	9.4%
归母净利润（百万元）	156	215	328	523
同比（%）	56.3%	37.2%	52.9%	59.3%
每股收益（元/股）	0.26	0.35	0.54	0.86
P/E（倍）	41.41	30.18	19.73	12.39

投资要点

- **公司是芳纶行业龙头：**公司专业从事高性能纤维的研发与生产，主营业务包括氨纶、芳纶板块为主导的十大产品体系，目前氨纶产能 75000 吨/年，间位芳纶产能 7000 吨/年，对位芳纶产能 1500 吨/年，其中间位芳纶和对位芳纶产能均居全国首位，是国内芳纶行业的领军企业。
- **芳纶应用领域广泛，市场前景好：**芳纶以优异的力学性能和稳定的化学性能被广泛应用于国防军工、航天航空、轨道交通、安全防护、环境保护和电子通信等各大新兴产业领域。相对于常规化纤工业，芳纶产业具有高技术门槛、高资金门槛和长研发周期的特点，整个行业呈现高度集中的竞争格局，全球的芳纶产业几乎被美国杜邦、日本帝人、韩国可隆和我国的泰和新材四家公司全部垄断，所以尽管公司作为国内细分行业龙头具有较高的市占率，但在全球范围内仍有较大的发展空间。
- **氨纶行业格局持续优化，公司逆势布局：**供需矛盾仍是氨纶行业的核心矛盾，由于产能扩张速度快于下游需求的增长速度，氨纶产品价格继续走低，行业仍处低迷状态。另外，随着环保监管的趋严，氨纶行业许多中小生产企业面临“关停并转”的局面，预计未来行业格局将发生较大变化，产能将向少数龙头企业集中的趋势会越来越明显。公司收购宁夏越华氨纶资产，将氨纶产业转移至能源成本优势明显的宁夏地区，目前一期规模为 3 万吨/年的产能已经建成投产。
- **2019 年是公司新产能投放高峰元年：**为满足日益增长的下游需求，应对芳纶产品全球供应紧张的局面，公司规划在未来五年继续加大投入，实施山东烟台、宁夏宁东双基地发展战略。公司已于 2018 年在宁夏工厂开工建设 3000 吨/年的对位芳纶产能，另有烟台产业园 12000 吨/年间位芳纶和 12000 吨/年对位芳纶项目处于规划中，同时，公司继续积极布局氨纶行业，积极向中西部战略转移氨纶产能，在贯彻原有差异化竞争策略的基础上，有望通过降低成本压力，进一步提高公司在行业中的竞争地位。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 25.06 亿元、31.77 亿元和 34.77 亿元，归母净利润分别为 2.15 亿元、3.28 亿元和 5.23 亿元，EPS 分别为 0.35 元、0.54 元和 0.86 元，当前股价对应的 PE 分别为 30X、20X 和 12X。参考芳纶、氨纶行业的平均估值水平及行业集中度有望继续提高的趋势，同时考虑到公司所处的行业龙头地位及新增产能带来成长性的预期，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**芳纶产品价格下降，氨纶行业需求疲软，项目建设进度低于预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.60
一年最低/最高价	10.01/13.09
市净率(倍)	2.95
流通 A 股市值(百万元)	6474.77

基础数据

每股净资产(元)	3.60
资产负债率(%)	33.81
总股本(百万股)	610.83
流通 A 股(百万股)	610.83

相关研究

内容目录

1. 公司是芳纶行业龙头	4
1.1. 公司起步于氨纶，发展于芳纶	4
1.2. 实际控制人为烟台国资委	5
1.3. 实施双基地发展战略，成长空间值得期待	6
2. 前景看好，内生增长，芳纶发展进入快车道	6
2.1. 芳纶应用领域广泛，市场前景好	6
2.1.1. 安全防护：多用于军警防护和特殊工装	7
2.1.2. 光纤增强：5G 建设加速利好芳纶需求	8
2.1.3. 轮胎橡胶：用作增强材料减重降耗明显	9
2.1.4. 高温过滤：芳纶基材有效减少粉尘排放	9
2.2. 间位芳纶具有耐高温、阻燃等特点	10
2.2.1. 间位芳纶主要用于绝缘隔热和防护领域	10
2.2.2. 间位芳纶通过干法或湿法进行纺丝	10
2.2.3. 间位芳纶呈现高度垄断的竞争格局	11
2.3. 对位芳纶具有高强度、高模量的特点	12
2.3.1. 对位芳纶主要用于防护及光纤等领域	12
2.3.2. 对位芳纶通过干喷湿纺进行纺丝	13
2.3.3. 对位芳纶的国产化进程相对缓慢	13
2.4. 芳纶列入战略新兴产业，公司发展动力强	14
3. 需求稳定，格局优化，氨纶有望走出行业寒冬	15
3.1. 需求稳定，供给有增，价格仍处下降通道	15
3.2. 环保趋严，洗牌加速，行业集中度有望提高	17
3.3. 布局宁夏基地，进一步强化成本优势	19
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	20
5.1. 芳纶产品价格下降	20
5.2. 氨纶行业需求疲软	20
5.3. 项目建设进度低于预期	20

图表目录

图 1: 公司分产品营收情况 (单位: 百万元)	5
图 2: 公司产品毛利率变动 (单位: %)	5
图 3: 公司股权结构	5
图 4: 商业化芳纶结构示意图	6
图 5: 2016 年全球芳纶产能分布	7
图 6: 芳纶在军警防护中的应用示例	8
图 7: 芳纶在特殊工装中的应用示例	8
图 8: 芳纶在光纤增强中的应用示例	8
图 9: 芳纶在轮胎橡胶中的应用示例	9
图 10: 芳纶在过滤袋中的应用示例	9
图 11: 全球间位芳纶的应用领域分布	10
图 12: 我国间位芳纶的应用领域分布	10
图 13: 生成间位芳纶的缩聚反应	11
图 14: 间位芳纶的干法纺丝和湿法纺丝示意	11
图 15: 间位芳纶的竞争格局	12
图 16: 全球对位芳纶的应用领域分布	12
图 17: 我国对位芳纶的应用领域分布	12
图 18: 生成对位芳纶的缩聚反应	13
图 19: 对位芳纶的干喷湿纺工艺示意	13
图 20: 对位芳纶的竞争格局	14
图 21: 公司的营销网络	15
图 22: 氨纶的下游应用分布	15
图 23: 我国氨纶表观消费量情况 (单位: 万吨)	16
图 24: 氨纶与服装产量增速呈正相关 (单位: 亿件)	16
图 25: 2010~2018 我国氨纶产能及产量 (单位: 万吨)	16
图 26: 氨纶 40D 产品的价格走势 (单位: 元/吨)	17
图 27: 干法制氨纶工艺流程示意	17
图 28: 氨纶价差走势 (单位: 元/吨)	18
表 1: 公司主要产品简介	4
表 2: 公司未来五年的产能规划	6
表 3: 国内氨纶已关停产能统计 (单位: 万吨/年)	18
表 4: 国内氨纶新规划产能统计 (单位: 万吨/年)	18
表 5: 泰和新材盈利预测拆分 (单位: 百万元)	19
表 6: 可比公司估值表 (截至 2019 年 6 月 3 日)	20

1. 公司是芳纶行业龙头

烟台泰和新材料股份有限公司成立于 1987 年（前身烟台氨纶厂），于 2008 年 6 月在深交所上市。公司专业从事高性能纤维的研发与生产，主营业务包括氨纶、芳纶（又分为间位芳纶和对位芳纶）板块为主导的十大产品体系，相关产品纽士达®氨纶、泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶均获得国际环保纺织标准 100 的认证证书。目前，公司的氨纶产能达到 75000 吨/年，间位芳纶产能 7000 吨/年，对位芳纶产能 1500 吨/年，其中间位芳纶和对位芳纶产能均居全国首位，是国内芳纶行业的领军企业。

表 1：公司主要产品简介

产品名称	产能（吨）	应用领域
纽士达®氨纶	75000	各种 纺织服装 如在“三枪”、“宜而爽”、“红豆”、“雅戈尔”、“金利来”、“梦娜”、“浪莎”、“阿迪达斯”、“匹克”等知名品牌上大量应用，此外还应用于 医疗卫材及汽车内饰 。
泰美达®间位芳纶	7000	安全防护类 如防护服、防护手套等安全防护装备， 环境保护类 可加工成针刺无纺布、机织滤布，广泛应用于钢铁、筑路等行业的高温烟气过滤以及 现代工业类 在各类高温输送装备、电力变送装备、电气绝缘装备及其他工业生产领域的广泛应用。
泰普龙®对位芳纶	1500	国防军工类 广泛用于战训手套、防弹衣、防弹头盔等单兵防护装备，装甲车、直升机等武器装备领域， 汽车工业类 有汽车胶管、轮胎、同步带、刹车片、离合器面片以及 信息通讯类 几乎应用于所有的光纤光缆、新型手机电池等信息及通信产品。

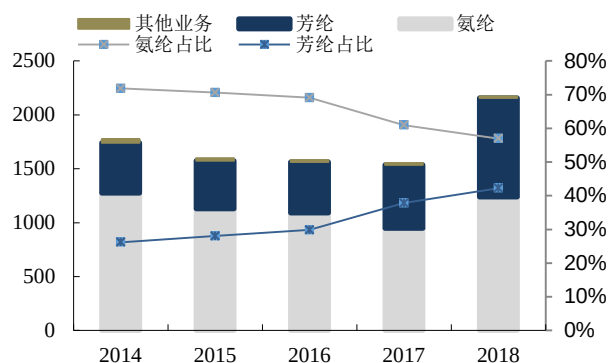
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

1.1. 公司起步于氨纶，发展于芳纶

公司原名为“烟台氨纶股份有限公司”，初期以氨纶作为主打产品，随着氨纶行业竞争加剧，供过于求，公司逐步将业务重心转向芳纶产品，分别于 2004、2011 年实现了间位芳纶产品、对位芳纶产品的工程化投产，近几年公司的芳纶业务进入到快速发展的阶段，营收所占比重逐年增加，毛利率也呈现出逐年上升的态势。

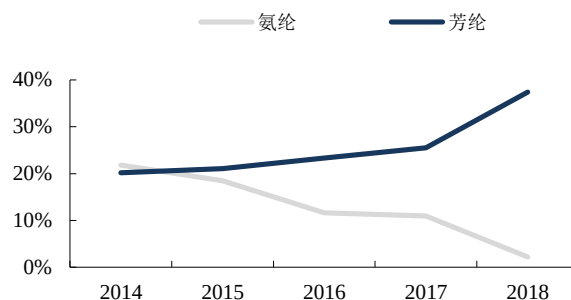
2018 年随着下游需求的增长和进口替代的加速，公司的芳纶产品处于供不应求的状态，价格大幅上涨，业绩也明显回升。公司年报显示 2018 年实现营业收入 21.72 亿元，归母净利 1.56 亿元，同比分别增长 39.7%和 56.3%。另据一季报显示，公司一季度实现营收 6.56 亿元，同比增长 49.86%；归母净利润 0.41 亿元，同比增长 14.75%。近几年来，芳纶产品的毛利率水平已达到 25%以上，并有不断增长的趋势，这也为公司盈利能力的进一步提升提供了有力的支撑。

图 1：公司分产品营收情况（单位：百万元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：公司产品毛利率变动（单位：%）

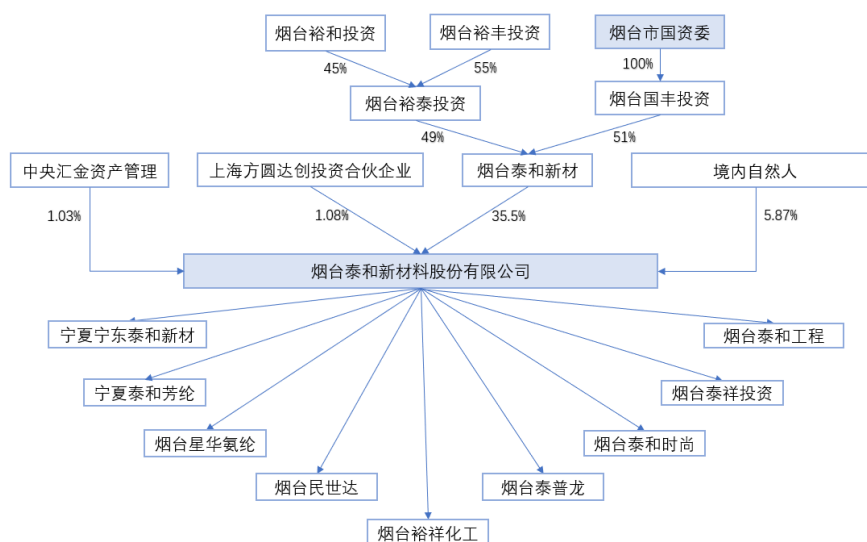


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 实际控制人为烟台国资委

公司的实际控制人为烟台市国资委，通过泰和集团持有公司 18.1%的股权。泰和新材料集团及股份公司的部分高管和骨干是烟台裕和投资和烟台裕丰投资的股东，合计间接持有公司的 17.4%的股权。另外，公司下设九个子公司，分别是：宁夏宁东泰和新材料有限公司、宁夏泰和芳纶纤维有限责任公司、烟台星华氨纶有限公司、烟台裕祥精细化工有限公司、烟台泰祥投资有限公司、烟台泰普龙先进制造技术有限公司、烟台泰和工程材料有限公司、烟台泰和时尚科技有限公司、烟台民士达特种纸业股份有限公司。

图 3：公司股权结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 实施双基地发展战略，成长空间值得期待

为满足日益增长的下游需求，应对芳纶产品全球供应紧张的局面，公司规划在未来五年继续加大投入，总投资 70 亿元，实施山东烟台、宁夏宁东双基地发展战略。公司已于 2018 年 8 月底在宁夏工厂开工建设 3000 吨/年的对位芳纶产能，预计将于 2019 年底或 2020 年初投入使用。另外，烟台产业园 12000 吨/年间位芳纶和 12000 吨/年对位芳纶项目处于规划中，待项目完成公司的芳纶产能将得到大幅度提升，竞争力也相应进一步提高。

另一方面，公司继续积极布局氨纶行业，计划利用宁夏地区的低成本优势进行扩张，拟投资 20 亿元，规划产能 6 万吨/年，目前一期 3 万吨已经建成投产。在烟台园区，公司计划用新建的 1.5 万吨高附加值差别化氨纶项目，通过新旧动能转换及产能升级，公司的氨纶业务有望扭亏为盈，成为公司重要的业绩支撑点。

表 2：公司未来五年的产能规划

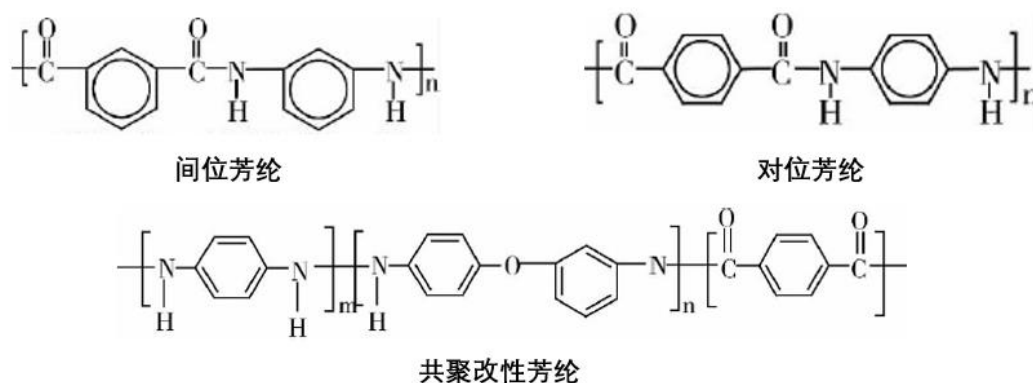
产品	产能（吨/年）	5 年规划产能（吨/年）
间位芳纶	7000	12000（烟台）
对位芳纶	1500	3000（宁夏）、12000（烟台）
氨纶	75000	30000（宁夏）、15000（烟台）

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2. 前景看好，内生增长，芳纶发展进入快车道

芳纶的全称为“聚苯二甲酰苯二胺”，指 85% 以上的酰胺键直接连在苯环上的长链合成聚酰胺纤维，连接酰胺键的为芳香环或芳香环的衍生物，具有阻燃、耐高温、高强度、高模量、绝缘等突出性能，是一类新型的特种高分子材料。目前为止，全球有 3 种芳纶实现了商业化生产，分别是间位芳纶、对位芳纶和共聚改性芳纶。

图 4：商业化芳纶结构示例

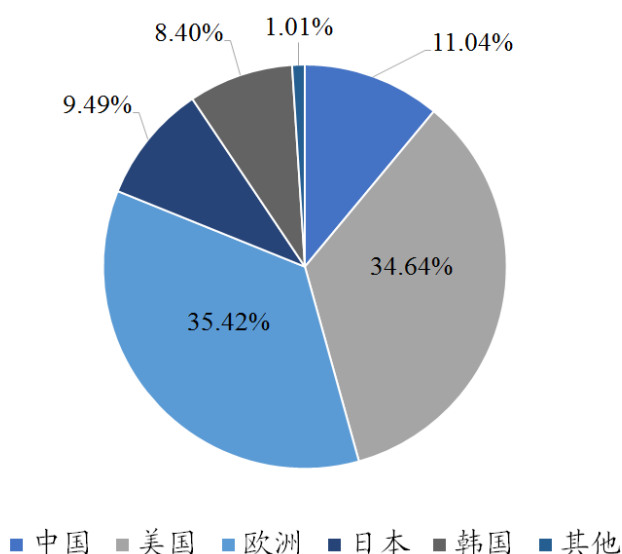


数据来源：CNKI，东吴证券研究所

2.1. 芳纶应用领域广泛，市场前景好

自从 20 世纪 60 年代芳纶美国杜邦公司开发成功并实现工业化到现在，芳纶以其优异的力学性能和稳定的化学性能被广泛应用在国防军工、航天航空、轨道交通、安全防护、环境保护和电子通信等各大新兴产业领域。根据 QYResearch 的数据，2016 年全球芳纶的总产量为 11.52 万吨，其中对位芳纶为 7.86 万吨，间位芳纶产量 3.66 万吨。在各大产区中，欧美占据了全球 70% 的市场份额，排名第一。我国于 1972 年开始了芳纶材料的研发，虽然在技术水平和规模化生产方面与国际先进水平还存在差距，但随着国内企业的快速发展，现以 11% 的产能占据全球第三的位置。在下游旺盛需求的拉动下，预计未来几年芳纶消费量仍将保持快速增长的态势，根据中国产业调研网的预测，对位芳纶需求量将以 10% 以上的速度增长。

图 5：2016 年全球芳纶产能分布



数据来源：QYResearch，东吴证券研究所

2.1.1. 安全防护：多用于军警防护和特殊工装

对位芳纶有“终极防弹材料”之称，是由于其高强度、高模量和低密度的特点，使得这种材料能够将子弹的冲击能量迅速吸收并分散转移，防护效果非常显著，被广泛应用于防弹衣、防弹头盔、搜排爆服和军警作训服等个体防护装备。另外，由于间位芳纶具有优异的阻燃性能和热湿舒适性，所以被广泛用于制作消防灭火服、阻燃战训服、石油工装、赛车服、电焊服、炉前服等防护装备。

图 6：芳纶在军警防护中的应用示例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

图 7：芳纶在特殊工装中的应用示例

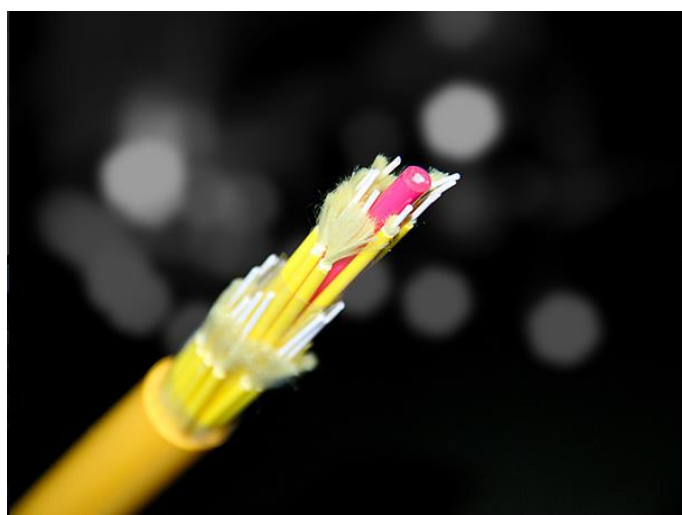


数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.2. 光纤增强：5G 建设加速利好芳纶需求

芳纶可以有效增加光缆的刚性和强度，被广泛应用在室内外光纤和电力缆的增强件上。根据国务院颁布的《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》的内容，要加快构建高速、移动、安全、泛在的新一代信息基础设施，推进信息网络技术广泛运用，形成万物互联、人机交互、天地一体的网络空间。面对积极推进第五代移动通信（5G）和超宽带关键技术研究，启动 5G 商用，超前布局下一代互联网的契机，预计未来几年通信市场将继续保持良好的发展势头，全球以及我国对光纤的需求量越来越大，相应的芳纶用量也将显著增加。

图 8：芳纶在光纤增强中的应用示例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.3. 轮胎橡胶：用作增强材料减重降耗明显

由于具有高强度、高模量及高温耐久性等特点，芳纶常常作为增强材料用于轮胎子午线及其它橡胶制品，可明显降低轮胎重量（减重 30%），降低滚动阻力，减少滚动摩擦和噪声，降低燃油消耗 3~5%，达到节能环保、延长轮胎寿命的作用。同时，芳纶用于机械部位的橡胶材料，如液压软管、传动皮带、传送带等，同样可以达到增强耐疲劳性能和延长使用寿命的效果。

图 9：芳纶在轮胎橡胶中的应用示例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

2.1.4. 高温过滤：芳纶基材有效减少粉尘排放

芳纶制成非织造布除尘袋用于高温过滤过程中时，具有优良的耐高温性和耐化学性，相关试验数据显示，在持续过滤 250℃干热烟气 1000 小时的条件下，其强力保持率可达 60% 以上，所以被广泛用于过滤水泥、钢铁、化工及食品生产等工序产生的高温气体中的粉尘，能显著减少工厂生产过程中有害污染物的排放，这对我国治理大气污染、提升空气质量具有重要意义。

图 10：芳纶在过滤袋中的应用示例



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

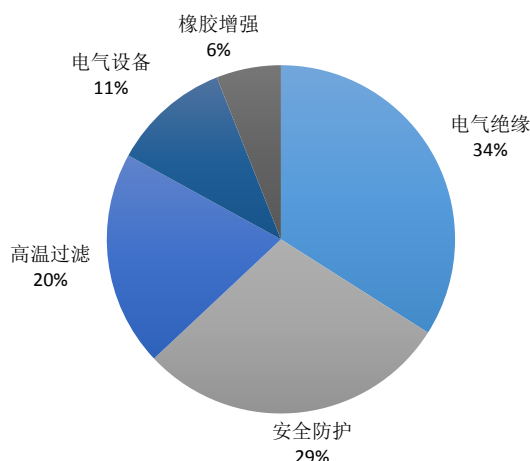
2.2. 间位芳纶具有耐高温、阻燃等特点

间位芳纶全称“聚间苯二甲酰间苯二胺”（MPIA）纤维，是由间苯二甲酰氯和间苯二胺合成的有机高分子纤维。由于酰胺键连接在两个苯环的 1 号和 3 号位置，所以在我国又被称为芳纶 1313。

2.2.1. 间位芳纶主要用于绝缘隔热和防护领域

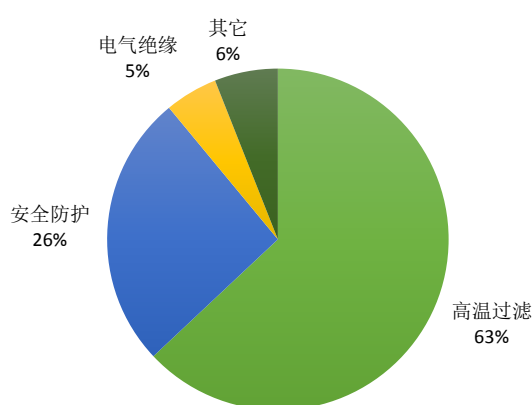
间位芳纶具有优异的耐高温、阻燃且绝缘的特点，同时由于间位芳纶的模量低且伸长率高，所以其作为织物的舒适性和手感要优于对位芳纶。正是由于上述特征，间位芳纶主要应用在电气绝缘隔热、高温防护织物和高温过滤等领域。与国际市场以电气绝缘应用为主的情况不同，我国的间位芳纶主要应用在低端的高温过滤材料市场，占比超过 60%，其次才是安全防护领域（占比 26%），而电气绝缘市场的应用仅占到 5%。

图 11：全球间位芳纶的应用领域分布



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图 12：我国间位芳纶的应用领域分布



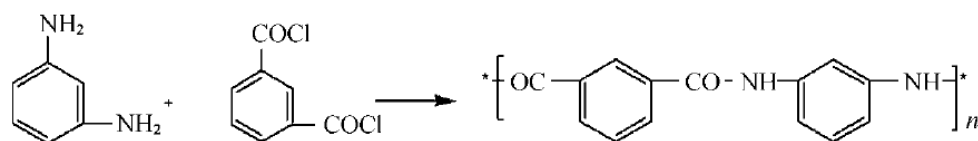
数据来源：观研天下，东吴证券研究所

2.2.2. 间位芳纶通过干法或湿法进行纺丝

芳纶主要是通过不同的单体原料缩聚反应合成成纤聚合物，然后在极性溶剂中采用干喷-湿纺技术进行液晶纺丝制备而成。

间位芳纶的生产原料是间苯二甲酰氯和间苯二胺，二者的缩聚反应通常包括界面缩聚法和溶液缩聚法。生成的缩聚物溶解在极性溶剂中通过干法或湿法进行纺丝，纺丝的过程则包括牵引、干燥和热处理等过程。

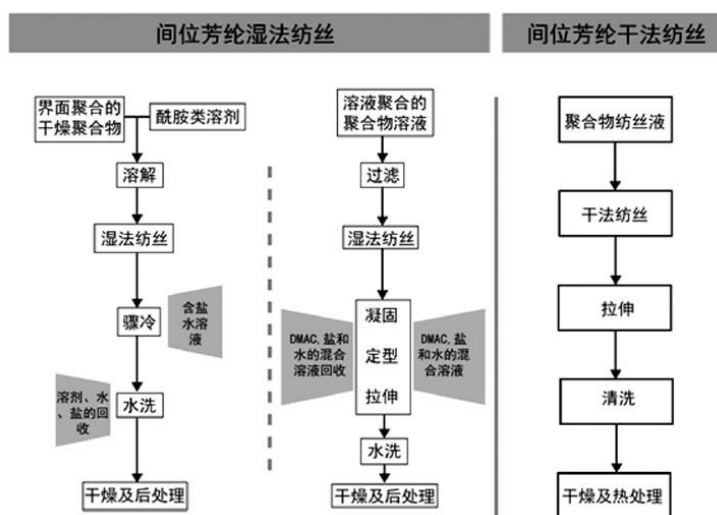
图 13：生成间位芳纶的缩聚反应



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

芳纶的纺丝工艺主要包括干法纺丝、湿法纺丝和干喷湿纺工艺三种。其中，干法纺丝和湿法纺丝的区别在于：前者在热空气流的作用下进行干燥的同时生成初生纤维，后者则是在凝固浴中生成初生纤维后再进行干燥。另外，干法纺丝的产品有长丝和短丝两种，湿法纺丝的产品则主要是短纤维、短切纤维和高强度长丝。

图 14：间位芳纶的干法纺丝和湿法纺丝示意

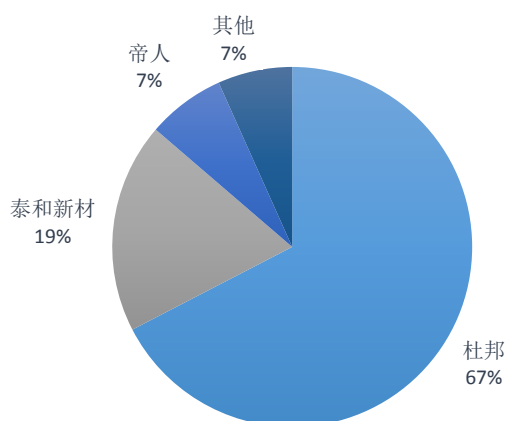


数据来源：CNKI，东吴证券研究所

2.2.3. 间位芳纶呈现高度垄断的竞争格局

相对于常规的化纤工业，芳纶产业具有高技术门槛、高资金门槛和长研发周期的特点，生产过程对仪器设备也有很高的要求，所以整个行业呈现高度集中的竞争格局，全球的芳纶产业几乎被美国杜邦、日本帝人和我国的泰和新材全部垄断。根据前瞻产业研究院的统计，2017 年全球的间位芳纶产能约为 3.7 万吨/年，杜邦公司以 2.5 万吨/年的产能高居首位，泰和新材以 0.7 万吨/年的产能位居第二，占比约 19%，第三名则是帝人公司，占比约 7%。

图 15：间位芳纶的竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

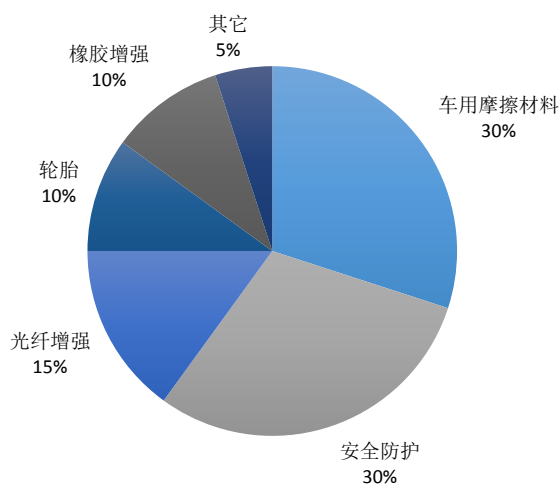
2.3. 对位芳纶具有高强度、高模量的特点

对位芳纶全称“聚对苯二甲酰对苯二胺”（PPTA）纤维，是由对苯二甲酰氯和对苯二胺合成的有机高分子纤维。由于酰胺键连接在两个苯环的 1 号和 4 号位置，所以在我国又被称为芳纶 1414 或芳纶-II。

2.3.1. 对位芳纶主要用于防护及光纤等领域

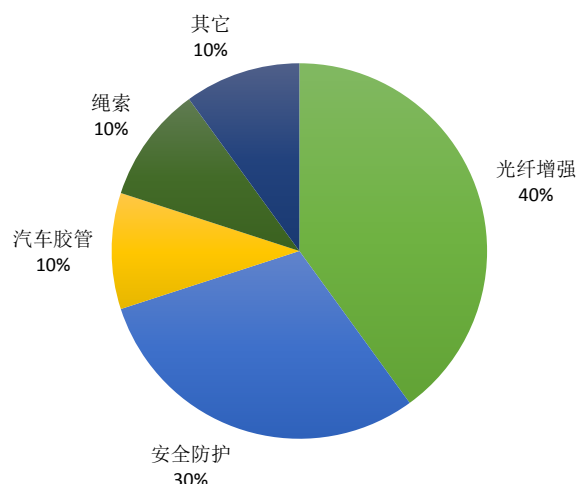
对位芳纶最突出的优点是高强度、高模量，其拉伸强度是钢丝的 5~6 倍，拉伸模量是钢丝和玻璃纤维的 2~3 倍，韧性是钢丝的 2 倍，而重量仅为钢丝的 1/5 左右，因此对位芳纶的应用领域主要集中在安全防护、防弹，橡胶制品增强和高强度缆绳等。虽然国际市场和国内市场在安全防护领域的应用占比均达到了 30%，但和国际市场以车用摩擦材料应用为主的情况不同，我国对位芳纶的第一大应用市场仍集中在光纤增强领域。

图 16：全球对位芳纶的应用领域分布



数据来源：观研天下，东吴证券研究所

图 17：我国对位芳纶的应用领域分布

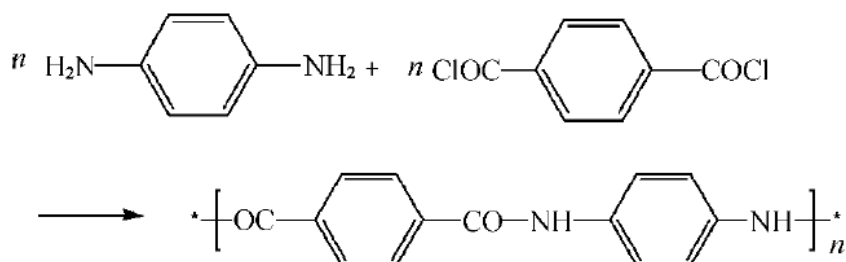


数据来源：观研天下，东吴证券研究所

2.3.2. 对位芳纶通过干喷湿纺进行纺丝

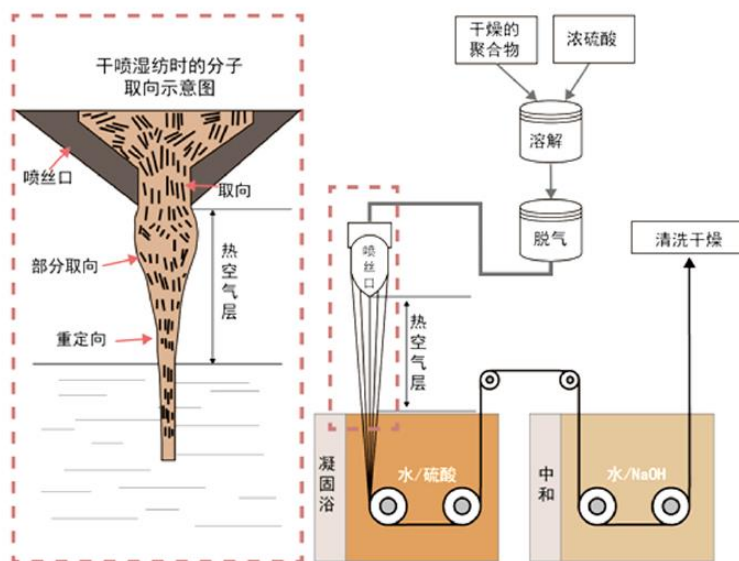
对位芳纶的生产原料是对苯二甲酰氯和对苯二胺，二者的缩聚反应必须在无水溶剂中进行。由于生成的缩聚物熔融温度高于分解温度，不能用其直接熔融纺丝，所以一般采用干喷湿纺的工艺，将缩聚物先溶于浓硫酸中，先通过热空气层形成纤维，再进入冷水浴中除酸，最后在滚筒上进行干燥得到对位芳纶纤维产品。

图 18：生成对位芳纶的缩聚反应



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

图 19：对位芳纶的干喷湿纺工艺示意

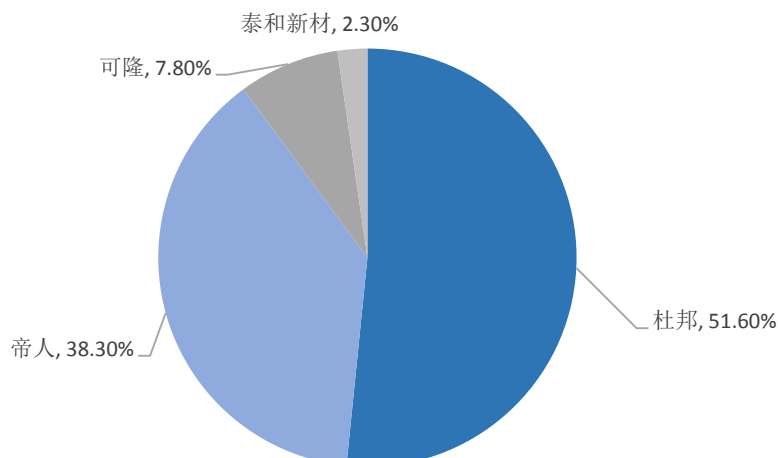


数据来源：CNKI，东吴证券研究所

2.3.3. 对位芳纶的国产化进程相对缓慢

和间位芳纶类似的是，对位芳纶行业也呈现出高度垄断的格局，市场基本被美国杜邦、日本帝人、韩国可隆和我国的泰和新材四家公司垄断；但不同的是，对位芳纶纤维的国产化进程相对缓慢，我国主要依赖进口、严重受制于人的情况更加突出。根据前瞻产业研究院的统计，2017 年全球的对位芳纶产能约为 8 万吨/年，其中杜邦公司超过一半的市场份额，帝人公司位居第二，占比约 38%，第三名是韩国可隆，占比约 8%。

图 20：对位芳纶的竞争格局



数据来源：前瞻产业研究院，东吴证券研究所

2.4. 芳纶列入战略新兴产业，公司发展动力强

作为三大高性能纤维之一的芳纶，目前已被列入国家战略性新兴产业。国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中明确提出“提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平”，可见促进芳纶纤维及其复合材料产业的快速发展，对于提高我国高端装备制造业和电子信息材料产业的竞争力具有非常重要的意义。

为满足市场需求的增长，响应国家发展战略，未来五年公司在产能方面继续加大投入，实施山东烟台、宁夏宁东双基地发展战略，其中，宁夏工厂 3000 吨/年的对位芳纶产能已于 2018 年 8 月底开工建设，预计将于 2019 年底或 2020 年初投入使用，烟台产业园 12000 吨/年间位芳纶和 12000 吨/年对位芳纶项目处于规划中。

除此之外，公司还拥有业内一流的销售队伍和销售网络体系，经销商和大客户资源优良，建立了以产品应用为主线，以各专业区域为重点，辐射全国市场的国内销售网络，同时在欧洲、美洲、亚洲和非洲市场均有布局。

图 21：公司的营销网络



数据来源：公司官网，东吴证券研究所

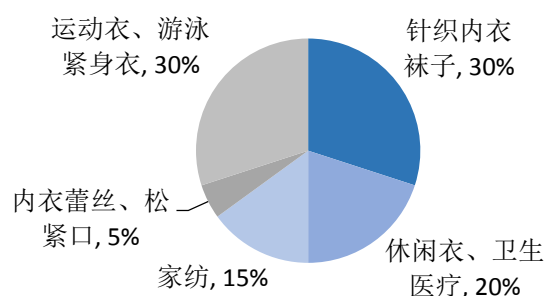
3. 需求稳定，格局优化，氨纶有望走出行业寒冬

氨纶，全称聚氨基甲酸酯纤维，国际通用名为斯潘德克斯(Spandex)，具有高延伸性（可拉伸 5~8 倍）、高弹性恢复，同时耐腐蚀、耐热、抗老化和对染料有良好亲和性等特点。氨纶不能单独织布，一般会以 3~10%的比例与其他原料织在一起，被广泛用在运动装、紧身服、泳衣、高弹袜、内衣、医用绷带及鞋底等衣物上。

3.1. 需求稳定，供给有增，价格仍处下降通道

目前，氨纶最主要的下游需求还是来自纺织服装类，所谓“无氨不成布”，也印证了氨纶成分对于纺织服装的重要性。根据智研咨询的统计数据，氨纶下游应用中占比最大的是分别是运动衣、泳衣和针织内衣、袜子等，占比各为 30%；其次是休闲衣和医疗用品等，占比约为 20%；家纺类应用则占比 15%左右。

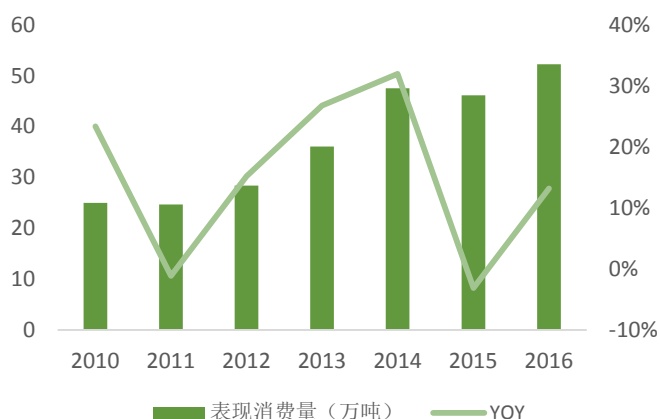
图 22：氨纶的下游应用分布



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

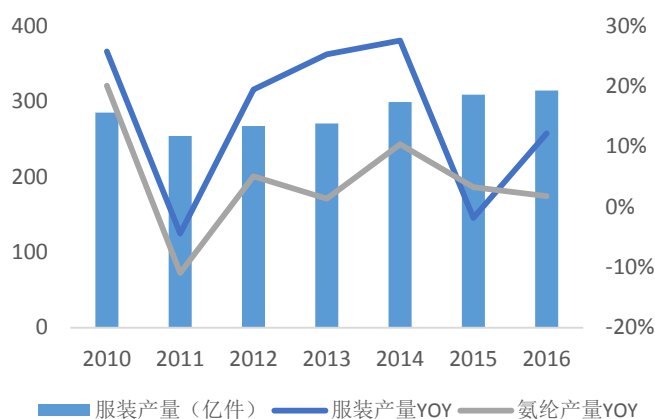
从需求角度来看,受益于国内消费升级和纺织品出口的增长,我国氨纶的消费量从 2010 年 25 万吨增长到 2016 年的 52.3 万吨,复合增长率达 13.1%。氨纶产量增速明显与服装产量增速呈现正相关趋势,根据智研咨询的预测,未来几年国内氨纶的需求增速将维持在 8%左右,其增长动力主要来源于消费升级、出口回暖及应用领域扩大三个方面。

图 23: 我国氨纶表现消费量情况 (单位: 万吨)



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

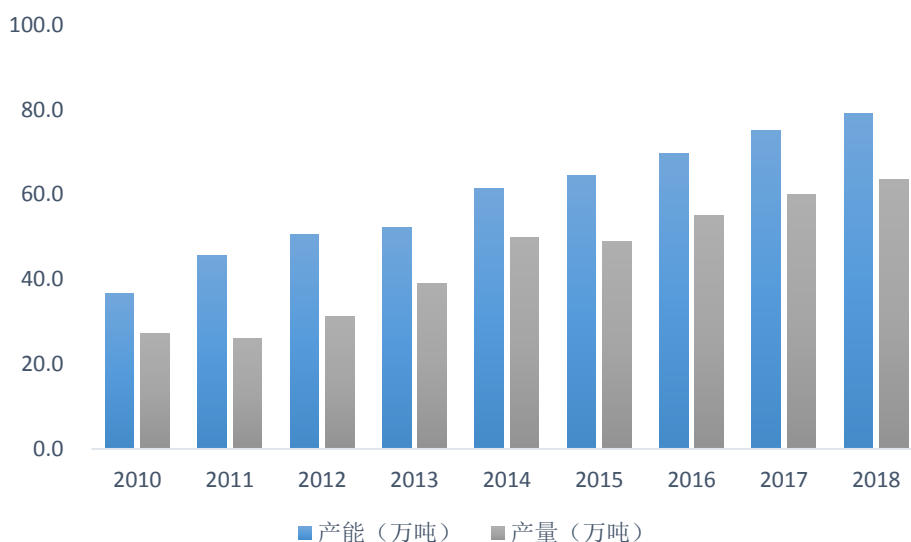
图 24: 氨纶与服装产量增速呈正相关 (单位: 亿件)



数据来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

从供给角度来看,近些年来我国氨纶产能一直处于扩张的状态,卓创资讯的统计数据显示,2018 年国内氨纶总产能达到 79.2 万吨,实际产量为 63.6 万吨,产能利用率约为 80.3%,行业供大于求的局面仍比较明显。

图 25: 2010~2018 我国氨纶产能及产量 (单位: 万吨)

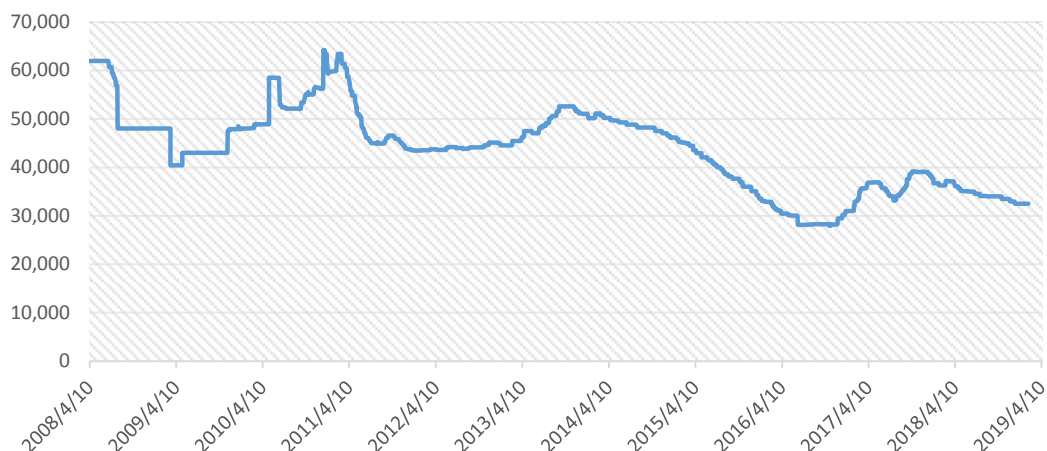


数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

另一方面,尽管 2017 年随着整个纺织服装行业回暖和相关企业库存紧张,氨纶产品的价格出现过短暂的回升,但供需矛盾仍是整个行业的核心矛盾,由于产能扩张速度

快于下游需求的增长速度，氨纶产品价格继续走低，行业仍处低迷状态。

图 26：氨纶 40D 产品的价格走势（单位：元/吨）

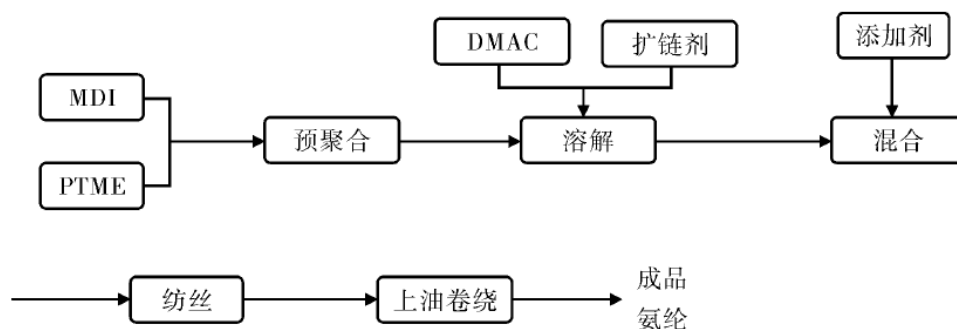


数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

3.2. 环保趋严，洗牌加速，行业集中度有望提高

目前，氨纶的生产工艺主要有四种，即干法、湿法、熔融法及化学纺丝法。其中干法过程是以二异氰酸酯（MDI）和醚二醇（PTMEG）为原料，在有机溶剂（DMF）或（DMAC）氛围中成丝，该工艺因过程成熟、产品质量好，成为现有主流生产工艺，贡献了 80% 以上的氨纶产量。

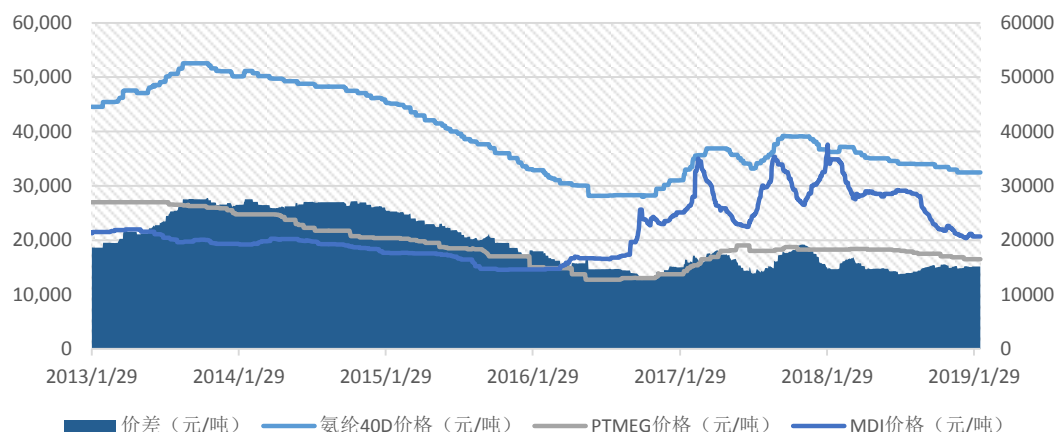
图 27：干法制氨纶工艺流程示意



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

在干法工艺中，每生产 1 吨氨纶大约需要 0.8 吨 PTMEG 和 0.2 吨 MDI，其中 PTMEG 价格近两年来稳中有降，MDI 则由于整体供应充裕及下游需求疲软于 2018 年下半年开始一路下降，成本的下降使得氨纶-原料价差也有所修复，但整体看仍处于历史低位。

图 28：氨纶价差走势（单位：元/吨）



数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

随着环保监管的趋严，氨纶行业许多中小生产企业受到较大的影响，面临“关停并转”的局面。卓创资讯的统计数据显示，截至 2018 年，行业内已有 4.4 万吨产能退出，预计未来行业格局将发生较大变化，产能将向少数龙头企业集中的趋势会越来越明显。根据相关企业的规划，截至 2018 年 4 月新规划的产能约有 24 万吨，其中龙头企业华峰氨纶以 10 万吨/年的新产能计划位居第一，其次是泰和新材和新乡化纤，可见未来的市场竞争将主要在龙头企业之间展开。

表 3：国内氨纶已关停产能统计（单位：万吨/年）

公司名称	产能（万吨/年）	关停时间
邦联氨纶	2.2	2011
龙山氨纶	0.7	2016
杭州蓝孔雀	0.5	2018
五环氨纶	0.4	2011
舒美尔氨纶	0.4	2015
华莱氨纶	0.3	2016
关停产能合计	4.4	

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

表 4：国内氨纶新规划产能统计（单位：万吨/年）

公司名称	产能（万吨/年）	预计投产时间
晓星衢州	4.0	2020
华峰氨纶	10.0	2020
泰和新材	6.0	2020
新乡化纤	4.0	2019
规划产能合计	24.0	

数据来源：卓创资讯，东吴证券研究所

3.3. 布局宁夏基地，进一步强化成本优势

公司于 2017 年 12 月 7 日发布公告拟收购宁夏越华氨纶资产，并将氨纶产业转移至宁夏地区。由于宁夏地区煤资源丰富，煤炭、工业用电的价格远低于东部沿海地区，能源成本优势明显。同时，越华新材料位于宁夏宁东能源化工基地内，相关配套完善，原料采购便捷，物流成本也将进一步降低。

越华氨纶在宁夏地区规划的年产 6 万吨环保型差别化氨纶项目占地面积 600 亩，一期规模为 3 万吨/年，目前已经建成投产。公司在行业寒冬逆势扩张，积极向中西部战略转移氨纶产能，在贯彻原有差别化竞争策略的基础上，有望通过降低能源等成本压力，进一步提高公司在氨纶行业的竞争地位。

4. 盈利预测与估值

关键假设：

氨纶产能 2019 年释放 60000 吨产量，2020/2021 年 75000 吨产能满产；考虑到芳纶行业景气度高，下游需求旺盛，公司的新增产能可以顺利消化，对位芳纶产能 2020 年释放 3000 吨产量，2021 年释放 4500 吨产量；间位芳纶则维持每年 7000 吨产量。

间位芳纶的价格稳定在 10 万元/吨，对位芳纶的价格稳定在 20 万元/吨，氨纶均价则维持在 2018 年的水平。

盈利预测与估值：我们预计公司 2018-2020 年的营业收入分别为 25.06 亿元、31.77 亿元和 34.77 亿元，归母净利润分别为 2.15 亿元、3.28 亿元和 5.23 亿元，EPS 分别为 0.35 元、0.54 元和 0.86 元，当前股价对应的 PE 分别为 30X、20X 和 12X。参考芳纶、氨纶行业的平均估值水平及行业集中度有望继续提高的趋势，同时考虑到公司所处的行业龙头地位及新增产能带来成长性的预期，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：泰和新材盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
氨纶	营业收入（百万元）	1238.33	1486.00	1857.50	1857.50
	毛利	27.32	57.01	114.13	201.30
芳纶	营业收入（百万元）	918.01	1000.00	1300.00	1600.00
	毛利	343.45	332.50	490.00	647.50
其他	营业收入（百万元）	16.14	20.00	20.00	20.00
	毛利	5.58	4.00	4.00	4.00

数据来源：wind，东吴证券研究所整理

表 6：可比公司估值表（截至 2019 年 6 月 3 日）

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
泰和新材	64.75	10.60	0.26	0.35	0.54	41.41	30.18	19.73	2.95
华峰氨纶	82.67	4.93	0.27	0.33	0.43	15.78	14.93	11.53	2.17
光威复材	176.19	33.99	1.02	0.93	1.19	35.20	36.69	28.67	6.15

数据来源：Wind 资讯（除泰和新材外为 wind 一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

5.1. 芳纶产品价格下降

2018 年受供求关系的影响，芳纶产品价格涨幅较大，未来随着新产能的投放，芳纶价格存在下行风险。

5.2. 氨纶行业需求疲软

氨纶的下游应用集中在纺织服装行业，如果纺织服装行业出口受限、需求疲软，将对氨纶需求产生影响。

5.3. 项目建设进度低于预期

公司新建产能较多，且分散在宁夏、烟台两个区域，存在项目建设进度不达预期的风险。

泰和新材三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,024	1,656	2,632	2,260	营业收入	2,172	2,506	3,177	3,477
现金	359	72	499	532	减:营业成本	1,796	2,112	2,569	2,625
应收账款	87	141	148	168	营业税金及附加	19	24	30	33
存货	546	382	747	407	营业费用	76	63	95	104
其他流动资产	1,032	1,062	1,238	1,154	管理费用	72	75	95	104
非流动资产	1,771	1,797	2,009	1,931	财务费用	-5	23	27	20
长期股权投资	40	49	58	67	资产减值损失	19	0	0	0
固定资产	1,502	1,518	1,715	1,627	加:投资净收益	13	10	11	11
在建工程	29	28	31	28	其他收益	0	0	0	0
无形资产	67	69	72	76	营业利润	158	219	371	603
其他非流动资产	133	133	133	133	加:营业外净收支	-0	-0	-1	-1
资产总计	3,795	3,453	4,641	4,191	利润总额	158	219	370	602
流动负债	1,284	782	1,672	715	减:所得税费用	8	28	42	64
短期借款	12	126	12	12	少数股东损益	-6	-24	0	15
应付账款	979	484	1,295	522	归属母公司净利润	156	215	328	523
其他流动负债	293	172	365	181	EBIT	148	216	366	587
非流动负债	54	54	54	54	EBITDA	358	423	614	876
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	54	54	54	54	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,337	836	1,726	768	每股收益(元)	0.26	0.35	0.54	0.86
少数股东权益	301	278	278	293	每股净资产(元)	3.53	3.83	4.32	5.12
					发行在外股份(百万股)	611	611	611	611
归属母公司股东权益	2,156	2,340	2,637	3,130	ROIC(%)	6.3%	7.5%	12.0%	16.5%
负债和股东权益	3,795	3,453	4,641	4,191	ROE(%)	6.1%	7.3%	11.3%	15.7%
					毛利率(%)	17.3%	15.7%	19.1%	24.5%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	7.2%	8.6%	10.3%	15.0%
经营活动现金流	98	-126	1,049	283	资产负债率(%)	35.2%	24.2%	37.2%	18.3%
投资活动现金流	-692	-222	-450	-200	收入增长率(%)	39.7%	15.4%	26.8%	9.4%
筹资活动现金流	111	61	-172	-51	净利润增长率(%)	56.3%	37.2%	52.9%	59.3%
现金净增加额	-481	-287	428	33	P/E	41.41	30.18	19.73	12.39
折旧和摊销	210	206	248	289	P/B	3.00	2.77	2.45	2.07
资本开支	321	17	203	-87	EV/EBITDA	18.09	16.21	10.27	7.18
营运资本变动	-195	-535	456	-553					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性:预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持:预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

