

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年10月19日

**市场数据**

目前股价	10.43
总市值（亿元）	63.71
流通市值（亿元）	63.71
总股本（万股）	61,083
流通股本（万股）	61,083
12个月最高/最低	13.03/10.07

**分析师**

分析师：吴轩 S1070519040001

☎ 021-61680360

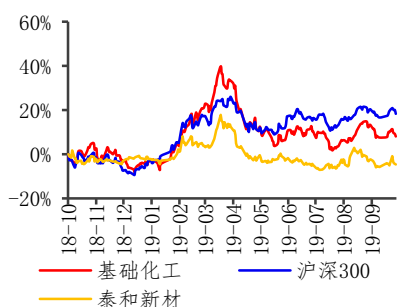
✉ wu\_xuan\_cgws.com

联系人（研究助理）：张玉龙

S1070119070024

☎ 021-31829730

✉ zhangyulong\_cgws.com

**股价表现**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;芳纶业务继续向好，氨纶业务拖累业绩&gt;&gt;

2019-08-18

&lt;&lt;芳纶业务高景气，业绩快速增长&gt;&gt;

2019-02-20

# 三季报业绩符合预期，芳纶新产能有望年底投产提升业绩

——泰和新材（002254）公司动态点评

**盈利预测**

单位：百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1555	2172	2589	3158	3897
YoY(%)	-1.6%	39.7%	19.2%	22.0%	23.4%
净利润	100	156	208	272	346
YoY(%)	70.1%	56.3%	32.8%	30.8%	27.2%
摊薄 EPS	0.16	0.26	0.34	0.44	0.57
P/E(倍)	63.24	40.47	30.48	23.29	18.31

资料来源：长城证券研究所

- 事件：**公司发布 2019 年三季度业绩报告，报告期内公司实现营收 18.71 亿元，同比增长 19.19%；归母净利润 1.51 亿元，同比增加 6.92%；扣非归母净利润 1.33 亿元，同比增长 1.77%。公司第三季度单季实现营收 6.03 亿元，同比增长 5.10%，环比下降 1.63%，实现归母净利润 0.57 亿元，同比增长 39.32%，实现扣非归母净利润 0.52 亿元，同比增长 35.56%。
- 价差继续收窄，氨纶行业仍处调整期：**2019Q3，氨纶、PTMEG 和纯 MDI 的市场均价分别为 30033 元/吨、15414 元/吨和 18129 元/吨，同比分别下降 13.22%、15.46%和 35.19%；氨纶 40D、30D 和 20D 价差分别为 14077 元/吨、19536 元/吨和 20619 元/吨，同比分别下降 351 元/吨、94 元/吨和 252 元/吨，环比分别下降 208 元/吨、505 元/吨和 220 元/吨，当前氨纶价差仍在不断收窄。产能方面，目前国内氨纶产能约 80 万吨/年，需求约 60 万吨/年。受供应过剩、中美贸易摩擦等因素影响，市场持续低迷，产品价格不断下滑。另一方面，氨纶行业处于调整期，“小散乱”企业受环保政策趋严影响频频退出，行业供需格局正在重塑。公司此前收购宁夏越华氨纶资产，将氨纶业务转移至能源成本具有明显优势的宁夏基地，目前一期规模为 3 万吨/年的产能已经建成投产。我们认为随着公司宁夏基地氨纶的稳定生产及行业格局的逐步改善，公司氨纶业务盈利能力有望逐步好转。
- 对位芳纶进口依赖度高，新产能投放有望提升公司业绩。**目前全球间位芳纶和对位芳纶的需求量分别为 8 万吨/年和 4 万吨/年，产能主要集中在美国杜邦和日本帝人等外资企业。而国内间位芳纶和对位芳纶有效产能分别为 1 万吨/年和 2500 吨/年，其中对位芳纶国内需求量超过 1 万吨/年，进口依赖度较高。公司作为国内芳纶行业龙头企业，目前拥有间位、对位芳纶产能分别为 7000 吨/年和 1500 吨/年，芳纶产线处于满负荷状态，但仍无法满足市场需求。公司宁夏基地在建 3000 吨/年对位芳纶项目有望于 2019 年底完工投产，根据可研报告，新增产能投放后有望增厚公司 4.28

亿元营收及 1.02 亿元利润。此外，公司烟台基地还在建设 8000 吨/年防护用高性能间位芳纶，预计 2020 年三季度投产，未来随着新增产能的逐步投放，公司盈利能力有望不断增强。

- **投资建议：**公司是国内芳纶行业龙头企业，目前芳纶产品满产满销，公司新建对位芳纶新产能有望于今年年底投放，公司业绩增长确定性较高。另外，尽管当前氨纶业务处于亏损状态，但随着宁夏基地氨纶稳定生产及行业供需格局的逐步改善，公司氨纶业务成本将得到有效控制，盈利能力有望逐步好转。我们看好公司长期发展，预计公司 2019-2021 年，实现营收 25.89 亿，31.58 亿，38.97 亿，同比增长 19.2%，22.0%，23.4%；实现归母净利润 2.08 亿，2.72 亿，3.46 亿，同比增长 32.8%，30.8%，27.2%，对应 PE 依次为 30.48、23.29、18.31 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**产能投放不及预期，市场开拓不及预期。

## 附：盈利预测表

利润表						主要财务指标					
单位: 百万元											
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1554.90	2172.48	2589.07	3157.75	3897.41	<b>成长能力</b>					
营业成本	1301.17	1796.13	2114.02	2529.86	3105.44	营业收入增长	-1.6%	39.7%	19.2%	22.0%	23.4%
营业费用	54.57	75.89	90.62	110.52	132.51	营业成本增长	-3.0%	38.0%	17.7%	19.7%	22.8%
管理费用	98.89	71.71	82.85	101.05	124.72	营业利润增长	77.7%	28.3%	50.9%	30.8%	27.2%
研发费用	0.00	78.83	93.21	119.99	148.10	利润总额增长	65.0%	28.1%	51.3%	30.8%	27.2%
财务费用	-1.72	-4.63	-6.84	-5.25	-5.74	净利润增长	70.1%	56.3%	32.8%	30.8%	27.2%
其他收益	34.73	28.82	31.78	30.30	31.04	<b>获利能力</b>					
投资净收益	11.48	12.83	15.01	11.97	12.06	毛利率(%)	16.3%	17.3%	18.3%	19.9%	20.3%
<b>营业利润</b>	123.33	158.20	238.68	312.25	397.23	销售净利率(%)	6.9%	6.9%	8.0%	8.6%	8.9%
营业外收支	-0.21	-0.44	0.00	0.00	0.00	ROE(%)	4.9%	6.1%	7.9%	9.4%	10.9%
<b>利润总额</b>	123.12	157.76	238.68	312.25	397.23	ROIC(%)	7.1%	8.2%	12.5%	17.2%	21.1%
所得税	16.38	7.88	31.03	40.59	51.64	<b>营运效率</b>					
少数股东损益	6.68	-6.47	0.00	0.00	0.00	销售费用/营业收入	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%
<b>净利润</b>	100.07	156.36	207.65	271.66	345.59	管理费用/营业收入	6.4%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
						研发费用/营业收入	0.0%	3.6%	3.6%	3.8%	3.8%
						财务费用/营业收入	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.1%
						投资收益/营业利润	9.3%	8.1%	6.3%	3.8%	3.0%
						所得税/利润总额	13.3%	5.0%	13.0%	13.0%	13.0%
						应收账款周转率	3.40	5.10	0.00	0.00	0.00
						存货周转率	5.32	4.55	3.90	4.40	5.00
						流动资产周转率	1.00	1.20	1.21	1.27	1.36
						总资产周转率	0.60	0.68	0.66	0.72	0.80
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	16.4%	35.2%	35.8%	38.4%	38.0%
						流动比率	4.28	1.58	1.58	1.54	1.58
						速动比率	3.21	0.63	0.74	0.82	0.90
						<b>每股指标 (元)</b>					
						EPS	0.16	0.26	0.34	0.44	0.57
						每股净资产	3.32	3.53	3.82	4.21	4.72
						每股经营现金流	0.77	0.61	1.01	1.22	1.26
						每股经营现金/EPS	4.73	2.38	2.98	2.74	2.23
						<b>估值比率</b>					
						P/E	63.24	40.47	30.48	23.29	18.31
						PEG	-4.52	3.63	0.63	0.64	0.57
						P/B	3.12	2.94	2.71	2.46	2.20
						EV/EBITDA	21.56	17.68	13.21	10.05	7.74
						EV/SALES	3.68	2.91	2.32	1.80	1.39
						EV/IC	2.76	2.86	2.53	2.17	1.86
						ROIC/WACC	0.67	0.78	1.19	1.64	2.00
						REP	4.11	3.66	2.13	1.33	0.93

资产负债表					
单位: 百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	1608.13	2023.98	2267.74	2717.60	3021.09
货币资金	804.74	358.61	657.46	995.41	1247.24
应收票据及应收账款合计	401.22	450.87	403.52	438.54	470.85
其他应收款	1.79	2.00	2.32	2.54	3.03
存货	243.24	546.40	537.71	612.22	629.95
<b>非流动资产</b>	1010.87	1770.79	1833.51	1949.42	2112.38
固定资产	875.22	1501.53	1548.50	1651.95	1797.75
<b>资产总计</b>	2619.00	3794.77	4101.25	4667.02	5133.46
<b>流动负债</b>	375.68	1283.75	1433.83	1759.73	1916.80
短期借款	6.76	11.70	9.23	10.47	9.85
应付账款	278.12	1177.83	1306.61	1626.91	1765.18
<b>非流动负债</b>	54.19	53.74	33.03	31.78	33.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>负债合计</b>	429.87	1337.49	1466.86	1791.51	1950.54
<b>股东权益</b>	2189.13	2457.28	2634.39	2875.51	3182.92
股本	610.83	610.83	610.83	610.83	610.83
留存收益	1192.06	1317.88	1484.00	1701.33	1977.80
少数股东权益	158.89	301.50	301.50	301.50	301.50
<b>负债和股东权益</b>	2619.00	3794.77	4101.25	4667.02	5133.46

现金流量表					
单位: 百万元					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	307.38	98.39	619.78	744.44	771.01
其中营运资本减少	211.57	41.14	207.65	212.76	106.02
<b>投资活动现金流</b>	104.13	-692.28	-278.49	-380.34	-487.18
资本支出	8.11	321.30	60.48	106.04	152.93
<b>筹资活动现金流</b>	-84.64	111.24	-42.44	-26.15	-32.00
<b>现金净增加额</b>	325.13	-480.66	298.85	337.95	251.83

资料来源: 公司公告、长城证券研究所预测

**研究员承诺**

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，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，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

**行业评级：**

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>