

年报业绩符合预期，芳纶放量带动成长

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2019 年年报, 2019 年实现营业收入 25.4 亿元, 同比增长 17.0%; 实现归母净利润 2.2 亿元, 同比增长 38.3%, 扣非归母净利润 1.6 亿元, 同比增长 28.9, EPS 为 0.35 元。
- **氨纶价跌量增拖累业绩, 芳纶产销两旺增厚业绩。** 公司是国内芳纶、氨纶行业龙头, 具备间位芳纶产能 7000 吨/年、间位芳纶产能 4500 吨/年 (其中宁夏基地 3000 吨/年产能仍在安装调试)、氨纶产能 7.5 万吨/年。2019 年产量 5.8 万吨, 同比下降 1.8%, 销量 6.3 万吨, 同比上升 28.2%。公司销售增量主要来自氨纶, 预计销量在 5.5 万吨左右, 同比增长超过 30%, 氨纶板块实现营收 15.1 亿元, 同比增长 21.8%, 毛利率降低 2.1pp 至 0.2%, 主要由于行业产能过剩, 氨纶价格持续下降。氨纶 40D 价格由 2019 年初 33000 元/吨下跌至年末 29500 元/吨, 跌幅超过 10%, 2019 年度均价 31100 元/吨, 同比下降 12%。公司芳纶保持满产满销, 芳纶板块营收 10.1 亿元, 同比增长 10.0%, 毛利率提升 6.8ppts 至 44.2%, 间位芳纶持续优化产品结构, 以项目为抓手引导市场需求; 对位芳纶开发高端应用领域, 不断优化客户结构。
- **氨纶板块调结构、降成本, 宁夏基地实现扭亏。** 2019 年国内氨纶产能约 85 万吨/年, 产量 68.5 万吨, 开工率 80%, 预计 2020 年氨纶达到 87 万吨, 同比增长 2.6%, 表观需求 68.5 万吨, 同比增长约 4.5%, 行业仍处于供过于求局面。目前行业半数以上产能处于亏损状态, 我们认为未来行业将向着集中化、低成本化、差异化的趋势发展, 龙头企业优势将愈加突出。公司目前氨纶实施宁夏、烟台双基地, 宁夏基地随着开工负荷提高, 已经实现扭亏为盈, 全年营收 6.5 亿元, 亏损约 1850 万元, 其中上半年营收 3.1 亿元, 亏损约 3950 万元, 下半年营收 3.4 亿元, 净利润约 2100 万元。公司宁夏基地能源成本、折旧均较烟台基地具备优势, 随着宁夏基地新产能效率不断提高, 烟台老基地负荷降低, 看好公司氨纶板块扭亏。
- **公司芳纶进入产能投放期, 氨纶向低成本化、差异化发展。** 公司宁夏基地 3000 吨/年对位芳纶产能, 已于 2020 年初投产, 目前国内对位芳纶产能约 5500 吨/年, 需求 10000 吨/年, 其中公司产能 4500 吨/年, 新增产能将受益于国产化替代贡献业绩增量; 烟台基地在建 4000 吨/年防护用高性能间位芳纶, 预计 2020 年三季度投产。氨纶方面, 公司目前在建宁夏基地二期 3 万吨/年绿色差别化纤维、烟台基地 1.5 万吨高效差别化粗旦氨纶, 预计 2021 年建成投产, 将逐步替代老旧产能, 降低成本, 提高氨纶盈利能力。公司规划 2022 年形成间位芳纶年产能 1.2 万吨, 对位芳纶年产能 1.2 万吨, 氨纶年产能 9 万吨, 芳纶纸年产能 3000 吨, 发展空间广阔。
- **吸收合并泰和集团, 发行股份收购民士达, 实施芳纶纸基材料产业化。** 泰和集团目前是公司控股股东, 公司拟发行股份吸收合并母公司, 实现集团整体上市。民士达主营芳纶纸及其衍生产品的研发、生产及销售, 拥有芳纶纸产能 2200 吨/年, 公司直接持有民士达 15.0% 股份, 泰和集团持有民士达 16.8% 股份, 公司拟发行股份收购 65.0% 股份, 交易完成后公司将持有民士达 96.9% 股份。同

西南证券研究发展中心

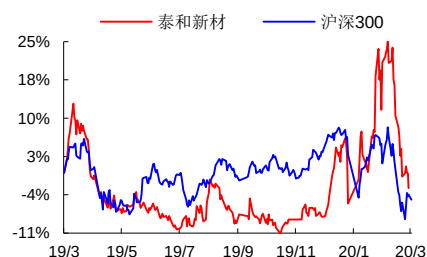
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

分析师: 周峰春
执业证号: S1250519080005
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.11
流通 A 股(亿股)	6.11
52 周内股价区间(元)	10.08-14.22
总市值(亿元)	67.50
总资产(亿元)	43.05
每股净资产(元)	3.84

相关研究

1. 泰和新材(002254): 业绩快报符合预期, 芳纶扩产氨纶复苏, 看好未来发展 (2020-03-02)
2. 泰和新材(002254): 收购民士达延伸下游, 吸收合并集团实现整体上市 (2019-12-09)

时，公司拟非公开发行股票募集不超 5 亿元配套资金，用于年产 3000 吨高性能芳纶纸基材料产业化项目。未来公司主营业务将向下游进一步延伸，高性能芳纶纤维产业链更加完善。

- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑公司发行股份，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.49 元、0.75 元和 0.97 元，对应 PE 分别为 23 倍、15 倍和 11 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**氨纶、对位芳纶、间位芳纶价格大幅下跌的风险、原材料价格大幅上涨的风险、新建项目建设进度不及预期的风险。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2541.97	2800.18	3556.75	4131.88
增长率	17.01%	10.16%	27.02%	16.17%
归属母公司净利润（百万元）	216.28	298.93	456.05	591.07
增长率	38.32%	38.21%	52.56%	29.61%
每股收益 EPS（元）	0.35	0.49	0.75	0.97
净资产收益率 ROE	7.88%	10.03%	13.42%	15.18%
PE	31	23	15	11
PB	2.48	2.28	2.01	1.75

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2541.97	2800.18	3556.75	4131.88	净利润	214.57	296.57	449.82	584.69
营业成本	2080.64	2214.97	2758.29	3125.13	折旧与摊销	0.25	31.77	53.59	71.78
营业税金及附加	20.23	24.67	30.29	35.21	财务费用	-1.31	0.32	-0.25	0.02
销售费用	87.13	96.97	122.93	142.71	资产减值损失	-17.54	10.00	10.00	10.00
管理费用	81.67	128.81	139.46	166.49	经营营运资本变动	-44.94	-17.38	-86.04	-5.17
财务费用	-1.31	0.32	-0.25	0.02	其他	139.15	-11.43	-20.68	-21.09
资产减值损失	-17.54	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	290.17	309.86	406.45	640.23
投资收益	17.60	10.00	10.00	10.00	资本支出	1503.79	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	-1.89	0.00	0.00	0.00	其他	-1712.16	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	1.70	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-208.37	-290.00	-290.00	-290.00
营业利润	245.61	336.13	506.02	662.33	短期借款	-11.70	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.13	0.89	1.08	1.19	长期借款	811.49	0.00	0.00	0.00
利润总额	247.74	337.01	507.10	663.52	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	33.18	40.44	57.28	78.82	支付股利	0.00	-59.43	-56.27	-84.69
净利润	214.57	296.57	449.82	584.69	其他	-318.60	-88.73	5.25	4.98
少数股东损益	-1.71	-2.36	-6.23	-6.38	筹资活动现金流净额	481.18	-148.16	-51.03	-79.71
归属母公司股东净利润	216.28	298.93	456.05	591.07	现金流量净额	564.60	-128.30	65.43	270.52
资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	909.91	781.60	847.03	1117.55	成长能力				
应收和预付款项	481.25	570.33	707.59	822.61	销售收入增长率	17.01%	10.16%	27.02%	16.17%
存货	424.50	522.20	655.56	724.93	营业利润增长率	55.25%	36.85%	50.55%	30.89%
其他流动资产	248.82	260.74	305.36	339.27	净利润增长率	43.15%	38.22%	51.67%	29.98%
长期股权投资	43.33	43.33	43.33	43.33	EBITDA 增长率	-32.75%	50.57%	51.91%	31.24%
投资性房地产	34.36	34.36	34.36	34.36	获利能力				
固定资产和在建工程	0.00	285.45	549.08	794.51	毛利率	18.15%	20.90%	22.45%	24.37%
无形资产和开发支出	166.07	149.46	132.86	116.25	三费率	6.59%	8.07%	7.37%	7.48%
其他非流动资产	1997.02	1996.41	1995.80	1995.19	净利率	8.44%	10.59%	12.65%	14.15%
资产总计	4305.25	4643.89	5270.96	5988.01	ROE	7.88%	10.03%	13.42%	15.18%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	4.98%	6.39%	8.53%	9.76%
应付和预收款项	593.91	791.70	1019.40	1230.89	ROIC	14.76%	32.83%	36.09%	37.04%
长期借款	811.49	811.49	811.49	811.49	EBITDA/销售收入	9.62%	13.15%	15.73%	17.77%
其他负债	177.20	82.48	88.30	93.85	营运能力				
负债合计	1582.60	1685.67	1919.19	2136.24	总资产周转率	0.63	0.63	0.72	0.73
股本	610.83	610.83	610.83	610.83	固定资产周转率	3.39	19.62	10.39	8.53
资本公积	226.48	226.48	226.48	226.48	应收账款周转率	31.97	30.72	29.95	30.05
留存收益	1505.73	1745.23	2145.00	2651.38	存货周转率	4.19	4.64	4.62	4.48
归属母公司股东权益	2344.61	2582.54	2982.32	3488.69	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	64.37%	—	—	—
少数股东权益	378.04	375.68	369.45	363.08	资本结构				
股东权益合计	2722.65	2958.22	3351.77	3851.77	资产负债率	36.76%	36.30%	36.41%	35.68%
负债和股东权益合计	4305.25	4643.89	5270.96	5988.01	带息债务/总负债	51.28%	48.14%	42.28%	37.99%
					流动比率	2.96	2.69	2.46	2.43
					速动比率	2.35	2.03	1.82	1.84
					股利支付率	0.00%	19.88%	12.34%	14.33%
					每股指标				
					每股收益	0.35	0.49	0.75	0.97
					每股净资产	4.46	4.84	5.49	6.31
					每股经营现金	0.48	0.51	0.67	1.05
					每股股利	0.00	0.10	0.09	0.14
业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	244.55	368.22	559.37	734.12					
PE	31.21	22.58	14.80	11.42					
PB	2.48	2.28	2.01	1.75					
PS	2.66	2.41	1.90	1.63					
EV/EBITDA	18.62	12.47	8.09	5.79					
股息率	0.00%	0.88%	0.83%	1.25%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn