



泰和新材（002254）公司点评报告： 对位芳纶国产替代，有序扩产增厚盈利

中航证券金融研究所

分析师：张超（S0640519070001）

分析师：梁晨（S0640519080001）

邮箱：liangc@avicsec.com

行业分类：国防军工

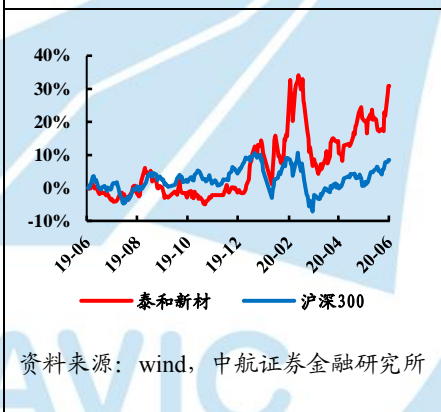
2020年6月24日

公司投资评级	买入
当前股价(2020.6.24)	13.60
目标价	16.33

基础数据（2020.6.24）

上证指数	2979.55
总股本（亿股）	6.11
流通A股（亿股）	6.11
资产负债率	36.76%
ROE	9.22%
PE（TTM）	36.45
PB（LF）	3.47

近一年公司与沪深300走势对比图



➤ **公司简介：**公司专业从事氨纶、芳纶等高性能纤维，主导产品为纽士达®氨纶、泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶及其上下游制品。其中氨纶主要应用在纺织领域及医疗卫生领域，用于增加织物的弹性，芳纶一直是国防军工领域的关键基础材料，主要用于军警作战服、蜂窝结构材料，防弹衣、防弹装甲等。目前公司已具备参与军工科研生产许可的所有资质。

投资要点：

● **芳纶业务助力公司毛利率、盈利增长：**2019年，受益于间位芳纶、对位芳纶两大业务板块的增长，公司盈利水平出现了较大幅度的提升。实现收入25.42亿元（+17.01%），实现归母净利润2.16亿元（+38.32%），毛利率为18.15%（+0.82pcts）。分产品来看：氨纶业务收入为15.08亿元（收入占比59.32%），毛利率0.16%（-2.05pcts）；芳纶业务收入10.10亿元（收入占比39.72%），毛利率44.22%（+6.81pcts）。可以看出公司芳纶业务规模化扩展，有效地提升了芳纶业务的整体毛利率，同时也提高了公司整体毛利率水平。

各业务版块有序建设扩产：

① **氨纶业务：**公司是国内首家氨纶生产企业，其产能及市场占有率位居国内前列。但近年来随着氨纶应用的普及，需求增速逐步放缓，产能过剩的局面已延续多年。短期看整个行业产能过剩，市场竞争日益激烈。中长期来看，氨纶行业面临难得的整合机遇，预计未来行业集中度将会不断提升。

针对上述情况以及氨纶市场及价格低迷，公司实行烟台、宁夏双基地战略。在烟台园区新建高效差异化粗旦氨纶项目（1.5万吨/年），推动差异化产品提效率、上规模、增效益；在宁夏地区，大力实施低成本扩张策略，着重发展规模化、低成本、高效率氨纶产品，新建绿色差异化氨纶智能制造工程项目（3万吨/年）。根据实施进度，逐步对落后产能进行淘汰。通过新旧动能转换，重筑氨纶业务的竞争新优势。

② **芳纶业务：**公司是国内芳纶行业（分为间位和对位芳纶）的领军企业，其间位芳纶及对位芳纶产能目前均居全国首位。芳纶行业的竞争相对寡头，主要是美国杜邦、日本帝人所主导。自2017年起，由于供应偏紧、需求增长，行业供需环境发生较大变化，产销两旺的形势比较明显，盈利情况不断改善。

根据公司五年发展规划，公司计划将对位芳纶、间位芳纶各扩产至1.2万吨/年。**间位芳纶方面**，公司在烟台园区实施防护用高性能间位芳纶高效集成产业化项目，新建产能为8000吨/年，预计2020年三季度投产；**对位芳纶方面**，公司在宁夏地区扩建的3000吨/年高性能对位芳纶工程项目目前已经试产成功，实现全线贯通，目前拥有4500吨/年产能。

● **对位芳纶军事化应用需求增长，国产替代空间广阔：**我国对位芳纶需求超过1万吨/年，但80%以上依赖进口，主要产能被美国杜邦、日本帝人公司所占据。6月

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中

航资本大厦中航证券有限公司

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：010-59562524

传真：010-59562637

18日,公司公告宁夏3000吨/年对位芳纶产线正式投产,根据公司预测,项目投产后,预计年均贡献4.27亿元收入以及1.02亿元利润。叠加公司原有1500吨/年产能,公司将拥有4500吨/年对位芳纶产能。对位芳纶可用于防弹衣、防弹装甲等方面,随着我国军事化训练不断增加以及中美摩擦的不断加剧,对位芳纶的军事化应用需求将快速提升,同时公司也将在国产化替代中充分受益。

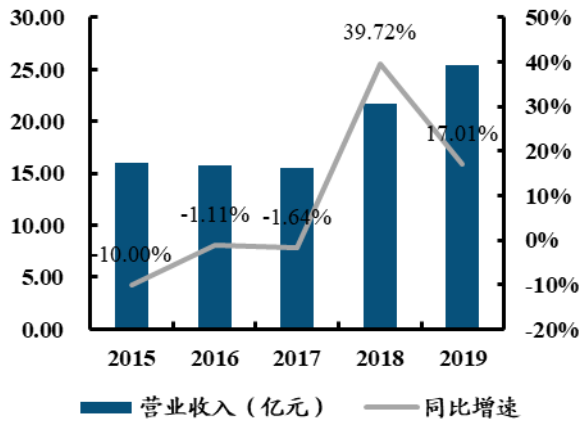
- **实施重大重组,整合集团,拓展下游产业链:**公司拟吸收合并母公司泰和新材集团、收购民士达65.02%股权并非公开发行募集不超过5亿元配套资金,发行价格为9.27元/股。本次交易完成后,将对集团资产进行整合,减少层级,提升企业决策效率、优化公司治理结构;通过收购民士达股权,公司业务将向下游芳纶纸及其衍生产品延伸,高性能芳纶纤维产业链更加完善。
- **收购民士达芳纶纸业务,增加公司收入:**收购后完成后,公司将持有民士达96.86%股份。民士达主要产品为间位芳纶纸和对位芳纶纸及其衍生产品,拥有芳纶纸产能2200吨/年,目前年产量大约500吨。其中间位芳纶纸可用于飞机、舰船、高铁等蜂窝芯材结构件,对位芳纶纸可用于航空航天蜂窝芯材。下游客户包括航空工业等军工用户,而随着相关型号装备量产,收购公司有望充分受益。业绩承诺方面,民士达于2020-2022年收入不低于1.51亿元、1.65亿元和1.72亿元。若重组未能于2020年完成,则承诺延后至2023年,收入不低于1.74亿元。
- **受疫情影响,公司一季度收入下降:**公司2020年一季度受疫情影响实现收入4.89亿元(-25.46%),实现归母净利润0.53亿元(+28.43%)。尽管公司收入下降,但受公司毛利率提升(24.74%,+14.42pcts)的影响,公司利润实现稳定增长。我们认为毛利率上升是由于公司氨纶业务逐步减亏。全年来看,公司收入一定程度会受疫情影响,但在芳纶业务以及新旧动能转换,成本降低的影响下,毛利率提升,公司全年有望实现盈利。
- **投资建议:**公司作为国内芳纶龙头企业,随着新增产能释放,有助于公司业绩增长,而对位芳纶国产替代进程的不断推进,公司有望充分受益。同时,公司宁夏基地产品投产,将有效控制成本,增厚盈利。**不考虑重组及配套融资时**,我们预测公司2020-2022年归母净利润分别为2.49亿、3.58亿、4.68亿,EPS分别为0.41元、0.59元、0.77元,当前股价对应PE分别为33.97倍、23.65倍、18.09倍;**考虑重组及配套融资时**,公司2020-2022年归母净利润分别为2.68亿元、3.80亿元、4.92亿元,EPS分别为0.38元、0.54元、0.70元,当前股价对应PE分别为35.71倍、25.20倍、19.44倍。在不考虑重组时我们认为公司2020年PE在40倍左右相对合理,6个月目标价16.33元,给予“买入”评级。
- **风险提示:**疫情影响超预期、产能投产不畅等。
- **盈利预测:**

单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2172.48	2541.97	2546.93	3292.02	3950.03
增长率(%)	39.72%	17.01%	0.20%	29.25%	19.99%
归属母公司股东净利润	156.36	216.28	249.40	358.22	468.44
增长率(%)	56.25%	38.32%	15.31%	43.63%	30.77%
每股收益(BPS)	0.256	0.354	0.408	0.586	0.767

数据来源:wind,中航证券金融研究所

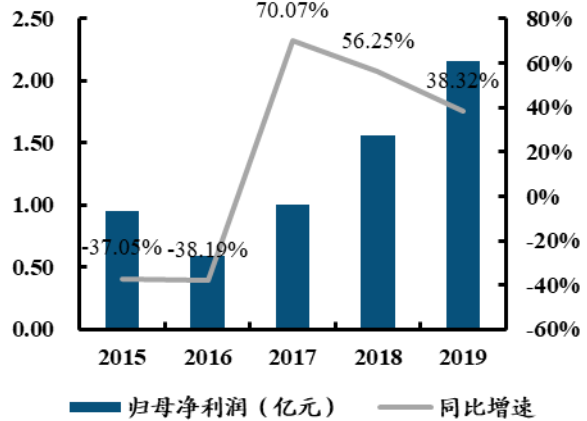
◆ 公司主要财务数据

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



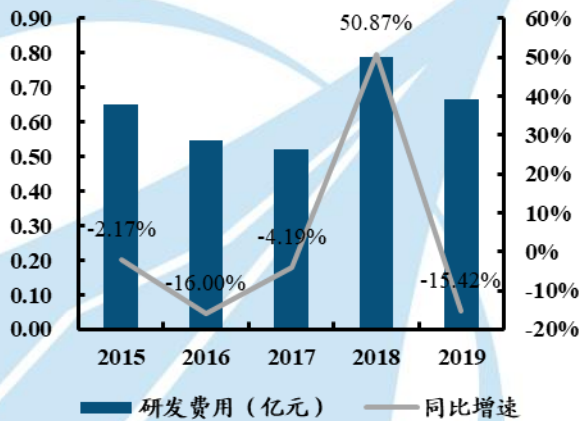
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



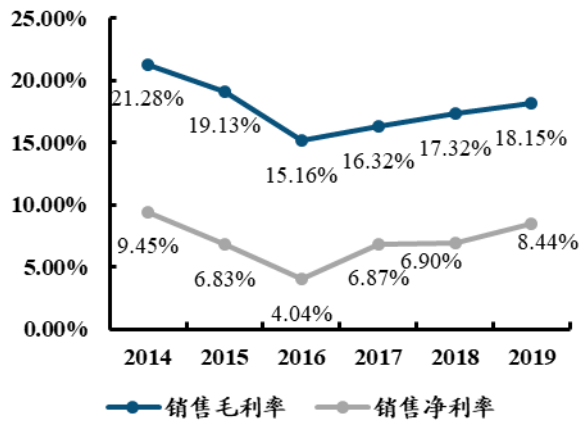
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年研发费用情况



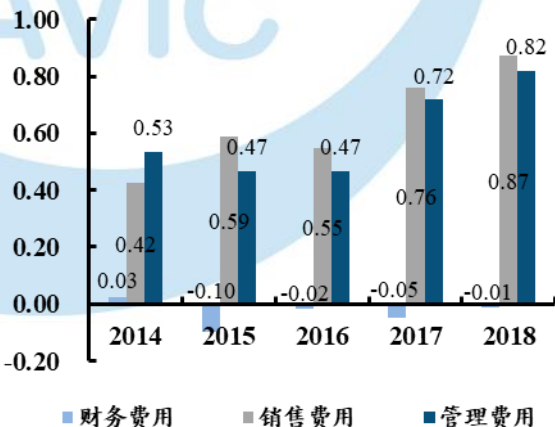
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司近 5 年毛利率及净利率情况



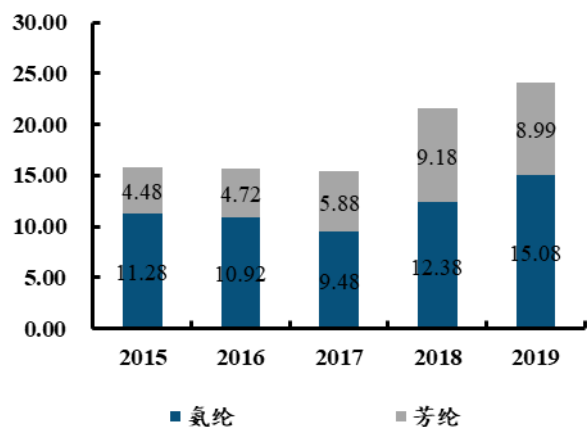
资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 3: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

图 4: 公司主要业务板块结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

报表预测 (百万元)

	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
利润表						
营业收入	1554.90	2172.48	2541.97	2546.93	3292.02	3950.03
减: 营业成本	1301.17	1796.13	2080.64	2023.70	2593.75	3067.53
营业税金及附加	17.89	18.99	20.23	20.27	26.20	31.44
营业费用	54.57	75.89	87.13	95.00	115.55	137.86
管理费用	98.89	71.71	81.67	84.05	108.64	130.35
财务费用	-1.72	-4.63	-1.31	-0.43	-3.55	-3.31
资产减值损失	6.87	19.05	-17.54	8.52	11.36	18.24
营业利润	88.70	129.35	207.34	250.69	377.69	506.34
加: 其他非经营损益	34.43	28.41	40.40	40.40	40.40	40.40
利润总额	123.12	157.76	247.74	291.09	418.10	546.74
减: 所得税	16.38	7.88	33.18	43.66	62.71	82.01
净利润	106.75	149.89	214.57	247.43	355.38	464.73
减: 少数股东损益	6.68	-6.47	-1.71	-1.98	-2.84	-3.71
归属母公司股东净利润	100.07	156.36	216.28	249.40	358.22	468.44
资产负债表						
货币资金	804.74	358.61	909.91	1391.49	1898.53	2525.36
应收和预付款项	407.02	458.18	484.55	610.44	750.36	949.56
存货	243.24	546.40	424.50	640.61	706.79	866.30
其他流动资产	153.12	660.78	245.51	175.23	186.42	195.31
长期股权投资	32.88	39.93	43.33	43.33	43.33	43.33
投资性房地产	10.49	30.45	34.36	32.30	30.24	28.18
固定资产和在建工程	911.74	1530.69	1870.09	1925.04	1867.14	1744.87
无形资产和开发支出	42.52	67.45	166.07	156.64	147.21	137.78
其他非流动资产	13.25	102.27	126.92	120.34	127.95	134.75
资产总计	2619.00	3794.77	4305.25	5095.42	5757.98	6625.43
短期借款	6.76	11.70	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	320.57	1219.61	534.91	799.66	906.84	1109.57
长期借款	0.00	0.00	811.49	1111.49	1311.49	1511.49
其他负债	102.54	106.18	236.20	233.34	233.34	233.34
负债合计	429.87	1337.49	1582.60	2144.49	2451.67	2854.39
归属母公司股东权益	2030.25	2155.78	2344.61	2594.01	2952.23	3420.68
少数股东权益	158.89	301.50	378.04	376.06	373.23	369.51
股东权益合计	2189.13	2457.28	2722.65	2970.08	3325.46	3790.19
负债和股东权益合计	2619.00	3794.77	4305.25	5114.57	5777.13	6644.58
现金流量表						
经营性现金净流量	307.38	98.39	290.17	376.75	491.76	555.97
投资性现金净流量	104.13	-692.28	-208.37	-182.61	-173.27	-122.46
筹资性现金净流量	-84.64	111.24	481.18	287.43	188.55	193.31
现金流量净额	325.13	-480.66	564.60	481.58	507.05	626.82

数据来源: wind, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

分析师简介

张超, SAC 执业证书号: S0640519070001, 清华大学硕士, 中航证券金融研究所首席分析师。

梁晨, SAC 执业证书号: S0640519080001, 北京科技大学材料硕士, 中航证券金融研究所军工行业分析师。

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, 本报告清晰、准确地反映了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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代替行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。