

## 业绩符合预期，推行职业经理人薪酬激励

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2020 年中报, 实现营业收入 10.9 亿元, 同比-14.2%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比+31.4%, 扣非归母净利润 1.0 亿元, 同比+26.6%; 其中 2019 年二季度实现营收 6.0 亿元, 同比-2.1%, 环比+22.8%, 实现归母净利润 0.7 亿元, 同比+33.7%, 环比+34.3%, 业绩符合预期。
- **芳纶受疫情影响营收下降, 氨纶调结构业绩大幅改善。** 公司是国内芳纶、氨纶行业龙头, 目前具备间位芳纶产能 7000 吨/年、对位芳纶产能 4500 吨/年、氨纶产能 7.5 万吨/年, 2020 年上半年公司毛利率大幅提高 7.1pp 至 24.3%。分板块来看, 芳纶板块实现营收 4.2 亿元, 同比-19.7%, 毛利率上升 0.9pp 至 43.3%, 主要由于疫情影响导致国内项目进度放缓, 国外订单出现延迟, 芳纶产销出现下滑; 氨纶板块实现营收 6.6 亿元, 同比-10.3%, 毛利率大幅提高 12.8pp 至 11.9%, 主要由于公司氨纶实行烟台、宁夏双基地战略, 通过提高宁夏新产能效率、降低烟台老产能负荷, 持续优化产能结构。宁夏基地上半年营收 2.9 亿元, 净利润 550 万元 (2019 上半年亏损 3950 万元), 成功实现扭亏为盈; 烟台基地主要以生产粗旦为主, 受益于口罩等医用氨纶产品需求爆发, 实现较大幅度减亏。
- **氨纶行业景气触底, 看好行业价格复苏。** 截止 2020 年 6 月, 国内氨纶产能约 87 万吨/年, 同比+2.6%, 2020H1 产量 33.1 万吨, 同比+2.6%, 开工率 76%, 需求量 28.3 万吨, 同比-5.8%, 产能依然过剩。目前行业半数以上产能处于亏损状态, 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。2020 年上半年氨纶价格继续下降, 40D 均价 29200 元/吨, 同比-10%, 由于原材料价格下跌盈利能力略有改善, PTMEG 均价 14500 元/吨, 同比-13.3%, 纯 MDI 均价 15300 元/吨, 同比-30.6%。目前氨纶-PTMEG-MDI 价差为 14500 元/吨, 也仅处于 10%分位。近期随着原材料价格上行, 氨纶价格开始上调, 我们认为氨纶行业目前处于景气底部, 看好行业未来景气复苏。公司目前宁夏基地二期 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项目即将开工, 2021 年底有望建成投产, 将逐步替代老旧产能, 提高氨纶盈利能力。
- **芳纶进入产能投放期, 有望贡献业绩增量。** 公司宁夏基地 3000 吨/年高性能对位芳纶工程项目已于 2020 年 6 月试车成功, 下半年有望贡献 1500 吨增量。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, 半年报显示项目进度为 25%, 预计 2020 年年底投产。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。
- **推行职业经理人薪酬激励体系, 有望激发企业活力。** 公司发布《职业经理人薪酬管理暨超额利润提成激励实施办法》, 旨在充分调动高管积极性与创造性, 促进公司持续发展。《办法》规定职业经理人薪酬由基本年薪、绩效年薪、聘期激励收入及长期激励四部分构成, 其中聘期激励收入与聘期业绩考核结果挂

### 西南证券研究发展中心

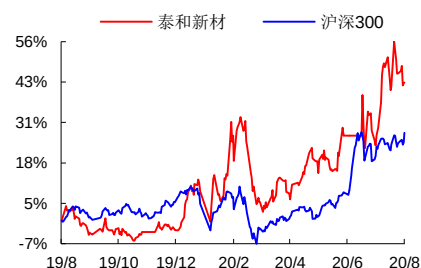
分析师: 杨林  
执业证号: S1250518100002  
电话: 010-57631191  
邮箱: ylin@swsc.com.cn

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

分析师: 薛聪  
执业证号: S1250520070004  
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) | 10.08-16.75 |
| 总市值(亿元)      | 93.95       |
| 总资产(亿元)      | 46.97       |
| 每股净资产(元)     | 4.04        |

### 相关研究

1. 泰和新材(002254): 年报业绩符合预期, 芳纶放量带动成长 (2020-03-31)
2. 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)

钩；长期激励则采取超额利润提成、股权激励等手段，对骨干员工进行激励。按照“业绩升、薪酬升，业绩降、薪酬降”原则管理，有望激发出企业新的活力。

- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.50 元、0.69 元和 0.89 元，对应 PE 分别为 31 倍、22 倍和 17 倍，公司是国内芳纶龙头，对位芳纶新增产能已经投产，间位芳纶新增产能进展顺利，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 | 2523.62 | 3446.12 | 4021.26 |
| 增长率           | 17.01%  | -0.72%  | 36.55%  | 16.69%  |
| 归属母公司净利润（百万元） | 216.28  | 304.29  | 422.78  | 544.69  |
| 增长率           | 38.32%  | 40.69%  | 38.94%  | 28.84%  |
| 每股收益 EPS（元）   | 0.35    | 0.50    | 0.69    | 0.89    |
| 净资产收益率 ROE    | 7.88%   | 10.56%  | 13.69%  | 15.47%  |
| PE            | 43      | 31      | 22      | 17      |
| PB            | 3.45    | 3.16    | 2.78    | 2.40    |

数据来源：Wind，西南证券



**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 | 2523.62 | 3446.12 | 4021.26 | 净利润               | 214.57  | 314.29  | 462.78  | 604.69  |
| 营业成本          | 2080.64 | 1872.03 | 2604.68 | 2953.54 | 折旧与摊销             | 0.25    | 441.84  | 481.04  | 499.23  |
| 营业税金及附加       | 20.23   | 22.23   | 29.34   | 34.27   | 财务费用              | -1.31   | 25.24   | 16.26   | 22.58   |
| 销售费用          | 87.13   | 68.14   | 105.96  | 120.99  | 资产减值损失            | -17.54  | 10.00   | 10.00   | 10.00   |
| 管理费用          | 81.67   | 151.42  | 159.25  | 194.87  | 经营营运资本变动          | -57.59  | 29.85   | -112.20 | -13.49  |
| 财务费用          | -1.31   | 25.24   | 16.26   | 22.58   | 其他                | 151.79  | -17.75  | -19.62  | -20.56  |
| 资产减值损失        | -17.54  | 10.00   | 10.00   | 10.00   | <b>经营活动现金流净额</b>  | 290.17  | 803.48  | 838.26  | 1102.44 |
| 投资收益          | 17.60   | 10.00   | 10.00   | 10.00   | 资本支出              | -342.93 | -300.00 | -300.00 | -300.00 |
| 公允价值变动损益      | -1.89   | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 其他                | 134.56  | 10.00   | 10.00   | 10.00   |
| 其他经营损益        | 0.00    | 1.70    | 0.00    | 0.00    | <b>投资活动现金流净额</b>  | -208.37 | -290.00 | -290.00 | -290.00 |
| <b>营业利润</b>   | 245.61  | 386.27  | 530.63  | 695.01  | 短期借款              | -11.70  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 其他非经营损益       | 2.13    | -29.11  | -8.92   | -8.81   | 长期借款              | 811.49  | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| <b>利润总额</b>   | 247.74  | 357.15  | 521.71  | 686.20  | 股权融资              | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 所得税           | 33.18   | 42.86   | 58.93   | 81.52   | 支付股利              | 0.00    | -59.43  | -57.28  | -78.51  |
| 净利润           | 214.57  | 314.29  | 462.78  | 604.69  | 其他                | -318.60 | -113.65 | -11.26  | -17.58  |
| 少数股东损益        | -1.71   | 10.00   | 40.00   | 60.00   | <b>筹资活动现金流净额</b>  | 481.18  | -173.07 | -68.55  | -96.10  |
| 归属母公司股东净利润    | 216.28  | 304.29  | 422.78  | 544.69  | <b>现金流量净额</b>     | 564.60  | 340.40  | 479.71  | 716.35  |
|               |         |         |         |         |                   |         |         |         |         |
| 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  | 1250.31 | 1730.02 | 2446.37 | <b>成长能力</b>       |         |         |         |         |
| 应收和预付款项       | 484.55  | 515.04  | 687.84  | 803.41  | 销售收入增长率           | 17.01%  | -0.72%  | 36.55%  | 16.69%  |
| 存货            | 424.50  | 439.39  | 620.47  | 688.07  | 营业利润增长率           | 55.25%  | 57.27%  | 37.37%  | 30.98%  |
| 其他流动资产        | 245.51  | 244.43  | 298.83  | 332.75  | 净利润增长率            | 43.15%  | 46.48%  | 47.24%  | 30.66%  |
| 长期股权投资        | 43.33   | 43.33   | 43.33   | 43.33   | EBITDA 增长率        | -32.75% | 248.94% | 20.46%  | 18.38%  |
| 投资性房地产        | 34.36   | 34.36   | 34.36   | 34.36   | <b>获利能力</b>       |         |         |         |         |
| 固定资产和在建工程     | 1846.72 | 1724.35 | 1562.77 | 1383.01 | 毛利率               | 18.15%  | 25.82%  | 24.42%  | 26.55%  |
| 无形资产和开发支出     | 166.07  | 147.21  | 128.35  | 109.50  | 三费率               | 6.59%   | 9.70%   | 8.17%   | 8.42%   |
| 其他非流动资产       | 150.30  | 149.69  | 149.08  | 148.47  | 净利率               | 8.44%   | 12.45%  | 13.43%  | 15.04%  |
| <b>资产总计</b>   | 4305.25 | 4548.12 | 5255.07 | 5989.27 | ROE               | 7.88%   | 10.56%  | 13.69%  | 15.47%  |
| 短期借款          | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00    | ROA               | 4.98%   | 6.91%   | 8.81%   | 10.10%  |
| 应付和预收款项       | 593.91  | 671.44  | 963.95  | 1165.10 | ROIC              | 8.98%   | 14.42%  | 20.03%  | 26.90%  |
| 长期借款          | 811.49  | 811.49  | 811.49  | 811.49  | EBITDA/销售收入       | 9.62%   | 33.81%  | 29.83%  | 30.26%  |
| 其他负债          | 177.20  | 89.23   | 98.18   | 105.06  | <b>营运能力</b>       |         |         |         |         |
| <b>负债合计</b>   | 1582.60 | 1572.17 | 1873.63 | 2081.66 | 总资产周转率            | 0.63    | 0.57    | 0.70    | 0.72    |
| 股本            | 610.83  | 610.83  | 610.83  | 610.83  | 固定资产周转率           | 1.70    | 1.57    | 2.20    | 3.13    |
| 资本公积          | 226.48  | 226.48  | 226.48  | 226.48  | 应收账款周转率           | 31.97   | 29.45   | 30.95   | 30.11   |
| 留存收益          | 1505.73 | 1750.59 | 2116.09 | 2582.26 | 存货周转率             | 4.14    | 4.20    | 4.78    | 4.41    |
| 归属母公司股东权益     | 2344.61 | 2587.91 | 2953.40 | 3419.57 | 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  | 388.04  | 428.04  | 488.04  | <b>资本结构</b>       |         |         |         |         |
| <b>股东权益合计</b> | 2722.65 | 2975.95 | 3381.44 | 3907.61 | 资产负债率             | 36.76%  | 34.57%  | 35.65%  | 34.76%  |
| 负债和股东权益合计     | 4305.25 | 4548.12 | 5255.07 | 5989.27 | 带息债务/总负债          | 51.28%  | 51.62%  | 43.31%  | 38.98%  |
|               |         |         |         |         | 流动比率              | 2.96    | 3.59    | 3.41    | 3.62    |
|               |         |         |         |         | 速动比率              | 2.35    | 2.95    | 2.78    | 3.03    |
|               |         |         |         |         | 股利支付率             | 0.00%   | 19.53%  | 13.55%  | 14.41%  |
|               |         |         |         |         | <b>每股指标</b>       |         |         |         |         |
|               |         |         |         |         | 每股收益              | 0.35    | 0.50    | 0.69    | 0.89    |
|               |         |         |         |         | 每股净资产             | 4.46    | 4.87    | 5.54    | 6.40    |
|               |         |         |         |         | 每股经营现金            | 0.48    | 1.32    | 1.37    | 1.80    |
|               |         |         |         |         | 每股股利              | 0.00    | 0.10    | 0.09    | 0.13    |
|               |         |         |         |         |                   |         |         |         |         |
| 业绩和估值指标       | 2019A   | 2020E   | 2021E   | 2022E   |                   |         |         |         |         |
| EBITDA        | 244.55  | 853.35  | 1027.93 | 1216.83 |                   |         |         |         |         |
| PE            | 43.44   | 30.87   | 22.22   | 17.25   |                   |         |         |         |         |
| PB            | 3.45    | 3.16    | 2.78    | 2.40    |                   |         |         |         |         |
| PS            | 3.70    | 3.72    | 2.73    | 2.34    |                   |         |         |         |         |
| EV/EBITDA     | 36.99   | 10.09   | 7.91    | 6.10    |                   |         |         |         |         |
| 股息率           | 0.00%   | 0.63%   | 0.61%   | 0.84%   |                   |         |         |         |         |

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      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@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     |
|    | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
| 北京 | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| 广深 | 高妍琳 | 销售经理    | 15810809511   | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
|    | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚 | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |