



氨纶市场回暖, 新产能释放助力盈利

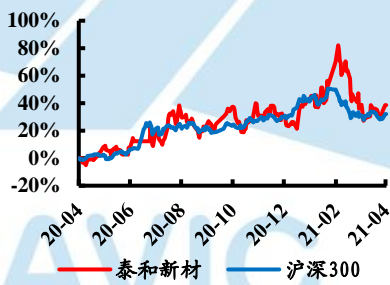
中航证券研究所
分析师: 张超
证券执业证书号: S0640519070001
电话: 010-59562516
邮箱: liangc@avicsec.com

行业分类: 军工

2021 年 4 月 20 日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.4.20)	17.11 元
目标价格	21.90 元
基础数据 (2021.4.20)	
上证指数	3472.94
总市值 (亿元)	117.10
总股本 (亿股)	6.84
流通 A 股 (亿股)	3.94
资产负债率 (2020)	37.34%
ROE (平均) (2020)	8.98%
PE (TTM)	44.92
PB (LF)	3.38

近一年公司与沪深 300 走势对比图



资料来源: wind, 中航证券研究所

➤ **事件:** 公司 4 月 20 日公告, 2020 营收 24.41 亿元 (-3.69%), 归母净利润 2.61 亿元 (+10.93%), 毛利率 23.24% (+5.09pcts), 净利率 11.77% (+3.33pcts)。

➤ **投资要点:**

● **芳纶是军工基础材料, 公司具备军工资质:** 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、民士达®芳纶纸、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。

● **氨纶价格恢复, 盈利同比增长:** 2020 年, 受中美贸易摩擦、新冠疫情蔓延、全球经济下行的影响, 公司收入出现了小幅下滑 (-3.69%), 但受益于氨纶业务板块售价和盈利的恢复, 全年盈利水平出现了较大幅度的提升 (+10.93%)。毛利率 (23.24%) 方面也恢复到近十年最高位。具体业务来看:

1. **氨纶业务:** 实现收入为 14.96 亿元 (-0.77%), 毛利率 15.99% (+15.83pcts)。2020 年在疫情下, 医用防护口罩、居家运动服等需求增加, 叠加行业内部短期新产能投放速度减缓, 总体改善氨纶行业低迷情况。氨纶价格在三季度触底拉涨, 特别是四季度涨幅较大, 促使公司氨纶业务毛利率恢复, 盈利大幅增长。

双基地建设, 新旧动能转换。目前氨纶行业呈现两大特征, 一是行业产能将加速向头部企业聚集, 二是产能区域转移的趋势将更加明显。针对行业变化, 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)**。目前公司氨纶有效产能约 5 万吨, 在建产能为 4.5 万吨, 预计在 2021 年底建成投产, 随后逐步对落后产能进行淘汰。通过新旧动能转换, 重新构筑氨纶业务的竞争新优势。

2. **芳纶业务:** 实现收入 9.35 亿元 (-6.83%), 毛利率 34.88% (-10.16pcts)。受疫情影响, 间位芳纶与对位芳纶市场需求一定程度上均受到影响, 价格竞争压力显现。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。作为我国芳纶产业的开拓者, 与国外同行相比, 公司具有本地化供应的优势; 与国内同行相比, 公司具有规模优势和质量优势。

加快新项目的建设, 扩大竞争优势。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, 首期 4,000 吨/年产能顺利推进, 预计 2021 年二季度可以投产, 届时间位芳纶产能将达到 1.1 万吨/年。

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

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投产，一定程度增厚了对位芳纶的利润贡献，叠加烟台 1500 吨/年产能，目前共有 4500 吨/年的对位芳纶产能。**芳纶纸方面**，公司 2020 年募资收购民士达，增加芳纶纸业务，募投资金去向为年产 3000 吨高性能芳纶纸基材料产业化项目，随着项目的推进建成，有望进一步扩大盈利。

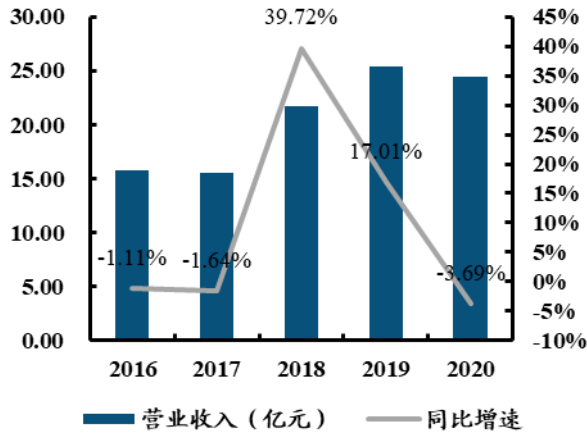
- **对位芳纶军事化应用需求增长，国产替代空间广阔：**我国对位芳纶需求超过 1 万吨/年，但 80% 以上依赖进口，主要产能被美国杜邦、日本帝人公司所占据。公司拥有 4500 吨/年对位芳纶产能。对位芳纶可用于防弹衣、防弹装甲等方面，随着我国军事化训练不断增加以及中美摩擦的不断加剧，对位芳纶的军事化应用需求将快速提升，同时公司也将在国产化替代中充分受益。
 - **合并吸收泰和集团，拓展下游产业链：**2020 年，公司吸收合并母公司泰和新材集团并收购民士达 65.02% 股权，公司对集团资产进行整合，可减少层级，提升企业决策效率、优化公司治理结构；通过收购民士达股权，公司业务将向下游芳纶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，受益军工装备增量：**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，民士达业务有望充分受益。从业绩承诺方面来看，预计民士达 2021-2023 年收入不低于 1.65 亿元、1.72 亿元和 1.74 亿元。
- **投资建议：**① 氨纶市场转暖，公司氨纶产能上线，进一步提升公司市占率，增厚业绩；② 双基地建设，新旧动能转换，有效控制成本，增厚盈利；③ 对位芳纶国产替代进程的不断推进，公司有望充分受益。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 33.62 亿元、41.74 亿元和 50.07 亿元，归母净利润分别为 4.02 亿元、5.14 亿元和 6.37 亿元，EPS 分别为 0.59 元、0.75 元和 0.93 元。我们给予“买入”评级，目标价 21.90 元，对应 2021-2023 年预测 EPS 的 37 倍、29 倍及 24 倍 PE。
- **风险提示：**原材料价格上涨、产品价格下跌、建设项目投产不顺等。
- **盈利预测：**

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2541.97	2441.17	3362.47	4173.74	5006.87
增长率 (%)	17.01%	-3.69%	37.74%	24.13%	19.96%
归属母公司股东净利润	216.28	260.68	402.12	514.03	637.28
增长率 (%)	38.32%	10.93%	54.26%	27.83%	23.98%
销售毛利率	18.15%	23.24%	23.85%	23.95%	24.00%
每股收益 (EPS)	0.35	0.41	0.59	0.75	0.93

数据来源: WIND, 中航证券研究所

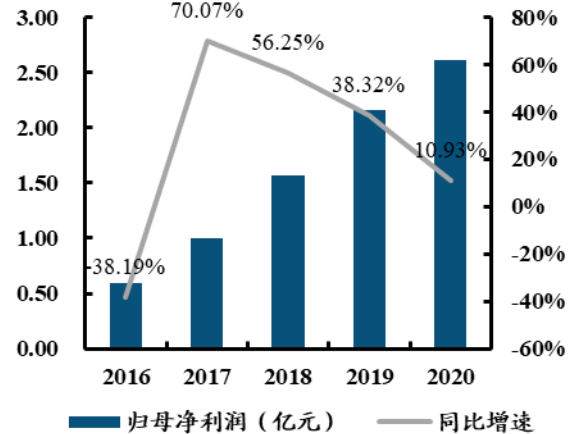
◆ 公司主要财务数据 (同比增速追溯调整同一控制下企业合并后数据)

图 1: 公司近 5 年营业收入及增速情况



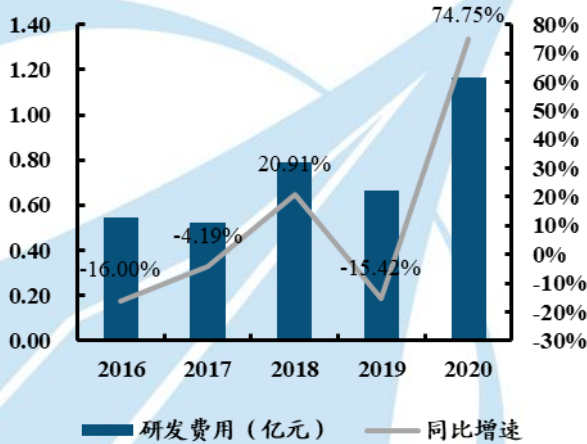
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 2: 公司近 5 年归母净利润及增速情况



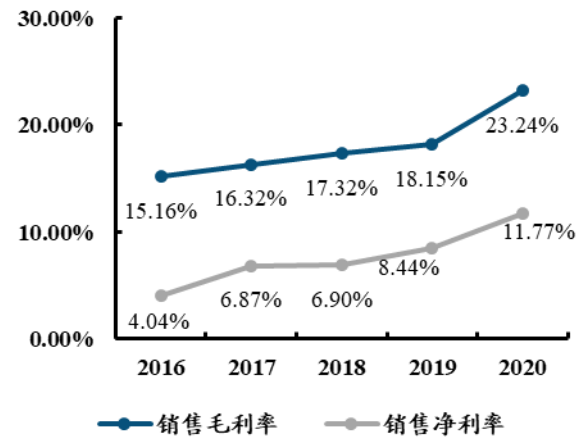
资料来源: wind, 中航证券研究所

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



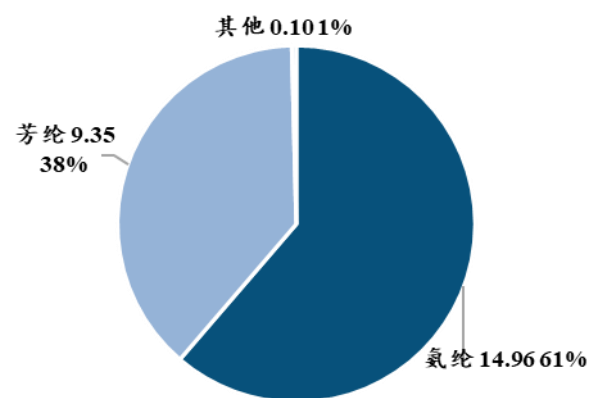
资料来源: wind, 中航证券研究所

图 3: 公司近 5 年三费情况 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

图 4: 公司 2020 产品结构 (亿元)



资料来源: wind, 中航证券研究所

报表预测 (百万元)						
利润表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2172.48	2541.97	2441.17	3362.47	4173.74	5006.87
减: 营业成本	1796.13	2080.64	1873.85	2560.53	3174.23	3805.38
营业税金及附加	18.99	20.23	16.22	22.34	27.73	33.26
营业费用	75.89	87.13	51.59	71.06	88.20	105.81
管理费用	71.71	81.67	103.83	120.68	149.80	179.70
财务费用	-4.63	-1.31	23.59	24.14	30.61	25.97
资产减值损失	19.05	17.54	2.13	12.91	12.91	12.91
营业利润	158.20	245.61	325.78	500.83	640.28	793.85
加: 其他非经营损益	-0.44	2.13	-0.95	0.25	0.25	0.25
利润总额	157.76	247.74	324.82	501.08	640.53	794.10
减: 所得税	7.88	33.18	37.54	57.92	74.04	91.79
净利润	149.89	214.57	287.28	443.16	566.49	702.31
减: 少数股东损益	-6.47	-1.71	26.60	41.04	52.46	65.04
归属母公司股东净利润	156.36	216.28	260.68	402.12	514.03	637.28
资产负债表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	358.61	909.91	2447.76	1008.74	1252.12	1869.31
应收和预付款项	458.18	484.55	119.01	154.71	185.65	222.78
存货	546.40	424.50	443.46	576.50	691.80	830.16
其他流动资产	660.78	245.51	412.93	474.11	568.93	682.71
长期股权投资	39.93	43.33	54.83	54.83	54.83	54.83
投资性房地产	30.45	34.36	32.48	32.48	32.48	32.48
固定资产和在建工程	1530.71	1870.12	2463.65	4159.42	4771.52	4734.81
无形资产和开发支出	67.45	166.07	184.70	184.70	184.70	184.70
其他非流动资产	102.25	126.90	74.76	101.65	116.43	139.71
资产总计	3794.77	4305.25	6233.57	6747.14	7858.45	8751.49
短期借款	11.70	0.00	496.10	232.42	244.16	0.00
应付和预收款项	1219.61	534.91	673.35	903.13	1081.89	1296.40
长期借款	0.00	811.49	805.22	853.45	1107.77	1228.14
其他负债	106.18	236.20	352.65	519.45	619.45	719.45
负债合计	1337.49	1582.60	2327.31	2508.45	3053.27	3244.00
股本	610.83	610.83	684.39	684.39	684.39	684.39
资本公积	226.48	226.48	871.07	871.07	871.07	871.07
留存收益	1318.47	1507.30	1908.57	2310.69	2824.72	3462.00
归属母公司股东权益	2155.78	2344.61	3464.03	3866.15	4380.19	5017.46
少数股东权益	301.50	378.04	442.23	483.27	535.73	600.76
股东权益合计	2457.28	2722.65	3906.26	4349.42	4915.91	5618.23
负债和股东权益合计	3794.77	4305.25	6233.57	6857.87	7969.18	8862.22
现金流量表	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营性现金净流量	98.39	290.17	551.13	601.60	718.61	846.51
投资性现金净流量	-692.28	-208.37	-8.77	-1799.53	-709.19	-78.07
筹资性现金净流量	111.24	481.18	1014.64	-241.09	233.95	-151.26
现金流量净额	-480.66	564.60	1552.62	-1439.02	243.38	617.18

数据来源: WIND, 中航证券研究所

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, 中航证券研究所首席分析师。

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、内容或其复印件给予任何其他人。

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。