

氨纶行业景气度持续上行, 业绩高速增长

投资要点

- **事件:** 公司发布2021一季报, 2021Q1实现营业收入9.6亿元, 同比+95.2%, 环比+26.2%; 实现归母净利润1.8亿元, 同比大幅增长238.5%, 环比+126.1% 扣非归母净利润1.7亿元, 同比+260.1%; 业绩接近此前业绩预告中披露的上限。
- **氨纶行业景气度持续, 带动产品毛利率上行。** 根据卓创资讯统计, 2020年国内氨纶产能约89.2万吨/年, 同比+3.7%, 2020年度表观消费量达67.1万吨, 同比+3.1%。下游较旺盛的需求带动供需格局改变, 氨纶含税均价由2020年低点的2.8万元/吨上行至2021Q1含税均价5.1万元/吨, 氨纶行业景气度反转上行带动公司业绩好转, 2021Q1毛利率达到34.6%, 同比环比分别上行10.0、13.4个百分点。目前氨纶价格持续上行, 截至4月30日, 氨纶40D价格在6.3万元/吨, 较一季度上行21.2%, 吨毛利在1.6万元左右。
- **芳纶进入产能投放期, 有望贡献业绩增量。** 公司目前拥有1.15万吨芳纶产能, 其中间位芳纶7000吨, 对位芳纶4500吨, 2020年产能利用率达到75.3%。目前国内对位芳纶产能约5500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; 公司烟台基地在建4000吨/年防护用高性能间位芳纶预计将于2021年上半投产, 此外该项目二期仍有4000吨产能待投放。考虑淘汰部分老旧产能, 公司未来将拥有间位芳纶年产能1.2万吨, 对位芳纶年产能1.2万吨, 芳纶纸年产能3000吨。芳纶板块毛利率较高, 2020年公司芳纶产品毛利率达34.9%, 随着芳纶板块产能扩大, 预计芳纶将成为公司另一主要的业绩增长点。
- **推行管理层激励体系, 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。2020年9月公司完成对烟台泰和新材料集团有限公司的吸收合并, 充分激发公司活力, 为公司长期发展提供保障。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预计公司2021-2023年EPS分别为0.82元、1.05元和1.24元, 对应PE分别为21倍、16倍和14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	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2441.17	4249.60	4994.36	5761.24
增长率	-3.97%	74.08%	17.53%	15.35%
归属母公司净利润(百万元)	260.68	562.46	715.22	848.61
增长率	20.52%	115.77%	27.16%	18.65%
每股收益EPS(元)	0.38	0.82	1.05	1.24
净资产收益率ROE	7.35%	13.05%	14.41%	14.70%
PE	44	21	16	14
PB	2.96	2.58	2.22	1.90

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@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)	6.84
流通A股(亿股)	4.23
52周内股价区间(元)	11.94-22.03
总市值(亿元)	115.46
总资产(亿元)	69.71
每股净资产(元)	5.32

相关研究

1. 泰和新材(002254): 业绩符合预期, 推行职业经理人薪酬激励 (2020-08-31)

关键假设：

假设 1：2021-2023 年氨纶价格为 4.90、4.85、4.80 万元/吨，随着新增产能的逐渐放量，2021-2023 年氨纶产能利用率分别为 75%、85%、100%。

假设 2：烟台基地 4000 吨芳纶产能预计 2021 年二季度投产，同时考虑到宁夏基地芳纶生产成本较低，预计未来宁夏基地芳纶新产能投产将带动毛利率稳步上行。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
氨纶	收入	1496.33	2891.00	3298.00	3840.00
	增速		93.21%	14.08%	16.43%
	毛利率	15.99%	15.04%	15.46%	15.86%
芳纶	收入	935.00	1348.77	1686.53	1911.40
	增速		44.25%	25.04%	13.33%
	毛利率	34.88%	35.00%	36.00%	37.00%
其他	收入	9.83	9.83	9.83	9.83
	增速		0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	20.55%	20.55%	20.55%	20.55%
总计	收入	2441.16	4249.60	4994.36	5761.23
	增速	-3.97%	74.08%	17.53%	15.35%
	毛利率	23.24%	21.39%	22.41%	22.88%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2441.17	4249.60	4994.36	5761.24	净利润	287.28	583.73	751.09	894.64
营业成本	1873.85	3340.73	3875.19	4443.04	折旧与摊销	235.96	577.70	706.54	750.97
营业税金及附加	16.22	31.58	36.24	41.55	财务费用	23.59	4.59	3.97	6.82
销售费用	51.59	97.74	114.87	126.75	资产减值损失	-2.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	103.83	93.49	109.88	126.75	经营营运资本变动	269.57	1.79	173.88	76.41
财务费用	23.59	4.59	3.97	6.82	其他	-263.13	-2.18	-11.80	-10.40
资产减值损失	-2.13	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	551.13	1165.64	1623.68	1718.44
投资收益	23.11	10.00	10.00	10.00	资本支出	-694.64	-2055.50	-484.80	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	685.88	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	-8.77	-2045.50	-474.80	-290.00
营业利润	325.78	693.17	864.22	1026.33	短期借款	496.10	-496.10	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.95	-29.84	-9.88	-10.05	长期借款	-6.27	0.00	0.00	0.00
利润总额	324.82	663.33	854.34	1016.28	股权融资	718.15	0.00	0.00	0.00
所得税	37.54	79.60	103.24	121.64	支付股利	0.00	-13.26	-14.31	-21.22
净利润	287.28	583.73	751.09	894.64	其他	-193.33	-142.30	1.03	-1.82
少数股东损益	26.60	21.27	35.87	46.04	筹资活动现金流净额	1014.64	-651.66	-13.27	-23.04
归属母公司股东净利润	260.68	562.46	715.22	848.61	现金流量净额	1552.62	-1531.52	1135.61	1405.39
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2447.76	916.24	2051.85	3457.24	成长能力				
应收和预付款项	119.01	406.96	392.88	490.07	销售收入增长率	-3.97%	74.08%	17.53%	15.35%
存货	443.46	797.53	902.47	1047.47	营业利润增长率	32.64%	112.78%	24.68%	18.76%
其他流动资产	412.93	246.10	289.23	333.64	净利润增长率	33.89%	103.19%	28.67%	19.11%
长期股权投资	54.83	54.83	54.83	54.83	EBITDA 增长率	139.35%	117.91%	23.46%	13.30%
投资性房地产	32.48	32.48	32.48	32.48	获利能力				
固定资产和在建工程	2438.80	3938.94	3739.55	3310.93	毛利率	23.24%	21.39%	22.41%	22.88%
无形资产和开发支出	184.70	163.27	141.85	120.43	三费率	7.33%	4.61%	4.58%	4.52%
其他非流动资产	99.61	98.68	97.76	96.83	净利率	11.77%	13.74%	15.04%	15.53%
资产总计	6233.57	6655.04	7702.89	8943.92	ROE	7.35%	13.05%	14.41%	14.70%
短期借款	496.10	0.00	0.00	0.00	ROA	4.61%	8.77%	9.75%	10.00%
应付和预收款项	748.15	1244.88	1547.49	1906.42	ROIC	11.20%	16.50%	17.52%	23.01%
长期借款	805.22	805.22	805.22	805.22	EBITDA/销售收入	23.98%	30.01%	31.53%	30.97%
其他负债	277.84	130.66	139.12	147.79	营运能力				
负债合计	2327.31	2180.76	2491.83	2859.43	总资产周转率	0.46	0.66	0.70	0.69
股本	684.39	684.39	684.39	684.39	固定资产周转率	1.48	1.63	1.51	1.88
资本公积	871.07	871.07	871.07	871.07	应收账款周转率	34.50	42.83	36.23	36.35
留存收益	1906.12	2455.32	3156.23	3983.62	存货周转率	4.26	5.35	4.52	4.53
归属母公司股东权益	3464.03	4010.78	4711.70	5539.08	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	66.33%	—	—	—
少数股东权益	442.23	463.50	499.37	545.41	资本结构				
股东权益合计	3906.26	4474.28	5211.07	6084.49	资产负债率	37.34%	32.77%	32.35%	31.97%
负债和股东权益合计	6233.57	6655.04	7702.89	8943.92	带息债务/总负债	55.92%	36.92%	32.31%	28.16%
					流动比率	2.41	1.87	2.31	2.75
					速动比率	2.10	1.24	1.74	2.21
					股利支付率	0.00%	2.36%	2.00%	2.50%
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	585.33	1275.47	1574.73	1784.12	每股指标				
PE	44.29	20.53	16.14	13.61	每股收益	0.38	0.82	1.05	1.24
PB	2.96	2.58	2.22	1.90	每股净资产	5.71	6.54	7.61	8.89
PS	4.73	2.72	2.31	2.00	每股经营现金	0.81	1.70	2.37	2.51
EV/EBITDA	17.69	8.82	6.42	4.88	每股股利	0.00	0.02	0.02	0.03
股息率	0.00%	0.11%	0.12%	0.18%					

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情范围内，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
	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
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn