

氨纶景气回暖，芳纶扬帆起航 ——泰和新材（002254. SZ）

公司深度覆盖报告

证券分析师：杨林 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002
证券分析师：薛聪 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001
证券分析师：刘子栋 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

日期：2021.5.25

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司是公司是芳纶、氨纶行业的龙头企业。芳纶方面，公司是我国芳纶产业的开拓者和领军企业，现有间位芳纶产能7000吨/年、对位芳纶产能4500吨/年，受益于间位芳纶需求结构改善，对位芳纶进口替代加速，芳纶行业持续景气。公司间位芳纶在建4000吨/年产能有望2021年中投产，对位芳纶1500吨/年技改产能有望2021年底投产。氨纶方面，行业向集中化、低成本化、差异化的趋势发展，龙头企业优势明显，行业未来有望维持高景气度。公司实施烟台、宁夏双基地战略，利用宁夏基地成本优势构筑氨纶护城河。公司现有氨纶产能75000吨/年，在建宁夏基地二期3万吨/年绿色差别化纤维和烟台基地1.5万吨高效差别化粗旦氨纶，预计2021年底建成投产，逐步替代老旧产能降本增效提高公司盈利能力。

我们预计公司2021/22/23年营业收入达到33.71/41.65/44.93亿元，同比增速分别为38.08/23.58/7.86%，对应的2021/22/23年公司归母净利润分别为6.75/7.98/8.67亿元，同比增速159.01/18.19/8.69%，结合绝对估值法和相对估值法，未来一年的合理估值区间在24.75-27.72元，较当前股价溢价47.6-65.3%，首次覆盖给予“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 一、公司芳纶产能释放带来降本增效，2020/21年对位芳纶新增产能3000/1500吨，2021年间位芳纶新增产能4000吨。
- 二、公司氨纶行业维持高景气度，公司布局烟台、宁夏双基地降低成本，大力发展差别化纤维提升竞争力，宁夏基地3万吨绿色差别化纤维、烟台基地1.5万吨高效差别化粗旦氨纶，预计2021年底建成投产。

与市场差异之处

- 一、市场对芳纶的技术壁垒和竞争格局认识还不充分，对位芳纶是世界三大高性能纤维之一，未来国产化替代空间巨大，个体防护准备强制国标颁布，大幅拉动间位芳纶需求。公司作为二级市场稀缺的芳纶标的，将受益于市场关注度提升所带来的估值提升。
- 二、市场认为氨纶行业的周期属性较强，因此对公司氨纶未来的盈利能力存疑。我们认为随着人们对服饰舒适度要求的提高，氨纶需求将快速增加，行业周期性减弱。氨纶行业未来将向集中化、低成本化、差异化的趋势发展，虽然行业有一定新增产能，但主要集中在行业龙头，且有望置换掉部分老旧产能，公司作为行业龙头议价能力与盈利能力有望大幅提升。

股价变化的催化因素

- 一、氨纶景气度、盈利能力持续性超出预期，芳纶价格上涨超预期；
- 二、公司氨纶、芳纶在建产能进度超出预期。

核心假设或逻辑的主要风险

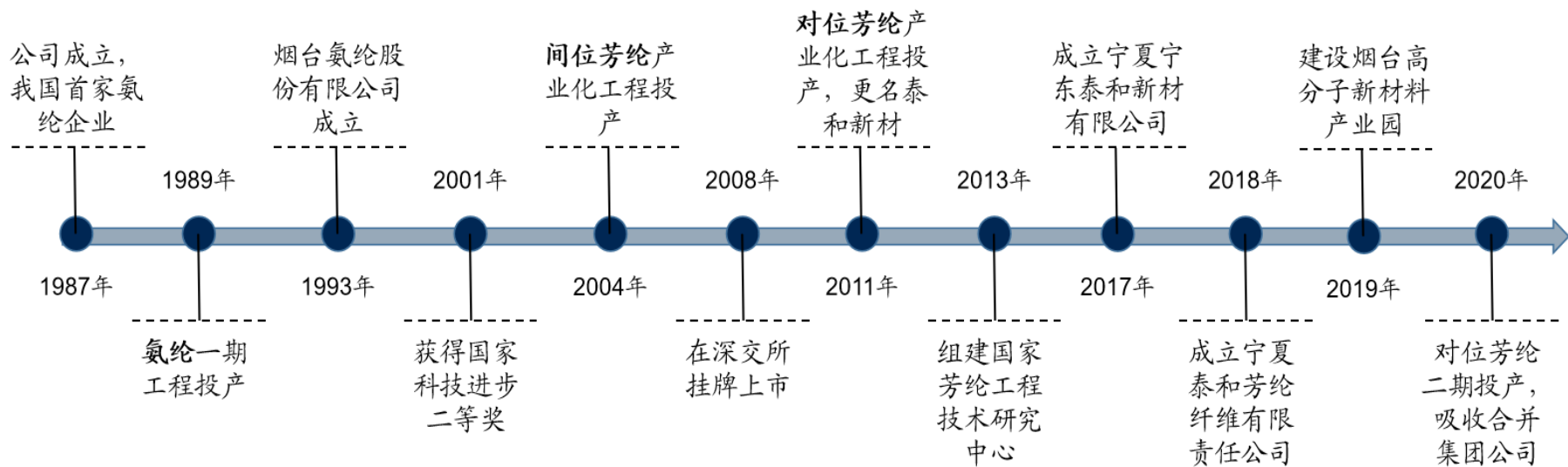
- 一、氨纶、对位芳纶、间位芳纶价格大幅下跌的风险；
- 二、原材料价格大幅上涨的风险；
- 三、新建项目建设进度不及预期的风险。

一、公司基本情况

公司基本情况——发展历史

公司成立于1987年，是我国首家氨纶生产企业，一期工程成套引进日本东洋纺干纺氨纶技术，于1989年10月建成投产。公司自主开发的重大科技攻关项目——“氨纶纤维产业化技术”，于2001年获国家科技进步二等奖。公司在高科技特种纤维领域开拓，间位芳纶（芳纶1313纤维）于2004年实现工业化生产；对位芳纶（芳纶1414纤维）于2011年实现工业化生产，打破国外垄断。2017年公司开拓宁夏宁东基地，实现双基地布局，公司现有氨纶产能75000吨/年（烟台基地45000吨/年、宁夏基地30000吨/年）；对位芳纶4500吨/年（烟台基地1500吨/年，宁夏基地3000吨/年）；间位芳纶7000吨/年（烟台基地）。

图：泰和新材的发展历史

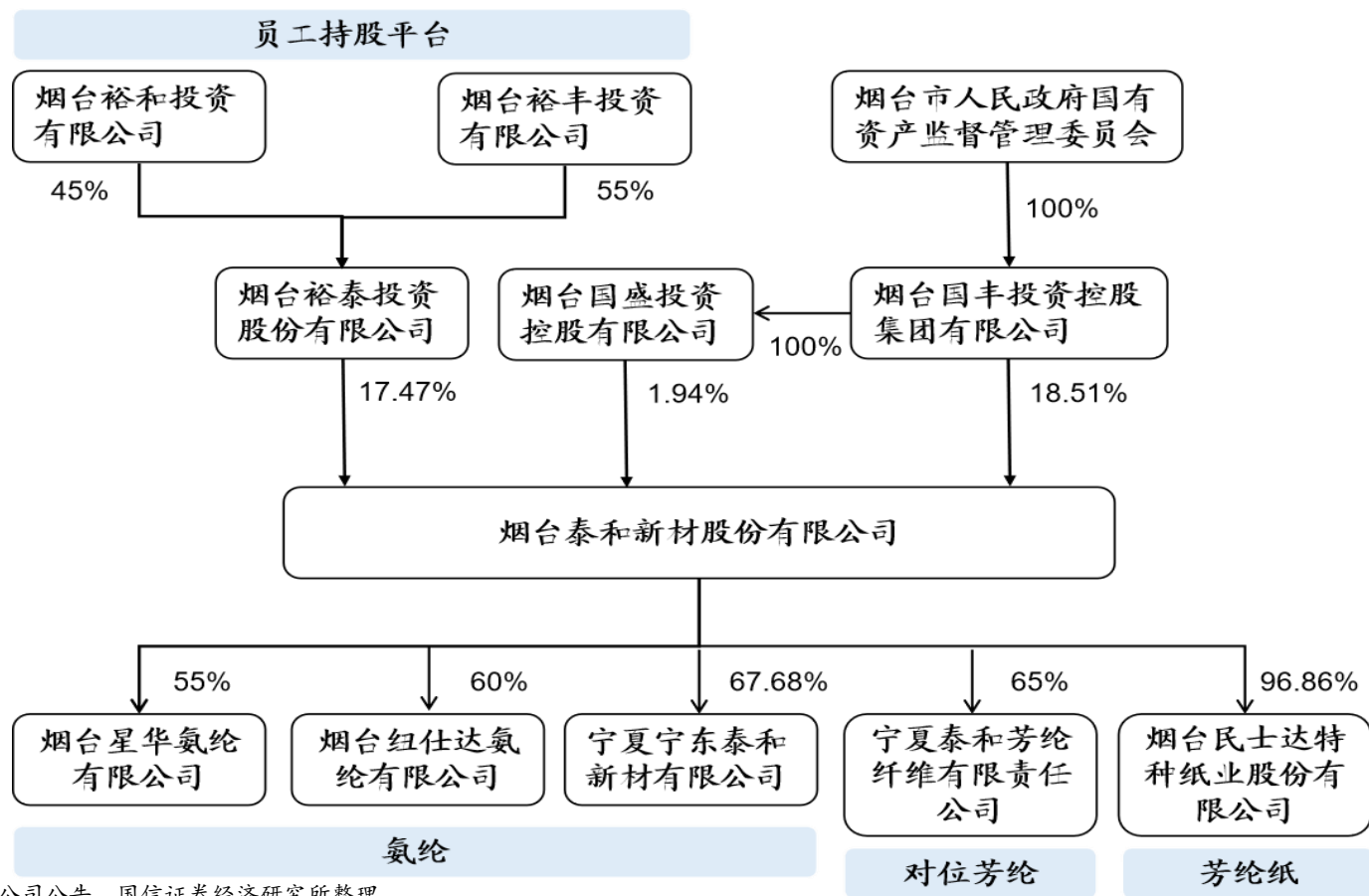


资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

公司基本情况——股权结构

公司实际控制人为烟台市国资委，烟台国丰投资控股集团有限公司与烟台裕泰投资股份有限公司为一致行动人，现合计持有公司37.96%的股权，烟台裕丰投资有限公司、烟台裕和投资有限公司均为公司核心员工的持股平台，分别持有烟台裕泰投资股份有限公司55%、45%股权。

图：公司的股权结构



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司基本情况——产品结构

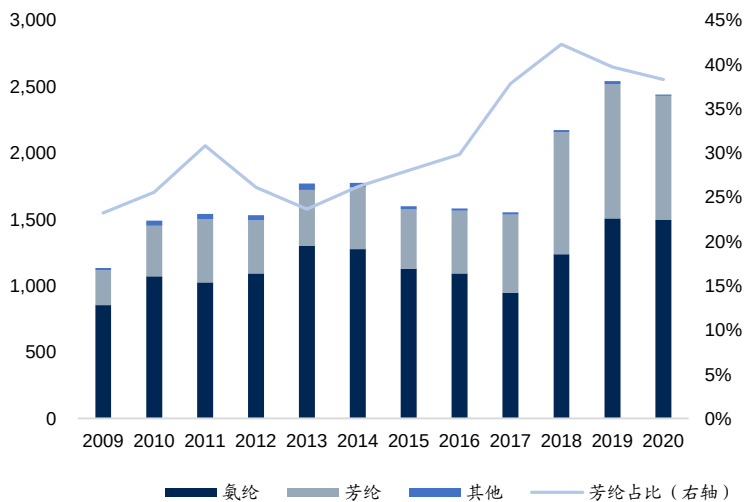
公司主要产品为氨纶、间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸，广泛应用于纺织服装、日化、医疗物资、交通运输、电气绝缘、个体防护、环境保护、新能源等领域。

表：公司主营产品及介绍

业务板块	产品类型	产品简介	产品主要用途
氨纶	氨纶	氨纶是一种功能性纤维原料，具有高伸长、高回弹的特点	广泛用于服装、内衣、医用绷带、口罩、纸尿裤以及其他产业用纺织品领域，可满足美观及舒适性要求。
芳纶	间位芳纶	具有优异的耐高温、阻燃性、电绝缘性、化学稳定性和耐辐射性。	广泛应用于个体防护、环境保护等领域。
	对位芳纶	具有高比强度、高比模量、耐高温和阻燃等优异性能，与碳纤维、高强高模聚乙烯并称为世界三大高性能纤维。	广泛应用于光缆、汽车、安全防护等领域。
	芳纶纸	具有绝缘、高强度等特点。	广泛应用于航空、轨道交通、电气绝缘及新能源等领域。

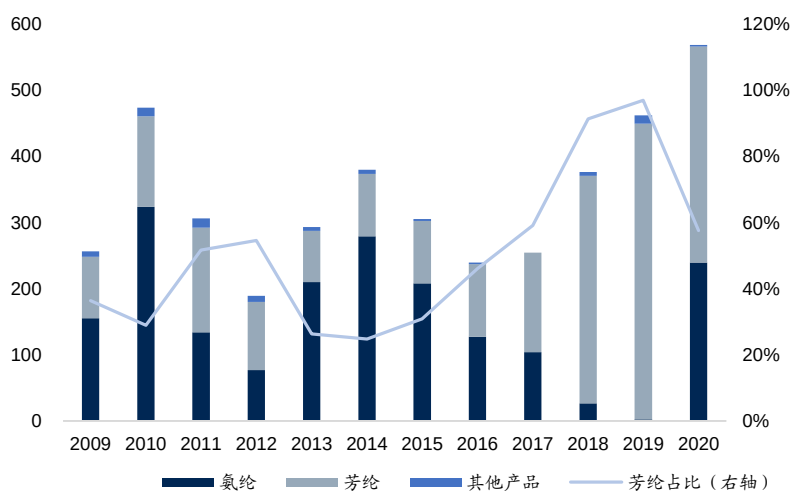
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司近年各主营产品的收入及占比（百万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司近年各主营产品的毛利及占比（百万元）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司基本情况——产品产能

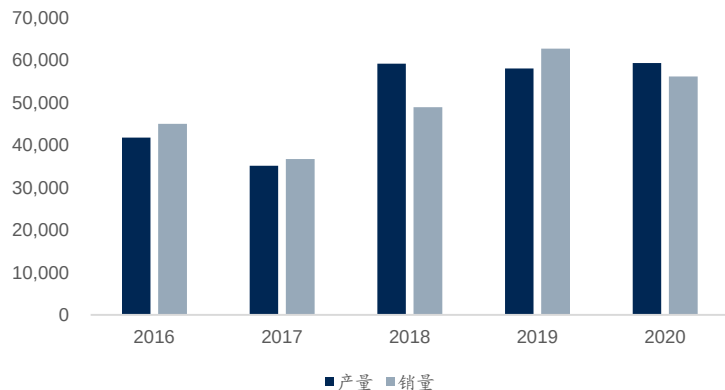
截至2020年底，公司具备氨纶产能75000吨/年、间位芳纶产能7000吨/年、对位芳纶产能4500吨/年，公司间位芳纶和对位芳纶产能均为国内第一。公司实施烟台、宁夏双基地建设，宁夏基地现有氨纶产能30000吨/年、对位芳纶产能3000吨/年。

图：公司产能投放进度（红字代表宁夏基地产能）

产品	2019年底	2020年底	2021年底	规划
氨纶	45000+30000	45000+30000	15000+60000	30000+60000
间位芳纶	7000	7000	11000	12000
对位芳纶	1500	1500+3000	1500+4500	4500+7500
芳纶纸	1500	1500	3000	3000

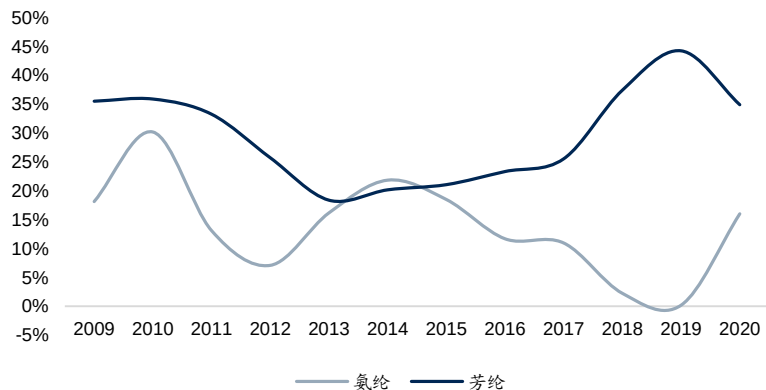
资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

图：公司近年主营产品的总产量及销量（吨）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司近年各主营产品的毛利率



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

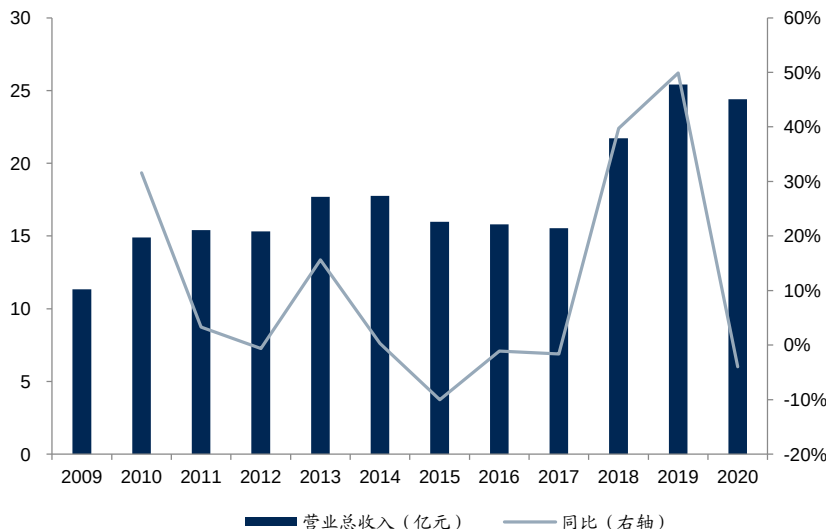
公司基本情况——业务规模

◆公司是国内氨纶、芳纶龙头企业，进入业绩释放期

2020年，公司实现营业收入24.41亿元（YoY-3.69%），收入出现小幅下滑，主要受到2020H1疫情影响；实现归母净利润2.61亿元（YoY+10.93%），主要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，同时2020年年中宁夏基地3000吨/年高性能对位芳纶项目全线贯通，对位芳纶的供应能力大幅提升，全年销量实现较大幅度增长。

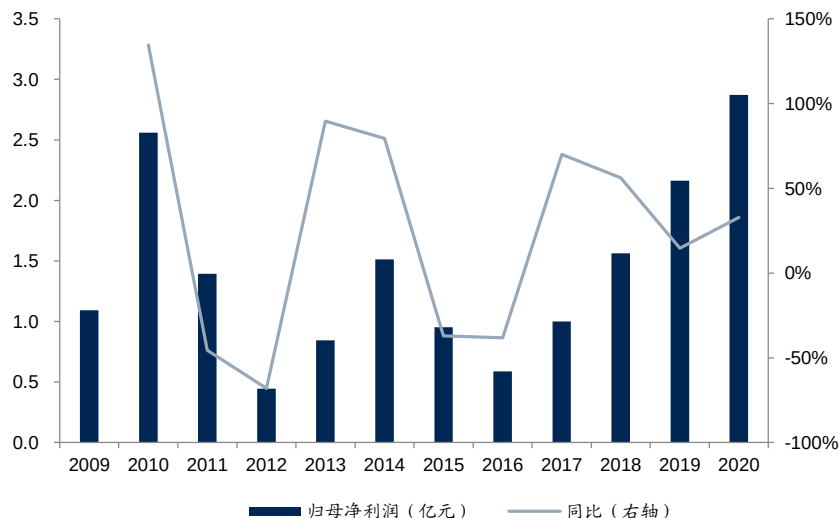
2021年一季度公司实现营业收入9.55亿元（YoY+95.24%），实现归母净利润1.77亿元（YoY+238.47%），均为单季度历史最好水平，主要由于氨纶量价齐升，以及间位芳纶、对位芳纶需求向好，产销量大幅提升所致。

图：公司近年营收及同比增长情况（单位：亿元）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

图：公司归母净利润及同比增长情况（单位：亿元）



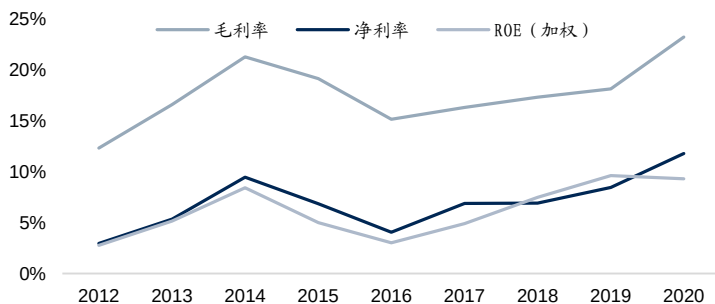
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司分析——财务状况

公司盈利能力逐年提升，期间费用率稳定。公司自2017年盈利能力稳步提升，我们认为主要原因是公司芳纶技术取得突破，业务逐渐走上正轨，芳纶业绩释放降低氨纶业绩波动性。公司期间费用率稳定，始终维持在8-10%的行业较低水平。2020年由于公司吸收合并泰和集团，并进行非定向增发导致管理费用上升。

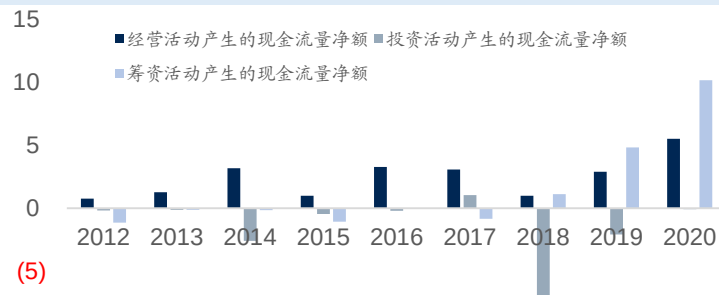
公司现金流状况良好。随着盈利的好转，公司自2017年以来经营性现金流逐年增加，基本符合盈利增长的趋势。公司2017年以前资产负债率不足20%，自2018年以来，随着公司宁夏基地建设，以及氨纶、芳纶扩产，公司逐步加大资本开支，资产负债率维持在35%-40%合理水平，杠杆率的提高有助于增加公司盈利能力，为股东带来更大回报。

图：公司盈利能力逐年提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：现金流状况良好（单位：亿元）

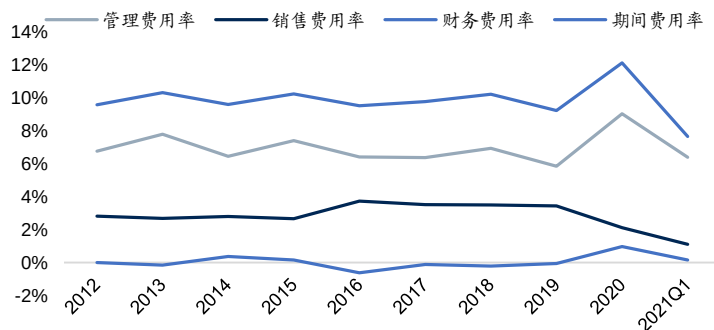


(5)

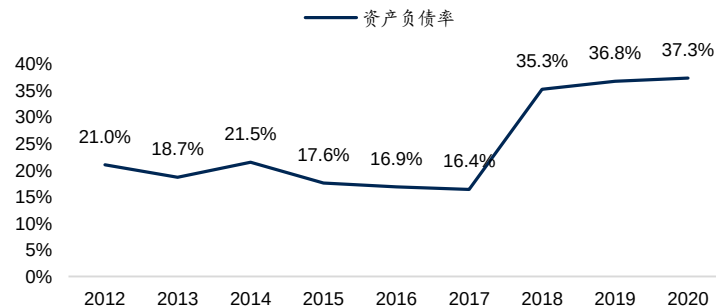
(10)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图：期间费用率稳定，控制在较低水平



图：资本开支加大带来资产负债率提升



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

公司分析——研发、员工激励情况

◆公司产研结合，消化吸收能力强

公司是国家创新型试点企业，拥有国家认定企业技术中心、国家芳纶工程技术研究中心，先后研发形成了氨纶、间位芳纶、对位芳纶的国产化技术，引领了国内相关行业的发展；

公司建有国家高性能芳纶纤维动员中心，是相关领域国家和行业标准的制定者，先后承担国家级科技项目19项，荣获国家科技进步二等奖3次，牵头和参与编写了70多项国家和行业标准，被中国化学纤维工业协会授予全国首家“国家高性能纤维材料研发生产基地”；

公司拥有完备的氨纶、芳纶产品体系，产品质量及技术指标在国内处于领先水平，**纽士达®氨纶、泰美达®（NEWSTAR®）间位芳纶、泰普龙®对位芳纶**在国内外享有较高声誉；

公司在全国率先通过知识产权管理体系认证，在国内外相关领域建立了较为完备的产品应用推广产业链。公司秉承稳健经营的发展策略，坚持走可持续发展之路，资产质量、财务状况、盈利能力等在业内处于较好水平。

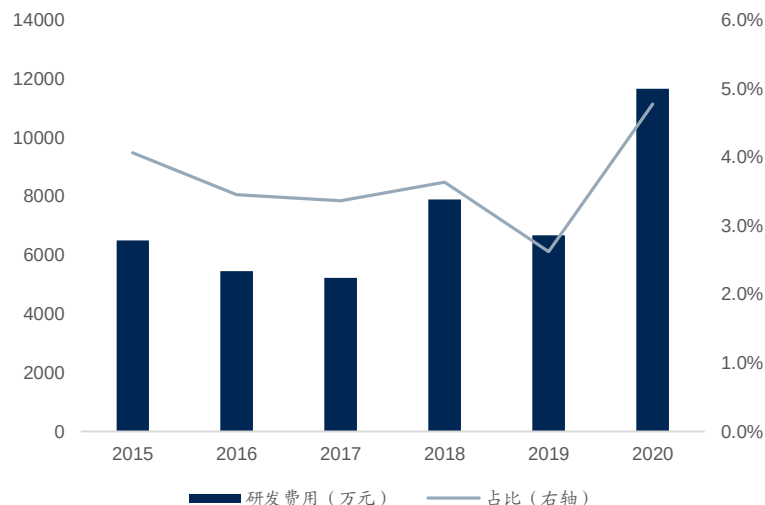
◆坚持市场化管理体制，深化改革激发国企员工活力

公司高管及核心员工通过持股平台持有公司股权。烟台裕丰投资有限公司、烟台裕和投资有限公司为公司核心员工的持股平台，通过烟台裕泰投资股份有限公司合计持有公司17.47%股权。

推行职业经理人制度，奖惩明确激发干劲。2020年9月，公司制定《职业经理人薪酬管理暨超额利润提成激励实施办法》并于2021年4月作修订，将高管人员纳入职业经理人管理范围，按照“业绩升、薪酬升，业绩降、薪酬降”的原则进行管理，薪酬由基本年薪、绩效年薪、聘期激励收入和长期激励四部分组成。

对骨干人员进行长期激励，绑定核心人员利益。公司拟采取超额利润提成、股权激励等手段，对包括职业经理人在内的骨干员工进行激励。按照年度利润总额超过目标值水平分段计提，超额利润提成按年预提，40%用于奖励职业经理人，60%用于奖励其他骨干，在聘期结束后分两年发放（每年50%）。

图：公司近年研发投入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

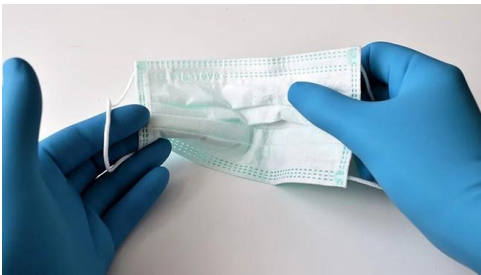
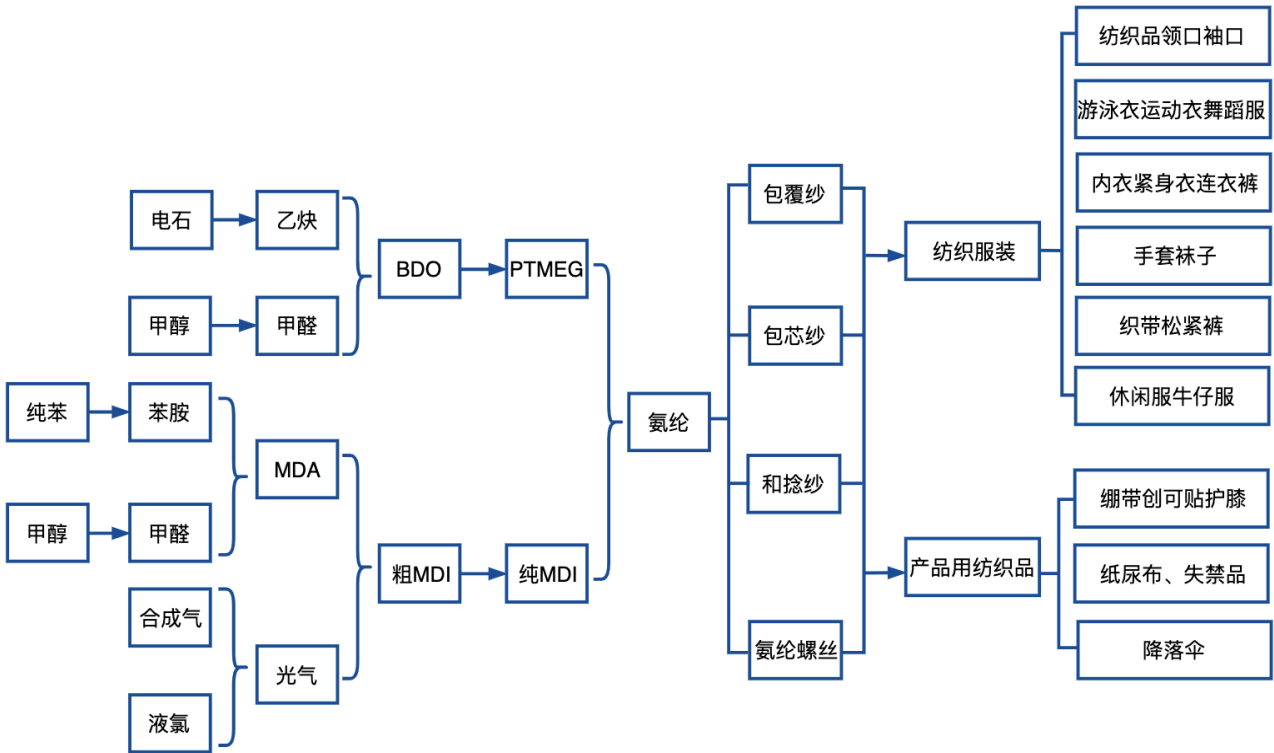
二、产品及所在行业介绍——氨纶

产品及所在行业介绍——氨纶

◆ 氨纶是纺织品中的“味精型”纤维

氨纶学名聚氨基甲酸酯纤维，也叫聚氨酯弹性纤维，具有其余化纤难以比拟的弹性，具有耐热性好、耐候性好、吸湿性较强等优点。氨纶可用于一切为满足舒适性要求可以拉伸的服装，如专业运动服、游泳衣、防护服，一般使用含量为5~25%。

图：氨纶上下游产业链



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——氨纶

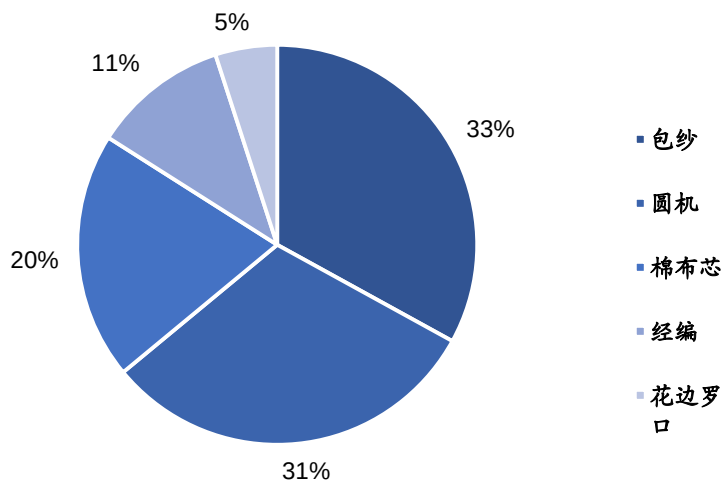
◆氨纶下游应用广泛，细旦丝使用比例快速提升

由于强度不足，氨纶不能单独做成纺织品，需要与其它纤维一起制成包覆纱、包芯纱、合捻纱等形式，再在经编、纬编、机织等设备上加工织造。

氨纶丝的纤度从11dtex到3750dtex，最常用规格是20D、30D、40D、70D、140D，其中40D使用比例超50%，在机包、空包、棉包、纬编以及经编上都有广泛运用；近两年20D和30D等细旦丝的使用比例快速增长，尤其应用在内衣、袜子和圆机上；140D以上的粗旦丝在花边、织带、袜口等领域具有广泛的应用；纤度更大的粗旦丝则主要用于织带和纸尿裤。

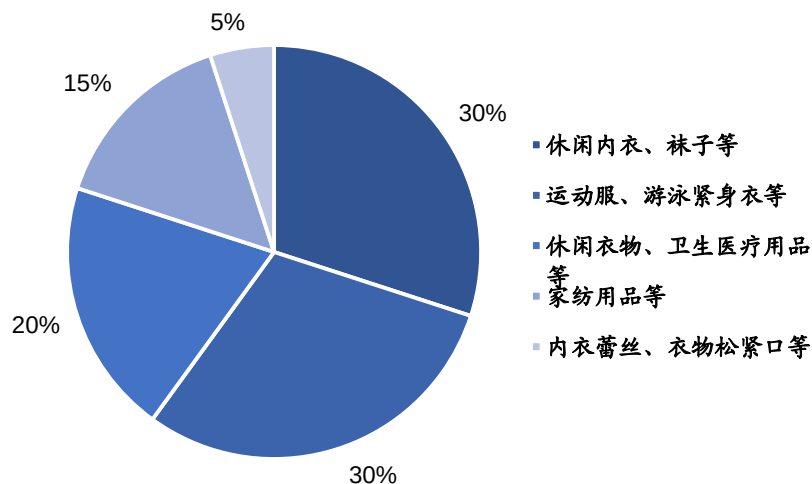
2020年至今，受疫情影响，氨纶粗旦丝70D、140D在防疫物资（口罩带、防护服）领域的使用需求量大增。

图：氨纶下游加工结构



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图：氨纶主要需求结构



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——氨纶

◆ 氨纶产能主要集中在我国，添加量增加拉动需求快速增长

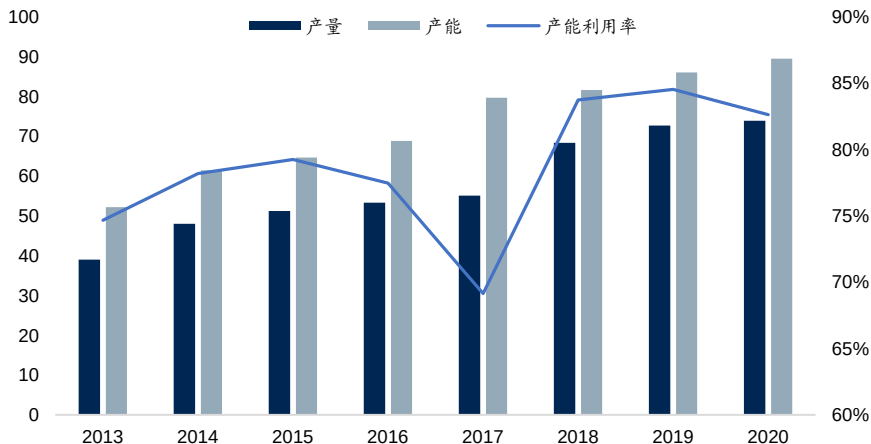
全球氨纶产能约100万吨/年，市场规模约500亿元，主要厂商包括华峰集团、晓星集团、新乡化纤、泰和新材等。

我国是全球最大的氨纶生产国和消费国，根据卓创资讯统计，截至2020年底我国氨纶产能为89.4万吨，同比增长4.0%。据行业协会统计，我国2020年氨纶产量约80万吨，平均开工率约90%。2020年我国氨纶出口约6.5万吨，同比增长4.3%，表观消费量约75万吨，同比增加8.3%。

一方面由于防疫物资对氨纶需求拉动，包括口罩带、防护服等；另一方面海外下游产业链订单回流，拉动国内下游需求，自2020年下半年起，下游纺织服装出口快速增加。2020年1-12月，我国纺织品服装累计出口额为2912.2亿美元，同比增长9.6%，其中纺织品累计出口额为1538.4亿美元，同比增长29.2%；服装累计出口额为1373.8亿美元，同比下降6.4%。

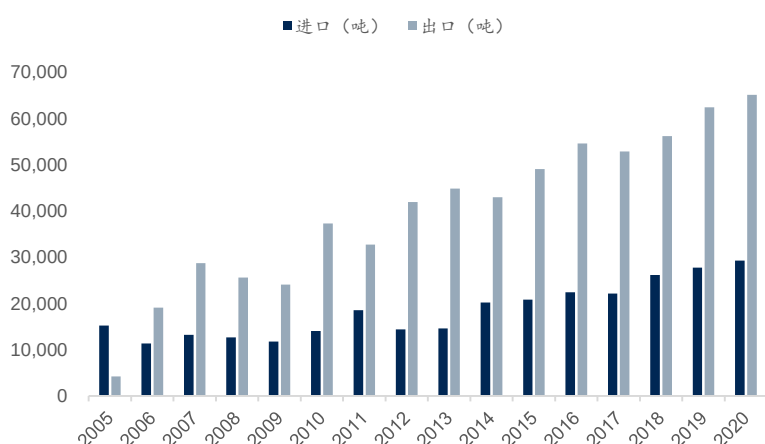
氨纶能提高服饰舒适度，服饰添加氨纶能做到免熨烫、抗皱褶，符合当今休闲服饰的发展趋势，氨纶添加量由以往的3%-5%逐步提高，我们预计氨纶行业未来3-5年需求复合增速约为8-10%。

图：国内氨纶产能产量（万吨）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内氨纶进出口量（万吨）



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——氨纶

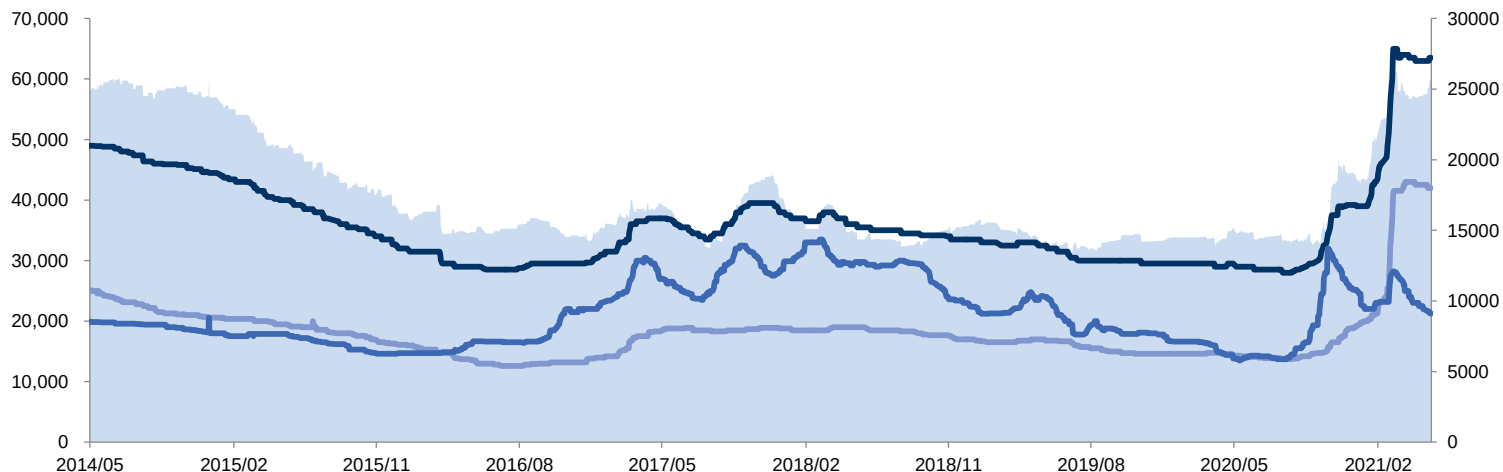
◆ 氨纶价格宽幅上涨，受成本、供给、出口等多重因素影响

氨纶价格自2020年三季度以来价格大幅上涨，40D价格由29000元/吨上涨至目前约65000元/吨，涨幅约125%，30D目前报价约80000元/吨，20D报价在90000元/吨以上，目前行业毛利率超过30%，单吨净利润超过10000元。

成本端纯MDI、PTMEG相继拉涨。氨纶主要原料为80%纯MDI与20%聚四氢呋喃（PTMEG）。20Q3由于全球MDI装置不可抗力及检修导致纯MDI价格大涨，推动氨纶价格上涨；21Q1以来，由于原材料电石价格暴涨，以及下游生物降解塑料PBAT需求增加，导致BDO价格暴涨，PTMEG作为BDO的第二大下游，受成本端支撑价格上涨，进而带动氨纶的第二轮上涨。

海外供给不可抗力带动出口，下游订单回流拉动国内需求。受海外疫情影响，晓星、英伟达等海外装置出现停工、降负情况，国内氨纶出口量激增，2021年一季度出口2.33万吨，同比增长19.9%，环比增长25.0%。东南亚纺织服装加工企业开工率降低，导致欧美纺织服装加工订单回流国内，拉动氨纶下游需求。

图：氨纶价格及价差



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——氨纶

◆短期价格看库存，库存处于历史低位，景气有望超预期

从氨纶使用特性来看，工厂最低库存应在10-15天，氨纶库存自20Q3以来库存大幅下降，以此同时氨纶价格开始一路上行；氨纶行业库存在20Q3以来一直保持在15天左右的极低库存，目前行业库存约17-18天，仍然处于相对安全低位。

氨纶出口大幅增长，成为国内氨纶下游新增长点。2021年一季度国内氨纶出口2.33万吨，同比增长19.9%，环比增长25.0%。一方面海外装置出现停工、降负情况，另一方面海外织造企业向土耳其、埃及等地趋势，海外资本开支增加，拉动国内原料出口需求。

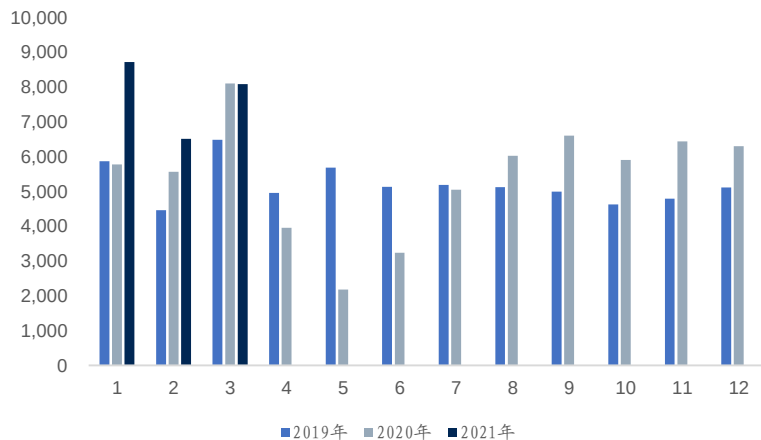
2021年氨纶行业景气度有望超预期。2021年内没有新增产能投放，华峰氨纶、新乡化纤、泰和新材预计最快于2021年底投产，考虑到新增产能存在爬坡期，2021年实际新增产量较少。此外新乡化纤、泰和新材均有新老装置替换，因此我们认为氨纶供给端增量有限，景气度有望超预期。

图：国内氨纶月度库存（天）



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内氨纶月度出口量（吨）



资料来源：Wind，海关总署，国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——氨纶

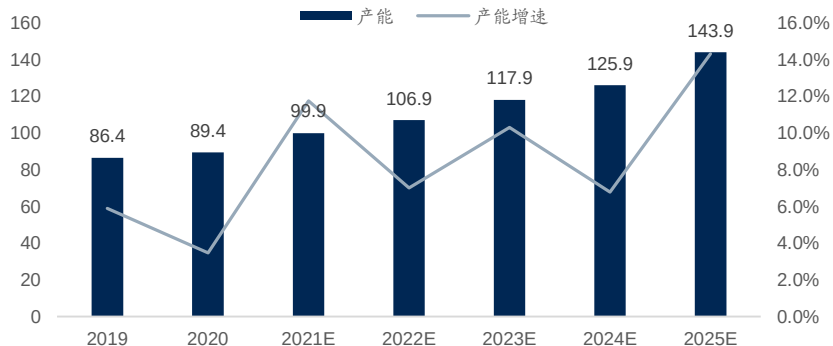
◆ 长期价格看供需格局，行业向高集中度、低成本方向发展

截至2020年底，国内氨纶产能约89万吨，在产厂家约20家，CR5为68.2%。未来行业扩产全部集中在华峰氨纶、晓星氨纶、新乡化纤、华海氨纶、泰和新材等前五家行业头部企业，2021、2022年新增产能各约10万吨。

行业集中度进一步提升，根据新增产能投放进度，我们预计2025年国内产能有望超过140万吨/年，行业集中度超过80%，未来5年产能复合增长率约8.9%，与8-10%的行业需求增速基本吻合。

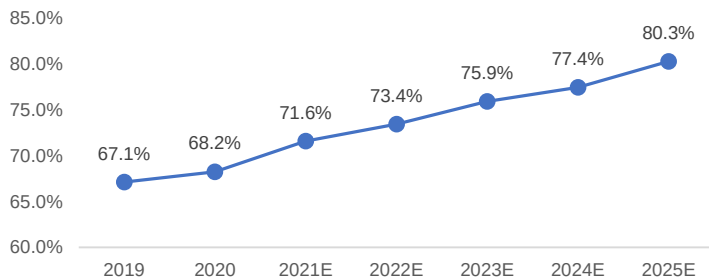
行业产能向低成本区域转移，考虑到现有的非行业头部企业基本集中在东部沿海地区，普遍存在装置陈旧、生产效率低、能源成本高、盈利能力弱等特点，我们认为未来这类产能存在出清可能。行业头部企业新产能向低成本的中西部地区转移，并有望逐步替换老旧产能。因此我们预计2025年行业产能约120万吨/年，复合增长率6.1%，行业供给依旧偏紧。

图：“十四五”期间氨纶预测产能（万吨，未考虑产能退出）



资料来源：公司公告，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图：国内氨纶集中度



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

表：截至2020年底国内主要氨纶产能（万吨）

公司名称	20年底产能	市场份额
华峰氨纶	18.5	20.7%
晓星氨纶	15	16.8%
新乡化纤	12	13.4%
华海氨纶	8	8.9%
泰和新材	7.5	8.4%
合计	60	68.2%

资料来源：公司公告，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

表：国内氨纶新增产能（万吨）

公司名称	地区	新建产能	投产时间
华海氨纶	浙江诸暨	2	21Q2
华峰氨纶	重庆	4	21Q4
泰和新材	宁夏宁东、山东烟台	4.5	21Q4
新乡化纤	河南新乡	3	22Q1
晓星氨纶	宁夏宁东	4	22Q2
新乡化纤	河南新乡	3	22Q3
新乡化纤	河南新乡	7	23-25年
晓星氨纶	宁夏宁东	32	23-26年
华峰氨纶	重庆	5+15+10	23-27年

资料来源：公司公告，卓创资讯，国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——氨纶

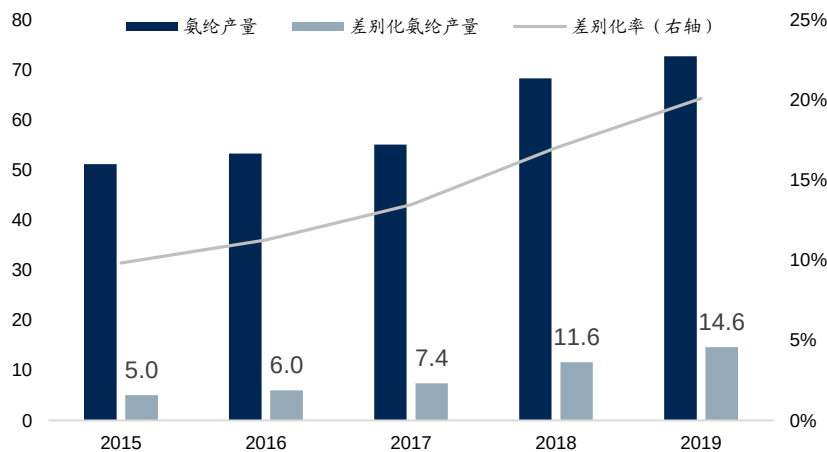
◆ 氨纶未来将向差别化、功能化方向发展

开展差别化氨纶的研究是提高企业经济效益和竞争力的基础，随着消费者对于产品舒适性的要求不断提高，氨纶的回弹性、耐汗、耐氯等性能已远远不能满足要求，开发高性能、差别化和功能化的高档氨纶已是大势所趋。

产量来看，2015年我国差异化氨纶产量5.0万吨，2019年产量14.6万吨，年均复合增长率达到29.9%，差别化氨纶产量占比快速提升，由2015年的9.8%快速增长至2019年的20.1%。

需求端来看，估计中国产业信息网数据，我国差别化氨纶市场需求从2015年的7.2万吨发展到2019年的17.4万吨，年均复合增长率达到24.7%。

图：差别化氨纶产量（吨）及差别化率



资料来源：中国产业信息网，国信证券经济研究所整理

表：差异化氨纶品种、特性、适用范围

产品品种	产品特性	适用范围
耐氯氨纶	具有非常出色的抗氯漂性能，可以有效避免氨纶丝在日常洗护、漂洗以及游泳池等环境中受到活性氯的损伤，可保持优异的强力和弹性回复性能。	高档牛仔、泳装、运动服
耐高温氨纶	具有很高的初始弹性模量及强度，在高温染色时，可有效应对高温熔断，为面料提供卓越的加工性能，可以满足制成品多次染色及改色的要求，强化色牢度并改良染色瑕疵。	可以搭配多种纺织材料
阻燃氨纶	具有永久性阻燃作用，洗涤和摩擦等不会影响阻燃性能，比起后处理法获得的阻燃纤维拥有更好的耐牢性。	室内装饰织物、交通运输、防护及工业用纺织品
抗菌氨纶	具有抗菌特性，在纤维近皮层均匀分布抗菌助剂，抗菌效果明显持久，抗菌剂特殊结构还能吸附异味气体，将会实现织物的自清洁，使织物持久洁净卫生安全。	床上用品、内衣、运动衣和医用织物等
卫材氨纶	具有质地轻、弹性好、柔软度高等优异特点，替代传统橡胶材料，实现大丝卷包装，并具备丝卷退绕性能优良、力学性能优异和抗蠕变性能好的特点，同时可提高客户生产效率，降低生产成本。	纸尿裤、防护服扎口、口罩耳带、医用绷带

资料来源：公司公告，公司官网，国信证券经济研究所整理

三、产品及所在行业介绍——芳纶

产品及所在行业介绍——芳纶

◆ 芳纶分为间位芳纶与对位芳纶两种

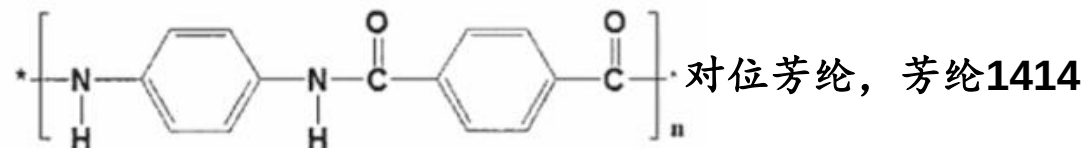
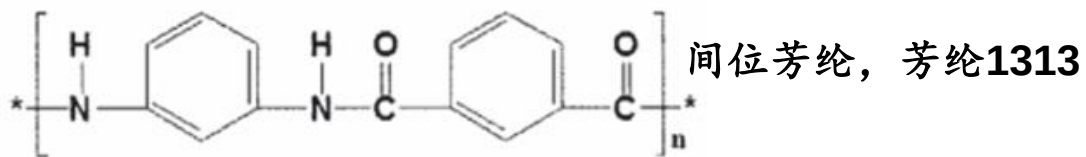
芳纶分子主链上含有芳香环，是一种全芳香聚酰胺，由芳香二元胺和芳香二元酸合成得到。根据酰胺键与芳香环链接的位置不同，可以分为间位芳纶（又称芳纶1313）和对位芳纶（又称芳纶1414）。

间位芳纶具有优异的热稳定性、阻燃性、电绝缘性、化学稳定性和耐辐射性。热稳定性是其最重要的特性，可在200℃高温下长期使用不老化，具有极佳的尺寸稳定性。

对位芳纶具有高比强度、高比模量、耐高温和阻燃等优异性能，与碳纤维、高强高模聚乙烯并称为世界三大高性能纤维。

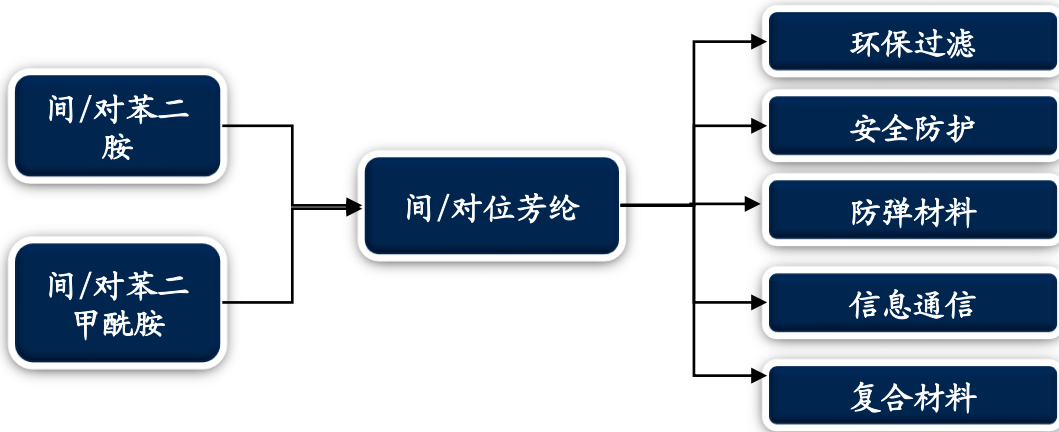


图：芳纶结构式



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：芳纶产业链



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——芳纶

◆ 对位芳纶技术壁垒高，国产化替代空间大

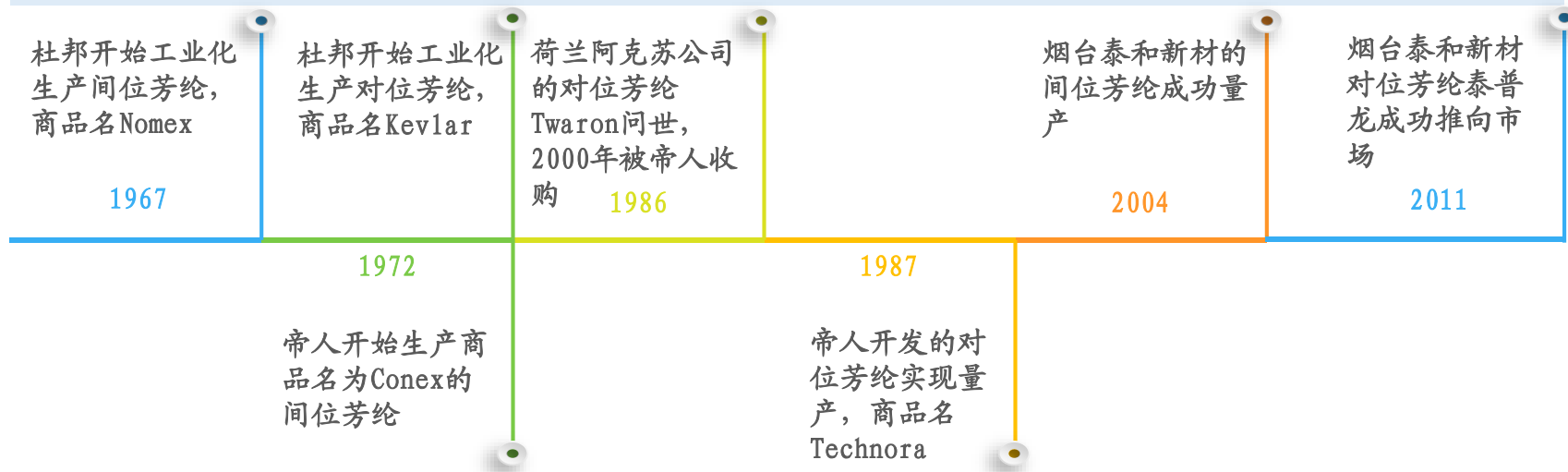
全球行业呈现双寡头格局。美国杜邦、日本帝人分别于1972年、1987年实现了对位芳纶产业化，目前两家的全球市场份额超过75%。我国泰和新材与2011年成功实现1000吨对位芳纶工程化，并于2020年实现3000吨对位芳纶成功开车，是我国对位芳纶行业龙头企业。

从工艺上来看，从原材料到芳纶纤维的制备包括缩聚、纺丝两个步骤，工艺可分为一步法和两步法。

一步法工艺：即低温溶液间歇聚合，原液经过过滤后直接进行湿法纺丝，水洗后干燥，切断后打包。

两步法工艺：低温溶液连续聚合，聚合物分离后洗涤干燥后用浓硫酸重新溶解，干喷湿法纺丝，纤维经过水洗后干燥，卷绕。

图：芳纶发展历程



产品及所在行业介绍——对位芳纶

◆ 对位芳纶是国家重点发展的新材料，具有极强战略价值

对位芳纶与碳纤维、高强高模聚乙烯并称为世界三大高性能纤维，具有高比强度、高比模量、耐高温和阻燃等优异性能，此外还具有导热率低、温变系数小、尺寸稳定性高等优势。

自21世纪初以来，我国把对位芳纶及纤维列入我国重点发展的新材料之一，国务院、国家发展改革委、工业和信息化部多次将对位芳纶列入重点关键新材料发展名单。

对位芳纶是目前产量最大、应用最广的高性能纤维，是国家安全不可或缺的战略物资，在国防军工、航空航天、交通运输、信息和新能源等领域具有不可替代的作用。

表：对位芳纶物理化学性质优异

性能	特征
高强度	比拉伸强度达钢纤维的5-6倍
高模量	比模量为钢纤维的2倍
耐高温	热分解550℃，220℃下可长期使用
强韧性	柔软无脆性，抗强冲击
阻燃性	自熄性好，氧指数高
耐化学药品性	良好的耐腐蚀性和抗割裂性

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表：多部委将对位芳纶列入国家重点发展新材料

时间	颁布机构	内容
2006年	国务院	《国家中长期科学和技术发展规划纲要（2006—2020年）》
2014年	国家发展改革委、财政部、工业和信息化部	《关键材料升级换代工程实施方案》
2016年	工业和信息化部	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2017版）》
2016年	国家发展改革委	《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016版）》
2017年	国家发展改革委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020年）》
2019年	国家发展改革委	《产业结构调整指导目录（2019本）》

资料来源：各部委网站，国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——对位芳纶

◆ 对位芳纶技术壁垒高，国产化替代空间大

我国芳纶需求快速增长，但自给率极低，进口替代空间大。对位芳纶全球消费量约8.5万吨，市场规模约200亿元，2020年我国对位芳纶需求量约1.3万吨，同比增长13.0%，近5年复合增速12.2%。

2020年我国对位芳纶产量仍不足3000吨，进口量超过10000吨，自给率只有约23%。

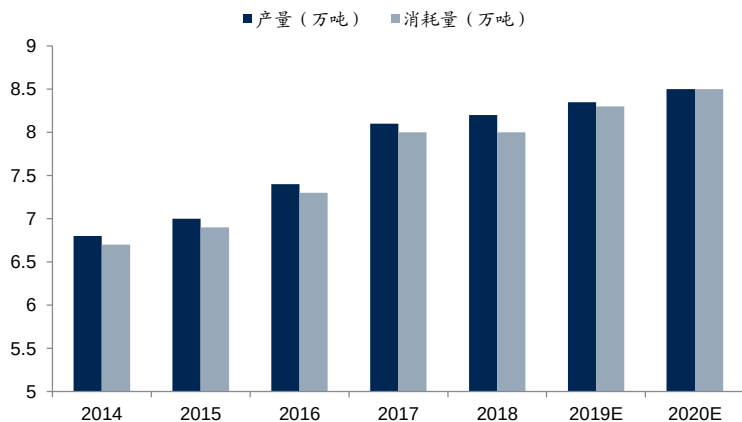
我们预计“十四五”期间国内对位芳纶需求仍将保持双位数增长，2025年国内对位芳纶需求量有望达到2.1万吨，进口替代空间广阔。

表：全球主要对位芳纶产能（吨）

公司名称	2020年底产能	市场份额
美国杜邦	32000	38.3%
日本帝人	32000	38.3%
韩国可隆	7000	8.4%
泰和新材	4500	5.4%
韩国晓星	2000	2.4%
瑞盛新材	2000	2.4%
韩国泰光	1000	1.2%
蓝星新材	1000	1.2%
仪征化纤	1000	1.2%
中芳特纤	1000	1.2%
合计	83500	

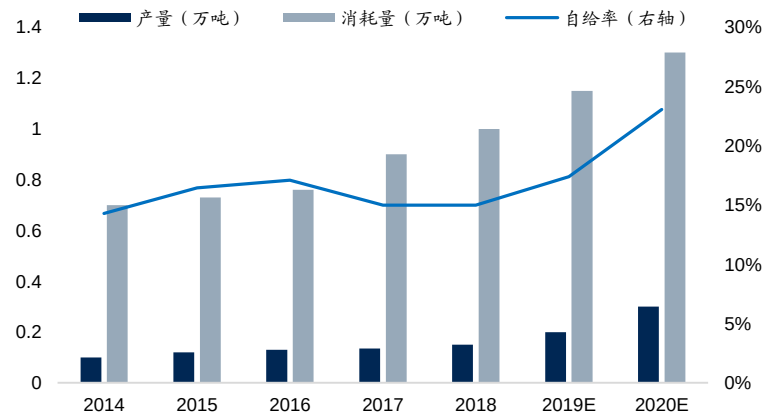
资料来源：公司公告、卓创资讯，国信证券经济研究所整理

图：全球对位芳纶产量与消费量



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图：我国对位芳纶自给率极低，进口替代空间大



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——对位芳纶

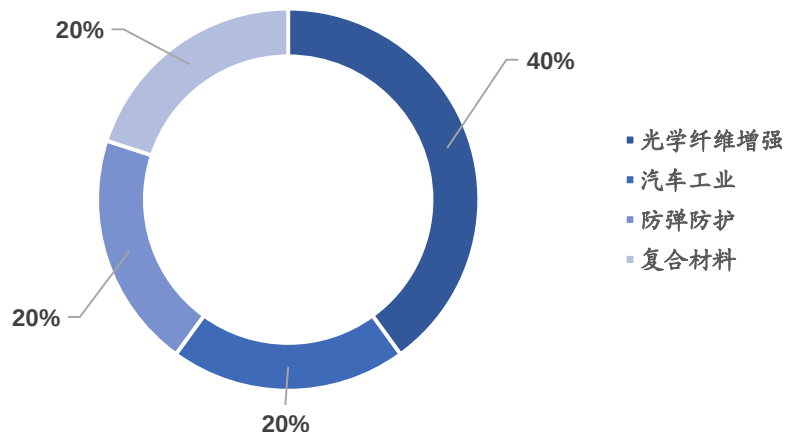
◆ 对位芳纶下游需求丰富，我国高端品种需求有提升空间

从消费结构来看，对位芳纶下游主要用于防弹防护（左上用于高温防护服，左中用于防弹头盔）、光纤增强（中上用于光缆，右上用于耳机数据线）、汽车橡胶工业（中图用于橡胶轮胎、右中用于汽车胶管、中下用于离合器垫片、右下用于刹车片）、复合材料（左下用于同步传输带）等。

我国对位芳纶40%用于光纤增强，年消费量约5000吨，汽车工业、防弹防护、复合材料各占20%左右。海外主要用于防弹防护、橡胶增强密封等高端领域，我国的高端品种需求仍有提升空间。

我们认为军用防弹头盔、手套等材料国产化趋势下，以及电子产品、新能源需求增长的带动下，我国对位芳纶需求量有望迅速增长。

图：国内对位芳纶需求结构



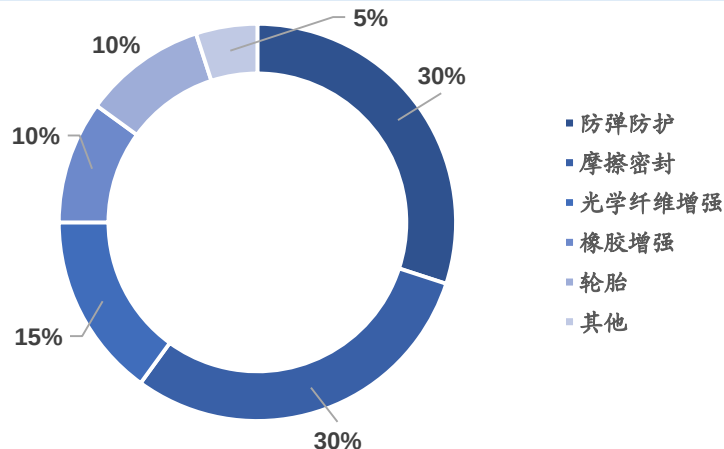
资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图：对位芳纶下游应用



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：海外对位芳纶需求结构



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——间位芳纶

◆ 对位芳纶是国家重点发展的新材料，具有极强战略价值

间位芳纶全球消费量约4.5万吨，市场规模约60亿元，规模化生产的企业只有6家。截至2020年底，国内间位芳纶产能约1万吨/年，其中泰和新材产能为7000吨/年，2021年泰和新材计划新增4000吨/年新产能，预计二季度末投产。

2020年我国间位芳纶产量约0.7万吨，进口量约0.3万吨，表观需求量约0.8万吨。间位芳纶具有优异的热稳定性、阻燃性、电绝缘性、化学稳定性和耐辐射性，并具有极佳的尺寸稳定性，下游应用广泛。主要应用于高温过滤领域（右上图）、安全防护领域（左上图）、绝缘材料领域（左下图）、蜂窝结构材料领域（右下图）等。

表：全球主要间位芳纶产能（吨）

公司名称	2020年底产能	市场份额
美国杜邦	22000	50.6%
泰和新材	11000	25.3%
日本帝人	5000	11.5%
超美斯	3000	6.9%
韩国东丽熊津	1500	3.4%
韩国汇维仕	1000	2.3%
合计	43500	

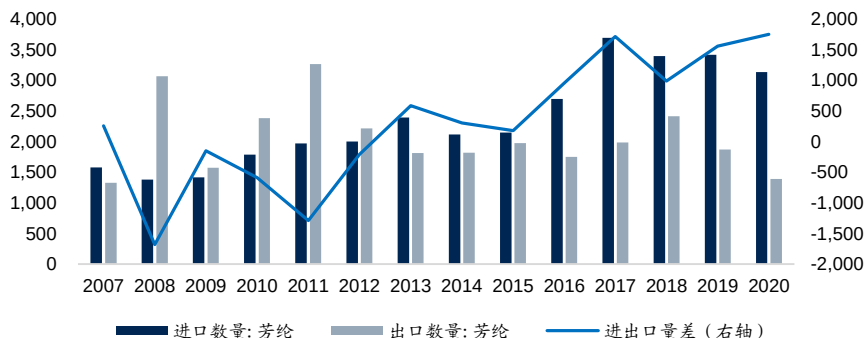
资料来源：公司公告、公司官网，国信证券经济研究所整理

图：间位芳纶应用广泛



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：间位芳纶进出口情况（吨）



资料来源：Wind、海关总署，国信证券经济研究所整理

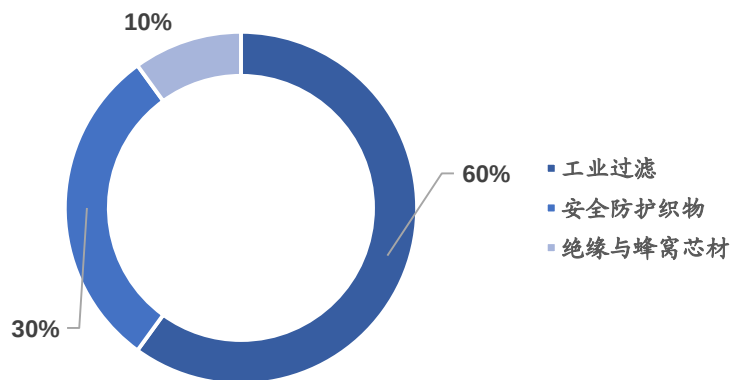
产品及所在行业介绍——间位芳纶

◆对位芳纶品种丰富，我国高端品种需求有提升空间

间位芳纶可以制作成长丝、短纤及纱线，可通过原液着色制备成不同色号的产品，也可制备成为导电纤维、纸纤维等差异化下游产品，其中芳纶纸是间位芳纶最大的下游应用。

从国内外的下游应用来看，我国间位芳纶的品种结构不合理。我国间位芳纶超过60%用于高温过滤材料，安全防护服饰领域用量不足30%，高端产品芳纶纸、芳纶长丝、可染纤维等应用还处于初级阶段；而国外间位芳纶应用于高端产品占其总量的80%左右，高温过滤材料用的芳纶纤维只有20%左右。主要是由于高端间位芳纶产品技术开发难度较大，市场推广门槛较高造成的。

图：国内间位芳纶需求结构



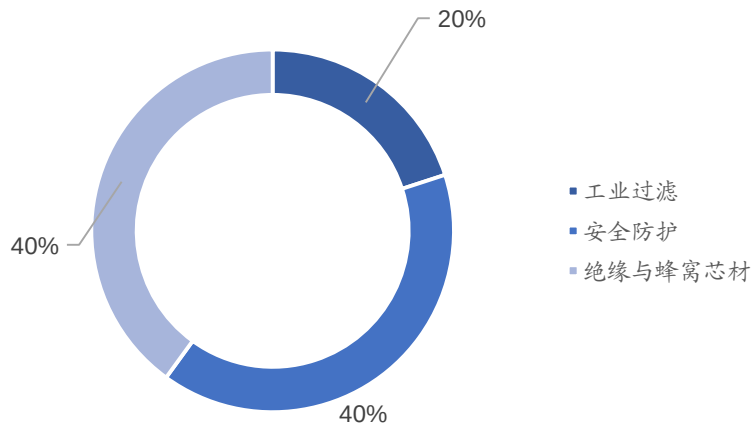
资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》、国信证券经济研究所整理

图：对位芳纶品种丰富



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

图：海外间位芳纶需求结构



资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》、国信证券经济研究所整理

产品及所在行业介绍——间位芳纶

图：间位芳纶应用于个体防护领域

◆ 个体防护强制国标颁布，拉动间位芳纶防护需求

国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会发布了2020年第31号中国国家标准公告，泰和新材参与起草了《个体防护装备配备规范第1部分：总则（GB39800.1-2020）》、《个体防护装备配备规范第2部分：石油、化工、天然气（GB39800.2-2020）》、《个体防护装备配备规范第3部分：冶金、有色（GB39800.3-2020）》、《个体防护装备配备规范第4部分：非煤矿山（GB39800.4-2020）》等4项标准，个体防护强制实施将于2022年1月1日起执行。

间位芳纶由于具备良好的机械性能、优异的阻燃与耐热性能、稳定的化学性质、良好的耐久性与耐辐射性，在个人防护领域具有广泛应用，可以制作成工业阻燃服、灭火服、军警服、电焊服等，可用于冶金、建筑、造船、化工、林业、消防、军队等领域。

随着应急管理部启动设计相关标准，我们认为国家会推动危化品行业，尤其是石油、化工、天然气、金属冶炼等量的个体防护装备配备规范，有望新增万吨级间位芳纶消费市场，大幅拉动间位芳纶市场容量。



产品及所在行业介绍——芳纶纸

◆ 芳纶纸性能优异，主要用于电气绝缘与蜂窝芯材

对位纸是由芳纶短纤和浆粕或沉析纤维混合，通过湿法抄造和热压增强等工艺制备的纸质材料，具备良好的机械性能和耐高温绝缘特性。

全球芳纶纸名义产能约2万吨/年，有效产能约1.2万吨/年，国内共有规模化生产企业2家，有效产能约1800吨/年。全球芳纶纸需求约1万吨/年，国内市场需求约2300吨/年，主要市场份额由杜邦公司占据。

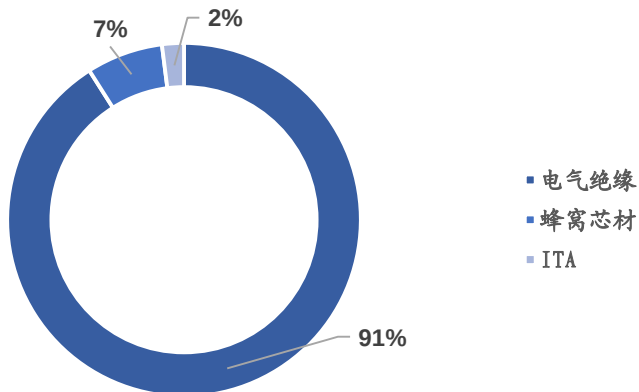
芳纶纸具有老的绝缘性能，1mm厚的芳纶纸能绝缘20kV电压，国内90%以上芳纶纸应用于电气绝缘领域，我们认为未来在锂电池、新能源等领域有较大拓展空间。

表：全球主要芳纶纸名义产能（吨）

公司名称	2020年底产能	市场份额
杜邦	12000	60.0%
民士达	2000	10.0%
超美斯	2000	10.0%
龙邦	1000	5.0%
时代华光	3000	15.0%
合计	20000	

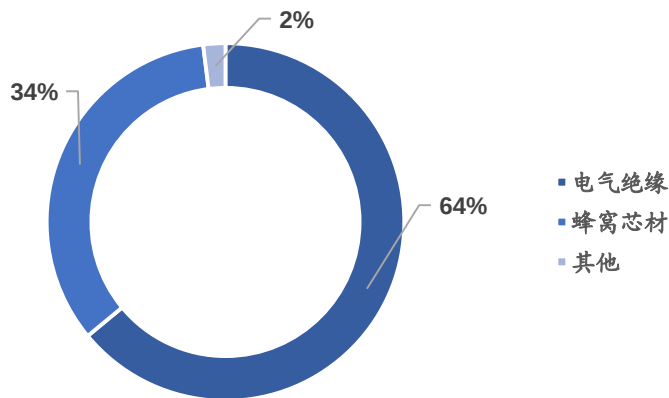
资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》，国信证券经济研究所整理

图：国内芳纶纸需求结构



资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》、国信证券经济研究所整理

图：海外芳纶纸需求结构



资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》、国信证券经济研究所整理

三、业绩预测与投资建议

盈利预测

假设条件

1. 氨纶方面，公司宁夏基地3万吨/年、烟台基地1.5万吨/年新产能预计将于2021年底投产，烟台现有4.5万吨产能由于搬迁预计将由2021年三季度开始陆续关停，因此可能对2021年公司氨纶产销量产生一定影响，我们预计2021/22/23年公司氨纶销量分别为45000/65000/70000吨。
2. 芳纶方面，公司现有对位芳纶产能4500吨/年，其中宁夏基地3000吨/产能为2020年下半年投产，此外公司宁夏基地对位芳纶将扩产1500吨/年，至2021年底公司对位芳纶产能有望达到6000吨/年。公司现有间位芳纶产能7000吨/年，另有4000吨/年在建产能预计2021年中投产，但新装置投产后存在替换部分老产能的可能性。我们预计2021/22/23年公司芳纶销量分别为10500/12000/13000吨。
3. 芳纶纸方面，根据公司对赌协议，民士达纸业2020/21/22年销售收入分别为1.59/1.65/1.72亿元，我们预计公司芳纶纸2021/22/23年销量分别为730/760/800吨。

表：公司在建项目情况

在建工程	项目投资预算（万元）	项目地址	预计达产时间
3000吨高性能对位芳纶项目	60,000.00	宁夏园区	2020年三季度
防护用高性能间位芳纶高效集成产业化项目一期（4,000吨/年）	120,000.00	烟台园区	2021年二季度
宁夏宁东泰和新材料有限公司3万吨绿色差别化氨纶智能制造项目	95,000.00	宁夏园区	2021年年底
1.5万吨高效差别化粗旦氨纶项目	50,011.00	烟台园区	2021年年底
年产3000吨高性能芳纶纸基材料产业化项目	25,000.00	烟台园区	2021年年底
合计	350,011.00		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司未来三年盈利预测

我们预计公司2021/22/23年营业收入达到33.71/41.65/44.93亿元，同比增速分别为38.08/23.58/7.86%，随着氨纶产品景气回暖，芳纶产品放量，公司盈利能力将明显改善，毛利率分别达到32.00/30.74/30.78%。

表：公司2021-2023年的营收和成本预测（单位：百万元、%）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总营收（百万元）	2,540	2,441	3,371	4,165	4,493
总成本（百万元）	2,081	1,874	2,292	2,885	3,110
毛利率（%）	18.15%	23.24%	32.00%	30.74%	30.78%
氨纶					
-营收	1,508	1,496	1,792	2,301	2,478
-成本	1,506	1,257	1,305	1,755	1,890
-毛利	2	239	487	546	588
芳纶					
-营收	1,010	935	1,559	1,845	1,995
-成本	563	609	977	1,120	1,210
-毛利	447	326	582	725	785
其他业务					
-营收	24	10	20	20	20
-成本	12	8	10	10	10
-毛利	12	2	10	10	10

公司未来三年盈利预测

我们看好公司芳纶产品持续放量，在氨纶产品高景气下，预计公司2021/22/23年营业收入达到33.71/41.65/44.93亿元，同比增速分别为38.08/23.58/7.86%，对应的2021/22/23年公司归母净利润分别为6.75/7.98/8.67亿元，同比增速159.01/18.19/8.69%。

表：盈利预测

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,441	3,371	4,165	4,493
(+/-%)	-4.0%	38.1%	23.6%	7.9%
净利润(百万元)	261	675	798	867
(+/-%)	20.5%	159.0%	18.2%	8.7%
每股收益（元）	0.38	0.99	1.17	1.27
EBIT Margin	16.2%	25.3%	24.1%	24.1%
净资产收益率（ROE）	7.5%	16.9%	17.2%	16.3%
市盈率（PE）	46.7	16.9	14.3	13.2
EV/EBITDA	23.0	13.7	11.7	10.8
市净率（PB）	3.51	3.04	2.62	2.28

资料来源：国信证券经济研究所预测

绝对估值

我们分别通过FCFE绝对估值法对泰和新材进行估值。绝对估值法得到公司合理估值为24.64元，估值区间为21.93-28.23元。

表：绝对估值法-FCFE

	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	TV
FCFF		581.4	721.6	1178.4	1281.6	1338.3	1395.0	1453.4	1514.4	1578.1	
(利息费用-利息收入)*(1-t)	-22.0	-17.3	-11.1	-1.2	12.2	26.7	41.9	57.9	74.8	92.4	
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
循环贷款的增加(减少)	-36.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
FCFE	376.2	564.2	710.6	1177.2	1293.8	1365.0	1436.9	1511.4	1589.1	1670.5	24,023.6
PV(FCFE)	344.8	474.0	547.3	831.1	837.3	809.8	781.4	753.4	726.1	699.7	10,061.8
股票价值	16,866.7										
每股价值	24.64										

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC变化				
		8.1%	8.6%	9.09%	9.6%	10.1%
永续增长率变化	3.5%	35.76	31.97	28.86	26.27	24.07
	3.0%	33.17	29.93	27.23	24.94	22.97
	2.5%	31.05	28.23	25.84	23.79	22.02
	2.0%	29.27	26.78	24.64	22.80	21.18
	1.5%	27.76	25.54	23.61	21.93	20.44
	1.0%	26.47	24.46	22.70	21.16	19.79
	0.5%	25.34	23.51	21.90	20.47	19.20

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表：资本成本假设

	假设值
无杠杆Beta	0.9
无风险利率	3.15%
股票风险溢价	6.00%
公司股价	17.77
发行在外股数	684
股票市值(E)	12,162
债务总额(D)	1,405
Kd	5.30%
T	13.00%
Ka	8.55%
有杠杆Beta	0.99
Ke	9.09%
E/(D+E)	89.64%
D/(D+E)	10.36%
WACC	8.63%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

相对估值

公司的主要产品为氨纶和芳纶，我们各选了一些具有类似业务的上市公司进行比较。氨纶方面，我们选取华峰化学（18万吨/年氨纶产能）作为可比公司；芳纶方面，目前尚无其他具有芳纶业务的上市公司，芳纶、碳纤维同为三大高性能新材料，因此我们选取具有碳纤维产能的光威复材作为可比公司。

经过对比，可比公司2021年PE均值为26倍，由于公司的芳纶产品技术壁垒高、盈利能力强，同时氨纶行业格局转好，景气度与盈利能力持续提升，我们认为公司2021年估值在25-28倍较为合理，因此相对估值法合理估值区间为24.75-27.72元。

表：相对估值法

		主营产品	股价（2021.5.21）	EPS			PE			PB	总市值 （百万元）
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E		
603181	华峰化学	氨纶、己二酸	11.61	0.90	1.02	1.23	13.9	12.3	10.3	4.2	53,800
002324	光威复材	碳纤维	63.17	1.59	2.02	2.54	38.4	30.3	24.1	8.4	32,700
均值							26.2	21.3	17.2	6.3	
002254	泰和新材	氨纶、芳纶	16.77	0.99	1.17	1.27	16.9	14.3	13.2	3.4	11,500

资料来源：华峰化学、光威复材盈利预测来自Wind一致预期，国信证券经济研究所预测

注：本表格中涉及的其他上市公司，仅作为可比公司进行业绩与估值的参考对象，不作为有关公司投资评级建议

投资建议

我们认为公司是芳纶、氨纶行业的龙头企业。芳纶方面，公司是我国芳纶产业的开拓者和领军企业，现有间位芳纶产能7000吨/年、对位芳纶产能4500吨/年，受益于间位芳纶需求结构改善，对位芳纶进口替代加速，芳纶行业持续景气。公司间位芳纶在建4000吨/年产能有望2021年中投产，对位芳纶1500吨/年技改产能有望2021年底投产。氨纶方面，行业向集中化、低成本化、差异化的趋势发展，龙头企业优势明显，行业未来有望维持高景气度。公司实施烟台、宁夏双基地战略，利用宁夏基地成本优势构筑氨纶护城河。公司现有氨纶产能75000吨/年，在建宁夏基地二期3万吨/年绿色差别化纤维和烟台基地1.5万吨高效差别化粗旦氨纶，预计2021年底建成投产，逐步替代老旧产能降本增效提高公司盈利能力。

我们预计公司2021/22/23年营业收入达到33.71/41.65/44.93亿元，同比增速分别为38.08/23.58/7.86%，对应的2021/22/23年公司归母净利润分别为6.75/7.98/8.67亿元，同比增速159.01/18.19/8.69%，结合绝对估值法和相对估值法，未来一年的合理估值区间在24.75-27.72元，较当前股价溢价47.6-65.3%，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

- 一、氨纶、对位芳纶、间位芳纶价格大幅下跌的风险；
- 二、原材料价格大幅上涨的风险；
- 三、新建项目建设进度不及预期的风险；

投资附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	---	---	---	---
应收款项	---	---	---	---
存货净额	---	---	---	---
其他流动资产	---	---	---	---
流动资产合计	---	---	---	---
固定资产	---	---	---	---
无形资产及其他	---	---	---	---
投资性房地产	---	---	---	---
长期股权投资	---	---	---	---
资产总计	---	---	---	---
短期借款及交易性金融负债	---	---	---	---
应付款项	---	---	---	---
其他流动负债	---	---	---	---
流动负债合计	---	---	---	---
长期借款及应付债券	---	---	---	---
其他长期负债	---	---	---	---
长期负债合计	---	---	---	---
负债合计	---	---	---	---
少数股东权益	---	---	---	---
股东权益	---	---	---	---
负债和股东权益总计	---	---	---	---

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益				
每股红利				
每股净资产				
ROIC				
ROE				
毛利率				
EBIT Margin				
EBITDA Margin				
收入增长				
净利润增长率				
资产负债率				
息率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	---	---	---	---
营业成本	---	---	---	---
营业税金及附加	---	---	---	---
销售费用	---	---	---	---
管理费用	---	---	---	---
财务费用	---	---	---	---
投资收益	---	---	---	---
资产减值及公允价值变动	---	---	---	---
其他收入	---	---	---	---
营业利润	---	---	---	---
营业外净收支	---	---	---	---
利润总额	---	---	---	---
所得税费用	---	---	---	---
少数股东损益	---	---	---	---
归属于母公司净利润	---	---	---	---

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润				
资产减值准备				
折旧摊销				
公允价值变动损失				
财务费用				
营运资本变动				
其它				
经营活动现金流				
资本开支				
其它投资现金流				
投资活动现金流				
权益性融资				
负债净变化				
支付股利、利息				
其它融资现金流				
融资活动现金流				
现金净变动				
货币资金的期初余额				
货币资金的期末余额				
企业自由现金流				
权益自由现金流				

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。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。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。