

芳纶龙头进入业绩释放期

芳纶与碳纤维、聚酰亚胺薄膜（PI 膜）一起被认为是制约我国发展高技术产业的三大瓶颈性关键高分子材料。公司是 A 股唯一的芳纶标的，随着产能逐步释放，业绩增长确定性高。具体分析如下：

核心观点

- **芳纶格局好，集中度高：**全球对位芳纶需求约 9 万吨，间位芳纶需求约 4 万吨，国内对位芳纶需求约 1.2 万吨，间位芳纶需求约 9600 吨。按 13 万元/吨的价格计算，芳纶市场规模也就 170 亿。但由于技术壁垒高，导致芳纶行业集中度很高，仅有杜邦、帝人和泰和新材等少数玩家，行业 CR3 高达 86%，泰和在国内拥有绝对优势。
- **受益于行业新增需求和进口替代：**看好这个小行业里的龙头公司的原因有三点：1. 由于缺乏竞争对手，公司有望独享芳纶新增需求。新的《防护服阻燃服》、《个体防护装备配备规范》等国家强制标准将于今明两年正式实施，预计将新增 3380 吨的间位芳纶需求。2. 国内对位芳纶自给率仅 18%，率先突破对位芳纶的泰和新材有望受益于进口替代。3. 下游在新能源汽车和蜂窝芯材等新兴领域年化增速有望达到两位数。
- **产能进入释放期，激励政策激发员工潜力：**2011 年突破对位芳纶后，经过 9 年的吸收消化，成功提升良品率后才敢于扩大产能。公司计划新增 11000 吨间位芳纶产能和 1500 吨对位芳纶，助力公司突破产能瓶颈。在公司治理方面，员工通过员工持股平台直接持有上市公司的股份，分享成长果实。同时，2021 年公司修订了“超额利润提成激励实施办法”，超过目标任务的部分对高管和骨干员工进行提成奖励，有助于激发员工潜力。

财务预测与投资建议

- 基于对需求增长和公司市占率提升的判断，我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.86、0.99、1.30 元。采用分部估值法，氨纶部分给予 11 倍 PE，芳纶部分给予 48 倍 PE，首次覆盖给予目标价 23.10 元和买入评级。

风险提示

- 需求增长不及预期；产能投放进度不及预期；产品降价风险；氨纶景气下滑。

公司主要财务信息

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,535	2,441	3,942	4,806	5,798
同比增长(%)	16.7%	-3.7%	61.5%	21.9%	20.6%
营业利润(百万元)	246	326	743	841	1,094
同比增长(%)	55.5%	32.5%	128.0%	13.3%	30.0%
归属母公司净利润(百万元)	235	261	586	680	893
同比增长(%)	50.3%	10.9%	124.8%	16.0%	31.4%
每股收益(元)	0.34	0.38	0.86	0.99	1.30
毛利率(%)	18.4%	23.2%	27.2%	26.3%	27.4%
净利率(%)	9.3%	10.7%	14.9%	14.1%	15.4%
净资产收益率(%)	10.1%	8.7%	15.6%	15.5%	17.3%
市盈率	56.9	51.3	22.8	19.7	15.0
市净率	5.3	3.9	3.3	2.8	2.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。



东方证券
ORIENT SECURITIES

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (首次)

股价(2021年06月10日)	19.5元
目标价格	23.10元
52周最高价/最低价	21.85/11.74元
总股本/流通A股(万股)	68,439/42,280
A股市值(百万元)	13,346
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2021年06月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	0.72	14.34	14.6	62.94
相对表现	1.34	11.75	16.8	45.54
沪深300	-0.62	2.59	-2.2	17.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

倪吉

021-63325888*7504

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

联系人

袁帅

yuanshuai@orientsec.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 芳纶行业龙头企业	4
2. 公司优势分析	5
2.1 芳纶成为主要盈利点	5
2.2 产能拥有规模优势	6
2.3 激励制度激发员工潜力	6
3. 如何消化新增产能	7
3.1 间位芳纶	7
3.2 对位芳纶	9
4. 氨纶给公司带来业绩弹性	10
5. 盈利预测与投资建议	12
5.1 盈利预测	12
5.2 投资建议	13
6. 风险提示	15

图表目录

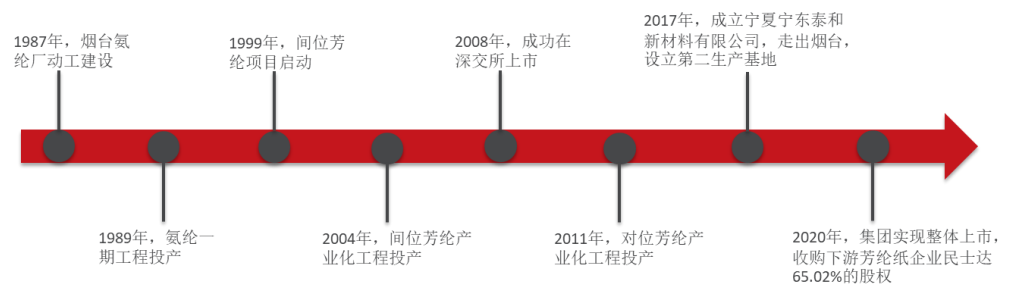
图 1: 泰和新材发展历史.....	4
图 2: 公司历年营业收入构成 (百万元)	5
图 3: 公司历年毛利构成 (百万元)	5
图 4: 公司产品毛利率	5
图 5: 公司股权结构 (红色为员工持股平台)	7
图 6: 全球间位芳纶需求分布	8
图 7: 国内间位芳纶需求分布	8
图 8: 间位芳纶应用领域.....	8
图 9: 芳纶蜂窝的生产工艺流程.....	9
图 10: 全球对位芳纶需求分布	10
图 11: 国内对位芳纶需求分布.....	10
图 12: 我国芳纶进口量及增速 (吨)	10
图 13: 我国光缆线路长度及增速 (百万公里)	10
图 14: 当下氨纶行业成本曲线 (2021/06/02)	11
图 15: 氨纶价格及价差 (元/吨)	12
图 16: PTMEG 价格及价差 (元/吨)	12
图 17: 公司上市以来 PE-Band	14
表 1: 公司产能情况 (吨/年)	4
表 2: 全球间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸产能情况 (吨/年)	6
表 3: 超额利润提成比例.....	7
表 4: 芳纶蜂窝在部分机型中的应用.....	9
表 5: 国内主要氨纶企业现有产能及新增产能 (万吨)	12
表 6: 氨纶部分可比公司估值 (截至 2021/06/11)	14
表 7: 芳纶部分可比公司估值 (截至 2021/06/11)	14
表 8: 分部估值表 (截至 2021/06/11)	14

1. 芳纶行业龙头企业

泰和新材前身是 1987 年成立的烟台氨纶厂，于 1989 年建成了第一条氨纶生产线，在逐步扩大氨纶产能的同时切入芳纶赛道，2004 年实现间位芳纶产业化，2011 年实现对位芳纶产业化，成功打破了杜邦在该领域的垄断。芳纶拥有极高的技术壁垒，与碳纤维、聚酰亚胺薄膜（PI 膜）一起被认为是制约我国发展高技术产业的三大瓶颈性关键高分子材料。我们看好公司的原因如下：

- (1) **行业格局好，集中度高：**虽然芳纶只是一个 170 亿左右的小行业，全球对位芳纶需求仅 9 万吨，间位芳纶需求仅 4 万吨，国内对位芳纶需求仅 1.2 万吨，间位芳纶需求仅 9600 吨。但得益于极高的技术壁垒，行业集中度高，仅有杜邦、帝人和泰和新材等少数玩家，CR3 高达 86%。
- (2) **受益于行业新增需求和进口替代：**由于在国内缺乏竞争对手，公司有望独享芳纶行业的新增需求。1. 新的《防护服装阻燃服》、《个体防护装备配备规范》等国家强制标准将于今明两年正式实施，预计将新增 3380 吨的间位芳纶需求。2. 我国对位芳纶自给率仅 18%，进口替代空间充足。3. 下游在新能源汽车和蜂窝芯材等新兴领域年化增速有望达到两位数。
- (3) **公司进入产能释放期，激励政策激发员工潜力：**2020 年新增 3000 吨对位芳纶产能，未来规划有 11000 吨间位芳纶新产能和 1500 吨对位芳纶新产能。在需求即将放量的情况下，及时投放新产能将助力公司突破产能瓶颈，实现业绩增长。在公司治理方面，员工通过员工持股平台直接持有上市公司的股份，分享成长果实。同时，2021 年公司修订了“超额利润提成激励实施办法”，超过目标任务的部分对高管和骨干员工进行提成奖励，有助于激发员工潜力。

图 1：泰和新材发展历史



资料来源：公司官网，公司公告，东方证券研究所

表 1：公司产能情况（吨/年）

	产能		新增产能	
	烟台	宁夏	烟台	宁夏
氨纶	45000	30000	15000	30000
间位芳纶	7000		4000+7000	
对位芳纶	1500	3000		1500

芳纶纸

1500

3000

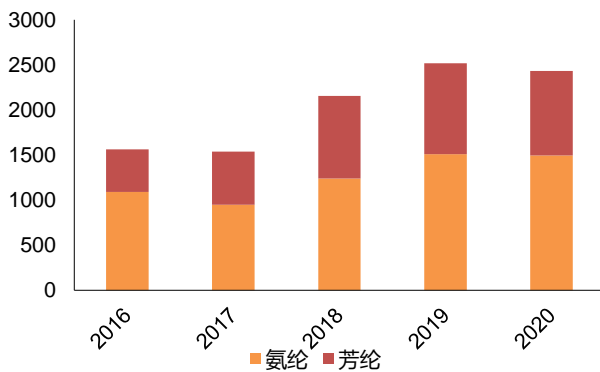
资料来源：公司公告，东方证券研究所

2. 公司优势分析

2.1 芳纶成为主要盈利点

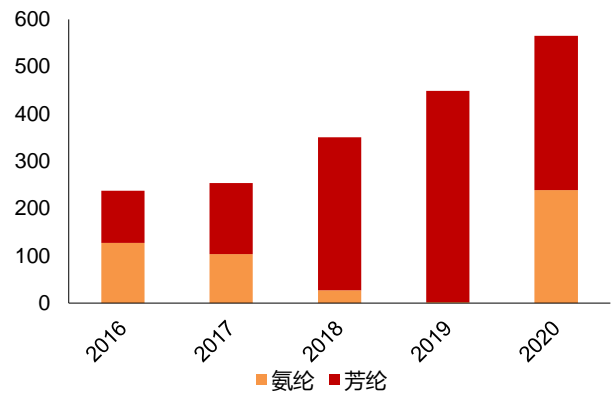
从 2017 年起，芳纶已连续四年超越氨纶成为公司主要盈利点。2020 年芳纶以约 40% 的收入占比贡献了约 60% 的毛利。且相较于氨纶，芳纶并没有很强的周期性，2017-2020 年芳纶营业收入的 CAGR 为 18.6%，毛利的 CAGR 为 31.2%，毛利率提升了 11.6 个 pct。我们认为原因在于产能提升所带来的规模效应。

图 2：公司历年营业收入构成（百万元）



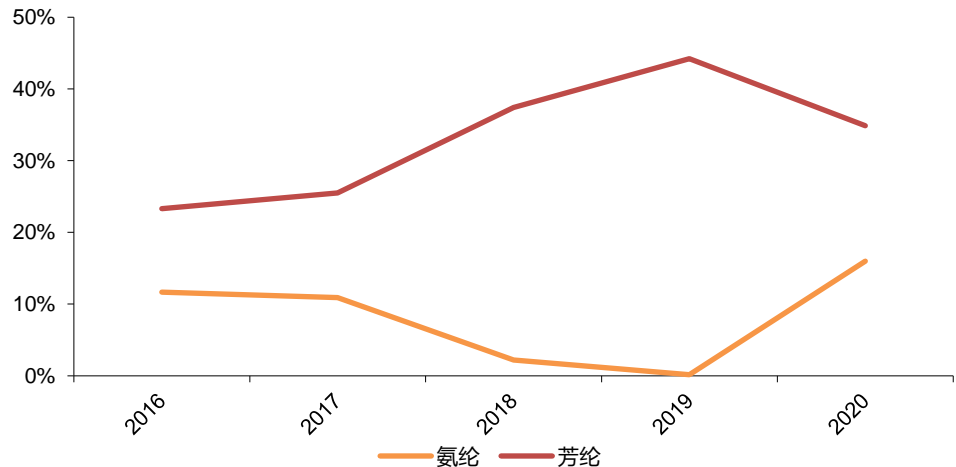
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：公司历年毛利构成（百万元）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4：公司产品毛利率



资料来源：Wind，东方证券研究所

2.2 产能拥有规模优势

芳纶价格稳定，周期性弱的原因在于其技术壁垒高，能够实现产业化生产，连续产出高良品率的企业极少，国外以杜邦和帝人为主，国内以泰和新材为主。在先后突破间位芳纶和对位芳纶的产业化工程后，公司的发展重点也是在芳纶领域，计划新建 11000 吨间位芳纶和 1500 吨对位芳纶。同时在集团整体上市时收购芳纶纸生产企业民士达，使公司形成芳纶行业全产业链布局，提升公司对下游应用企业的议价能力。

表 2：全球间位芳纶、对位芳纶、芳纶纸产能情况（吨/年）

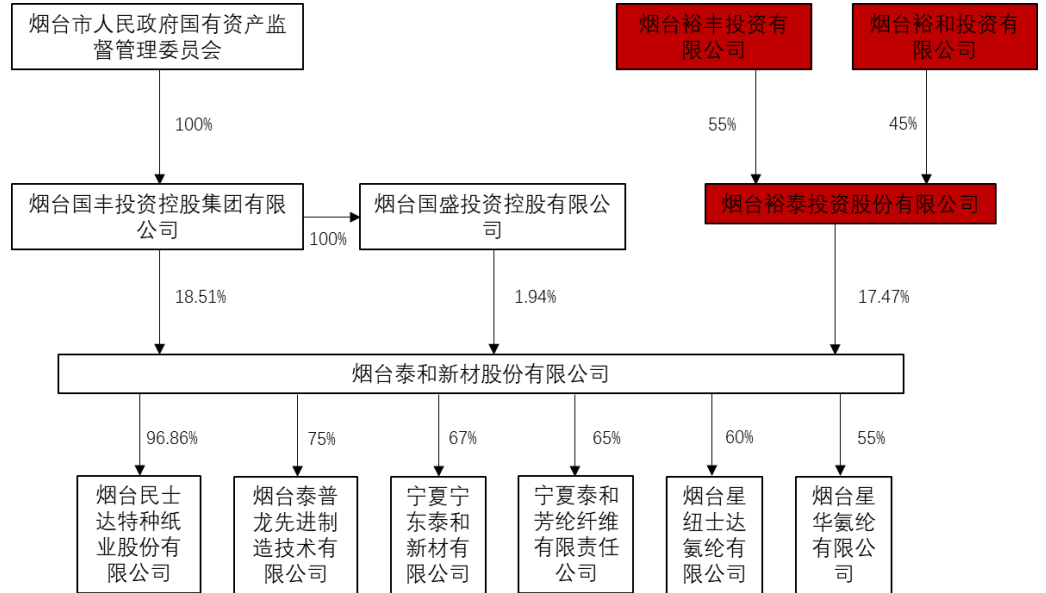
企业名称	间位芳纶产能	企业名称	对位芳纶产能	企业名称	芳纶纸产能
杜邦	22000	杜邦	32000	杜邦	12000
泰和新材	7000	帝人	32000	民士达	2000
帝人	4500	韩国可隆	5000	超美斯	2000
超美斯	3000	泰和新材	4500	龙邦	1000
东丽	1500	晓星	1500	时代华先	3000
汇维仕	1000	蓝星新材	1000		
		中芳特纤	1000		
		仪征化纤	1000		
		瑞盛新材	1000		

资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》，东方证券研究所

相较于国内其他企业均仅有 1000 吨左右规模的产能，泰和新材拥有规模优势。其背后的原因在于 1000 吨的规模建成后，企业需要对生产线进行调试，消化技术参数，提升产品良品率，降低成本。只有完成了这一系列目标后，企业才敢于扩张产能。以泰和自身为例，其在 2011 年建成了 1500 吨的对位芳纶产能，而直到 2020 年，才将产能扩张到 4500 吨。但一旦突破了良品率的问题后，扩产就会加速，如今年年底，泰和就会通过技改，再扩产 1500 吨的对位芳纶。

2.3 激励制度激发员工潜力

2020 年集团整体上市后，员工通过烟台裕泰投资股份有限公司这一员工持股平台直接持有上市公司 17.47% 的股份，使员工能够直接分享上市公司的成长果实。除此之外，公司于 2021 年 4 月修订了“职业经理人薪酬管理暨超额利润提成激励实施办法”，将职业经理人的绩效年薪与绩效考核结果挂钩。长期激励方案采取超额利润提成、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。

图 5：公司股权结构（红色为员工持股平台）


资料来源：Wind，东方证券研究所

表 3：超额利润提成比例

超额部分	提成比例
年度利润总额超过目标值 0-10%的部分	按照超额部分的 5%计提
年度利润总额超过目标值 10-20%的部分	按照超额部分的 10%计提
年度利润总额超过目标值 20-30%的部分	按照超额部分的 15%计提
年度利润总额超过目标值 30%的部分	按照超额部分的 20%计提

资料来源：公司公告，东方证券研究所

材料行业和大宗化学品的不同在于企业需要根据下游客户的需求提供定制化的产品。当下游客户提出需求后，材料企业需快速响应，为客户提供技术支持，通常需要调节成百上千个参数以测试定制化产品能否满足下游客户要求，这就需要企业更加专注于所生产的材料。国外的杜邦和帝人除芳纶外还有众多其他高分子材料，芳纶在其业务中占比较小，使得其对于芳纶下游应用的开发难免投入不足。相较之下，泰和新材更加专注，对于芳纶下游应用的投入也更为重视，有助于开发芳纶的新应用，拓展芳纶的应用场景，增加芳纶的需求。

3. 如何消化新增产能

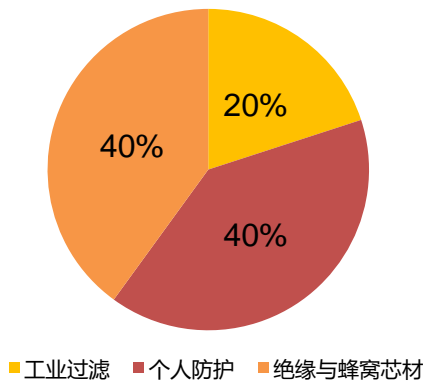
3.1 间位芳纶

目前，全球间位芳纶的主要需求来自工业过滤和个人防护领域，分别占比 40%。国内需求 60%来自工业过滤领域，而个人防护和绝缘与蜂窝芯材还有很大的提升空间。中短期需求来自个人防护领域，原因在于新的《防护服阻燃服》、《个体防护装备配备规范》等国家强制标准将于今明两

年正式实施，而新的标准对面料的阻燃性能和理化性能均提出了更高的要求，如新的标准要求所有面料均要达到规定的热防护性能值。现有的阻燃面料分为本质阻燃面料和后整理阻燃面料两类，其中，后整理阻燃面料是指在纤维中添加阻燃剂以达到阻燃效果，但这种面料存在强度低，发烟多甚至有毒，舒适性差，可纺性差等问题。芳纶则属于本质阻燃面料，拥有永久阻燃、不熔不滴，燃烧无毒的特点。因此，我们认为新标准实施后将提升芳纶面料的渗透率。

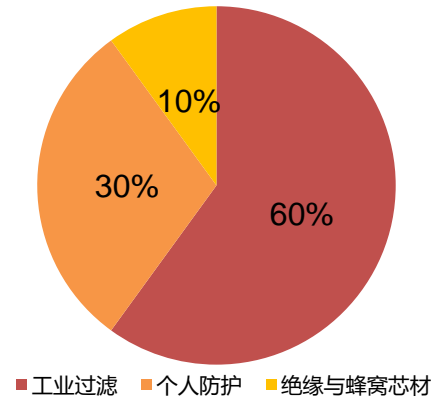
据统计，我国有产业工人约 2.5 亿人，每年的各类防护服需求量在 1.8 亿套左右。其中特种防护服需求占比 35%，阻燃服需求约占特种防护服需求总量的 20%，约 1300 万套，假设每件防护服的芳纶用量为 260 克，则将产生一年 3380 吨的间位芳纶需求。

图 6：全球间位芳纶需求分布



资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》，东方证券研究所

图 7：国内间位芳纶需求分布



资料来源：《我国芳纶发展现状及未来趋势》，东方证券研究所

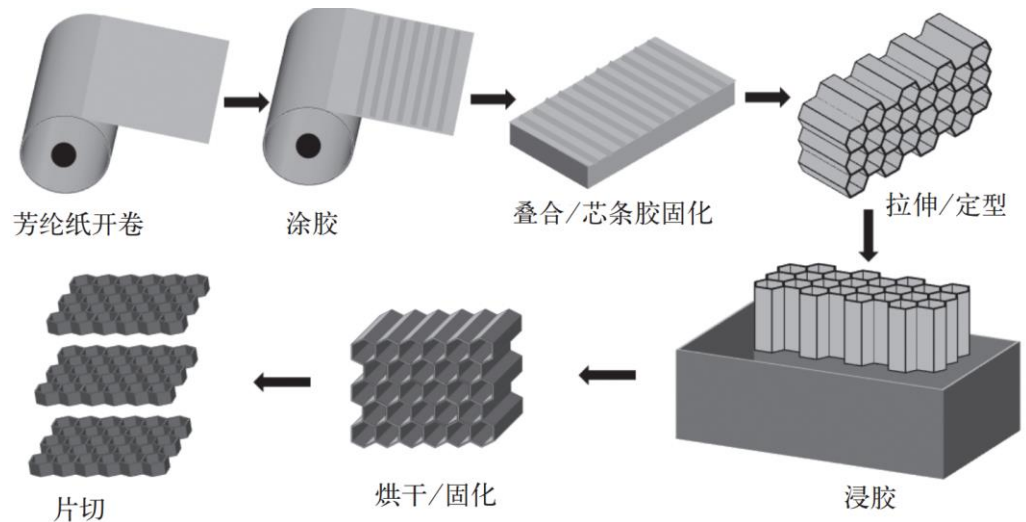
图 8：间位芳纶应用领域



资料来源：杜邦官网，东方证券研究所

远期看，间位芳纶的需求增长将来自绝缘和蜂窝芯材。由间位芳纶制成的芳纶纸在新能源汽车电机的绝缘系统中拥有很大潜力，根据《我国芳纶发展现状及未来趋势》一文的预测，到 2025 年，芳纶纸在新能源汽车电机领域的需求将从 100 吨提升至 2000 吨。芳纶纸蜂窝芯材与面板结合后制成的夹层结构可用作飞机的结构件，起到减重的作用，目前主要用在飞机的襟翼、副翼、垂尾前缘、方向舵、鸭翼、机身、桨叶等部位。预计蜂窝芯材领域一年产生约 5000 吨的芳纶需求，目前该领域基本被杜邦垄断，国内企业进入下游用户的供应链需要一定的时间。

图 9：芳纶蜂窝的生产工艺流程



资料来源：《芳纶纸蜂窝芯材的制备技术及其应用研究进展》，东方证券研究所

表 4：芳纶蜂窝在部分机型中的应用

机型	应用部位	蜂窝类型
F/A-18E/F	方向舵	对位芳纶纸蜂窝
F-35	襟翼、副翼、平尾前缘、垂尾前缘、方向舵	间位芳纶纸蜂窝
A320、A340	方向舵、襟翼导轨整流罩、腹部整流罩等	间位芳纶纸蜂窝
A380	方向舵、襟翼导轨整流罩、底板及内饰等	间位芳纶纸蜂窝
B767、B787	升降舵、方向舵、发动机整流罩、机翼翼尖等	间位芳纶纸蜂窝
ARH-70	桨叶、前机身	间位芳纶纸蜂窝

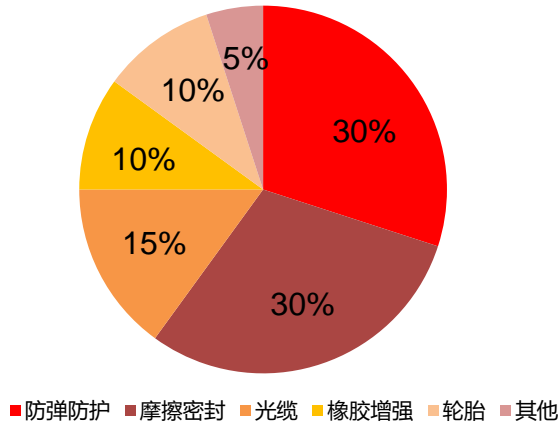
资料来源：《芳纶纸蜂窝芯材的制备技术及其应用研究进展》，东方证券研究所

3.2 对位芳纶

全球的对位芳纶需求领域较为分散，而我国需求则集中在光缆领域，每年需求约 7000 吨。未来在 5G 建设的带动下，光缆需求有望保持稳步增长。对位芳纶的主要逻辑在于进口替代，目前自给率仅 18%。由于前期我国没有很好的解决对位芳纶的关键设备加工制造技术，导致我国对位芳纶的国产化进程比较缓慢，产品不稳定，良品率不高，所以我国的对位产能以千吨级为主。泰和新材在

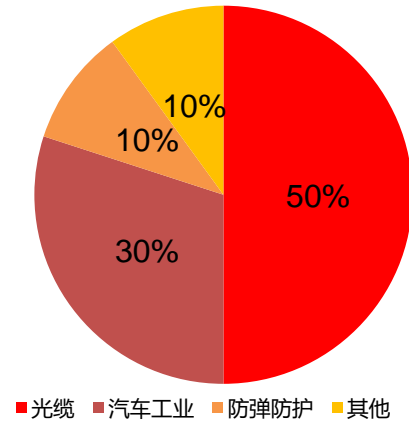
解决了稳定生产和良品率的问题后才敢于扩大产能，于 2020 年新增 3000 吨产能，今年年底计划通过技改扩建 1500 吨的对位芳纶产能，产能的释放一来有望快速提升国产化率，二来将形成规模效应，降低成本。

图 10: 全球对位芳纶需求分布



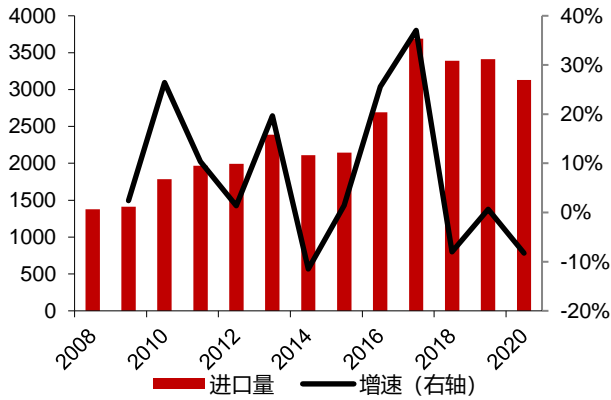
资料来源:《我国芳纶发展现状及未来趋势》，东方证券研究所

图 11: 国内对位芳纶需求分布



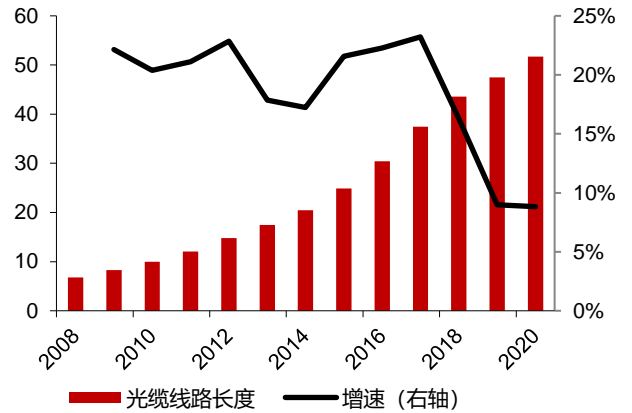
资料来源:《我国芳纶发展现状及未来趋势》，东方证券研究所

图 12: 我国芳纶进口量及增速 (吨)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 13: 我国光缆线路长度及增速 (百万公里)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

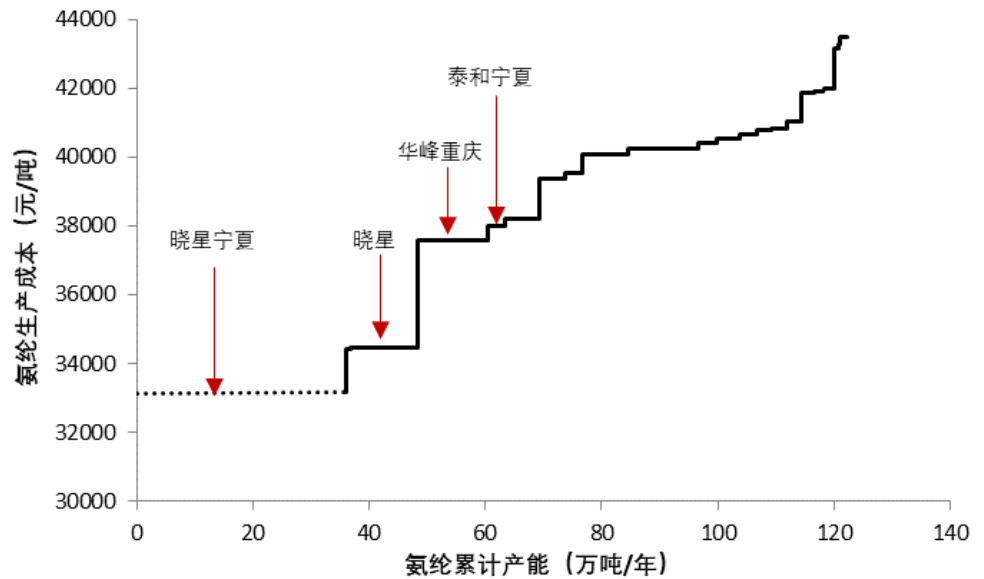
4. 氨纶给公司带来业绩弹性

公司对于氨纶的定位很清晰，计划在氨纶行业维持一定的话语权，且逐步将氨纶产能置换到能源价格便宜的宁夏地区。我国现有氨纶产能 89.4 万吨，泰和新材产能排名第五，市占率约 8.4%。和头部企业相比，泰和的扩产也并不激进，且得益于宁夏的廉价动力成本，公司成本在行业内有一定竞争力。我们测算，公司宁夏产能位于 2021 年氨纶行业成本曲线中的 28% 分位。2021 年由于原材

料 PTMEG 价格上涨明显，且 PTMEG 与 BDO 之间的价差拉大，导致自配 PTMEG 的晓星显现出明显的成本优势。我们估算，在当下 PTMEG-BDO 价差高达 14000 元/吨的情况下，自配 PTMEG 将带来约 5700 元/吨的成本优势。晓星在宁东计划新建 36 万吨氨纶产能且自配 PTMEG，若 PTMEG-BDO 价差维持，叠加宁夏当地的能源成本优势，预计将如图中虚线表示，成为成本曲线最左侧的产能。历史上 PTMEG-BDO 的价差一般仅在 4000 元/吨，此时自配 PTMEG 的优势就没有那么明显，因此，在通常情况下华峰重庆则处于成本曲线的最右侧，较晓星的生产成本低约 1500 元/吨。而在 PTMEG-BDO 价差处于正常情况时，泰和宁夏的成本在成本曲线中将往左侧移动。

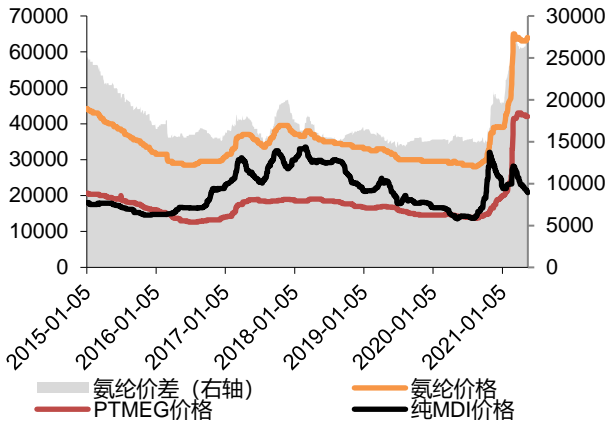
我们认为，公司未来将氨纶产能主要集中在宁夏将降低生产成本，即便未来氨纶的景气度下降，凭借着宁夏地区的电力和动力成本优势，公司也能在氨纶行业保持竞争力。

图 14：当下氨纶行业成本曲线（2021/06/02）



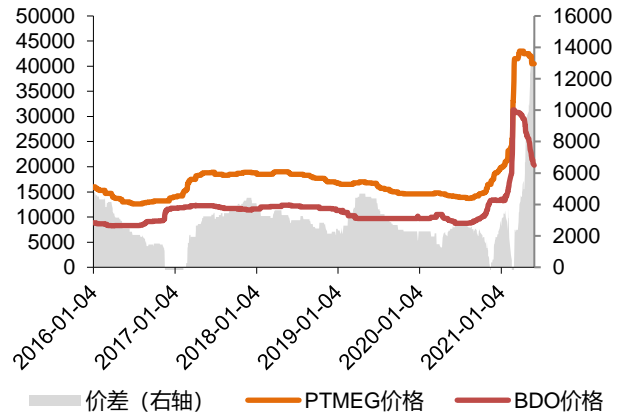
资料来源：东方证券研究所测算

图 15: 氨纶价格及价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

图 16: PTMEG 价格及价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 东方证券研究所

2020 年开始, 由于疫情导致人们长时间居家和出门佩戴口罩, 居家运动服和口罩耳带拉动了氨纶需求, 氨纶需求增长了约 20%, 而抛开疫情影响, 氨纶正常需求增速在每年 5%-7%。供给方面, 2017 年开始的环保风暴要求氨纶生产企业将燃煤转为使用天然气, 导致企业成本激增, 大量的小产能被迫退出, 且由于前期盈利不佳, 一些计划新增的产能有所推迟, 如华海新增的 3 万吨产能原本计划 2020 年投产, 但后来一直推迟到今年 5 月。

表 5: 国内主要氨纶企业现有产能及新增产能 (万吨)

	现有产能	计划新增产能
华峰	18.5	4+5+15+10
晓星	14.4	36
新乡化纤	12	3+7
诸暨华海	8	3
泰和新材	7.5	4.5
其他	29	

资料来源: 百川资讯, 公司公告, 东方证券研究所

今年氨纶的价格屡创新高, 目前达到 66000 元/吨, 前期原材料 PTMEG 价格上涨驱动了氨纶价格上涨, 而目前在 PTMEG 价格出现下滑的情况下, 氨纶价格仍然坚挺, 价差拉大到 31215 元/吨, 为近五年的高点。这也为公司今年的业绩提供了弹性。

5. 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测

我们对公司 2021-2023 年盈利预测做如下假设:

- 1) 公司新增 30000 吨氨纶（宁夏）和 15000 吨（烟台）产能于 2021 年年底投产，现有烟台 45000 吨氨纶产能因搬迁逐步退出，未来形成宁夏 100000 吨和烟台 15000 吨氨纶产能的布局。
- 2) 公司 2021-2023 年氨纶销量分别为 55000 吨、74100 吨和 85500 吨，单价分别为 50812 元/吨、40781 元/吨和 40781 元/吨，毛利率分别为 21.7%，18.0%和 18.0%。
- 3) 公司 2021 年二季度新增 4000 吨间位芳纶产能，2021 年底新增 1500 吨对位芳纶产能，2022 年新增 7000 吨间位芳纶产能。
- 4) 公司 2021-2023 年芳纶销量分别为 8300 吨、12950 吨和 16800 吨，产品价格维持在 136996 元/吨，毛利率分别为 41.0%，40.5%和 41.6%。
- 5) 随着营收的增长，销售费率和管理预计将被摊薄。预计 2021-2023 年销售费率分别为 1.55%、1.35%和 1.19%，管理费率分别为 3.16%、3.11%和 2.84%。由于要对芳纶新应用领域进行研发，预计研发增速将会增大，研发费率分别为 3.55%、3.78%和 4.08%。

盈利预测核心假设

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
氨纶					
销售收入（百万元）	1,507.9	1,496.3	2,794.7	3,021.8	3,486.7
增长率	21.8%	-0.8%	86.8%	8.1%	15.4%
毛利率	0.2%	16.0%	21.7%	18.0%	18.0%
芳纶					
销售收入（百万元）	1,003.5	935.0	1,137.1	1,774.1	2,301.5
增长率	9.3%	-6.8%	21.6%	56.0%	29.7%
毛利率	45.0%	34.9%	41.0%	40.5%	41.6%
其他业务					
销售收入（百万元）	23.4	9.8	9.8	9.8	9.8
增长率	44.8%	-57.9%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	52.7%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
合计	2,534.8	2,441.2	3,941.6	4,805.8	5,798.1
增长率	16.7%	-3.7%	61.5%	21.9%	20.6%
综合毛利率	18.4%	23.2%	27.2%	26.3%	27.4%

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

5.2 投资建议

基于对需求增长和公司市占率提升的判断，我们预测公司 2021-2023 年每股收益分别为 0.86、0.99、1.30 元。可比公司中，氨纶部分选择氨纶龙头华峰化学、新乡化纤。由于碳纤维和芳纶都属于制约我国发展高技术产业的三大瓶颈性关键高分子材料，故选取碳纤维龙头光威复材、中简科技用于芳纶部分。按照分部估值法，氨纶部分给予 11 倍 PE，芳纶部分给予 48 倍 PE，2021 年利润中，43.5%来自芳纶，56.5%来自氨纶，首次覆盖给予目标价 23.10 元和买入评级。

表 6：氨纶部分可比公司估值（截至 2021/06/11）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华峰化学	0.49	1.02	1.11	1.24	26.8	13.0	11.9	10.7
新乡化纤	0.07	0.83	0.87	0.90	100.9	8.1	7.7	7.5
平均						11	10	9

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 7：芳纶部分可比公司估值（截至 2021/06/11）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
光威复材	1.24	1.59	2.04	2.55	57.4	44.6	34.9	27.9
中简科技	0.58	0.87	1.27	1.71	77.3	51.5	35.2	26.2
平均					67	48	35	27

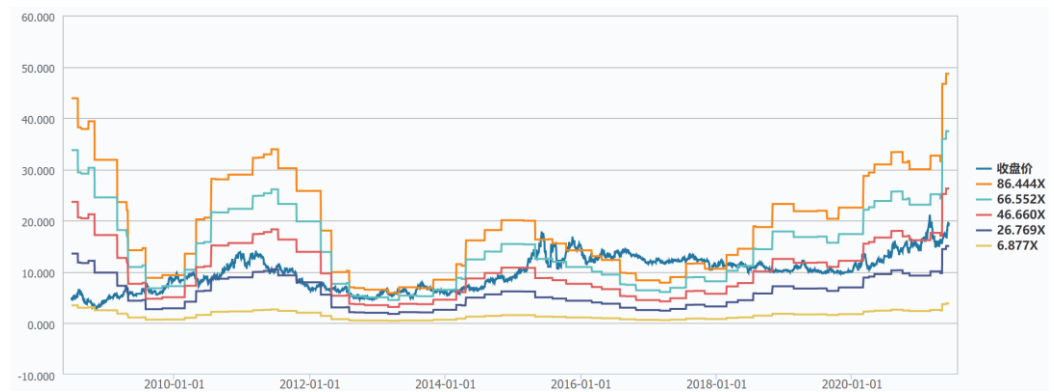
资料来源：Wind，东方证券研究所

表 8：分部估值表（截至 2021/06/11）

	2021 年利润占比	对应 EPS	对应 P/E	对应股价（元/股）
氨纶部分	56.5%	0.49	11	5.11
芳纶部分	43.5%	0.37	48	17.98
目标价（元/股）				23.10

资料来源：Wind，东方证券研究所

公司目前动态 PE 为 34.9，处于历史 25%分位。历史 30%分位对应的 PE 为 36.7，而 70%分位对应的 PE 为 67.7。

图 17：公司上市以来 PE-Band


资料来源：Wind，东方证券研究所

6. 风险提示

- (1) 需求增长不及预期：新防护服标准的执行力度若不强将导致防护用间位芳纶的需求增长不及预期。若芳纶纸在新能源车电机绝缘系统中的渗透率不高，则新增需求将低于预期。
- (2) 产能投放进度不及预期：若产能投放缓慢则会因产能瓶颈导致无法快速占领新增的市场需求，也无法提高在对位芳纶领域的市占率。
- (3) 产品降价风险：由于新产能的投放，供给增加导致芳纶面临产品降价的可能。
- (4) 氨纶景气下滑：氨纶价格和需求出现下滑将影响氨纶部分的利润。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	914	2,448	2,106	2,285	3,414	营业收入	2,535	2,441	3,942	4,806	5,798
应收票据、账款及款项融资	471	344	556	571	559	营业成本	2,068	1,874	2,868	3,542	4,212
预付账款	13	12	16	23	27	营业税金及附加	20	16	26	32	39
存货	427	443	714	817	1,006	营业费用	88	52	61	65	69
其他	279	176	163	175	193	管理费用及研发费用	154	220	264	331	401
流动资产合计	2,104	3,423	3,556	3,871	5,199	财务费用	(1)	24	67	65	54
长期股权投资	150	55	55	55	55	资产、信用减值损失	15	1	(17)	1	2
固定资产	1,491	1,812	1,783	2,872	3,716	公允价值变动收益	(2)	0	0	0	0
在建工程	358	627	1,636	934	0	投资净收益	19	23	23	23	23
无形资产	166	185	180	175	171	其他	38	48	48	48	48
其他	192	132	65	63	62	营业利润	246	326	743	841	1,094
非流动资产合计	2,357	2,810	3,719	4,100	4,004	营业外收入	23	2	2	2	2
资产总计	4,461	6,234	7,275	7,971	9,203	营业外支出	1	3	3	3	3
短期借款	0	496	496	496	496	利润总额	268	325	742	840	1,093
应付票据及应付账款	498	664	1,196	1,195	1,557	所得税	33	38	89	101	131
其他	196	258	271	279	287	净利润	235	287	653	739	962
流动负债合计	694	1,418	1,963	1,970	2,340	少数股东损益	(0)	27	67	60	69
长期借款	811	805	755	705	605	归属于母公司净利润	235	261	586	680	893
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.34	0.38	0.86	0.99	1.30
其他	75	104	0	0	0						
非流动负债合计	887	909	755	705	605	主要财务比率					
负债合计	1,581	2,327	2,718	2,675	2,945		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	379	442	509	569	638	成长能力					
实收资本(或股本)	611	684	684	684	684	营业收入	16.7%	-3.7%	61.5%	21.9%	20.6%
资本公积	244	871	871	871	871	营业利润	55.5%	32.5%	128.0%	13.3%	30.0%
留存收益	1,645	1,906	2,492	3,172	4,065	归属于母公司净利润	50.3%	10.9%	124.8%	16.0%	31.4%
其他	2	2	0	0	0	获利能力					
股东权益合计	2,880	3,906	4,557	5,296	6,258	毛利率	18.4%	23.2%	27.2%	26.3%	27.4%
负债和股东权益总计	4,461	6,234	7,275	7,971	9,203	净利率	9.3%	10.7%	14.9%	14.1%	15.4%
						ROE	10.1%	8.7%	15.6%	15.5%	17.3%
						ROIC	6.8%	6.8%	12.6%	12.7%	14.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资产负债率	35.4%	37.3%	37.4%	33.6%	32.0%
净利润	235	287	653	739	962	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	212	310	284	407	617	流动比率	3.03	2.41	1.81	1.97	2.22
财务费用	(1)	24	67	65	54	速动比率	2.40	2.10	1.44	1.55	1.79
投资损失	(19)	(23)	(23)	(23)	(23)	营运能力					
营运资金变动	(61)	280	68	(131)	170	应收账款周转率	31.9	34.5	40.1	35.6	36.5
其它	(77)	(327)	(40)	1	2	存货周转率	4.1	4.2	4.9	4.6	4.6
经营活动现金流	287	551	1,010	1,058	1,781	总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.7
资本支出	(656)	(910)	(1,239)	(788)	(521)	每股指标(元)					
长期投资	(114)	97	0	0	0	每股收益	0.34	0.38	0.86	0.99	1.30
其他	552	804	23	23	23	每股经营现金流	0.47	0.81	1.48	1.55	2.60
投资活动现金流	(218)	(9)	(1,216)	(765)	(498)	每股净资产	3.66	5.06	5.91	6.91	8.21
债权融资	905	39	(68)	(50)	(100)	估值比率					
股权融资	17	701	0	0	0	市盈率	56.9	51.3	22.8	19.7	15.0
其他	(430)	275	(67)	(65)	(54)	市净率	5.3	3.9	3.3	2.8	2.4
筹资活动现金流	492	1,015	(135)	(115)	(154)	EV/EBITDA	26.3	18.2	11.0	9.1	6.8
汇率变动影响	2	(4)	-0	-0	-0	EV/EBIT	49.0	34.3	14.8	13.2	10.5
现金净增加额	563	1,553	(342)	178	1,129						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn