

证券研究报告—动态报告

基础化工

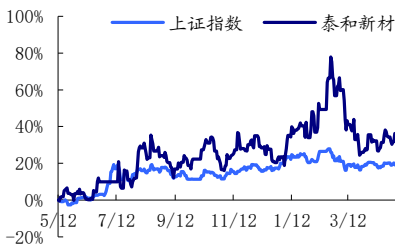
化学纤维

泰和新材(002254)
买入

2021 中报预告点评

(维持评级)

2021 年 07 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	684/423
总市值/流通(百万元)	13,551/8,371
上证综指/深圳成指	3,362/14,086
12个月最高/最低(元)	22.91/13.08

相关研究报告:

《泰和新材-002254-2021 中报预告点评: 氨纶、芳纶量价齐升, 业绩符合预期》——2021-07-07

 《国信证券-泰和新材-002254-覆盖报告: 氨纶景气回暖, 芳纶扬帆起航》——2021-05-25
 《国信证券-泰和新材-002254-覆盖报告: 氨纶景气回暖, 芳纶扬帆起航》——2021-05-23

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379

E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041

E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

受益氨纶高景气、芳纶大幅放量, 业绩高增长

● 收入利润均为历史最佳, 毛利率大增费用率减少

公司 2021 年上半年实现营业收入 21.26 亿元, 同比增长 95.2%, 实现归母净利润 4.40 亿元, 同比增长 255.0%。公司单二季度实现营业收入 11.71 亿元, 同比增长 95.1%, 环比增长 22.7%, 实现归母净利润 2.63 亿元, 同比增长 267.1%, 环比增长 48.8%, 业绩处于预告上限。上半年公司毛利率为 36.1%, 较去年同期上涨 11.9pcts, 费用率大幅下降 3.2pcts 至 7.3%, 净利率上升 9.4pcts 至 20.7%。

● 受益于氨纶高景气, 芳纶大幅放量, 盈利能力改善

2021 年上半年, 公司氨纶产品需求旺盛, 销售价格持续上涨, 销量提升, 盈利水平同比大幅增长; 同时芳纶产品产销量大幅增加, 利润同比增幅较大。公司氨纶板块营收 13.51 亿元, 同比增长 104.7%, 毛利率提升 20.3pcts 至 32.4%, 其中宁夏基地实现营收 7.36 亿元, 净利润 1.68 亿元。上半年国内氨纶 40D 均价为 5.85 万元/吨, 同比大幅上涨 100.3%; 氨纶平均价差为 2.57 万元/吨, 同比大幅 77.2%。公司芳纶板块营收 7.67 亿元, 同比增长 81.8%, 毛利率小幅下滑 1.2pcts 至 42.0%, 主要由于公司宁夏基地 3000 吨/年对位芳纶产能于 2020 年 6 月投产, 12 月满产, 上半年营收 2.13 亿元, 净利润 0.69 亿元。

● 在建产能进展顺利, 看好公司长期发展

公司现有间位芳纶 7000 吨/年, 对位芳纶 4500 吨/年, 氨纶 75000 吨/年 (有效产能约 50000 吨/年)。新增产能方面, 2021 年 3 季度烟台基地 4000 吨/年间位芳纶即将投产; 2021 年底公司将通过技改新增 1500 吨/年对位芳纶产能; 氨纶方面, 公司在建 30000 吨/年绿色差别化氨纶和 15000 吨/年高效差别化粗旦氨纶项目有望于 2021 年底建成投产, 给公司带来新的业绩增量, 我们看好公司长期发展。

● 风险提示: 产品价格大幅波动, 新建产能投放进度不及预期。
● 投资建议: 维持盈利预测, 维持“买入”评级。

我们预计 2021-2023 年归母净利润 8.20/9.44/11.43 亿元, 同比增速 214.5%/15.1%/21.1%; 摊薄 EPS=1.20/1.38/1.67 元, 当前股价对应 PE=16.4/14.3/11.8x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

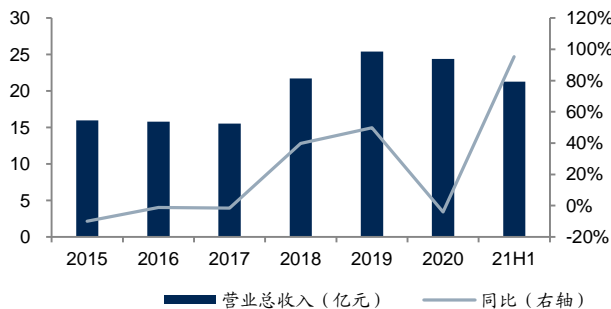
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,542	2,441	3,881	4,834	5,928
(+/-%)	17.0%	-4.0%	59.0%	24.5%	22.6%
净利润(百万元)	216	261	820	944	1,143
(+/-%)	38.3%	20.5%	214.5%	15.1%	21.1%
摊薄每股收益(元)	0.35	0.38	1.20	1.38	1.67
EBIT Margin	10.7%	16.2%	28.1%	26.7%	26.4%
净资产收益率(ROE)	9.2%	7.5%	19.9%	19.4%	19.7%
市盈率(PE)	55.6	51.7	16.4	14.3	11.8
EV/EBITDA	50.0	25.1	12.2	10.4	8.7
市净率(PB)	5.13	3.89	3.27	2.77	2.33

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

收入利润均为历史最佳，毛利率大增费用率减少。公司 2021 年上半年实现营业收入 21.26 亿元，同比增长 95.2%，实现归母净利润 4.40 亿元，同比增长 255.0%。公司单二季度实现营业收入 11.71 亿元，同比增长 95.1%，环比增长 22.7%，实现归母净利润 2.63 亿元，同比增长 267.1%，环比增长 48.8%，业绩处于预告上限。上半年公司毛利率为 36.1%，较去年同期上涨 11.9pcts，费用率大幅下降 3.2pcts 至 7.3%，净利率上升 9.4pcts 至 20.7%。

图 1：2015-2021H1 泰和新材营收及增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

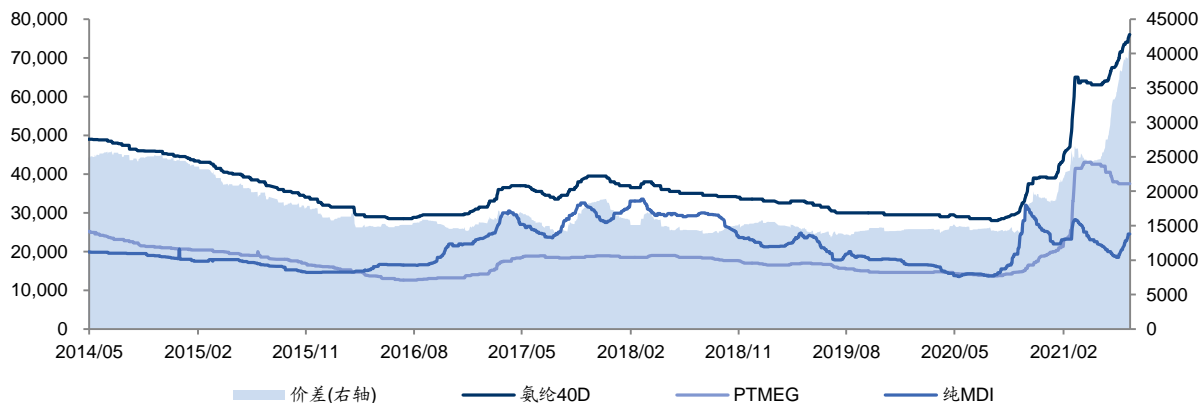
图 2：2015-2021H1 泰和新材归母净利润及增长



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

受益于氨纶高景气，芳纶大幅放量，盈利能力改善。2021 年上半年，公司氨纶产品需求旺盛，销售价格持续上涨，销量提升，盈利水平同比大幅增长；同时芳纶产品产销量大幅增加，利润同比增幅较大。公司氨纶板块营收 13.51 亿元，同比增长 104.7%，毛利率提升 20.3pcts 至 32.4%，其中宁夏基地实现营收 7.36 亿元，净利润 1.68 亿元。上半年国内氨纶 40D 均价为 5.85 万元/吨，同比大幅上涨 100.3%；氨纶平均价差为 2.57 万元/吨，同比大幅 77.2%。公司芳纶板块营收 7.67 亿元，同比增长 81.8%，毛利率小幅下滑 1.2pcts 至 42.0%，主要由于公司宁夏基地 3000 吨/年对位芳纶产能于 2020 年 6 月投产，12 月满产，上半年营收 2.13 亿元，净利润 0.69 亿元。同时间位芳纶 2020 年受疫情影响需求不及预期，上半年间位芳纶保持满产满销，且产品结构上受益于个体防护需求增加，高端色丝产品占比提高，间位芳纶均价持续上升。

图 3：氨纶价格与价差（单位：元/吨）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

氨纶向集中化、低成本、差异化发展，未来龙头企业受益。氨纶是纺织品中的“味精型”纤维，具有其余化纤难以比拟的弹性。全球氨纶产能约 100 万吨/年，市场规模约 500 亿元，2020 年我国氨纶产能为 89.4 万吨，产量约 80 万吨，短期看库存处于历史低位，年内没有新增产能，景气有望持续至 21 年底；中长期看，我们预计 2025 年国内产能有望达到 140 万吨/年，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，行业集中度由目前 68% 上升至 80% 以上。随着行业集中度提高，氨纶行业周期性将逐渐减弱。公司氨纶正处于产能快速扩张期，由东部沿海向西部宁夏基地转移，具备低成本优势，公司短期看以量换价，长期看具备成本优势护城河，降本增效提高公司盈利能力。

对位芳纶技术壁垒极高，进口替代需求迫切空间大。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，是我国重点发展的新材料之一，下游用于光纤增强、防弹防护、汽车橡胶等领域。全球消费量约 8.5 万吨，市场规模约 200 亿元，我国需求量约 1.3 万吨，近 5 年复合增速 12.2%。2020 年我国产量仍不足 3000 吨，进口量超过 10000 吨，自给率只有约 23%，下游国防军工、通信传输等领域进口期待需求十分迫切。我们预计 2025 年国内对位芳纶需求量有望达到 2.1 万吨，公司是国内唯一大规模产业化的企业，现有产能 4500 吨/年，十四五规划扩产至 12000 吨/年，公司全球渗透率有望从 2020 年的 3% 增加至 12%。公司对位芳纶处于已经实现技术突破，即将快速放量转折点，对位芳纶行业壁垒高，下游客户验证周期长，公司在国内短期无竞争压力，需求确定性极强。

个体防护国标拉动间位芳纶需求，接管超美斯增加行业话语权。间位芳纶具有优异的热稳定性、阻燃性、电绝缘，用于工业过滤、安全防护、绝缘材料等领域。我国颁布《个体防护装备配备规范》，对石油、化工、天然气等领域个体防护做强制规范，将于 2022 年 1 月 1 日实施，间位芳纶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、化工、消防、军队等领域。全球间位芳纶消费量约 4.5 万吨，规模化生产的企业只有 6 家，国内需求约 8000 吨。国内现有间位芳纶产能约 1 万吨/年，其中公司产能为 7000 吨/年。目前国内仅有泰和新材、超美斯两家间位芳纶生产企业，超美斯由于经营不善，拟由泰和新材团队托管，公司有望在对位芳纶领域进一步提高行业议价能力。

在建产能进展顺利，看好公司长期发展。公司现有间位芳纶 7000 吨/年，对位芳纶 4500 吨/年，氨纶 75000 吨/年（有效产能约 50000 吨/年）。新增产能方面，2021 年 3 季度烟台基地 4000 吨/年间位芳纶即将投产；2021 年底公司将通过技改新增 1500 吨/年对位芳纶产能；公司目前在建宁夏基地二期 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，给公司带来新的业绩增量，我们看好公司长期发展。

投资建议：维持盈利预测，维持“买入”评级。我们预计 2021-2023 年归母净利润 8.20/9.44/11.43 亿元，同比增速 214.5/15.1/21.1%；摊薄 EPS=1.20/1.38/1.67 元，当前股价对应 PE=16.4/14.3/11.8x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2448	2752	2835	3171	营业收入	2441	3881	4834	5928
应收款项	107	191	265	325	营业成本	1874	2386	3028	3702
存货净额	443	482	614	757	营业税金及附加	16	27	48	89
其他流动资产	425	676	842	1032	销售费用	52	116	145	178
流动资产合计	3423	4116	4566	5291	管理费用	104	260	322	393
固定资产	2464	2749	3473	4136	财务费用	24	25	21	18
无形资产及其他	185	177	170	163	投资收益	23	30	30	30
投资性房地产	107	107	107	107	资产减值及公允价值变动	2	0	0	0
长期股权投资	55	65	75	85	其他收入	(72)	0	0	0
资产总计	6234	7214	8391	9782	营业利润	326	1098	1299	1578
短期借款及交易性金融负债	636	600	600	600	营业外净收支	(1)	10	10	10
应付款项	664	879	1120	1381	利润总额	325	1108	1309	1588
其他流动负债	118	167	212	261	所得税费用	38	166	196	238
流动负债合计	1418	1646	1932	2242	少数股东损益	27	121	169	207
长期借款及应付债券	805	805	805	805	归属于母公司净利润	261	820	944	1143
其他长期负债	104	104	104	104					
长期负债合计	909	909	909	909	现金流量表 (百万元)				
负债合计	2327	2555	2841	3152	净利润	261	820	944	1143
少数股东权益	442	539	675	841	资产减值准备	(17)	0	0	0
股东权益	3464	4120	4875	5789	折旧摊销	234	222	283	344
负债和股东权益总计	6234	7214	8391	9782	公允价值变动损失	(2)	0	0	0
					财务费用	24	25	21	18
关键财务与估值指标					营运资本变动	327	(109)	(85)	(83)
每股收益	0.38	1.20	1.38	1.67	其它	38	97	135	165
每股红利	0.07	0.24	0.28	0.33	经营活动现金流	842	1030	1277	1570
每股净资产	5.06	6.02	7.12	8.46	资本开支	(808)	(500)	(1000)	(1000)
ROIC	8%	20%	24%	25%	其它投资现金流	96	(15)	5	5
ROE	8%	20%	19%	20%	投资活动现金流	(724)	(525)	(1005)	(1005)
毛利率	23%	39%	37%	38%	权益性融资	530	0	0	0
EBIT Margin	16%	28%	27%	26%	负债净变化	(6)	0	0	0
EBITDA Margin	26%	34%	33%	32%	支付股利、利息	(51)	(164)	(189)	(229)
收入增长	-4%	59%	25%	23%	其它融资现金流	1004	(36)	0	0
净利润增长率	21%	215%	15%	21%	融资活动现金流	1420	(200)	(189)	(229)
资产负债率	44%	43%	42%	41%	现金净变动	1538	304	83	336
息率	0.4%	1.2%	1.4%	1.7%	货币资金的期初余额	910	2448	2752	2835
P/E	51.7	16.4	14.3	11.8	货币资金的期末余额	2448	2752	2835	3171
P/B	3.9	3.3	2.8	2.3	企业自由现金流	103	541	295	592
EV/EBITDA	25.1	12.2	10.4	8.7	权益自由现金流	1101	484	277	577

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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。

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。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032