

间位芳纶项目投产巩固公司龙头地位

投资要点

- **事件:** 8月16日公司公告称,防护用高性能间位芳纶高效集成产业化项目(以下简称“高性能间位芳纶项目”)一期工程已于近期正式投料生产,产品性能指标达到预定目标。
- **间位芳纶产能跨越至万吨级,托管超美斯提升公司综合竞争力。**公司芳纶板块原有芳纶产能共计11500吨,其中间位芳纶7000吨,对位芳纶产能4500吨,另有芳纶纸产能1500吨。本项目投产后间位芳纶产能升至11000吨,公司间位芳纶产能实现了由千吨级向万吨级的跨越,参与全球竞争的影响力大幅上升,有利于保障客户需求和市场供应。目前国内仅有泰和新材、超美斯两家间位芳纶生产企业,超美斯具有3000吨间位芳纶产能,位居全球产能第四,公司已与超美斯签署了《托管经营框架协议》,如托管方案最终实施,将有利于整合双方及行业资源,提高公司综合竞争力和市场占有率。公司另有1500吨对位芳纶产能预计将于年底投产,届时公司芳纶板块总产能将升至17000吨。
- **芳纶行业供给端集中度高,相关政策与国产替代拉动需求增长:**2020年全球芳纶名义产能约11-12万吨,主要产能被国际大公司占据,公司总产能11500吨,位居全球第三位。芳纶纤维是人工合成的芳香族聚酰胺纤维,按结构划分同时可工业化生产的主要有对位与间位芳纶两类。对位芳纶供给端全球仅有9家厂商,公司目前产能4500吨,位居全球第四,下游领域包括航空航天复合材料、安全防护材料(防弹衣、头盔)等,目前光缆通信领域、防护基材国产化进程加速,随着宁夏园区产能的全面释放,公司对位芳纶生产装置满负荷、稳定运行,产品结构不断完善,规模经济效益日益显现。间位芳纶供给端全球共有6家企业,公司产能位居全球第二,间位芳纶下游可用于生产高温过滤材料(占比达60%以上)、防护服、绝缘材料等,2021年8月《防护服阻燃服》强制性标准开始实施,《个体防护装备配备规范》系列强制性国家标准将于2022年2月开始实施,随着个体防护装备配备标准的逐步落地和工业领域的恢复,国内芳纶需求持续增长,公司间位芳纶产销量均创历史最好水平。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计公司2021-2023年EPS分别为1.21元、1.55元和1.91元,对应PE分别为16倍、12倍和10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	4331.12	5267.70	6265.05
增长率	-3.97%	77.42%	21.62%	18.93%
归属母公司净利润(百万元)	260.68	830.67	1063.51	1308.08
增长率	20.52%	218.66%	28.03%	23.00%
每股收益EPS(元)	0.38	1.21	1.55	1.91
净资产收益率ROE	7.35%	18.14%	19.10%	19.16%
PE	51	16	12	10
PB	3.40	2.80	2.27	1.85

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)	13.89-22.45
总市值(亿元)	132.91
总资产(亿元)	70.08
每股净资产(元)	5.00

相关研究

1. 泰和新材(002254): 氨纶行业景气度持续上行, 业绩高速增长 (2021-05-03)
2. 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 年氨纶含税价格为 62000/60000/58000 元/吨，假设公司宁夏基地 3 万吨氨纶新增产能于 2021 年投产。

假设 2：4000 吨间位芳纶产能已投产，1500 吨对位芳纶产能预计于 2021 年年底投产，考虑到芳纶新建产能带来的规模效应，2021-2023 年芳纶板块毛利率为 35%、36%、37%。

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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
氨纶	收入	1496.3	2743.4	3185.8	3900.9
	增速	-0.8%	83.3%	16.1%	22.4%
	毛利率	16.0%	30.8%	31.1%	31.5%
芳纶	收入	935.0	1573.0	2064.2	2342.9
	增速	-7.4%	68.2%	31.2%	13.5%
	毛利率	34.9%	35.0%	36.0%	37.0%
其他	收入	9.8	14.7	17.7	21.2
	增速	-59.6%	50.0%	20.0%	20.0%
	毛利率	20.5%	25.0%	25.0%	25.0%
总计	收入	2441.2	4331.1	5267.7	6265.0
	增速	-4.0%	77.4%	21.6%	18.9%
	毛利率	23.2%	32.3%	33.0%	33.5%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2441.17	4331.12	5267.70	6265.05	净利润	287.28	862.08	1116.85	1379.04
营业成本	1873.85	2932.66	3528.36	4163.45	折旧与摊销	235.96	577.70	706.54	750.97
营业税金及附加	16.22	32.19	38.23	45.19	财务费用	23.59	4.68	4.18	7.42
销售费用	51.59	86.62	89.55	93.98	资产减值损失	-2.13	0.00	0.00	0.00
管理费用	103.83	277.19	337.13	388.43	经营营运资本变动	265.78	-58.63	146.68	46.39
财务费用	23.59	4.68	4.18	7.42	其他	-259.34	-4.07	-11.49	-10.24
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	1381.76	1962.77	2173.57
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	1009.48	1280.25	1576.58	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	979.64	1270.37	1566.54	股权融资	718.15	0.00	0.00	0.00
所得税	37.54	117.56	153.52	187.49	支付股利	0.00	-13.26	-21.13	-31.56
净利润	287.28	862.08	1116.85	1379.04	其他	-193.33	-142.39	0.82	-2.42
少数股东损益	26.60	31.42	53.34	70.96	筹资活动现金流净额	1014.64	-651.75	-20.31	-33.97
归属母公司股东净利润	260.68	830.67	1063.51	1308.08	现金流量净额	1552.62	-1315.49	1467.66	1849.60
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2447.76	1132.27	2599.94	4449.53	成长能力				
应收和预付款项	119.01	411.81	410.84	528.71	销售收入增长率	-3.97%	77.42%	21.62%	18.93%
存货	443.46	700.23	823.12	984.10	营业利润增长率	32.64%	209.87%	26.82%	23.15%
其他流动资产	412.93	250.82	305.06	362.81	净利润增长率	33.89%	200.09%	29.55%	23.48%
长期股权投资	54.83	54.83	54.83	54.83	EBITDA 增长率	139.35%	171.96%	25.07%	17.28%
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%	32.29%	33.02%	33.54%
无形资产和开发支出	184.70	163.27	141.85	120.43	三费率	7.33%	8.51%	8.18%	7.82%
其他非流动资产	99.61	98.68	97.76	96.83	净利率	11.77%	19.90%	21.20%	22.01%
资产总计	6233.57	6783.34	8205.41	9940.65	ROE	7.35%	18.14%	19.10%	19.16%
短期借款	496.10	0.00	0.00	0.00	ROA	4.61%	12.71%	13.61%	13.87%
应付和预收款项	748.15	1097.47	1414.96	1793.61	ROIC	11.20%	23.76%	25.39%	34.11%
长期借款	805.22	805.22	805.22	805.22	EBITDA/销售收入	23.98%	36.75%	37.80%	37.27%
其他负债	277.84	128.02	136.87	145.98	营运能力				
负债合计	2327.31	2030.71	2357.06	2744.81	总资产周转率	0.46	0.67	0.70	0.69
股本	684.39	684.39	684.39	684.39	固定资产周转率	1.48	1.66	1.59	2.04
资本公积	871.07	871.07	871.07	871.07	应收账款周转率	34.50	43.12	36.81	36.86
留存收益	1906.12	2723.52	3765.91	5042.43	存货周转率	4.24	5.07	4.58	4.57
归属母公司股东权益	3464.03	4278.99	5321.37	6597.89	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	473.64	526.98	597.95	资本结构				
股东权益合计	3906.26	4752.63	5848.35	7195.84	资产负债率	37.34%	29.94%	28.73%	27.61%
负债和股东权益合计	6233.57	6783.34	8205.41	9940.65	带息债务/总负债	55.92%	39.65%	34.16%	29.34%
					流动比率	2.41	2.23	2.88	3.47
					速动比率	2.10	1.61	2.31	2.93
					股利支付率	0.00%	1.60%	1.99%	2.41%
					每股指标				
					每股收益	0.38	1.21	1.55	1.91
					每股净资产	5.71	6.94	8.55	10.51
					每股经营现金	0.81	2.02	2.87	3.18
					每股股利	0.00	0.02	0.03	0.05
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	585.33	1591.86	1990.98	2334.97					
PE	50.99	16.00	12.50	10.16					
PB	3.40	2.80	2.27	1.85					
PS	5.44	3.07	2.52	2.12					
EV/EBITDA	20.67	8.03	5.68	4.05					
股息率	0.00%	0.10%	0.16%	0.24%					

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	zfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuy@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
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn