

台华新材 (603055.SH)

原材料价格同比上涨，一季度扣非净利润下滑 6%

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 纺织制造

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
联系人: 关竣尹 0755-81982834 guanjunyin@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

事项:

公司公告: 4月29日晚, 公司发布2022年一季度财报, 2022年一季度实现营业收入9.45亿元, 同比增长27.9%; 归属于上市公司股东的净利润1.15亿元, 同比增长17.2%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润0.89亿元, 同比减少6.0%。

国信纺织观点: 1) 一季度业绩: 因疫情延迟发货、原材料价格同比提升, 收入和扣非净利润低于预期; 2) 展望: 今年原材料价格面临拐点, 继续看好公司强大的护城河和中长期成长性; 3) 考虑锦纶长丝实际售价和毛利率、可再生产能爬坡进度, 下调盈利预测; 4) 风险提示: 原材料价格大幅波动、疫情反复、产能建设不及预期、竞争格局恶化、市场系统性风险; 5) 投资建议: 短期扰动不改长远竞争力, 继续看好公司成长潜力, 股价回调后估值吸引力强。一季度由于疫情、原材料涨价等负面影响, 收入和业绩不及预期, 但公司保持快速扩张的步伐, 差异化产品继续展现优秀的抗周期能力。展望中长期, 己二腈国产化有望带来锦纶66民用渗透率的提升, 继续看好公司凭借行业领先的技术护城河、积极产能扩张所带来的高增长、高盈利能力。考虑到锦纶长丝实际售价和毛利率较低于预期、可再生新产能释放较慢于预期, 下调盈利预测, 预计公司2022~2024年净利润为5.1/7.3/9.0亿元(原2022~2023年为6.0/8.9亿元), 同比增长10%/43%/24%, 对应2023年17-18x PE, 下调合理估值为14.2-15.1元(原为20.3~21.4元), 维持“买入”评级。

评论:

◆ 一季度业绩: 因疫情延迟发货、原材料价格同比提升, 收入和扣非净利润低于预期

2022年一季度, 公司实现收入9.5亿元, 同比增长27.9%, 实现扣非净利润0.89亿元, 同比减少6%, 由于一季度其他收益同比增加1776万元(主要为政府补助), 实现归母净利润1.15亿元, 同比增长17.2%。毛利率26.6%, 同比下滑2.5p.p., 销售/管理/财务/研发费用率分别为0.9%/5.3%/1.3%/6.2%, 同比-0.3%/持平/0.8%/1.6%, 研发费用投入继续维持高位。

收入和净利润低于预期主要有以下几个原因:

1) **物流堵塞导致收入确认延迟:** 一季度公司锦纶长丝和锦纶坯布产能利用率接近100%, 收入增长低于预期主要是由于3月国内疫情反弹, 部分影响公司货品发出、收入延迟确认, 公司存货周转天数达到188天, 环比提升55天。

2) **原材料价格同比大幅提升, 毛利率同比下滑:** 2021年Q1受益于较低价的原料库存, 毛利率达到29.1%, 而2021全年原材料价格持续提升, 且向纱线价格传导有所延迟, 因此2022年Q1毛利率为26.6%, 虽已环比四季度改善3.3p.p., 但仍同比下滑2.5p.p.。具体来看, 2021年四季度平均的PA66切片价格同比2020年四季度大幅提升67%至48879元/吨(这里切片价格是工程塑料领域, 价格变动数据仅供参考), PA6切片价格也提升43%。

3) **其他原因:** 电费同比增长; 疫情封锁导致运费小幅提升; 淮安新项目前期人力准备的费用; 在原油涨价和疫情等影响下, 常规类产品终端需求较疲软, 适当加大折扣力度。

图1: 2017 1Q~2022 1Q 公司营业收入及增长



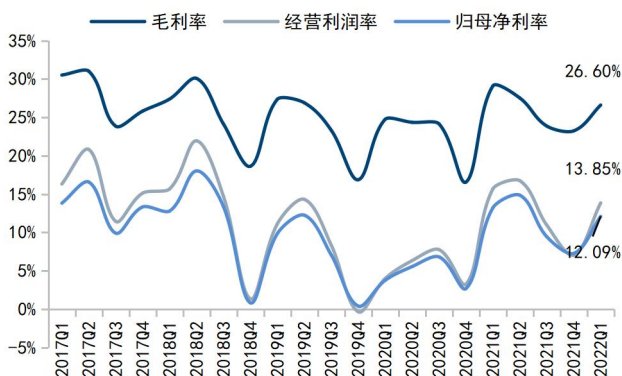
资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

图2: 2017 1Q~2022 1Q 公司归母净利润及增长



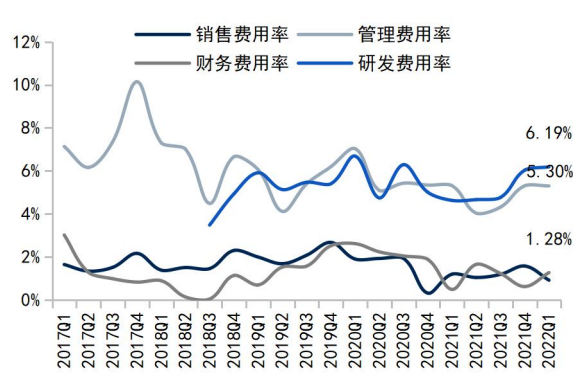
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 2017 1Q~2022 1Q 公司利润率水平



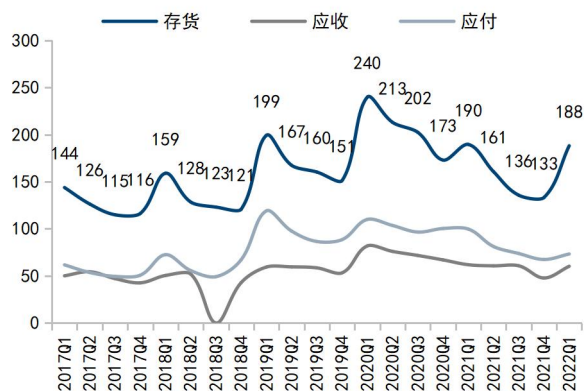
资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

图4: 2017 1Q~2022 1Q 公司费用率水平



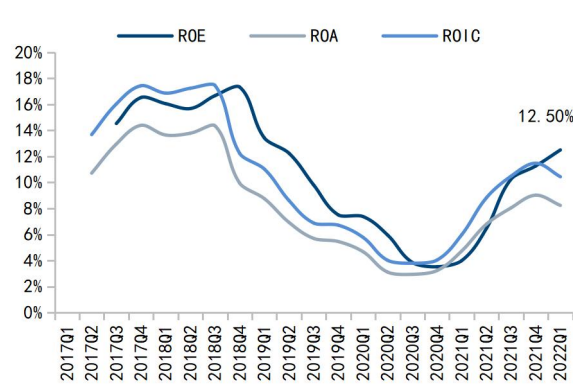
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 2017 1Q~2022 1Q 公司营运资金周转天数



资料来源: wind, 国信证券经济研究生整理

图6: 2017 1Q~2022 1Q 公司盈利能力 (TTM)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 展望：今年原材料价格面临拐点，继续看好公司强大的护城河和中长期成长性

即使遇到疫情、原材料大幅涨价等不利因素，但锦纶 66 和可再生长丝在一季度仍然维持较好的销售单价和毛利率，体现良好的抗周期能力。展望中长期，己二腈国产化有望带来锦纶 66 民用需求的大幅提升，公司凭借强大技术护城河积极扩张差异化产能将带来高增长、高盈利和强抗周期能力。

1、展望 2022 年 Q2~Q4，疫情好转、原材料价格下降、产能利用率和良率提升

1) 疫情好转：近期国内疫情呈现逐步向好的趋势，大部分城市进入常态化管控，预计公司物流发货正常后，一季度未能确认的收入将在二季度确认。

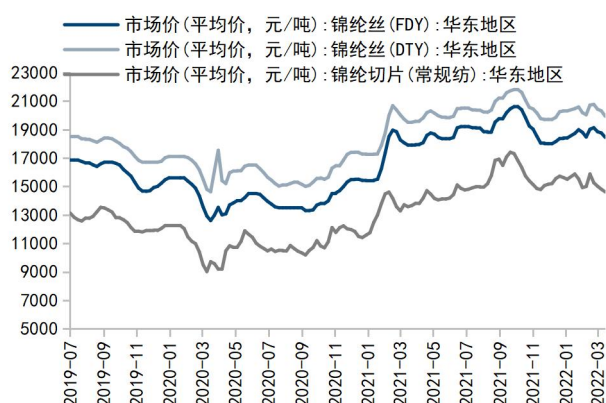
2) 原材料价格面临拐点：2022 年以来，原材料价格呈现下降趋势，1-3 月锦纶 66 切片平均价格为 43407 元/吨，同比提升 19%，2-3 月锦纶 66 切片平均价格为 41950 元/吨，同比提升仅 10.2%（这里切片价格是工程塑料领域，价格变动数据仅供参考），相比起去年四季度的同比提升 67%呈现明显好转趋势；同时，1-3 月锦纶 6 切片平均市场价为 15420 元/吨，同比提升 20%，增速也有所放缓。

3) 产能爬坡：2019 年投建的“12 万吨锦纶丝”在 2021 年仅贡献 60~70%，2022 年将基本满产运营。

4) 面料产能利用率：公司将加大市场开拓力度，目标面料产能利用率同比 2021 年有所提升。

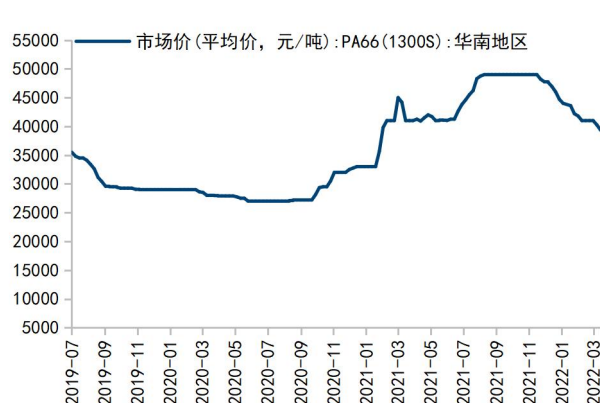
5) 良品率：随着工艺成熟，锦纶 66 良品率有望同比提升，次品带来的亏损有望减少。

图7：锦纶丝和锦纶切片市场价（华东地区）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图8：PA66 切片（1300S 华南区）市场价



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

2、展望 2023 年，淮安新建差异化产能将陆续释放，技术护城河深，继续看好公司中长期发展前景

从需求端看，己二腈国产化有望带来锦纶 66 民用需求的大幅提升。公司积极布局新产能建设，预计 1 期规划的 6 万吨锦纶 66 和 2 万吨化学法可再生项目将于 2023 年进入产能爬坡期，当年产能利用率预计为满产运营的 50%左右。同时由于锦纶 66、可再生纱线行业进入门槛高、护城河深（体现在工艺、设备、品牌客户关系等），预计公司将继续享有高定价权和高盈利能力，我们看好公司中长期发展前景。

◆ 考虑锦纶长丝实际售价和毛利率、可再生产能爬坡进度，下调盈利预测

基于 2022 年一季度业绩情况、近期原材料价格变动趋势、新产能爬坡情况，我们下调盈利预测，调整后的 2022~2024 年净利润为 5.1/7.3/9.0 亿元（原 2022~2023 年为 6.0/8.9 亿元）。主要调整项目如下：

1、2022~2024 年下调收入预计为 49.9/60.1/71.1 亿元（原为 51.7/67.7 亿元）

1) 锦纶长丝：2022~2024 年下调锦纶长丝收入预计为 24.7/34.7/45.6 亿元（原为 30.5/46.9 亿元）。2022 年下调收入一方面是由于部分锦纶长丝内部销售给织造子公司，锦纶长丝外销收入减少，另一方面是锦纶 66（含次品）的实际平均售价约为 4~4.5 万元/吨，低于此前所预计。下调 2023 年收入除前述原因外，

还有考虑到新产能爬坡进度，保守起见，可再生销量从原预期的 2 万吨调整到 1 万吨。

2) 坯布：2022~2024 年上调坯布收入预计为 11.9/12.0/12.0 亿元（原为 10.0/9.7 亿元），坯布收入上调主要是 2021 年公司加大垂直一体化力度，部分差异化锦纶丝用于生产坯布，令产品结构升级和销量提升，预计 2022~2024 年延续这一趋势。

3) 面料：2022~2024 年上调面料收入预计为 11.3/11.3/11.3 亿元（原为 9.9/9.8 亿元），主要是面料产能利用率恢复好于预期。

2、2022~2024 年下调毛利率为 25.4%/27.1%/27.6%（原为 26.5%/28.4%）

1) 锦纶长丝：2022~2024 年下调毛利率预计为 23.6%/26.8%/27.4%（原为 27.0%/29.5%），一方面是由于原材料切片大幅涨价，锦纶 66 次品亏损较高于预期。另一方面是由于毛利率较高的可再生长丝 2023 年预期产量从 2 万吨调整为 1 万吨，拉低整体长丝毛利率预期。

2) 坯布和面料：小幅上调 2022~2024 年坯布毛利率为 30.3%（原为 26%），小幅上调面料毛利率为 26~27%（原为 26%），主要是由于坯布产品结构升级、面料产能利用率恢复好于预期。

3、小幅上调 2022~2024 年期间费用率假设为 12.7%/12.1%/11.9%（原为 12.1%/12.0%），主要是考虑到公司市场开拓力度加大、奖金绩效增加和为开发差异化产品而增加投入。

4、所得税率、其他经营收益率等维持原假设。

表 1：公司业务拆分及盈利预测假设

	2018A	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入（百万元）	2974	2691	2501	4257	4994	6009	7111
锦纶长丝	895	785	841	1797	2467	3468	4555
坯布	1057	922	768	1191	1192	1196	1200
面料	928	904	791	1074	1131	1131	1131
总收入 YoY	9%	-10%	-7%	70%	17%	20%	18%
锦纶长丝	20%	-12%	7%	114%	37%	41%	31%
坯布	-4%	-13%	-17%	55%	0%	0%	0%
面料	16%	-3%	-12%	36%	5%	0%	0%
其中：长丝外销量（万吨）	3.7	3.5	4.3	7.1	9.5	12.3	15.6
其中：长丝外销价（万元）	2.4	2.2	2.0	2.5	2.6	2.8	2.9
总毛利率	25.2%	23.4%	21.8%	25.5%	25.4%	27.1%	27.6%
锦纶长丝	14.4%	19.5%	21.3%	24.2%	23.6%	26.8%	27.4%
坯布	27.7%	23.4%	21.1%	30.1%	30.3%	30.3%	30.3%
面料	31.9%	25.8%	22.7%	24.9%	25.9%	26.6%	27.3%
费用率							
销售费用	1.7%	2.1%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%
管理费用	4.8%	5.4%	5.6%	4.7%	5.1%	4.9%	4.9%
研发费用	3.6%	5.5%	5.6%	5.1%	5.3%	5.2%	5.1%
财务费用	0.5%	1.6%	2.2%	1.1%	0.9%	0.7%	0.7%
其他经营收益率	-0.1%	-0.1%	-1.1%	-0.8%	-0.3%	-0.3%	-0.4%
所得税率	16.1%	10.7%	10.9%	10.3%	15.0%	15.0%	15.0%
归母净利润（百万元）	345	196	120	464	510	728	901
YoY	-6%	-43%	-39%	287%	10%	43%	24%
归母净利率	11.6%	7.3%	4.8%	10.9%	10.2%	12.1%	12.7%

资料来源：wind，国信证券经济研究所测算和预测

◆ 投资建议：短期扰动不改长远竞争力，继续看好公司成长潜力，股价回调后估值吸引力强

一季度由于疫情、原材料涨价等负面影响，收入和业绩不及预期，但公司保持快速扩张的步伐，差异化产品继续展现优秀的抗周期能力。展望中长期，己二腈国产化有望带来锦纶 66 民用渗透率的提升，继续看好公司凭借行业领先的技术护城河、积极产能扩张所带来的高增长、高盈利能力。考虑到锦纶长丝实际售

价和毛利率较低于预期、可再生新产能释放较慢于预期，下调盈利预测，预计公司 2022~2024 年净利润为 5.1/7.3/9.0 亿元（原 2022~2023 年为 6.0/8.9 亿元），同比增长 10%/43%/24%，对应 2023 年 17-18x PE，下调合理估值为 14.2-15.1 元（原为 20.3~21.4 元），当前估值吸引力强，维持“买入”评级。

表2：盈利预测与市场重要数据

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,501	4,257	4,994	6,009	7,111
(+/-%)	-7.0%	70.2%	17.3%	20.3%	18.3%
净利润(百万元)	120	464	510	728	901
(+/-%)	-38.9%	287.3%	10.0%	42.6%	23.8%
每股收益(元)	0.14	0.53	0.59	0.84	1.04
EBIT Margin	8.8%	12.6%	13.2%	15.3%	16.0%
净资产收益率(ROE)	4.0%	12.5%	12.6%	16.0%	17.4%
市盈率(PE)	63.9	17.2	15.7	11.0	8.9
EV/EBITDA	22.5	12.8	11.7	9.3	7.9
市净率(PB)	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				CAGR	PEG	总市值(RMB 亿元)
				2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	2022~2024	2023	
603055	台华新材	买入	9.20	0.53	0.59	0.84	1.04	17.24	15.67	10.99	8.87	32.9%	0.33	77.8
同类公司														
002003	伟星股份	买入	13.41	0.56	0.64	0.75	0.89	23.85	20.82	17.81	15.11	17.4%	1.02	97.3
300979	华利集团	买入	68.72	2.37	3.03	3.90	4.79	28.97	22.69	17.61	14.35	25.7%	0.68	800.0
02313	申洲国际	买入	91.72	2.24	3.25	4.46	5.34	40.94	28.21	20.56	17.18	28.1%	0.73	1380.6
1476	儒鸿	无评级	115.84	4.32	5.35	6.13	7.33	26.80	21.66	18.90	15.79	17.1%	1.10	300.5
平均值								30.14	23.34	18.72	15.61		0.89	

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测；注：未评级公司盈利预测来自 wind 一致预期

◆ 风险提示

原材料价格大幅波动、疫情反复、产能建设不及预期、竞争格局恶化、市场系统性风险。

相关研究报告：

《台华新材（603055.SH）-新产能释放顺利，2021 年业绩增长 287%》——2022-04-28

《台华新材（603055.SH）-新产能顺利爬坡，收入增长 71%》——2022-03-14

《台华新材-603055-深度报告：一体化高端锦纶龙头，积极扩张与升级》——2022-02-17

《台华新材-603055-重大事件快评：新产能释放顺利，2021 年业绩预计增长 284%》——2022-01-29

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	311	430	1279	654	850	营业收入	2501	4257	4994	6009	7111
应收款项	575	794	1026	1234	1461	营业成本	1956	3169	3724	4381	5149
存货净额	964	1381	1356	1891	1829	营业税金及附加	19	20	20	24	28
其他流动资产	204	224	263	316	374	销售费用	35	54	70	78	92
流动资产合计	2184	2916	4009	4182	4600	管理费用	271	477	519	607	707
固定资产	2876	3049	2993	3701	4333	财务费用	54	45	46	43	47
无形资产及其他	219	265	260	254	249	投资收益	5	6	7	8	9
投资性房地产	175	196	196	196	196	资产减值及公允价值变动	(31)	(57)	(55)	(65)	(77)
长期股权投资	0	3	3	3	3	其他收入	(9)	78	35	38	40
资产总计	5453	6428	7460	8335	9380	营业利润	130	518	601	857	1061
短期借款及交易性金融负债	310	530	500	500	500	营业外净收支	(2)	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	939	1162	1843	2177	2558	利润总额	128	517	600	855	1059
其他流动负债	124	181	209	246	289	所得税费用	14	53	90	128	159
流动负债合计	1374	1873	2552	2924	3347	少数股东损益	(6)	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	1050	813	813	813	813	归属于母公司净利润	120	464	510	728	901
其他长期负债	27	33	37	41	44						
长期负债合计	1077	846	850	853	857	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	2451	2719	3401	3777	4204	净利润	120	464	510	728	901
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(3)	资产减值准备	24	2	(57)	0	0
股东权益	3003	3710	4060	4560	5179	折旧摊销	230	299	313	350	414
负债和股东权益总计	5453	6428	7460	8335	9380	公允价值变动损失	31	57	55	65	77
						财务费用	54	45	46	43	47
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	170	(390)	411	(421)	204
每股收益	0.14	0.53	0.59	0.84	1.04	其它	(28)	(2)	57	(0)	(1)
每股红利	0.12	0.10	0.18	0.26	0.32	经营活动现金流	547	429	1289	722	1595
每股净资产	3.61	4.27	4.67	5.25	5.96	资本开支	0	(411)	(250)	(1118)	(1118)
ROIC	5%	10%	12%	16%	17%	其它投资现金流	(30)	44	0	0	0
ROE	4%	12%	13%	16%	17%	投资活动现金流	(30)	(370)	(250)	(1118)	(1118)
毛利率	22%	26%	25%	27%	28%	权益性融资	(1)	20	0	0	0
EBIT Margin	9%	13%	13%	15%	16%	负债净变化	525	23	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(100)	(89)	(160)	(228)	(282)
收入增长	-7%	70%	17%	20%	18%	其它融资现金流	(1408)	170	(30)	0	0
净利润增长率	-39%	287%	10%	43%	24%	融资活动现金流	(559)	59	(190)	(228)	(282)
资产负债率	45%	42%	46%	45%	45%	现金净变动	(43)	119	849	(624)	195
息率	1.3%	1.1%	2.0%	2.8%	3.5%	货币资金的期初余额	354	311	430	1279	654
P/E	63.9	17.2	15.7	11.0	8.9	货币资金的期末余额	311	430	1279	654	850
P/B	2.5	2.2	2.0	1.8	1.5	企业自由现金流	596	(21)	1036	(407)	465
EV/EBITDA	22.5	12.8	11.7	9.3	7.9	权益自由现金流	(288)	172	966	(444)	425

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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