

国内 UHMWPE 小巨人，俄乌冲突下复材景气，募投产能打开成长空间

简评

性能优异，应用广泛，地缘政治背景下军用领域需求景气

超高分子量聚乙烯纤维，又称高强度高模聚乙烯纤维，是目前世界上比强度和比模量最高的纤维，与芳纶、碳纤维并称为“世界三大高性能纤维”，其断裂伸长率高于碳纤维和芳纶，柔韧性好，在高应变率和低温下力学性能仍然良好，抗冲击能力优于碳纤维、芳纶等，是一种非常理想的防弹、防刺安全防护材料，除军事装备领域外，还被广泛应用于海洋产业、安全防护、体育器材等领域。

全球供需方面，2015-2020 年，全球超高分子量聚乙烯纤维理论需求量由 5.7 万吨增长至 9.8 万吨，CAGR 为 11.4%，预计 2025 年需求将达到 16.5 万吨，CAGR 为 11.0%。2020 年产能 6.56 万吨，产品处于供不应求状态。国内供需方面，2015-2020 年，国内需求量由 2.0 万吨增长至 4.91 万吨，CAGR 为 19.6%，预计 2025 年需求将达到 10.38 万吨，CAGR 为 16.2%。2020 年国内产能为 4.2 万吨，但产量约为 2.1 万吨，行业小产线居多，中低端产能富余，实际开工有限，整体仍旧处于供不应求状态。2022 年以来，俄乌冲突以来，欧洲军用需求旺盛，防弹制品景气度提升。

国内 UHMWPE 小巨人，全产业链布局，Q1 业绩高增

公司成立于 1999 年，是国内首批掌握全套超高分子量聚乙烯纤维（UHMWPE）生产技术并实现产业化的企业之一，2021 年 10 月于科创板上市，2021 年入选国家级专精特新“小巨人”企业名单。公司主要产品为 UHMWPE 纤维及复合材料，其中复合材料包括无纬布和防弹制品（防弹衣、板、头盔、盾牌、陶瓷等），UHMWPE 是制作无纬布的主要原材料，无纬布经特定工艺和材料可制成防弹制品。公司规模质量在国内领先，2020 年公司 UHMWPE 纤维产量国内第三，并且在断裂强度 35cN/dtex 以上的高端纤维产品销售占比呈上升趋势，无纬布、防弹产品性能达到国际同类水平。

产能方面，2019-2021 年公司持续挖掘产能，UHMWPE 纤维与无纬布保持满负荷运转，截至 2021 年底 UHMWPE 纤维产能达到 3320 吨，无纬布产能达到 300 吨。出口方面，2019 年公司 UHMWPE 纤维出口额占国内同类产品的 32.52%，除亚洲外，欧洲是公司第二大出口地区，2020 年销售收入占境外收入的 30.5%，2022 年一季度，受益于地缘政治因素带来的需求，公司复合材料订单增加，且产品价格亦有所提高，量价齐升下，公司实现归母净利润 3056 万元，同比增长 139.59%。

同益中 (688722)

首次评级
买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

发布日期：2022 年 07 月 28 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
12 月最高/最低价 (元)	-13.24/-10.86	47.45/41.52	245.9/253.8
总股本 (万股)			22,466.67
流通 A 股 (万股)			4,493.34
总市值 (亿元)			35.05
流通市值 (亿元)			7.01
近 3 月日均成交量 (万股)			278.17
主要股东			
中国国投国际贸易有限公司			37.36%

股价表现



相关研究报告

规模、技术领先，募投项目打开成长空间

产能规模方面，我国规模化生产的企业相对较少，产能在 3000 吨以上的企业只有 3 家。截至 2021 年底，公司拥有 UHMWPE 纤维产能 3320 吨，无纬布产能 300 吨。在建产能方面，公司拟在新泰基地新增 UHMWPE 纤维产能 2240 吨，新增无纬布产能 2500 吨，并同时新增 50 万块防弹胸插板和 18 万顶头盔的生产能力，预计在 2023 年底开始陆续投产。

技术方面，公司 UHMWPE 纤维产品在断裂强度、初始模量等指标方面领先同行，防弹材料等相关产品性能达到国际同类产品水平。在持续的研发投入下，公司产品性能得到不断突破。公司自主研发的新一代 TYZ、DOYENTRONTEX 高耐切割纤维产品，均达到国外先进水平；防弹用纤维强度达到 42cN/dtex，模量达到 1800cN/dtex，为公司高端复材产品的推广提供了基础材料保障。在复合材料市场方面，基于公司 TYZ、DOYENTRONTEX 超高强聚乙烯纤维 TM42 推出的 WB876 和 HA894 高端软质和硬质防弹无纬布推向市场后逐渐得到市场的认可，WB876 产品应用于我军新一代的单兵防护装备和警察的高端防护装备。在国际市场方面，公司的防弹制品继续装备全世界的军队和警察，在全球多个地区和国家得到进一步应用。公司的 PEUD 产品通过了美国、巴西等国家客户的 NIJ 认证。

盈利预测与估值：预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.34、1.52、1.94 亿元，EPS 分别为 0.60、0.68、0.86 元，对应 PE 分别为 26.0X、22.9 X、18.0X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

下游需求不及预期；行业竞争加剧；项目投产不及预期等。

图表1： 预测和比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	282.94	330.90	574.87	689.94	872.30
YoY(%)	-6.11	16.95	73.73	20.02	26.43
净利润(百万元)	56.92	52.53	133.75	152.30	193.78
YoY(%)	22.11	-7.72	154.62	13.87	27.24
毛利率(%)	33.91	31.62	38.60	37.60	38.13
净利率(%)	20.12	15.87	23.27	22.07	22.21
ROE(%)	7.90	5.25	11.79	11.83	13.09
EPS(摊薄/元)	0.25	0.23	0.60	0.68	0.86
P/E(倍)	61.14	66.25	26.02	22.85	17.96
P/B(倍)	4.83	3.48	3.07	2.70	2.35

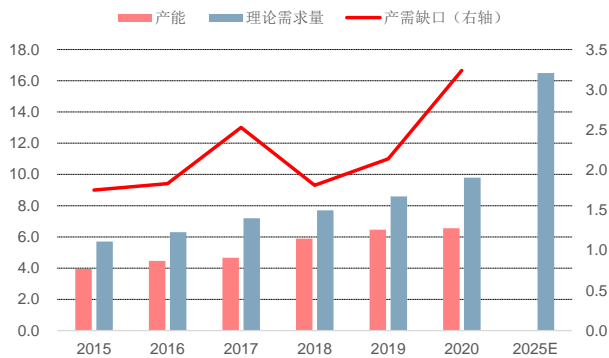
资料来源：Wind，中信建投

图表2：同益中现有产能与在建产能

		21 年底产能（吨/年）	在建产能（吨/年）	备注
UHMWPE 纤维	新泰分公司	1820	2240	预计 2023 年底投产
	通州分公司	900	-	
	公司本部	600	-	
无纬布	新泰分公司		2500	实施完成后将新增 2500 吨/年产能，同时新增 50 万块防弹胸插板和 18 万顶头盔等，预计 2023 年底投产
	公司本部	300		

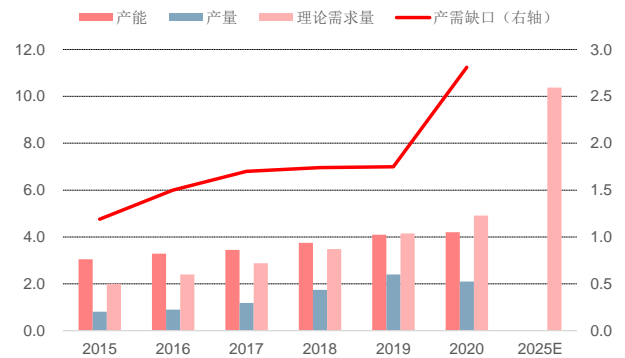
资料来源：公司公告，中信建投

图表3：全球 UHMWPE 纤维供需（万吨）



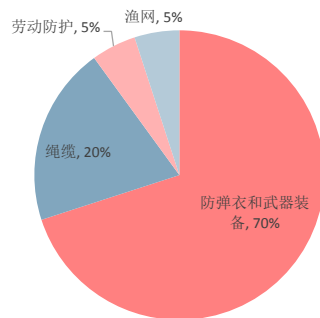
资料来源：同益中招股说明书，中信建投

图表4：中国 UHMWPE 纤维供需（万吨）



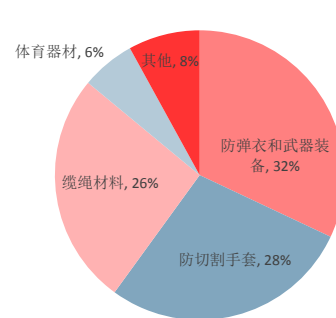
资料来源：同益中招股说明书，中信建投

图表5：欧美市场下游结构



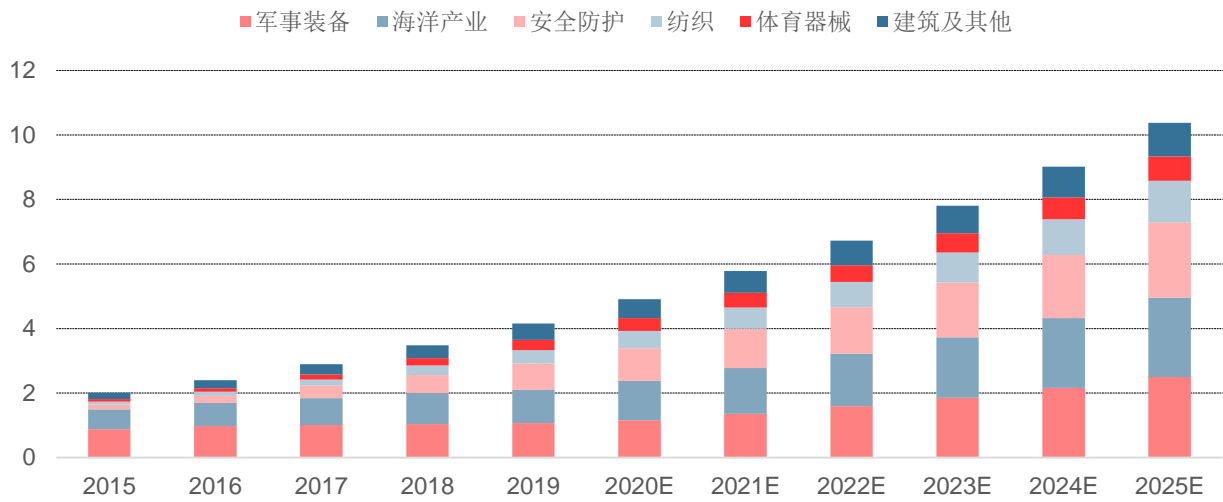
资料来源：同益中招股说明书，中信建投

图表6：国内市场下游结构



资料来源：同益中招股说明书，中信建投

图表7： 2015-2025 年中国超高分子量聚乙烯纤维行业市场发展情况（万吨）



资料来源：同益中招股说明书，中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk