

台华新材 (603055.SH)

经营环境承压，二季度扣非净利润下滑 47%

买入

核心观点

受疫情和原材料涨价影响，上半年收入增长 11%，扣非下滑 31%。2022 1H 收入+11.4%至 20.5 亿元，扣非净利润 1.7 亿元，-31.2%，由于有政府补贴，净利润仅-8%至 2.4 亿元；上半年长丝/坯布/面料收入 10.1/3.9/5.9 亿元，+32%/-23%/+19%；3~6 月下游需求疲软，坯布产销率低于预期，原材料和能源价格同比上涨令毛利率-3.6 个百分点至 24.6%；职工薪酬、研发开支、股权激励等费用增长令费用率合计+1.8 个百分点至 13.1%。由于上半年产销率较低，存货+12%至 15.7 亿元，今年上半年资产减值+1.2 个百分点至 1.9%。其他收益 8766 万元（政府补贴为主），综上所述，净利率下滑 2.5 个百分点至 11.7%。上半年资本开支 5.3 亿元，同比/环比增长 86%/139%。

受疫情影响，二季度扣非下滑 47%，预计短期内公司经营仍有压力。2022 Q2 公司收入+0.3%至 11.0 亿元，归母净利润-23.7%至 1.25 亿元，扣非净利润-47%至 0.9 亿元。二季度毛利率-4.6 个百分点至 22.9%，销售/管理/研发费用率分别 0.9%/5.3%/5.5%，同比-0.2%/+1.3%/+0.8 百分点，费用率合计+1.1 百分点。其他收益 5578 万元。7~8 月中旬国内织机开机率仍处于低位且同比下滑，我们预计短期内公司坯布和面料订单将继续有一定压力。

中化 20 万吨己二腈产能率先投产，继续看好锦纶 66 产业的长期前景。7 月天辰齐翔国内首套丁二烯法年产 20 万吨己二腈项目成功投产，打破海外厂家数年来技术垄断局面，2022 年预计产量 10 万吨。6 月重庆华峰 6 万吨间隙法 PA66 切片开工，预计年底机械投产，该切片有望应用在民用领域。随着前道己二腈和民用切片的陆续投产，将带动原材料成本的下降，尼龙 66 在民用的渗透率有望得到快速提升。

风险提示：疫情反复、原料价格大幅波动、订单不及预期、市场系统性风险。
投资建议：短期仍有压力，中长期前景可期，把握回调后长期买点。上半年由于需求疲软，公司下游业务受到冲击较大导致业绩承压，但公司保持快速扩张的步伐，差异化产品凸显较强韧性。展望中长期，己二腈成功国产化将带动锦纶 66 民用渗透率的提升，由于锦纶 66 民用纤维技术壁垒高，继续看好公司的显著先发优势和大幅扩张前景。由于二季度业绩低于预期，小幅下调 2022 年而维持 2023~2024 年盈利预测，预计公司 2022~2024 年净利润为 4.9/7.3/9.0 亿元（原 5.1/7.3/9.0 亿元），同比增长 5%/50%/24%。由于己二腈成功实现国产化，增强尼龙 66 产业放量的确定性，上调合理估值为 16.8~17.7 元（原为 14.2-15.1 元），对应 2023 年 PE 为 20-21x。短期经营业绩表现不佳，近期公司股价出现回调，建议把握回调后长期买点，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,501	4,257	4,514	5,955	6,975
(+/-%)	-7.0%	70.2%	6.0%	31.9%	17.1%
净利润(百万元)	120	464	488	732	904
(+/-%)	-38.9%	287.3%	5.3%	49.8%	23.6%
每股收益(元)	0.14	0.53	0.56	0.84	1.04
EBIT Margin	8.8%	12.6%	11.5%	15.1%	15.8%
净资产收益率 (ROE)	4.0%	12.5%	12.1%	16.1%	17.5%
市盈率 (PE)	87.8	23.7	22.5	15.0	12.1
EV/EBITDA	28.9	16.4	16.6	11.7	9.9
市净率 (PB)	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1

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

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	16.80 - 17.70 元
收盘价	12.64 元
总市值/流通市值	10984/10896 百万元
52 周最高价/最低价	21.09/8.33 元
近 3 个月日均成交额	80.21 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《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%》——2022-05-01
- 《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

受疫情和原材料涨价影响，上半年收入增长11%，扣非下滑31%

2022 1H 公司实现收入 20.5 亿元，+11.4%，扣非净利润 1.7 亿元，-31.2%。收入端主要由于疫情令下游订单减少，扣非净利润下滑主要由于可转债发行和股权激励费用、研发支出、人员开支等费用支出增长，同时由于今年上半年的 8766 万其他收益（以政府对淮安项目研发激励为主），因此归母净利润仅下滑 8% 至 2.4 亿元。

分业务来看，上半年锦纶长丝，坯布，面料分别实现收入 10.1、3.9、5.9 亿元，同比增长 32%、-23%、19%。

1) **锦纶长丝**：由于产能爬坡和产品结构升级带来的量价齐升，上半年实现 32% 的增长，嘉华尼龙子公司上半年实现收入+29% 至 13.0 亿元，净利润+3.3% 至 1.64 亿元。但其中由于疫情影响订单需求，少量锦纶 66 生产线改为生产锦纶 6。

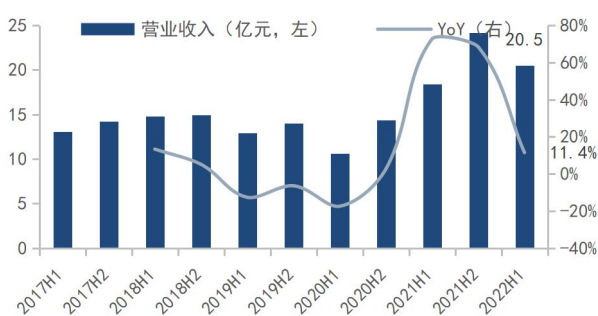
2) **坯布**：由于今年 3~5 月份受到国内疫情反复影响，下游需求疲软导致订单减少，同时去年基数较高，因此今年收入下滑 23%，同时上半年因为产能基本满负荷运营，预计坯布库存将有所增长。若按坯布子公司加总合计，上半年坯布实现收入 2.8 亿元，-25%，净利润 1200 万元，-26%。

3) **面料**：2021 全年面料产能利用率仅 70% 左右，今年公司积极改善产品结构，开拓优质客户，量价齐升促进下，收入实现 19% 增速。若按染整子公司加总合计，上半年面料实现收入+22% 至 7.5 亿元，净利润-7.4% 至 2670 万元。

原材料和能源涨价、管理与研发费用支出增加影响利润率。2022 1H 公司实现毛利率 24.6%，同比下滑 3.6pp，环比去年下半年提升 1pp。毛利率下滑主要是由于与去年上半年相比，今年尼龙 6 和尼龙 66 切片采购成本提升、能源成本提升、为淮安新项目储备而招聘人员薪酬的增长、加之部分因疫情影响下游需求，为保障产销率，公司对于常规产品做一定幅度的让利所致。

2022 1H 公司实现销售/管理/研发费用率同比-0.2/+0.8/+1.2 百分点至 0.9%/5.3%/5.8%，销售费用率下滑主要由于二季度疫情期间，开拓市场的活动有所减少，管理费用增长主要由于今年新增的可转债发行和股权激励费用、储备人才增加的职工薪酬，同时公司进一步加大差异化产品的研发开支。

图1：公司半年度营业收入及增速（亿元，%）



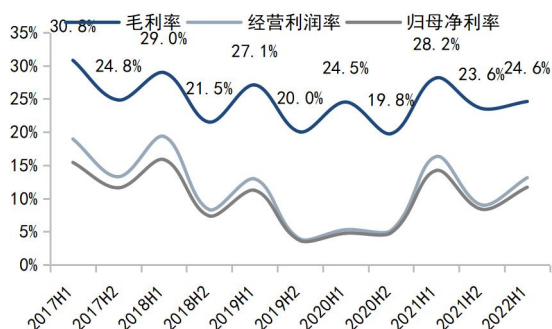
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度净利润和增长（亿元，%）



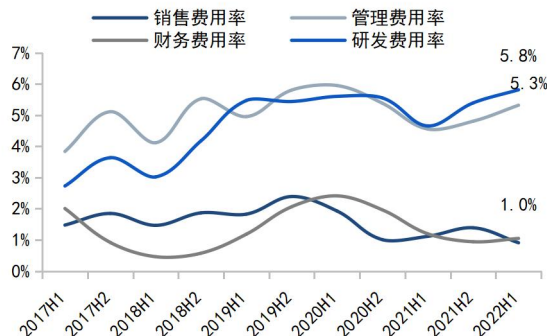
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率水平



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司半年度费用率水平

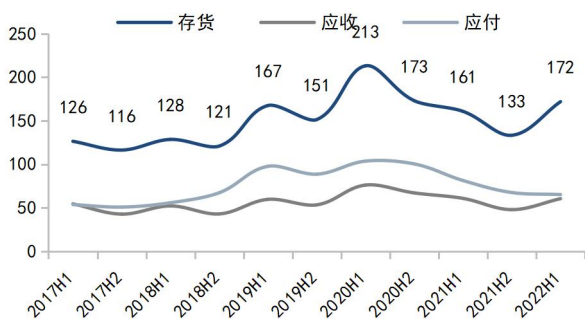


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情期间产销率下滑令公司库存增长，资产减值比例增加 2.1 百分点。2022 1H 公司存货周转天数为 172 天，相比 2021 2H 增加 39 天至 172 天，同比 2021 1H 增加 11 天，主要由于疫情期间坯布产销率下滑，但公司产能仍处于满负荷运转，因此库存有所提升。上半年公司计提资产减值 3834 万元，占收入比例 1.9%，同比+1.2 百分点。

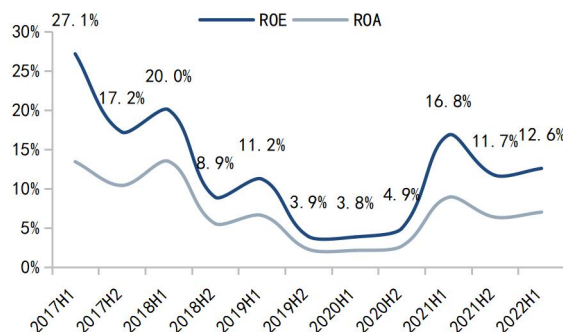
公司上半年资本开支，5.3 亿元，同比/环比增长 86%/139%，资产负债率 46.2%，环比增长 2.9 百分点。

图5：公司半年度营运资金周转天数



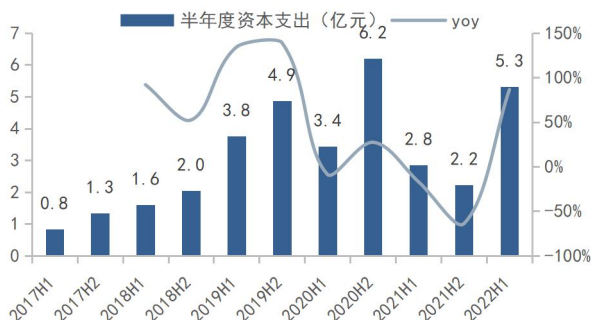
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司半年度盈利能力



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司半年度资本开支



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司半年度资产负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

受疫情影响，二季度扣非下滑 47%，预计短期内公司经营仍有压力

二季度收入持平，扣非下滑 47%，低于预期，预计坯布受到影响较大。2022 Q2 公司实现收入 11.0 亿元，+0.3%，归母净利润 1.25 亿元，-23.7%，扣非净利润 0.89 亿元，-47.0%，归母净利润与扣非净利润的差距主要在于 5578 万的其他收益（以政府对淮安项目研发激励为主）。收入分业务看，我们预计公司锦纶长丝凭借较好的产品结构，继续保持较好的产销率，面料随着产品升级和新客户开拓，预计产能利用率有所增长，预计坯布在高基数和疫情影响下受到较大冲击。

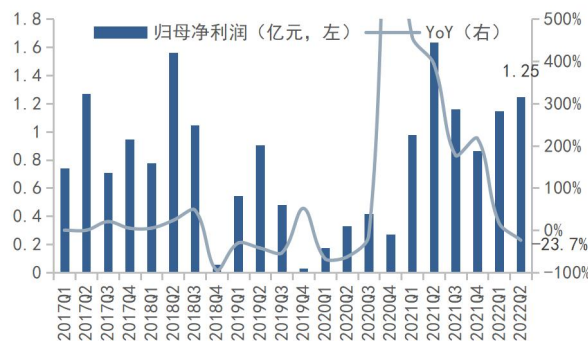
二季度毛利率下滑 4.6 个百分点，费用率合计增长 1.1 个百分点。二季度毛利率 22.9%，-4.6pp，主要由于期内原材料切片价格同比增长，淮安项目储备人员薪酬增长，以及下游需求疲软，为保障产销率而做一定程度的让利。二季度销售/管理/研发费用率分别为 0.9%/5.3%/5.5%，同比-0.2%/+1.3%/+0.8 个百分点，费用率合计增长 1.1 个百分点。

图9：公司分季度收入及增速



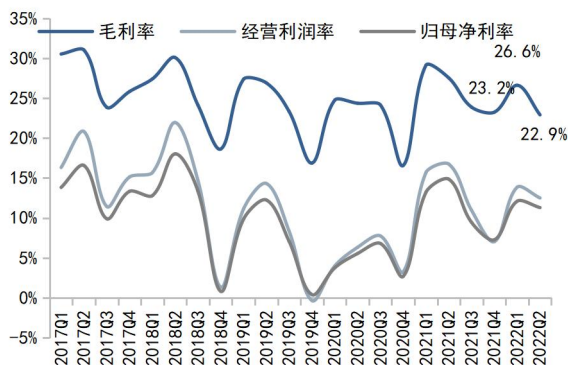
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度净利润及增速



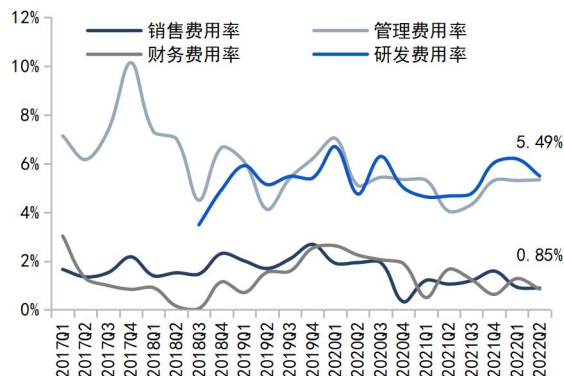
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：公司分季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司分季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业开机率仍处低位，预计三季度至今下游订单仍有压力。7月~8月中旬，盛泽地区喷水喷气织机开机率同比下滑10个百分点至60.6%，江浙地区织机开工率46.7%，同比下滑28个百分点，从两组数据可看出，三季度以来由于下游仍处于去库存阶段，且6~8月为行业传统淡季，因此下游开机率恢复仍较慢于预期，我们预计公司坯布和面料的订单将继续有一定的负面影响。

图13：盛泽地区喷水喷气织机开机率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图14：江浙地区织机开工率



资料来源：ifind、国信证券经济研究所整理

中化 20 万吨己二腈产能率先投产，继续看好锦纶 66 产业的长期前景

中化 20 万吨己二腈（尼龙 66 前道）成功投产，打破数年来海外垄断局面，下游尼龙 66 需求有望迎来高增长。7月31日，中国化学在位于淄博的天辰齐翔尼龙新材料有限公司举行投产成功仪式，庆祝国内首套丁二烯法己二腈工业化生产项目一期关键装置（20万吨/年）顺利打通全流程，开车成功并产出优级产品，2022年预计实际产量达到10万吨（1吨己二腈大约生产2吨尼龙66）。

己二腈是尼龙66的关键原材料，由于技术壁垒极高，数年来一直为海外厂家技术封锁和垄断，2019年华峰率先突破己二腈技术并释放5万吨产能，2022年7月中

化 20 万吨丁二烯法己二腈项目成功实现工业化生产，未来 2~3 年还将陆续有多个国产己二腈项目陆续投产。

随着己二腈产能的扩张，上游原材料价格将得到下降，由于尼龙 66 纤维制成的服装舒适性、回弹性、耐磨性、强度、耐高温和低温能力等显著好于涤纶和普通尼龙 6 纤维，充足的原材料将带动尼龙 66 民用和军用领域需求的快速释放。

重庆华峰 6 万吨间歇法 PA66 切片预计年底机械投产。2022 年 6 月 29 日，重庆华峰 30 万吨/年尼龙 66 一体化项目（二期）竣工，同日 30 万吨/年尼龙 66 一体化项目（三期）开工，三期计划在原有基础上投资 1.6 亿元，建设 6 万吨间歇法 PA66 切片，预计 2022 年 12 月机械投产，该切片可应用在民用纤维领域，且通过反复试验和改良有望在短期内达到英威达民用切片的品质。

PA66 切片价格今年以来有所下滑，未来有望继续下降。PA66（1300S）切片华南地区市场价格今年以来持续下降，由于民用 PA66 切片定价一定程度与工程塑料 PA66 切片价格正相关，因此今年以来价格同样呈现下降趋势（但幅度小于工程塑料切片），我们预计随着己二腈产能扩张、民用 PA66 切片的顺利投产和品质提升，未来 PA66 纺丝的原料成本还有进一步下降空间。

图 15: 中国化学国内首套丁二烯法己二腈项目成功投产



资料来源：新闻联播，国信证券经济研究所整理

图 16: 中国化学国内首套丁二烯法己二腈项目



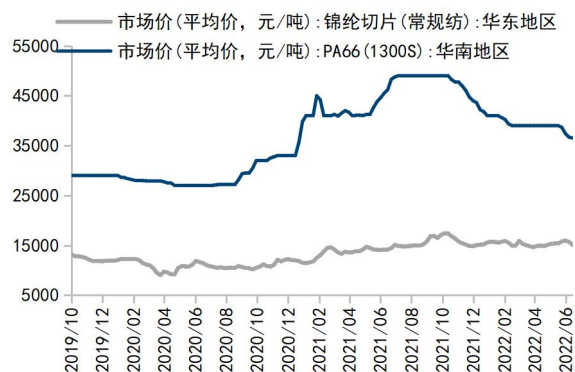
资料来源：新闻联播，国信证券经济研究所整理

图 17: 重庆华峰 6 万吨间歇法 PA66 切片预计 12 月机械投产



资料来源：涪陵发布，国信证券经济研究所整理

图 18: 锦纶 66 和锦纶 6 切片价格（工程塑料领域）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：此种 PA66 切片主要应用于工程塑料领域，价格走势与民用切片不同，仅供参考

投资建议：短期仍有压力，中长期前景可期，把握回调后长期买点

上半年由于需求疲软，公司下游业务受到冲击较大导致业绩承压，但公司保持快速扩张的步伐，差异化产品凸显较强韧性。展望中长期，己二腈成功国产化将带动锦纶 66 民用渗透率的提升，由于锦纶 66 民用纤维技术壁垒高，继续看好公司的显著先发优势和大幅扩张前景。由于二季度业绩低于预期，小幅下调 2022 年而维持 2023~2024 年盈利预测，预计公司 2022~2024 年净利润为 4.9/7.3/9.0 亿元（原 5.1/7.3/9.0 亿元），同比增长 5%/50%/24%。由于己二腈成功实现国产化，增强尼龙 66 产业放量的确定性，上调合理估值为 16.8~17.7 元（原为 14.2-15.1 元），对应 2023 年 PE 为 20-21x。短期经营业绩表现不佳，近期公司股价出现回调，建议把握回调后长期买点，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,501	4,257	4,514	5,955	6,975
(+/-%)	-7.0%	70.2%	6.0%	31.9%	17.1%
净利润(百万元)	120	464	488	732	904
(+/-%)	-38.9%	287.3%	5.3%	49.8%	23.6%
每股收益(元)	0.14	0.53	0.56	0.84	1.04
EBIT Margin	8.8%	12.6%	11.5%	15.1%	15.8%
净资产收益率(ROE)	4.0%	12.5%	12.1%	16.1%	17.5%
市盈率(PE)	87.8	23.7	22.5	15.0	12.1
EV/EBITDA	28.9	16.4	16.6	11.7	9.9
市净率(PB)	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	311	430	484	200	200	营业收入	2501	4257	4514	5955	6975
应收款项	575	794	927	1223	1433	营业成本	1956	3169	3410	4366	5079
存货净额	964	1381	1231	1870	1786	营业税金及附加	19	20	37	42	48
其他流动资产	204	224	237	313	367	销售费用	35	54	48	66	76
流动资产合计	2184	2916	2966	3693	3872	管理费用	271	477	499	584	669
固定资产	2876	3049	3832	4502	5465	财务费用	54	45	54	64	78
无形资产及其他	219	265	260	254	249	投资收益	5	6	6	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)	(63)	(56)	(57)
长期股权投资	0	3	3	3	3	其他收入	(9)	78	135	30	31
资产总计	5453	6428	7256	8648	9784	营业利润	130	518	544	815	1008
短期借款及交易性金融负债	310	530	500	853	983	营业外净收支	(2)	(2)	5	6	7
应付款项	939	1162	1673	2154	2497	利润总额	128	517	548	821	1015
其他流动负债	124	181	190	242	280	所得税费用	14	53	60	90	112
流动负债合计	1374	1873	2363	3249	3761	少数股东损益	(6)	(0)	(0)	(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	488	732	904
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）					
负债合计	2451	2719	3213	4103	4618	净利润	120	464	488	732	904
少数股东权益	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)	资产减值准备	24	2	(57)	0	0
股东权益	3003	3710	4045	4548	5169	折旧摊销	230	299	334	397	477
负债和股东权益总计	5453	6428	7256	8648	9784	公允价值变动损失	31	57	63	56	57
						财务费用	54	45	54	64	78
关键财务与估值指标						营运资本变动	170	(390)	471	(474)	207
每股收益	0.14	0.53	0.56	0.84	1.04	其它	(28)	(2)	57	(0)	(1)
每股红利	0.12	0.10	0.18	0.26	0.33	经营活动现金流	547	429	1356	710	1644
每股净资产	3.61	4.27	4.66	5.23	5.95	资本开支	0	(411)	(1118)	(1118)	(1491)
ROIC	5%	10%	9%	14%	15%	其它投资现金流	(30)	44	0	0	0
ROE	4%	12%	12%	16%	17%	投资活动现金流	(30)	(370)	(1118)	(1118)	(1491)
毛利率	22%	26%	24%	27%	27%	权益性融资	(1)	20	0	0	0
EBIT Margin	9%	13%	12%	15%	16%	负债净变化	525	23	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	19%	22%	23%	支付股利、利息	(100)	(89)	(153)	(229)	(283)
收入增长	-7%	70%	6%	32%	17%	其它融资现金流	(1408)	170	(30)	353	130
净利润增长率	-39%	287%	5%	50%	24%	融资活动现金流	(559)	59	(183)	124	(153)
资产负债率	45%	42%	44%	47%	47%	现金净变动	(43)	119	55	(284)	0
息率	0.9%	0.8%	1.4%	2.1%	2.6%	货币资金的期初余额	354	311	430	484	200
P/E	87.8	23.7	22.5	15.0	12.1	货币资金的期末余额	311	430	484	200	200
P/B	3.5	3.0	2.7	2.4	2.1	企业自由现金流	596	(21)	149	(396)	174
EV/EBITDA	28.9	16.4	16.6	11.7	9.9	权益自由现金流	(288)	172	71	(100)	234

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