

泰和新材 (002254)

2022 年中报点评：周期见底，成长发力

业绩概要：2022 年上半年公司实现营业收入 19.5 亿元（-8.2%），实现归母净利润 2.9 亿元（-33.8%），对应基本 EPS 为 0.43 元，扣非后归母净利润为 2.6 亿元（-39.1%）。其中 Q2 营收为 9.0 亿元（同比-23.5%，环比-15.1%），归母净利润为 1.5 亿元（同比-44.7%，环比-0.23%），Q2 单季度 EPS 为 0.21 亿元；

双轮驱动，高端芳纶领导者：公司是国内氨纶和芳纶纤维研发的先行者，主要产品包括纽士达氨纶、泰美达间位芳纶、泰普龙对位芳纶、民士达芳纶纸。氨纶是公司的传统产品，2021 年烟台基地氨纶产能 4.5 万吨、宁东基地 3 万吨；芳纶产品是公司的拳头产品，公司于 2004 年完成了间位芳纶的批产，并逐步发展为产能仅次于国际巨头杜邦的第二大间位芳纶生产企业，上市后完成了对位芳纶的产业化，打破国际垄断，2022 年上半年在海外实现了销量和价格双增长，是芳纶行业参与国际竞争的领军企业。上半年公司营业收入同比下降 8.19%，主要系氨纶业务下滑较多，芳纶业务仍保持稳健，其中海外收入占比提升至 19.5%，系公司加大出海力度，优化产品结构所致；归母净利润下降 33.8%，主要系氨纶景气度下行，盈利能力承压，芳纶原材料上涨，影响毛利率；

氨纶周期底部渐显：氨纶是一种主要用于纺织行业弹性面料的功能纤维，在下游需求稳定的情况下景气度受行业供给情况影响较大，属于典型的周期商品，主要原材料为 PTMG 和 MDI。2022 年上半年，受到疫情和经济下行影响，纺织行业消费乏力，同时供给端氨纶进入扩能期，2022 年新增产能 25 万吨（+26%），氨纶（40D）在供需错配下价格大幅下跌，现货价格由 2021 年 8 月的 80000 元/吨下滑至 2022 年 8 月底的 31000 元/吨，基本回落至疫情前水平，库存水平已达到 2019 年以来的历史高位，同时氨纶的主要原料 PTMG 和 MDI 上半年价格仍维持高位震荡，氨纶行业盈利能力承压。由于产品价格下降、产销量下滑以及原材料持续高位，公司氨纶业务上半年营业收入 9.4 亿元（-30.6%），毛利率 10.7%（-22.0pcts）。报告期内公司启动烟台基地搬迁工作，通过新旧产能转化，降低氨纶单耗，产品竞争力得到提高。结合产品价格、宏观经济、库存水平，我们判断氨纶行业已近底部；

芳纶业务稳步成长：芳纶纤维则具有成长属性，与碳纤维、超高相对分子质量聚乙烯并称为三大高性能纤维，门槛较高。我国的间位芳纶主要用于工业过滤、防护服、蜂窝芯材等；我国对位芳纶在光缆行业的需求占比较高，主要受益于过去几年我国光纤入户需求较大，但与全球对位芳纶在摩擦密封、防弹防护、橡胶轮胎等高端领域的应用相比仍有差距，具有较大的成长空间。报告期内，芳纶整体维持供不应求的局面，上游芳纶主要原材料间苯二胺价格有所上涨，但行业仍具有较强的盈利能力。报告期内，芳纶业务

投资评级

买入
首次评级

2022 年 08 月 31 日

收盘价(元): 16.59

目标价(元):

公司基本数据

总股本(百万股)	684.39
总市值(百万)	11,354.10
流通股本(百万股)	426.70
流通市值(百万)	7,078.89
12 月最高/最低价(元)	24.54/11.79
资产负债率(%)	48.84
每股净资产(元)	5.71
市盈率(TTM)	13.90
市净率(PB)	2.90
净资产收益率(%)	7.45

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
联系电话:
邮箱: dengke@avicsec.com

王勇杰 研究助理
SAC 执业证书: S0640122070026
联系电话:
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

实现营业收入 10.1 亿元 (+31.5%)，分析原因包括芳纶产能释放带来产销量的提升，供不应求带来芳纶产品的涨价，海外市场占比提升带来的产品结构的提升等。毛利率为 38.6% (-3.4pcts)，主要是原材料涨价对芳纶盈利能力有所削弱。报告期内，公司积极探索芳纶下游应用，开发了莱特美发光纤维，主要应用于汽车、智能服饰等领域；纤维绿色化项目稳步推进，将有效减少生产过程的废水排放；锂电池芳纶涂覆技术进入中试阶段，预计 2023 年上半年实现规模生产；

财务数据：期间费用方面，公司销售费用同比增长 11.9%，主要是销售人员薪资及福利增加，但由于营业收入下降，因此费用率较同期上升了 0.24pcts；管理费用同比 3.3%，主要是折旧与摊销费用较多；财务费用贡献收入 0.36 亿元，主要原因包括宁夏基地的财政贴息增加导致的利息支出下降和利息收入提高以及汇率贬值及出口占比提高带来的汇兑收益变多。受到下游景气度影响，应收账款周转天数较 2021 年同期上升 8.2 天，账龄结构来看，主要是一年期账款，预计影响不大；

产能投放步伐稳健，中长期估值抬升可期：目前公司氨纶产能分别是位于烟台的 4.5 万吨以及宁夏的 3 万吨，2022 年老基地搬迁改建后，烟台纽士达氨纶拥有产能 1.2 万吨，宁夏宁东基地产能 7.5 万吨，未来三年内不再增加新产能。2021 年 10 月公司发布定增预案，计划投资 32.3 亿元，用于对位和间位芳纶的产能扩张。本次定增前，间位芳纶烟台宁夏合计产能 1.4 万吨，对位芳纶 1500 吨，芳纶纸 1500 吨，新产能投放后，间位芳纶合计产能 3.65 万吨，对位芳纶 5000 吨，芳纶纸 3000 吨。公司的定增已经获得证监会批准，预计很快将完成发行。产能的稳步提高将带动公司业绩稳步提高和产品结构的改变，高端芳纶业务将有效抬升公司的估值，实现戴维斯双击；

投资建议：公司作为国内氨纶和芳纶行业龙头企业，兼具了成长和周期的属性，氨纶周期底部已现，芳纶扩产可期，在业绩快速提升、营收结构改变的背景下，公司有望迎来戴维斯双击。预计公司 2022-2024 年实现营收 46.0/67.0/81.9 亿元，同比增长 4.5%/45.4%/22.4%，实现归母净利润 6.1/9.9/12.8 亿元，同比增长 -37.3%/63.5%/29.7%，对应 PE 19X/12X/9X，首次覆盖，给予“买入”评级

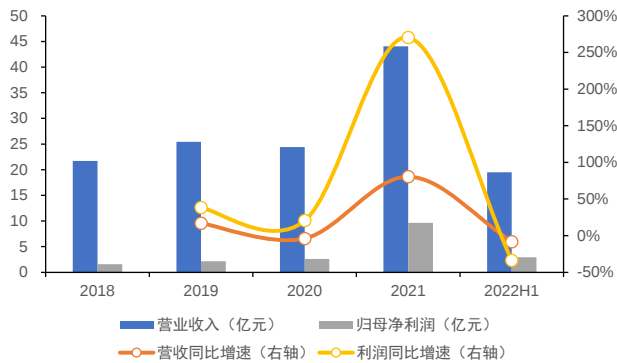
风险提示：产能投放不及预期，氨纶行业景气度进一步下行风险，芳纶下游需求不及预期，芳纶竞争格局恶化风险，疫情反复风险等。

盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,441	4,404	4,602	6,693	8,189
增速（%）	-3.97%	80.41%	4.50%	45.43%	22.35%
归母净利润（百万元）	261	966	605	990	1,284
增速（%）	20.52%	270.45%	-37.30%	63.52%	29.68%
每股收益（元）	0.38	1.41	0.88	1.45	1.88
市盈率（倍）	44.69	12.06	19.24	11.77	9.07

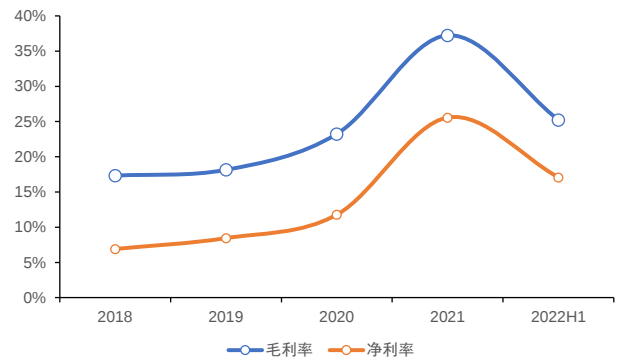
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营业收入、归母净利润及其增速



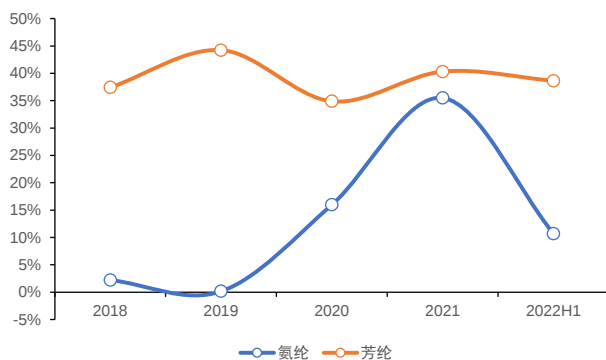
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率及净利率



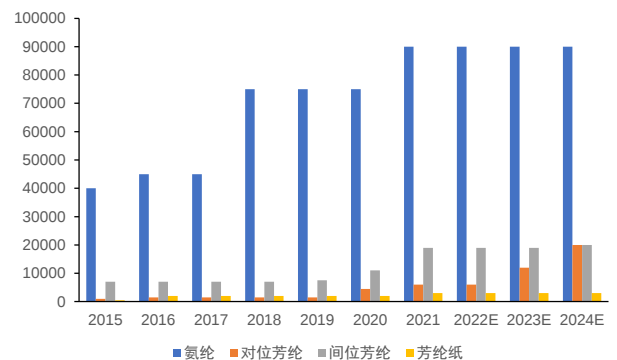
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 分产品毛利率



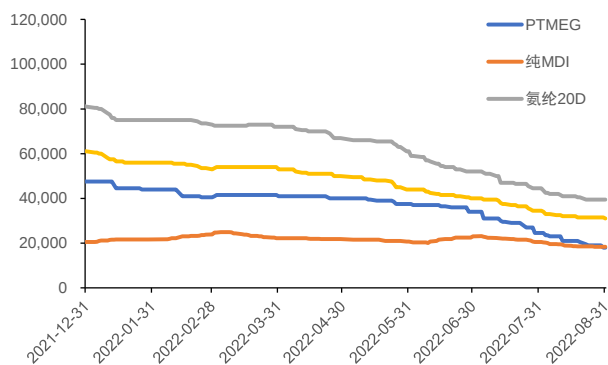
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图4 公司产能情况（吨）



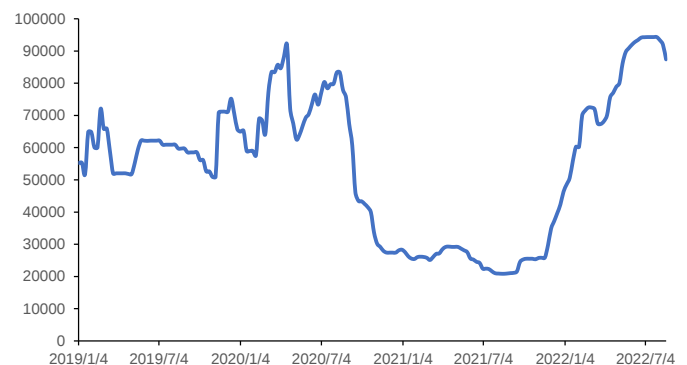
资料来源：公司公告，中航证券研究所

图5 氨纶及其原材料价格走势（元/吨）



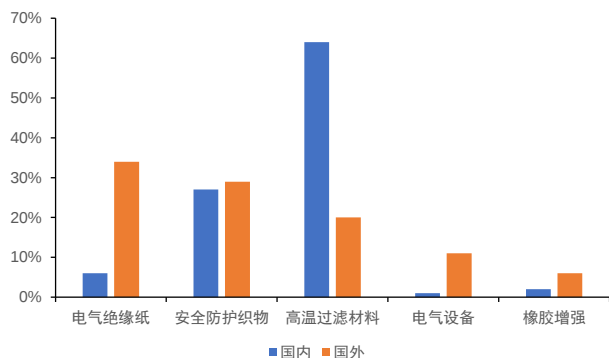
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图6 氨纶库存情况（吨）



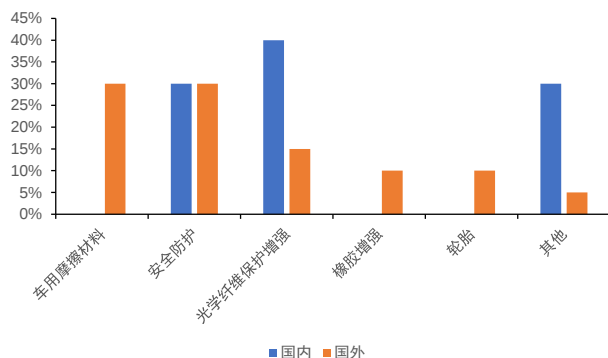
资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图7 间位芳纶国内外消费结构



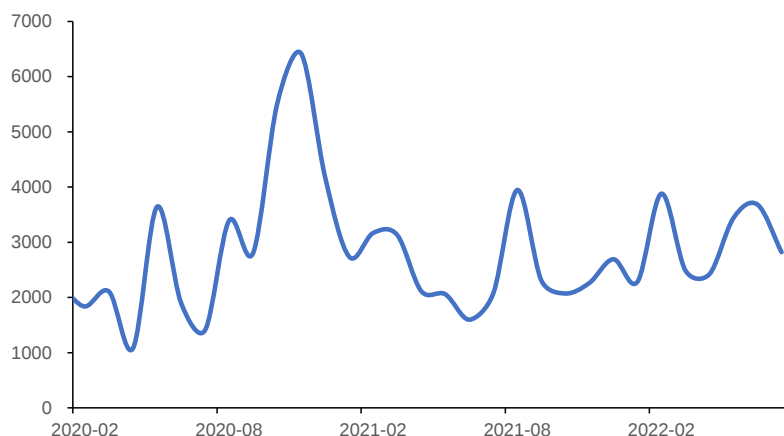
资料来源：新材料在线，中航证券研究所

图8 对位芳纶国内外消费结构



资料来源：新材料在线，中航证券研究所

图9 芳纶原材料（间、对苯二胺、二氨基甲苯）价格（元/吨）



资料来源：中航证券研究所

图10 单季度财务数据

	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	896	1056	1122	1156	1171	955
营业成本(百万元)	663	796	722	685	734	624
销售费用率	2.0%	0.7%	2.7%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	3.4%	2.4%	6.2%	2.2%	2.4%	2.8%
财务费用率	-3.8%	-0.2%	3.3%	0.4%	0.4%	0.2%
研发费用率	4.0%	3.5%	7.0%	3.7%	3.3%	3.6%
资产减值损失(百万元)	1.38	-0.04	14.27	0.20	0.38	0.00
利润总额(百万元)	191	187	277	399	362	248
所得税费用(百万元)	24	21	21	52	48	40
净利润(百万元)	167	166	256	347	315	208
EPS	-0.08	-0.40	0.83	-0.51	-0.36	-0.62
毛利率	26.0%	24.6%	35.7%	40.8%	37.3%	34.6%
期间费用率	1.7%	2.9%	12.2%	3.7%	3.8%	4.1%
所得税率	12.3%	11.4%	7.5%	13.1%	13.2%	16.0%
净利润率	18.7%	15.7%	22.8%	30.0%	26.9%	21.8%

资料来源：iFinD，中航证券研究所

图11 财务报表预测及比率分析 (百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	909.91	2447.76	2452.09	2049.47	2164.21	2804.36	营业收入	2541.97	2441.17	4404.01	4602.27	6693.04	8189.26
应收票据及账款	469.20	343.56	659.57	649.36	909.15	1040.15	营业成本	2080.64	1873.85	2764.30	3390.78	4837.83	5861.88
预付账款	12.05	12.17	44.52	45.39	62.35	71.80	税金及附加	20.23	16.22	19.74	23.01	31.46	36.85
其他应收款	3.31	34.84	9.22	8.45	11.74	13.46	销售费用	87.13	51.59	65.27	65.81	93.70	113.01
存货	424.50	443.46	739.73	838.87	1173.01	1369.91	管理费用	81.67	103.83	149.95	147.27	200.79	237.49
其他流动资产	245.51	141.37	577.65	114.43	125.04	137.93	研发费用	66.67	116.51	193.15	197.90	286.46	343.95
流动资产总计	2064.47	3423.16	4482.77	3705.98	4445.50	5437.60	财务费用	-1.31	23.59	47.07	74.18	55.43	38.84
长期股权投资	43.33	54.83	64.58	65.68	66.91	68.21	资产减值损失	-17.54	-2.13	-14.85	-3.68	-3.35	0.00
固定资产	1488.51	1811.98	2189.20	2360.40	2717.20	3151.14	信用减值损失	2.25	1.41	-2.33	-1.38	-1.34	0.00
在建工程	381.61	651.67	1058.18	1748.48	1805.45	1395.76	其他经营损益	-0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	166.07	184.70	187.02	155.85	124.68	93.51	投资收益	17.60	23.11	7.87	11.10	13.23	15.30
长期待摊费用	6.10	9.26	7.75	3.88	0.00	0.00	公允价值变动损益	-1.89	0.00	1.93	2.00	1.50	1.20
其他非流动资产	155.16	97.98	142.49	110.02	111.93	102.04	资产处置收益	8.01	0.60	80.33	0.70	0.40	0.60
非流动资产合计	2240.78	2810.41	3649.23	4444.31	4826.17	4810.66	其他收益	30.26	47.19	47.16	47.10	46.80	44.90
资产总计	4305.25	6233.57	8132.00	8150.29	9271.67	10248.26	营业利润	245.61	325.78	1284.64	759.15	1244.60	1619.25
短期借款	0.00	496.10	541.45	0.00	0.00	0.00	营业外收入	2.65	1.72	14.67	10.30	9.40	5.70
应付票据及账款	503.30	664.02	979.53	1106.42	1485.81	1689.50	营业外支出	0.52	2.67	12.83	5.00	4.00	4.00
其他流动负债	193.67	257.91	421.88	478.98	668.52	790.15	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	696.97	1418.03	1942.86	1585.40	2154.33	2479.66	利润总额	247.74	324.82	1286.49	764.45	1250.00	1620.95
长期借款	811.49	805.22	1481.84	1416.45	1173.52	786.61	所得税	33.18	37.54	160.69	91.73	150.00	194.51
其他非流动负债	74.13	104.06	150.01	100.06	92.44	89.32	净利润	214.57	287.28	1125.80	672.72	1100.00	1426.43
非流动负债合计	885.63	909.28	1631.85	1516.51	1265.96	875.93	少数股东损益	-1.71	26.60	160.14	67.27	110.00	142.64
负债合计	1582.60	2327.31	3574.71	3101.91	3420.29	3355.58	归属母公司股东净利	216.28	260.68	965.66	605.45	990.00	1283.79
股本	610.83	684.39	684.39	684.39	684.39	684.39	EBITDA	463.32	584.37	1599.34	1315.17	1929.71	2469.70
资本公积	226.48	871.07	879.92	879.92	879.92	879.92	NOPLAT	206.29	308.49	1093.40	730.96	1142.36	1457.53
留存收益	1507.30	1908.57	2397.43	2821.24	3514.25	4412.90	EPS (元)	0.32	0.38	1.41	0.88	1.45	1.88
归属母公司权益	2344.61	3464.03	3961.75	4385.56	5078.56	5977.22	主要财务比率						
少数股东权益	378.04	442.23	595.54	662.81	772.81	915.46							
股东权益合计	2722.65	3906.26	4557.29	5048.37	5851.38	6892.67	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债和股东权益合计	4305.25	6233.57	8132.00	8150.29	9271.67	10248.26	成长能力						
现金流量表							营收增长率	17.01%	-3.97%	80.41%	4.50%	45.43%	22.35%
							营业利润增长率	55.25%	32.64%	294.33%	-40.91%	63.95%	30.10%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	60.93%	41.38%	282.76%	-37.11%	55.66%	27.14%
税后经营利润	214.57	287.28	1125.80	614.46	1040.75	1370.38	EBITDA增长率	27.57%	26.13%	173.68%	-17.77%	46.73%	27.98%
折旧与摊销	216.88	235.96	265.78	476.53	624.27	809.91	归母净利润增长率	38.32%	20.52%	270.45%	-37.30%	63.52%	29.68%
财务费用	-1.31	23.59	47.07	74.18	55.43	38.84	经营现金流增长率	194.92%	89.93%	53.09%	55.60%	29.25%	31.37%
投资损失	-17.60	-23.11	-7.87	-11.10	-13.23	-15.30	盈利能力						
营运资金变动	-49.72	10.97	-590.80	95.24	-75.85	-36.63	毛利率	18.15%	23.24%	37.23%	26.32%	27.72%	28.42%
其他经营现金流	-72.64	16.45	3.73	63.48	65.41	61.88	净利率	8.44%	11.77%	25.56%	14.62%	16.44%	17.42%
经营性现金净流量	290.17	551.13	843.71	1312.80	1696.78	2229.08	营业利润率	9.66%	13.35%	29.17%	16.50%	18.60%	19.77%
资本支出	639.51	241.26	730.57	1349.95	1007.62	803.12	ROE	9.22%	7.53%	24.37%	13.81%	19.49%	21.48%
长期投资	427.80	224.65	-546.19	0.00	0.00	0.00	ROA	5.02%	4.18%	11.87%	7.43%	10.68%	12.53%
其他投资现金流	3.34	7.85	142.87	497.19	18.94	23.08	ROIC	8.86%	11.09%	36.40%	18.02%	23.67%	26.50%
投资性现金净流量	-208.37	-8.77	-1133.88	-852.76	-988.68	-780.04	估值倍数						
短期借款	-11.70	496.10	45.35	-541.45	0.00	0.00	P/E	53.86	44.69	12.06	19.24	11.77	9.07
长期借款	811.49	-6.27	676.62	-65.38	-242.93	-386.92	P/S	4.58	4.77	2.64	2.53	1.74	1.42
普通股增加	0.00	73.56	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	4.97	3.36	2.94	2.66	2.29	1.95
资本公积增加	0.00	644.59	8.85	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	4.11%	2.94%	1.56%	2.55%	3.31%
其他筹资现金流	-318.60	-193.33	-517.81	-255.82	-350.43	-421.98	EV/EBIT	27.68	28.71	10.13	14.41	9.25	6.84
筹资性现金净流量	481.18	1014.64	213.01	-862.65	-593.37	-808.89	EV/EBITDA	14.72	17.12	8.45	9.19	6.25	4.59
现金流量净额	564.60	1552.62	-82.18	-402.62	114.74	640.14	EV/NOPLAT	33.07	32.43	12.36	16.54	10.57	7.78

资料来源：iFinD，中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券新材料团队: 擅长新材料和宏观周期研究, 依托中航工业集团强大产业背景, 研究体系重点围绕航空新材料, 并逐步拓展至新能源材料、轻量化材料等, 形成赛道型产业链覆盖和跟踪, 注重投研一体, 形成业务层面一二级市场协同。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无限。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637