

毛利率下滑拖累短期业绩，新项目扩产如期推进

2022 年 08 月 21 日

► **事件概述。**2022 年 8 月 20 日，公司发布半年报，1H2022，公司实现营业收入 20.48 亿元，同比增长 11.42%；实现归母净利润 2.39 亿元，同比下降 8.35%；扣非净利润 1.71 亿元，同比下降 31.15%。单季度来看，公司 2Q2022 实现营收 11.03 亿元，环比增长 16.72%；实现归母净利润 1.24 亿元，环比增长 7.83%；扣非净利润 0.82 亿元，环比下降 7.87%。

► **毛利率下滑、管理费用率提升，公司短期利润承压。**公司收入同比实现增长，而净利润同比却出现下滑，主要受到公司毛利率下降及管理费用上升的影响。1H2022，公司综合毛利率为 10.60%，同比下降 34.65%；其中，2Q2022 公司综合毛利率为 9.07%，环比下降 26.77%。1H2022，公司管理费用同比增长 30.11%，主要系职工薪酬增加的影响，我们认为随着新项目陆续投产，公司盈利能力有望逐步提高。

► **PA66 行业国产化加速进行，利好公司业绩增长。**近年来，随着 PA66 关键原料己二腈的国产化工艺突破，PA66 行业迎来发展机遇，行业企业纷纷布局 PA66 产能，使得国内 PA66 价格逐步降低。据百川数据，PA66 价格自 2022 年 1 月 1 日的 37440 元/吨下降至 2022 年 8 月 19 日的 21320 元/吨，下降幅度达 43.06%；与此同时，PA66 与 PA6 的价差自 2022 年 1 月 1 日的 21990 元/吨下降至 2022 年 8 月 19 日的 7795 元/吨，下降幅度达 64.55%。PA66 价格及价差的变化将充分利好以公司为代表的下游纺丝差异化企业，而公司作为国内少数拥有锦纶纺丝、织造、染色及后整理一体的、拥有完整产业链的化纤纺织企业，也将有力把握行业机会，公司业绩有望持续增厚。

► **锦纶新项目建设稳步进行中，扩展公司发展新空间。**为紧抓锦纶行业发展机遇，公司于 2021 年分别规划建设了“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”（项目分四期，计划 5 年内建成，其中第一期为年产 10 万吨再生差别化锦纶丝项目和 6 万吨 PA66 差别化锦纶丝项目，截至 22H1 进度为 20%、13%）和“智能化年产 12 万吨高性能环保锦纶纤维项目”（建设期 2 年，截至 22H1 进度为 99%）。2022 上半年，两项目均在积极建设中，其中“绿色多功能锦纶新材料一体化项目”一期工程预计于年底完成厂房结顶。我们认为，公司项目建设将有利于公司提升中高端锦纶长丝领域的产能，特别是 PA66 及再生 PA6 的产能提升。未来随公司以上锦纶新项目的建成投产，将进一步扩大公司差异化产品竞争优势，也将进一步提升公司的盈利能力，打开公司未来长期成长空间。

► **投资建议：**公司拥有行业独特的锦纶产业链一体化优势，并且差异化产品持续建设投产。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 5.57、8.16、10.57 亿元，现价（2022/8/19）对应 PE 分别为 20X、13X、10X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**行业竞争加剧；原材料价格波动；项目建设不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	4257	5017	6430	7645
增长率（%）	70.2	17.9	28.2	18.9
归属母公司股东净利润（百万元）	464	557	816	1057
增长率（%）	287.3	20.2	46.5	29.4
每股收益（元）	0.53	0.64	0.94	1.22
PE	24	20	13	10
PB	3.0	2.6	2.2	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 19 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

12.64 元


分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

相关研究

1.台华新材（603055.SH）首次覆盖报告：锦纶纺织龙头，布局 PA66 和再生 PA6 迎高成长-2022/06/24

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4257	5017	6430	7645
营业成本	3169	3701	4644	5435
营业税金及附加	20	29	39	43
销售费用	54	100	129	153
管理费用	200	300	385	472
研发费用	216	269	343	402
EBIT	562	653	937	1187
财务费用	45	36	28	14
资产减值损失	-57	-5	-7	-6
投资收益	6	12	12	14
营业利润	518	623	912	1180
营业外收支	-2	0	0	0
利润总额	517	623	912	1180
所得税	53	66	97	124
净利润	463	557	816	1056
归属于母公司净利润	464	557	816	1057
EBITDA	867	996	1319	1602

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	430	441	455	474
应收账款及票据	793	1145	1334	1450
预付款项	46	65	85	91
存货	1381	1754	2191	2223
其他流动资产	266	340	286	459
流动资产合计	2916	3745	4351	4697
长期股权投资	3	3	3	3
固定资产	2941	3313	3617	3886
无形资产	265	313	360	407
非流动资产合计	3512	3901	4250	4568
资产合计	6428	7647	8601	9265
短期借款	291	71	0	0
应付账款及票据	1162	1579	1929	1983
其他流动负债	421	446	514	552
流动负债合计	1873	2097	2443	2536
长期借款	632	632	512	117
其他长期负债	214	705	669	633
非流动负债合计	846	1337	1181	750
负债合计	2719	3434	3624	3285
股本	869	923	934	945
少数股东权益	-1	-2	-3	-4
股东权益合计	3709	4213	4977	5980
负债和股东权益合计	6428	7647	8601	9265

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	70.19	17.87	28.16	18.89
EBIT 增长率	194.15	16.31	43.42	26.71
净利润增长率	287.26	20.18	46.50	29.43
盈利能力 (%)				
毛利率	25.54	26.24	27.78	28.91
净利率	10.89	11.11	12.70	13.82
总资产收益率 ROA	7.21	7.29	9.49	11.40
净资产收益率 ROE	12.50	13.22	16.40	17.66
偿债能力				
流动比率	1.56	1.79	1.78	1.85
速动比率	0.78	0.91	0.84	0.93
现金比率	0.23	0.21	0.19	0.19
资产负债率 (%)	42.31	44.90	42.14	35.46
经营效率				
应收账款周转天数	47.78	56.00	56.92	53.57
存货周转天数	133.22	152.47	152.88	146.19
总资产周转率	0.72	0.71	0.79	0.86
每股指标 (元)				
每股收益	0.53	0.64	0.94	1.22
每股净资产	4.27	4.85	5.73	6.89
每股经营现金流	0.41	0.64	1.21	1.43
每股股利	0.17	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	24	20	13	10
PB	3.0	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	13.72	12.20	9.04	7.16
股息收益率 (%)	1.34	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	463	557	816	1056
折旧和摊销	306	343	382	415
营运资金变动	-511	-375	-175	-235
经营活动现金流	354	555	1047	1244
资本开支	-501	-736	-737	-738
投资	41	-2	-2	-3
投资活动现金流	-454	-727	-727	-727
股权募资	20	0	0	0
债务募资	262	271	-226	-431
筹资活动现金流	190	183	-306	-498
现金净流量	88	12	14	19

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026