

泰和新材 (002254)

2022Q3 点评：业绩短期承压，中长期成长无忧

业绩概要：公司前三季度实现营收 28.0 亿元 (-14.6%)，实现归母净利润 3.1 亿元 (-58.3%)，对应基本 EPS 为 0.45 元，扣非后归母净利润为 2.7 亿元 (-61.9%)，其中 Q3 营收 8.5 亿元 (同比-26.4%，环比-5.1%)，归母净利润 0.13 亿元 (同比-95.4%，环比-90.8%)，Q3 基本 EPS 为 0.02 元；

氨纶底部渐现，芳纶需求旺盛：产品价格方面，受到纺服行业需求不振及医疗保健需求回落影响，2022 年以来氨纶价格持续回落，三季度价格趋势性下跌 (20D 价格由 63188 元/吨下降至 42662 元/吨，环比-32.5%；40D 价格由 46879 元/吨下降至 33585 元/吨，环比-28.4%)，九月以来有所回暖；受到国内防护工装以及海外地缘政治局势紧张等因素影响，2022 年以来芳纶进出口价格持续提升，三季度边际上涨幅度趋缓，价格稳中有升；库存方面，氨纶库存自 6 月份高位逐步回落，目前约 8 万吨；盈利性方面，氨纶 40D、20D 价格与氨纶原材料 BDO 相比，价差已逐步企稳回升，氨纶盈利性在 7 月初见底，随后逐渐回暖；而芳纶原材料间、对苯二胺三季度进出口均价仍然维持震荡，今年以来芳纶盈利性基本保持稳中有升；

氨纶周期下行，Q3 业绩承压：报告期内，公司营收 8.5 亿元，环比微降 -5.1%，总体上营收保持稳定，分析原因主要是报告期内氨纶价格下滑较多，同时需求不振导致销量有所下滑；芳纶价格保持稳定，间位芳纶产能逐步投产贡献增量，弥补了氨纶的缺口；盈利性方面，Q3 毛利率环比下滑了 10.8pcts，尽管氨纶基地搬迁后，能源、人力等成本下降使单吨盈利提升约 3000 元，但二季度原材料库存较多，且需求不振的背景下产能利用率较低，因此我们推测氨纶毛利率下滑明显；而芳纶价格保持稳定，三季度间位芳纶产能投放摊薄成本，因此我们推测毛利率保持稳定。随着四季度公司消化完已有的库存、产能爬坡加快，逐渐走扩的价差和产能利用率提高将有效推动毛利率恢复。净利率下降幅度大于毛利率 (环比-17.3pcts)，主要是由于营收下降带来的各项费用率的提高以及资产减值损失提升 (+1155 万) 所致；

投资评级

买入

维持评级

2022 年 10 月 28 日

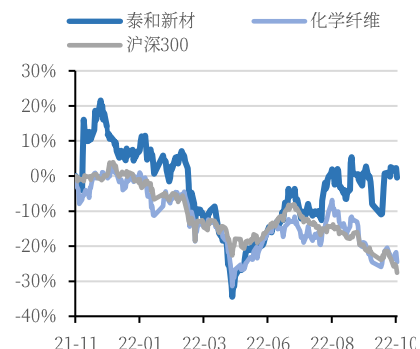
收盘价(元):

17.66

公司基本数据

总股本(百万股)	684.39
总市值(百万)	12,086.41
流通股本(百万股)	426.70
流通市值(百万)	7,535.45
12 月最高/最低价(元)	22.68/11.79
资产负债率(%)	51.50
每股净资产(元)	5.73
市盈率(TTM)	22.41
市净率(PB)	3.08
净资产收益率(%)	7.77

股价走势图



作者

邓轲 分析师
SAC 执业证书: S0640521070001
邮箱: dengke@avicsec.com
王勇杰 研究助理
SAC 执业证书: S0640122070026
邮箱: wangyjsh@avicsec.com

相关研究报告

2022 年中报点评：周期见底，成长发力 —
2022-09-01

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

财务数据：报告期内，较半年报末，交易性金融资产下降 42.7%，主要系公司赎回已到期存款所致，应收票据及账款增长 19.8%，主要系销售收入增加同时未到结算期的款项增加所致；存货下降 14.9%，主要系公司加快库存消化，同时原材料和产成品减值所致；

产能扩增彰显公司信心，积极拓展产品应用：公司定增方案于 8 月初获得证监会批复，预计未来三年内，通过搬迁基地、新产能投产等方式，使氨纶、对位芳纶、间位芳纶到 2024 年产能达到 90000、21500、20000 吨，芳纶纸产能达到 3000 吨。公司积极拓展下游领域，芳纶涂覆锂电池隔膜市场空间 30 亿平米，中试线规划 3000 万平，预计 2023 年一季度出产品；芳纶纸业务主要面向电机绝缘和蜂窝结构，下游领域包括新能源汽车、变压器、风电电机、轨道航天等，主要由子公司民士达负责；此外公司在发光纤维、绿色化工等领域积极布局，产品多元化有助于公司经营周期性减弱；

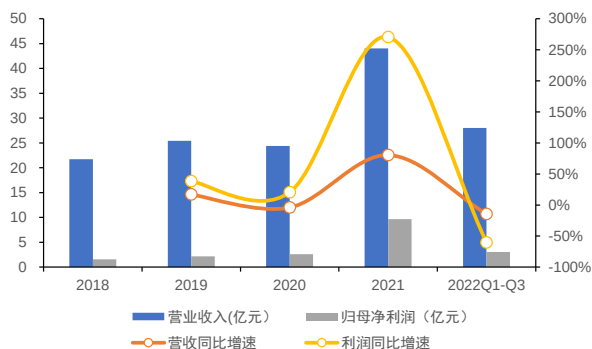
投资建议：公司作为氨纶芳纶双轮驱动的龙头企业，在芳纶国产化替代的过程中积极布局高端产能，目前氨纶价格 9 月以来已逐步回暖，芳纶价格震荡走高，随着公司定增项目高端对位、间位芳纶投产，业绩有望保持稳增。我们预计公司 2022-2024 年实现营业收入 38.6/55.0/67.0 亿元，同比增长 -12.4%/42.6%/21.8%，实现归母净利润 4.6/7.4/9.4 亿元，同比增长 -52.6%/61.5%/27.8%，对应 PE 26X/16X/13X，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格下降、原材料价格上涨、产能投放不及预期等

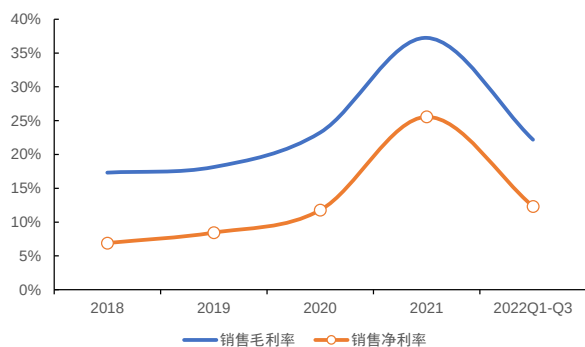
盈利预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,441	4,404	3,858	5,502	6,699
增速（%）	-3.97%	80.41%	-12.40%	42.61%	21.75%
归母净利润（百万元）	261	966	458	739	944
增速（%）	20.52%	270.45%	-52.60%	61.50%	27.76%
每股收益（元）	0.38	1.41	0.67	1.08	1.38
市盈率（倍）	46.37	12.52	26.41	16.35	12.80

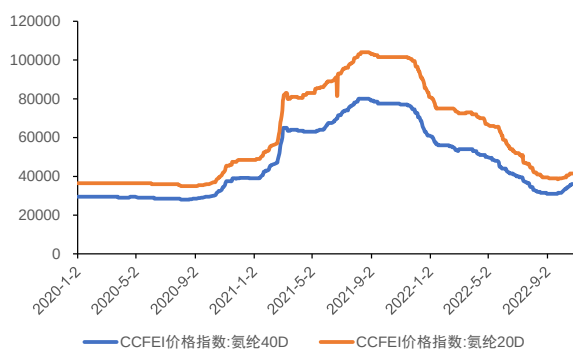
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图1 营收、归母净利润及其增速


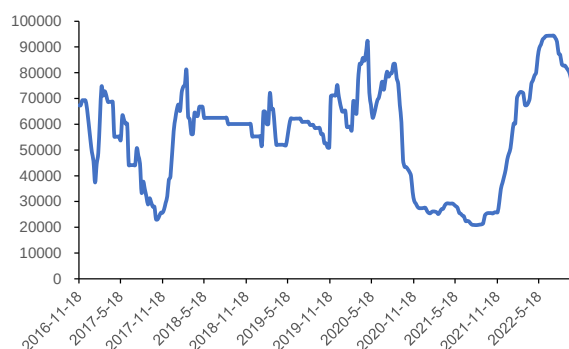
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图2 销售毛利率和净利率


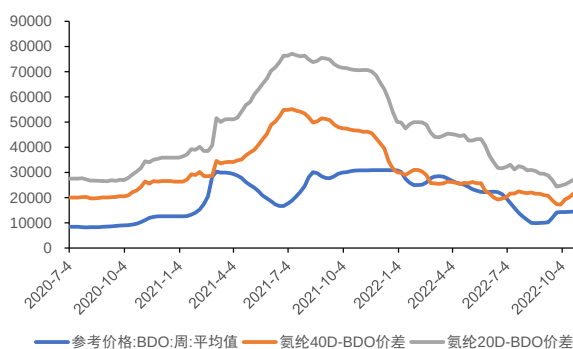
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图3 氨纶价格（元/吨）


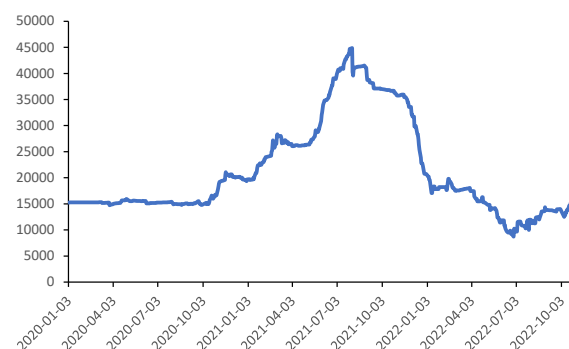
资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图4 氨纶库存（吨）


资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

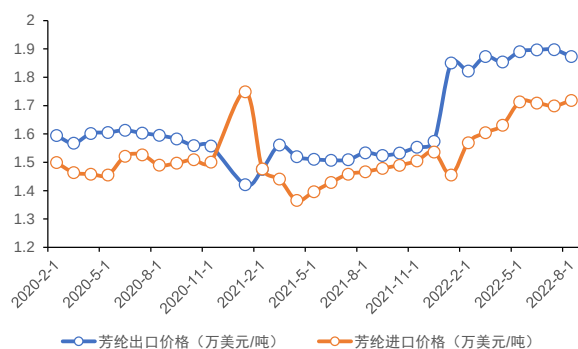
图5 氨纶-BDO 价差（元/吨）


资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图6 单吨氨纶-原材料单耗价差（元/吨）


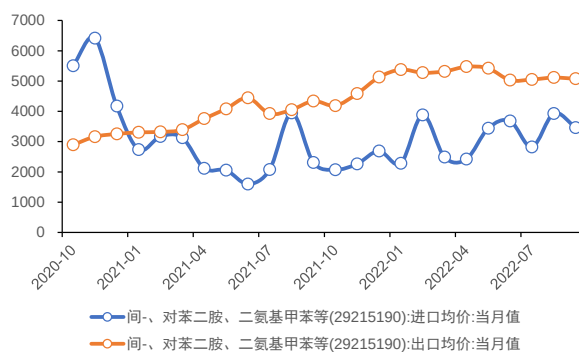
资料来源：百川盈孚，中航证券研究所

图7 芳纶进出口单价



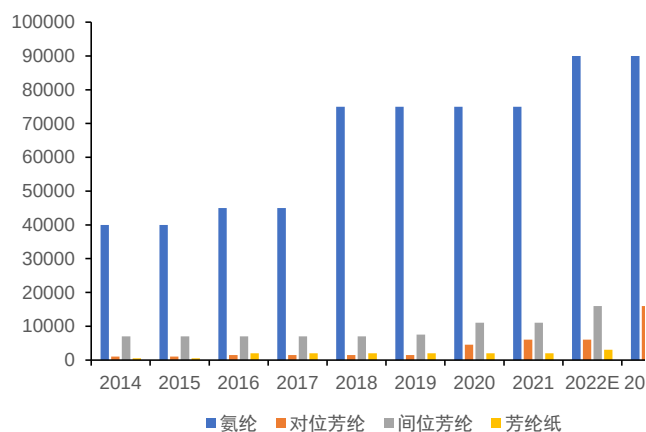
资料来源：iFinD，中航证券研究所

图8 间-、对苯二胺、二氨基甲苯进出口均价（美元/吨）



资料来源：iFinD，中航证券研究所

图9 公司产能情况（吨）



资料来源：公司公告，中航证券研究所

图10 单季度财务数据

	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2021Q4	2021Q3	2021Q2	2021Q1
营业收入(百万元)	851	896	1056	1122	1156	1171	955
营业成本(百万元)	721	663	796	722	685	734	624
销售费用率	2.2%	2.0%	0.7%	2.7%	1.1%	1.1%	1.1%
管理费用率	5.4%	3.4%	2.4%	6.2%	2.2%	2.4%	2.8%
财务费用率	-1.2%	-3.8%	-0.2%	3.3%	0.4%	0.4%	0.2%
研发费用率	5.9%	4.0%	3.5%	7.0%	3.7%	3.3%	3.6%
资产减值损失(百万元)	12.93	1.38	-0.04	14.27	0.20	0.38	0.00
利润总额(百万元)	18	191	187	277	399	362	248
所得税费用(百万元)	6	24	21	21	52	48	40
净利润(百万元)	12	167	166	256	347	315	208
EPS	0.02	0.21	0.21	0.34	0.43	0.38	0.26
毛利率	15.2%	26.0%	24.6%	35.7%	40.8%	37.3%	34.6%
期间费用率	6.4%	1.7%	2.9%	12.2%	3.7%	3.8%	4.1%
所得税率	31.2%	12.3%	11.4%	7.5%	13.1%	13.2%	16.0%
净利润率	1.4%	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	1940.69	1874.97	2253.03	营业收入	2541.97	2441.17	4404.01	3857.99	5501.96	6698.52
应收票据及账款	469.20	343.56	659.57	544.35	747.36	850.80	营业成本	2080.64	1873.85	2764.30	2880.49	4068.99	4930.04
预付账款	12.05	12.17	44.52	38.05	51.25	58.73	税金及附加	20.23	16.22	19.74	19.29	25.86	30.14
其他应收款	3.31	34.84	9.22	7.08	9.65	11.01	销售费用	87.13	51.59	65.27	55.17	77.03	92.44
存货	424.50	443.46	739.73	712.63	986.59	1152.14	管理费用	81.67	103.83	149.95	123.46	165.06	194.26
其他流动资产	245.51	141.37	577.65	104.01	108.13	116.46	研发费用	66.67	116.51	193.15	165.89	235.48	281.34
流动资产总计	2064.47	3423.16	4482.77	3346.80	3777.95	4442.18	财务费用	-1.31	23.59	47.07	74.37	56.13	40.31
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	-15.00	-3.50	-2.40
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	-7.50	1.50	2.00
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	7791.11	8604.12	9252.83	营业利润	245.61	325.78	1284.64	577.72	933.34	1191.60
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	0.50	1.00	2.00
应付票据及账款	503.30	664.02	979.53	939.91	1249.68	1420.93	营业外支出	0.52	2.67	12.83	0.30	1.00	1.20
其他流动负债	193.67	257.91	421.88	406.15	560.35	661.85	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	1346.05	1810.03	2082.78	利润总额	247.74	324.82	1286.49	577.92	933.34	1192.40
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	69.35	112.00	143.09
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	508.57	821.34	1049.31
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	50.86	82.13	104.93
负债合计	1582.60	2327.31	3574.71	2862.57	3076.00	2958.71	归属母公司股东净	216.28	260.68	965.66	457.71	739.21	944.38
股本	610.83	684.39	684.39	684.39	684.39	684.39	EBITDA	463.32	584.37	1599.34	1128.83	1613.75	2042.62
资本公积	226.48	871.07	879.92	879.92	879.92	879.92	NOPLAT	206.29	308.49	1093.40	571.47	869.06	1082.49
留存收益	1507.30	1908.57	2397.43	2717.83	3235.28	3896.34	EPS(元)	0.32	0.38	1.41	0.67	1.08	1.38
归属母公司权益	2344.61	3464.03	3961.75	4282.15	4799.59	5460.66	主要财务比率						
少数股东权益	378.04	442.23	595.54	646.40	728.53	833.46	会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
股东权益合计	2722.65	3906.26	4557.29	4928.55	5528.13	6294.12	成长能力						
负债和股东权益合计	4305.25	6233.57	8132.00	7791.11	8604.12	9252.83	营收增长率	17.01%	-3.97%	80.41%	-12.40%	42.61%	21.75%
现金流量表							营业利润增长率	55.25%	32.64%	294.33%	-55.03%	61.56%	27.67%
会计年度	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EBIT增长率	60.93%	41.38%	282.76%	-51.09%	51.69%	24.58%
税后经营利润	214.57	287.28	1125.80	454.80	766.84	994.05	EBITDA增长率	27.57%	26.13%	173.68%	-29.42%	42.96%	26.58%
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%	-52.60%	61.50%	27.76%
财务费用	-1.31	23.59	47.07	74.37	56.13	40.31	经营现金流增长率	194.92%	89.93%	53.09%	37.40%	24.31%	29.52%
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	106.28	-52.88	-23.41	毛利率	18.15%	23.24%	37.23%	25.34%	26.04%	26.40%
其他经营现金流	-72.64	16.45	3.73	58.38	60.01	60.98	净利率	8.44%	11.77%	25.56%	13.18%	14.93%	15.66%
经营性现金净流量	290.17	551.13	843.71	1159.27	1441.14	1866.54	营业利润率	9.66%	13.35%	29.17%	14.97%	16.96%	17.79%
资本支出	639.51	241.26	730.57	1349.95	1007.62	803.12	ROE	9.22%	7.53%	24.37%	10.69%	15.40%	17.29%
长期投资	427.80	224.65	-546.19	0.00	0.00	0.00	ROA	5.02%	4.18%	11.87%	5.87%	8.59%	10.21%
其他投资现金流	3.34	7.85	142.87	497.80	19.59	23.18	ROIC	8.86%	11.09%	36.40%	14.09%	18.33%	20.25%
投资性现金净流量	-208.37	-8.77	-1133.88	-852.15	-988.03	-779.94	估值倍数						
短期借款	-11.70	496.10	45.35	-541.45	0.00	0.00	P/E	55.88	46.37	12.52	26.41	16.35	12.80
长期借款	811.49	-6.27	676.62	-65.38	-242.93	-386.92	P/S	4.75	4.95	2.74	3.13	2.20	1.80
普通股增加	0.00	73.56	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	5.15	3.49	3.05	2.82	2.52	2.21
资本公积增加	0.00	644.59	8.85	0.00	0.00	0.00	股息率	0.00%	3.96%	2.83%	1.14%	1.83%	2.34%
其他筹资现金流	-318.60	-193.33	-517.81	-211.69	-275.89	-321.62	EV/EBIT	27.68	28.71	10.13	19.23	12.77	9.82
筹资性现金净流量	481.18	1014.64	213.01	-818.53	-518.82	-708.54	EV/EBITDA	14.72	17.12	8.45	11.11	7.83	5.93
现金流量净额	564.60	1552.62	-82.18	-511.40	-65.71	378.06	EV/NOPLAT	33.07	32.43	12.36	21.95	14.54	11.18

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, liyuqi@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投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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