

市场价格(人民币): 18.46 元

### 市场数据(人民币)

总股本(亿股)	6.84
已上市流通 A 股(亿股)	4.27
总市值(亿元)	126.34
年内股价最高最低(元)	21.56/11.63
沪深 300 指数	3775
深证成指	11208



### 相关报告

- 《氨纶盈利大幅收窄，芳纶相对平稳运行-【国金化工】泰和新材公司...》，2022.10.31
- 《材料国产化硬实力起家，芳纶开启多领域布局-【国金化工】泰和新...》，2022.9.5

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001  
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002  
yangyiyong@gjzq.com.cn

## 推行股权激励计划，发展步入快车道

### 公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,441	4,404	3,761	5,418	7,223
营业收入增长率	-3.97%	80.41%	-14.61%	44.07%	33.31%
归母净利润(百万元)	261	966	460	880	1,184
归母净利润增长率	20.52%	270.45%	-52.41%	91.44%	34.56%
摊薄每股收益(元)	0.381	1.411	0.671	1.285	1.730
每股经营性现金流净额	0.81	1.23	1.92	1.72	2.35
ROE(归属母公司)(摊薄)	7.53%	24.37%	10.74%	17.88%	20.31%
P/E	40.14	13.90	26.30	13.74	10.21
P/B	3.02	3.39	2.82	2.46	2.07

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 事件

- 11月7日，公司发布限制性股票激励计划，拟授予不超过2000万股限制性股票，占公司总股本的2.92%，首次及预留授予价格为9.25元/股。

### 分析

- 落实激励考核标准，预期发展进入快车道：**此次的激励计划的业绩考核目标相对较高，以2019-2021年净利润均值为基数，2023年净利润增长率不低于20%（或不低于同行业或对标企业75分位值，后同），2023-2024年净利润平均值增长率不低于35%或2024年净利润增长率不低于50%，2023-2025年净利润平均值增长率不低于62%或2025年净利润增长率不低于115%，根据测算增长率20%、50%、115%对应的净利润水平约为6.51、8.14、11.67亿元。目前公司处于快速产能扩张期，预计未来2-3年公司间位和对位芳纶产能将分别提升至2万吨以上，且公司多年进行装备优化，已经能够实现投资规模的大幅下降，预计伴随着公司新增产能的投放，成本有望获得进一步优化，降低生产成本，加大公司进行市占率提升的优势。
- 激励对象范围较广，提升员工积极性，带动公司不断成长。**公司此次的激励对象不超过367人，包括公司董事、高级管理人员、享受高管待遇的其他班子成员、中层管理人员及核心技术（业务）骨干人员，股票授予价格较低，考虑公司的后期产能扩充和新业务的布局，预计激励力度相对较大。公司作为国有企业，通过国有企业改革后整体的考核体系相对成熟，此次激励机制范围较广，可以带动公司的员工积极性。公司目前在做芳纶涂覆中试线建设，有望通过3000万平中试线的建设，带动公司在芳纶涂覆领域的需求推动，有望扩展公司新的发展业务，从而提升公司长期的发展空间，从中短期的产能扩建，到长期的新业务培育，公司有望获得长期成长。
- 三季度氨纶业务盈利明显承压，伴随原材料和产成品价格稳定，产品的盈利有望获得一定的修复。二三季度原材料价格大幅骤降，产品需求支撑不足，价差大幅收窄，三季度公司同时承担原材料跌价和价差收窄双重压力，行业盈利大幅回落，进入四季度，产品和原材料价格逐步趋于平稳，产品盈利有小幅恢复，预计整体的盈利压力将有明显缓解。

### 投资建议

- 预测公司2022-2024年归母净利润4.60、8.80、11.84亿元，EPS分别为0.67、1.29、1.73元，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 行业竞争加剧影响产品盈利风险，新增产能市场消化不足风险等。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,542	2,441	4,404	3,761	5,418	7,223
增长率		-4.0%	80.4%	-14.6%	44.1%	33.3%
主营业务成本	-2,081	-1,874	-2,764	-2,843	-3,782	-5,016
%销售收入	81.9%	76.8%	62.8%	75.6%	69.8%	69.4%
毛利	461	567	1,640	917	1,636	2,207
%销售收入	18.1%	23.2%	37.2%	24.4%	30.2%	30.6%
营业税金及附加	-20	-16	-20	-20	-29	-39
%销售收入	0.8%	0.7%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
销售费用	-87	-52	-65	-55	-81	-108
%销售收入	3.4%	2.1%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
管理费用	-82	-104	-150	-124	-173	-231
%销售收入	3.2%	4.3%	3.4%	3.3%	3.2%	3.2%
研发费用	-67	-117	-193	-181	-233	-311
%销售收入	2.6%	4.8%	4.4%	4.8%	4.3%	4.3%
息税前利润 (EBIT)	206	279	1,212	537	1,119	1,518
%销售收入	8.1%	11.4%	27.5%	14.3%	20.7%	21.0%
财务费用	1	-24	-47	-38	-43	-38
%销售收入	-0.1%	1.0%	1.1%	1.0%	0.8%	0.5%
资产减值损失	-15	-1	-17	0	0	0
公允价值变动收益	-2	0	2	0	0	0
投资收益	18	23	8	21	19	23
%税前利润	7.1%	7.1%	0.6%	3.7%	1.7%	1.5%
营业利润	246	326	1,285	572	1,138	1,550
营业利润率	9.7%	13.3%	29.2%	15.2%	21.0%	21.5%
营业外收支	2	-1	2	0	0	0
税前利润	248	325	1,286	572	1,138	1,550
利润率	9.7%	13.3%	29.2%	15.2%	21.0%	21.5%
所得税	-33	-38	-161	-71	-142	-194
所得税率	13.4%	11.6%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
净利润	215	287	1,126	500	996	1,357
少数股东损益	-2	27	160	41	116	173
归属于母公司的净利润	216	261	966	460	880	1,184
净利率	8.5%	10.7%	21.9%	12.2%	16.2%	16.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	215	287	1,126	500	996	1,357
少数股东损益	-2	27	160	41	116	173
非现金支出	234	237	284	319	391	475
非经营收益	-23	16	26	67	74	74
营运资金变动	-136	11	-591	426	-284	-300
经营活动现金净流	290	551	845	1,313	1,176	1,606
资本开支	-650	-270	-595	-1,261	-765	-772
投资	428	225	-546	0	0	0
其他	14	37	8	20	19	23
投资活动现金净流	-208	-9	-1,134	-1,241	-746	-749
股权募资	84	530	71	0	0	0
债权募资	455	536	729	89	360	-65
其他	-58	-51	-587	-228	-333	-372
筹资活动现金净流	481	1,015	213	-139	27	-437
现金净流量	565	1,553	-81	-67	458	421

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	910	2,448	2,452	2,381	2,836	3,254
应收款项	473	378	669	890	1,199	1,558
存货	424	443	740	763	933	1,237
其他流动资产	258	154	622	629	643	666
流动资产	2,064	3,423	4,483	4,663	5,609	6,716
%总资产	48.0%	54.9%	55.1%	50.4%	53.0%	56.1%
长期投资	78	87	87	89	89	89
固定资产	1,870	2,464	3,230	3,916	4,279	4,558
%总资产	43.4%	39.5%	39.7%	42.3%	40.5%	38.1%
无形资产	172	194	195	189	192	197
非流动资产	2,241	2,810	3,649	4,590	4,966	5,263
%总资产	52.0%	45.1%	44.9%	49.6%	47.0%	43.9%
资产总计	4,305	6,234	8,132	9,254	10,575	11,978
短期借款	92	636	755	913	1,283	1,117
应付款项	515	673	1,001	1,678	1,810	2,122
其他流动负债	91	108	186	188	263	339
流动负债	697	1,418	1,943	2,779	3,356	3,578
长期贷款	811	805	1,466	1,506	1,496	1,596
其他长期负债	74	104	166	54	51	50
负债	1,583	2,327	3,575	4,338	4,903	5,224
普通股股东权益	2,345	3,464	3,962	4,280	4,920	5,830
其中：股本	611	684	684	684	684	684
未分配利润	1,148	1,527	1,958	2,281	2,921	3,831
少数股东权益	378	442	596	636	752	925
负债股东权益合计	4,305	6,234	8,132	9,254	10,575	11,978

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	0.354	0.381	1.411	0.671	1.285	1.730
每股净资产	3.838	5.061	5.789	6.253	7.189	8.518
每股经营现金净流	0.475	0.805	1.235	1.919	1.719	2.347
每股股利	0.000	0.700	0.500	0.200	0.350	0.400
回报率						
净资产收益率	9.22%	7.53%	24.37%	10.74%	17.88%	20.31%
总资产收益率	5.02%	4.18%	11.87%	4.97%	8.32%	9.88%
投入资本收益率	4.89%	4.60%	15.55%	6.38%	11.53%	13.96%
增长率						
主营业务收入增长率	17.01%	-3.97%	80.41%	-14.61%	44.07%	33.31%
EBIT增长率	57.03%	35.78%	333.99%	-55.64%	108.23%	35.61%
净利润增长率	38.32%	20.52%	270.45%	-52.41%	91.44%	34.56%
总资产增长率	13.45%	44.79%	30.45%	13.80%	14.28%	13.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.4	10.6	8.1	25.0	23.0	21.0
存货周转天数	85.2	84.5	78.1	98.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	124.1	100.7	93.6	120.0	98.0	85.0
固定资产周转天数	213.7	270.9	180.0	228.8	173.2	141.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.75%	-25.76%	-16.32%	-9.66%	-10.05%	-15.61%
EBIT利息保障倍数	-157.2	11.8	25.7	14.1	26.3	40.2
资产负债率	36.76%	37.34%	43.96%	46.88%	46.37%	43.61%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	9	11	19	23
增持	4	5	6	9	1
中性	0	0	0	1	1
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.36	1.35	1.38	1.12

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-09-05	买入	16.90	26.80 ~ 26.80
2	2022-10-31	买入	17.66	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00=买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



投资评级的说明:

- 买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
- 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402