

泰和新材 (002254.SZ)

强烈推荐 (维持)

氨纶板块环比改善，看好芳纶隔膜成长性

事件：公司发布 2022 年业绩预告，预计全年实现归母净利润 3.5 亿-4.5 亿元，同比下降 63.76%-53.40%，扣非净利润 2.7 亿-3.7 亿元，同比下降 68.29%-56.54%；其中四季度单季实现归母净利润 0.45 亿-1.45 亿元，同比下降 38.03%-80.77%，环比增长 246.15%-1015.38%。

- 氨纶价跌业绩短期承压，芳纶逐步放量利润稳步增长。2022 年公司业绩同比下降，主要系受下游需求不足和供求关系影响，氨纶价格同比大幅下跌，盈利水平同比大幅下降；公司芳纶产品产能逐步释放，产销量增加，芳纶市场需求旺盛，利润稳步提升，但芳纶业务的增长不足以弥补氨纶利润的下滑，致使 2022 年业绩同比大幅下滑。
- 坚持差异化发展策略，看好氨纶盈利能力修复。据百川资讯，目前氨纶 40D 市场价 3.4 万元/吨，较年初上涨 4.6%，价差 1.77 万元/吨，自 2022Q3 以来，氨纶行业盈利能力承压，整体开工率维持在 6 成左右。原料端 PTMEG 当前市场价 1.88 万元/吨，较年初上涨 7.1%，主要受原料端 BDO 现货紧张影响，成本端存在利好支撑；需求端节后下游开机逐渐恢复中，看好氨纶未来盈利能力修复。2023 年 1 月公司 1.5 万吨粗旦氨纶试车成功，高性能差异化产品将进一步提升公司氨纶盈利能力。
- 芳纶市场需求旺盛，扩产降本巩固行业龙头地位。防护领域间位芳纶需求快速增长，光通信和橡胶领域对位芳纶市场需求旺盛，公司积极推动芳纶扩产，2022H1 对位芳纶技改项目顺利投产，2022Q3 以来间位芳纶项目陆续投产。同时公司持续提升芳纶工程技术水平，提高生产效率，预计随着新项目的投产，生产成本将有效下降。
- 芳纶隔膜顺利推进，新业务打开成长空间。芳纶隔膜中试项目进入设备安装尾声，中试产品将给国内外电池和 3C 领域客户送样验证，公司拥有芳纶原料、涂覆专利及溶剂回收装置等多项优势，按 2025 年 30% 芳纶涂覆隔膜渗透率计算，对应约 100 亿平米需求空间。此外，公司绿色印染产业化项目正式启动，莱特美®纤维锂电池中试项目正在建设期，为公司注入新的成长动力。
- 维持“强烈推荐”投资评级。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 4.0 亿、8.1 亿、11.2 亿元，EPS 分别为 0.57、1.16、1.59 元，当前股价对应 PE 分别为 46.1、22.8、16.6 倍，维持“强烈推荐”投资评级。
- 风险提示：新产能投产不及预期、原材料价格波动、产品价格大幅波动。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	2441	4404	3865	5403	7215
同比增长	-4%	80%	-12%	40%	34%
营业利润(百万元)	326	1285	534	1082	1494
同比增长	33%	294%	-58%	103%	38%
归母净利润(百万元)	261	966	402	813	1120
同比增长	21%	270%	-58%	102%	38%
每股收益(元)	0.37	1.37	0.57	1.16	1.59
PE	71.1	19.2	46.1	22.8	16.6
PB	5.4	4.7	4.6	3.9	3.3

资料来源：公司数据、招商证券

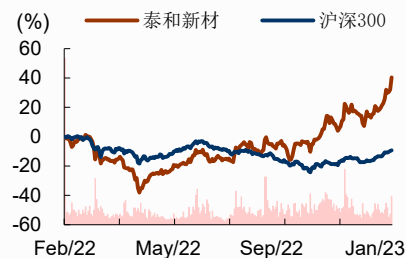
周期/化工
目标估值：NA
当前股价：26.36 元

基础数据

总股本(万股)	70320
已上市流通股(万股)	42670
总市值(亿元)	185
流通市值(亿元)	112
每股净资产(MRQ)	5.6
ROE(TTM)	13.7
资产负债率	51.5%
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	18.06%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	14	54	29
相对表现	5	56	42



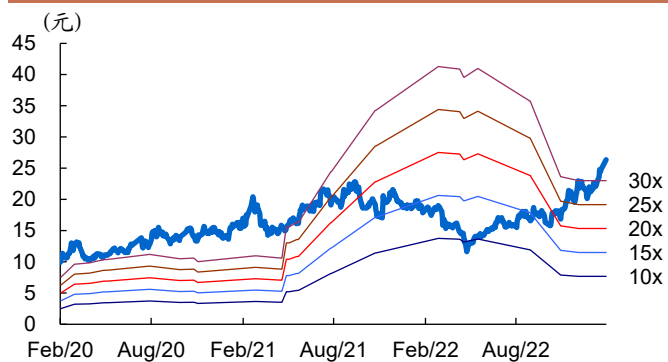
资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《泰和新材(002254)——持续加码芳纶未来可期，开拓新业务打造多元成长曲线》2022-09-27
- 《泰和新材(002254)——氨纶价格下降盈利短期承压，聚焦新材料打开成长空间》2022-08-30
- 《泰和新材(002254)——全年业绩符合预期，芳纶扩产节奏加速》2022-04-11

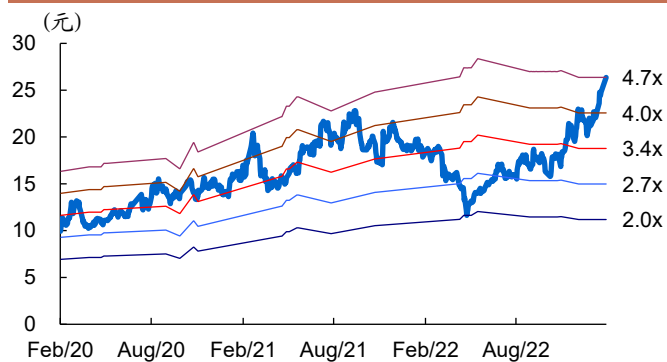
周铮 S1090515120001
 zhousheng3@cmschina.com.cn
 曹承安 S1090520080002
 caochengan@cmschina.com.cn
 连莹 研究助理
 lianying@cmschina.com.cn

图 1: 泰和新材历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 泰和新材历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	3423	4483	3637	4520	5787
现金	2448	2452	1645	2029	2666
交易性投资	0	513	513	513	513
应收票据	3	9	8	11	14
应收款项	69	126	96	134	178
其它应收款	35	9	8	11	15
存货	443	740	801	1036	1352
其他	425	634	566	786	1048
非流动资产	2810	3649	3963	4237	4474
长期股权投资	55	65	65	65	65
固定资产	1812	2172	2507	2798	3052
无形资产商誉	185	187	168	151	136
其他	759	1225	1224	1223	1222
资产总计	6234	8132	7600	8756	10262
流动负债	1418	1943	1285	1613	2057
短期借款	496	541	0	0	0
应付账款	664	980	1073	1386	1810
预收账款	21	39	43	55	72
其他	237	383	170	172	175
长期负债	909	1632	1632	1632	1632
长期借款	805	1466	1466	1466	1466
其他	104	166	166	166	166
负债合计	2327	3575	2917	3245	3689
股本	684	684	684	684	684
资本公积金	871	880	880	880	880
留存收益	1909	2397	2457	3150	4026
少数股东权益	442	596	662	797	983
归属于母公司所有者权益	3464	3962	4021	4714	5590
负债及权益合计	6234	8132	7600	8756	10262

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	551	845	941	1134	1571
净利润	287	1126	469	948	1306
折旧摊销	236	267	303	344	380
财务费用	27	71	94	73	69
投资收益	(23)	(8)	(63)	(63)	1
营运资金变动	12	(646)	141	(179)	(198)
其它	12	35	(2)	11	12
投资活动现金流	(9)	(1134)	(556)	(556)	(621)
资本支出	(271)	(777)	(620)	(620)	(620)
其他投资	262	(357)	63	63	(1)
筹资活动现金流	1015	213	(1192)	(194)	(313)
借款变动	297	690	(755)	0	0
普通股增加	74	0	0	0	0
资本公积增加	645	9	0	0	0
股利分配	0	(479)	(342)	(121)	(244)
其他	(0)	(7)	(94)	(73)	(69)
现金净增加额	1557	(76)	(807)	384	637

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	2441	4404	3865	5403	7215
营业成本	1874	2764	3027	3913	5108
营业税金及附加	16	20	17	24	32
营业费用	52	65	51	71	95
管理费用	104	150	89	124	166
研发费用	117	193	144	201	268
财务费用	24	47	94	73	69
资产减值损失	(0)	63	27	22	17
公允价值变动收益	0	2	(1)	(1)	(1)
其他收益	47	47	47	47	0
投资收益	23	8	17	17	0
营业利润	326	1285	534	1082	1494
营业外收入	2	15	1	1	1
营业外支出	3	13	1	1	1
利润总额	325	1286	534	1082	1493
所得税	38	161	65	134	188
少数股东损益	27	160	67	135	186
归属于母公司净利润	261	966	402	813	1120

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-4%	80%	-12%	40%	34%
营业利润	33%	294%	-58%	103%	38%
归母净利润	21%	270%	-58%	102%	38%
获利能力					
毛利率	23.2%	37.2%	21.7%	27.6%	29.2%
净利率	10.7%	21.9%	10.4%	15.1%	15.5%
ROE	9.0%	26.0%	10.1%	18.6%	21.7%
ROIC	6.8%	19.2%	8.5%	15.4%	18.2%
偿债能力					
资产负债率	37.3%	44.0%	38.4%	37.1%	35.9%
净负债比率	23.1%	27.3%	19.3%	16.7%	14.3%
流动比率	2.4	2.3	2.8	2.8	2.8
速动比率	2.1	1.9	2.2	2.2	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.5	0.7	0.8
存货周转率	4.3	4.7	3.9	4.3	4.3
应收账款周转率	9.0	42.6	32.5	43.7	42.8
应付账款周转率	3.2	3.4	3.0	3.2	3.2
每股资料(元)					
EPS	0.37	1.37	0.57	1.16	1.59
每股经营净现金	0.78	1.20	1.34	1.61	2.23
每股净资产	4.93	5.63	5.72	6.70	7.95
每股股利	0.68	0.49	0.17	0.35	0.48
估值比率					
PE	71.1	19.2	46.1	22.8	16.6
PB	5.4	4.7	4.6	3.9	3.3
EV/EBITDA	34.5	12.6	21.5	13.3	10.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，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。

周铮：招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015 年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

曹承安：招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020 年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

连莹：招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022 年加入招商证券。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。