

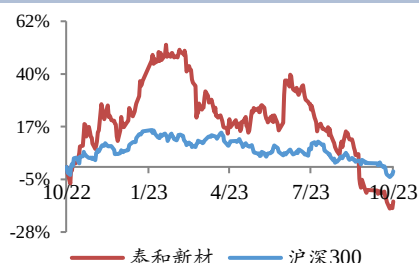
氨纶承压芳纶扩产，新材料打开第二增长曲线

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-29

收盘价（元）	15.25
近 12 个月最高/最低（元）	27.19/14.71
总股本（百万股）	864
流通股本（百万股）	806
流通股比例（%）	93.33
总市值（亿元）	132
流通市值（亿元）	123

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

联系人：潘宁馨

执业证书号：S0010122070046

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

1. 氨纶拖累二季度业绩，芳纶涂覆打开成长空间 2023-07-30

2. 氨纶磨底芳纶景气延续，芳纶涂覆打开成长空间 2023-03-22

主要观点：

● 事件描述

10 月 27 日，泰和新材发布 2023 年第三季度报告，实现营业收入 29.10 亿元，同比增长 3.83%；实现归母净利润 2.78 亿元，同比下降 8.65%；实现扣非归母净利润 2.36 亿元，同比下降 12.21%；实现基本每股收益 0.34 元/股。其中，第三季度实现营业收入 9.69 亿元，同比上升 13.87%，环比上升 4.31%；实现归母净利润 0.63 亿元，同比增长 384.62%，环比下降 20.25%；实现扣非归母净利润 0.45 亿元，同比增长 542.86%，环比下降 33.82%。盈利能力指标方面，2023 年三季度销售毛利率 24.85%，同比上升 2.66pct；净利率 11.17%，同比下滑 1.15pct。ROE 为 5.02%。

● 氨纶市场景气度欠佳，四季度预计继续磨底

2023 年 Q3，公司主要产品氨纶平均价格为 33765.38 元/吨，环比下降 1.82%，而原料纯 MDI 价格涨幅较大，三季度平均价格为 21193.85 元/吨，环比上涨 12.05%，原料价格上行带来成本端压力。根据百川盈孚，截至目前 2023 年共计新增产能 18.2 万吨，全年来看产能供应压力较大。三季度氨纶行业开工震荡上行，但需求仍然呈现旺季一般的状态，因此产品价格继续触底。考虑到四季度 PTMEG 前期投产产量或将逐渐放量，氨纶用 PTMEG 市场价格或将窄幅下滑，成本端或有所改善，综合来看，供大于求下，氨纶市场承压或将存在下行压力，但考虑到行业利润持续亏损情况，下滑幅度或将有限。

● 芳纶产能持续增长，2024 年预计产能达到 4 万吨

由于供需格局相对较好，芳纶盈利能力维持稳定。间位芳纶得益于国内防护领域需求，价格依旧坚挺，工业过滤领域则受水泥、钢铁、筑路等行业的影响存在波动；由于产能投放，对位芳纶三季度价格略有下降，但随着公司市占率显著提升，议价能力有望进一步提升。

公司持续推动芳纶产业化落地。公司原本为全球间位芳纶龙头，2023 年大力扩产对位芳纶产能。10 月初，高伸长低模量对位芳纶产业化项目一期完成竣工环境保护验收，对位芳纶年产能新增 3520 万吨。宁夏 1.2 万吨对位芳纶项目预计于四季度正式投产上量。2023-2024 年陆续有新产能落地，产能规模不断扩张，到 2024 年预计名义产能将达到至 4 万吨。

● 积极布局新材料业务，芳纶涂覆及绿色印染打开第二增长曲线

公司在持续加码布局氨纶、芳纶等主营业务的同时积极研发新技术，拓展新业务。

间位芳纶涂覆：公司是国内首家启动锂电隔膜芳纶涂覆研发和生产的公司，先发优势显著。根据公司披露的投资者交流纪要，公司基于产

业链优势切入芳纶涂覆隔膜市场，发挥产品成本和性能优势。芳纶涂覆隔膜下游锚定动力电池和储能领域，目前已向多个头部企业进行送样检验，大部分已经进入测试小批量电池阶段，有望明年开始贡献收入。

绿色印染：泰和新材开发的绿色印染技术具有绿色环保、降本增效的优势，这一颠覆性技术公司在纺织品染色市场前景广阔。根据公司披露的公告，该技术以天然生物物质为原料，赋予纺织品在无盐、无碱、常温条件下快速染色的性能，实现节水 80%、节约蒸汽 50%、节电 30%、降碳 35%，彻底改变传统印染行业高能耗、高污染的现状。2023 年 9 月 28 日，4 万吨/年纤维绿色化处理技术产业化项目在山东蓬莱正式投产，目前公司已经有小批量订单。绿色印染是公司发展的重要战略性项目，预计产能将持续扩大。

图表 1 泰和新材在建拟建项目

项目	内容	预期投产时间
山东蓬莱 4 万吨/年纤维绿 色化处理技术产 业化项目	Ecody 纤维绿色化处理技术 4 万 吨/年的印染能力	2023 年 9 月 28 日正式 投产，目前正在进行试 单打样
宁夏泰和芳纶纤 维有限责任公司 1.2 万吨/年防护 用对位芳纶项目	1.2 万吨/年防护用对位芳纶	第一阶段 2023 年 12 月 新增纺丝产能 6000 吨/ 年；第二阶段 2024 年 12 月新增纺丝产能 6000 吨/年
烟台泰和新材料 股份有限公司高 伸长低模量对位 芳纶产业化项目	5000 吨/年高伸长低模量 对位芳纶	第一阶段 2023 年 10 月 完成验收；第二阶段 2023 年 12 月建设 1500 吨/年产能
高效智造间位芳 纶产业化项目	建设年产 20,000 吨高性能间 位芳纶及其衍生产品的生产线	项目建设期计划 2 年，预计 2025 年中投 产

资料来源：公司公告，华安证券研究所

● 投资建议

泰和新材是氨纶、芳纶双料龙头，产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。同时公司积极布局新材料，芳纶涂覆及绿色印染打开第二增长曲线。由于氨纶盈利季度低于预期，我们下调公司盈利预期，预计泰和新材 2023-2025 年归母净利润 3.42、6.69、8.90 亿元（2023-2025 年原值 6.12、11.40、13.10 亿元），EPS 0.40/0.77/1.03 元，对应 PE 为 38.52X/19.70X/14.81X。维持买入评级。

● 风险提示

项目建设不及预期；

锂电涂覆用间位芳纶验证及出货情况不及预期；
 氨纶产品及原料价格大幅波动；
 氨纶、芳纶行业投产超预期；
 宏观经济下行。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	3750	4480	6538	8466
收入同比 (%)	-14.8%	19.5%	45.9%	29.5%
归属母公司净利润	436	342	669	890
净利润同比 (%)	-54.9%	-21.5%	95.5%	33.0%
毛利率 (%)	23.1%	18.1%	21.0%	22.2%
ROE (%)	10.7%	4.8%	8.6%	10.3%
每股收益 (元)	0.64	0.40	0.77	1.03
P/E	33.14	38.52	19.70	14.81
P/B	3.68	1.85	1.69	1.52
EV/EBITDA	21.75	14.27	8.71	5.99

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	4056	7082	10187	12417	营业收入	3750	4480	6538	8466
现金	1569	4552	6035	7658	营业成本	2882	3669	5164	6590
应收账款	167	102	296	266	营业税金及附加	21	25	34	47
其他应收款	75	26	94	85	销售费用	74	83	116	158
预付账款	41	45	73	90	管理费用	209	198	292	408
存货	719	992	1419	1742	财务费用	14	12	-52	-78
其他流动资产	1485	1365	2270	2576	资产减值损失	-15	0	0	0
非流动资产	5977	6045	5999	6044	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	69	42	38	29	投资净收益	54	38	54	88
固定资产	2769	3069	3039	3033	营业利润	523	443	926	1277
无形资产	370	438	523	635	营业外收入	25	14	18	19
其他非流动资产	2769	2496	2399	2347	营业外支出	1	5	6	4
资产总计	10033	13127	16187	18461	利润总额	547	451	937	1291
流动负债	4003	3763	5781	6851	所得税	62	53	111	151
短期借款	914	1122	1331	1594	净利润	485	398	826	1140
应付账款	1033	1051	1915	2006	少数股东损益	49	56	157	251
其他流动负债	2056	1590	2534	3251	归属母公司净利润	436	342	669	890
非流动负债	1428	1644	1861	1924	EBITDA	727	807	1202	1529
长期借款	1223	1432	1641	1700	EPS (元)	0.64	0.40	0.77	1.03
其他非流动负债	205	212	220	225					
负债合计	5430	5408	7642	8775					
少数股东权益	545	601	757	1008					
股本	703	864	864	864					
资本公积	1036	3853	3853	3853					
留存收益	2319	2403	3071	3961					
归属母公司股东权益	4058	7119	7788	8677					
负债和股东权益	10033	13127	16187	18461					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	472	322	1410	1585	成长能力				
净利润	485	398	826	1140	营业收入	-14.8%	19.5%	45.9%	29.5%
折旧摊销	274	430	458	497	营业利润	-59.3%	-15.3%	109.1%	37.9%
财务费用	52	51	61	73	归属于母公司净利	-54.9%	-21.5%	95.5%	33.0%
投资损失	-54	-38	-54	-88	获利能力				
营运资金变动	-320	-471	206	56	毛利率 (%)	23.1%	18.1%	21.0%	22.2%
其他经营现金流	841	821	533	991	净利率 (%)	11.6%	7.6%	10.2%	10.5%
投资活动现金流	-1763	-433	-291	-216	ROE (%)	10.7%	4.8%	8.6%	10.3%
资本支出	-1536	-469	-320	-444	ROIC (%)	5.7%	3.1%	5.5%	6.8%
长期投资	-285	1	-21	145	偿债能力				
其他投资现金流	57	35	50	83	资产负债率 (%)	54.1%	41.2%	47.2%	47.5%
筹资活动现金流	17	3093	364	253	净负债比率 (%)	118.0%	70.1%	89.4%	90.6%
短期借款	372	209	209	263	流动比率	1.01	1.88	1.76	1.81
长期借款	-243	209	209	58	速动比率	0.69	1.41	1.35	1.37
普通股增加	19	160	0	0	营运能力				
资本公积增加	156	2818	0	0	总资产周转率	0.41	0.39	0.45	0.49
其他筹资现金流	-287	-302	-54	-68	应收账款周转率	25.60	33.25	32.85	30.13
现金净增加额	-1256	2982	1483	1623	应付账款周转率	3.11	3.52	3.48	3.36

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
每股收益	0.64	0.40	0.77	1.03	P/E	33.14	38.52	19.70	14.81
每股经营现金流薄)	0.55	0.37	1.63	1.83	P/B	3.68	1.85	1.69	1.52
每股净资产	5.77	8.24	9.01	10.04	EV/EBITDA	21.75	14.27	8.71	5.99

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。