

基础化工

2024 年 04 月 30 日

泰和新材 (002254)

——氨纶亏损拖累业绩，芳纶量增价跌，静待芳纶涂覆隔膜规模化产线的建成投产

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

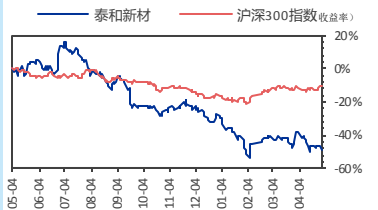
市场数据：2024 年 04 月 30 日

收盘价(元) 10.6
一年内最高/最低(元) 25.34/9.2
市净率 1.3
息率(分/股/股价) -
流通 A 股市值(百万) 8607
上证指数/深证成指 3104.83/9587.13
注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 03 月 31 日

每股净资产(元) 8.36
资产负债率% 43.83
总股本/流通 A 股(百万) 864/812
流通 B 股/H 股(百万) -/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《泰和新材 (002254) 点评：受需求影响芳纶销量和价格略有下滑，芳纶新产能、隔膜涂覆以及绿色印染项目顺利推进中》
2023/10/30

证券分析师

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com
宋涛 A0230516070001
songtao@swsresearch.com

研究支持

马昕晔 A0230511090002
maxy@swsresearch.com

联系人

马昕晔
(8621)23297818x
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司发布 2023 年年报，业绩符合预期。2023 年公司实现营业收入 39.25 亿元(yoy+4.7%)，归母净利润为 3.33 亿元(yoy-23.6%)，扣非后归母净利润为 2.35 亿元(yoy-25.8%)，整体销售毛利率同比上升 1.08pct 至 24.22%，销售费用、管理费用、研发费用同比分别增长 53.30%、31.33%、14.35% 至 1.13、2.75、1.99 亿元，销售费用大幅增长的原因是产品销量增加，新产品推广费用增加，管理费用增长的原因是计提股权激励费用以及折旧与摊销费用增加，业绩符合预期。其中 4Q23 单季度实现营收 10.15 亿元(yoy+7.16%，QoQ+4.80%)，归母净利润为 0.55 亿元(yoy-58.36%，QoQ-13.97%)，扣非后归母净利润为-0.01 亿元(yoy-102.33%，QoQ-102.50%)，4Q23 单季度销售毛利率同比下滑 3.53pct，环比提升 1.66pct 至 22.44%。2023 年公司归母净利润同比下滑原因为：1) 氨纶价格持续低迷，叠加公司新产能投放，产线调试期过长，氨纶业务出现较大亏损；2) 由于下游需求不及预期、欧盟对中国光缆反倾销持续发酵、国际巨头供应恢复等原因，公司芳纶业务量增价跌，毛利率略有增长，芳纶业务的增长不足以弥补氨纶业务利润的下滑；3) 2023 年公司及合并范围内子公司计提各类信用减值损失和资产减值损失共计 0.55 亿元，减少公司 2023 年归母净利润为 0.47 亿元。
- 公司发布 2024 年一季报，业绩略低于预期。1Q24 公司实现营收 9.66 亿元(yoy-4.6%，QoQ-4.8%)，归母净利润为 0.25 亿元(yoy-81.4%，QoQ-53.9%)，扣非后归母净利润为 0.07 亿元(yoy-94.5%)，销售毛利率同比环比分别下滑 10.77、4.77pct 至 17.67%，管理费用、研发费用同比分别增加 59%、17% 至 0.84、0.58 亿元，业绩略低于预期。1Q24 归母净利润同比下滑的原因为：1) 氨纶价格和盈利同比下滑叠加处理部分新项目开工工资，氨纶业务继续亏损；2) 芳纶量增价跌，盈利略有下滑。
- 2023 年公司芳纶业务量增价跌，毛利率略有上行，主营收入和利润占比进一步提升，锂电隔膜芳纶涂覆进展顺利，1Q24 芳纶销量同比继续增长，但价格和盈利均有所下滑。2023 年公司芳纶新产能投放、提升生产效率、降低生产成本，在销售端完善全球营销网络，全年芳纶产销量同比分别增长 25.9%、21.3% 至 1.89、1.72 万吨，营业收入同比增长 12.6% 至 24.06 亿元，营收占比提升 4.33pct 至 61.29%，毛利率同比提升 0.36pct 至 40.82%。但芳纶行业遭遇产品结构调整，下游需求减弱、行业竞争加剧等诸多不利影响，价格同比下行。2023 年间位芳纶方面，防护领域阻隔防静电防护服在中小企业聚集的化工园区推进相对缓慢，需求有所减弱，工业过滤领域受水泥、钢铁、筑路等行业的影响需求乏力，价格竞争进一步加剧。对位芳纶方面，居家办公导致的信息通信基建需求开始减弱，叠加欧盟对中国光缆的反倾销措施持续发酵，对需求产生不利影响，同时国际龙头的供应逐步恢复，采取相对激进的竞争策略抢夺市场份额，导致产品价格下跌。公司的锂电池芳纶涂覆隔膜中试线已于 23 年 3 月建成投产，已经给几十家客户送样检测，涂覆性能受到下游客户的一致认可。目前芳纶涂覆隔膜项目已通过多家电池客户的现场审核，同时在动力电池、户储电池、低温电池、半固态电池等项目中取得较好的进展，部分客户实现了小批量订单，新的车间和产线已在施工建设之中。
- 受行业新增产能释放影响，氨纶价格持续下跌，公司氨纶业务亏损，新旧动能转化逐步完成，静待氨纶价格底部复苏。2023 年氨纶需求有所复苏，但行业产能扩张加速，持续供过于求，氨纶价格维持低位震荡。2023 年公司氨纶产销量分别增长 60.5%、28.6% 至 6.32、5.16 万吨，由于价格下跌，营收同比下滑 6.96% 至 14.89 亿元，营收占比下滑 4.74pct 至 37.93%，毛利率下滑 3.16pct 至-3.00%。2023 年公司完成新旧动能转换，差别化粗旦氨纶全线投产，生产效率和综合竞争力持续提升，但产线调试期过长，导致氨纶业务出现亏损，进入 1Q24 氨纶价格继续下行，公司的试车丝部分库存缓慢消化中，仍处于亏损状态，后续行业新产能投放减少，静待氨纶价格底部复苏。
- 未来将继续推进芳纶新产能建设，聚焦高新技术材料主业。根据 2023 年报，截止 2023 年末公司芳纶名义产能约为 2.6 万吨左右，开工率为 82.38%，在建产能为 2.6 万吨。公司未来将聚焦高新技术材料主业，智能穿戴、绿色制造、生物基材料、信息通讯、新能源汽车、绿色化工六大新业务全面起步。公司的 Ecody®纤维绿色化处理项目于 4Q23 建成投产，主要在市场推广、产品测试阶段。全球首创的莱特美®智能发光纤维的多个产品已实现市场批量化销售，全球首个纤维锂电池中试生产线建成投产，计划 2024 年正式投放市场。
- 投资分析意见：公司未来将继续扩大芳纶新材料的产能叠加芳纶下游需求放量，芳纶涂覆隔膜中试线已正式投产，同时布局六大增量业务战略逐步清晰，有望推动公司业绩持续增长，但由于氨纶业务的亏损以及芳纶价格的下跌，我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 3.45、4.49 亿元(原为 6.63、9.37 亿元)，新增 2026 年归母净利润预测为 6.02 亿元，对应的 EPS 为 0.40、0.52、0.70 元，对应的 PE 为 27X、20X、15X，由于公司后续仍有芳纶新产能在建，同时我们看好下游防护服和军工的需求，芳纶涂布隔膜项目也有望在今年投产，打开新的成长空间，同时氨纶业务底部，因此维持“增持”评级。
- 风险提示：1. 芳纶、氨纶价格下跌；2. 芳纶扩产项目进度低于预期；3. 原料价格大幅波动；4. 新项目建设进度低于预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	3,925	966	5,029	7,257	9,143
同比增长率(%)	4.7	-4.5	28.1	44.3	26.0
归母净利润(百万元)	333	25	345	449	602
同比增长率(%)	-23.6	-81.4	3.5	30.2	34.1
每股收益(元/股)	0.39	0.03	0.40	0.52	0.70
毛利率(%)	24.2	17.7	19.2	19.6	20.6
ROE(%)	4.6	0.3	4.5	5.8	7.2
市盈率					

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

请务必仔细阅读正文之后的各项信息披露与声明

公司的主营业务为氨纶和芳纶特种纤维，我们选取同为氨纶行业的新乡化纤以及同为芳纶行业以及上下游相关的中化国际、凯盛新材以及从事特种纤维的吉林化纤作为可比公司，可比公司 2024~2025 年平均 PE 为 29X、20X，泰和新材 2024~2025 年 PE 为 27X、20X，维持增持评级。

表：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2024/4/30	2024/4/30	EPS			PE		
		市值（亿元）	股本（亿股）	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600500.SH	中化国际	148	35.9	-0.51	0.24	0.37	-	17	11
000949.SZ	新乡化纤	61	14.7	-0.03	0.28	0.42	-	15	10
301069.SZ	凯盛新材	67	4.2	0.38	0.57	0.89	43	28	18
000420.SZ	吉林化纤	90	24.6	0.01	0.06	0.09	279	57	40
行业平均							161	29	20
002254.SZ	泰和新材	92	8.6	0.39	0.40	0.52	27	27	20

资料来源：wind、申万宏源研究 注：可比公司盈利预测均来自 wind 一致预测

财务摘要

百万元，百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,750	3,925	5,029	7,257	9,143
其中：营业收入	3,750	3,925	5,029	7,257	9,143
减：营业成本	2,882	2,974	4,063	5,838	7,260
减：税金及附加	21	19	25	33	49
主营业务利润	847	932	941	1,386	1,834
减：销售费用	74	113	103	145	183
减：管理费用	209	275	251	345	415
减：研发费用	174	199	198	303	384
减：财务费用	14	-5	42	41	35
经营性利润	376	350	347	552	817
加：信用减值损失（损失以“-”填列）	-3	-10	0	0	0
加：资产减值损失（损失以“-”填列）	-15	-44	0	0	0
加：投资收益及其他	165	145	159	90	80
营业利润	523	439	505	643	896
加：营业外净收入	24	4	9	9	9
利润总额	547	443	514	652	905
减：所得税	62	81	71	92	130
净利润	485	362	443	560	775
少数股东损益	49	29	98	111	173
归属于母公司所有者的净利润	436	333	345	449	602
全面摊薄总股本	703	864	864	864	864
每股收益（元）	0.64	0.39	0.40	0.52	0.70

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。