



上海证券  
SHANGHAI SECURITIES

## 氨纶价格下跌拖累业绩，芳纶涂覆产业化在即

——泰和新材 2023 年年报及 2024 年一季度点评

### 买入（维持）

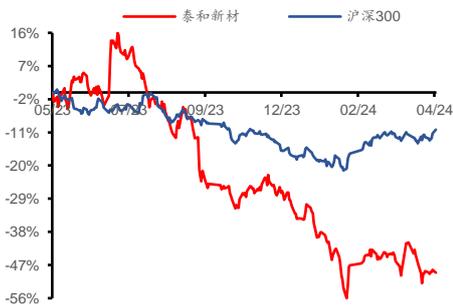
行业： 基础化工  
日期： 2024年04月30日

分析师： 于庭泽  
SAC 编号： S0870523040001

#### 基本数据

最新收盘价（元）	11.00
12mth A 股价格区间（元）	9.51-24.91
总股本（百万股）	863.79
无限售 A 股/总股本	94.00%
流通市值（亿元）	89.32

#### 最近一年股票与沪深 300 比较



#### 相关报告：

《氨纶承压拖累业绩，增量业务提供未来增长动能》

——2023 年 11 月 02 日

《氨纶业务短期承压，芳纶涂覆放量在即》

——2023 年 08 月 01 日

《芳纶龙头再展新翼，隔膜涂覆放量在即》

——2023 年 06 月 10 日

#### ■ 投资摘要

##### 事件概述

公司发布2023年年报及2024年一季度报告，2023年公司实现营业收入39.25亿元，同比增长4.67%；实现归母净利润3.33亿元，同比下降23.59%。2024年一季度实现营业收入9.66亿元，同比下降4.55%，环比下降4.83%；归母净利润0.25亿元，同比下降81.43%，环比下降54.55%。

##### 氨纶业务盈利下降拖累公司业绩，新旧产能转换完成实现降本增效

2023年公司营收小幅增长，但利润却出现一定程度的下滑，主要系氨纶业务盈利下降影响。氨纶行业竞争激烈，价格持续下跌，根据百川盈孚数据，截至4月29日，氨纶20D华东市场价格31900元/吨，年同比下跌14.93%，相较年初下跌5.34%；氨纶40D华东市场价格27500元/吨，年同比下跌15.38%，相较年初下跌6.14%。2023年，公司实施新旧动能转换，新产能集中投放，产线调试期过长，导致氨纶业务出现较大亏损。展望后市，目前氨纶行业仍处于产能扩张期（年内新增产能约30万吨），预计未来一段时间内氨纶价格仍将面临一定压力。近年来氨纶行业集中度不断提高，目前行业前五大企业产能超过70%，并且随着头部企业产能的不断扩张，行业集中度有望进一步提升。截至2023年底，公司氨纶产能约10万吨，居全国前五位，分布于烟台和宁夏两个生产基地，公司完成对老旧产能的淘汰，实现降本增效；我们认为，随着氨纶新旧产能转换的完成，公司在未来的行业竞争里具备一定的成本优势，并且随着下游纺服行业需求回暖，公司氨纶业务盈利有望筑底回升。

##### 芳纶产能持续投放，剑指全球芳纶行业领导企业

公司芳纶产能逐步投放，截至2023年底，具有芳纶产能约2.6万吨，居全球第三位，也是国内唯一一家产能过万吨的企业；公司持续加码芳纶业务，规划2.6万吨新增产能，目前正在建设当中；公司目标2030年间位、对位芳纶产能跃居全球第一，芳纶纸产能全球第二，剑指全球芳纶行业的领导者。近年来新能源汽车、航空、轨道交通的发展对轻质、安全的材料提出更高的要求，使得芳纶有了更多的应用场景；芳纶具有较高的技术壁垒，龙头企业盈利水平一直处于较好水平，2023年公司芳纶业务毛利率超过40%，贡献大部分盈利。我们认为随着公司不断加码芳纶业务，以及下游新兴应用场景的不断拓展，公司芳纶业务盈利将进一步提升。

##### 增量业务有望贡献新的利润增长极

依托对芳纶的深刻理解，公司投资建设芳纶涂覆隔膜项目，于2023年3月建成投产，实现千万平级芳纶涂覆生产线稳定运转，涂覆性能也得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，在动力电池、半固态电池等项目中取得较好进展，已经实现了小批量订单，新的车间和产线已在施工建设之中。绿色印染项目于2023年四季度建成投产，目前正在市场推广和产品测试阶段，传

统印染行业存量市场巨大，随着纺织业对绿色环保的要求越来越高，公司绿色印染技术未来发展空间广阔。我们认为，随着公司芳纶涂覆隔膜以及绿色印染项目的稳步推进，未来有望贡献新的利润增长点。

### ■ 投资建议

我们调整24-25年盈利预测，并新增26年盈利预测。预计24-26年归母净利润分别为4.91/5.63/7.09亿元，对应PE为19/17/13倍，维持“买入”评级。

### ■ 风险提示

项目建设不及预期、行业竞争格局恶化、原材料价格大幅波动

### ■ 数据预测与估值

单位：百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3925	4609	5850	6896
年增长率	4.7%	17.4%	26.9%	17.9%
归母净利润	333	491	563	709
年增长率	-23.6%	47.5%	14.6%	25.9%
每股收益（元）	0.39	0.57	0.65	0.82
市盈率（X）	28.53	19.34	16.88	13.40
市净率（X）	1.31	1.23	1.14	1.05

资料来源：Wind，上海证券研究所（2024年04月29日收盘价）

**公司财务报表数据预测汇总**
**资产负债表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	2605	923	-702	-2492
应收票据及应收账款	1058	991	1374	1614
存货	1213	1109	1463	1727
其他流动资产	710	700	826	947
流动资产合计	5585	3722	2962	1796
长期股权投资	84	104	120	137
投资性房地产	15	15	13	10
固定资产	5343	7589	9889	12442
在建工程	882	863	687	457
无形资产	449	581	704	822
其他非流动资产	1262	1510	1513	1517
非流动资产合计	8035	10662	12926	15384
<b>资产总计</b>	<b>13621</b>	<b>14384</b>	<b>15887</b>	<b>17181</b>
短期借款	659	746	767	764
应付票据及应付账款	2141	2220	2960	3397
合同负债	46	51	66	78
其他流动负债	963	1013	1120	1187
流动负债合计	3810	4030	4914	5427
长期借款	1252	1252	1252	1252
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	489	484	484	484
非流动负债合计	1741	1736	1736	1736
<b>负债合计</b>	<b>5551</b>	<b>5767</b>	<b>6650</b>	<b>7163</b>
股本	864	864	864	864
资本公积	4010	4021	4021	4021
留存收益	2561	3053	3616	4325
归属母公司股东权益	7252	7747	8310	9019
少数股东权益	818	870	927	999
<b>股东权益合计</b>	<b>8069</b>	<b>8617</b>	<b>9237</b>	<b>10018</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>13621</b>	<b>14384</b>	<b>15887</b>	<b>17181</b>

**现金流量表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流量</b>	<b>356</b>	<b>377</b>	<b>20</b>	<b>-20</b>
净利润	362	544	620	780
折旧摊销	446	-403	-644	-739
营运资金变动	-536	203	-2	-108
其他	84	32	46	47
<b>投资活动现金流量</b>	<b>-1846</b>	<b>-2141</b>	<b>-1619</b>	<b>-1720</b>
资本支出	-1771	-1960	-1607	-1706
投资变动	-94	-20	-13	-14
其他	20	-161	0	0
<b>筹资活动现金流量</b>	<b>2483</b>	<b>81</b>	<b>-25</b>	<b>-50</b>
债权融资	-269	128	21	-3
股权融资	3324	3	0	0
其他	-572	-50	-46	-47
<b>现金净流量</b>	<b>1002</b>	<b>-1682</b>	<b>-1625</b>	<b>-1790</b>

**利润表 (单位: 百万元)**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>3925</b>	<b>4609</b>	<b>5850</b>	<b>6896</b>
营业成本	2974	3344	4263	4934
营业税金及附加	19	23	30	35
销售费用	113	108	144	172
管理费用	275	273	364	432
研发费用	199	222	285	337
财务费用	-5	-3	30	59
资产减值损失	-44	-1	0	0
投资收益	45	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>439</b>	<b>641</b>	<b>734</b>	<b>927</b>
营业外收支净额	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>443</b>	<b>641</b>	<b>734</b>	<b>927</b>
所得税	81	96	114	147
净利润	362	544	620	780
少数股东损益	29	53	57	71
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>333</b>	<b>491</b>	<b>563</b>	<b>709</b>

**主要指标**

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力指标</b>				
毛利率	24.2%	27.4%	27.1%	28.4%
净利率	8.5%	10.7%	9.6%	10.3%
净资产收益率	4.6%	6.3%	6.8%	7.9%
资产回报率	2.4%	3.4%	3.5%	4.1%
投资回报率	3.1%	4.9%	5.6%	6.7%
<b>成长能力指标</b>				
营业收入增长率	4.7%	17.4%	26.9%	17.9%
EBIT 增长率	-14.5%	64.4%	19.8%	29.1%
归母净利润增长率	-23.6%	47.5%	14.6%	25.9%
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.39	0.57	0.65	0.82
每股净资产	8.40	8.97	9.62	10.44
每股经营现金流	0.41	0.44	0.02	-0.02
每股股利	0.30	0.00	0.00	0.00
<b>营运能力指标</b>				
总资产周转率	0.33	0.33	0.39	0.42
应收账款周转率	14.83	13.86	16.28	15.03
存货周转率	3.08	2.88	3.31	3.09
<b>偿债能力指标</b>				
资产负债率	40.8%	40.1%	41.9%	41.7%
流动比率	1.47	0.92	0.60	0.33
速动比率	1.10	0.62	0.28	-0.02
<b>估值指标</b>				
P/E	28.53	19.34	16.88	13.40
P/B	1.31	1.23	1.14	1.05
EV/EBITDA	15.03	46.53	104.56	57.91

资料来源: Wind, 上海证券研究所

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

### 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

### 投资评级体系与评级定义

<b>股票投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
<b>行业投资评级：</b>	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

#### 投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

### 免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(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。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断