

氨纶行业短期承压，芳纶产品盈利稳健

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-05-06

主要观点：

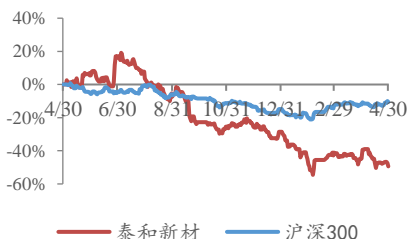
● 事件

收盘价 (元)	10.60
近 12 个月最高/最低 (元)	24.91/9.51
总股本 (百万股)	864
流通股本 (百万股)	812
流通股比例 (%)	93.98
总市值 (亿元)	92
流通市值 (亿元)	86

4月28日晚，公司公告2023年报及2024年一季报。公司2023年实现营收39.25亿元，同比增加4.67%；归母净利润3.33亿元，同比减少23.59%；扣非归母净利润2.35亿元，同比减少25.79%。公司第四季度实现营收10.15亿元，同比/环比+7.16%/+4.80%；归母净利润0.55亿元，同比/环比-58.36%/-13.97%；扣非归母净利润-0.01亿元，同比环比均转负。

公司2024年第一季度实现营收9.66亿元，同比/环比-4.55%/-4.83%；归母净利润0.25亿元，同比/环比-81.43%/-53.86%；扣非归母净利润0.07亿元，同比-94.47%，环比转正。

公司价格与沪深300走势比较



● 氨纶行业短期下行，业绩暂时承压

2023年随着下游需求的恢复和应用领域的拓展，氨纶需求量有所提升，但由于产能扩张加速，行业持续呈供过于求状态，受此影响，氨纶价格维持低位震荡，公司2023年氨纶营业收入为14.89亿元，同比-6.96%。产量/销量分别为6.32万吨/5.16万吨，销量同比增长28.57%。2023年泰和新材持续推进项目建设，淘汰落后产能，提升生产效率，降低生产成本，但由于氨纶价格持续低迷，2023年氨纶40D市场均价为31866.27元，同比下降24.99%。同时，公司新产能集中投放，生产线调试时间过长，导致公司氨纶业务出现一定程度亏损。2024年春节后，随着经济复苏纺服需求预期转好，下游采购心态逐渐转暖，氨纶价差已经有所修复，根据百川盈孚数据，2024年第一季度氨纶价差为12546.55元，环比增长7.30%，盈利能力有所修复。需求较四季度环比改善，但供应端仍有一定压力，预计2024年，氨纶需求端呈现弱复苏态势。

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

- 氨纶承压芳纶扩产，新材料打开第二增长曲线 2023-10-29
- 氨纶拖累二季度业绩，芳纶涂覆打开成长空间 2023-07-29
- 氨纶磨底芳纶景气延续，芳纶涂覆打开成长空间 2023-03-21

截至2023年末，公司氨纶名义产能为10万吨，因公司正在推进新旧产能更替，2023年年末实际产能为7万吨。目前公司氨纶产能分布为烟台1.5万吨+宁夏8.5万吨，公司顺利完成新旧产能置换及双基地布局。宁夏基地单吨氨纶的生产成本比烟台基地低2000-3000元，公司的盈利能力将显著增强。同时，新旧产能置换过程中，公司新增产能均为绿色差别化品种，提高粗旦丝、耐高温等大批号高附加值产品的供给能力，公司氨纶差异化程度进一步提升。后续，宁夏宁东基地拟新建10万吨PTMEG及用于配套氨纶项目，自产PTMEG将使得宁东基地氨纶进一步降低。

● 芳纶产品以量补价，积极扩展新应用领域，2023年盈利稳定

芳纶产品供需格局稳定，公司芳纶板块逆势获得稳定盈利，2023年芳

纶产量/销量达到 1.89 万吨/1.72 万吨，同比增长 25.86%/21.32%，实现稳步提升，毛利率 40.82%，同比上升 0.36pct。控股公司民士达 2023 年实现营收 3.40 亿元，同比增长 20.70%；归母净利润 0.82 亿元，同比增长 28.74%；毛利率 34.00%，增长 2.56pct。芳纶市场价格承压，不断下行。一方面由于下游光缆和过滤材料需求不足，另一方面由于帝人公司为了竞争市场份额而主动降价导致。

2023 年公司芳纶名义产能 2.6 万吨，因产能搬迁置换，实际有效产能约 2.1 万吨。为满足芳纶需求，公司拟募集不超过 30 亿元用于芳纶扩建和搬迁项目，其中间位芳纶规划 7000 吨搬迁项目、9000 吨新建项目；对位芳纶规划宁夏宁东新建 12000 吨项目、烟台泰和 3500 吨新建项目以及 1500 吨搬迁项目，到 2025 年间位及对位芳纶有望各形成 2 万吨产能，总产能较目前翻倍。芳纶纸方面，公司子公司民士达现有芳纶纸产能为 3000 吨，募投项目投产后将达到 4500 吨产能。

2023 年，公司加大芳纶新应用领域扩展步伐。间位芳纶方面，加大高附加值的色丝产销力度，重点保障防护等高端领域的供应，适当调整工业过滤领域的销量，同时顺应市场启动芳纶涂覆隔膜中试项目，打开间位芳纶未来需求空间；对位芳纶方面，以室外光缆、汽车胶管、复合材料等领域为重点，不断拓展市场份额。尤其是锂电池芳纶涂覆隔膜项目属于国内首家，具备稀缺性和开创性。

● 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。我们认为公司间位芳纶在锂电涂覆上的应用空间打开，公司目前是国内唯一芳纶涂覆供应商，具有很强的稀缺性。同时，2024 年公司主要产品氨纶景气度有望边际好转。由于芳纶需求不及预期以及行业竞争加剧，我们预计泰和新材 2024-2026 年归母净利润 5.05、7.27、8.11 亿元（2024-2025 原值 6.69、8.90 亿元），EPS 0.58/0.84/0.94 元，对应 PE 为 18.15X/12.60X/11.29X。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	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3925	5940	7615	8709
收入同比 (%)	4.7%	51.3%	28.2%	14.4%
归属母公司净利润	333	505	727	811
净利润同比 (%)	-23.6%	51.5%	44.0%	11.7%
毛利率 (%)	24.2%	19.7%	22.2%	23.4%
ROE (%)	4.6%	6.6%	8.6%	8.8%
每股收益 (元)	0.39	0.58	0.84	0.94
P/E	38.36	18.15	12.60	11.29
P/B	1.78	1.19	1.09	0.99
EV/EBITDA	15.03	5.56	4.62	2.66

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	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5585	8521	8252	10825	营业收入	3925	5940	7615	8709
现金	2605	4862	4113	5986	营业成本	2974	4768	5924	6667
应收账款	362	147	611	318	营业税金及附加	19	30	39	44
其他应收款	246	240	232	423	销售费用	113	125	176	212
预付账款	79	90	118	145	管理费用	275	317	455	531
存货	1213	1304	2020	1843	财务费用	-5	-31	-84	-65
其他流动资产	1081	1877	1158	2111	资产减值损失	-44	0	0	0
非流动资产	8035	8078	8486	9574	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	84	94	104	115	投资净收益	45	55	89	94
固定资产	5343	5611	6116	7425	营业利润	439	673	1038	1225
无形资产	449	537	654	749	营业外收入	5	15	15	12
其他非流动资产	2158	1836	1613	1285	营业外支出	2	5	3	3
资产总计	13621	16599	16739	20400	利润总额	443	683	1050	1234
流动负债	3810	6388	5737	8419	所得税	81	96	153	193
短期借款	659	718	777	732	净利润	362	587	897	1040
应付账款	991	1927	1894	2411	少数股东损益	29	82	170	229
其他流动负债	2160	3743	3066	5276	归属母公司净利润	333	505	727	811
非流动负债	1741	1635	1528	1467	EBITDA	834	1160	1550	1946
长期借款	1252	1145	1038	977	EPS (元)	0.39	0.58	0.84	0.94
其他非流动负债	489	489	489	490					
负债合计	5551	8022	7265	9886					
少数股东权益	818	900	1070	1299					
股本	864	857	857	857					
资本公积	4010	3938	3938	3938					
留存收益	2377	2882	3609	4420					
归属母公司股东权	7252	7677	8404	9215					
负债和股东权益	13621	16599	16739	20400					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	356	2786	145	3794
净利润	362	587	897	1040
折旧摊销	446	624	728	922
财务费用	42	34	37	38
投资损失	-45	-55	-89	-94
营运资金变动	-536	1656	-1374	1939
其他经营现金流	985	-1131	2216	-950
投资活动现金流	-1846	-367	-809	-1778
资本支出	-1771	-588	-1062	-1942
长期投资	-94	171	169	73
其他投资现金流	20	50	85	91
筹资活动现金流	2483	-161	-85	-144
短期借款	-254	59	59	-45
长期借款	29	-107	-107	-62
普通股增加	161	-7	0	0
资本公积增加	2975	-72	0	0
其他筹资现金流	-427	-34	-37	-37
现金净增加额	1002	2257	-749	1872

主要财务比率				
会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	4.7%	51.3%	28.2%	14.4%
营业利润	-15.9%	53.1%	54.2%	18.0%
归属于母公司净利	-23.6%	51.5%	44.0%	11.7%
获利能力				
毛利率 (%)	24.2%	19.7%	22.2%	23.4%
净利率 (%)	8.5%	8.5%	9.5%	9.3%
ROE (%)	4.6%	6.6%	8.6%	8.8%
ROIC (%)	3.1%	4.3%	6.1%	6.9%
偿债能力				
资产负债率 (%)	40.8%	48.3%	43.4%	48.5%
净负债比率 (%)	68.8%	93.5%	76.7%	94.0%
流动比率	1.47	1.33	1.44	1.29
速动比率	1.10	1.10	1.05	1.06
营运能力				
总资产周转率	0.33	0.39	0.46	0.47
应收账款周转率	14.83	23.32	20.09	18.74
应付账款周转率	2.94	3.27	3.10	3.10
每股指标 (元)				
每股收益	0.39	0.58	0.84	0.94
每股经营现金流	0.41	3.23	0.17	4.39
每股净资产	8.39	8.89	9.73	10.67
估值比率				
P/E	38.36	18.15	12.60	11.29
P/B	1.78	1.19	1.09	0.99
EV/EBITDA	15.03	5.56	4.62	2.66

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。