

聚合顺 (605166.SH)

公司快报

业绩增长显著，受益锦纶需求提振

投资要点

◆ **事件：**聚合顺发布 2023 年报和 2024 年一季报，2023 年实现收入 60.18 亿元，同比下降 0.31%；实现归母净利润 1.97 亿元，同比下降 18.78%；实现扣非归母净利润 1.92 亿元，同比下降 18.63%；毛利率 6.70%，同比提升 0.45pct。2024Q1，实现收入 16.39 亿元，同比增长 28.49%，环比下降 0.14%；实现归母净利润 0.70 亿元，同比增长 40.06%，环比增长 50.85%；实现扣非归母净利润 0.64 亿元，同比增长 29.63%，环比增长 42.07%；毛利率 7.94%，同比提升 0.35pct，环比提升 1.74 pct。

◆ **24Q1 量价齐升，业绩增长显著。**聚合顺主要产品为尼龙切片，2023 年尼龙切片实现收入 60.14 亿元，同比下降 0.30%；毛利率 6.70%，同比提升 0.45pct；产量 47.19 万吨，同比增长 4.03%；销量 47.78 万吨，同比增长 6.04%；销售价格 1.26 万元/吨，同比下降 5.98%。2024Q1 尼龙切片量价齐升，产量 12.53 万吨，同比增长 14.07%；销量 12.10 万吨，同比增长 15.98%；销售均价 1.35 万元/吨，同比变动 11.02%，环比变动 3.89%；原料己内酰胺均价 1.19 万元/吨，同比变动 10.38%，环比变动 5.74%；收入 16.39 亿元，同比增长 28.76%。

◆ **原料自给率提高叠加下游市场扩大，尼龙需求稳步增长。**尼龙切片下游应用领域广泛，民用锦纶纤维方面，市场差别化、新品种不断开发拓展使市场消费和出口需求继续增大，中高端需求大幅上升，户外运动等个性化需求增量高，市场增长空间巨大。工程塑料方面，我国汽车、电子电器、机械、高铁等行业的发展，对 PA6 工程塑料的需求继续增长，尤其是对中高端、高性能的尼龙 6 工程塑料需求将增长。薄膜领域方面，预计未来在食品包装领域需求增长的驱动下，我国尼龙薄膜的产量将保持增长态势。据聚合顺年报和可转债募集说明书，作为全球最大的尼龙 6 需求国，中国尼龙 6 产品的需求量持续较高速度增长，2012 年-2023 年我国尼龙 6 切片表观消费量约由 196 万吨增长至 471.8 万吨，复合增长率约 8.29%，增长速度远超全球整体水平。随着国内尼龙 6 产业技术的进步，产品进口依赖度不断降低，进口替代趋势明显，2023 年进口量仅为 22.62 万吨，2023 年产量和表观消费量分别为 497.5 万吨和 471.8 万吨，同比增长约 10.95%和 9.93%。上游原料方面，随着中国石化打破国外少数公司垄断局面开发自主知识产权的己内酰胺成套生产技术，国内己内酰胺生产能力、产量得到了快速增长。我国己内酰胺产量由 2012 年的 72 万吨增长至 2022 年 443.3 万吨，年均复合增长率为 20.01%。2023 年底国内己内酰胺的产能达到 651 万吨，全年产量 505 万吨，表观消费量 511 万吨。

◆ **项目稳步推进，产能加码。**聚合顺截止 2023 年底拥有 51 万吨尼龙 6 产能，其中杭州一期 26 万吨超负荷运行，常德 7 万吨于 2023 年 9 月由租赁改为自有生产并进行技改升级，滕州一期 18 万吨分 3 条线分别于 2022 年 12 月、2023 年 4 月和 2023 年 6 月投产，2023 年公司实现尼龙切片产量 47 万吨。当前在建项目主要有滕州二期 18 万吨尼龙 6，杭州二期 12.4 万吨尼龙 6 及共聚尼龙等，将进一步扩充公司尼龙 6 产能，同时淄博一期在建 8 万吨产能将品类拓展到尼龙 66 产品。项目建设稳步推进，产能规模持续提升，助推未来成长。

基础化工 | 锦纶 III

投资评级

增持-B(首次)

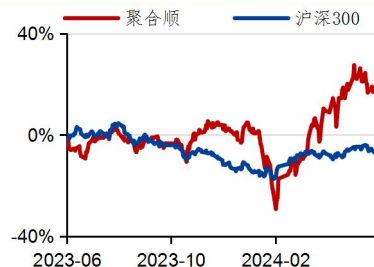
股价(2024-06-04)

11.13 元

交易数据

总市值(百万元)	3,512.24
流通市值(百万元)	3,512.24
总股本(百万股)	315.57
流通股本(百万股)	315.57
12个月价格区间	11.97/7.33

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.34	28.89	22.07
绝对收益	-2.02	31.1	15.7

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号：S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告



◆ **投资建议：**聚合顺专注于尼龙6切片生产销售，后期拓展到尼龙66产品，行业在锦纶需求结构性提升背景下景气上行，项目建设投产助力产销增长。预计公司2024-2026年收入分别为69.90/88.45/104.05亿元，同比增长16.1%/26.5%/17.6%，归母净利润分别为2.85/3.80/4.86亿元，同比增长44.9%/33.2%/28.1%，对应PE分别为12.3x/9.3x/7.2x；首次覆盖，给予“增持-B”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；行业竞争超预期；原料大幅波动；项目进度不确定性。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	6,037	6,018	6,990	8,845	10,405
YoY(%)	11.7	-0.3	16.1	26.5	17.6
归母净利润(百万元)	242	197	285	380	486
YoY(%)	1.4	-18.8	44.9	33.2	28.1
毛利率(%)	6.3	6.7	7.7	8.1	8.5
EPS(摊薄/元)	0.77	0.62	0.90	1.20	1.54
ROE(%)	13.5	11.3	14.3	16.5	17.7
P/E(倍)	14.5	17.9	12.3	9.3	7.2
P/B(倍)	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3
净利率(%)	4.0	3.3	4.1	4.3	4.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

尼龙切片：滕州、杭州、淄博项目陆续投产爬坡，尼龙切片产销稳步增长，价格和毛利率随需求拉动稳中有增，预计 2024-2026 年收入分别为 69.85/88.40/104.00 亿元，毛利率分别为 7.72%/8.08%/8.46%。

表 1：公司业务分拆和预测

聚合顺	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入（百万元）	6037.02	6018.37	6989.61	8844.84	10405.08
YoY (%)	11.70%	-0.31%	16.14%	26.54%	17.64%
毛利率 (%)	6.26%	6.70%	7.72%	8.08%	8.46%
尼龙切片					
收入（百万元）	6032.26	6013.98	6985.00	8840.00	10400.00
YoY (%)	15.38%	-0.30%	16.15%	26.56%	17.65%
毛利率 (%)	6.25%	6.70%	7.72%	8.08%	8.46%
其他					
收入（百万元）	4.76	4.39	4.61	4.84	5.08
YoY (%)	-97.30%	-7.77%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率 (%)	16.60%	7.06%	7.00%	7.00%	7.00%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

我们选择锦纶行业台华新材、神马股份、三联虹普作为可比公司，2024-2026 可比公司平均 PE 分别为 16.2x/12.0x/10.0x，聚合顺对应 PE 分别为 12.3x/9.3x/7.2x。聚合顺专注于尼龙切片生产销售，稳步扩产爬坡助力产销增长，锦纶需求带动行业景气上行，当前估值较有吸引力。

表 2：可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
603055.SH	台华新材	12.07	107	0.70	0.87	1.05	17.1	13.9	11.5
600810.SH	神马股份	6.99	73	0.39	0.64	0.73	17.7	11.0	9.6
300384.SZ	三联虹普	15.26	49	1.10	1.38	1.71	13.8	11.1	8.9
平均值							16.2	12.0	10.0
605166.SH	聚合顺	11.13	35	0.9	1.2	1.54	12.3	9.3	7.2

资料来源：数据截止 2024 年 6 月 4 日，wind（可比公司采用 wind 一致预期），华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	2900	3268	3588	3750	4304	营业收入	6037	6018	6990	8845	10405
现金	1847	2088	2315	2407	2821	营业成本	5659	5615	6450	8130	9525
应收票据及应收账款	171	75	89	119	112	营业税金及附加	14	13	15	18	20
预付账款	178	187	212	230	290	营业费用	11	11	13	14	16
存货	361	248	268	312	368	管理费用	31	37	38	47	54
其他流动资产	343	670	703	681	713	研发费用	112	158	168	208	234
非流动资产	1093	1417	1585	1920	2183	财务费用	-68	-48	-49	-53	-58
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-5	6	0	0	0
固定资产	613	937	1088	1365	1578	公允价值变动收益	-2	0	0	0	0
无形资产	98	205	235	272	317	投资净收益	-9	-6	0	0	0
其他非流动资产	382	276	262	282	288	营业利润	272	240	355	480	615
资产总计	3993	4685	5173	5669	6487	营业外收入	6	0	0	0	0
流动负债	1846	2517	2678	2772	3047	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	278	239	355	480	615
应付票据及应付账款	1729	2389	2479	2524	2768	所得税	38	22	32	44	56
其他流动负债	117	129	198	249	280	税后利润	240	217	322	436	559
非流动负债	372	242	248	253	280	少数股东损益	-2	20	37	57	73
长期借款	347	207	213	218	245	归属母公司净利润	242	197	285	380	486
其他非流动负债	25	35	35	35	35	EBITDA	301	262	374	514	664
负债合计	2218	2759	2925	3026	3327	主要财务比率					
少数股东权益	194	215	252	308	381	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	316	316	316	316	316	成长能力					
资本公积	502	503	503	503	503	营业收入(%)	11.7	-0.3	16.1	26.5	17.6
留存收益	735	865	1059	1320	1656	营业利润(%)	0.1	-11.6	47.7	35.5	28.1
归属母公司股东权益	1581	1711	1996	2335	2778	归属于母公司净利润(%)	1.4	-18.8	44.9	33.2	28.1
负债和股东权益	3993	4685	5173	5669	6487	获利能力					
						毛利率(%)	6.3	6.7	7.7	8.1	8.5
						净利率(%)	4.0	3.3	4.1	4.3	4.7
						ROE(%)	13.5	11.3	14.3	16.5	17.7
						ROIC(%)	11.2	9.3	12.1	14.6	16.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	55.5	58.9	56.5	53.4	51.3
						流动比率	1.6	1.3	1.3	1.4	1.4
						速动比率	1.1	0.9	0.9	0.9	1.0
						营运能力					
						总资产周转率	1.6	1.4	1.4	1.6	1.7
						应收账款周转率	37.9	48.8	85.0	85.0	90.0
						应付账款周转率	3.3	2.7	2.7	3.3	3.6
						估值比率					
						P/E	14.5	17.9	12.3	9.3	7.2
						P/B	2.3	2.1	1.8	1.5	1.3
						EV/EBITDA	7.4	7.2	4.7	3.4	2.2

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn