

投资评级 优于大市 首次覆盖

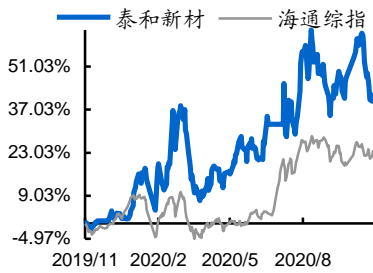
氨纶受益行业集中度提升, 芳纶盈利有望持续

股票数据

11月23日收盘价(元)	15.83
52周股价波动(元)	10.34-17.57
总股本/流通A股(百万股)	684/394
总市值/流通市值(百万元)	10834/6236

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	1.0	4.1	1.0
相对涨幅(%)	-5.1	-3.4	-5.1

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 刘海荣

Tel: (021) 23154130

Email: lhr10342@htsec.com

证书: S0850517080010

投资要点:

- **氨纶龙头受益行业集中度提升, 芳纶龙头受益行业盈利提升。** 公司是国内氨纶和芳纶行业龙头企业, 其中氨纶产能居国内前五, 目前拥有烟台和宁夏两个基地, 其中宁夏产能规模为3万吨; 公司芳纶产品包括间位芳纶和对位芳纶, 是我国芳纶行业主要参与者。2019年公司实现营收25.42亿元, 同比增长17.01%; 实现归母净利润2.16亿元, 同比增长38.32%。
- **氨纶行业供给过剩, 行业集中度有望提升。** 2019年国内氨纶总产能达85万吨, 同比增长约8.1%; 而国内氨纶需求量仅为约62万吨, 同比增长仅5.8%。目前氨纶行业供给过剩, 氨纶价格底部运行, 中小型氨纶工厂及老装置开工减停量明显增多, 中小企业陆续被淘汰出局, 后期行业集中度有望提升。公司抓住行业整合的机会, 将在烟台新建1.5万吨粗旦丝氨纶、宁夏新建3万吨细旦丝氨纶, 而公司宁夏的生产成本每吨低2000-3000元, 优异的成本优势有望帮助公司度过行业寒冬, 受益集中度提升。
- **芳纶供需偏紧盈利提升, 公司积极扩产。** 间位芳纶具有优异的耐高温、阻燃、绝缘性能, 广泛用于安全防护、环境保护、轨道交通等领域; 对位芳纶具有优异的耐高温、阻燃、高强度、高模量性能, 广泛用于光缆、汽车、防护等领域。芳纶行业竞争相对寡头, 2017年以来, 由于供应偏紧, 需求增长, 行业盈利不断改善。2019年公司芳纶行业实现营收10.1亿元, 同比增长10%; 毛利率同比显著提升6.81个百分点至44.22%。公司抓住行业机遇, 2020年6月3000吨高性能对位芳纶建成投产, 同时公司拥有7000吨间位芳纶, 在建4000吨产能, 后续随着产能释放业绩有望持续增厚。
- **发行股份吸收合并泰和集团, 募集配套资金建设3000吨芳纶纸基材料。** 公司公告发行股份收购泰和集团100%股权和民士达65.02%股权, 分别作价21.69亿元和2.05亿元, 发行价格为9.27元/股; 本次合计发行股份数量为2.56亿股, 同时泰和集团原持有的2.17亿股股票被注销, 交割完毕后公司实际新增股份数量为3922万股。同时公司已募集配套资金5亿元, 用于年产3000吨高性能芳纶纸基材料和补充流动资金。我们认为通过此次收购, 泰和集团旗下化纤生产配套资产将整体注入上市公司, 同时公司主业将向下游芳纶纸及其衍生产品延伸, 公司竞争实力有望得到进一步提高。
- **盈利预测与估值区间。** 我们预计公司2020-2022年EPS分别为0.39、0.57、0.75元/股, 结合可比公司估值, 给予2020年42-45倍PE, 对应合理价值区间16.38-17.55元, 首次覆盖给予优于大市评级。
- **风险提示。** 氨纶价格下跌、芳纶价格下跌、新项目投产低于预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2172	2542	2753	3225	3718
(+/-)YoY(%)	39.7%	17.0%	8.3%	17.1%	15.3%
净利润(百万元)	156	216	270	388	511
(+/-)YoY(%)	56.3%	38.3%	24.8%	43.6%	31.9%
全面摊薄EPS(元)	0.23	0.32	0.39	0.57	0.75
毛利率(%)	17.3%	18.1%	20.6%	22.9%	24.8%
净资产收益率(%)	7.3%	9.2%	7.8%	10.0%	11.7%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

公司主要产品为氨纶和芳纶，我们判断：

(1) 公司氨纶销量今年受疫情影响没有增长，未来两年保持 10% 复合增速，同时随着行业集中度提升，产品价格和毛利率将小幅提升缓慢回暖。

(2) 对位芳纶 2020 年新增 3000 吨产能，2021-2022 年随着产能逐步释放，销量有所增加，产品价格和毛利率保持稳定。

(3) 间位芳纶将扩产 4000 吨，产能释放节奏较慢，销量缓慢增加，产品价格和毛利率保持稳定。

表 1 2020-2022 年泰和新材分业务盈利预测

项目	2019	2020E	2021E	2022E
氨纶				
销售收入 (百万元)	1508	1553	1738	1946
毛利率 (%)	0%	2%	4%	6%
销售成本 (百万元)	1505	1522	1669	1829
对位芳纶				
销售收入 (百万元)	242	323	484	645
毛利率 (%)	51%	51%	51%	51%
销售成本 (百万元)	119	158	237	316
间位芳纶				
销售收入 (百万元)	768	853	975	1097
毛利率 (%)	42%	42%	42%	42%
销售成本 (百万元)	445	495	565	636
其他				
销售收入 (百万元)	24	25	28	30
毛利率 (%)	51%	51%	51%	51%
销售成本 (百万元)	12	12	14	15
合计				
销售收入 (百万元)	2542	2753	3225	3718
毛利率 (%)	18%	21%	23%	25%
销售成本 (百万元)	2081	2187	2485	2796

资料来源：公司 2019 年年报，海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价 (元)	EPS (元/股)				PE (倍)			
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
光威复材	300699.SZ	71.06	1.01	1.25	1.59	1.99	70	57	45	36
新乡化纤	000949.SZ	3.77	0.1	0.08	0.15	0.19	38	47	25	20
三友化工	600409.SH	9.97	0.33	0.17	0.54	0.7	30	59	18	14
平均							46	54	29	23

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为 2020 年 11 月 23 日收盘价，每股收益均为 WIND 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	2542	2753	3225	3718
每股收益	0.32	0.39	0.57	0.75	营业成本	2081	2187	2485	2796
每股净资产	3.43	5.08	5.65	6.39	毛利率%	18.1%	20.6%	22.9%	24.8%
每股经营现金流	0.42	0.85	1.13	0.65	营业税金及附加	20	22	26	30
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	87	94	111	127
P/E	46.52	37.29	25.96	19.69	营业费用率%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
P/B	4.29	2.89	2.60	2.30	管理费用	82	88	104	119
P/S	3.53	3.65	3.12	2.71	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EV/EBITDA	15.09	18.38	14.75	12.82	EBIT	206	290	416	548
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-1	32	32	32
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.1%	1.2%	1.0%	0.9%
毛利率	18.1%	20.6%	22.9%	24.8%	资产减值损失	-18	0	0	0
净利润率	8.5%	9.8%	12.0%	13.7%	投资收益	18	19	22	26
净资产收益率	9.2%	7.8%	10.0%	11.7%	营业利润	246	309	444	585
资产回报率	5.0%	4.7%	6.1%	7.5%	营业外收支	2	0	0	0
投资回报率	4.9%	5.3%	7.0%	8.4%	利润总额	248	309	444	585
盈利增长 (%)					EBITDA	422	500	625	757
营业收入增长率	17.0%	8.3%	17.1%	15.3%	所得税	33	41	59	78
EBIT 增长率	57.0%	40.9%	43.5%	31.8%	有效所得税率%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
净利润增长率	38.3%	24.8%	43.6%	31.9%	少数股东损益	-2	-2	-3	-4
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	216	270	388	511
资产负债率	36.8%	33.1%	33.7%	30.6%					
流动比率	2.96	3.10	2.52	2.44	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	2.34	2.55	2.07	1.87	货币资金	910	1782	1742	1265
现金比率	1.31	1.74	1.37	1.05	应收账款及应收票据	469	574	636	737
经营效率指标					存货	424	556	569	676
应收账款周转天数	10.35	16.96	13.97	13.76	其它流动资产	261	257	260	263
存货周转天数	74.47	92.75	83.61	88.18	流动资产合计	2064	3168	3207	2940
总资产周转率	0.59	0.48	0.50	0.54	长期股权投资	43	43	43	43
固定资产周转率	1.71	1.74	1.86	1.93	固定资产	1489	1586	1731	1927
					在建工程	382	582	972	1412
					无形资产	166	221	281	352
					非流动资产合计	2241	2594	3188	3896
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	4305	5762	6396	6836
净利润	216	270	388	511	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-2	-2	-3	-4	应付票据及应付账款	503	810	1051	965
非现金支出	234	210	209	209	预收账款	24	32	36	40
非经营收益	-23	13	10	7	其它流动负债	170	180	185	201
营运资金变动	-136	93	170	-276	流动负债合计	697	1022	1272	1205
经营活动现金流	290	584	774	447	长期借款	811	811	811	811
资产	-650	-563	-804	-917	其它长期负债	74	74	74	74
投资	428	0	0	0	非流动负债合计	886	886	886	886
其他	14	19	22	26	负债总计	1583	1908	2157	2091
投资活动现金流	-208	-544	-782	-891	实收资本	611	684	684	684
债权募资	622	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2345	3478	3866	4377
股权募资	84	74	0	0	少数股东权益	378	376	373	369
其他	-225	758	-32	-32	负债和所有者权益合计	4305	5762	6396	6836
融资活动现金流	481	831	-32	-32					
现金净流量	565	872	-40	-476					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 11 月 23 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
刘海荣 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 新洋丰,七彩化学,东岳硅材,建龙微纳,皇马科技,梅花生物,双一科技,龙蟠科技,和远气体,诺普信,山东赫达,浙江医药,百傲化学,东来技术,玲珑轮胎,利安隆,扬农化工,亚钾国际,浙江龙盛,三角轮胎,昊华科技,鲁西化工,三友化工,雅本化学,中旗股份,苏博特,国光股份,利民股份,元力股份,光华科技

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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,未经海通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。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。