

泰和新材(002254)/化工

双基地战略适应市场变化，整体上市提升竞争力

评级：买入(首次覆盖)

市场价格：16.23

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email：xienan@r.qlzq.com.cn

分析师：张波

执业证书编号：S0740520020001

Email：zhangbo@r.qlzq.com.cn

基本状况

| | |
|----------|-------|
| 总股本(亿股) | 6.50 |
| 流通股本(亿股) | 3.94 |
| 市价(元) | 16.23 |
| 市值(亿元) | 106 |
| 流通市值(亿元) | 64 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 2,172 | 2,542 | 2,321 | 2,505 | 3,382 |
| 增长率 yoy% | 39.72% | 17.01% | -8.69% | 7.92% | 35.01% |
| 净利润(百万元) | 156 | 216 | 304 | 404 | 539 |
| 增长率 yoy% | 56.25% | 38.32% | 40.49% | 32.82% | 33.62% |
| 每股收益(元) | 0.24 | 0.33 | 0.47 | 0.62 | 0.83 |
| 净资产收益率 | 7.25% | 9.22% | 11.59% | 12.47% | 14.66% |
| P/E | 67.47 | 48.78 | 34.72 | 26.14 | 19.56 |
| P/B | 4.89 | 4.50 | 4.03 | 3.26 | 2.87 |

注：股价取自 2020 年 10 月 16 日收盘价

投资要点

- **国内芳纶和氨纶双龙头企业。**公司是国内首家氨纶生产企业，产能居国内前五位；公司是我国芳纶产业的开拓者和领军企业，产能均位居国内首位。公司产品主要应用于下游纺织服装、个体防护、电气绝缘、光缆等领域。公司现有产能为 75000 吨/年氨纶、7000 吨/年间位芳纶和 4500 吨对位芳纶，公司远期产能目标为 90000 吨氨纶、12000 吨间位氨纶和 12000 吨对位氨纶。公司收购民士达纸业，其拥有 1500 吨/年芳纶纸产能，公司产业链进一步向下游延伸。
- **芳纶需求旺盛，公司积极扩张。**公司芳纶业务产品主要是间位芳纶和对位芳纶。随着我国高端装备制造业的发展，国产芳纶在通信、汽车、航空、轨道交通等领域的用量也将逐步增加。间位芳纶方面，由于供应偏紧、需求增长，同时受到原料成本上涨的推动，芳纶销售价格持续上涨，公司及时调整产能，在烟台园区推进 8000 吨/年防护用高性能间位芳纶高效集成产业化项目。对位芳纶方面，下游需求持续增加，军用头盔、战术手套等军民融合项目相继落地，经济效益大幅增加，公司在宁夏园区 3000 吨/年高性能对位芳纶已经投产。
- **氨纶底部向好。**尽管 2020 年氨纶行业预计新增产能较多，但在宏观经济压力加大、氨纶盈利维持低位的情况下，真正拥有扩产能力的仅有位于成本线左侧的龙头企业。未来一方面随着原油与 MDI 价格见底回升，成本端支撑氨纶价格；另一方面，纺织行业在经历疫情冲击后正缓慢回暖，需求端存改善预期，预计未来氨纶价格向下空间有限，待新产能逐步消化后，氨纶价格中枢有望上移。
- **产能持续投放，助力公司发展。**公司持续资本开支，新产能陆续释放。2020 年 6 月，公司宁夏基地 3000 吨对位芳纶已投产，目前处于产能爬坡阶段。公司烟台基地 4000 吨间位芳纶预计 2020 年年底投产。公司宁夏基地 3 万吨绿色差别化氨纶智能制造工程项目预计 2021 年底投料试车。公司烟台基地新建 3 万吨高效差别化粗旦氨纶，分为两期各 1.5 万吨，一期预计 2021 年底投产。
- **“买入”评级。**预测公司 2020-2022 年营收分别为 23.21、25.05 和 33.82 亿元，归母净利润分别为 3.04、4.04 和 5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.62 和 0.83 元，PE 分别为 35 倍、26 倍和 20 倍，首次覆盖，给与“买入”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、环保与安全风险、项目建设不达预期风险。

内容目录

| | |
|-------------------------------------------|---------------|
| 1 泰和新材：双基地战略适应市场变化，整体上市提升竞争力 | - 5 - |
| 1.1 专注高性能纤维，积极布局差别化产品 | - 5 - |
| 1.2 重大资产重组实现整体上市，产业链布局更加完善 | - 7 - |
| 1.3 公司业绩持续向好 | - 8 - |
| 2 氨纶行业：行业趋势向好 | - 11 - |
| 2.1 氨纶：纺织品中的“工业味精” | - 11 - |
| 2.2 供给端：盈利驱动转向份额驱动，龙头格局初显 | - 12 - |
| 2.3 需求端：消费增速领先服装行业增速 | - 16 - |
| 2.4 行业趋势：产能西迁，产品差异化 | - 19 - |
| 2.5 价格变动与产能周期密切相关 | - 20 - |
| 3 芳纶行业：行业景气不断上行，看好未来发展 | - 22 - |
| 3.1 芳纶应用领域广泛，多次被列入国家战略新兴产业 | - 22 - |
| 3.2 芳纶供不应求，进口依赖性强 | - 24 - |
| 3.3 对位芳纶需求旺盛，进口替代潜力巨大 | - 25 - |
| 3.4 间位芳纶需求不断增长 | - 27 - |
| 4 盈利预测及估值 | - 29 - |
| 5 风险提示 | - 30 - |

图表目录

| | |
|-----------------------------------|--------|
| 图表 1: 公司发展历史..... | - 5 - |
| 图表 2: 公司主要产品介绍 | - 5 - |
| 图表 3: 公司主要产品现有及新增产能 (万吨) | - 6 - |
| 图表 4: 公司股权结构..... | - 7 - |
| 图表 5: 公司 2008-20120H1 年营业收入 | - 8 - |
| 图表 6: 公司 2008-2020H1 年归母净利润 | - 8 - |
| 图表 7: 营收占比 (分产品) | - 8 - |
| 图表 8: 营收占比 (分地区) | - 8 - |
| 图表 9: 公司销售毛利率 | - 9 - |
| 图表 10: 公司销售毛利率 (分产品) | - 9 - |
| 图表 11: 公司三费情况..... | - 9 - |
| 图表 12: 公司研发支出占营收比例..... | - 9 - |
| 图表 13: 民士达营业收入 | - 10 - |
| 图表 14: 民士达归母净利润..... | - 10 - |
| 图表 15: 氨纶产业链 | - 11 - |
| 图表 16: 中国是全球最大的氨纶生产国..... | - 12 - |
| 图表 17: 我国氨纶产能利用率 | - 12 - |
| 图表 18: 我国氨纶扩产由盈利驱动转为份额驱动 | - 13 - |
| 图表 19: 我国氨纶行业产能集中度逐渐提高..... | - 14 - |
| 图表 20: 近年我国氨纶退出产能..... | - 14 - |
| 图表 21: 2020 年国内氨纶有效产能统计 | - 15 - |
| 图表 22: 2020-2021 年氨纶新增产能 | - 15 - |
| 图表 23: 氨纶下游与其他化纤重合度较高 | - 16 - |
| 图表 24: 氨纶消费增速领先服装行业增速 | - 16 - |
| 图表 25: 我国氨纶需求结构 | - 17 - |
| 图表 26: 我国氨纶表观消费量及增速..... | - 17 - |
| 图表 27: 2003-2019 年我国氨纶进出口情况 | - 17 - |
| 图表 28: 2019 年我国氨纶进出口国家及占比..... | - 17 - |
| 图表 29: 我国服装类零售额及增速 | - 18 - |
| 图表 30: 我国纺织服装、服饰业出口交货值..... | - 18 - |
| 图表 31: 全球主要经济体 GDP 同比增速 | - 18 - |
| 图表 32: 疫情对纺服行业冲击正逐渐消化 | - 18 - |
| 图表 33: 氨纶产能向西部转移..... | - 19 - |

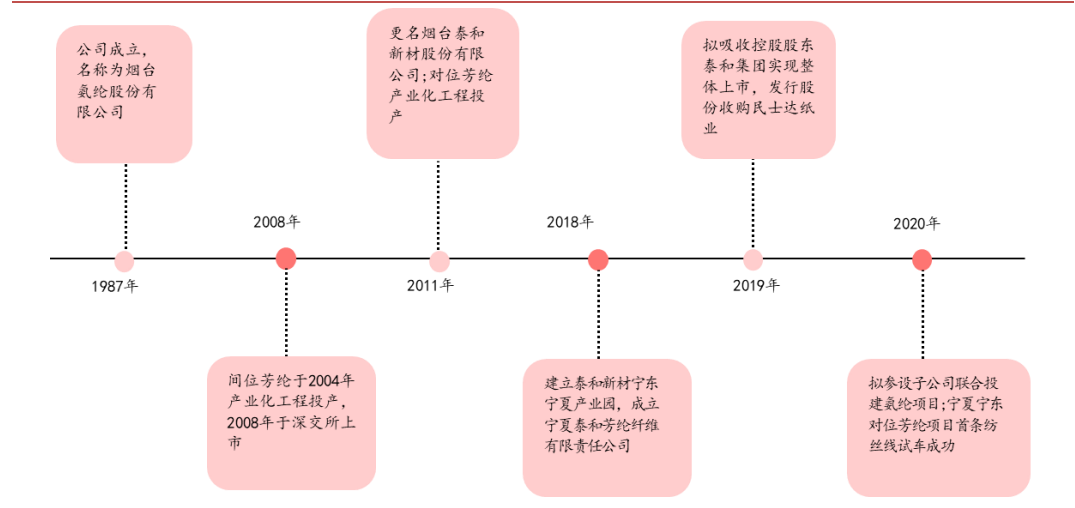
| | |
|-----------------------------|--------|
| 图表 34: 高性能差别化氨纶种类 | - 20 - |
| 图表 35: 氨纶价格变动影响因素 | - 20 - |
| 图表 36: 氨纶价格价差 | - 21 - |
| 图表 37: 氨纶行业开工率变化 | - 21 - |
| 图表 38: 芳纶上下游产业链 | - 22 - |
| 图表 39: 芳纶行业发展历史 | - 23 - |
| 图表 40: 芳纶行业相关政策 | - 23 - |
| 图表 41: 国内芳纶行业产能 (吨/年) | - 24 - |
| 图表 42: 国内芳纶行业产量 (吨) | - 24 - |
| 图表 43: 全球芳纶主要生产企业 | - 24 - |
| 图表 44: 间位芳纶生产厂商占有情况 | - 25 - |
| 图表 45: 对位芳纶主要生产厂商占有情况 | - 25 - |
| 图表 46: 全球对位芳纶产量和消费量 | - 25 - |
| 图表 47: 国内对位芳纶产量和消费量 | - 25 - |
| 图表 48: 对位芳纶价格走势上涨 | - 26 - |
| 图表 49: 全球对位芳纶应用领域 | - 26 - |
| 图表 50: 国内对位芳纶应用领域 | - 26 - |
| 图表 51: 我国光缆线路长度 | - 27 - |
| 图表 52: 我国光纤产量 | - 27 - |
| 图表 53: 对位芳纶扩产计划 | - 27 - |
| 图表 54: 全球间位芳纶应用领域 | - 27 - |
| 图表 55: 国内间位芳纶应用领域 | - 27 - |
| 图表 56: 芳纶纸主要生产企业及产能 | - 28 - |
| 图表 57: 盈利预测业务拆分 | - 29 - |
| 图表 58: 可比公司估值 | - 29 - |
| 图表 59: 盈利预测 | - 31 - |

1 泰和新材：双基地战略适应市场变化，整体上市提升竞争力

1.1 专注高性能纤维，积极布局差别化产品

泰和新材为国内氨纶、芳纶双龙头生产企业。公司原名为烟台氨纶股份有限公司，创建于1987年，是一家以高性能纤维的研发、生产和销售为主营业务的高新技术企业，2008年6月在深交所上市。2011年更名为烟台泰和新材料股份有限公司，是中国第一家氨纶、间位芳纶生产企业，率先实现了氨纶、间位芳纶和对位芳纶的产业化生产，先后填补国内高性能纤维领域的多项空白。

图表 1：公司发展历史



资料来源：公司公告、中泰证券研究所

图表 2：公司主要产品介绍

| 产品名称 | 产能 (吨/年) | 品种性能 | 应用领域 |
|----------|-------------|------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 纽士达®氨纶 | 75000 | 涵盖 10D-2000D 各种规格，形成消光、有色、耐氯、易染、高伸长、低应力等六大系列不同性能的产品，具有质量稳定、规格齐全、条干均匀、产品差异化的特点 | 主要应用于纺织品服装和产业用纺织品及医用保健纺织品等领域，在“三枪”、“宜而爽”、“红豆”、“雅戈尔”、“金利来”、“梦娜”、“浪莎”、“阿迪达斯”、“匹克”等知名品牌上大量应用 |
| 泰美达®间位芳纶 | 7000 | 拥有本白短纤维、原液着色纤维、长丝、导电纤维等 11 大系列 230 多个品种，具有热稳定性、阻燃性和电绝缘性的特点 | 安全防护领域：防护服装、防护手套等安全防护装备；环境保护领域：针刺无纺布、机织滤布，广泛应用于钢铁、筑路等行业的高温烟气过滤；现代工业领域：在各类高温输送装备、电力变送装备、电气绝缘装备及其他工业生产领域得到广泛应用。 |
| 泰普龙®对位芳纶 | 4500 | 拥有高强型、高模型、常规型三大产品系列，开发出亮黑、大红、藏青等多色系原液着色纤维，拥有长丝、短纤、纱线、捻线、机织布、浆粕等差别化产品，具有热稳定性和力学性能特点 | 在信息通信、安全防护、汽车工业等领域得到应用，并逐步向新能源、航空航天等高端应用领域延伸。 |

资料来源：公司官网、中泰证券研究所

专注高性能纤维，氨纶、芳纶产能位居行业前列。公司专业从事氨纶、芳纶等高性能纤维的研发生产及销售，主导产品为纽士达®氨纶、泰美达®间位芳纶、泰普龙®对位芳纶及其上下游制品。氨纶主要应用在纺织领域及医疗卫生领域，用于增加织物的弹性，被誉为纺织品中的“调味品”，氨纶现有年产能为 75000 吨，居国内前五位；间位芳纶具有优异的耐高温、阻燃、绝缘性能，广泛应用于个体防护、环境保护、航空航天、电气绝缘等领域，间位芳纶年产能为 7000 吨，位居全球第二位；对位芳纶同时具有耐高温、阻燃、高强度、高模量等优异的综合性能，不仅是国防军工、安防反恐必需的关键材料，还广泛应用于光缆、汽车等领域，具有广阔的市场前景，对位芳纶年产能为 4500 吨，居全球第四位。

芳纶产能逐步释放，双基地战略重塑竞争力。目前氨纶市场同质化产品竞争激烈，行业产能过剩，差异化、功能性等高附加值产品需求增长，为适应未来市场的变化的需要，公司在兼顾原有的差别化竞争策略基础上，实施烟台、宁夏双基地战略。在烟台基地，公司开辟新园区，新建 3 万吨高效差别化粗旦氨纶项目，该项目分为两期各 1.5 万吨，一期预计 2021 年底建成投产。在宁夏基地，公司已有 3 万吨产能投入生产，利用宁夏基地生产要素价格相对较低的优势，实施低成本扩张策略新建年产 3 万吨绿色差别化氨纶智能制造项目，预计 2021 年底投料试车，公司计划 2022 年氨纶产能达到 9 万吨。

芳纶行业供需不匹配，现有的芳纶产能无法满足市场的需求，大规模依靠进口，公司计划投资 35 亿元，形成间位芳纶产能 1.2 万吨，对位芳纶产能 1.2 万吨，推进芳纶产品集群建设，突出链条化、多元化、规模化发展，保持并扩大在国内的绝对竞争优势。目前宁夏 3000 吨对位芳纶试车成功，该项目将填补我国西北地区高性能功能性纤维材料空白，烟台一期 4000 吨间位芳纶项目于 2019 年 5 月底开工建设，预计 2020 年年底投产。

图表 3：公司主要产品现有及新增产能（万吨）

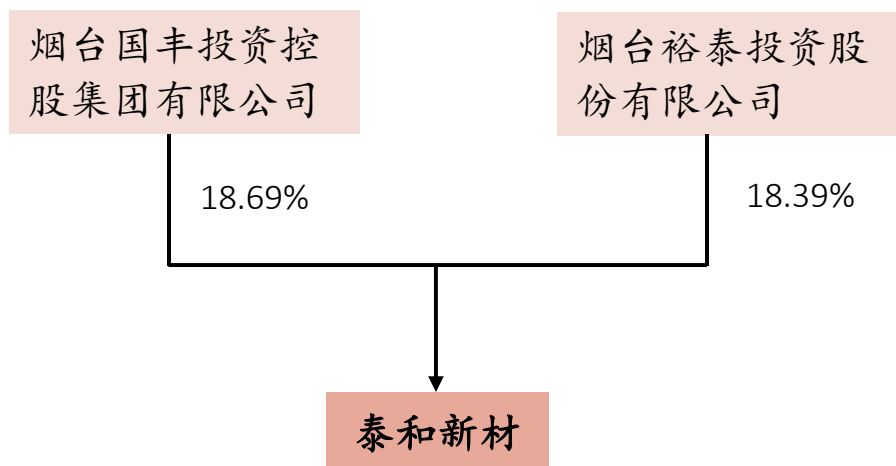
| 产品 | 规划总产能 | 基地 | 现有产能（吨） | 在建产能（吨） | 项目名称 | 投资金额 | 投产时间 |
|------|--------|----|---------|---------------------------|--------------------------------------|------|--------------------|
| 氨纶 | 9 万吨 | 烟台 | 45000 | 30000（I 期和 II 期各 15000 吨） | 1.5 万吨高效差别化粗旦氨纶项目 | 5 亿 | 预计 2021 年底完成一期建成投产 |
| | | 宁夏 | 30000 | 30000 | 宁夏宁东泰和新材料有限公司年产 30000 吨绿色差别化氨纶智能制造项目 | 10 亿 | 预计 2021 年底投料试车 |
| 对位芳纶 | 1.2 万吨 | 烟台 | 1500 | | | | |
| | | 宁夏 | 3000 | | | | |
| 间位芳纶 | 1.2 万吨 | 烟台 | 7000 | 4000 | 8000 吨/年防护用高性能间位芳纶高效集成产业化项目 | 12 亿 | 预计 2020 年年底投产 |
| 芳纶纸 | 1500 吨 | 烟台 | 1500 | | | | |

资料来源：环评报告，公司公告，中泰证券研究所

1.2 重大资产重组实现整体上市，产业链布局更加完善

吸收合并泰和集团，实现整体上市。泰和集团是公司的控股股东，国丰控股和裕泰投资分别持有泰和集团 51%和 49%股份，烟台国资委是国丰控股的实际控制人，公司的实际控制人为烟台国资委。公司通过向泰和集团的全体股东国丰控股、裕泰投资发行股份，吸收合并泰和集团实现集团整体上市，目前交易已经完成，公司实际控制人仍为烟台市国资委，公司治理结构将更为扁平化，有利于提高公司的管理和运营。

图表 4：公司股权结构



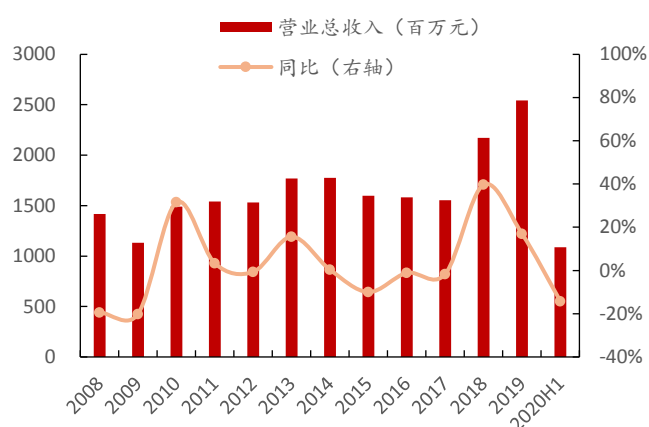
资料来源：公司年报，中泰证券研究所

收购民士达纸业，产业链进一步向下游延伸。公司向国盛控股、裕泰投资、交运集团、国资经营公司和姚振芳等 12 名自然人发行股份购买其持有的民士达 65.02% 股份，民士达主营业务为芳纶纸及其衍生产品的研发、生产及销售，拥有芳纶纸产能 1500 吨/年，与公司及泰和集团其他控股公司存在日常关联交易。本次交易完成后，公司将合计持有民士达 96.86% 股份，主营业务将向下游芳纶纸及其衍生产品研发、生产和销售延伸，高性能芳纶纤维产业链更加完善，同时可有效减少关联交易，增强公司的独立性。

1.3 公司业绩持续向好

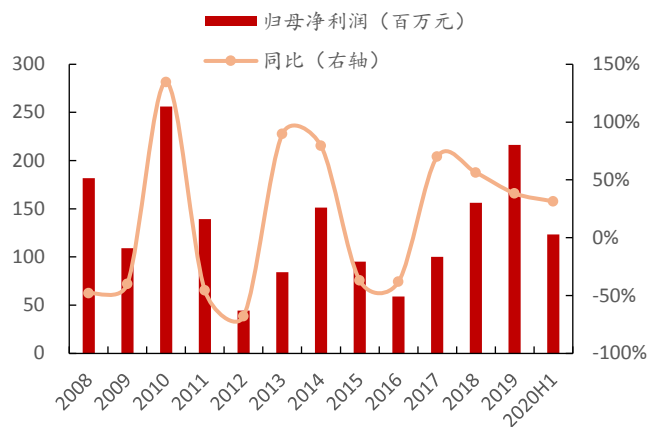
得益于间位芳纶、对位芳纶两大业务板块的增长，公司近年业绩不断提升。2020 年 H1，受疫情影响，公司实现营业收入 10.89 亿元，同比下滑 14.19%；公司积极调结构、控成本，氨纶板块烟台基地实现了较大幅度的减亏，宁夏基地扭亏为盈；间位芳纶市场份额稳中有升，3000 吨对位芳纶新产能于 6 月份投产，公司上半年实现归母净利润 1.23 亿元，同比上升 31.38%。

图表 5：公司 2008-20120H1 年营业收入



来源：wind、中泰证券研究所

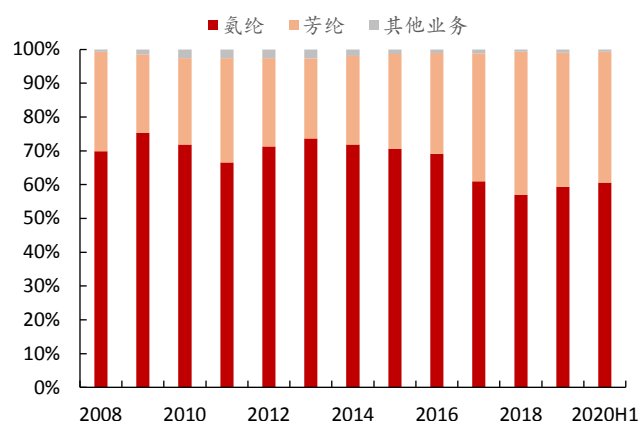
图表 6：公司 2008-2020H1 年归母净利润



来源：wind、中泰证券研究所

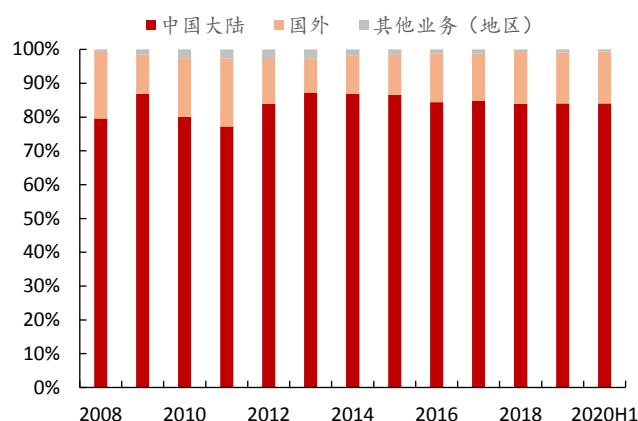
分产品来看，近年来受益于芳纶放量，公司芳纶业务占比持续提高，目前接近 40%。分区域来看，公司主要客户集中在国内，占比约 80%。

图表 7：营收占比（分产品）



来源：wind、中泰证券研究所

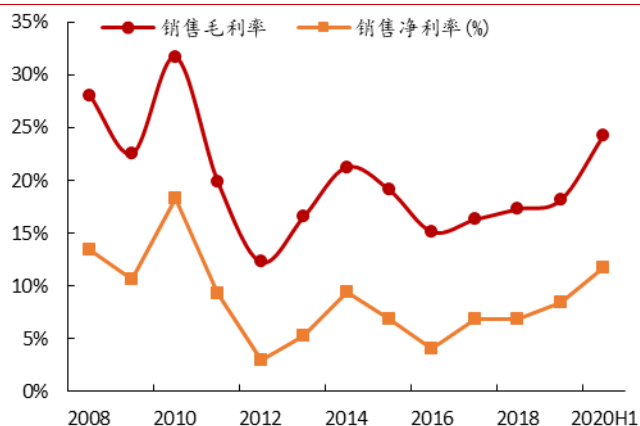
图表 8：营收占比（分地区）



来源：wind、中泰证券研究所

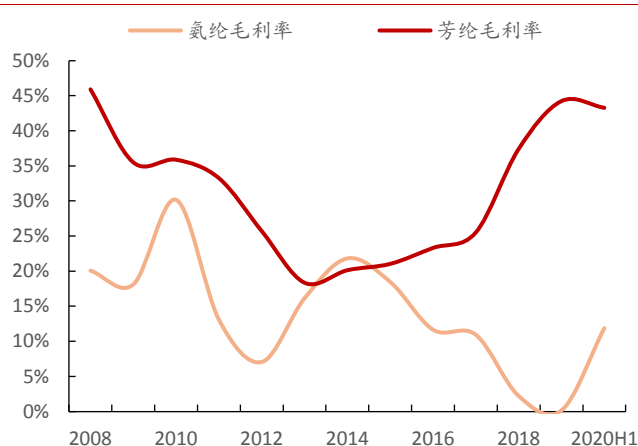
受益于公司芳纶业务结构持续优化，毛利率持续提升，以及公司氨纶业务底部向好。公司毛利率及净利率持续上升。

图表 9：公司销售毛利率



来源：wind、中泰证券研究所

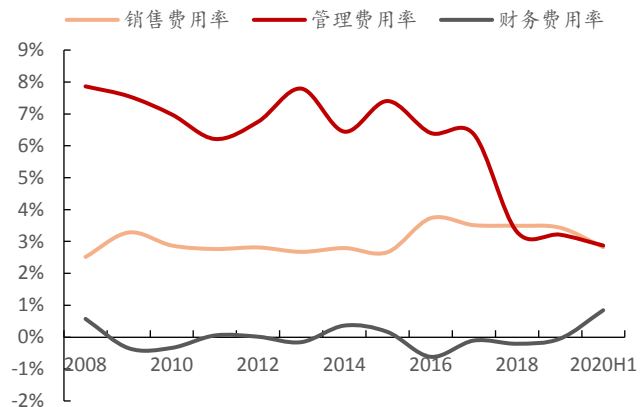
图表 10：公司销售毛利率（分产品）



来源：wind、中泰证券研究所

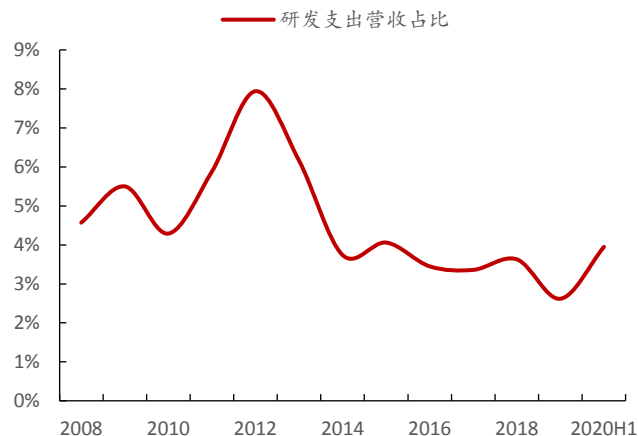
公司三费维持较低水平，研发投入呈现波动。公司三费合计约占 10% 的营收，波动较为平稳。公司研发投入存在波动，但均维持在营收的 3% 以上。2019 年公司以市场需求为导向，以研发项目为抓手，研发投入 6667 万元，持续改善了纽士达氨纶产品性能，优化了产品结构，开发了泰美达间位芳纶和泰普龙对位芳纶高附加值品种，提高了产品一等品率，拓展了产品下游应用领域，提升公司产品的核心竞争力。

图表 11：公司三费情况



来源：wind、中泰证券研究所

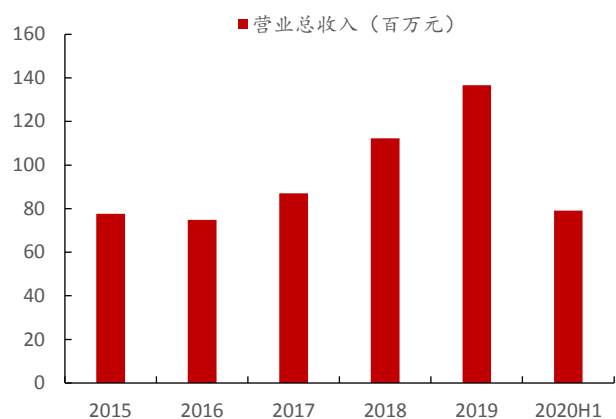
图表 12：公司研发支出占营收比例



来源：wind、中泰证券研究所

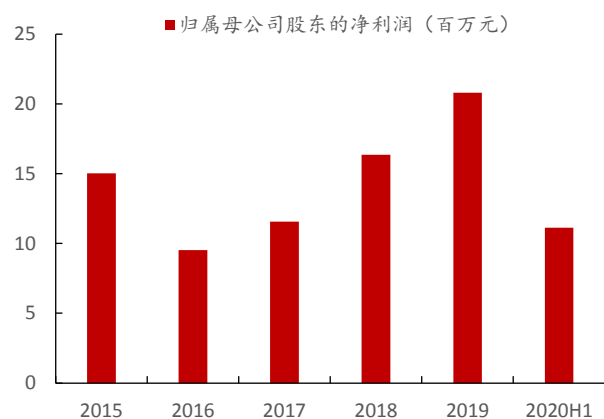
民士达纸业营收不断增长。民士达主营芳纶纸业务，下游客户主要为变压器、电动机、蜂窝芯材等工业机械制造厂商，包括 ABB、中航工业集团、中国中车、迅斐利、松下焊机等国内外 200 余家企业。2017-2019 年营收分别为 0.87 亿元、1.12 亿元和 1.37 亿元，营收持续增长，归母净利润分别为 1156.2 万元、1635.7 万元和 2080.9 万元。泰和新材收购民士达后，将有助于增加公司的资产、收入规模，丰富公司业务及产品体系，增强公司抵御风险的能力，促进公司长远发展。

图表 13: 民士达营业收入



来源: wind、中泰证券研究所

图表 14: 民士达归母净利润



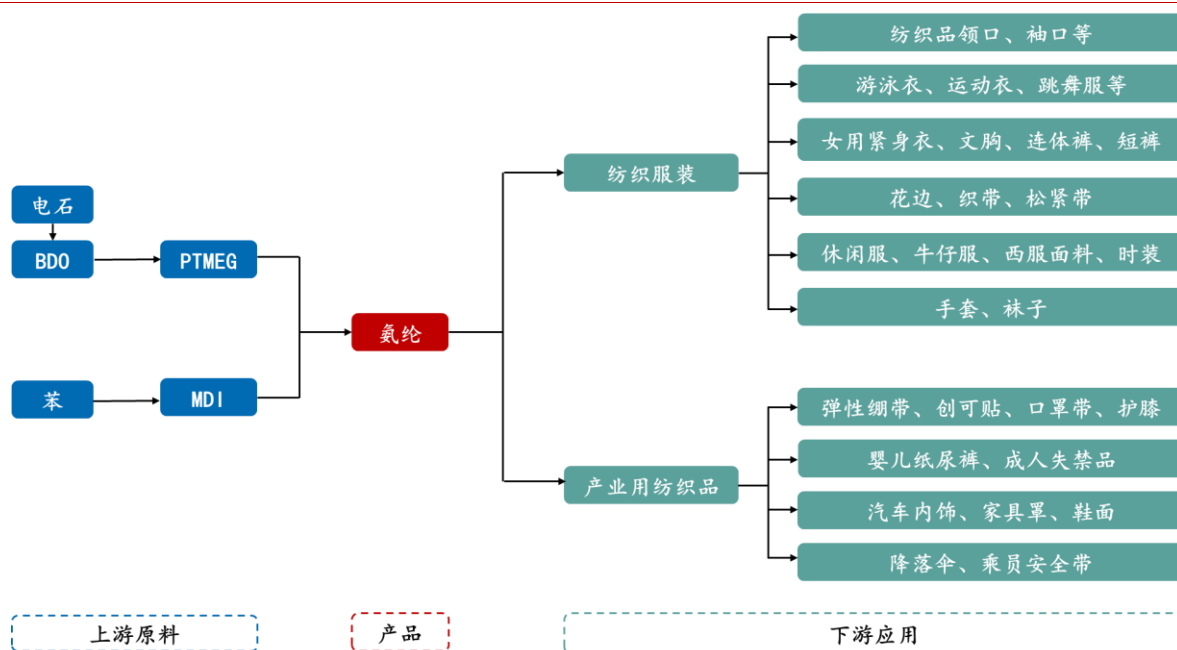
来源: wind、中泰证券研究所

2 氨纶行业：行业趋势向好

2.1 氨纶：纺织品中的“工业味精”

氨纶是广泛使用的弹性纤维。氨纶是聚氨基甲酸酯纤维的简称，最早由德国拜耳于 20 世纪 30 年代开发成功，1959 年美国杜邦首先实现了工业化生产，商品名为“莱卡”。由于在化纤中少量添加就能明显提升产品的弹性、强度和舒适度，氨纶又被称为“工业味精”。20 世纪 90 年代以前，氨纶由于技术不成熟、投资高昂，通常被称为“贵族纤维”，应用较为有限；而随着生产技术的成熟，全球氨纶产能快速扩张，氨纶价格也随之降低，下游应用范围得到了很大的拓展。氨纶应用已从传统的弹性丝袜、紧身内衣等领域拓展到休闲服、外衣等服装，并从纺织行业扩展到生物医药（医用绷带、人工器官材料等）、汽车内饰和休闲运动用品等。

图表 15：氨纶产业链



来源：百川资讯，中泰证券研究所

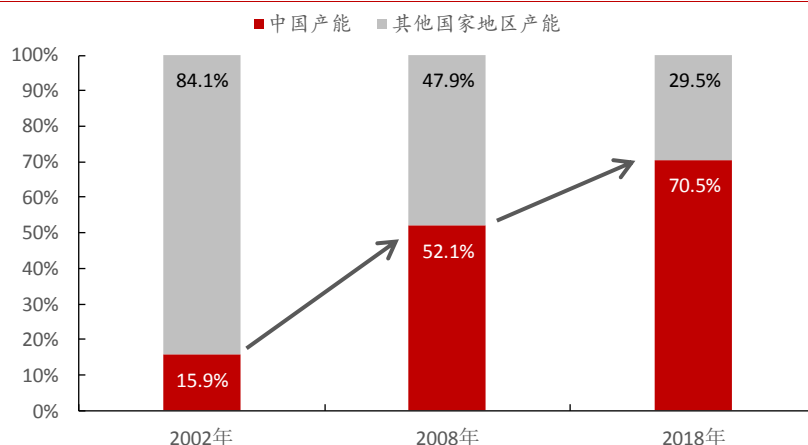
氨纶的生产工艺主要以干法纺丝为主。按纺丝工艺分，氨纶生产技术可分为干法、湿法、反应法和熔融法纺丝四种。其中，干法纺丝最成熟，产品质量最佳，占全球总产量的 80% 以上，我国企业也大都采用干法工艺。反应法和湿法工艺因为流程复杂、产品质量低、生产速度慢等劣势，已逐渐被淘汰。熔融法理论上具有较好的发展前景，但受到原料、技术、性能、需求、设备等各方面因素限制，实际市场份额也在减少。

我国氨纶行业发展较晚，1987 年烟台氨纶引进日本东洋纺干法纺丝技术，1989 年建成第一个氨纶生产装置，产能 300 吨/年。后来随着氨纶生产技术突破，以及装置和原材料的国产化，我国氨纶产能快速增加，2019 年国内产能已达到 85 万吨，成为全球最大的氨纶生产国。

2.2 供给端：盈利驱动转向份额驱动，龙头格局初显

我国是全球最大的氨纶生产国，供大于求仍将延续。经过十余年的发展，我国氨纶产能占全球产能的比例已从 2002 年的 15.9% 提升至 2018 年的 70.5%，是全球最大的氨纶生产国。持续扩产使得氨纶行业长期处于供大于求的状态，据卓创资讯，2019 年我国氨纶产能约为 85 万吨，需求量约为 65 万吨，供给过剩的情况依然严峻。

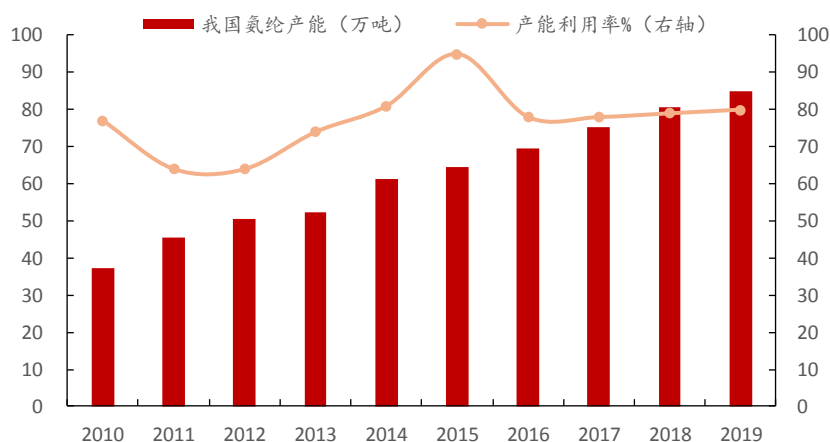
图表 16：中国是全球最大的氨纶生产国



来源：百川资讯，《聚氨酯》，中泰证券研究所

近年氨纶行业产能利用率维持较高水平，然而行业内开工分化严重。2019 年我国氨纶产能为 84.8 万吨，产量为 68.5 万吨，开工率超过 80%。然而由于氨纶企业之间的规模与成本差距不断拉大，企业之间开工率分化较为明显，以 2020 年 5 月为例，据中纤网数据，华峰、华海等部分企业开工维持 9-10 成，新乡、烟台等开工率约 6-8 成，而部分浙江小企业开工率仅为 5 成。

图表 17：我国氨纶产能利用率

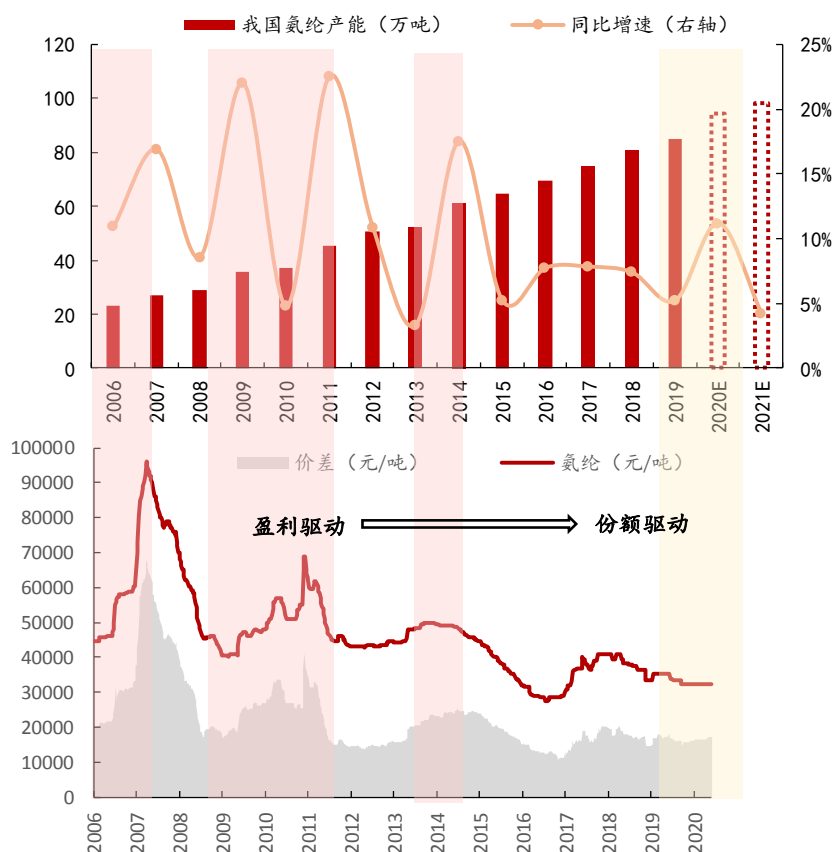


来源：卓创资讯，中泰证券研究所

氨纶行业扩产逻辑发生核心变化：由盈利驱动转向份额驱动。我国氨纶行业经历过三次大规模的扩张，第一次起始于 2006 年下半年，反倾销胜诉为国内氨纶行业带来了宝贵的发展机遇，同时叠加外需大幅扩张，氨纶价差从 20000 元/吨扩大到 65000 元/吨左右，高盈利下国内外厂家纷纷在中国扩产，产线规模小数量多；第二次是 2009-2011 年，需求恢复性增长，价差再度扩大至 40000 元/吨，供给端受国家宏观政策与高盈利的双重影响，氨纶产能再次大幅扩张；第三次是 2014 年左右，氨纶价格再次迎来阶段性高点，价差恢复至 25000 元/吨，领军企业带头大规模扩产，新增产线规模普遍为 2-4 万吨，行业集聚效应开始凸显。

行业低迷时加速扩产，龙头企业独占鳌头。从 2016 年开始，氨纶行业扩产节奏与价差走势出现背离，龙头企业凭借前期积累的资本优势逆势而上，加速抢占市场份额，进一步巩固自身的竞争优势；而中小企业由于长期亏损，已不具备技改扩产的条件，新旧产能的成本差距不断拉大，最终被迫退出市场。我们判断，目前企业的扩产意愿更多取决于其在行业成本曲线上的分位，而不是氨纶的价差水平——位于成本曲线左侧的企业会加速侵占右侧的老旧产能。氨纶行业的“暴利”时代已经过去，“马拉松”式的发展才刚刚开启。

图表 18：我国氨纶扩产由盈利驱动转为份额驱动

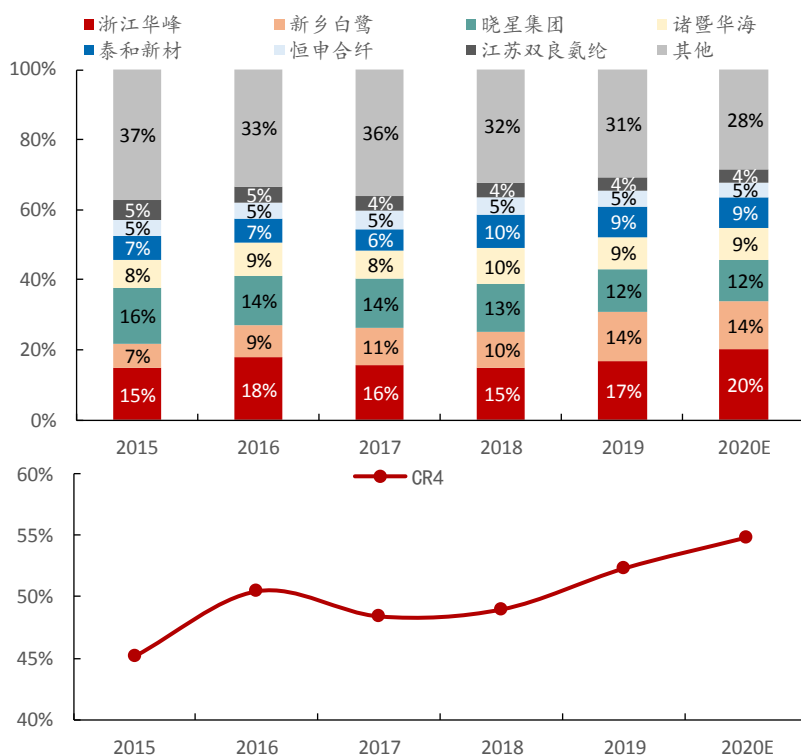


来源：02-05 年产能参考《聚氨酯》，06-10 年产能参考《精细化工原料及中间体》，11 年及以后取自卓创资讯，wind，中泰证券研究所

“三国鼎立”格局初显，行业集中度逐步提升。2016 年以来，由于氨纶行业盈利状况持续恶化，小企业缺乏技改与扩产的能力，成本高企下不得不减产、停产甚至申请破产。头部企业一方面具备技术实力和资金实力，能够支撑企业在底部扩张，另一方面，小企业出让的

市场份额被龙头企业占据，行业集中度进一步提升。氨纶行业 CR4 从 2015 年的 45% 逐步提升至 2019 年的 52%，行业前三浙江华峰、新乡白鹭、晓星集团产能占比已分别达到 20%、13%、12%，初步形成“三国鼎立”的格局。

图表 19：我国氨纶行业产能集中度逐渐提高



来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 20：近年我国氨纶退出产能

| 企业 | 退出产能(万吨/年) | 时间 |
|---------|------------|------|
| 五环氨纶 | 0.4 | 2011 |
| 舒美尔氨纶 | 0.4 | 2015 |
| 龙山氨纶 | 0.7 | 2016 |
| 英威达（上海） | 1.6 | 2017 |
| 华峰氨纶 | 0.6 | 2017 |
| 杭州蓝孔雀 | 0.5 | 2018 |
| 益邦氨纶 | 2.3 | 2018 |
| 浙江薛永兴 | 1.5 | 2019 |

来源：百川资讯，卓创资讯，中泰证券研究所

氨纶行业迎来以龙头企业为代表的新一轮扩产。在目前供需严重错配的情况下，氨纶行业整体盈利能力下滑，大部分企业的扩产意愿与能力逐渐降低。2019 年仅有华峰氨纶重庆一期 3 万吨、新乡化纤 4 万吨、连云港杜钟 1.2 万吨投产，2020 年预计新增产能集中在华峰氨纶，山东如意、新乡化纤具体投产时间未定，2021 年则只有华峰重庆存在投产预期。

图表 21：2020 年国内氨纶有效产能统计

| 产能规模 | 厂商 | 厂区 | 地区 | 2019 年产能 |
|----------------|--------|------|-------|----------|
| ≥4 万吨/年 6 家 | 浙江华峰 | | 浙江、重庆 | 14.7 |
| | 新乡白鹭 | | 河南 | 12 |
| | 诸暨华海 | | 浙江 | 8 |
| | 晓星集团 | 嘉兴晓星 | 浙江 | 5.44 |
| | | 珠海晓星 | 广东 | 2.8 |
| | | 晓星衢州 | 浙江 | 1.5 |
| | | 广东晓星 | 广东 | 0.8 |
| | 泰和新材 | 烟台泰和 | 山东 | 4.5 |
| | | 宁东泰和 | 宁夏 | 3 |
| | 恒申合纤 | | 福建 | 4 |
| 2-4 万吨 7 家 | 江苏双良氨纶 | | 江苏 | 3.2 |
| | 连云港杜钟 | | 江苏 | 3 |
| | 江苏泰光 | | 江苏 | 2.8 |
| | 杭州邦联 | | 浙江 | 2.5 |
| | 诸暨清荣新材 | | 浙江 | 2.5 |
| | 英威达 | 佛山工厂 | 广东 | 2.5 |
| | 杭州舒尔姿 | | 浙江 | 2.3 |
| <2 万吨/年 | 浙江四海 | | 浙江 | 1.9 |
| | 厦门力隆 | | 福建 | 1.55 |
| | 浙江中栢 | | 浙江 | 0.9 |
| | 山东如意 | | 山东 | 0.6 |
| | 淮安桥新 | | 江苏 | 0.35 |
| | 杭州旭化成 | | 浙江 | 0.3 |

来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 22：2020-2021 年氨纶新增产能

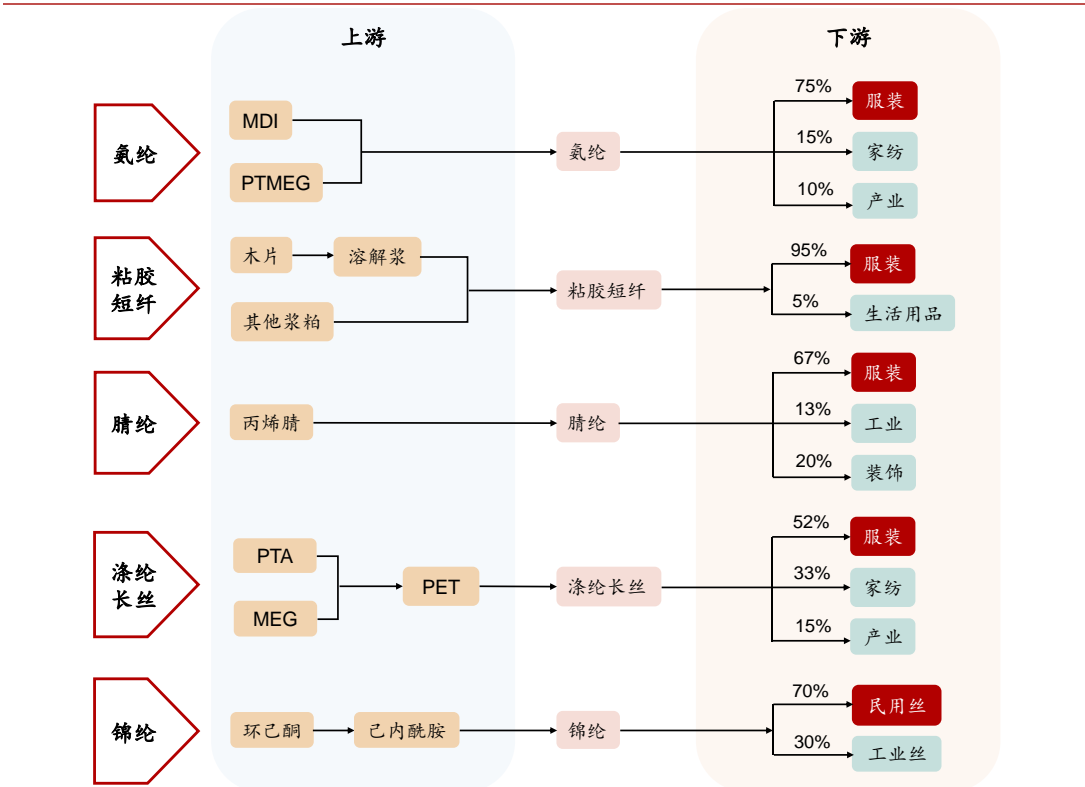
| 企业 | 新增产能（万吨/年） | 投产月度 |
|----------|------------|--------|
| 山东如意 | 3 | - |
| 华峰氨纶（重庆） | 3 | 2020Q2 |
| 新乡白鹭 | 3 | - |
| 华峰氨纶（重庆） | 4 | 2021 |

来源：百川资讯，中泰证券研究所

2.3 需求端：消费增速领先服装行业增速

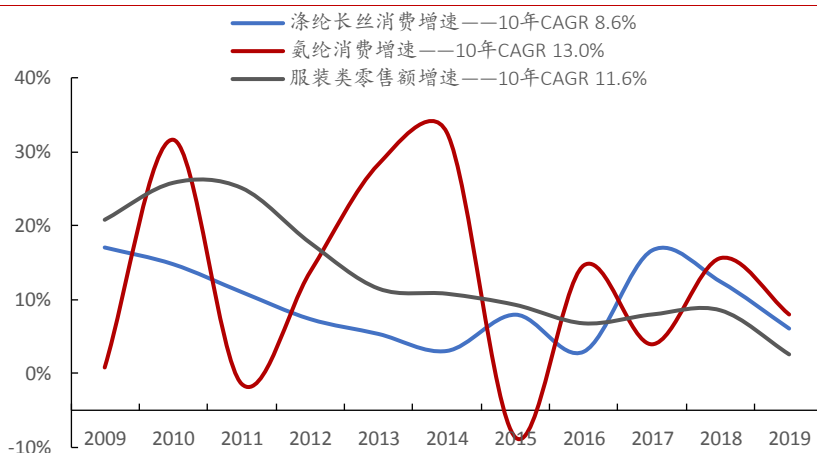
氨纶在织造方面应用广泛，主要被用于纺织服装领域。氨纶一般被掺于织物中以改善织物性能，提升织物档次。不同织物中氨纶的含量一般在 3%-30% 的范围内，可根据产品性能需求调整氨纶含量。氨纶包纱主要被用于休闲服和牛仔裤等，而含有氨纶的圆机、经编则被用于制作内衣、健美服、泳装和袜子等。随着氨纶价格的不断降低以及氨纶消费需求的不断增加，未来氨纶于纺织品中的添加比例有望增大。

图表 23：氨纶下游与其他化纤重合度较高



资料来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 24：氨纶消费增速领先服装行业增速

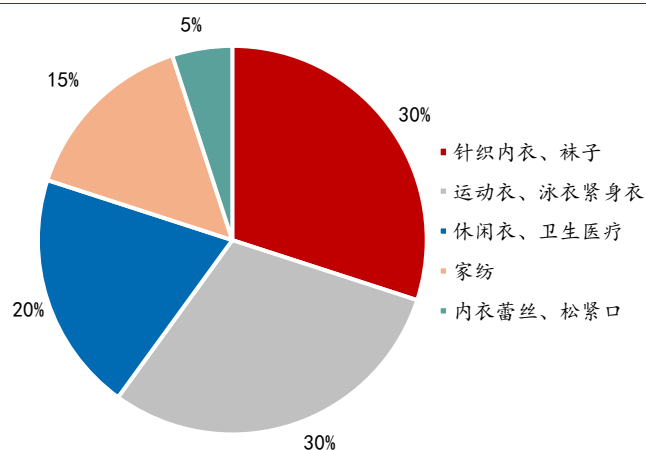


来源：卓创资讯，中纤网，wind，中泰证券研究所

氨纶需求增速领先服装行业增速，潜在市场空间可观。氨纶作为一种功能型面料，2009-2019 年表观消费量复合增速为 13%，高于服装类零售额复合增速，相比之下，作为主面料的涤纶十年表观消费量复合增速仅为 8.6%。

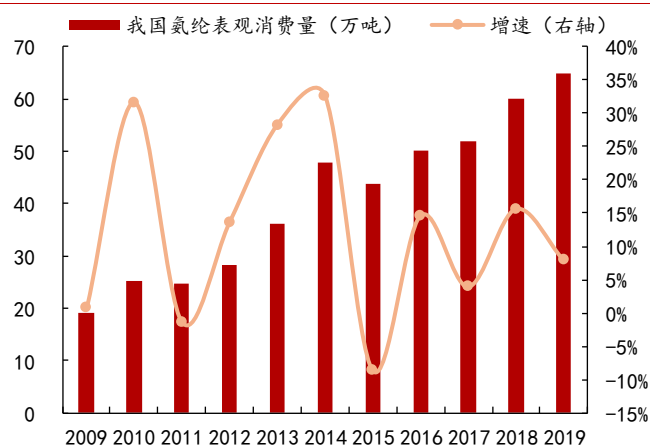
氨纶的需求增长之所以可以领先纺服行业，主要有三个方面原因：一是新工艺、新技术催生的新兴市场，纺织技术的进步使得氨纶在经编布、纬编布、弹力牛仔、高档成衣等领域的用量迅速增加；二是价格平民化带来的渗透率提升，2013 年之后氨纶价格普遍处于较低区间，使得终端客户在成本端有更大的选择空间；三是氨纶品类的不断增加，细旦、超细旦、耐碱、抗菌等功能化纤维为高端定制化的应用场景提供了可能。

图表 25：我国氨纶需求结构



来源：百川资讯，中泰证券研究所

图表 26：我国氨纶表观消费量及增速

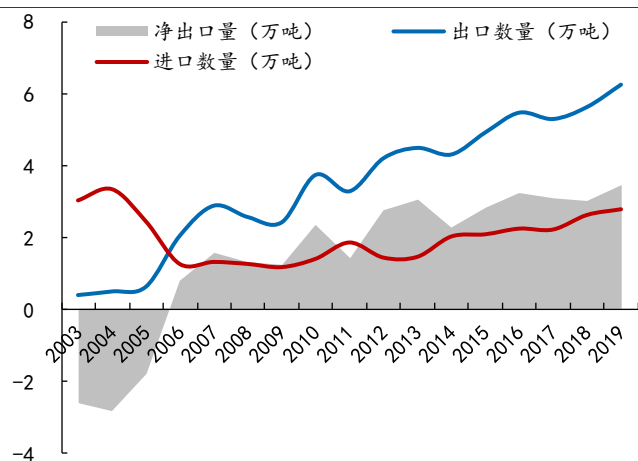


来源：中纤网，海关总署，wind，中泰证券研究所

2016 年至今我国氨纶需求增速为 10% 左右，每年对应约 6 万吨的需求空间。据中纤网统计，2019 年我国氨纶产量为 68.4 万吨，同比增长 7.6%，表观消费量为 64.9 万吨，同比增长 8.0%。2016 年以来，我国氨纶表观消费量增速维持在 10% 左右，需求依旧处于稳定增长的态势。随着本轮扩产接近尾声，行业过剩产能有望被逐渐消化。

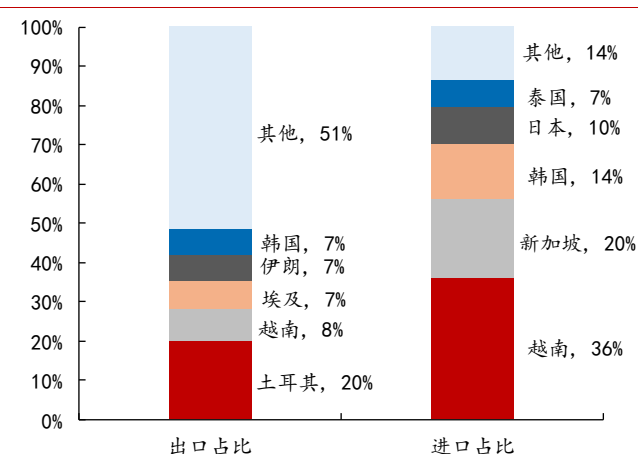
行业竞争力提升，我国氨纶出口份额持续增加。2019 年我国氨纶的出口量为 6.24 万吨，同比增加 11.1%，进口量为 2.78 万吨，同比增长 6.0%，出口量占国内产量的 9.1%。我国氨纶的进出口市场高度重合，越南、韩国同为前五大进口国和出口国，这些国家均有本地的氨纶产能。土耳其是我国氨纶最大出口国，占我国氨纶出口总量的 20%。

图表 27：2003-2019 年我国氨纶进出口情况



来源：wind，中泰证券研究所

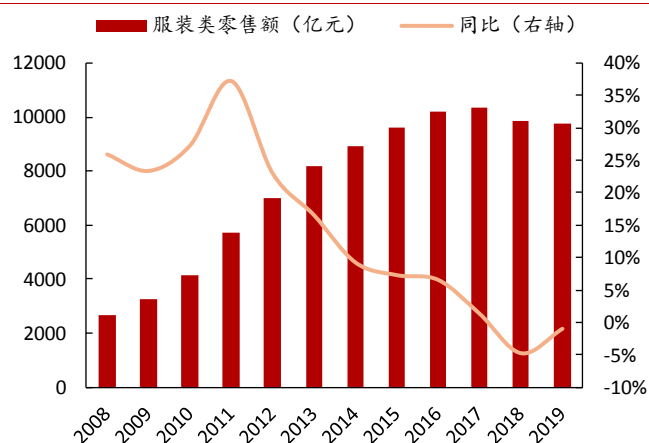
图表 28：2019 年我国氨纶进出口国家及占比



来源：中纤网，中泰证券研究所

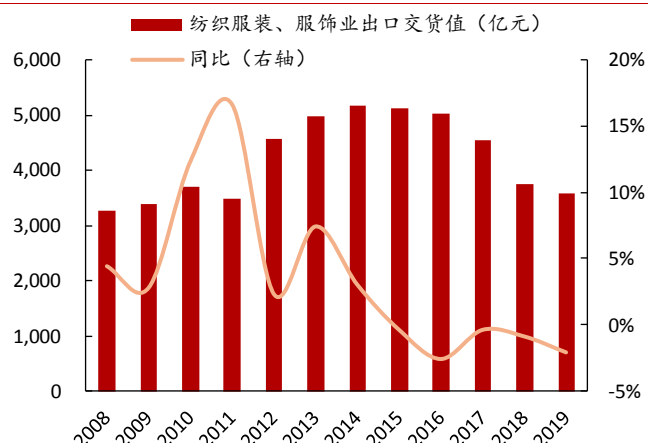
纺织行业仍处“寒冬”，未来行业回暖有望拉动氨纶需求增长。2019 年我国服装及衣着附件出口金额约 1513.7 亿美元，纺织服装行业营业收入为 16010.3 亿元，出口额约占纺织行业营业收入的 66%。我国纺织服装主要出口至美国、欧盟、东南亚、日本等国，其中欧美是最主要的服装出口市场，海外市场的好坏很大程度上决定了我国纺织行业的景气程度。

图表 29：我国服装类零售额及增速



来源：wind, 中泰证券研究所

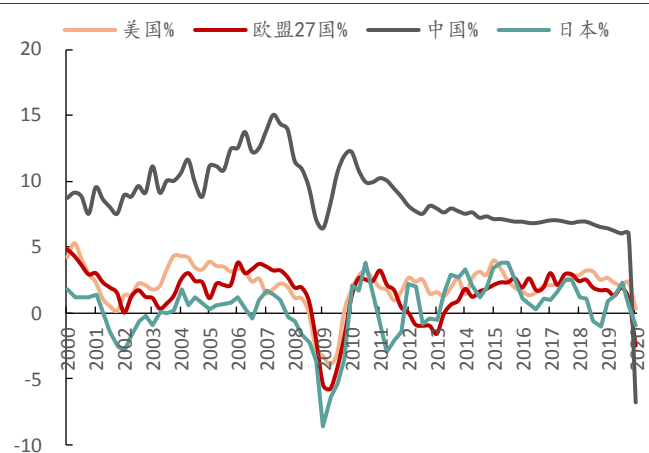
图表 30：我国纺织服装、服饰业出口交货值



来源：wind, 中泰证券研究所

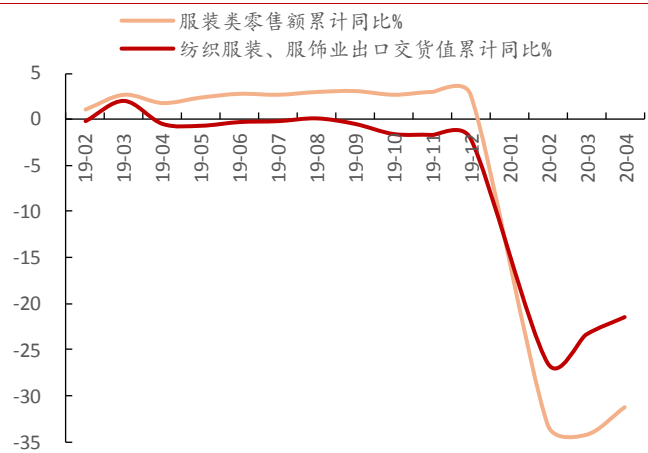
2017 年以来，随着全球经济增速放缓，我国纺织行业整体承压，2018 年开始由于中美贸易关系影响，我国纺织行业出口交货值进一步下滑。2020 年初，新冠疫情全球爆发再度对我国纺织行业产生明显冲击。然而从 3 月份开始，我国纺织行业零售额与出口交货值增速均出现回暖迹象，行业最艰难的时期已过。中短期内在疫情封锁逐步解除、全球贸易恢复流动的刺激下，服装行业出口有望持续回暖，而长期随着人们生活水平的提高，纺织行业有望再度回到增长轨道，氨纶作为功能化纤维的应用市场也将愈发广阔。

图表 31：全球主要经济体 GDP 同比增速



来源：wind, 中泰证券研究所

图表 32：疫情对纺织行业冲击正逐渐消化



来源：wind, 中泰证券研究所

2.4 行业趋势：产能西迁，产品差异化

产能西部转移，降低成本。我国氨纶企业约有 30 多家，主要集中在江浙、山东、广东和河南等地，受环保、能源、人力等成本压力，特别是浙江省煤改气政策使得原多数使用燃煤锅炉的氨纶企业生产成本大幅提升，氨纶产能向中西部地区转移，华峰氨纶在重庆新建氨纶生产基地，投资建设 10 万吨/年差别化氨纶项目，一期 6 万吨中 3 万吨氨纶于 2019 年 11 月投产，另 3 万吨预计 2020 年 10 月建成，二期 4 万吨预计 2021 年建成投产。泰和新材收购宁夏越华新材料的氨纶生产装置，在宁夏成立第二基地，目前拥有 3 万吨产能，另有 3 万吨预计 2021 年底投料试车，宁夏、重庆拥有更低的电力和能源成本，产能西部转移可以有效降低成本，提高企业竞争力，帮助企业度过行业的寒冬。

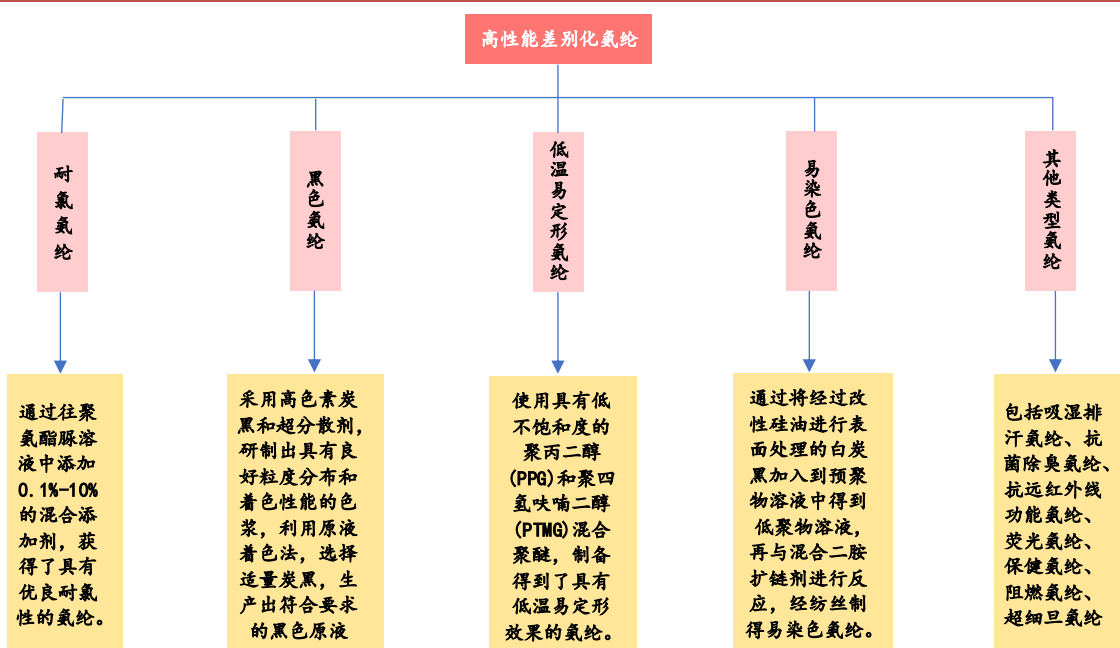
图表 33：氨纶产能向西部转移



资料来源：百川资讯、中泰证券研究所

发展差别化氨纶成为趋势。随着消费者对于产品舒适性的要求不断提高，现有氨纶产品的性能已不能满足要求，而且常规氨纶品种的市场争夺战进入“白热化”阶段，差别化和功能化的高性能氨纶成为大势所趋，国内氨纶行业已开发出一系列高性能的差别化氨纶，主要有耐氯氨纶、黑色氨纶、低温易定型氨纶、易染色氨纶和其他类型氨纶，差别化氨纶的开发才是提高企业经济效益和竞争力的基础。

图表 34：高性能差别化氨纶种类

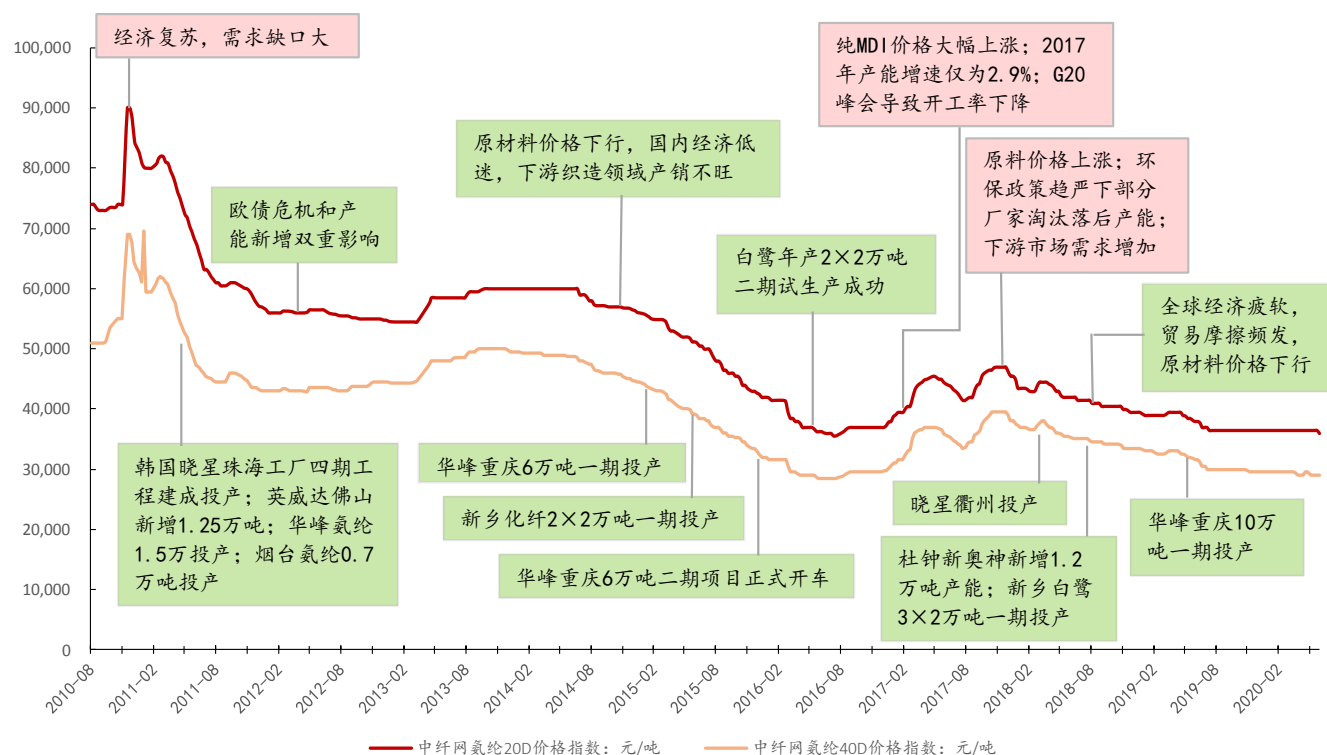


资料来源：《合成纤维》、中泰证券研究所

2.5 价格变动与产能周期密切相关

氨纶价格波动与产能投放周期明显相关。回顾 2010 年以来氨纶价格变化，行业经历了三次起伏：

图表 35：氨纶价格变动影响因素



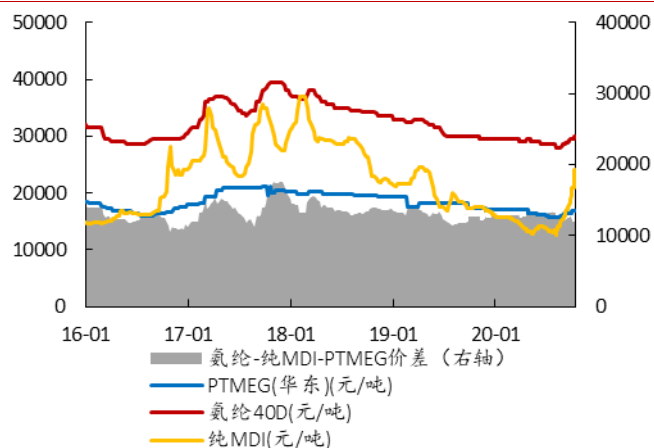
来源：wind, 中泰证券研究所

2010-2011 年：随着全球经济复苏，国内氨纶行业市场需求回暖，氨纶消费增速达到 23.6%，而产能增速仅为 4.8%，存在较大的需求缺口，推升产品价格上行。氨纶 20D 价格最高达到 90000 元/吨。氨纶的高毛利吸引了更多投资，2011 年开始，行业进入产能集中投放期，包括英威达佛山 1.25 万吨、华峰氨纶 1.5 万吨、烟台氨纶 0.7 万吨产能等，氨纶价格大幅下滑。

2013 年：行业进入产能消化阶段，年内新增产能较少，行业盈利能力回升。然而在随后的两三年里，一方面原材料价格大幅下行，另一方面行业迎来第二轮扩产期，导致氨纶价格再度下行。

2017-2018 年：主要原材料纯 MDI 价格达到高点，叠加新增产能放缓、G20 峰会导致浙江主要氨纶生产地区停工减工、部分厂家响应国家环保政策淘汰落后产能等因素，使得氨纶价格小幅上行。2018 年中旬开始国际贸易形势发生变化，氨纶行业迎来以龙头企业为首的扩产，行业供大于求的格局愈发严峻，使得价格长期维持低位。

图表 36：氨纶价格价差



来源：wind，中泰证券研究所

图表 37：氨纶行业开工率变化



来源：中纤网，中泰证券研究所

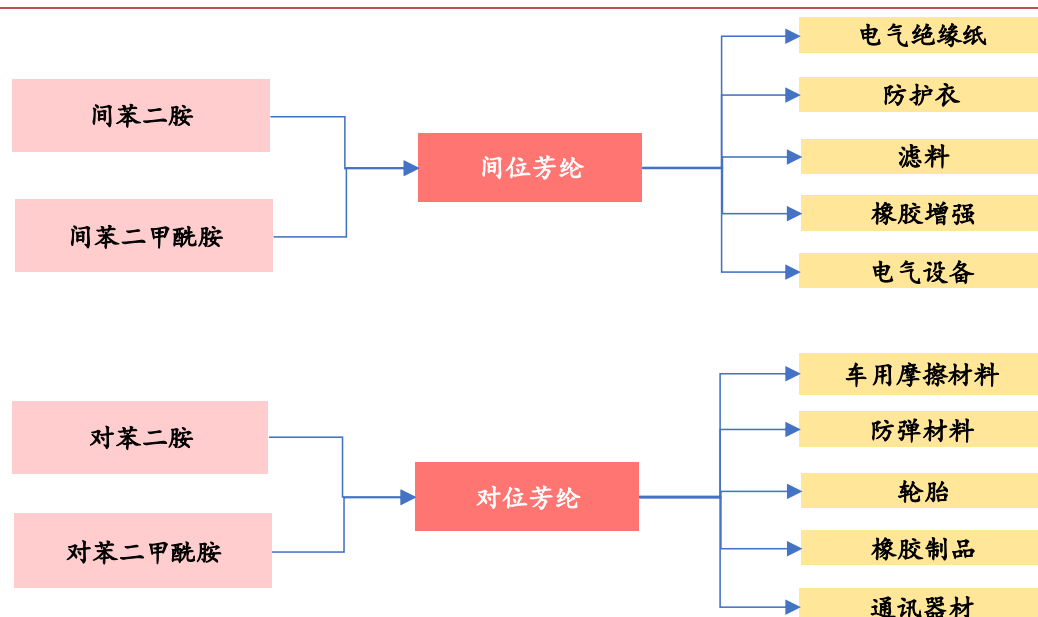
2020 年氨纶实际新增产能有限，价格中枢有望上移。2020 年一季度受疫情影响，下游纺织行业复工延迟，再加上交通管制，氨纶开工率持续下滑，直至 4 月中旬起有所恢复。2020 年 9 月份，氨纶内贸订单增加，外贸订单加速向好，叠加原料端纯 MDI 价格上行，成本支撑较为明显，氨纶价格上涨 1000 元/吨。中长期来看，尽管 2020 年氨纶行业预计新增产能较多，但在宏观经济压力加大、氨纶盈利维持低位的情况下，真正拥有扩产能力的仅有位于成本线左侧的龙头企业。未来一方面随着原油与 MDI 价格见底回升，有望从成本端支撑氨纶价格；另一方面，纺服行业在经历疫情冲击后正缓慢回暖，需求端存改善预期，预计未来氨纶价格向下空间有限，待新产能逐步消化后，氨纶价格中枢有望上移。

3 芳纶行业：行业景气不断上行，看好未来发展

3.1 芳纶应用领域广泛，多次被列入国家战略新兴产业

芳纶是发展高端制造业必不可少的关键基础材料。芳纶全称为“芳香族聚酰胺纤维”，主要分为对位芳纶和间位芳纶两种结构形式。间位芳纶化学名称为“聚间苯二甲酰间苯二胺”纤维，我国称为芳纶 1313，具有突出的耐高温、阻燃和绝缘性，主要应用于高温防护服、电绝缘和高温过滤等领域；对位芳纶化学名称为“聚对苯二甲酰对苯二胺”纤维，我国称为芳纶 1414，具有高强度高模量的特点，素有高分子材料中的“百变金刚”，主要应用于个体防护、防弹装甲、光缆、摩擦密封材料、橡胶制品、高强缆绳等。

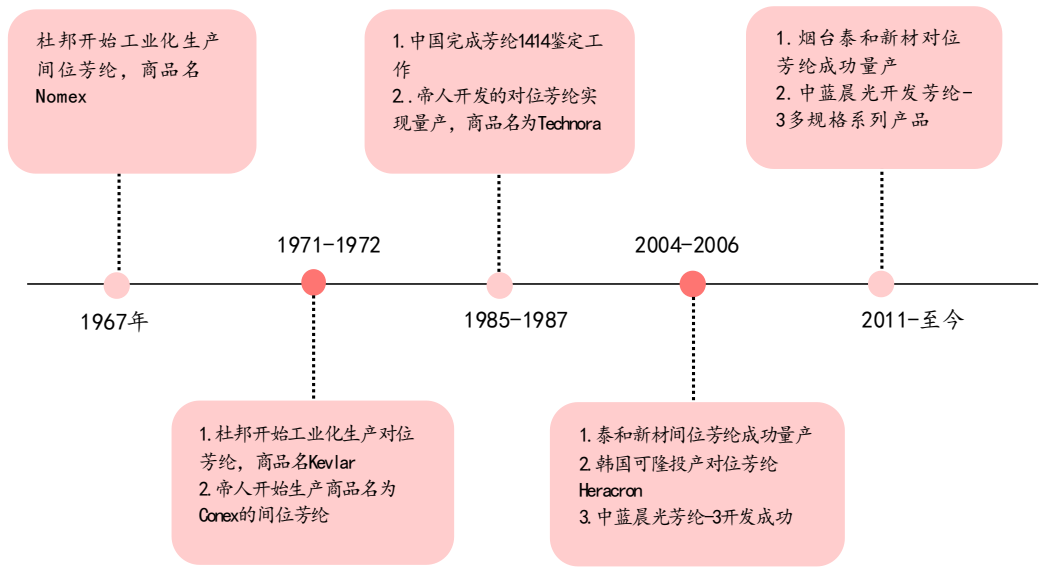
图表 38：芳纶上下游产业链



资料来源：中国产业信息网、新材料在线、中泰证券研究所

芳纶在我国起步较晚。1962 年，杜邦公司率先研究出耐高温的间位芳纶 Nomex®，并于 1967 年开始工业化生产，同期研究出对位芳纶纤维 Kevlar，于 1972 年实现产业化。其后日本帝人、韩国可隆等公司也相继开发出各自芳纶品牌产品。相比于其他国家在芳纶纤维方面的发展，我国对芳纶纤维的研究起步较晚，在 1981 年和 1985 年分别通过了芳纶 1313 和芳纶 1414 的鉴定，泰和新材在 2004 年成功实现了间位芳纶纤维的产业化生产，并于 2011 年成功量产对位芳纶，打破了国际垄断，我国成为芳纶全球化竞争中的重要一员。

图表 39：芳纶行业发展历史



资料来源：新材料在线、中泰证券研究所

芳纶属于国家战略物资，被列入国家战略新兴产业。芳纶在航空航天、武器装备、轨道交通、电动汽车、光纤光缆等领域的高端技术发展中，具有无可替代的地位。2006 年，间位芳纶被列为“绿灯”项目，对位芳纶纤维被列为“双绿灯”项目，2017 年 7 月 20 日，国务院正式发布的《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》中明确提出实现芳纶开发和产业化，新材料产业“十二五”发展规划中提出扩大间位芳纶生产规模，突破对位芳纶产业化瓶颈，拓展在蜂巢结构、绝缘纸等领域的应用。2017 年芳纶再一次列入了高性能纤维及复合材料分支开发的名单中，是国家重点扶植和发展的新材料。

图表 40：芳纶行业相关政策

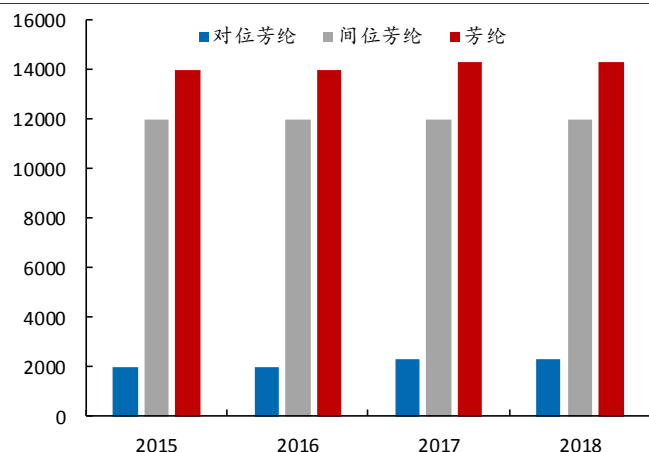
| 时间 | 颁布机构 | 内容 |
|--------|----------|----------------------------------------------------------|
| 2006 年 | 中国化纤工业协会 | 中国化纤工业协会将芳纶 1313 列为“绿灯”项目，芳纶 1414 纤维则被列为“双绿灯”项目 |
| 2012 年 | 国务院发改委 | 明确提出积极开展芳纶开发及其产业化。明确了突破对位芳纶（1414）产业化瓶颈，拓展在蜂巢结构、绝缘纸等领域的应用 |
| 2017 年 | 国务院发改委 | 芳纶列入高性能纤维及复合材料 |

资料来源：中国化工机械网、中泰证券研究所

3.2 芳纶供不应求，进口依赖性强

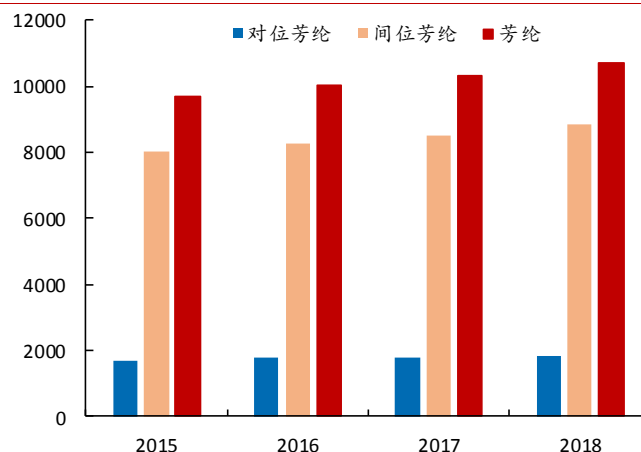
我国芳纶行业供不应求。随着我国芳纶行业的关键技术不断突破，芳纶的产能和产量不断增加。2018 年我国芳纶产能为 14300 吨，产量为 10690 吨，其中间位芳纶产能为 12000 吨，产量为 8840 吨，对位芳纶产能为 2300 吨，产量为 1850 吨。芳纶在安全、环保和节能领域的应用越来越广泛，需求不断增加，行业表现为供不应求，特别是对位芳纶缺口较大。

图表 41：国内芳纶行业产能（吨/年）



来源：智研咨询、中泰证券研究所

图表 42：国内芳纶行业产量（吨）



来源：智研咨询、中泰证券研究所

图表 43：全球芳纶主要生产企业

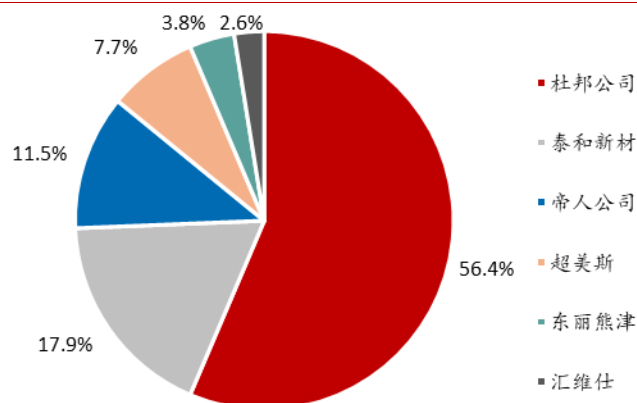
| 芳纶类别 | 企业名称 | 国别 | 产能（吨/年） | 合计 |
|------|------|---------|---------|-------|
| 间位芳纶 | 杜邦公司 | 美国 | 22000 | 39000 |
| | 泰和新材 | 中国（山东） | 7000 | |
| | 帝人公司 | 日本 | 4500 | |
| | 超美斯 | 中国（江苏） | 3000 | |
| | 东丽熊津 | 日本，产地韩国 | 1500 | |
| | 汇维仕 | 韩国 | 1000 | |
| 对位芳纶 | 杜邦公司 | 美国 | 32000 | 79000 |
| | 帝人公司 | 日本 | 32000 | |
| | 可隆公司 | 韩国 | 5000 | |
| | 泰和新材 | 中国 | 4500 | |
| | 晓星公司 | 韩国 | 1500 | |
| | 蓝星新材 | 中国（四川） | 1000 | |
| | 中芳特纤 | 中国（山东） | 1000 | |
| | 仪征化纤 | 中国（江苏） | 1000 | |
| | 瑞典新材 | 中国（江苏） | 1000 | |

资料来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

行业高度集中，产能集中在国际巨头。目前，全球芳纶产能约为 12 万吨，其中间位芳纶产能约为 4 万吨，对位芳纶产能约为 8 万吨。芳纶行业投资门槛高、技术难度大而且生产设备要求高，行业高度集中，主要产能被美国杜邦、日本帝人公司占据，对位芳纶主要集中在杜邦公司和日本帝人，占比接近 90%，间位芳纶主要集中在杜邦公司和泰和新材，占比超

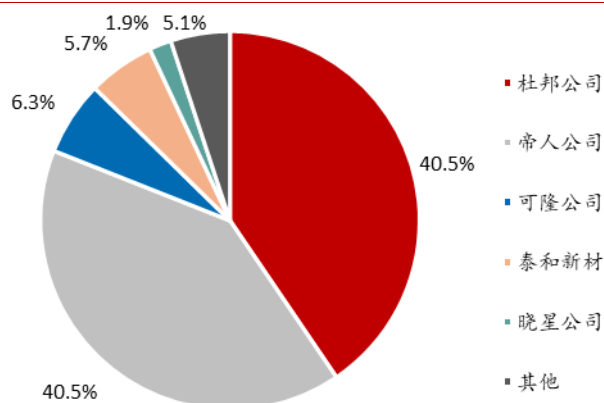
过 85%。国内芳纶行业竞争相对寡头，间位芳纶产能主要集中在两家生产企业：泰和新材和超美斯新材料，规模以上对位芳纶主要是泰和新材和中芳特纤。

图表 44：间位芳纶生产厂商占有情况



来源：新材料在线、中泰证券研究所

图表 45：对位芳纶主要生产厂商占有情况

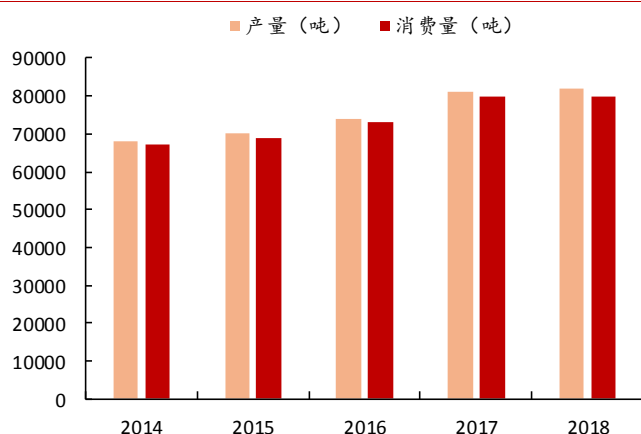


来源：新材料在线、中泰证券研究所

3.3 对位芳纶需求旺盛，进口替代潜力巨大

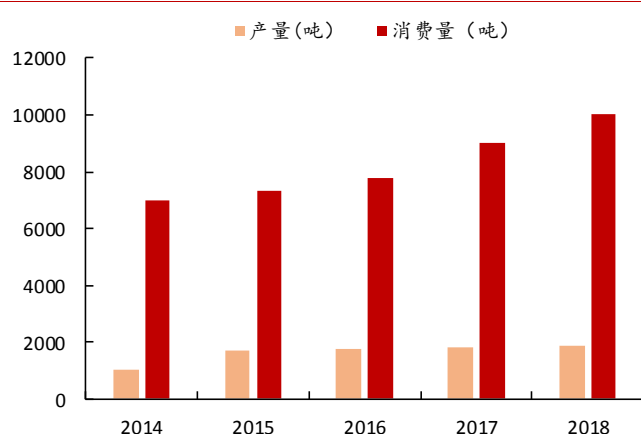
对位芳纶国产化进程相对缓慢，大规模依赖进口。国际对位芳纶产量和消费量基本持平，实现供需平衡，2018 年对位芳纶产量为 82000 吨，消费量为 80000 吨，国内对位芳纶工业化技术仍有短板，产品美日相比存在差距，对位芳纶需求不断增加，而产量增加缓慢，2018 年对位芳纶消耗量约为 10000 吨，产量为 1850 吨，约 80% 依赖进口。

图表 46：全球对位芳纶产量和消费量



来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

图表 47：国内对位芳纶产量和消费量

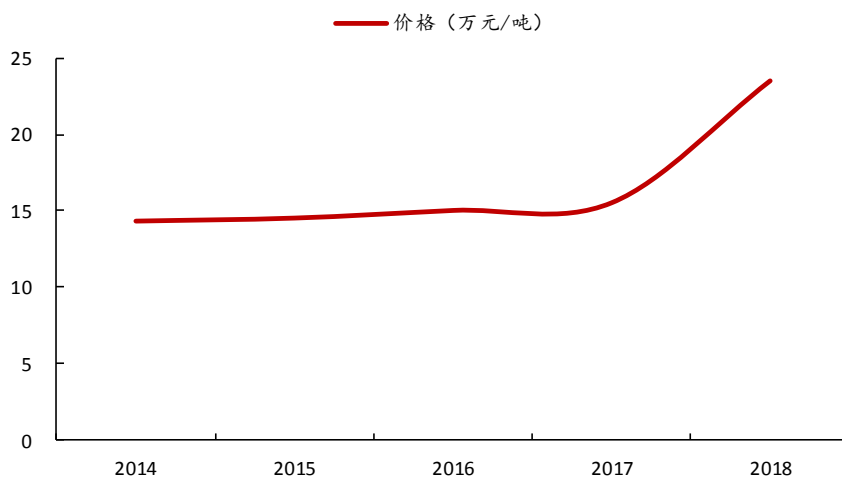


来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

对位芳纶价格保持上涨。2018 年由于杜邦新泽西州工厂暂时关闭和美国军队换装导致全球芳纶供应紧张、国内环保政策趋严使得芳纶原料供应紧张以及对位芳纶的应用领域逐渐扩大，在航天、军工等领域需求量提升的原因，国内对位芳纶的供需缺口加大，对位芳纶价

格由 2017 年 15.5 万元/吨上涨至 2018 年 23.5 万元/吨，上涨超过 50%，2019 年对位芳纶价格维持在 23 万元/吨左右。

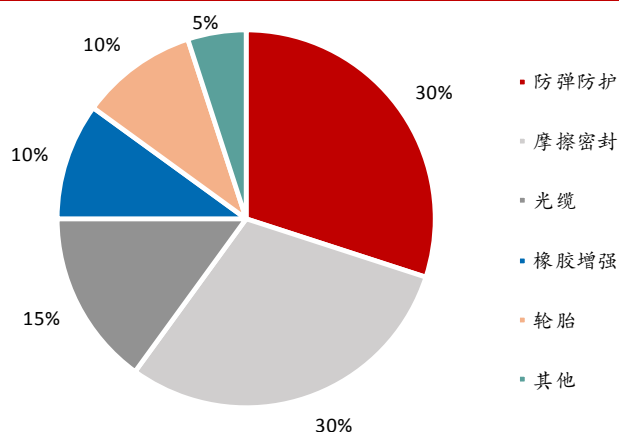
图表 48：对位芳纶价格走势上涨



资料来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

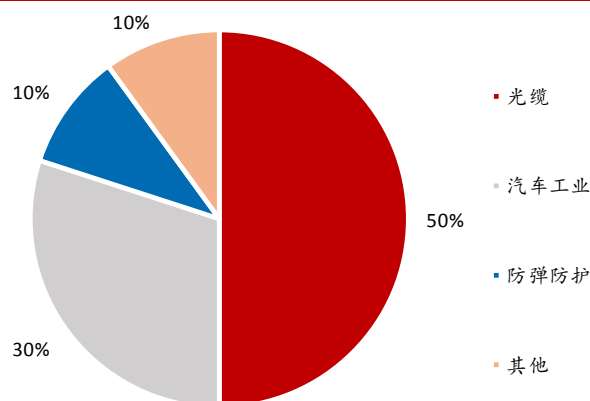
新基建拉动对位芳纶需求增长。对位芳纶属于典型的军民两用材料，全球对位芳纶主要应用于防弹防护和摩擦密封占比约为 60%，我国主要应用于光缆和汽车工业，其中光缆占比为 50%。我国光缆线路长度不断增加，增幅放缓，2019 年光缆线路长度为 4750 万公里，近几年随着宽带入户的普及以及 4G 建设大潮的退却，我国光缆产量下降。2019 年我国光纤产量为 26516 吨，同比下降 16.45%。2020 年 3 月 4 日，中央政治局常务委员会提出“加快推进国家规划已明确的重大工程和基础设施建设，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度”，“新基建”成为广受社会关注的热词。新基建是指以 5G、人工智能、工业互联网、物联网为代表的新型基础设施，本质上是信息数字化的基础设施。三大电信央企和铁塔公司表示今年将积极加快 5G 建设随着新基建的推进，5G 成为了“新基建”的“领头羊”。随着新基建的推进，未来 5G 建设资本开支将逐步加大，预计将重新带动光缆需求增长，光纤增强保护用对位芳纶消费量也将进一步提升。

图表 49：全球对位芳纶应用领域



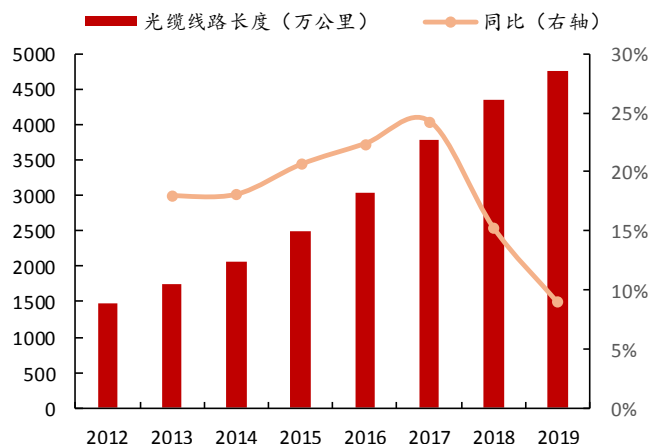
来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

图表 50：国内对位芳纶应用领域



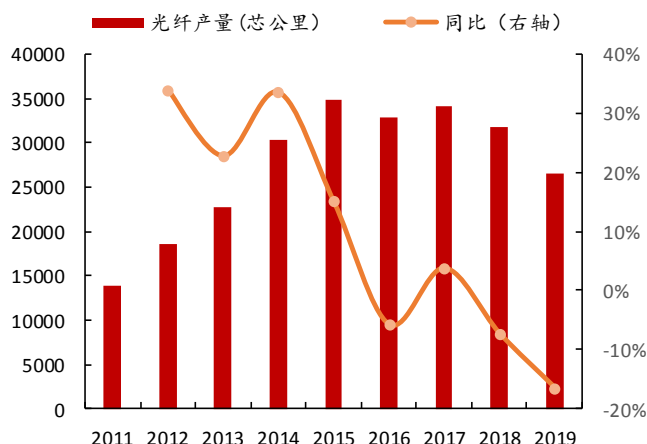
来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

图表 51：我国光缆线路长度



来源：工信部、智研咨询、中泰证券研究所

图表 52：我国光纤产量



来源：智研咨询、前瞻产业研究院、中泰证券研究所

未来新增产能释放，加快进口替代。对位芳纶在军工领域具有重要应用，但对位芳纶技术壁垒高，研发周期长，国内技术落后于海外企业，因而大规模依靠进口。但随着未来我国新增产能的不断投放，将会加快进口替代的速度。2020 年 6 日，泰和新材宁夏宁东 3000 吨/年高性能对位芳纶项目投产。此外，江苏瑞盛、仪征化纤、中旭国泰分别有 5000 吨、1000 吨和 1.2 万吨产能在建，但技术工艺尚不成熟，投产时间待定。

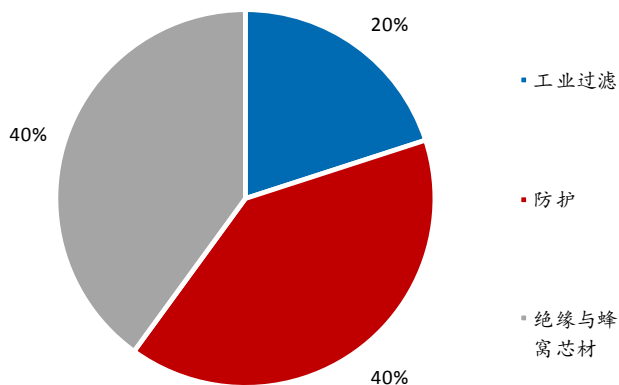
图表 53：对位芳纶扩产计划

| 公司 | 产能规划 | 预期投产时间 |
|--------|---------------------|--------|
| 瑞盛新材料 | 一期 1500 吨，二期 3500 吨 | - |
| 仪征化纤 | 1000 吨 | - |
| 中旭国泰实业 | 一期 6000 吨，二期 6000 吨 | - |

资料来源：环评文件、中泰证券研究所

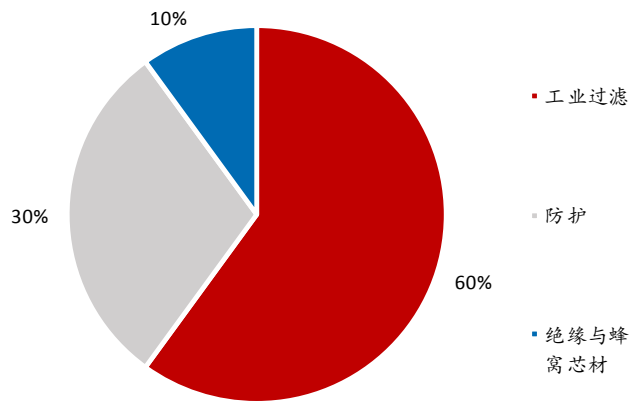
3.4 间位芳纶需求不断增长

图表 54：全球间位芳纶应用领域



来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

图表 55：国内间位芳纶应用领域



来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

低端领域竞争激烈，高端领域发展空间大。我国间位芳纶主要用于低端的工业过滤领域，占比 60%，低端市场竞争激烈，而国际间位芳纶工业过滤仅占 20%，主要集中在中高端的安全防护和电气绝缘的领域，由于高端间位芳纶产品技术开发难度较大，市场推广门槛较高，我国和国外存在一定的差距，随着我国间位芳纶技术壁垒的突破，国内市场高端领域蕴含着巨大潜力。

下游市场需求旺盛。据公司公告，在工业和环保领域，我国间位芳纶用量在 4000 吨左右，并以每年 10% 以上的速度增长，随着节能减排和环境污染治理力度的加大，预计 2020 年以后间位芳纶用量能达到 5000 吨以上。在个体防护市场、产业防护和警用防护领域，国家实施消防服强制标准同时提升其他警种、军队的单兵防护及日常作训服防护质量，间位芳纶作为最符合国家标准要求的个体防护材料之一，需求呈逐年增长的趋势，我国防护服装用间位芳纶纤维用量将以每年 50% 以上的速度递增，据公司公告，到 2020 年，预计国内防护用间位芳纶市场需求量将达到 3000 吨/年。在间位芳纶纸市场，间位芳纶纸由纯间位芳纶纤维制成，主要应用在电气绝缘、高性能电子器材和航空航天领域，在 2007 年以前被美国杜邦公司垄断，目前我国生产芳纶纸企业包括民士达、超美斯、龙邦和时代华先。随着全球范围内芳纶纸需求不断增长，据公司公告，我国需求量从 2003 年的 850 吨，迅速增加到 2018 年的 2200 吨，全球需求量达到了 1 万吨，年需求增速在 6.5% 左右，今后随着芳纶纸在新能源汽车、风电、光伏等行业的增长，间位芳纶纸市场将迎来更快的增长。

图表 56：芳纶纸主要生产企业及产能

| 企业名称 | 国别 | 产能（吨/年） |
|------|--------|---------|
| 杜邦公司 | 美国 | 12000 |
| 民士达 | 中国（山东） | 1500 |
| 超美斯 | 中国（江苏） | 2000 |
| 龙邦 | 中国（江西） | 1000 |
| 时代华先 | 中国（湖南） | 3000 |
| 合计 | | 19500 |

资料来源：《高科技纤维与应用》、中泰证券研究所

4 盈利预测及估值

假设：

- (1) 假设公司在建项目（4000 吨对位芳纶，4.5 万吨氨纶搬迁项目）按时投放。
- (2) 假设对位芳纶、间位芳纶价格稳定。
- (3) 假设氨纶价格底部向好。

图表 57：盈利预测业务拆分

| 产品 | 项目 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----|-----------|-------|---------|---------|--------|
| 氨纶 | 销售收入（百万元） | 1508 | 1300 | 1120 | 1680 |
| | yoy (%) | | -13.79% | -13.85% | 50.00% |
| | 经营成本（百万元） | 1505 | 1131 | 974 | 1428 |
| 芳纶 | 销售收入（百万元） | 1010 | 992 | 1350 | 1660 |
| | yoy (%) | | -1.76% | 36.09% | 22.96% |
| | 经营成本（百万元） | 563 | 566 | 773 | 941 |
| 其他 | 销售收入（百万元） | 24 | 29 | 35 | 42 |
| | yoy (%) | | 20.00% | 20.00% | 20.00% |
| | 经营成本（百万元） | 12 | 10 | 12 | 15 |
| 合计 | 销售收入（百万元） | 2542 | 2321 | 2505 | 3382 |
| | yoy (%) | | -8.69% | 7.92% | 35.01% |
| | 经营成本（百万元） | 2081 | 1707 | 1759 | 2384 |

资料来源：Wind、中泰证券研究所

盈利预测：预测公司 2020-2022 年营收分别为 23.21、25.05 和 33.82 亿元，归母净利润分别为 3.04、4.04 和 5.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.62 和 0.83 元，PE 分别为 35 倍、26 倍和 20 倍。

图表 58：可比公司估值

| 股票代码 | 简称 | 总市值 (亿元) | 总股本 (亿) | 股价 (2020-10-16) | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|-------------|------------|--------------------|------|------|------|------|-----|-----|-----|-----|
| | | | | | 19A | 20E | 21E | 22E | 19A | 20E | 21E | 22E |
| 002064.SZ | 华峰氨纶 | 386.90 | 46.34 | 8.35 | 0.43 | 0.36 | 0.49 | 0.57 | 19 | 23 | 17 | 15 |
| 000949.SZ | 新乡化纤 | 42.51 | 12.58 | 3.38 | 0.10 | 0.08 | 0.15 | 0.19 | 33 | 41 | 23 | 18 |
| 300699.SZ | 光威复材 | 388.81 | 5.18 | 75.01 | 1.01 | 1.26 | 1.59 | 2.00 | 74 | 60 | 47 | 37 |
| 平均 | | | | | | | | | 42 | 41 | 29 | 23 |
| 002254.SZ | 泰和新材 | 105.50 | 6.50 | 16.23 | 0.35 | 0.47 | 0.62 | 0.83 | 46 | 35 | 26 | 20 |

资料来源：Wind、中泰证券研究所注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

我们选取三家化工公司，主要涵盖氨纶及军工新材料领域，进行估值对比，2020 年平均估值 PE 为 41 倍（对应 2020 年 10 月 16 日股价），泰和新材 2020 年 PE 为 35 倍。我们认为公司作为国内氨纶及芳纶双龙头，业绩有望迎来持续上涨，给予公司“买入”评级。

5 风险提示

原材料供应及价格波动风险。公司原材料供应和价格的波动对营业成本及毛利率会有较大影响。

环保与安全风险。随着国内安全环保标准趋于严格，安全、健康、环保的压力增加，公司面临更大的环境生态保护压力。

项目建设不达预期风险。公司在建项目较多，一旦无法按时投产，对于公司经营造成较大影响。

图表 59：盈利预测

损益表（人民币百万元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入 | 2,542 | 2,321 | 2,505 | 3,382 |
| 增长率 | 17.0% | -8.7% | 7.9% | 35.0% |
| 营业成本 | -2,081 | -1,707 | -1,759 | -2,384 |
| %销售收入 | 81.9% | 73.6% | 70.2% | 70.5% |
| 毛利 | 461 | 614 | 746 | 999 |
| %销售收入 | 18.1% | 26.4% | 29.8% | 29.5% |
| 营业税金及附加 | -20 | -18 | -20 | -27 |
| %销售收入 | 0.8% | 0.8% | 0.8% | 0.8% |
| 营业费用 | -87 | -79 | -85 | -115 |
| %销售收入 | 3.4% | 3.4% | 3.4% | 3.4% |
| 管理费用 | -82 | -167 | -175 | -237 |
| %销售收入 | 3.2% | 7.2% | 7.0% | 7.0% |
| 息税前利润（EBIT） | 272 | 349 | 465 | 620 |
| %销售收入 | 10.7% | 15.0% | 18.6% | 18.3% |
| 财务费用 | 1 | -3 | -5 | -5 |
| %销售收入 | -0.1% | 0.1% | 0.2% | 0.1% |
| 资产减值损失 | -18 | 12 | 12 | 12 |
| 公允价值变动收益 | -2 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 18 | 12 | 14 | 14 |
| %税前利润 | 6.4% | 3.3% | 2.8% | 2.2% |
| 营业利润 | 272 | 371 | 486 | 641 |
| 营业利润率 | 10.7% | 16.0% | 19.4% | 19.0% |
| 营业外收支 | 2 | 2 | 1 | 1 |
| 税前利润 | 274 | 372 | 487 | 642 |
| 利润率 | 10.8% | 16.0% | 19.4% | 19.0% |
| 所得税 | -33 | -47 | -62 | -83 |
| 所得税率 | 12.1% | 12.5% | 12.7% | 12.9% |
| 净利润 | 215 | 301 | 400 | 535 |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | -3 | -4 |
| 归属于母公司的净利润 | 216 | 304 | 404 | 539 |
| 净利率 | 8.5% | 13.1% | 16.1% | 15.9% |

现金流量表（人民币百万元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润 | 215 | 301 | 400 | 535 |
| 加：折旧和摊销 | 0 | 14 | 24 | 33 |
| 资产减值准备 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动损失 | 2 | 0 | 0 | 0 |
| 财务费用 | 3 | 3 | 5 | 5 |
| 投资收益 | -18 | -12 | -14 | -14 |
| 少数股东损益 | -2 | -2 | -3 | -4 |
| 营运资金的变动 | 481 | 539 | -585 | 500 |
| 经营活动现金净流 | 290 | 845 | -169 | 1,059 |
| 固定资本投资 | -339 | -70 | -70 | -70 |
| 投资活动现金净流 | -208 | -65 | -67 | -63 |
| 股利分配 | -31 | -65 | -74 | -97 |
| 其他 | 512 | -777 | 359 | -84 |
| 筹资活动现金净流 | 481 | -842 | 285 | -181 |
| 现金净流量 | 563 | -62 | 49 | 815 |

资产负债表（人民币百万元）

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 910 | 848 | 897 | 1,711 |
| 应收款项 | 473 | 372 | 539 | 692 |
| 存货 | 424 | 372 | 449 | 663 |
| 其他流动资产 | 258 | 248 | 258 | 253 |
| 流动资产 | 2,064 | 1,840 | 2,143 | 3,319 |
| %总资产 | 48.0% | 44.4% | 47.6% | 58.0% |
| 长期投资 | 78 | 85 | 96 | 103 |
| 固定资产 | 1,489 | 1,635 | 1,745 | 1,827 |
| %总资产 | 34.6% | 39.4% | 38.7% | 31.9% |
| 无形资产 | 166 | 163 | 159 | 156 |
| 非流动资产 | 2,241 | 2,305 | 2,361 | 2,405 |
| %总资产 | 52.0% | 55.6% | 52.4% | 42.0% |
| 资产总计 | 4,305 | 4,145 | 4,504 | 5,724 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 79 | 0 |
| 应付款项 | 535 | 912 | 580 | 1,442 |
| 其他流动负债 | 162 | 162 | 162 | 162 |
| 流动负债 | 697 | 1,074 | 821 | 1,604 |
| 长期贷款 | 811 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 74 | 74 | 74 | 74 |
| 负债 | 1,583 | 1,148 | 895 | 1,678 |
| 普通股股东权益 | 2,345 | 2,621 | 3,236 | 3,678 |
| 少数股东权益 | 378 | 376 | 372 | 368 |
| 负债股东权益合计 | 4,305 | 4,145 | 4,504 | 5,724 |

比率分析

| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|---------|---------|--------|
| 每股指标 | | | | |
| 每股收益(元) | 0.33 | 0.47 | 0.62 | 0.83 |
| 每股净资产(元) | 3.61 | 4.03 | 4.98 | 5.66 |
| 每股经营现金净流(元) | 0.45 | 1.30 | -0.26 | 1.63 |
| 每股股利(元) | 0.05 | 0.10 | 0.11 | 0.15 |
| 回报率 | | | | |
| 净资产收益率 | 9.22% | 11.59% | 12.47% | 14.66% |
| 总资产收益率 | 4.98% | 7.27% | 8.89% | 9.35% |
| 投入资本收益率 | 10.70% | 12.30% | 20.44% | 20.65% |
| 增长率 | | | | |
| 营业总收入增长率 | 17.01% | -8.69% | 7.92% | 35.01% |
| EBIT增长率 | 50.10% | 14.35% | 33.52% | 33.29% |
| 净利润增长率 | 38.32% | 40.49% | 32.82% | 33.62% |
| 总资产增长率 | 13.45% | -3.73% | 8.66% | 27.10% |
| 资产管理能力 | | | | |
| 应收账款周转天数 | 11.6 | 11.6 | 11.6 | 11.6 |
| 存货周转天数 | 68.8 | 61.8 | 59.0 | 59.2 |
| 应付账款周转天数 | 122.4 | 123.5 | 122.9 | 123.2 |
| 固定资产周转天数 | 211.7 | 242.2 | 242.8 | 190.1 |
| 偿债能力 | | | | |
| 净负债/股东权益 | 2.04% | -26.86% | -42.69% | #REF! |
| EBIT利息保障倍数 | -233.6 | 116.5 | 93.3 | 124.4 |
| 资产负债率 | 36.76% | 27.70% | 19.88% | 29.31% |

资料来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

| | 评级 | 说明 |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 | | |

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。