

方正证券研究所证券研究报告

化工行业分析师：张正华

执业证书编号：S1220511020004

TEL: 010-68584812

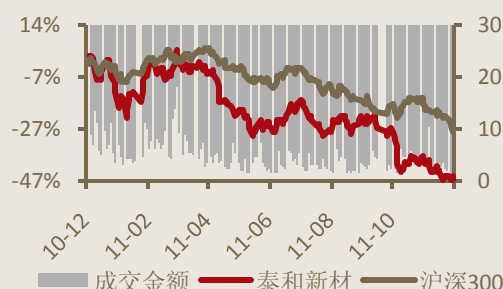
E-mail: zhangzh@foundersc.com

联系人：张力磁

TEL: (10) 68584814

Email: zhanglici@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	1490.53	1640.03	1924.41	2296.60
(+/-)	31.55%	10.03%	17.34%	19.34%
净利润	256.02	130.33	193.90	263.17
(+/-)	134.56%	-49.09%	48.78%	35.72%
EPS (元)	0.98	0.33	0.50	0.67
P/E	41.25	38.55	25.91	19.09

相关研究

氨纶不给力，芳纶是主角

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

泰和新材(002254)

公司调研简报

2011.12.22 增持（维持）

化学纤维行业

投资要点

※公司看点：短期看芳纶需求放量，中期看对位芳纶应用领域深挖，长期看公司研发壁垒

我们认为公司短期看点主要是间位芳纶和对位芳纶明年的放量情况。公司间位芳纶近期主攻防护服领域，而对位芳纶则把重心放在光缆以外的需求领域比如防弹头盔、防切割、防护服等领域的推广上，防弹用品短期有放量的可能性；中期看点我国 1414 用量相比 1313 仍然较低（世界范围内大概是 7:4，我国大约为 1:1），一些毛利较高的领域比如航空，芳纶纸，防弹服，头盔等的需求空间还有深挖的潜力。公司预留了 4000 吨的 1414 扩产空间表现了其对这块市场非常看好；长期看点公司是特种纤维行业的领军企业。作为第一个实现氨纶量产，第一个实现芳纶 1313 量产，第一个实现芳纶 1414 量产的企业，公司始终走在行业的最前端。近期公司放弃了使用了 20 余年的老牌子“烟台氨纶”，而改用“泰和新材”就充分昭示了这个信念。我们认为基于公司强大的研发消化能力，长期公司有成为中国特纤龙头的潜质。

※氨纶行业景气程度仍将维持底部区域，公司舒适氨项目产能分批逐步投放

近年氨纶行业增速波动中枢已从 2001-2004 年的约 40% 下降到 20% 左右，行业开始逐步进入成熟期。行业 2010 年产量为 27.4 万吨，预计未来几年行业需求增速维持在 15% 左右，年新增需求约为 3 万吨。2010 年我国氨纶产能约为 42.1 万吨，远大于当年产量，此外 2011-2012 年仍将有约 10 万吨的新增产能投放市场，行业竞争趋激烈。从 2011 三季度开始行业龙头华峰氨纶自 2009 年 1 季度以来首次亏损，行业进入景气低谷。我们认为未来两年由于新增产能较大，行业景气程度仍将维持底部区域。公司新建的 7000 吨舒适氨项目分两期建设，预计未来两年新增产能逐步投放。

※间位芳纶（1313）：滤料市场格局稳定，专用服装中耐热工装和军警作训服有较大空间可挖掘，但是需求放量还需要时间

我国芳纶 1313 下游需求主要有两大块，高温滤材占 58.3%，防护服装占 13.3%，与发达国家需求结构有较大差别（电气绝缘纸 38%，防火纤维 26%，高温滤材 17%，蜂窝材料 9%）。2011 年公司芳纶 1313 产品约 50% 出口。高温滤料行业不同类型的产品由于性能不同而格局稳定，芳纶主要用于水泥厂、钢厂和沥青搅拌站，PPS 用于电厂，PTFE 用于垃圾焚烧，相互之间替代性不强。公司的客户为水泥厂和钢厂，毛利相对较高；而竞争对手广东彩艳（产能 1000 吨）和圣欧集团（现有产能 2000 吨，明年扩至 3500 吨）

的下游客户为集中在沥青搅拌站，盈利情况较低。公司芳纶 1313 业务近期的主攻方向是防护服装，其可进一步分成消防服装，耐热工装和军警作训服三个大类。其中消防服装的市场已相对饱和，而耐热工装和军警作训服市场还有较大空间可挖掘。公司正在大力进行上述两大市场的推广工作。公司现有芳纶 1313 产能 5600 吨，明年将扩至 8000 吨，新增的 2400 吨芳纶 1313 主要用于服饰领域。我们随着专用服装市场的产品推广需要一个过程，产量逐年增加。

※对位芳纶（1414）：我国芳纶 1414 产品下游应用比较缺乏，可挖掘点很多。光缆增强材料量大但竞争激烈，防弹头盔有短期放量的可能

对位芳纶是当今世界高性能纤维的代表，性能非常优异，全球年产量约为 7 万吨。目前我国芳纶 1414 下游需求分布为：光缆 56%、摩擦密封材料 12%、防护服 11%、轮胎 14%；国际下游需求分布为：航空航天 40%、传动带 20%、高强度绳索 13%、防弹衣头盔 8%。我国与世界下游需求结构差别较大，目前我国每年进口约 3000 吨 1414 主要用于光缆增强材料领域。由于长期的技术封锁，芳纶 1414 在我国的应用还处在早期阶段，随着国内企业实现规模化生产产品应用领域将被逐步打开。泰和新材是我最早开研制，并且首先实现量产的企业，现有产能 1000 吨。由于第一大领域光缆产品的毛利较低，公司把芳纶 1414 的主要推广精力放在其他领域比如防弹产品，防护服等的推广上。其中防弹用芳纶由于国外一直对我国实行出口限制，目前国内大量装备的还是 83 式钢盔。一旦国内突破技术壁垒实现芳纶 1414 的量产，短期可能有放量机会。

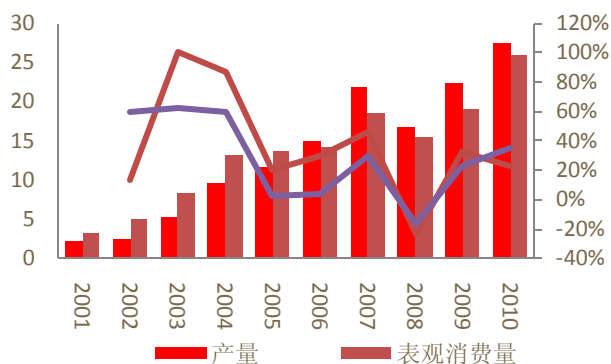
※盈利预测与评级

基于宏观经济形势向下对公司氨纶业务已造成较大影响，此外考虑到芳纶 1313 产品放量是一个渐进的过程。我们下调 2011, 2012, 2013 年对应 EPS 分别为 0.33, 0.5, 0.67 元，对应 PE 为 38.6, 25.9, 19.1 倍。考虑到公司是芳纶行业国内龙头，技术最优且持续扩张能力强。2012 年 PE 对应区间应为 28-32 倍，对应股价区间 14-16 元，维持“增持”评级。

※风险提示

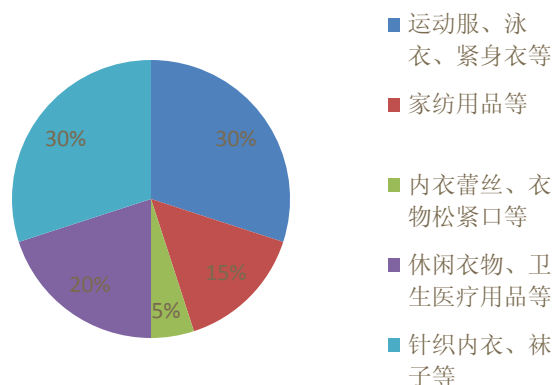
- ◇ 四季度业绩不及预期
- ◇ 宏观经济运行风险

图表 1 我国氨纶需求增长进入平稳期(万吨)



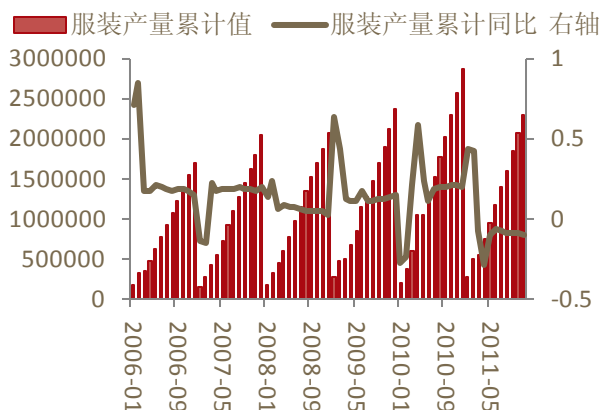
资料来源: 中纤网, 方正证券研究所

图表 2 氨纶下游主要是服装家纺类织物



资料来源: 中国期刊网, 方正证券研究所

图表 3 服装产量同比开始下滑(万件)



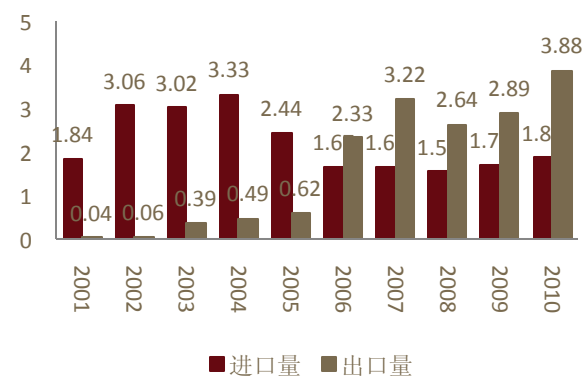
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 4 轻革产量同比开始下滑(万米)



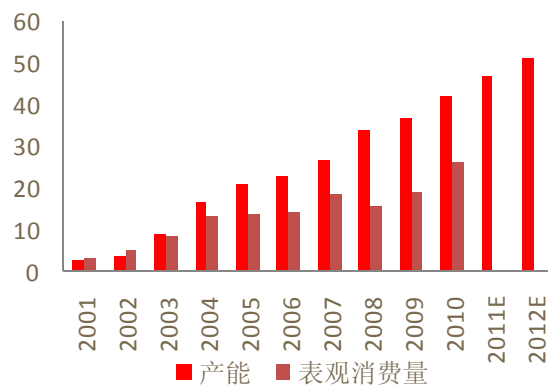
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 5 行业依靠大量出口消化产量(万吨)



资料来源: 中纤网, 方正证券研究所

图表 6 未来两年有大量新增产能投放(万吨)



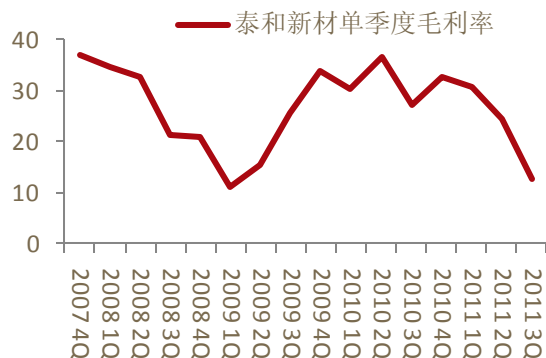
资料来源: 中纤网, 方正证券研究所

图表 7 行业龙头毛利率持续下滑 (%)



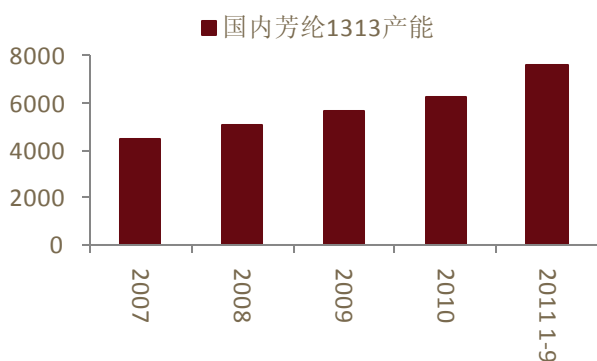
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 8 泰和新材毛利率接近 2009 年低点 (%)



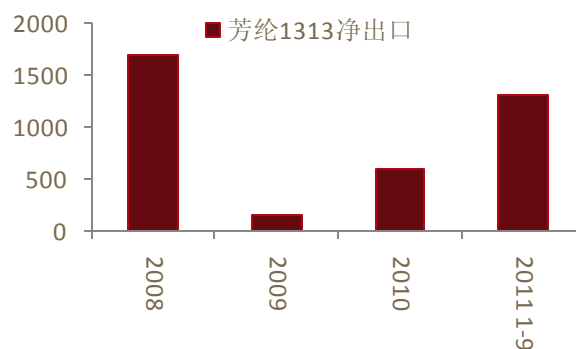
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 9 2011 年芳纶 1313 产能增量较大 (吨)



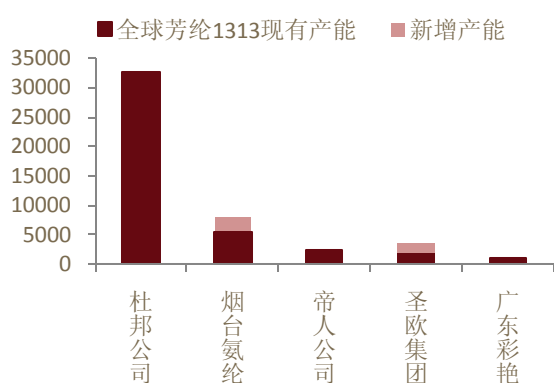
资料来源: 中国期刊网, 方正证券研究所

图表 10 行业需求对出口依赖较大 (吨)



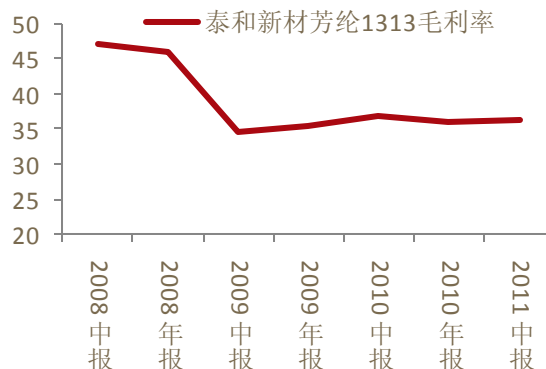
资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 11 明年全球新增产能较大 (吨)



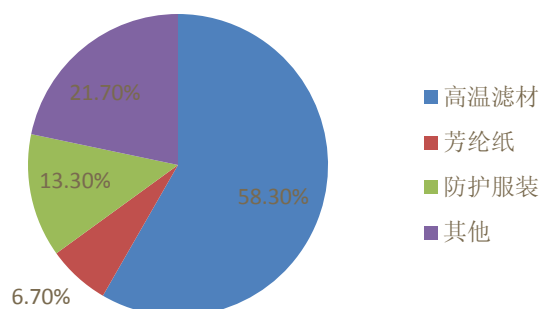
资料来源: 中纤网, 方正证券研究所

图表 12 近年行业毛利率保持稳定 (%)

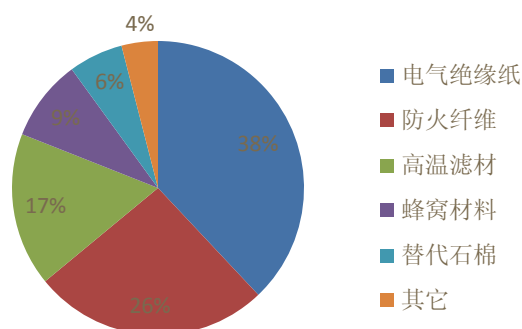


资料来源: wind, 方正证券研究所

图表 13 芳纶 1313 国内需求中防护服仅 13%



图表 14 芳纶 1313 全球需求中防火纤维 26%



资料来源：中国期刊网，方正证券研究所

资料来源：中国期刊网，方正证券研究所

图表 15 不同滤料的应用范围不同，相互替代性不强，公司产品主要用于水泥厂和钢厂

商品名	极限氧值	工作温度 ℃	耐候性	我国主要应用领域
聚苯硫醚纤维（PPS）	35%	300	良好	电厂
聚四氟乙烯（PTFE）	95%	260	良好	垃圾焚烧
聚酰亚胺纤维	38%	250	耐酸不耐碱	
芳纶 1313	28%	220	耐酸耐水	水泥厂、钢厂、沥青搅拌站
芳砜纶（PSA）		250	差	工业窑炉

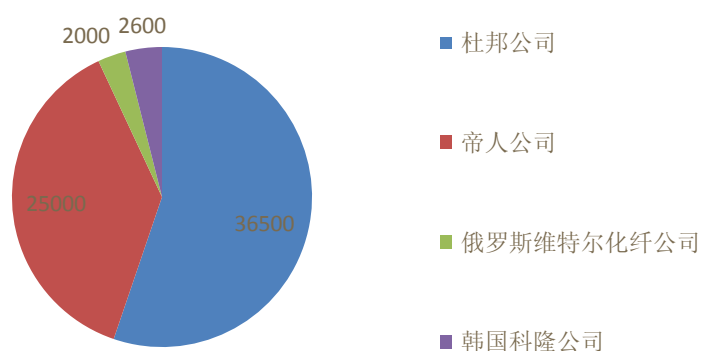
资料来源：中国期刊网，方正证券研究所

图表 16 芳纶 1414（凯夫拉）纤维综合性能优异

项目	凯夫拉 29	凯夫拉 49	玻纤	钢丝	尼龙	碳纤维
相对密度（g/cm ³ ）	1.44	1.45	2.54	7.85	1.14	1.74
拉断强度/MPa	28.2	28.2	—	20	13	—
定伸应力/MPa	598	1338	703	200	63	235
拉断伸长率/%	4.0	2.4	4.0	1.1	19.0	1.5
耐热性	在-251 摄氏度到 204 摄氏度下性能稳定					
阻燃型	在 400 摄氏度以上碳化					

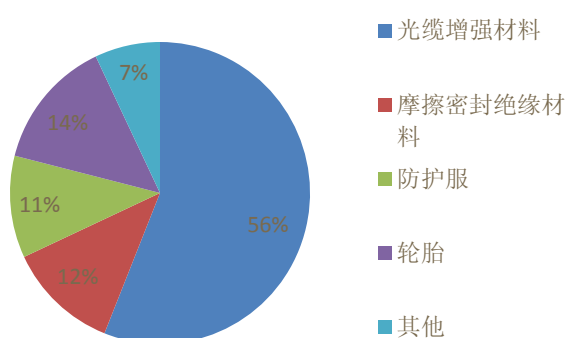
资料来源：中国期刊网，方正证券研究所

图表 17 全球对位芳纶（芳纶 1414）供给商对应产能



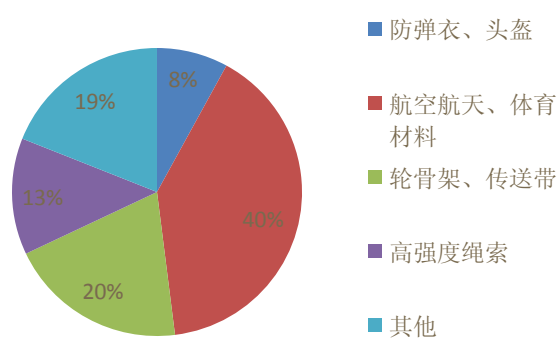
资料来源：中纤网，公司招股说明书

图表 18 国内芳纶 1414 需求分布



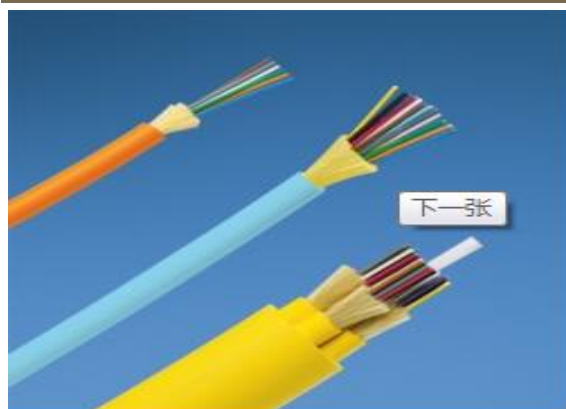
资料来源：中纤网，方正证券研究所

图表 19 全球芳纶 1414 需求分布



资料来源：中纤网，方正证券研究所

图表 20 芳纶光缆加强材料



资料来源：互联网，方正证券研究所

图表 21 芳纶头盔兼顾重量和硬度的优势



资料来源：互联网，方正证券研究所

图表 22 国内打算上的芳纶 1414 项目很多，成功实现量产的较少

公司	地址	产能 (t)	技术来源	备注
河北硅谷化工	河北邯郸	1000	晨光院	小批量产品
江苏仪征化纤	仪征	300	东华大学	拟扩建至 3000 吨
四川金路集团	成都	1000	晨光院	因技术难题解散
辽源得亨公司	吉林	1000		2004 年公告建设，未完成
泰和新材	烟台	1000		已完成建设
兆达特纤科技有限公司	江苏常熟	500	东华大学	拟扩产至 1000 吨
中国化工集团	成都	1000		成功开车

资料来源：中纤网，方正证券研究所

图表 23 盈利预测输入假设

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能 (吨)					
氨纶			30000	37000	37000
芳纶 (1313)			5600	8000	8000
芳纶 (1414)			500	1000	1000
产量 (吨)					
氨纶		20585	22000	25300	29095
芳纶 (1313)		3000	4000	5000	6000
芳纶 (1414)			100	300	600
价格 (元/吨)					
氨纶		52000	50000	48000	48000
芳纶 (1313)		127050	130000	130000	130000
芳纶 (1414)			200000	200000	200000
毛利率					
氨纶	18.11%	30.16%	13.00%	14.00%	15.00%
芳纶 (1313)	35.49%	35.78%	36.00%	38.00%	40.00%
芳纶 (1414)			40%	40%	40%

资料来源：方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1067.65	973.11	1151.18	1198.20	经营活动现金流	401.23	197.51	306.26	444.40
现金	527.06	386.60	390.56	402.17	净利润	272.98	139.37	209.01	281.90
应收账款	46.25	68.11	56.93	87.78	折旧摊销	131.57	137.43	164.22	199.12
其它应收款	1.58	23.55	2.86	23.79	财务费用	-5.04	-0.63	-4.68	-4.74
预付账款	7.86	12.34	11.84	16.28	投资损失	-0.10	-0.43	-0.57	-0.37
存货	200.18	228.87	262.65	305.04	营运资金变动	2.33	-77.44	-62.42	-31.30
其他	284.72	253.64	426.35	363.14	其它	-0.52	-0.78	0.70	-0.20
非流动资产	1200.48	1175.62	1216.36	1297.38	投资活动现金流	-405.75	-111.80	-205.01	-279.47
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	245.87	-6.49	38.36	76.48
固定资产	954.76	954.03	1004.13	1084.10	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	52.81	56.57	65.36	76.62	其他	-159.88	-118.28	-166.65	-202.99
其他	192.90	165.02	146.87	136.66	筹资活动现金流	-64.10	-226.17	-97.30	-153.31
资产总计	2268.13	2148.73	2367.54	2495.58	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债	332.28	300.76	412.46	416.56	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-64.10	-226.17	-97.30	-153.31
应付账款	237.80	212.60	316.73	305.32	现金净增加额	-68.63	-140.46	3.95	11.62
其他	94.48	88.16	95.73	111.24					
非流动负债	57.75	39.33	41.80	46.29	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	57.75	39.33	41.80	46.29	营业收入	31.55%	10.03%	17.34%	19.34%
负债合计	390.03	340.09	454.26	462.85	营业利润	133.67%	-50.35%	52.26%	35.25%
少数股东权益	168.66	177.70	192.81	211.53	归属母公司净利润	134.56%	-49.09%	48.78%	35.72%
归属母公司股东权益	1709.44	1630.94	1720.47	1821.19	获利能力				
负债和股东权益	2268.13	2148.73	2367.54	2495.58	毛利率	31.73%	20.60%	22.90%	24.80%
					净利率	18.31%	8.50%	10.86%	12.27%
					ROE	14.54%	7.71%	10.92%	13.87%
					ROIC	15.97%	8.55%	12.15%	15.48%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	偿债能力				
营业收入	1490.53	1640.03	1924.41	2296.60	资产负债率	17.20%	15.83%	19.19%	18.55%
营业成本	1017.52	1302.19	1483.72	1727.04	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
营业税金及附加	5.64	7.01	8.21	9.44	流动比率	3.21	3.24	2.79	2.88
营业费用	42.72	49.20	57.73	68.90	速动比率	2.61	2.47	2.15	2.14
管理费用	104.11	114.80	134.71	160.76	营运能力				
财务费用	-5.04	-0.63	-4.68	-4.74	总资产周转率	0.71	0.74	0.85	0.94
资产减值损失	1.94	7.16	0.55	4.56	应收帐款周转率	35.76	28.68	30.78	31.74
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	5.27	5.78	5.61	5.55
投资净收益	0.10	0.43	0.57	0.37	每股指标(元)				
营业利润	323.74	160.73	244.74	331.01	每股收益	0.98	0.33	0.50	0.67
营业外收入	1.59	4.91	5.42	3.97	每股经营现金	1.02	0.50	0.78	1.13
营业外支出	0.73	2.27	3.02	2.01	每股净资产	7.19	4.62	4.89	5.19
利润总额	324.60	163.38	247.14	332.98	估值比率				
所得税	51.62	24.01	38.12	51.08	P/E	0.00	38.55	25.91	19.09
净利润	272.98	139.37	209.01	281.90	P/B	0.00	3.08	2.92	2.76
少数股东损益	16.96	9.04	15.11	18.73	EV/EBITDA	-0.79	16.01	11.73	9.08
归属母公司净利润	256.02	130.33	193.90	263.17					
EBITDA	456.18	300.81	411.35	532.10					
EPS (元)	0.98	0.33	0.50	0.67					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

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、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。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。

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。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。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com