

三联虹普 (300384)

2022 年半年报点评：新签订单快速增长，现金流大幅改善【勘误版】

2022 年 08 月 25 日

证券分析师 袁理

执业证书：S0600511080001

021-60199782

yuanl@dwzq.com.cn

研究助理 赵梦妮

执业证书：S0600120100018

zhaomn@dwzq.com.cn

买入 (维持)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	840	1,168	1,505	1,938
同比	-4%	39%	29%	29%
归属母公司净利润 (百万元)	191	249	320	415
同比	13%	31%	28%	30%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.60	0.78	1.00	1.30
P/E (现价&最新股本摊薄)	35.58	27.17	21.18	16.35

投资要点

- **事件**：2022H1 公司实现营业收入 5.13 亿元，同增 28.35%；归母净利润 1.18 亿元，同增 25.23%；扣非归母净利润 1.18 亿元，同增 24.81%。
- **新材料及合成材料收入增长明显，再生板块业务待确认收入持续增长。**
 - 1) **新材料及合成材料**：收入 3.59 亿元，同增 72.14%，毛利率 31.85%，同降 11.98pct。
 - 2) **再生材料及可降解材料**：收入 1.27 亿元，同减 23.02%，毛利率 39.90%，同升 5.67pct。收入下降主要系在手订单尚未达到收入确认条件所致，受益于再生 rPET 工艺解决方案竞争力和经营质量提高，再生业务未确认收入金额持续增加至 5.93 亿元；
 - 3) **工业 AI 集成应用**：收入 0.20 亿元，同减 10.01%，毛利率 82.34%，同升 0.68pct。
- **2022H1 新增订单加速，聚酰胺、聚酯及再生聚酯贡献增量。**2022H1 公司新签订单亮眼。1) **聚酰胺及聚酯**：公司与台华新材、万凯新材等客户累计新签金额约 8.87 亿元，较去年新签单规模同比提升 82.89%。2) **再生聚酯**：公司控股子公司 Polymetrix 再生聚酯 (rPET) 在亚洲区业务量正逐年增加，截至 2022Q1 公司再生材料及可降解材料新签合同额已打破 2021 年全年新增合同额水平 2.31 亿元，金额累计达 2.62 亿元。
- **回款加速，经营性现金流大幅改善。**2022H1 公司实现 1) 经营活动现金流净额 2.76 亿元，同增 112.96%，项目回款加速；2) 投资活动现金流净额 -1.2 亿元，同减 121.91%，系上期到期赎回银行理财产品较多所致；3) 筹资活动现金流净额 -0.7 亿元，同减 3.75%。
- **建立长效激励机制，回购股份以实施股权激励员工持股。**公司于 2022 年 2 月-6 月启动回购，累计回购股份 2,241,234 股 (占比 0.7035%) 并用于员工持股，本次持股计划人数不超过 70 人，其中董监高 7 人，业绩目标为 2022-2023 年归母净利润较 2021 年增长率不低于 30%，40%。
- **技术驱动型企业，尼龙领域具备大量的技术储备和解决方案，己二腈国产突破带动聚酰胺 66 放量在即。**公司长期从事成纤聚合物领域关键核心技术装备研发，品牌优势及客户资源突出。伴随着聚酰胺 6 及 66 原材料的国产化及成本边际下降，消费升级带动高端纺服需求及汽车行业的快速发展，聚酰胺 6/66 持续迎来稳健增长，尤其聚酰胺 66 有望于 2022 年打破己二腈技术垄断，迎来行业快速放量。
- **聚酯瓶片回收全球领先，有望复制原生领域优势及份额。**Polymetrix 是全球固相聚合 (SSP) 技术引领者，在原生聚酯 (vPET) 领域国际市占率达 90%，产品满足可口可乐、雀巢、达能等企业食品级包装材料安全要求，在再生聚酯 (rPET) 领域实现超净技术，真正实现聚酯同等级回用的闭环循环，全球市占率达 40%，公司有望在再生聚酯行业复制原生领域市场份额，实现循环再生板块的快速扩张。
- **盈利预测与投资评级**：公司在手订单充裕，业绩将稳步释放，我们维持 2022-2024 年公司归母净利润 2.49 亿元、3.20 亿元、4.15 亿元，对应当前市值 PE 分别为 27X、21X 和 16X，维持“买入”评级。
- **风险提示**：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧

股价走势



市场数据

收盘价(元)	21.28
一年最低/最高价	13.96/26.64
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	4,673.14
总市值(百万元)	6,779.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.83
资产负债率(% ,LF)	35.30
总股本(百万股)	318.60
流通 A 股(百万股)	219.60

相关研究

- 《三联虹普(300384)：2021 年年报&22 年一季报点评：景气高企，22Q1 订单高增储备充足》
2022-04-27
- 《三联虹普(300384)：食品级聚酯 SSP 订单连中，凸显龙头优势》
2022-03-23
- 《三联虹普(300384)：联动“验证品质”，rPET 新模式加速循环再生》
2022-01-25

事件：公司发布 2022 年半年报，2022 年上半年公司实现营业收入 5.13 亿元，同比增长 28.35%；归母净利润 1.18 亿元，同比增长 25.23%；扣非归母净利润 1.18 亿元，同比增长 24.81%。

1. 聚酰胺&聚酯订单高增，现金流大幅改善

新材料及合成材料收入增长明显，再生板块业务待确认收入持续增长。分业务来看，**1) 新材料及合成材料：**新材料及合成材料业务收入 3.59 亿元，同比增长 72.14%，占公司主营收入的 42.74%；毛利率 31.85%，同比下降 11.98pct。**2) 再生材料及可降解材料：**再生材料及可降解材料业务收入 1.27 亿元，同比减少 23.02%，再生板块收入下降主要系在手订单尚未达到收入确认条件所致，但受益于再生 rPET 工艺解决方案竞争力和经营质量提高，再生业务未确认收入金额持续增加至 5.93 亿元，对板块后续业绩成长提供有力支撑，毛利率 39.90%，同比提升 5.67pct。**3) 工业 AI 集成应用：**工业 AI 集成应用业务收入 0.20 亿元，同比减少 10.01%，占公司主营业务收入的 2.38%，毛利率 82.34%，同比提升 0.68pct。

2022H1 新增订单加速，聚酰胺、聚酯及再生聚酯贡献增量。2022H1 公司新签订单亮眼。**1) 聚酰胺及聚酯：**公司在聚酰胺及聚酯领域与台华新材、万凯新材等客户累计新签合同金额总计约 8.87 亿元，较去年新签单规模同比提升 82.89%。**2) 再生聚酯：**公司控股子公司 Polymetrix 再生聚酯 (rPET) 在亚洲区业务量正逐年增加，截至 2022Q1，公司再生材料及可降解材料业务新签合同额已经打破 2021 年全年新增合同额水平 2.31 亿元，金额累计达 2.62 亿元。

表1：报告期内公司重大合同

公司名称	客户名称	合同标的	签订日期	交易价格 (万元)
北京三联虹普 合纤技术服务 股份有限公司	嘉华再生尼龙(江苏)有限公司、 嘉华特种尼龙(江苏)有限公司	再生差别化锦纶 6 及差别化 锦纶 66 一体化项目	2021 年 12 月	49,221.2
	湖北三宁化工股份有限公司	高品质差别化锦纶 6-FDY 纺丝项目	2021 年 12 月	7,027.6
POLYMETRIX AC	Circular PET Co., Ltd	食品级再生 rPET 项目	2021 年 12 月	23,032.8
	Far Eastern Ishizuka Green PET Corporation	食品级再生 rPET 项目	2021 年 12 月	3,153.6
	江苏兴业塑化有限公司	食品级聚酯(PET)瓶片-SSP 项目	2022 年 1 月	15,635.3
	重庆万凯新材料科技有限公司	食品级聚酯(PET)瓶片-SSP 项目	2022 年 1 月	5,195
	福建百宏聚纤科技实业有限公司	食品级聚酯(PET)瓶片-SSP 项目	2022 年 2 月	5,209.1

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

期间费用率同减 4.51pct 至 14.11%。2022 年上半年公司期间费用同比减少 2.74% 至 0.72 亿元，其中，销售、管理、研发、财务费用同比分别减少 25.53%、减少 13.14%、减少 2.28%、增加 886.18% 至 0.06 亿元、0.29 亿元、0.32 亿元、0.06 亿元；销售、管理、研发、财务费用率分别下降 0.82pct、下降 4.65pct、下降 1.95pct、上升 0.96pct 至 1.14%、11.87%、6.22%、1.1%。

经营性现金流大幅改善。1) 2022 年上半年公司经营活动现金流净额 2.76 亿元，同比增加 112.96%，主要是本期收到的项目回款增加所致，报告期内销售商品、提供劳务收到的现金为 6.62 亿元，同比增长 130%；2) 投资活动现金流净额-1.2 亿元，同比减少 121.91%，主要是上期到期赎回银行理财产品较多所致，报告期内投资支付现金为 1.14 亿元，同比增长 362%；3) 筹资活动现金流净额-0.7 亿元，同比减少 3.75%。

建立长效激励机制，回购股份以实施股权激励/员工持股。公司于 2022 年 2 月启动回购股份计划，截至 2022 H1 回购期限届满，公司通过股份回购证券专用账户以集中竞价交易方式累计回购公司股份 2,241,234 股，占公司总股本的 0.7035%，成交总金额约 4000 万元（不含交易费用），本次员工持股计划的股份来源为公司回购专用账户回购的股份，股份总数合计不超过 2,241,234 股，约占公司股本总额的 0.7035%，参加本次持股计划的总人数为不超过 70 人，其中董事（不含独立董事）、监事、高级管理人员为 7 人。本次员工持股计划考核年度为 2022-2023 年，业绩考核目标为 2022-2023 年归母净利润相较于 2021 年增长率分别不低于 30%，40%。

2. 消费升级引导高端需求，聚酰胺&功能性聚酯持续增长

技术成熟期，聚酰胺 6 产销量预计稳步提升。聚酰胺 6 材料的主要应用产品是民用长丝（PA6、锦纶 6），其产量占比超过了 70%，而民用丝的下游主要是服装行业的织造和印染，与其他合成纤维相比，锦纶 6 具备耐磨性好、轻质柔软、染色性好、吸湿性好、回弹性优良等优势。1) **供给端产能持续扩张：**伴随规模化技术迭代，己内酰胺边际生产成本还将持续下降，相应价格降低也将传导至下游的锦纶 6，较大增强锦纶 6 产品在终端市场上的竞争力。2) **需求端纺织服装领域消费升级：**锦纶丝主要消费场景的户外运动市场正蓬勃兴起，随着 2022 年北京冬奥会的成功举办，国家大力推广全民参与冰雪运动，《冰雪运动发展规划》提出至 2025 年将带动 3 亿人参与冰雪运动，未来耐高寒、高强度的户外服用锦纶市场需求潜力大。

己二腈技术突破在即，聚酰胺 66 行业有望迎来产能爆发。我国己二腈生产技术突破在即，将一举打破国际寡头技术垄断格局。预计自 2022 年伊始，国内尼龙 66 原料己二腈技术突破将与 10 多年前尼龙 6 主要原料己内酰胺国产化历程类似，有望在国产化后迎来消费量迅速扩张，尼龙 66 比尼龙 6 综合性能更加优秀，随着国产化的到来，未

来己二腈的消费需求有望复制己内酰胺发展路径得到快速提升。

功能性聚酯行业需求增长，亚太地区产能扩张。聚酯行业全球市场需求每年保持在5%的增速，其中聚酯瓶片、功能性涤纶工业丝、等领域更是保持了10%以上的增长。1) **聚酯瓶片供需缺口拉大：**中国瓶装水行业人均消费量较发达国家仍有2-3倍增长空间，消费升级将带动瓶装天然矿泉水行业的发展，进而推动食品包装行业的升级放量。2020年全球瓶级PET市场需求约为2876万吨，同比增长10.07%，继续保持近年来的高速增长。在全球瓶级PET产能分布方面，目前产能主要分布在以中国、印度为代表的亚太地区，其中，2020年中国产能占比35%。展望2022年，中国新增产能预计仅有重庆万凯二期60万吨，行业需求增速将进一步领先于供给增速，预计全年供应量1139万吨，需求量1343万吨，供应缺口将达到204万吨，行业供需结构和盈利能力有望进一步向好。2) **涤纶工业丝产能扩张：**高模低收缩型涤纶工业丝由于具有断裂强度大、弹性模量高、延伸率低、耐冲击性好等优良性能，在轮胎和机械橡胶制品中有逐步取代普通标准型涤纶工业丝的趋势。全球汽车产业的迅速发展促使全球车用涤纶工业长丝的需求持续增长。

技术驱动型企业，尼龙领域具备大量的技术储备和解决方案。公司长期从事成纤聚合物领域关键核心技术装备的研发，是该领域享有与国际技术提供商同等声誉的知名品牌，获得了业内生产企业的广泛认可与信任。公司连续多年在聚酰胺聚合、纺丝领域工程量全国领先，奠定了公司坚实稳定的客户群体和市场口碑。公司董事长刘迪系我国成纤聚合物技术领军人物，带领研发团队打破锦纶的技术封锁，形成的聚合、纺丝成套技术已覆盖国内80%的产能，引领聚酰胺行业从2000年的30万吨/年产能增长至2019年的380万吨/年，发展成为我国第二大化纤品种。

食品级 SSP 工艺解决方案领先服务商，获大客户资质认证。公司控股子公司 Polymetrix 提供的食品级 SSP 工艺解决方案具备精确与稳定的粘度、低残留量的乙醛/粉尘/低聚物以及瓶坯注塑所需的优化工艺等优势，在原生聚酯(vPET)切片领域具备较高的市场份额，国际市场占有率达90%，获得了可口可乐、雀巢、达能等世界级食品饮料企业食品级包装材料安全资质认证。

3. 再生塑料市场快速打开，食品级 r-PET 有望优势复制

政策驱动再生食品级 PET 市场快速打开。再生 PET 最低含量标准保障刚性需求，美国加州规定2022年起PET瓶中再生塑料含量15%，欧盟明确到2025年PET容器中再生塑料比例不少于25%，2030年不少于30%，各大企业自愿做出承诺。

聚酯瓶片回收全球领先，有望复制原生领域优势及份额。公司在再生聚酯领域拥有完备的“瓶到瓶”再生解决方案，真正实现了聚酯同等级回用的闭环循环，全资子公司 Polymetrix 已经成为世界首屈一指的掌握从废旧瓶子-分拣-清洗-SSP-再生食品级聚酯瓶

片全产业链核心技术的公司，在食品级再生聚酯市场上占据龙头地位，全球市占率达到40%：1) 2018年公司与法国 Veolia 集团合作建设了业界首条年产万吨级的食品级再生 PET 全流程生产线，该项目最终品牌拥有及产品使用方是法国达能集团。2) 2019年公司与 Envases 集团墨西哥公司合作建设全球首条年产 5 万吨级的 rPET-SSP 生产线，最终产品直销北美市场。Polymetrix 在品牌和渠道方面享有强大的竞争优势，公司有望在再生聚酯行业快速发展过程中，充分发挥其核心技术及渠道优势，复制原生领域市场份额，实现循环再生板块的快速扩张。

国内市场布局扩大，强强联合推动 rPET 发展。“十四五”时期，我国将着力构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。1) 公司与台华新材签署的化学法循环再生尼龙材料项目按计划如期执行，将进一步完善公司的循环再生技术体系，积累样板工程案例，进而确立围绕 SSP 塑料再生技术、化纤纯化学法再生技术，覆盖 rPET、rPA、rPP 等再生聚合物材料领域的系列成套工艺解决方案的战略布局。2) 公司与国内绿色制造行业龙头企业浙能集团强强联合，于 2021 年签署战略合作框架协议，共同探索在塑料循环利用领域开展项目合作投资，推进食品接触材料可持续发展等。

盈利预测与投资评级：公司在手订单充裕，业绩将稳步释放，我们维持 2022-2024 年公司归母净利润 2.49 亿元、3.20 亿元、4.15 亿元，对应当前市值 PE 分别为 27X、21X 和 16X。考虑公司在高端聚酰胺、再生聚酯及工业 AI 集成应用技术领域具有领先优势，受益国内“双碳”及全球 ESG 政策，订单充足，行业空间大，维持“买入”评级。

风险提示：订单不及预期，研发风险，行业竞争加剧

三联虹普三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,073	2,534	2,988	3,593	营业总收入	840	1,168	1,505	1,938
货币资金及交易性金融资产	1,606	1,907	2,195	2,550	营业成本(含金融类)	493	687	882	1,118
经营性应收款项	209	275	356	455	税金及附加	5	8	11	14
存货	188	254	314	429	销售费用	17	25	38	66
合同资产	66	93	120	155	管理费用	66	93	114	141
其他流动资产	4	3	3	4	研发费用	79	117	151	194
非流动资产	1,168	1,256	1,368	1,409	财务费用	2	-4	2	5
长期股权投资	113	116	119	122	加:其他收益	3	4	6	7
固定资产及使用权资产	169	182	212	230	投资净收益	48	53	68	87
在建工程	202	282	382	412	公允价值变动	-1	0	0	0
无形资产	81	84	85	85	减值损失	-4	0	0	0
商誉	210	215	210	216	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	0	1	1	2	营业利润	223	298	383	495
其他非流动资产	393	375	358	342	营业外净收支	0	-1	-1	-1
资产总计	3,242	3,789	4,356	5,002	利润总额	223	298	382	495
流动负债	805	1,081	1,291	1,486	减:所得税	24	36	46	59
短期借款及一年内到期的非流动负债	10	10	10	102	净利润	200	262	336	436
经营性应付款项	266	371	476	604	减:少数股东损益	9	13	16	21
合同负债	426	550	617	559	归属母公司净利润	191	249	320	415
其他流动负债	102	149	187	221	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.60	0.78	1.00	1.30
非流动负债	251	261	281	296	EBIT	181	281	368	480
长期借款	185	195	215	230	EBITDA	209	323	413	525
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	41.29	41.13	41.40	42.34
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	22.67	21.36	21.27	21.40
其他非流动负债	67	67	67	67	收入增长率(%)	-4.00	38.95	28.90	28.76
负债合计	1,056	1,342	1,572	1,782	归母净利润增长率(%)	13.26	30.94	28.30	29.55
归属母公司股东权益	2,146	2,395	2,715	3,130					
少数股东权益	40	52	69	90					
所有者权益合计	2,185	2,448	2,784	3,219					
负债和股东权益	3,242	3,789	4,356	5,002					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	155	377	367	260	每股净资产(元)	6.73	7.52	8.52	9.82
投资活动现金流	-55	-377	-190	-80	最新发行在外股份(百万股)	319	319	319	319
筹资活动现金流	-95	1	11	94	ROIC(%)	6.96	9.84	11.44	12.87
现金净增加额	-7	2	188	274	ROE-摊薄(%)	8.88	10.42	11.79	13.25
折旧和摊销	28	42	45	46	资产负债率(%)	32.58	35.41	36.09	35.63
资本开支	-39	-125	-154	-84	P/E(现价&最新股本摊薄)	35.58	27.17	21.18	16.35
营运资本变动	-33	69	5	-180	P/B(现价)	3.16	2.83	2.50	2.17

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

