

2022年03月28日

聚合顺 (605166.SH)

业绩大幅增长，高端化战略初现成效

■事件：公司发布 2021 年年报，全年实现营收 54.05 亿元（同比+110.77%），归母净利润 2.39 亿元（同比+106.19%）。每 10 股派 2.051 元（含税）。

■量价齐升，公司业绩实现大幅增长：公司业绩大幅提升主要由于产品销量增加及价格上涨所致。据百川，2021 年 PA6 均价 1.52 万元/吨，同比增长 34.1%，2021 年全年价格走势呈现震荡上行趋势，10 月达到最高点 1.74 万元/吨。据公告，2021 年公司的产能比上年末增加，达到 40 余万吨，为缓解供货压力，有委托外加工及外购产品。2021 年公司 PA6 切片产量 34.8 万吨，销量 38.6 万吨，分别同比增长 46.74%、53.30%。2021 年公司综合毛利率 7.65%，同比下降 1.15 pct，原料己内酰胺 2021 年均价 1.39 万元/吨，同比增长 39.7%。2022 年至今 PA6 及己内酰胺价格均较 2021 年 10 月高点有所回调，但价差有所扩大，盈利情况较好。

■我国 PA6 行业蓬勃发展，应用空间广阔：受益于聚合技术进步、原材料己内酰胺供应稳定及下游应用领域需求旺盛等因素，国内尼龙 6 切片产品产销持续增长，进口依赖度不断降低，替代进口趋势明显。据百川，2021 年我国 PA6 产能 569.6 万吨，产量 407.83 万吨，分别较 2020 年增长 8.1%、7.9%；表观消费量 407.57 万吨，同比增长 3.2%；预计 2022 年 PA6 切片市场投产计划较多，规模化进程将有所加快。据公告，我国尼龙 6 切片在尼龙纤维应用领域占主导地位，而工程塑料和薄膜领域占比仅 30%，远低于发达国家 50% 的水平，未来在汽车、电子电器、风电等领域有望带来 PA6 应用更广阔的空间。公司作为国内 PA6 生产技术及产品性能位于第一梯队的企业（据公告），成本优势显著，有望持续快速发展。

■公司产能有望持续提升，高端化、差异化布局发展可期：据公告，公司募投项目“年产 10 万吨聚酰胺 6 材料扩建项目”，设计三条生产线，前二条生产线已完成投产，第三条生产线在 2021 年第四季度完成投产，“研发中心建设项目”研发的尼龙 66、尼龙 66 与尼龙 6 共聚产品在第四季度顺利试车。聚合顺鲁化建设第一期“年产 18 万吨聚酰胺 6 切片项目”、聚合顺本部筹建年产 10.4 万吨尼龙新材料项目、山东聚合顺第一期“年产 10 万吨尼龙新材料（尼龙 66）项目”正在筹建，公司未来几年产能有望持续增加，形成更大的规模优势。据公告，截至 2021 年末公司在建工程 2.3 亿元，较 2020 年末 0.46 亿元增长显著。同时公司将在特种尼龙（尼龙 66、高温尼龙等）领域，研发与生产新产品，实现公司产品的多元化、高端化发展。

■投资建议：预计 2022-2024 年公司净利润分别为 3 亿、4.1 亿、5.4 亿元，对应 PE 14、10、8 倍，维持买入-A 评级。

■风险提示：价格波动、产能建设进度不及预期等。

公司快报

证券研究报告

绵纶

投资评级 买入-A

维持评级

6 个月目标价： 18 元
股价（2022-03-28） 13.19 元

交易数据

总市值(百万元)	4,212.55
流通市值(百万元)	2,504.53
总股本(百万股)	315.55
流通股本(百万股)	187.61
12 个月价格区间	8.95/17.28 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.08	-7.23	32.08
绝对收益	-5.85	-18.4	26.05

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003

zhangwq1@essence.com.cn

010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518100001

qiaolu@essence.com.cn

相关报告

聚合顺：高速成长的尼龙龙头，产品持续高端化/张汪强 2021-11-28

(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,564.3	5,404.8	7,307.3	9,397.2	11,746.5
净利润	115.8	238.8	303.5	410.0	543.6
每股收益(元)	0.37	0.76	0.96	1.30	1.72
每股净资产(元)	3.70	4.35	5.23	6.37	7.97
盈利和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
市盈率(倍)	35.9	17.4	13.7	10.2	7.7
市净率(倍)	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7
净利润率	4.5%	4.4%	4.2%	4.4%	4.6%
净资产收益率	9.9%	17.4%	18.4%	20.4%	21.6%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	1.2%	0.9%
ROIC	23.4%	66.3%	521.2%	36.1%	328.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2,564.3	5,404.8	7,307.3	9,397.2	11,746.5	成长性					
减:营业成本	2,338.6	4,991.4	6,715.4	8,607.9	10,683.5	营业收入增长率	5.7%	110.8%	35.2%	28.6%	25.0%
营业税费	3.6	10.6	14.6	18.8	23.5	营业利润增长率	22.4%	111.9%	26.5%	35.4%	32.6%
销售费用	6.3	7.9	11.0	18.8	23.5	净利润增长率	15.6%	106.2%	27.1%	35.1%	32.6%
管理费用	16.9	28.7	36.5	51.7	70.5	EBITDA 增长率	11.9%	91.5%	28.0%	37.9%	33.2%
研发费用	78.1	108.7	182.0	234.9	328.9	EBIT 增长率	6.4%	116.9%	29.2%	35.4%	32.6%
财务费用	-3.2	-11.6	-	-	-	NOPLAT 增长率	5.9%	103.5%	32.6%	35.4%	32.6%
资产减值损失	-1.3	-2.2	1.5	1.5	1.5	投资资本增长率	-28.2%	-83.1%	1853.7%	-85.4%	645.5%
加:公允价值变动收益	-	5.2	-3.4	0.6	0.8	净资产增长率	143.8%	15.2%	17.6%	19.5%	22.9%
投资和汇兑收益	0.5	0.9	0.5	0.6	0.7	利润率					
营业利润	128.1	271.4	343.4	464.9	616.6	毛利率	8.8%	7.6%	8.1%	8.4%	9.1%
加:营业外净收支	1.0	0.7	1.5	1.1	1.1	营业利润率	5.0%	5.0%	4.7%	4.9%	5.2%
利润总额	129.1	272.1	344.9	465.9	617.7	净利润率	4.5%	4.4%	4.2%	4.4%	4.6%
减:所得税	13.4	33.5	41.4	55.9	74.1	EBITDA/营业收入	6.2%	5.6%	5.3%	5.7%	6.1%
净利润	115.8	238.8	303.5	410.0	543.6	EBIT/营业收入	4.8%	4.9%	4.7%	4.9%	5.2%
资产负债表						运营效率					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	67	35	29	30	32
货币资金	1,015.7	1,500.9	707.6	2,034.2	1,471.1	流动营业资本周转天数	-19	-32	-19	-26	-26
交易性金融资产	-	5.2	1.7	2.3	3.1	流动资产周转天数	159	144	117	114	111
应收账款	108.0	171.6	315.5	258.8	393.8	应收账款周转天数	13	9	12	11	10
应收票据	62.1	-	203.0	58.1	268.2	存货周转天数	30	25	24	26	25
预付账款	173.7	228.5	238.9	454.3	367.3	总资产周转天数	238	191	166	165	159
存货	300.1	438.9	527.3	842.7	763.7	投资资本周转天数	58	13	29	25	21
其他流动资产	56.1	264.3	139.6	153.3	185.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	9.9%	17.4%	18.4%	20.4%	21.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.0%	6.9%	9.2%	7.7%	10.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	23.4%	66.3%	521.2%	36.1%	328.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	500.3	543.5	624.6	915.5	1,189.4	销售费用率	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
在建工程	46.3	230.4	504.3	542.6	371.3	管理费用率	0.7%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%
无形资产	27.3	47.4	46.2	45.1	43.9	研发费用率	3.0%	2.0%	2.5%	2.5%	2.8%
其他非流动资产	3.4	6.5	3.9	4.6	5.0	财务费用率	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	2,292.9	3,437.2	3,312.9	5,311.5	5,062.6	四费/营业收入	3.8%	2.5%	3.1%	3.3%	3.6%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付账款	44.7	70.2	302.3	77.0	359.4	资产负债率	40.6%	54.3%	44.3%	58.5%	46.4%
应付票据	804.0	1,599.1	987.4	2,865.0	1,814.9	负债权益比	68.3%	119.0%	79.5%	140.8%	86.7%
其他流动负债	62.1	170.2	158.3	141.2	153.9	流动比率	1.88	1.42	1.47	1.23	1.48
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.55	1.18	1.11	0.96	1.16
其他非流动负债	19.4	27.9	19.1	22.1	23.0	利息保障倍数	-38.50	-22.95			
负债总额	930.1	1,867.4	1,467.0	3,105.3	2,351.2	分红指标					
少数股东权益	195.9	195.7	195.7	195.7	195.7	DPS(元)	0.10	-	0.09	0.16	0.12
股本	315.5	315.5	315.5	315.5	315.5	分红比率	27.2%	0.0%	9.1%	12.1%	7.1%
留存收益	851.3	1,058.6	1,334.6	1,695.0	2,200.2	股息收益率	0.8%	0.0%	0.7%	1.2%	0.9%
股东权益	1,362.8	1,569.9	1,845.8	2,206.2	2,711.4						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.37	0.76	0.96	1.30	1.72
净利润	115.7	238.6	303.5	410.0	543.6	BVPS(元)	3.70	4.35	5.23	6.37	7.97
加:折旧和摊销	36.3	38.4	46.1	72.0	98.6	PE(X)	35.9	17.4	13.7	10.2	7.7
资产减值准备	2.5	7.2	-	-	-	PB(X)	3.6	3.0	2.5	2.1	1.7
公允价值变动损失	-	-5.2	-3.4	0.6	0.8	P/FCF	26.7	7.9	-5.4	3.0	-8.0
财务费用	-0.3	6.5	-	-	-	P/S	1.6	0.8	0.6	0.4	0.4
投资损失	-0.5	-0.9	-0.5	-0.6	-0.7	EV/EBITDA	14.6	12.2	9.4	4.3	4.0
少数股东损益	-0.1	-0.2	-	-	-	CAGR(%)	52.4%	31.6%	44.7%	52.4%	31.6%
营运资金的变动	92.5	-113.5	-718.1	1,294.5	-966.2	PEG	0.7	0.6	0.3	0.2	0.2
经营活动产生现金流量	137.5	265.7	-372.4	1,776.5	-323.9	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-90.7	-369.2	-392.6	-400.5	-200.9	REP					
融资活动产生现金流量	590.7	-32.7	-28.3	-49.4	-38.3						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 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

安信证券股份有限公司(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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信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。

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034