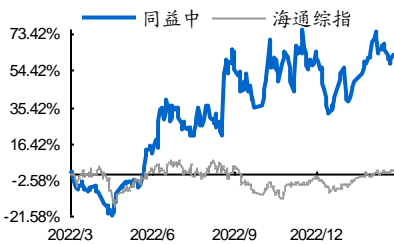


投资评级 优于大市 首次覆盖
股票数据

03月07日收盘价(元)	20.45
52周股价波动(元)	10.00-23.11
总股本/流通A股(百万股)	225/122
总市值/流通市值(百万元)	4594/2500

相关研究
市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.7	3.3	-0.7
相对涨幅(%)	-0.6	1.6	-3.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021) 23219404

Email: dengyong@haitong.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021) 23154143

Email: zjj10419@haitong.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021) 23154505

Email: hx11853@haitong.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021) 23219635

Email: zhr14674@haitong.com

防弹装备市场高景气, “自建+收购” 推动产能扩张

投资要点:

- 专注超高分子量聚乙烯纤维全产业链布局。**公司成立于1999年, 隶属于国家开发投资公司, 是国内首批掌握全套超高分子量聚乙烯纤维生产技术和较早实现超高分子量聚乙烯纤维产业化的企业之一。公司主要产品为超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料(无纬布和防弹制品), 实现了超高分子量聚乙烯纤维行业全产业链布局。根据公司2021年年报, 2021年底公司超高分子量聚乙烯纤维产能3320吨, 产量3406吨, 位居国内第二。未来公司产能稳步扩张, 贡献增量。
- 防弹装备市场高景气, 2022年盈利大幅提升。**2017-2021年, 公司营业收入基本稳定在2.78-3.31亿元, 归母净利润稳定在4100-5700万元, 毛利率维持在32%-34%。根据公司2022年业绩快报, 2022年公司预计实现营业收入6.16亿元, 同比+86.26%; 预计归母净利润1.72亿元, 同比+226.74%。公司盈利预计大幅增长, 主要由于防弹装备市场高景气, 公司积极调整产品结构, 在保证民用市场领域大客户订单的同时加大复合材料市场的开拓力度, 超高分子量聚乙烯纤维和复合材料均实现毛利率以及销售收入的增长。
- 自建+收购, 实现超高分子量聚乙烯纤维产能扩张。**截至2021年底, 公司拥有超高分子量聚乙烯纤维产能为3320吨/年, 在建2240吨产能预计2023年底完成建设并部分投产。此外, 公司以1.8亿元向盐城优和博新材料有限公司增资, 获取优和博70%股权。优和博已取得3000吨/年超高分子量聚乙烯纤维项目的建设手续, 并按照3000吨产能生产线的布局要求完成了厂房及公用工程设施的设计与建设, 第一期1000吨年产能已达产, 第二期1000吨年产能预计于2023年上半年投产, 第三期1000吨产能预计2023年建设。
- 复合材料产能稳步扩张。**截至2021年底, 公司无纬布产能为300吨/年, 2022年上半年500吨/年的无纬布项目达产, 预计2023年二季度前将有500吨新增产能投产。下游制品方面, 根据公司招股说明书, “防弹无纬布及制品产业化项目”项目建成后, 公司总计将达到年产50万块防弹胸插板和18万顶头盔的生产能力。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为1.7、2.4、3.0亿元, EPS分别为0.76、1.08、1.34元, 2023年BPS为6.29元。参考可比公司估值, 按照2023年PE 22-25倍, 给予合理价值区间23.76-27.00元(对应2023年PB 3.8-4.3倍), 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示:** 新增产能投产进度不及预期; 行业景气回落等。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万)	283	331	616	1023	1295
(+/-)YoY(%)	-6.1%	17.0%	86.3%	66.0%	26.6%
净利润(百万元)	57	53	170	242	301
(+/-)YoY(%)	22.1%	-7.7%	223.2%	42.6%	24.3%
全面摊薄EPS(元)	0.25	0.23	0.76	1.08	1.34
毛利率(%)	33.9%	31.6%	40.0%	39.8%	39.4%
净资产收益率(%)	7.9%	5.2%	14.5%	17.1%	17.6%

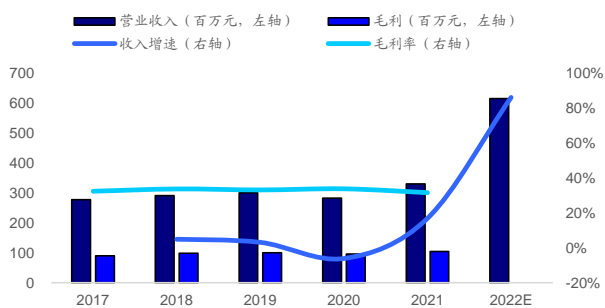
资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

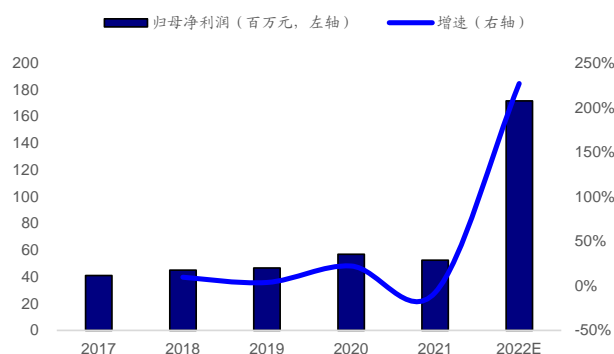
专注超高分子量聚乙烯纤维全产业链布局。公司成立于1999年，隶属于国家开发投资公司，是国内首批掌握全套超高分子量聚乙烯纤维生产技术和较早实现超高分子量聚乙烯纤维产业化的企业之一。公司主要产品为超高分子量聚乙烯纤维及其复合材料，其中复合材料分为无纬布和防弹制品两大类，实现了超高分子量聚乙烯纤维行业全产业链布局。根据公司2021年年报，2021年底公司超高分子量聚乙烯纤维产能达到3320吨，全年产量3406吨，同比增长43%。根据中国化学纤维工业协会公众号，2021年公司超高分子量聚乙烯纤维产量在国内企业中排名第二。

国内外超高分子量聚乙烯纤维供不应求。根据公司招股说明书援引前瞻产业研究院《2020-2025年中国超高分子量聚乙烯纤维行业市场前瞻与投资规划分析报告》及中国化学纤维工业协会出具的说明，2015-2020年全球超高分子量聚乙烯纤维行业产能CAGR为10.7%，理论需求量CAGR为11.4%，其中2020年产能6.6万吨，理论需求量9.8万吨，我国同期超高分子量聚乙烯纤维理论需求量和总产量分别约为4.91万吨和2.10万吨，行业整体处于供不应求的状态。

防弹装备市场高景气，2022年盈利大幅提升。2017-2021年，公司营业收入基本稳定在2.78-3.31亿元，归母净利润稳定在4100-5700万元，毛利率维持在32%-34%。根据公司2022年业绩快报，2022年公司预计实现营业收入6.16亿元，同比+86.26%；预计实现归母净利润1.72亿元，同比+226.74%。公司盈利预计大幅增长，主要由于防弹装备市场高景气，公司积极调整产品结构，在保证民用市场领域大客户订单的同时加大复合材料市场的开拓力度，超高分子量聚乙烯纤维和复合材料均实现了毛利率的提升以及销售收入的增长。

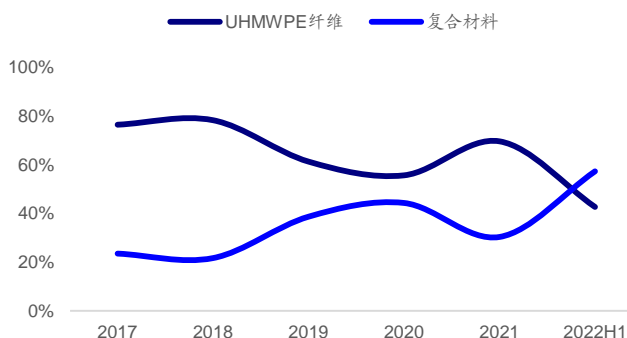
图1 同益中营业收入及毛利率


资料来源: Wind, 同益中 2022 年业绩快报, 海通证券研究所

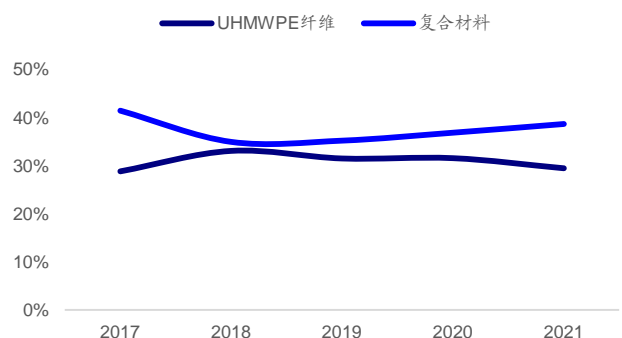
图2 同益中归母净利润及增速


资料来源: Wind, 同益中 2022 年业绩快报, 海通证券研究所

复合材料收入占比提升。2017-2021年，公司主要产品毛利率较为稳定，其中UHMWPE纤维毛利率基本稳定在29%-33%，复合材料毛利率基本稳定在35%-41%。公司在巩固UHMWPE纤维收入规模的同时，将业务重心逐步向毛利率更高的产业链下游复合材料延伸。2017-2022H1，公司UHMWPE纤维收入占比由76%下降至43%，而复合材料收入占比由24%提升至57%。

图3 同益中主营业务收入比例变化


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 同益中主要产品毛利率 (%)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

自建+收购，实现超高分子量聚乙烯纤维产能扩张。截至2021年底，公司拥有超高分子量聚乙烯纤维产能为3320吨/年，在建2240吨产能预计2023年底完成建设并部分投产。此外，公司以1.8亿元向盐城优和博新材料有限公司增资，获取优和博70%股权。优和博已取得3000吨/年超高分子量聚乙烯纤维项目的建设手续，并按照3000吨产能生产线的布局要求完成了厂房及公用工程设施的设计与建设，第一期1000吨年产能已达产，第二期1000吨年产能预计于2023年上半年投产，第三期1000吨产能预计2023年建设。

复合材料产能稳步扩张。截至 2021 年底，公司无纬布产能为 300 吨/年，2022 年上半年 500 吨/年的无纬布项目达产，预计 2023 年二季度前将有 500 吨新增产能投产。下游制品方面，根据公司招股说明书，“防弹无纬布及制品产业化项目”项目建成后，公司总计将达到年产 50 万块防弹胸插板和 18 万顶头盔的生产能力。

盈利预测与投资评级。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 1.7、2.4、3.0 亿元，EPS 分别为 0.76、1.08、1.34 元，2023 年 BPS 为 6.29 元。参考可比公司估值，按照 2023 年 PE 22-25 倍，给予合理价值区间 23.76-27.00 元（对应 2023 年 PB 3.8-4.3 倍），首次覆盖给予“优于大市”评级。

盈利预测主要假设：

(1) 超高分子量聚乙烯纤维：假设优和博项目 2023-2024 年贡献增量，“年产 4060 吨超高分子量聚乙烯纤维产业化项目”二期 2023 年底建成逐步释放效益，推动超高分子量聚乙烯纤维收入增长；

(2) 复合材料：假设 2022-2024 年无纬布新增产能逐步投产，贡献收入增量；2022-2024 年防弹装备市场维持景气，复合材料毛利率稳定。

表 1 同益中分业务盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
UHMWPE 纤维				
营业收入 (百万元)	224.18	262.46	360.22	477.37
营业成本 (百万元)	158.12	169.90	246.66	329.57
毛利率	29.5%	35.3%	31.5%	31.0%
复合材料				
营业收入 (百万元)	97.79	340.00	649.09	803.64
营业成本 (百万元)	59.98	187.00	357.00	442.00
毛利率 (%)	38.7%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务				
营业收入 (百万元)	8.94	14.00	14.00	14.00
营业成本 (百万元)	8.16	12.79	12.79	12.79
毛利率 (%)	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
合计				
营业收入 (百万元)	330.90	616.46	1023.31	1295.01
营业成本 (百万元)	226.26	369.69	616.45	784.36
毛利率 (%)	31.6%	40.0%	39.8%	39.4%

资料来源：Wind，海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E	2023E
688295.SH	中复神鹰	376	0.35	0.69	1.01	119.51	60.62	41.42	7.6
300699.SZ	光威复材	339	1.46	1.80	2.37	44.73	36.28	27.56	5.7
300777.SZ	中简科技	234	0.50	1.07	1.58	106.36	49.70	33.66	5.9
	均值		0.77	1.19	1.65	90.20	48.87	34.21	6.4

注：收盘价为 2023 年 03 月 07 日价格，EPS 为 Wind 一致预期。

资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示：新增产能投产进度不及预期；行业景气回落等。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	331	616	1023	1295
每股收益	0.23	0.76	1.08	1.34	营业成本	226	370	616	784
每股净资产	4.45	5.21	6.29	7.63	毛利率%	31.6%	40.0%	39.8%	39.4%
每股经营现金流	0.29	0.88	1.30	1.73	营业税金及附加	4	6	9	11
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.2%	1.0%	0.9%	0.9%
价值评估 (倍)					营业费用	8	12	20	26
P/E	87.47	27.07	18.97	15.27	营业费用率%	2.4%	2.0%	2.0%	2.0%
P/B	4.59	3.92	3.25	2.68	管理费用	24	28	46	58
P/S	13.88	7.45	4.49	3.55	管理费用率%	7.1%	4.5%	4.5%	4.5%
EV/EBITDA	38.40	19.20	12.19	9.10	EBIT	50	192	306	381
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	-3	-5	-5	-5
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	-0.9%	-0.8%	-0.5%	-0.4%
毛利率	31.6%	40.0%	39.8%	39.4%	资产减值损失	0	0	0	0
净利润率	15.9%	27.5%	23.7%	23.2%	投资收益	1	2	3	4
净资产收益率	5.2%	14.5%	17.1%	17.6%	营业利润	58	199	314	390
资产回报率	4.8%	13.0%	14.8%	15.0%	营业外收支	1	-2	-2	-2
投资回报率	4.4%	14.0%	18.2%	18.4%	利润总额	59	197	313	389
盈利增长 (%)					EBITDA	72	227	339	416
营业收入增长率	17.0%	86.3%	66.0%	26.6%	所得税	6	28	44	54
EBIT 增长率	-15.2%	284.5%	59.5%	24.5%	有效所得税率%	10.6%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	-7.7%	223.2%	42.6%	24.3%	少数股东损益	0	0	27	33
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	53	170	242	301
资产负债率	8.4%	10.4%	11.8%	11.5%	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动比率	10.87	7.26	6.66	7.13	货币资金	316	233	473	810
速动比率	9.12	5.83	5.45	6.07	应收账款及应收票据	17	27	47	47
现金比率	4.54	2.05	2.79	3.90	存货	115	152	190	202
经营效率指标					其它流动资产	308	412	418	422
应收账款周转天数	11.24	10.00	10.00	10.00	流动资产合计	756	825	1127	1481
存货周转天数	170.07	130.00	100.00	90.00	长期股权投资	0	0	0	0
总资产周转率	0.35	0.51	0.70	0.71	固定资产	275	413	434	454
固定资产周转率	1.26	1.79	2.42	2.92	在建工程	5	7	8	9
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	无形资产	43	42	41	40
净利润	53	170	242	301	非流动资产合计	337	482	504	523
少数股东损益	0	0	27	33	资产总计	1093	1307	1632	2004
非现金支出	22	36	33	36	短期借款	0	0	0	0
非经营收益	-5	-1	-2	-3	应付票据及应付账款	23	39	47	53
营运资金变动	-4	-8	-7	22	预收账款	0	0	0	1
经营活动现金流	65	197	293	389	其它流动负债	46	75	122	154
资产	-33	-182	-56	-56	流动负债合计	70	114	169	208
投资	-100	-100	0	0	长期借款	0	0	0	0
其他	6	2	3	4	其它长期负债	23	23	23	23
投资活动现金流	-127	-280	-53	-52	非流动负债合计	23	23	23	23
债权募资	0	0	0	0	负债总计	92	136	192	231
股权募资	243	0	0	0	实收资本	225	225	225	225
其他	-14	0	0	0	归属于母公司所有者权益	1001	1171	1413	1714
融资活动现金流	229	0	0	0	少数股东权益	0	0	27	60
现金净流量	168	-83	240	337	负债和所有者权益合计	1093	1307	1632	2004

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 07 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
刘威 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: 恒力石化,卫星化学,扬农化工,滨化股份,百傲化学,七彩化学,东华能源,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,巨化股份,卓越新能,赛轮轮胎,桐昆股份,兴化股份,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,永东股份,华润材料,维远股份,中国石化,元利科技,新凤鸣,永和股份,中油工程,泰和新材,嘉化能源,新安股份,华锦股份

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。