

防弹制品景气，业绩高增， 产能快速扩张

核心观点：

军工高景气背景下，防弹制品高景气，公司超高分子量聚乙烯纤维与复材需求旺盛，2022年业绩同比高增。展望未来，需求端，超高分子量聚乙烯纤维是一种非常理想的防弹、防刺安全防护材料，随着国际局势的持续紧张，各国军费投入的增加促进军事装备需求的增长，民用端，随着行业供给增加与工艺技术的完善，海洋产业、安全防护、体育器材等民用领域应用有望逐步增长。公司通过外延并购与内生增长，产能将实现翻倍式增长，长期成长可期。

事件

公司发布 2022 年年报

2022 年公司实现营收 6.16 亿元，同比增长 86.26%，实现归母净利润 1.71 亿元，同比增长 226.25%。对应 Q1-Q4 营收分别为 1.16、1.67、1.76、1.58 亿元，归母净利润分别为 0.31、0.45、0.59、0.37 亿元。

简评

全年业绩高增，Q4 受疫情影响有所下滑

2022 年，军工高景气背景下，防弹装备市场高景气，公司积极调整产品结构、紧抓市场主流机会，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实现毛利率的提升及销售收入的增加。分产品看，UHMWPE 纤维实现收入 2.57 亿元，同比增长 14.54%，毛利率为 36.58%，同比提升 7.11pct，产量 3754.10 吨，同比增长 10.21%，销量 2843.31 吨，同比减少 4.86%，主要系自用量增加；复合材料收入 3.43 亿元，同比增长 251.09%，毛利率为 43.10%，同比提升 4.43pct，其中无纬布产量 984.33 吨，同比增长 86.36%，销量为 718.26 吨，同比增长 198.59%。分地区看，国内收入 2.65 亿元，同比增长 88.71%，毛利率为 36.93%，同比提升 7.86pct，国外收入 3.35 亿元，同比增长 84.59%，毛利率为 42.99%，同比提升 8.26pct。量利齐升背景下，全年营收 6.16 亿元，同比增长 86.26%，归母净利润为 1.72 亿元，同比增长 226.74%，毛利率为 39.87%，同比提升 8.25pct，净利率为 27.82%，同比提升 11.95pct。

性能优异，应用广泛，军用需求快速提升，民用领域前景广阔
超高分子量聚乙烯纤维，又称高强高模聚乙烯纤维，是目前世界上比强度和比模量最高的纤维，与芳纶、碳纤维并称为“世界三

同益中 (688722)

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 编号：S1440518030004

发布日期：2023 年 04 月 04 日

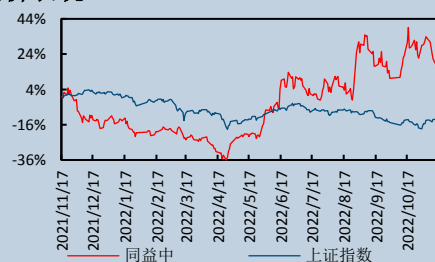
当前股价：20.79 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1 个月	3 个月	12 个月
	11.0/9.44	29.28/34.1	43.17/54.58
12 月最高/最低价 (元)			22.71/10.0
总股本 (万股)			22,466.67
流通 A 股 (万股)			5,055.0
总市值 (亿元)			48.51
流通市值 (亿元)			10.91
近 3 月日均成交量 (万股)			362.56
主要股东			
中国国投国际贸易有限公司			37.36%

股价表现



相关研究报告

- 22.10.24 【中信建投化工及能源开采】同益中 (688722):地缘政治背景下复材景气,量价齐升推动业绩高增
- 22.07.27 【中信建投化工及能源开采】同益中 (688722):国内 UHMWPE 小巨人,俄乌冲突下复材景气,募投产能打开成长空间

大高性能纤维”，其断裂伸长率高于碳纤维和芳纶，柔韧性好，在高应变率和低温下力学性能仍然良好，抗冲击能力优于碳纤维、芳纶等，是一种非常理想的防弹、防刺安全防护材料，除军事装备领域外，还被广泛应用于海洋产业、安全防护、体育器材等领域。

全球供需方面，2015-2020 年，全球超高分子量聚乙烯纤维理论需求量由 5.7 万吨增长至 9.8 万吨，CAGR 为 11.4%，预计 2025 年需求将达到 16.5 万吨，CAGR 为 11.0%。2020 年产能为 6.56 万吨，产品处于供不应求状态。国内供需方面，2015-2020 年，国内需求量由 2.0 万吨增长至 4.91 万吨，CAGR 为 19.6%，预计 2025 年需求将达到 10.38 万吨，CAGR 为 16.2%。2020 年国内产能为 4.2 万吨，但产量约为 2.1 万吨，行业小产线居多，中低端产能富余，实际开工有限，未来扩产集中在九九久、同益中、千禧龙纤、南山智尚等主要企业，行业供给有序，产能持续提升。

规模、技术领先，外延并购+内生扩产，打开成长空间

截至 2022 年底，公司拥有 UHMWPE 纤维产能 4320 吨，无纬布产能 800 吨。在建产能方面，公司拟在新泰基地新增 UHMWPE 纤维产能 2240 吨，新增无纬布产能 2000 吨，并同时新增 50 万块防弹胸插板和 18 万顶头盔的生产能力，预计在 2023 年底开始陆续投产。

同时公司通过外延并购扩大产能，收购优和博。优和博主营业务包括高性能纤维及复合材料制造与销售，产品应用范围广泛，性能稳定，拥有稳定的客户资源和客户粘性，技术团队拥有丰富的化工化纤实践经验，团队稳定性高，目前已取得了年产 3000 吨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 吨产能已达产，其余 2000 吨预计在 2023 年底投产，具备产能迅速扩大至 3000 吨产能的基础，同益中当前拥有超高分子量聚乙烯产能 3320 吨，在建产能 2240 吨，加上收购的优和博，完全达产后产能将达到 8560 吨，实现翻倍式增长。优和博位于盐城市射阳县，本次收购能助力公司实现区域优势互补，通过产品规划、区域辐射等优势在超高分子量聚乙烯纤维行业建立起联合体，提高生产响应速度并节省运输成本，整合其市场资源和销售网络，实现产品销售区域的延伸，助力同益中快速发展。

技术方面，公司 UHMWPE 纤维产品在断裂强度、初始模量等指标方面领先同行，防弹材料等相关产品性能达到国际同类产品水平。在持续的研发投入下，公司产品性能得到不断突破。公司自主研发的新一代 TYZ、DOYENTRONTEX 高耐切割纤维产品，均达到国外先进水平；防弹用纤维强度达到 42cN/dtex，模量达到 1800cN/dtex，为公司高端复材产品的推广提供了基础材料保障。在复合材料市场方面，基于公司 TYZ、DOYENTRONTEX 超高强聚乙烯纤维 TM42 推出的 WB876 和 HA894 高端软质和硬质防弹无纬布推向市场后逐渐得到市场的认可，WB876 产品应用于我军新一代的单兵防护装备和警察的高端防护装备。2022 年，公司成功获得《装备承制单位资格证书》，标志着公司的科研能力、技术水平等方面进一步符合军用装备采购标准，具备在承制范围内承揽军品业务的能力，对公司拓展军工业务具有重要意义。在国际市场方面，公司的防弹制品继续装备全世界的军队和警察，在全球多个地区和国家得到进一步应用。公司的 PEUD 产品通过了美国、巴西等国家客户的 NIJ 认证。

盈利预测与估值：预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 2.02、2.62、3.13 亿元，EPS 分别为 0.90、1.17、1.39 元，对应 PE 分别为 23.2X、17.8X、14.9X，维持“买入”评级。

风险提示：

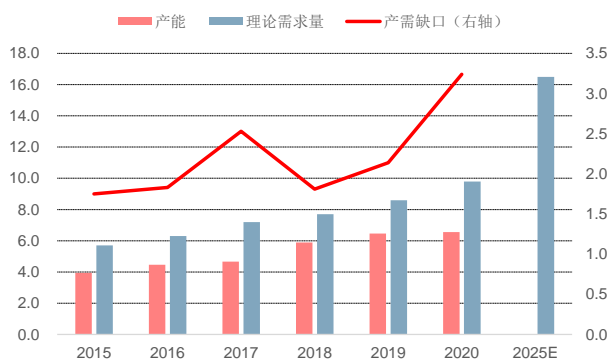
下游需求不及预期（若未来全球新冠疫情的发展失控或难以在短时间内有效抑制，将对全球超高分子量聚乙烯纤维产业链造成进一步冲击，可能出现需求萎缩）；行业竞争加剧（国内外从事超高分子量聚乙烯纤维及其制品生产的企业较多，市场竞争形势严峻，如果公司不能在技术研发、产品性能、产品种类、客户服务和成本等方面保持优势，可能对公司市场竞争产生压力，进而影响公司业绩的增长）；项目投产不及预期等（超高分子量聚乙烯生产壁垒高，若公司不能如期达产，将对公司的产销产生不利影响，进而影响盈利）。

图表1: 预测和比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	330.90	616.35	831.93	1,094.31	1,294.21
YoY(%)	16.95	86.26	34.98	31.54	18.27
净利润(百万元)	52.53	171.37	201.69	261.76	312.80
YoY(%)	-7.72	226.25	17.69	29.78	19.50
ROE(%)	5.25	14.59	14.65	15.98	16.03
EPS(摊薄/元)	0.23	0.76	0.90	1.17	1.39
P/E(倍)	88.92	27.26	23.16	17.84	14.93
P/B(倍)	4.67	3.98	3.39	2.85	2.39

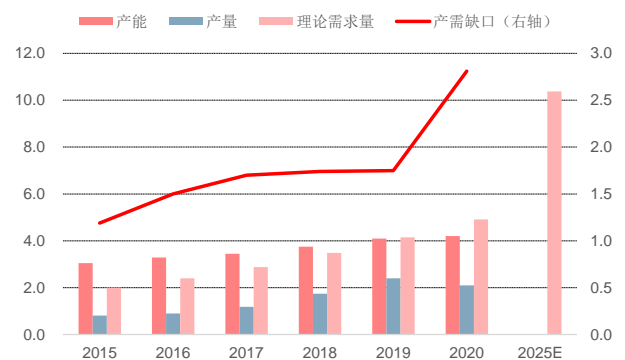
资料来源: Wind, 中信建投

图表2: 全球 UHMWPE 纤维供需 (万吨)



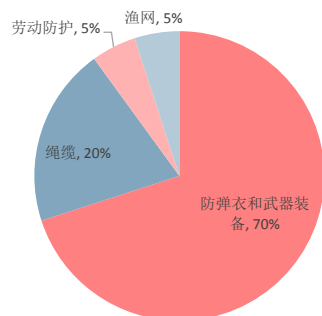
资料来源: 同益中招股说明书, 中信建投

图表3: 中国 UHMWPE 纤维供需 (万吨)

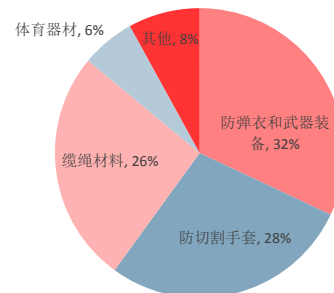


资料来源: 同益中招股说明书, 中信建投

图表4: 欧美市场下游结构



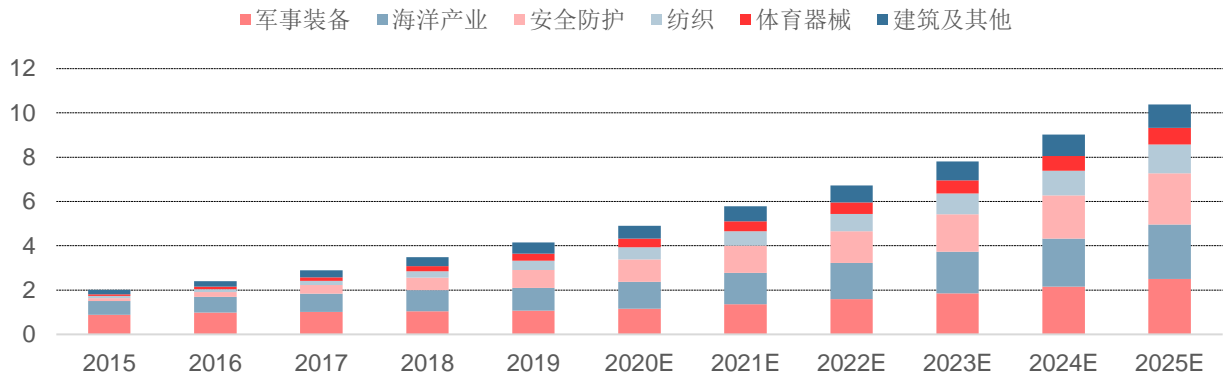
图表5: 国内市场下游结构



资料来源：同益中招股说明书，中信建投

资料来源：同益中招股说明书，中信建投

图表6： 2015-2025 年中国超高分子量聚乙烯纤维行业市场发展情况（万吨）



资料来源：同益中招股说明书，中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk