

评级：买入（首次）

市场价格：13.51

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

研究助理：王鹏

Email: wangpeng07@zts.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	3.16
流通股本(亿股)	1.88
市价(元)	13.51
市值(亿元)	42.63
流通市值(亿元)	25.35

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,564	5,405	7,030	8,275	10,374
增长率 yoy%	6%	111%	30%	18%	25%
净利润(百万元)	116	239	283	350	427
增长率 yoy%	16%	106%	18%	24%	22%
每股收益(元)	0.37	0.76	0.90	1.11	1.35
每股现金流量	0.44	0.84	6.77	-2.00	8.74
净资产收益率	8%	15%	16%	17%	17%
P/E	36.8	17.8	15.1	12.2	10.0
P/B	3.7	3.1	2.7	2.3	1.9

备注：股价取自 2022 年 7 月 11 日收盘价。

报告摘要

- 高端、差异化尼龙 6 龙头，产能扩张保证成长。**目前公司主要产品是尼龙 6 纤维级切片、工程塑料级切片和薄膜级切片。公司管理团队、主要研发人员行业经验丰富，依托公司核心研发团队积累的技术研发优势，吸收消化国外技术和工艺，融合企业自主技术及工艺，产品质量优于同行业大多数企业。公司结合市场需求，积极立足于高性能尼龙 6 切片的研发、生产和销售，积极拓展高性能领域国内市场空间，约半数产品实现了进口替代的效果。目前公司产能 40 万吨，位居国内前列。根据招股书，公司产品质量高于一般的尼龙 6 切片企业，相比高端进口产品亦具有一定竞争力，属于尼龙 6 切片行业第一层次企业，位于行业上游水平。
- 成本加成定价，行业优势明显。**公司主要产品按照成本加成的原则定价，主要盈利模式为通过相对稳定的加工费获取毛利。原料价格涨跌不会对公司持续经营能力带来重大不利影响。近年来随着己内酰胺技术国产化，国内新增产能连续投产，自给率逐年提升，上游原材料的稳定供应保障尼龙行业稳定发展。柔性化生产线有利于公司在应对市场需求变化以更小的门槛以及更低的成本实现新产线的建立和产能的调整。未来三年内预计新增 30 万吨尼龙 6 权益产能，通过高端、差异化优势业绩有望保持较高的销售增长速度。
- 己二腈国产化打开 66 成长空间。**公司将与上游天辰（中国化学）己二腈合作，配套 PA66 聚合，在淄博研发生产 PA66，打破英威达在双 6 板块的垄断地位。公司从德国进口核心部件，有望复制尼龙 6 的高速成长路径。淄博总规划 50 万吨，根据环评公示预计 2024 年投产 18 万吨。公司当前客户需求高于公司产能需求，海外客户也在快速拓展，产能能够逐步消化。PA66 利润较 PA6 更高，公司具备先发优势。PA66 产能的释放将增强公司盈利能力，贡献业绩增量。
- 盈利预测：**预计 2022-2024 年公司净利润分别为 2.83 亿、3.50 亿、4.27 亿元，对应 PE 分别为 15.1、12.2、10 倍，首次覆盖给予买入评级。
- 风险提示：**行业竞争加剧风险；新建产能进度不及预期风险；环保、限电限产等不可预测因素；研报使用信息数据更新不及时的风险。

内容目录

1 差异高端化尼龙 6 龙头	- 5 -
2 公司尼龙 6 业务持续扩张	- 9 -
2.1 尼龙 6 是最主要尼龙材料，尼龙行业快速发展.....	- 9 -
2.2 公司成本加成模式助力盈利稳定.....	- 16 -
2.3 公司差异化战略与低生产成本提升产品竞争力.....	- 17 -
2.4 公司扩充产能以满足市场需求	- 20 -
3 公司进军尼龙 66 市场	- 23 -
3.1 尼龙 66 国产化放量在即	- 23 -
3.2 己二腈技术突破，垄断局面有望打破	- 27 -
3.3 合作尼龙 66 及产能投放进展.....	- 28 -
4 盈利预测及评级	- 30 -
5 风险提示	- 31 -

图表目录

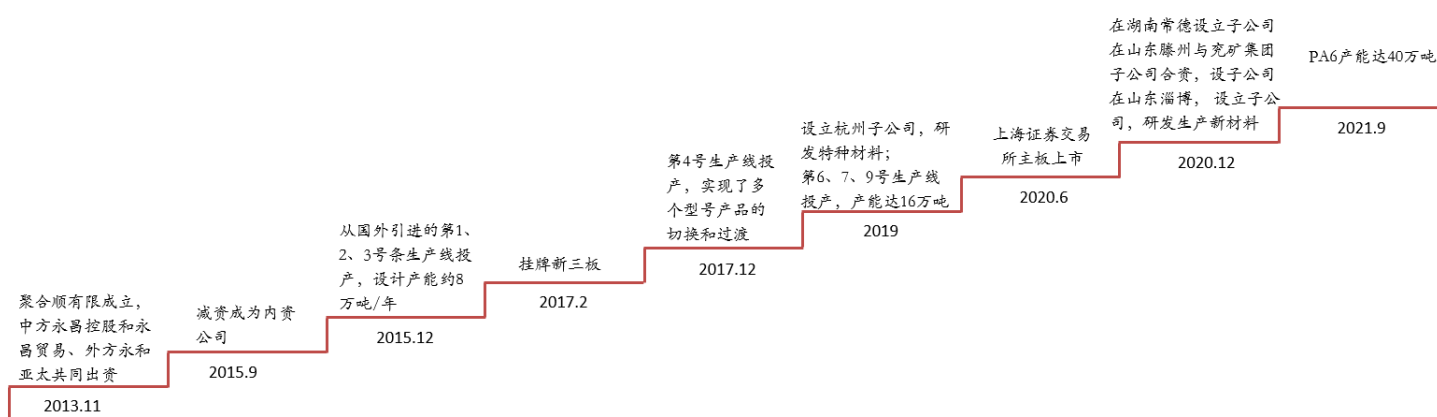
图表 1: 公司发展历程.....	- 5 -
图表 2: 公司营收及增速.....	- 5 -
图表 3: 公司归母净利润及增速.....	- 5 -
图表 4: 公司费用管控出色.....	- 6 -
图表 5: 公司产品毛利率稳定.....	- 6 -
图表 6: 公司 ROE 连续三年超 20%.....	- 7 -
图表 7: 公司股权结构.....	- 7 -
图表 8: 尼龙 6 产业链.....	- 8 -
图表 9: 尼龙主要产品概述.....	- 9 -
图表 10: 尼龙 6 应用示例.....	- 10 -
图表 11: 全球尼龙 6 需求规模情况.....	- 11 -
图表 12: 各国尼龙进口量 (万吨).....	- 11 -
图表 13: 中国尼龙 6 切片进出口变动情况.....	- 12 -
图表 14: 2019 年全球己内酰胺产能分布情况.....	- 12 -
图表 15: 2011-2022 年我国己内酰胺产能产量情况.....	- 12 -
图表 16: 2016-2022 年我国己内酰胺供需情况.....	- 13 -
图表 17: 2021-2023 年我国己内酰胺新增产能 (万 t/a).....	- 13 -
图表 18: 己内酰胺及锦纶 (尼龙 6) 切片价格变动.....	- 14 -
图表 19: 中国尼龙 6 切片行业产能产量情况.....	- 14 -
图表 20: 中国尼龙 6 切片产能分布.....	- 15 -
图表 21: 中国尼龙 6 消费格局.....	- 16 -
图表 22: 我国尼龙 6 高端占比仍不足.....	- 16 -
图表 23: 公司产品价格随着己内酰胺价格变动趋势基本保持一致.....	- 16 -
图表 24: 公司主要产品单位毛利.....	- 17 -
图表 25: 公司主要核心技术.....	- 17 -
图表 26: 公司产能利用率显著高于行业平均.....	- 18 -
图表 27: 公司产品单位成本 (除材料) 与同行比较.....	- 19 -
图表 28: 公司产能利用率持续超 100%.....	- 21 -
图表 29: 公司尼龙 6 产能布局.....	- 21 -
图表 30: 尼龙 66 产业链.....	- 23 -

图表 31: 全球市场尼龙 66 呈寡头垄断局面.....	- 24 -
图表 32: 2016—2021 年我国尼龙 66 行业的产能产量情况.....	- 24 -
图表 33: 我国尼龙 66 产能有待提升.....	- 24 -
图表 34: 我国尼龙 66 行业竞争格局.....	- 25 -
图表 35: 我国尼龙 66 需求持续上升.....	- 25 -
图表 36: 2021 年中国尼龙 66 工程树脂消费结构.....	- 26 -
图表 37: 尼龙 66 进口价格保持高位.....	- 27 -
图表 38: 2021 年世界己二腈产能分布.....	- 27 -
图表 39: 我国厂商逐步布局己二腈生产线建设.....	- 28 -
图表 40: 营业预测拆分 (万元)	- 30 -
图表 41: 可比公司估值.....	- 30 -
图表 42: 盈利预测.....	- 32 -

1 差异高端化尼龙6龙头

- 公司是差异化竞争的尼龙行业龙头。**公司成立于2013年，深耕尼龙领域，是一家集聚酰胺6切片（俗称尼龙6切片）研发、生产、销售为一体的国家高新技术企业，拥有市级研发中心、浙江省高新技术企业研究开发中心。公司主要从事尼龙新材料的研发，生产和销售。公司的主要产品包含纤维级切片、工程塑料级切片、薄膜级切片三大类。在此基础上，公司不断丰富产品序列、加大研发投入、改进工艺配方，不断扩大应用领域和市场需求的覆盖程度。公司在国内尼龙6切片市场位于头部企业，享有较高的品牌美誉度。产品广泛应用于电子机械、民用纤维、军警装备等领域。2020年，公司于上交所上市。

图表 1：公司发展历程

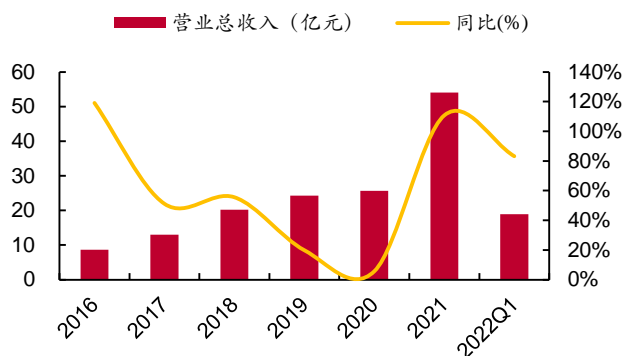


来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

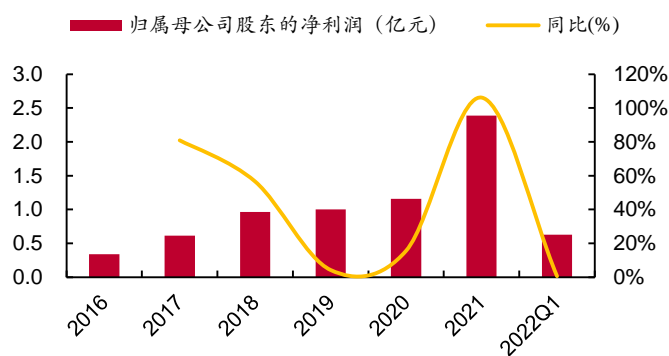
- 外部冲击下，公司业绩持续增长。**2017-2018年公司营业收入、业绩呈现快速增长的态势，其中公司营业收入分别为13.02亿元、20.25亿元，增长率为55.56%，公司归母净利润分别为0.61亿元、0.96亿元，增长率为56.52%。2019-2020年受中美贸易摩擦、新冠疫情等因素影响，公司营业收入及业绩增速有所放缓，实现营业收入24.26亿元、25.64亿元，同比增长19.83%、5.68%，实现归母净利润1亿元、1.16亿元，同比增长4.2%、15.59%。

图表 2：公司营收及增速

图表 3：公司归母净利润及增速



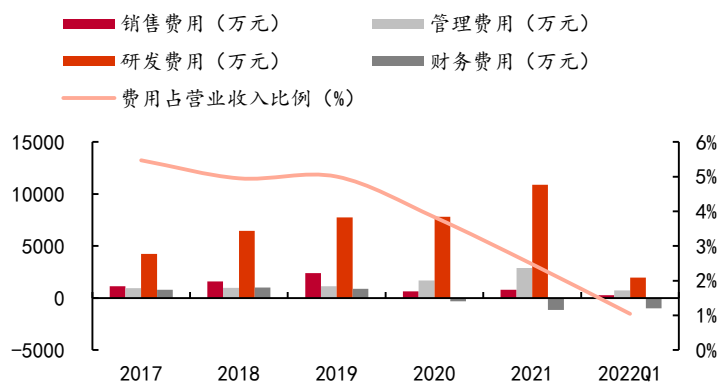
来源: wind, 中泰证券研究所



来源: wind, 中泰证券研究所

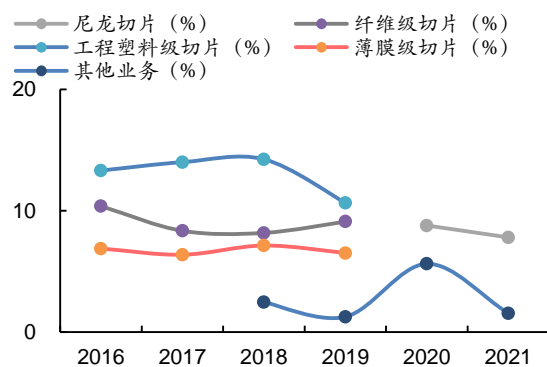
- 公司费用管控能力出色，产品毛利率稳定。**2017-2020年，公司总费用占营业收入比例始终保持在约4%-6%之间，公司费率管控优势显著。公司产品毛利率保持稳定，2017-2020年，公司销售毛利率稳定在8%-10%之间，主要原因系公司采用了“成本加成”定价模式，公司产品价格锚定原材料价格，预先锁定了公司利润。

图表 4: 公司费用管控出色



来源: wind, 中泰证券研究所

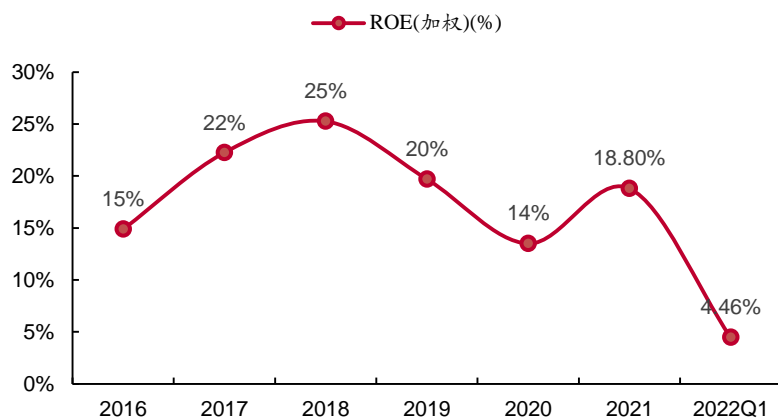
图表 5: 公司产品毛利率稳定



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

- 公司 ROE 维持在较高水平，股东投资回报比高。**2016-2020 年间，公司 ROE 保持在 10% 以上，得益于较高的资金周转率，公司在毛利率较低的情况下 2017-2019 连续三年间，ROE 超过 20%，显示出公司强劲的盈利能力和股东回报能力。

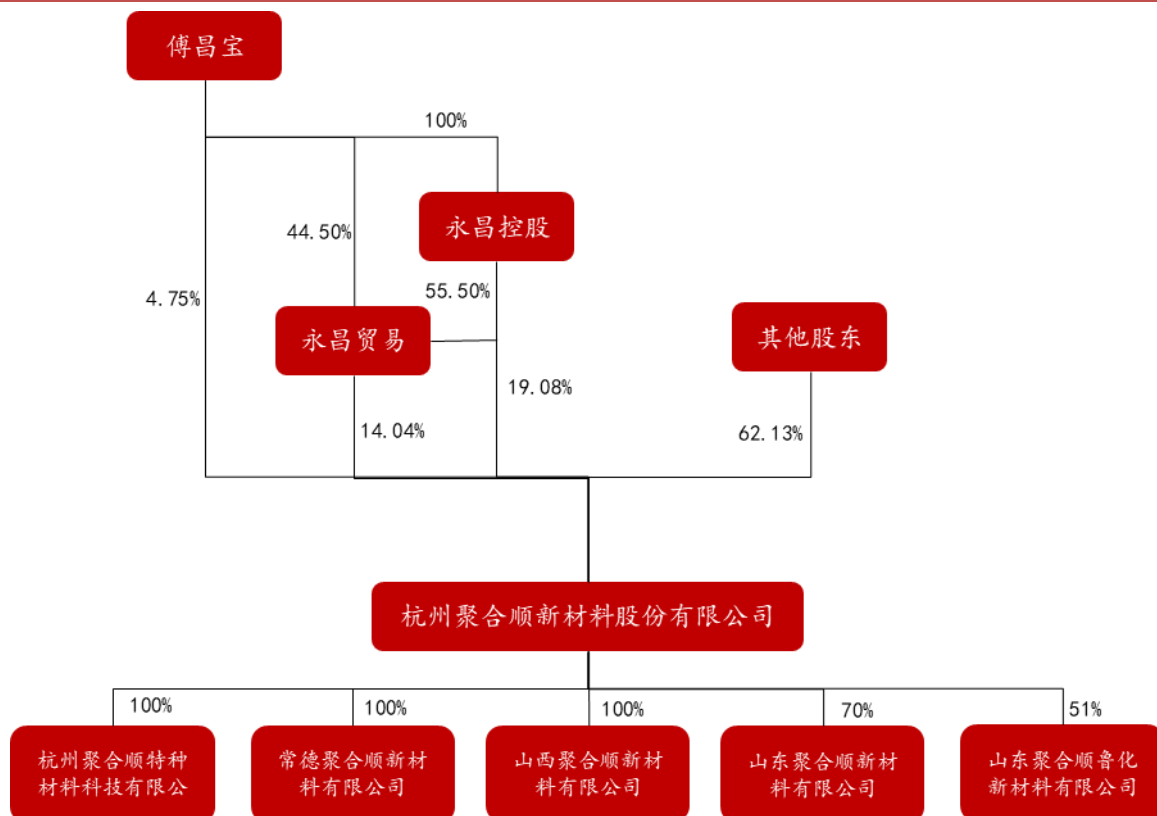
图表 6: 公司 ROE 连续三年超 20%



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 公司实控人具备多年化纤行业经验。**公司股权结构较为集中,其中主要股东有傅昌宝、永昌控股、永昌贸易,傅昌宝控制永昌控股与永昌贸易 100%、44.5% 的股份,为公司的实际控制人。公司下辖 4 个子公司的,其中杭州聚和顺特种材料科技有限公司、常德聚和顺新材料有限公司、山西聚和顺新材料有限公司为全资子公司,公司占山东聚和顺新材料有限公司、山东聚和顺鲁化新材料有限公司 70%、51% 的股权。公司实际控制人多年从事渔网丝生产、销售及尼龙 6 切片贸易,具备较为丰厚的资本积累和化工化纤行业经验。

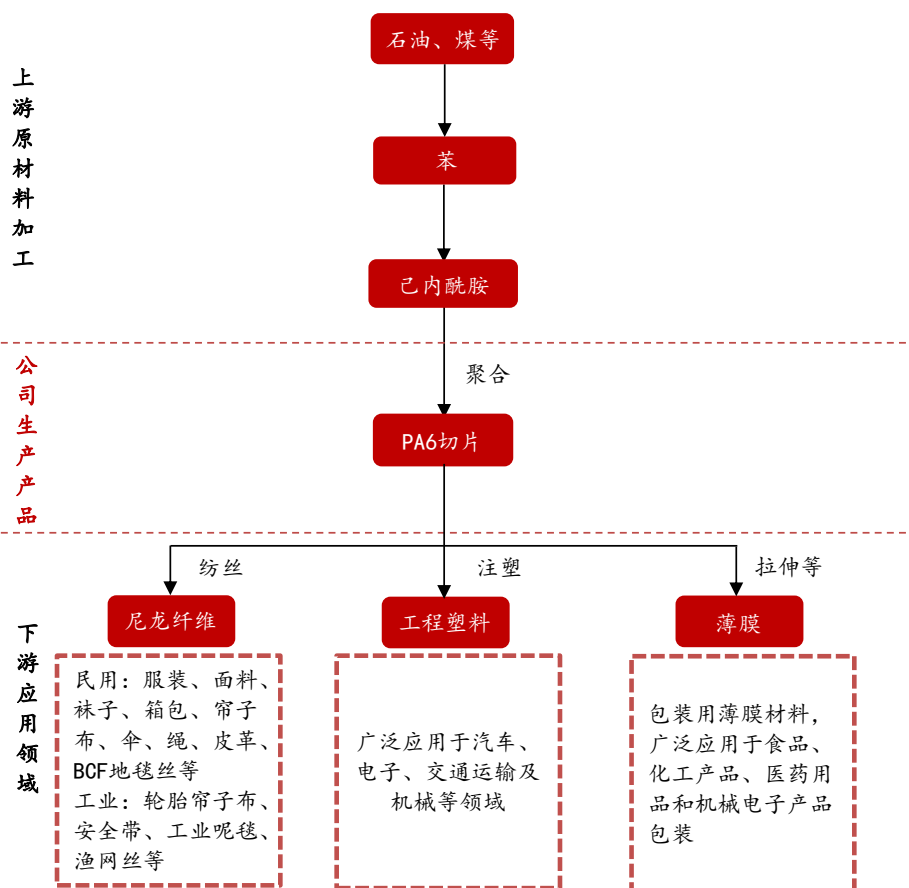
图表 7: 公司股权结构(截至 2022 年 6 月 30 日)



来源：Wind，中泰证券研究所

- 公司产品系尼龙产业链上游化工原料和下游应用领域的中间体。公司主要产品为尼龙6切片，通过从石油、煤中提炼苯进而生产己内酰胺。己内酰胺经过一定聚合反应生产尼龙6切片，通过调整己内酰胺特性及聚合反应过程、添加辅料等方式，改变尼龙6切片的物理性质，从而匹配下游不同应用需求，主要应用产品有尼龙纤维、工程塑料和薄膜三种。

图表 8：尼龙6产业链



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

2 公司尼龙 6 业务持续扩张

2.1 尼龙 6 是最主要尼龙材料，尼龙行业快速发展

- 尼龙产业家族庞大种类繁多，尼龙 6 和尼龙 66 的用量最大。尼龙 6 和尼龙 66 约占尼龙总消费量的 90%。尼龙 6 作为尼龙材料最主要产品之一，具有良好的自润滑性、耐溶剂性、耐腐蚀性的特点，且电绝缘性能优越。尼龙 6 还是合成纤维中耐磨性能最好的纤维之一。

图表 9：尼龙主要产品概述






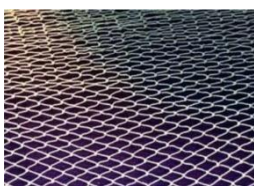






尼龙产品种类	功能特性	主要应用领域
尼龙6	强度小且较为柔软，熔点低，具有良好的耐磨性、自润滑性和耐溶剂性	用作纤维制品，如服装、面料、箱渔网、地毯等制造；用作电子器件、汽车、铁路等工程塑料制品或食品药品等薄膜制品
尼龙66	自润性、耐摩擦性好，弹性好、耐疲劳性好，耐腐蚀性能佳，硬度、刚性最高，韧性最低	用作各种机械和电器零件，其中包括轴承、齿轮、滑轮泵叶轮、叶片、高压密封圈、垫、阀座、衬套、输油管、贮油器、绳索、传动带、砂轮胶粘剂、电池箱、电器线圈、电缆接头等
尼龙610	相对密度较小，吸水性低于尼龙66和尼龙6，尺寸稳定性好，成型加工容易。机械强度近于尼龙66跟尼龙6。能耐强碱，比双6和单6更耐普通弱酸，但易溶于甲酸	用于制造机械、交通业的零部件，电子工业中的绝缘材料、仪表壳体
尼龙11	具有吸水率低、耐油性好、耐低温、易加工具有、质量轻、耐腐蚀、不易疲劳开裂、密封性好、阻力小等优点	用来制作汽车输油管、刹车管、枪托、握把、扳机护圈、降落伞盖、海底光缆、电缆的保护材料等
尼龙12	吸水率低，尺寸稳定性好、相对密度小；耐低温性优良、熔点低，柔软性、化学稳定性、耐油性、耐磨性均较好	用于水量表和其他商业设备、光纤、电缆套、机械凸轮、汽车、滑对密度小；耐低温性优良、熔动机构以及轴承等，还可用于汽车燃油输送管、汽车制动刹车管、空调管、空压设备软管、工业用高压液压管、管快速接头等

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 尼龙 6 切片应用领域广泛，功能纤维应用逐步扩大。尼龙 6 目前主要用于尼龙纤维、工程塑料、薄膜等领域。尼龙纤维是主要化纤品种之一，按纤维长短分为尼龙 6 长丝和尼龙 6 短丝。尼龙 6 长丝主要用于民用长丝和产业用丝领域：在民用方面，主要用于服装、床上用品、箱包、伞、绳、窗帘布等；在产业用丝方面，主要用于轮胎帘子布、传送带、运输带、渔网、绳缆等；尼龙短丝主要应用于地毯制造，以及与其他材料混纺用于袜子、伞布生产等。除传统的尼龙纤维领域，功能纤维的应用逐渐扩大，并呈现向工程塑料、薄膜制造等方向拓展的趋势。在工程塑料领域，尼龙 6 工程塑料主要用于汽车、电子电气、机械、交通运输、医

疗、航空航天等领域。在薄膜领域主要用于蒸煮食品、冷冻食品、海产品、医药用品及电子产品的包装。尼龙6 逐渐成为以塑代木、以塑代钢、以塑代瓷的重要材料之一。

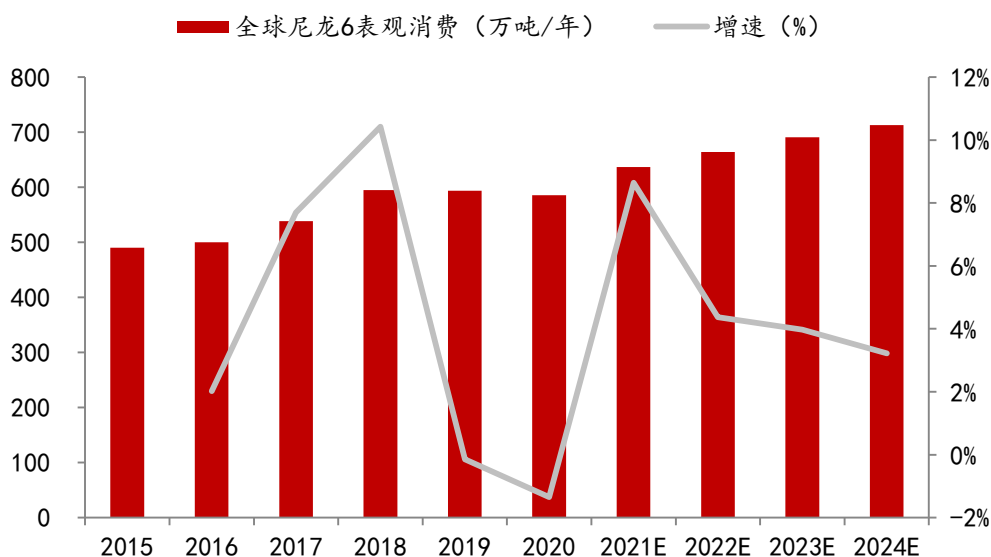
图表 10：尼龙6 应用示例

主要领域	细分类别	部分应用实例		
尼龙纤维	民用尼龙纤维	 服装面料	 箱包	 地毯
	产业尼龙纤维	 轮胎帘子布	 输送带	 渔网丝
工程塑料		 电器部件	 日用品结构件	 汽车发动机罩盖
薄膜		 食品包装薄膜	 医药品包装	 机械电子产品包装

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- **尼龙6 是需求量最大的尼龙聚合物。**根据 IHS Markit 统计，全球尼龙6 的表观消费量在 2016-2029 年以近 4% 的年均复合率稳步增长。尼龙6 作为需求最大的尼龙聚合物，在尼龙6 下游应用领域市场广阔的发展前景推动下有较大发展空间，全球尼龙6 在 2020-2024 预计将以 5% 的复合年增长率继续增长，2021 年全球尼龙6 需求规模达到 636 万吨，预计 2024 年全球尼龙6 需求规模将达到 713 万吨。

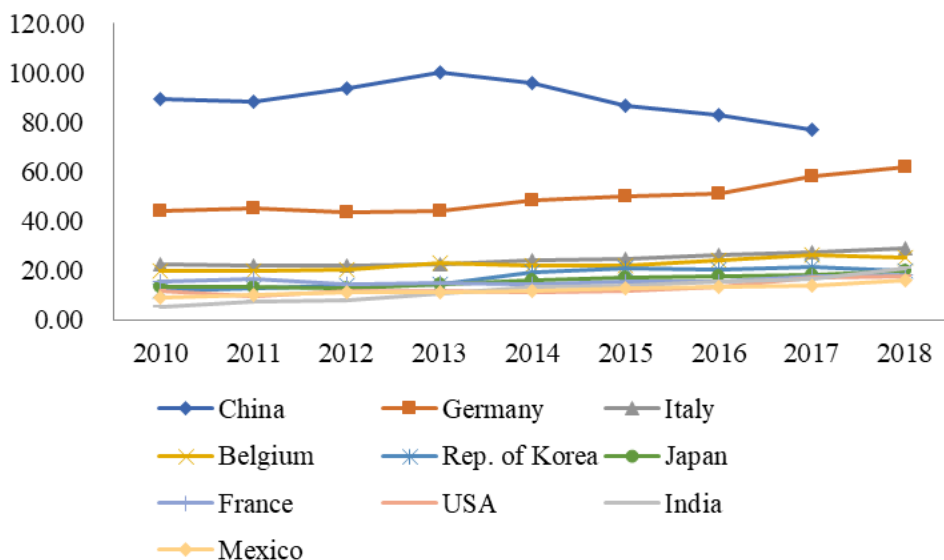
图表 11: 全球尼龙 6 需求规模情况



来源: IHS Markit, 中泰证券研究所

- **中国和德国是全球尼龙最大进口国。**2017 年进口量分别为 76.89 万吨和 58.19 万吨。从尼龙进口量和进口增速来看, 未来发展中国家和地区尼龙消费需求增长将是全球尼龙市场发展的重要驱动力量。受到国内经济高速发展, 城镇化加速推进以及人们生活水平不断提升等因素影响, 以中国为首的发展中国家将带动其国内尼龙产业下游应用领域行业快速发展, 从而拉动尼龙需求快速增长。

图表 12: 各国尼龙进口量 (万吨)

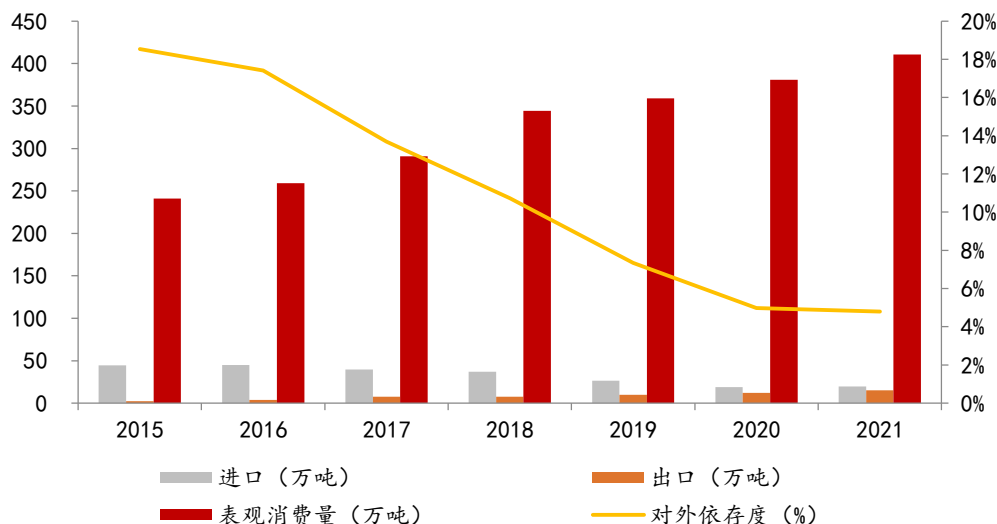


来源: UN Comtrade Database, 中泰证券研究所

- **国产尼龙 6 切片量质齐升, 进口依赖度不断降低, 进口替代趋势明显。**我国尼龙 6 切片生产、消费、出口同步增长: 2010 年我国尼龙 6 切片产

量和表观消费量分别为 111.7 万吨和 165.2 万吨，2020 年则达 361.7 万吨和 380.7 万吨，年均复合增长率分别为 12.5%和 8.7%，对外依存度由 32.38%降至 5%。

图表 13: 中国尼龙 6 切片进出口变动情况

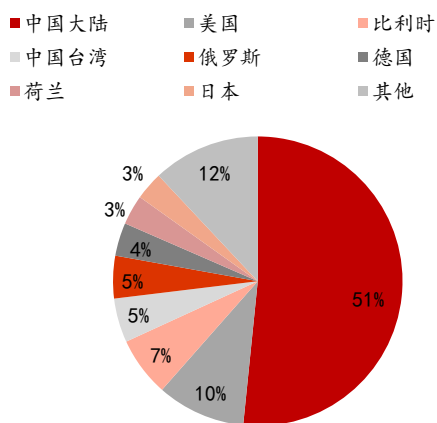


注: 表观消费量=产量+进口-出口; 对外依存度=进口量/表观消费量

来源: IHS Markit, 中泰证券研究所

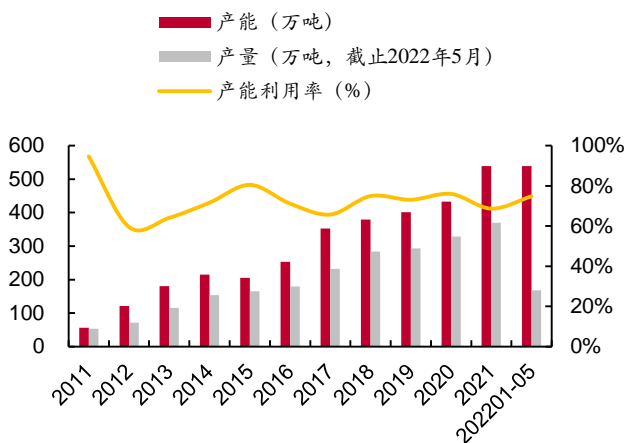
- 我国己内酰胺突破技术壁垒, 世界生产中心由欧美转向中国。90 年代初, 中国石化开发出具有自主知识产权的己内酰胺成套生产技术, 打破了己内酰胺生产技术长期被国外少数公司垄断的局面, 己内酰胺生产能力、产量也得到了快速增长。我国己内酰胺的产量由 2012 年的 72 万吨, 增长至 2021 年的 370 万吨, 年均复合增长率超过 19.9%。2019 年中国己内酰胺产能占全球总产能达 51%。我国已成为全球第一的己内酰胺生产和消费国。

图表 14: 2019 年全球己内酰胺产能分布情况



来源: 中国化工信息周刊, 中泰证券研究所

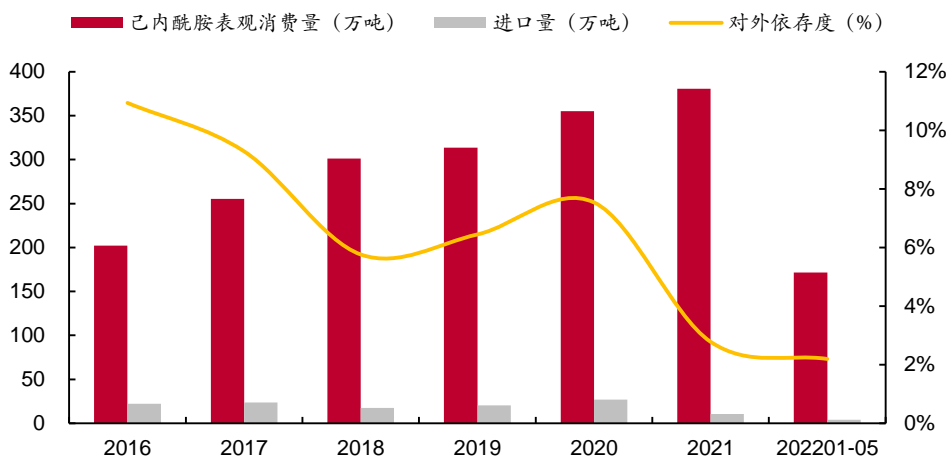
图表 15: 2011-2022 年我国己内酰胺产能产量情况



来源: 产业信息网, 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 我国己内酰胺表观消费量稳步提升，基本实现自给自足。2016-2021年，我国己内酰胺表观消费量的年均复合增长率为13.5%。2021年我国己内酰胺进口量为10.6万吨左右，国内己内酰胺对外依存度保持较低水平，由2016年11%下降到2021年的3%，整体来看，我国己内酰胺逐步摆脱了进口依赖，基本接近实现自给自足。

图表 16: 2016-2022 年我国己内酰胺供需情况



来源: 中国化纤工业协会, 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 随着己内酰胺技术实现国产化，国内新增产能连续投产。2020年国内产能为433万吨/年，2021年大幅增长至539万吨/年，增长率为24.48%。预计2022年新增产能为34万吨，其中旭阳新增产能30万吨，石家庄炼化新增4万吨。随着国内己内酰胺产能的连续投放，进口替代进程将持续加速。

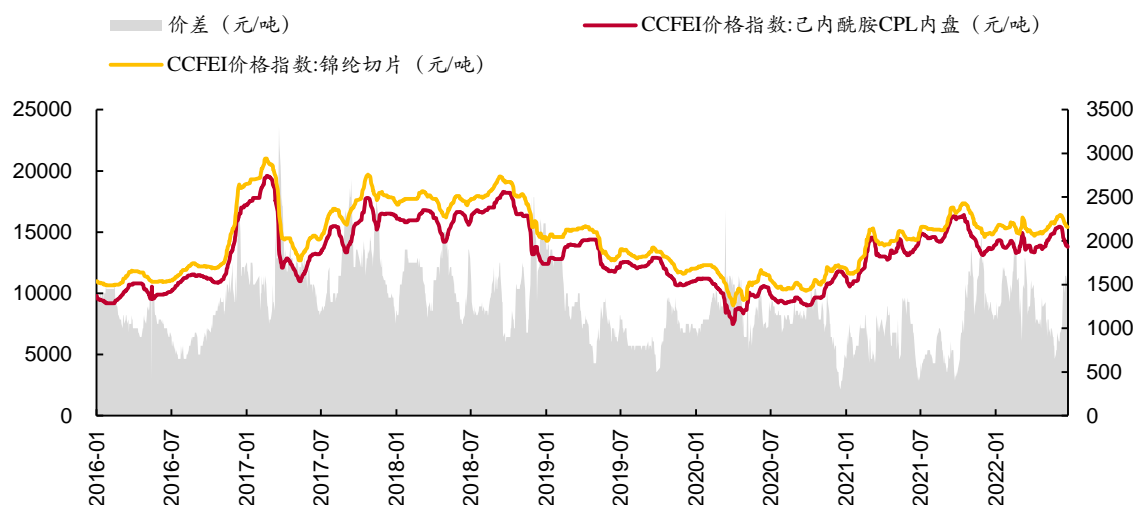
图表 17: 2021-2023 年我国己内酰胺新增产能 (万 t/a)

厂商	2021 新增产能 (万 t/a)	2022 新增产能 (万 t/a)	2023 新增产能 (万 t/a)
华鲁恒升	30		
鲁南化工	30		
申远新材料	20		20
内蒙古庆华	10		
山东方明	10		
神马尼龙科技	6		
旭阳东明		30	
石家庄炼化		4	
鲁西化工			30
福建永荣			30
中石化巴陵			30
湖北三宁化工			30
广西恒逸			60 (2025 前)

来源: 百川盈孚, 中泰证券研究所

- 产品价格与原材料走势一致，己内酰胺助力行业景气提升。**2010-2016年初，受益于国内己内酰胺供应量的不断增大，对进口的依赖性降低，同时受国际原油价格波动影响，己内酰胺价格呈现下降趋势，相应国内尼龙6切片的价格一直走低。2016年全年尼龙6价格在低位运行，年底受环保政策影响，己内酰胺和切片企业部分停产，形成短期供需紧张，导致市场价格出现大幅拉升，2017年上半年回落后，出现了相对平稳的上涨状态，2018年4季度再度下降。近阶段，尼龙6行业上游原料己内酰胺供应量整体呈上升趋势，再加上下游需求不断增长，尼龙6切片产量上升，行业发展景气程度稳步提升。

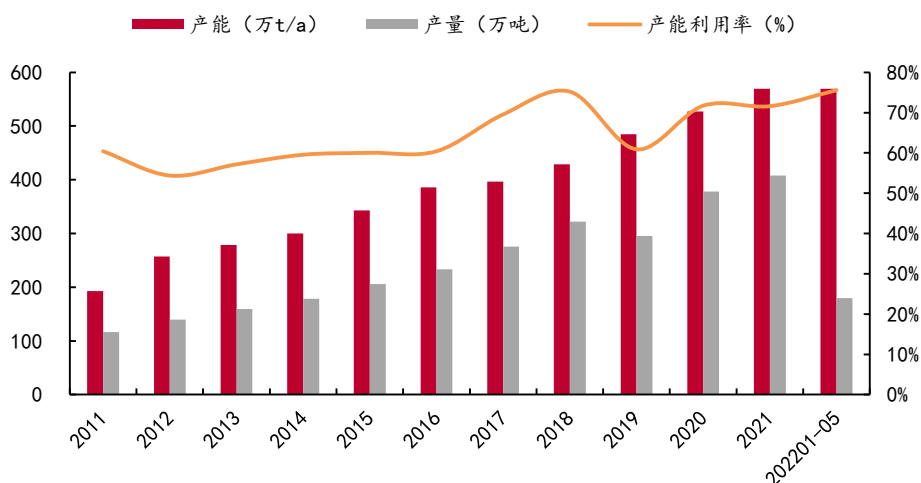
图表 18: 己内酰胺及锦纶(尼龙6)切片价格变动



来源: wind, 中泰证券研究所

- 我国己内酰胺实现进口替代，尼龙6切片行业发展潜力逐渐释放。**2010年之后，由于国内聚合技术进步，尼龙6生产已开始向规模化、低消耗、高质量发展，且原材料己内酰胺供应日益增长及下游应用领域需求旺盛，我国尼龙6切片产量呈稳步上升趋势，2011年-2020年年均复合增长率为13.97%。

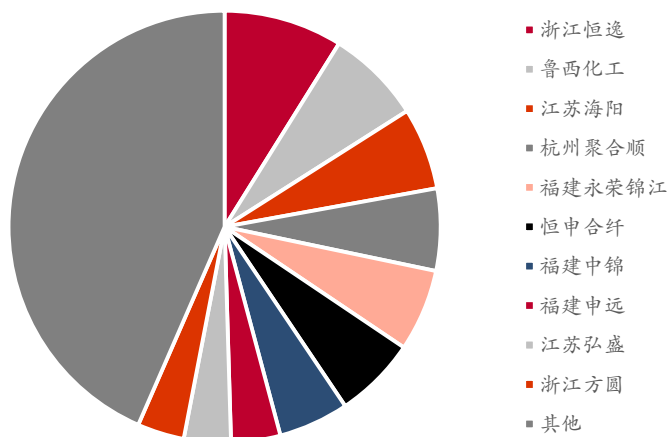
图表 19: 中国尼龙6切片行业产能产量情况



来源：国家统计局，中国化纤工业协会，百川盈孚，中泰证券研究所

- **尼龙6切片行业区域性特征明显,公司产能居国内前列。**在全球范围内,凭借市场和劳动力成本的优势,我国、韩国、东南亚等地区尼龙6切片产量占比超过全球50%以上;而受到主要原材料己内酰胺供应商和下游应用客户所在地分布的影响,国内尼龙6切片生产企业主要集中在江苏、浙江、福建、广东等省份,企业通过选址在临近供应商或客户的方式进一步节约运输成本,呈现出一定程度的地域集聚效应。

图表 20: 中国尼龙6切片产能分布

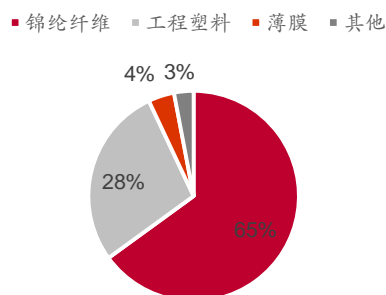


来源：百川盈孚，中泰证券研究所

- **新常态下,我国尼龙6切片市场需求稳步增长,高端市场潜力巨大。**随着国内经济稳步增长,居民生活水平不断提升,我国民用纺丝、工业用丝、尼龙工程塑料、尼龙薄膜等行业快速发展,推动我国尼龙6切片市场需求稳步增长,尤其是尼龙6切片高端产品的需求快速增长。2019年,我国市场尼龙6切片需求量较大的行业为工程塑料、民用丝和工业丝,其中技术含量较低的民用丝占比最大,而高端工程塑料产品虽已占据了一定的比例,但与发达国家相比,差距仍然很大。高端市场发展前景广

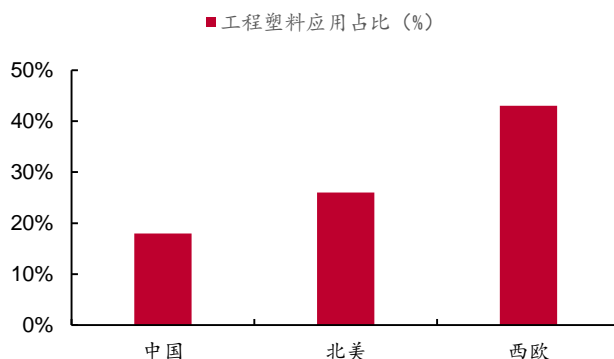
阔。

图表 21: 中国尼龙 6 消费格局



来源: 产业信息网, 中泰证券研究所

图表 22: 我国尼龙 6 高端占比仍不足



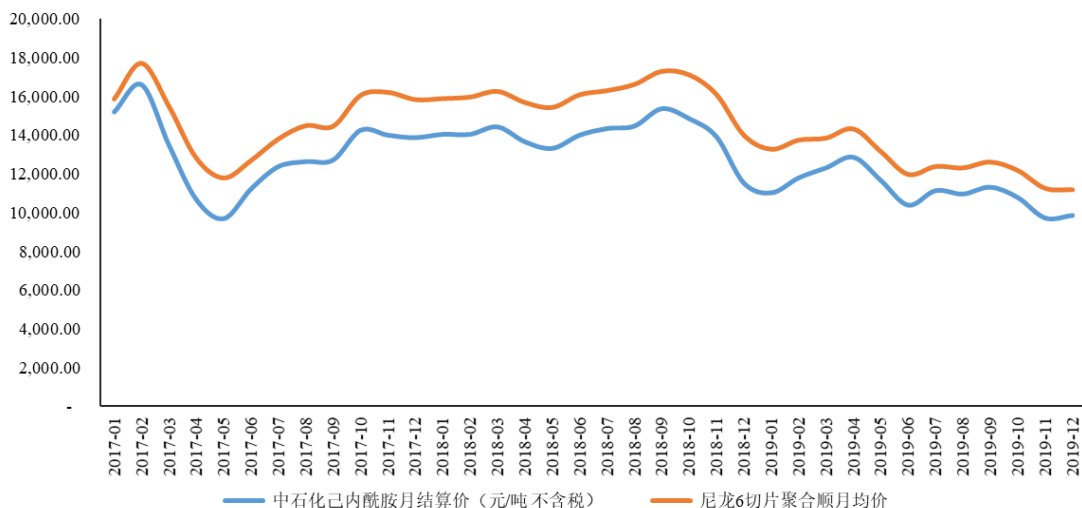
来源: IHS Markit, 中泰证券研究所

- 预计未来, 随着应用领域的不断拓展, 我国尼龙 6 切片产量和销量将继续保持稳步增长。纺丝方面, 随着我国的消费升级, 尼龙 6 将逐步替代涤纶。2020 年, 我国涤纶产量为 4922.75 万吨, 超过尼龙 6 一个量级, 尼龙 6 替代空间广阔。工程塑料方面, 我国汽车、电子电器、机械、高铁等行业的快速发展, 对尼龙 6 工程塑料的需求不断增长, 尤其是对中高端、高性能的尼龙 6 工程塑料需求将趋于旺盛, 根据公司公开发行 A 股可转换公司债券募集资金使用的可行性分析报告(修订版)援引的中国工程塑料工业协会的市场调研报告, 我国尼龙类工程塑料年增长率达 30.2%。薄膜领域方面, 近几年中国的尼龙薄膜行业进入了良性发展的轨道。预计未来在食品包装领域需求增长的驱动下, 我国尼龙薄膜的产量将保持快速增长态势, 也将拉动上游尼龙 6 切片的需求增长。

2.2 公司成本加成模式助力盈利稳定

- 公司主要产品按照成本加成的原则定价, 主要盈利模式为通过相对稳定的加工费获取毛利。公司采取以销定产、按订单组织原材料采购和生产的经营模式, 同时销售定价按照成本加成的定价方式方法定价, 理论上己内酰胺原材料的价格波动可以及时传导到下游客户, 原材料价格的小幅波动不会影响到企业的生产经营。

图表 23: 公司产品价格随着己内酰胺价格变动趋势基本保持一致



来源：统计局、中国化纤工业协会、海关信息网，中泰证券研究所

图表 24：公司主要产品单位毛利（元/吨）

项目	2019年度	2018年度	2017年度
纤维级切片	1,164.60	1,337.00	1,212.30
工程塑料级切片	1,320.08	2,228.85	1,999.50
薄膜级切片	775.85	1,113.08	1,016.98
公司主营业务单位毛利	1,183.64	1,575.71	1,445.58

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

2.3 公司差异化战略与低生产成本提升产品竞争力

- 公司研发团队技术底蕴深厚，产品技术持续迭代。**截至 2021 年底，公司共有研发人员 75 人，占公司总人数的 16.48%。其中本科、硕士、博士学历 30 人。公司研发中心主任毛新华先生深耕聚合行业 20 余年，主管产品研发生产与管理，曾任中国化纤工业协会标准化委员会理事，主持开发多项国内先进的产品、工艺。整个研发团队拥有多年尼龙 6 聚合工艺研发和生产经验，为产品研发提供技术支撑。公司技术研发中心拥有国际先进的聚合设备和产品试验、分析、检测设备，检测手段和设备齐全。截至 2021 年底，公司共拥有专利 35 项，其中发明专利 6 项。2017 年-2019 年公司共 16 项新产品新工艺完成研发，其中全消光锦纶 6 切片研发成功使公司成为全国少数生产全消光产品的企业之一。企业着眼于长碳链尼龙、替代尼龙 66、尼龙 6 与尼龙 66 共聚等特种尼龙新材料开发，从而将企业的研究方向由传统产品新应用领域开发拓展至军工、航空航天、高铁、3D 打印、汽车关键部件等新材料领域。

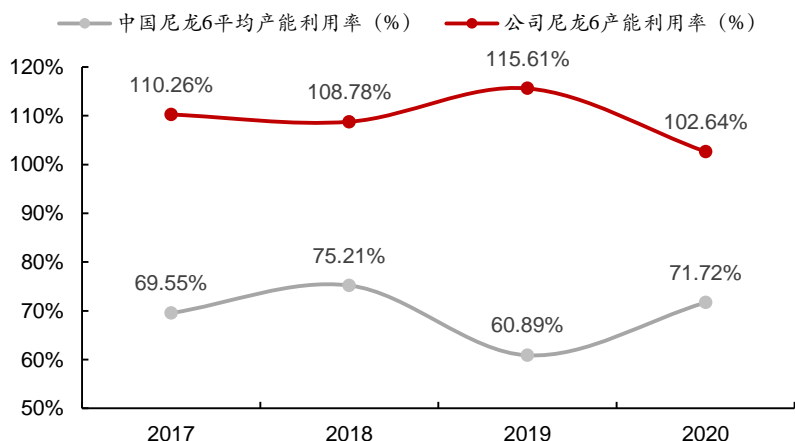
图表 25：公司主要核心技术

序号	技术名称	来源	作用
1	常压单段聚合或二段聚合技术	Inventa公司	引进聚合反应器为伍德伊文达菲瑟公司公司的专有技术及设备，通过定制化设计，可生产最高粘度3.5，通过固相缩聚工艺，粘度可达到4.0及以上，产品分子量均匀，再加工性能好
2	定制化柔性生产线设计	企业自有	将常压单段聚合或二段法聚合技术，与固相增粘等工艺组合，产品粘度在1.7~4.0范围内可调，通过企业成熟的工艺控制，可保证单线柔性生产，不同规格产品切换成本较低、速度较快，为企业新产品的研发提供产业化生产保证
3	自主研发产品配方	企业自有	企业目前可生产3大系列不同规格产品，针对不同规格产品特点自主开发不同产品配方、助剂的配置和添加技术

来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 公司差异化产品契合市场需求，开工率显著高于行业平均水平。**由于我国尼龙6市场低端产品较多，竞争激烈，导致产能利用率处于较低水平。而公司产品高端化、差异化特征明显，下游需求量大，产能利用率维持较高水平。

图表 26：公司产能利用率显著高于行业平均



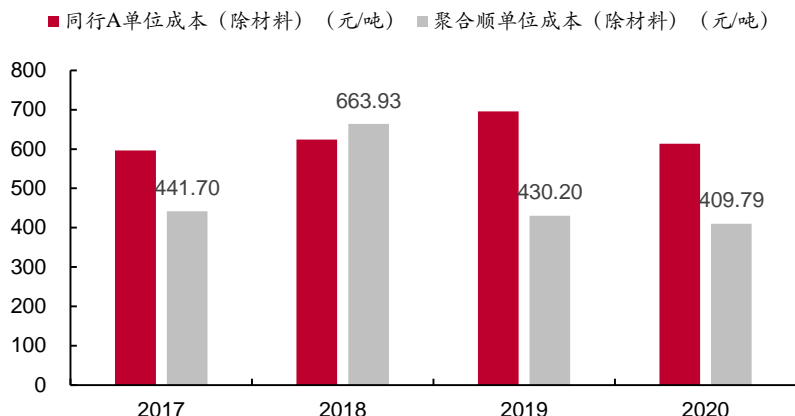
来源：公司招股说明书，国家统计局，中国化纤工业协会，中泰证券研究所

- 公司差异化拳头产品为全消光锦纶切片，技术水平行业领先。**为了消除锦纶纤维的光泽，需要在生产过程中加入二氧化钛，加入含量大于1.5%为全消光锦纶切片。全消光锦纶切片由于随着二氧化钛含量的不断增加，粉体的团聚越严重，影响6纤维的可纺性、力学性能及后续的染色性能。国内外仅少数企业研发成功，市场主要被国外厂商垄断，国内高品质全消光锦纶6切片价格居高不下，下游客户成本负担较大，全消光锦纶纤维市场发展缓慢。公司生产线通过对二氧化浆液中添加阻隔剂，提高二氧化钛颗粒在水中的分散性；聚合反应器中，采用高效剪切分散技术，二氧化钛与己内酰胺聚合时，不易再发生团聚。公司产品各项性能指标达到国内同类产品领先水平。
- 全消光锦纶切片下游产品主要为全消光细旦聚酰胺6纤维，是国内目前市场上用量较大的差别化尼龙品种之一。**全消光细旦聚酰胺6纤维产品，由于单纤维较细、TiO₂含量较高，提高了纤维的密度，使其手感细腻、

柔韧性好,而且经过消光工艺技术,克服了普通半光产品所特有的透明、闪光、蜡感,具有天然棉纤维的质感。另外, TiO_2 微粒还具有抗紫外线功能,加之纤维特有的耐磨性、抗起球性、抗静电性、保湿性,使锦纶 6 全消光纤维成为高档时装、休闲装、羽绒服、高级泳衣、内衣面料的首选原料。又由于其细旦的独特性,同时具有柔韧性、弹力回复性、耐磨耐碱性、吸湿性、蓬松性而广泛用于高密防水透气外套、胸罩等高档服饰。

- **我国已打破全消光锦纶长丝的国外垄断,全消光锦纶切片需求量提升。** 2007 年以前,全消光锦纶长丝只有日本、韩国和我国台湾等少数国家和地区才能生产,我国大陆靠大量进口来满足织造和服装业的高端需求。之后,国内有能力的锦纶工厂开始研发和技术攻关,至 2008 年,少数几家企业可以生产常规全消光锦纶长丝。2010 年以来,国内主要的锦纶工厂都基本突破了技术瓶颈,不仅能生产常规的产品,还生产出了多孔细旦全消光锦纶长丝,基本结束了依赖进口的时代。未来国内全消光锦纶纤维产量将逐步提升,上游全消光锦纶切片将从中受益。
- **生产方面,公司引进国外先进设备,打造高科技产业线。** 公司成功引进并应用了伍德伊文达菲瑟公司先进的聚合装置及生产技术,辅以浙大中控的 DCS 集散控制系统,并与三联虹普签订了配套聚合设备供货合同,建成了先进的生产设备体系实现了生产环节的智能化、精细化管理。根据公司招股说明书,伍德伊文达菲瑟公司是全球掌握尼龙 6 聚合核心技术企业之一,代表了行业内最高的技术水平。
- **公司研发团队深入参与生产线建造,实现以低成本生产高质量产品。** 公司产线由研发中心主任毛新华先生亲自设计,并带队赴德国实地采购,量身定制生产设备:对于国内技术尚未达到的关键部件,采用德国进口,对于实现国产替代的部件,采用国内采购。在三联虹普安装之后,研发团队还会对生产线进行技术改造,提高生产效率,实现以低生产成本完成较高标准的产品生产。公司产品涉及尼龙纤维级、工程塑料级、薄膜级等多个系列,经客户试用之后,产品的性能、稳定性等特点均得到了客户较高评价,并在多家下游知名客户中成功替代了我国台湾等地的产品。

图表 27: 公司产品单位成本(除材料)与同行比较



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

穿生

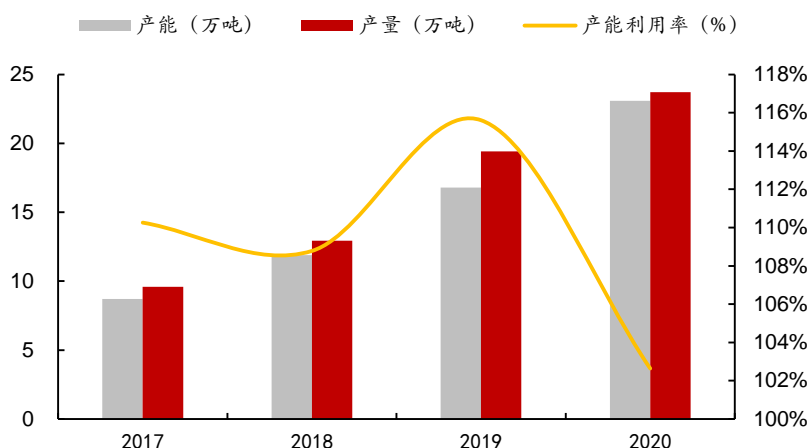
产设计各个环节，生产线实现多品种灵活切换。筹划投产阶段，主创人员深入参与生产体系设计，保证生产设备兼容性和过渡空间；生产过程中，通过信息化系统、精益生产、智能排产等实现了生产过程模块化、自动化、各部门连接的无缝化。柔性化生产一方面可以帮助公司实现多品种、小批量、多批次的生产，通过实现产品多品种快速切换生产，在满足市场多样化需求的同时也提高了公司的应变能力；另一方面，公司能根据市场需求变化，以更小的门槛以及更低的成本实现新产线的建立和产能的调整。

- **公司实际控制人客户资源丰富，助力公司产品畅销海内外。**公司成立以前，实际控制人已深耕尼龙6贸易行业多年，对行业下游营销网络和客户资源有较深的积累，在达产之前，公司已着手建立自己的营销体系，顺利取得多家企业的试用机会，后续与多家主流客户建立了稳定的业务关系。截至目前，公司建立了较为完整的市场营销体系和客户管理制度，公司营销网络以华东为中心，辐射华北和华南地区，同时，公司积极重视国际市场布局，已建立国际销售部，公司产品远销欧洲、南美洲、大洋洲、东亚等地区。

2.4 公司扩充产能以满足市场需求

- **公司尼龙6切片产量持续提升，产能持续饱和。**公司产量持续超过产能规模。2017年至2020年，尼龙6切片产量分别为9.60万吨、12.94万吨、19.42万吨、23.7万吨，产能为8.71万吨、11.9万吨、16.79万吨、23.1万吨，产能利用率持续超100%，公司迫切需要通过扩充产能打破产能瓶颈的限制。

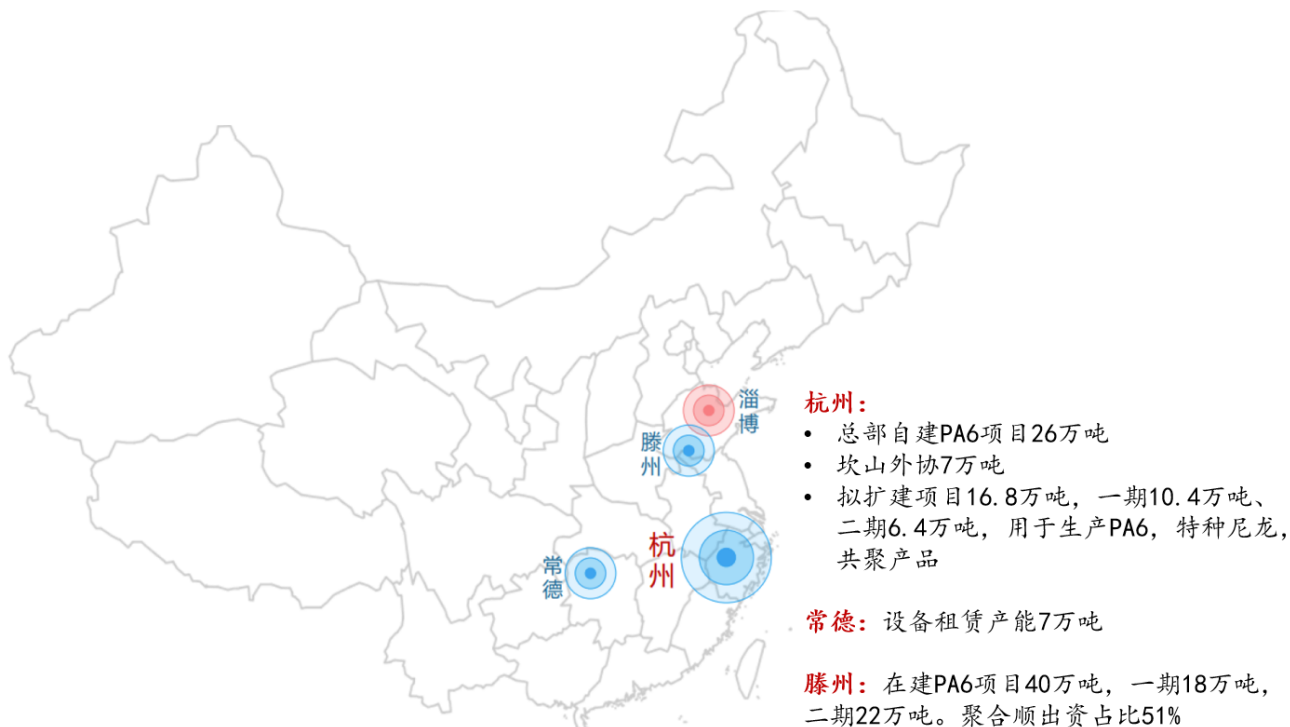
图表 28：公司产能利用率持续超 100%



来源：公司招股说明书，中泰证券研究所

- 产品认可度提升推动公司扩大产能。**公司目前杭州本部 26 万吨产能已全部投产，加上湖北常德、杭州坎山等租赁与外协产能，我们预计总产能达 40 万吨。规划上，公司于山东滕州与兖矿合资建设 40 万吨尼龙 6 项目（建设主体为山东聚合顺鲁化新材料有限公司），一期 18 万吨，预计 2022 年年底投产，二期 22 万吨。杭州拟扩建 16.8 万吨产能，其中一期建设 10.4 万吨，二期 6.4 万吨，用于尼龙 6、特种尼龙、共聚产品生产。

图表 29：公司尼龙 6 产能布局



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 公司积极扩产满足市场需求。**通过上述项目的顺利实施，公司业务承接能力显著提升，产能不足的瓶颈得以缓解，产业化生产规模进一步扩大。

大批量自动化生产将提高劳动生产率，降低生产成本，缩短生产周期，有利于公司整体生产能力的提升。

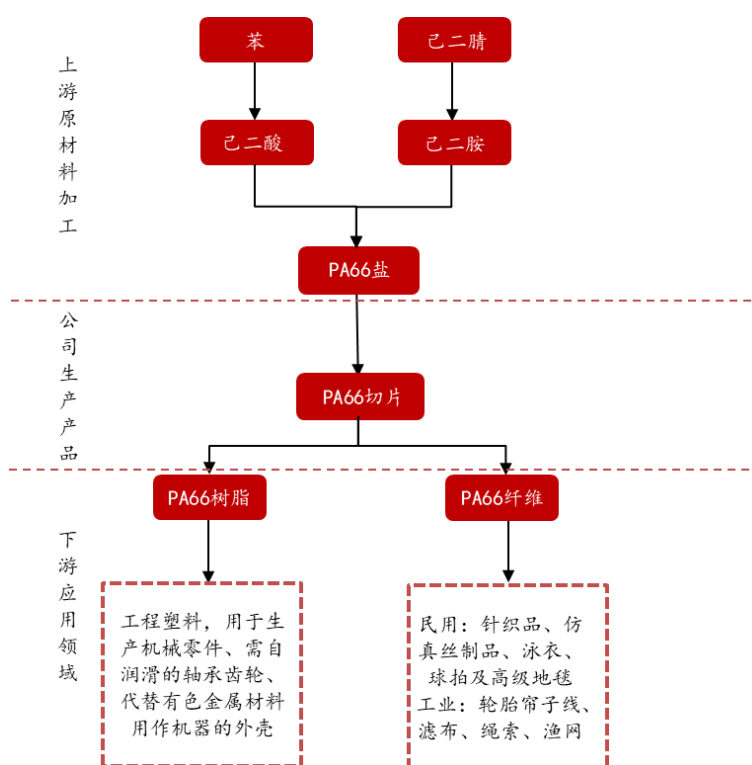
- **增强规模效应，提高抗风险能力**，使公司实现更大规模地生产，同时减少了单条生产线因频繁变动产品带来的负担，生产效率进一步提高，提升了产品的市场竞争力，增强公司抗风险能力及盈利能力、提升企业综合竞争优势。项目的建设将涉及全消光尼龙 6 切片、高透明尼龙丝用切片、食品包装膜级切片、超高流动性尼龙 6 切片等产品类别，有利于增强公司产品质量优势、差异化优势和规模效应。

3 公司进军尼龙 66 市场

3.1 尼龙 66 国产化放量在即

- 公司尼龙 66 切片产品处于产业链中游，下游应用前景广阔。尼龙 66（又称 PA66）是由己二酸与己二胺通过缩聚反应形成的高档热塑性树脂，是合成纤维的原料。PA66 广泛应用于民用、工业领域，既可用于制作针织品、民用仿真丝制品、泳衣、球拍及高级地毯等，也可用于生产轮胎帘子线、滤布、绳索、渔网、弹力尼龙等。

图表 30：尼龙 66 产业链



来源：《我国尼龙 66 的产业化现状与发展建议》，中泰证券研究所

- 尼龙 66 是高端工程塑料的主要原料，质量较尼龙 6 产品更好。尼龙 66 生产的工程塑料可用于生产机械零件、需自润滑的轴承齿轮，或代替有色金属材料用作机械设备外壳。相较于尼龙 6，尼龙 66 工程塑料具有密度小、化学性能稳定、力学性能良好、电绝缘性能优越、易加工成型等众多优点，因此被广泛应用于汽车、电子电器、机械仪器仪表等工业领域。
- 尼龙 66 目前由少数厂商垄断。全球范围内，尼龙 66 的生产规模主要集中在美国、英国、法国、意大利、德国、日本等发达国家和地区，主要生产商有英威达、奥升德、巴斯夫、兰蒂奇、旭化成等。2021 年全球 PA66 的总产能为 299 万吨，产能前 4 位的公司占据全球 72% 以上的市场份额。

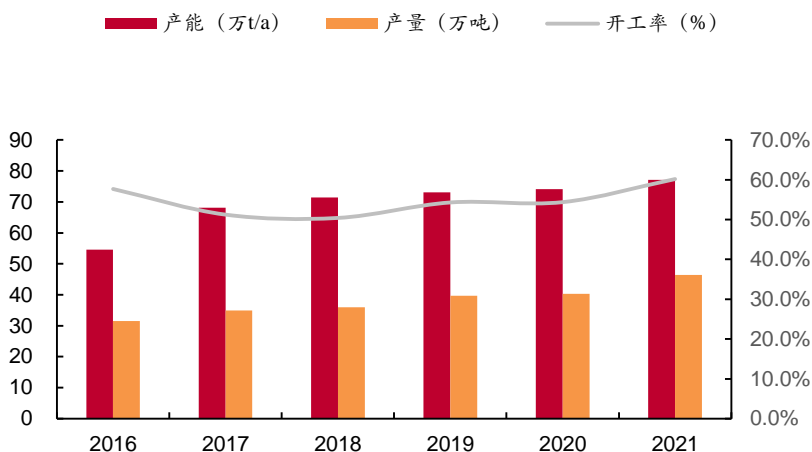
图表 31: 全球市场尼龙 66 呈寡头垄断局面

主要厂商	PA66 产能 (万吨)	占比 (%)
英威达	110	37%
奥升德	56	19%
神马	30	10%
巴斯夫	20	7%

来源: 链塑网, 中泰证券研究所

- 我国是全球 PA66 第二大生产国, 产能产量处于迅速扩张阶段。2021 年, 我国 PA66 产能为 77 万吨, 占全球产能的 25%。2016 年到 2021 年, 我国尼龙 66 产能从 54.6 万吨增长到 77.1 万吨, 年均增长率约为 7%, 产量从 31.5 万吨增长到 46.4 万吨, 年均增长率约为 8%。

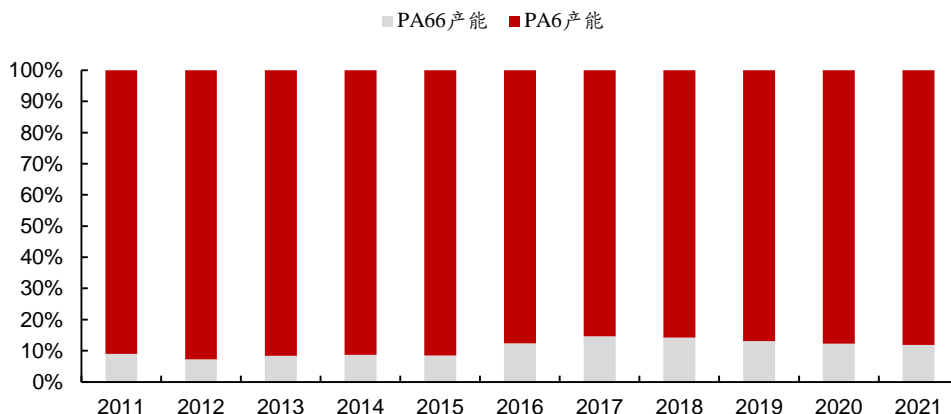
图表 32: 2016—2021 年我国尼龙 66 行业的产能产量情况



来源: IHS Markit, 中泰证券研究所

- 我国尼龙 66 占尼龙行业比例偏小, 产能明显不足。2011-2021 年间, 尼龙 66 产能占比略有上升, 由 8.97% 升至 11.92%, 但作为尼龙行业主要产品之一, 从绝对数值上看, 产能占比远远不足。

图表 33: 我国尼龙 66 产能有待提升



来源：百川盈孚，IHS Markit，中泰证券研究所

- **目前国内尼龙 66 厂商较少，行业集中度高。**国内现仅有 12 家 PA66 生产商，其中神马、上海英威达、华峰集团 3 家生产商的生产能力共计 57 万吨，占据我国尼龙 66 产能的 74%。国内需求持续上升的背景下，产量缺口亟待填补，公司此时进入，既契合市场需求，又填补了国内产量缺口，未来大有可为。

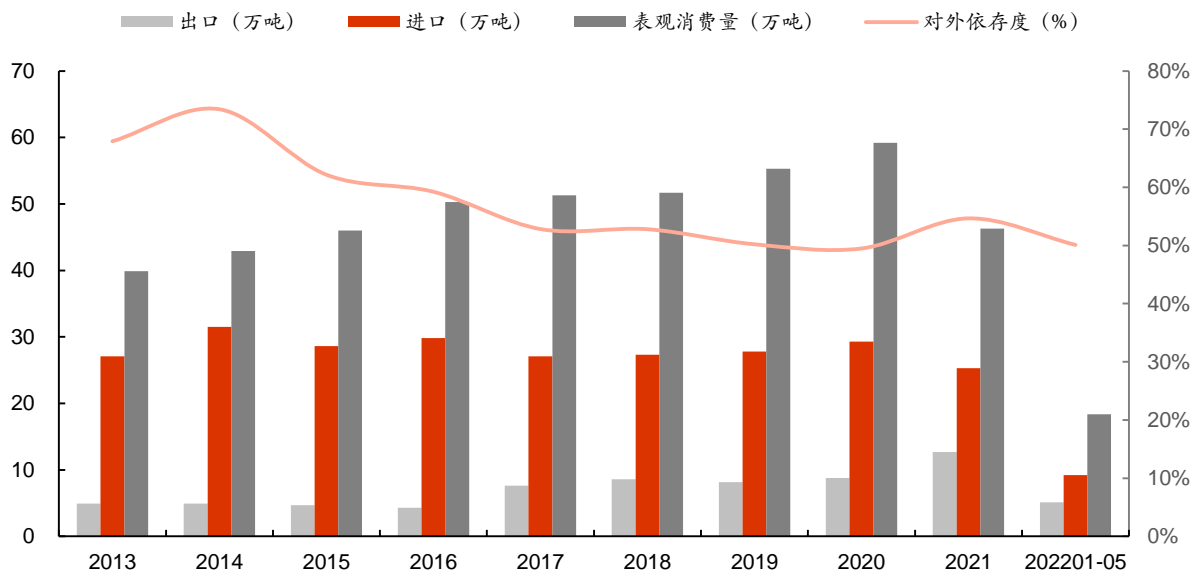
图表 34：我国尼龙 66 行业竞争格局

生产企业	产能 (万吨)	占比 (%)
神马	30	38.91%
上海英威达	19	24.64%
华峰	8	10.38%
兴家化工	4.5	5.84%
华洋尼龙	3.5	4.54%
杭州帝凯	3	3.89%
优纤科技	2	2.59%
北京安耐吉	2	2.59%
银珠化纺	1.6	2.08%
新力新材	1.5	1.95%
德施普	1	1.30%
祥龙新材料	1	1.30%
合计	77.1	100%

来源：中国化工报，各公司官网，中泰证券研究所

- **国内尼龙 66 需求持续上升，国产替代正当时。**随着我国经济的快速发展，尼龙工程塑料行业高速增长，尼龙纤维需求持续扩大，尤其是以高速发展的汽车行业为代表的消费市场的推动，使得国内对尼龙 66 的需求量逐年上升。2013—2020 年，我国尼龙 66 表观消费量从 39.9 万吨增长到 59.2 万吨，年平均增长率 5.8%，而进口量保持平稳，同时出口量从 4.9 万吨增长到 8.8 万吨，对外依存度从 2013 年的 67.92%降低到 2020 年的 49.49%，但依旧较高，亟需国内厂商突破尼龙 66 的国际垄断，实现国产替代。

图表 35：我国尼龙 66 需求持续上升

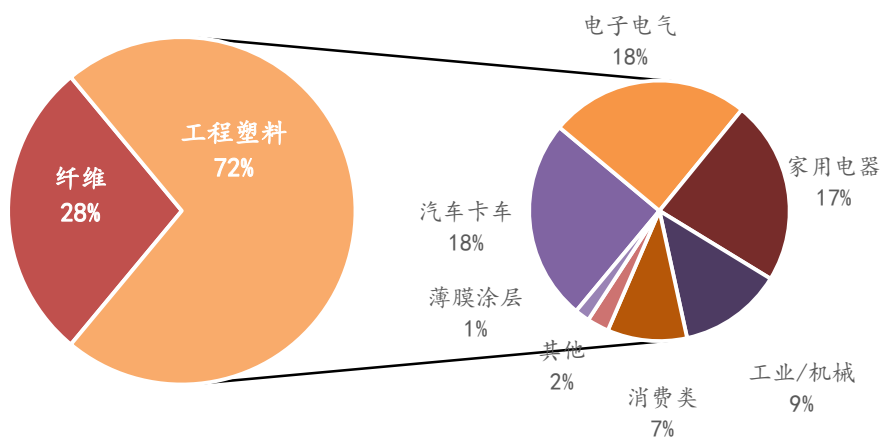


注：表观消费量=产量+进口-出口；对外依存度=进口量/表观消费量

来源：公司招股说明书，百川盈孚，中泰证券研究所

- **下游市场需求提升将进一步推升尼龙 66 市场景气度。**从消费结构上看，我国尼龙 66 下游市场以工程塑料、民用丝、工业丝为主，其中工程塑料占比大多数，而工程塑料主要应用领域为汽车、电子电器、机械仪器等。随着我国消费升级和汽车保有量的提升，民用丝与工程塑料的需求上升将驱动尼龙 66 的市场需求进一步提升，市场前景广阔。

图表 36：2021 年中国尼龙 66 工程树脂消费结构



来源：IHS Markit，中泰证券研究所

- **尼龙 66 进口价格高位运行，趋势向上。**2010 年末至 2017 年初，尼龙 66 进口价格单价由 2000 美元振荡下滑至 1500 美元以下，但随后一路上涨，2018 年末升至 3500 美元附近，并维持高位至今。目前价格曲线上扬，趋势向上，厂商盈利空间较大。

图表 37: 尼龙 66 进口价格保持高位



来源: wind, 中泰证券研究所

3.2 己二腈技术突破，垄断局面有望打破

- 作为尼龙 66 的关键生产原料，己二腈长期被国际厂商所垄断。生产尼龙 66 的主要原材料为己二酸和己二胺。其中己二胺以己二腈为原料进行生产。因此，己二腈是尼龙 66 产业链中必不可少的一环，由于其生产技术壁垒较高，被称为“尼龙产业的咽喉”。目前己二腈的先进生产技术被英威达、奥升德、旭化成等少数跨国公司垄断。我国己二腈全部依赖于进口，己二腈的供给成为决定我国下游尼龙 66 扩产和开工情况的关键因素。攻克己二腈生产的“卡脖子”技术，实现己二腈自主生产，逐步提高市场定价权是我国尼龙 66 企业实现国产替代的必由之路。

图表 38: 世界己二腈产能分布 (2018 年)

企业名称	产能 (万吨)	比例 (%)	技术路线
英威达 (INVISTA)	104.3	58.07%	丁二烯法
奥升德 (Ascend)	40	22.27%	丙烯腈法
巴斯夫 (BASF)	26	14.48%	丁二烯法
华峰集团	5	2.78%	己二酸法
旭化成 (Asahi Kasei)	4.3	2.3%	丙烯腈法
合计	179.6	2.39%	

来源: 第八元素, 中泰证券研究所

- 目前己二腈生产技术中丁二烯直接氰化法最优。分为三种: 丙烯腈电解法、己二酸氨化法、丁二烯直接氰化法。丙烯腈法污染小、流程短、投资少, 但由于丙烯腈毒性高、腐蚀性强, 且丙烯腈价格较高、电解能耗大, 难以量产, 盈利空间小; 己二酸法需要以苯为原料, 工艺路线长、生产成本低; 丁二烯直接氰化法工艺路线短, 原料成本低, 污染小, 而

且产品收率高、质量好，是目前最好的工艺路线，但研发难度也最高。

- 近年来，我国厂商对己二腈的研发取得突破性进展，已有数条生产线开工。华峰集团的 30 万 t/a 己二腈项目于 2020 年 11 月在重庆开工；神马于 2020 年 11 月推出了年产 5 万 t/a 己二腈项目；天辰齐翔于 2019 年投资建设 50 万 t/a 己二腈产线，预计 2022 年投产，生产技术为丁二烯法，意味着我国在己二腈核心生产技术上取得了突破性进展。天辰齐翔、华峰己二腈项目的开工和神马己二腈的推出势必会加速我国己二腈技术的自主化进程，逐步扩张国产己二腈的市场份额，打压外国厂商制定的垄断高价，从而带动尼龙 66 行业新一轮的高速增长，为我国尼龙 66 的发展带来新的契机。

图表 39：我国厂商逐步布局己二腈生产线建设

公司	产能, 万t/年	地域	工艺路线	投产情况
天辰齐翔	50 (在建20)	山东淄博	丁二烯法	一期20万吨计划2022年投产
英威达	40	上海	丁二烯法	计划2023年年中投产
福化古雷	40 (规划中)	福建	丁二烯法	—
华峰集团	30 (在建, 共三期)	重庆	己二酸法	一期5万吨已于2019年投产, 二期、三期分别计划于2022、2023年投产
旭阳新材	30	河北唐山	丁二烯法	—
富海润泽化工	30 (规划中)	河北唐山	丁二烯法	—
神马股份	20 (在建5)	河南平顶山	丁二烯法	计划2023年3月机械竣工
玖源化工	10 (规划中)	四川广安	—	—
三宁化工	10	湖北	己二酸法	—
南充联盛新材料	3	四川南充	—	预计2023年
峡光高分子	5	河南	己二酸法	预计2023年
七彩化学	2 (规划中)	辽宁	—	预计2023年
润恒化工	1	山西	丙烯腈法	预计2022年6月

来源：各公司环评，中泰证券研究所

3.3 合作尼龙 66 及产能投放进展

- 与天辰合作建设尼龙新材料项目, 尼龙 66 成本优势凸显。2020 年 12 月，聚合顺与天辰齐翔签约，于山东淄博共同建设尼龙新材料项目（简称“双 6 项目”），由天辰齐翔提供己二腈供聚合顺生产尼龙 66。与天辰齐翔形成的紧密合作的伙伴关系，有助于聚合顺打造完整的尼龙 66 产业链条。
- 天辰齐翔深耕于尼龙 66 领域，技术底蕴深厚。天辰齐翔成立于 2019 年 7 月，公司坐落在山东省淄博市齐鲁化工区，主要经营尼龙 66 的生产和销售及其他相关化工产品。大股东天辰公司是新中国成立最早的国家级化工勘察设计单位。经过 60 多年发展，已成为集技术研发、工程总承包、实业运营、国际贸易和投融资五大能力于一体的国际工程公司。公司拥有 2000 多项国内外大中型项目，遍布 30 多个国家和地区，为 50 余家世界 500 强企业提供服务产品及解决方案，连续入选《工程新闻记录》(ENR) 国际 225 强工程设计企业。
- 天辰齐翔尼龙新材料项目投产或将迈出己二腈国产化的第一步。项目总投资 200 亿元，用地总规模约 3000 亩，年产 100 万吨尼龙新材料、50 万吨己二胺、50 万吨己二腈并年产 50 万吨丙烯腈，预计 2023 年投产；一期投资 104 亿元，占地 1800 亩。天辰齐翔尼龙新材料项目采用天辰公司自主研发的丁二烯法合成己二腈工业化技术，是国内首个己二腈先进技

术工业化生产项目，也同时是首个采用民族自有技术开创己二腈工业化生产的项目，一旦投产验证成功，将打破国际高端尼龙技术垄断，填补国内技术和产业空白。

- **目前聚合顺合作项目前期准备工作进展顺利，预计2024年尼龙66项目一期投产。**2022年5月26日淄博市生态环境局对山东聚合顺新材料有限公司尼龙新材料项目进行环评公示。根据环评介绍，项目产品方案为：一期项目产能20万吨/年，建设1条间歇式生产线，生产高温尼龙(PA6T)2万吨/年，6条连续型生产线，生产高性能尼龙(PA66)18万吨/年；二期项目产能30万吨/年，建设8条连续型生产线，生产高性能尼龙(PA66)11.5万吨/年，高温尼龙(PA6T)8万吨/年，共聚尼龙(PA666)10.5万吨/年。按照环评文件介绍，一期项目预计2024年10月建成，二期项目预计2026年10月建成。
- **项目区位优势使产品运输成本归零。**由于共同建设项目，聚合顺尼龙66生产线与天辰己二腈生产线同在齐鲁化工园区内，产业链实现无缝衔接，省去了长途运输带来的大量成本，产品的单位成本相较同类而言更低，这将大大提升公司产品的竞争力。
- **国产己二腈降本潜力大，扩展尼龙66定价区间。**天辰所生产的己二腈成本相较国际垄断厂商如英威达，在公用工程、人力、供应链方面有一定成本优势，未来国内企业凭借领先全球的成本优化能力，有望进一步压缩了尼龙66产品的成本，赋予产品更大的价格弹性。“双6项目”将为公司带来极大的成长可能性和想象空间。

4 盈利预测及评级

■ 假设：

尼龙 6：我们预计公司 2021 年本部、租赁、外协合计尼龙 6 产能达 40 万吨。2021 年年底年新增外协预计 2022 年尼龙 6 总产能达 50 万吨。2023 年预计新增 9 万吨产能达到 59 万吨，主要考虑公司 18 万吨尼龙 6 项目（公司权益 51%）计划 2022 年年底投产，假设 2023 年建设项目负荷开满，将新增产能 9 万吨。2024 年杭州尼龙 6 项目一期投产，预计增产 10.4 万吨，预计 2024 年尼龙 6 产能达到 70 万吨左右。根据公司往年产能利用率均超 100%，假设未来三年产能利用率为 100%、102%、103%。假设价格、毛利率保持基本稳定，但考虑市场竞争原因稍有下降。

尼龙 66：根据环评公示，山东聚合顺项目一期 18 万吨 PA66 预计 2024 年投产，考虑产能爬坡预计公司 2024 年产销量 2 万吨。

其他：根据环评公示，山东聚合顺项目一期有 2 万吨尼龙 6T 产能释放，预计产销量 0.2 万吨。

图表 40：营业预测拆分（万元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PA6								
营业收入（百万元）	1281	2014	2387	2543	5228	7000	8245	9784
营业成本（百万元）	1145	1810	2162	2320	4818	6440	7583	9049
毛利（百万元）	137	204	225	224	411	560	662	735
毛利率	11%	10%	9%	9%	8%	8%	8%	8%
PA66								
营业收入（百万元）								500
营业成本（百万元）								440
毛利（百万元）								60
毛利率								12%
其他								
营业收入（百万元）	20	11	39	21	177	30	30	90
营业成本（百万元）	21	11	39	20	174	29	29	80
毛利（百万元）	-1	0	1	1	3	1	1	10
毛利率	-5%	3%	1%	6%	2%	3%	3%	11%

资料来源：Wind、中泰证券研究所

- 我们预计 2022-2024 年公司净利润分别为 2.83 亿、3.5 亿、4.26 亿元，对应 PE 15.1、12.2、10 倍。我们选取了神马股份、台华新材、泰和新材作为可比公司；可比公司 2022 年平均 PE 为 11.33 倍。考虑到公司产品走的是高端差异化之路，技术、设备更为先进，平均产能利用率 100% 以上远超行业平均水平，新建尼龙 66 产能顺应市场需求发展，应当给予高于可比公司平均水平的估值。首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)					PE				PB
			2022/7/11	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2022/7/11
600810.SH	神马股份	90.74	21.44	23.55	25.96	28.45	6.06	3.85	3.50	3.19	1.12	
603055.SH	台华新材	107.57	4.64	5.72	8.46	10.92	30.11	18.81	12.72	9.85	2.83	
002254.SZ	泰和新材	108.54	9.66	9.58	12.26	15.18	13.90	11.33	8.85	7.15	2.64	
	平均							11.33	8.35	6.73	2.20	
605166.SH	聚合顺	42.63	2.39	2.83	3.50	4.27	17.85	15.1	12.2	10.0	2.96	

来源：wind，中泰证券研究所

5 风险提示

行业竞争加剧风险：尼龙 6 行业竞争加剧将导致公司下调加工费，根据公司成本加成定价模式，将对公司盈利产生较大影响。

新建产能进度不及预期风险：盈利预测中，预计产能进度顺利，若进度不及预期，公司营业收入及盈利将下滑。

环保、限电限产等不可预测因素：公司属于化工产业，如果出现限电限产、环保等因素，将对公司产量造成影响，从而对盈利产生影响。

研报使用信息数据更新不及时的风险：报告引用数据存在更新不及时风险。

图表 42: 盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,501	3,340	2,482	4,975	营业收入	5,405	7,030	8,275	10,374
应收票据	0	0	0	0	营业成本	4,991	6,469	7,612	9,569
应收账款	147	135	93	85	税金及附加	11	9	11	15
预付账款	228	97	114	144	销售费用	8	38	40	37
存货	439	469	2,357	1,380	管理费用	29	38	45	59
合同资产	0	0	0	0	研发费用	109	141	166	209
其他流动资产	294	263	308	385	财务费用	-12	-56	-61	-58
流动资产合计	2,609	4,304	5,355	6,969	信用减值损失	-5	-15	-15	-15
其他长期投资	0	0	0	0	资产减值损失	-2	-60	-55	-50
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	5	2	2	3
固定资产	543	805	1,097	1,298	投资收益	1	0	1	1
在建工程	230	330	380	430	其他收益	3	3	3	3
无形资产	47	50	54	61	营业利润	271	322	398	485
其他非流动资产	7	7	7	7	营业外收入	1	0	1	1
非流动资产合计	828	1,191	1,538	1,797	营业外支出	0	0	0	0
资产合计	3,437	5,496	6,893	8,766	利润总额	272	322	399	486
短期借款	0	97	257	335	所得税	33	39	49	60
应付票据	1,599	1,414	1,947	2,724	净利润	239	283	350	426
应付账款	60	1,941	2,306	2,928	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	36	39	26	归属母公司净利润	239	283	350	426
合同负债	143	127	149	187	NOPLAT	228	234	296	376
其他应付款	10	10	10	10	EPS (按最新股本摊薄)	0.76	0.90	1.11	1.35
一年内到期的非流动负债	1	1	1	1					
其他流动负债	27	34	39	49	主要财务比率				
流动负债合计	1,839	3,658	4,749	6,259	会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E
长期借款	0	20	40	40	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	110.8%	30.1%	17.7%	25.4%
其他非流动负债	28	28	28	28	EBIT增长率	106.9%	2.3%	26.6%	27.0%
非流动负债合计	28	48	68	68	归母公司净利润增长率	106.2%	18.5%	23.7%	21.9%
负债合计	1,867	3,706	4,817	6,326	获利能力				
归属母公司所有者权益	1,374	1,594	1,881	2,245	毛利率	7.6%	8.0%	8.0%	7.8%
少数股东权益	196	195	195	195	净利率	4.4%	4.0%	4.2%	4.1%
所有者权益合计	1,570	1,789	2,076	2,439	ROE	15.2%	15.8%	16.9%	17.5%
负债和股东权益	3,437	5,496	6,893	8,766	ROIC	16.4%	13.8%	14.1%	15.1%
					偿债能力				
现金流量表	单位:百万元				资产负债率	54.3%	67.4%	69.9%	72.2%
会计年度	2021E	2022E	2023E	2024E	债务权益比	1.8%	8.1%	15.7%	16.5%
经营活动现金流	266	2,135	-630	2,758	流动比率	1.4	1.2	1.1	1.1
现金收益	265	271	351	453	速动比率	1.2	1.0	0.6	0.9
存货影响	-139	-30	-1,888	977	营运能力				
经营性应收影响	-30	203	80	28	总资产周转率	1.6	1.3	1.2	1.2
经营性应付影响	821	1,731	902	1,384	应收账款周转天数	8	7	5	3
其他影响	-652	-40	-76	-84	应付账款周转天数	4	56	100	98
投资活动现金流	-369	-405	-406	-339	存货周转天数	27	25	67	70
资本支出	-286	-407	-409	-343	每股指标 (元)				
股权投资	0	0	0	0	每股收益	0.76	0.90	1.11	1.35
其他长期资产变化	-83	2	3	4	每股经营现金流	0.84	6.77	-2.00	8.74
融资活动现金流	-33	109	178	73	每股净资产	4.35	5.05	5.96	7.11
借款增加	1	117	180	78	估值比率				
股利及利息支付	-32	-136	-138	-193	P/E	18	15	12	10
股东融资	0	0	0	0	P/B	3	3	2	2
其他影响	-2	128	136	188	EV/EBITDA	147	141	109	85

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。