

首次覆盖
投资评级 优于大市

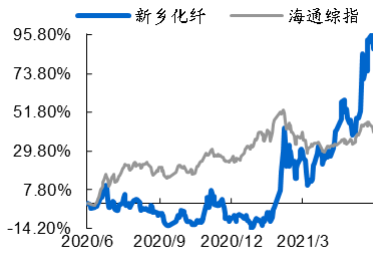
国内化纤龙头企业，受益于氨纶景气度提升

股票数据

06月22日收盘价(元)	6.93
52周股价波动(元)	2.98-7.45
总股本/流通A股(百万股)	1258/1257
总市值/流通市值(百万元)	8778/8775

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	35.6	54.6	50.6
相对涨幅(%)	37.2	51.9	50.6

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 李智

Tel: (021)23219392

Email: lz11785@htsec.com

证书: S0850519110003

投资要点:

- 新乡化纤: 国内化纤龙头企业。** 公司是我国生产化纤纺织原料的大型一类企业, 生产规模、经济效益在中国粘胶纤维行业中名列前茅, 公司主要产品有半连续纺粘胶人造丝、连续纺粘胶人造丝、粘胶短纤维、涤纶民用长丝、氨纶共五大系列 300 多个品种。近年来又相继研制出了有色粘胶纤维、竹浆粘胶纤维、大豆粘胶纤维等十余个新品种。在氨纶纤维售价上涨、销量增加的背景下, 2021 年一季度公司营业收入及归母净利润大幅改善, 实现营业收入 19.48 亿元, 同比增加 109.74%; 实现归母净利润 3.11 亿元, 同比增加 570%。
- 粘胶长丝产能规模全国最大, 品牌优势显著。** 公司是国内最大的粘胶长丝生产企业, 拥有 8 万吨/年粘胶长丝产能。当前国内粘胶长丝市场集中度较高, 公司、吉林化纤和宜宾丝丽雅等企业的 21 万吨/年粘胶长丝总产能基本代表了国内粘胶长丝的所有产能。公司旗下的“白鹭”牌商标被评为“中国驰名商标”, 在国内外市场有较大的影响力。2020 年, 公司粘胶长丝出口量占全国出口总量约 40%, 公司氨纶纤维出口量占全国出口总量约 10%。
- 氨纶景气度提升, 公司盈利有望持续受益。** 据卓创资讯数据, 2021 年一季度氨纶 40D 均价、均价差分别为 5.1 万元/吨和 2.28 万元/吨, 环比分别上涨 41.3% 和 31.0%, 同比上涨 73.3% 和 57.7%; 6 月 18 日氨纶 40D 最新价格和价差分别为 6.9 万元/吨和 3.49 万元/吨。随着氨纶价格维持高景气, 我们认为公司盈利有望持续受益。
- 高品质超细旦氨纶纤维一期在建, 拟通过非公开发行募集建设资金。** 为提高公司在差异化氨纶细分市场竞争优势, 公司现有年产 10 万吨高品质超细旦氨纶纤维项目一期工程在建。根据公司 2020 年度非公开发行股票预案(二次修订稿), 该项目总投资为 10.48 亿元, 公司拟通过非公开发行股票募集资金不超过 9.91 亿元, 并将 9 亿元的募集资金净额投入该项目, 剩余资金用于补充流动资金。该项目满产后, 公司预计可实现年均销售收入 9.9 亿元, 年均利润总额 1.39 亿元, 税后内部收益率为 12.64%。公司预计该项目将于今年年底建成投产。
- 盈利预测与投资建议。** 我们预计 2021-23 年公司归母净利润分别为 14.98 亿元、18.04 亿元、20.23 亿元, 对应 EPS 分别为 1.19、1.43、1.61 元/股。参考同行业可比公司估值, 给予公司 2021 年 7-9 倍 PE, 对应合理价值区间为 8.33-10.71 元, 首次覆盖给予“优于大市”评级。
- 风险提示。** 原材料价格波动风险, 市场竞争风险, 安全环保风险。

主要财务数据及预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	4804	4477	7597	8846	9535
(+/-)YoY(%)	6.9%	-6.8%	69.7%	16.4%	7.8%
净利润(百万元)	130	84	1498	1804	2023
(+/-)YoY(%)	14.6%	-35.5%	1691.6%	20.5%	12.1%
全面摊薄 EPS(元)	0.10	0.07	1.19	1.43	1.61
毛利率(%)	15.5%	17.9%	31.0%	31.8%	32.7%
净资产收益率(%)	3.4%	2.2%	28.0%	25.2%	22.1%

资料来源: 公司年报(2019-2020), 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

盈利假设:

关键产品销量假设: a. 氨纶: 随着公司高品质超细旦氨纶纤维一期投产, 氨纶销量有望继续提升。我们预计 2021-23 年氨纶销量分别为 13.30 万、15.82 万、17.41 万吨; b. 粘胶长丝: 我们认为粘胶长丝产能利用率有望持续优化, 预计 2021-23 年粘胶长丝销量分别为 5.5 万、6 万、7 万吨。

毛利率假设: 受益于产能扩张、产品研发和主营产品价格、价差大涨, 产品毛利率有望大幅提升。a. 氨纶: 我们预计 2021-23 年氨纶毛利率分别为 31%、32%、33%; b. 粘胶长丝: 我们预计 2021-23 年粘胶长丝毛利率分别为 32%、32.5%、33%。

表 1 新乡化纤分业务盈利预测

项目	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (百万元)	4476.50	7596.54	8845.55	9534.73
总成本 (百万元)	3676.49	5240.56	6028.58	6418.69
总毛利 (百万元)	800.01	2355.99	2816.97	3116.04
总毛利率	17.87%	31.01%	31.85%	32.68%
氨纶				
收入 (百万元)	2803.71	5319.24	6329.89	6614.74
成本 (百万元)	2323.92	3670.27	4304.33	4431.87
毛利 (百万元)	479.79	1648.96	2025.57	2182.86
毛利率	17.11%	31.00%	32.00%	33.00%
粘胶长丝				
收入 (百万元)	1338.02	1870.00	2040.00	2380.00
成本 (百万元)	1073.45	1271.60	1377.00	1594.60
毛利 (百万元)	264.57	598.40	663.00	785.40
毛利率	19.77%	32.00%	32.50%	33.00%
粘胶短纤维				
收入 (百万元)	55.83	72.58	90.72	108.87
成本 (百万元)	64.77	66.05	81.65	96.89
毛利 (百万元)	-8.94	6.53	9.07	11.98
毛利率	-16.01%	9.00%	10.00%	11.00%
其他				
收入 (百万元)	278.94	334.73	384.94	431.13
成本 (百万元)	214.35	232.64	265.61	295.32
毛利 (百万元)	64.59	102.09	119.33	135.81
毛利率	23.16%	30.50%	31.00%	31.50%

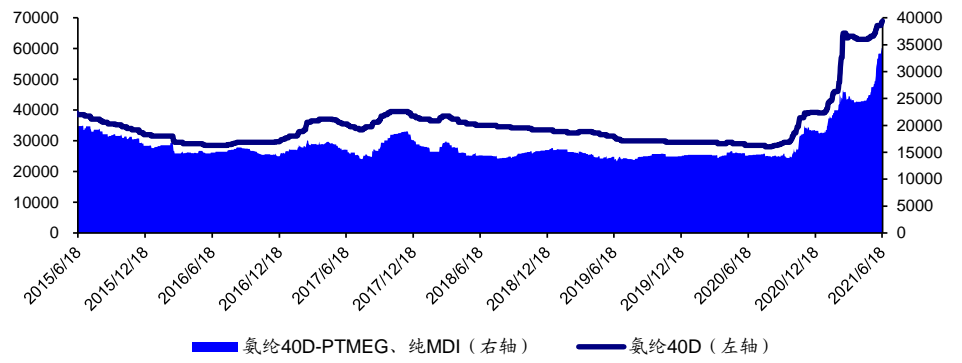
资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

表 2 可比上市公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
002064.SZ	华峰化学	11.98	0.49	0.92	1.03	20.51	13.06	11.62
000420.SZ	吉林化纤	3.50	-0.11	0.05	0.07	-15.97	65.42	47.14
002254.SZ	泰和新材	19.89	0.38	0.82	0.97	40.14	24.12	20.56
均值						14.89	34.20	26.44

资料来源: Wind, 海通证券研究所, 股价为 2021 年 6 月 21 日收盘价, 每股收益均为 Wind 一致预期

图 1 氨纶价格、价差走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E	利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标 (元)					营业总收入	4477	7597	8846	9535
每股收益	0.07	1.19	1.43	1.61	营业成本	3677	5241	6029	6419
每股净资产	3.06	4.25	5.69	7.29	毛利率%	17.9%	31.0%	31.8%	32.7%
每股经营现金流	0.08	1.41	1.58	1.89	营业税金及附加	62	76	88	95
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.4%	1.0%	1.0%	1.0%
价值评估 (倍)					营业费用	34	42	49	52
P/E	105.02	5.86	4.87	4.34	营业费用率%	0.8%	0.6%	0.6%	0.6%
P/B	2.28	1.64	1.23	0.96	管理费用	268	352	410	442
P/S	1.96	1.16	0.99	0.92	管理费用率%	6.0%	4.6%	4.6%	4.6%
EV/EBITDA	9.24	4.96	3.81	2.99	EBIT	340	1817	2190	2440
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	192	129	151	156
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	4.3%	1.7%	1.7%	1.6%
毛利率	17.9%	31.0%	31.8%	32.7%	资产减值损失	-52	0	0	0
净利润率	1.9%	19.7%	20.4%	21.2%	投资收益	-12	-6	-7	-8
净资产收益率	2.2%	28.0%	25.2%	22.1%	营业利润	110	1746	2106	2356
资产回报率	1.0%	13.8%	14.2%	13.6%	营业外收支	-2	-1	-1	-1
投资回报率	3.3%	16.6%	16.7%	15.7%	利润总额	109	1745	2105	2355
盈利增长 (%)					EBITDA	788	2251	2630	2877
营业收入增长率	-6.8%	69.7%	16.4%	7.8%	所得税	25	244	299	330
EBIT 增长率	4.1%	434.6%	20.5%	11.4%	有效所得税率%	23.1%	14.0%	14.2%	14.0%
净利润增长率	-35.5%	1691.6%	20.5%	12.1%	少数股东损益	0	3	2	2
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	84	1498	1804	2023
资产负债率	56.2%	50.8%	43.8%	38.5%					
流动比率	1.25	1.53	1.99	2.42	资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
速动比率	0.77	0.99	1.39	1.81	货币资金	912	1639	2800	4296
现金比率	0.35	0.52	0.87	1.26	应收账款及应收票据	725	1149	1338	1476
经营效率指标					存货	1208	1609	1865	2022
应收帐款周转天数	59.13	51.75	54.04	54.97	其它流动资产	395	447	429	441
存货周转天数	119.94	112.06	112.94	114.98	流动资产合计	3240	4844	6432	8235
总资产周转率	0.51	0.70	0.69	0.64	长期股权投资	150	150	150	150
固定资产周转率	0.89	1.40	1.58	1.61	固定资产	5028	5421	5615	5909
					在建工程	95	157	193	243
					无形资产	140	172	222	263
					非流动资产合计	5543	6030	6310	6694
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E	资产总计	8783	10874	12743	14930
净利润	84	1498	1804	2023	短期借款	886	900	930	1014
少数股东损益	0	3	2	2	应付票据及应付账款	495	1030	1020	1071
非现金支出	505	434	440	437	预收账款	70	107	128	141
非经营收益	227	137	139	142	其它流动负债	1132	1139	1158	1173
营运资金变动	-713	-300	-395	-230	流动负债合计	2583	3175	3237	3398
经营活动现金流	102	1771	1991	2374	长期借款	2121	2121	2121	2121
资产	-230	-922	-721	-822	其它长期负债	230	230	230	230
投资	-11	0	0	0	非流动负债合计	2350	2350	2350	2350
其他	0	-6	-7	-8	负债总计	4934	5525	5587	5749
投资活动现金流	-241	-928	-729	-830	实收资本	1258	1258	1258	1258
债权募资	2370	14	30	84	归属于母公司所有者权益	3848	5345	7150	9173
股权募资	1	0	0	0	少数股东权益	1	4	6	8
其他	-1850	-129	-131	-133	负债和所有者权益合计	8783	10874	12743	14930
融资活动现金流	521	-115	-101	-49					
现金净流量	354	727	1161	1495					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 06 月 21 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2020), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
邓勇 石油化工行业
李智 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： 华峰化学,恒力石化,滨化股份,中盐化工,浙江医药,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,双一科技,建龙微纳,玲珑轮胎,皇马科技,联瑞新材,泛亚微透,山东赫达,确成股份,利安隆,东来技术,合盛硅业,龙蟠科技,七彩化学,浙江龙盛,元力股份,万润股份,昊华科技,江山股份,双星新材,永太科技,东华能源,鼎龙股份

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。