

氨纶和粘胶长丝行业龙头扬帆起航

——新乡化纤（000949.SZ）深度报告

化工/化学纤维

申港证券
SHENGANG SECURITIES

投资摘要:

氨纶行业有望逐步改善，公司新产能竞争力强。2018 年底国内氨纶有效产能 75.7 万吨/年，产能利用率提高至 82.4%。2019 年国内氨纶行业产能较 2018 年底增长 13.2%，未来几年新增产能较少，行业格局有望改善。

- 龙头企业扩张明显，行业集中度提高。由于华峰氨纶、新乡化纤等龙头企业持续扩产，当前国内前五大氨纶企业产能占比达 63.2%，较 2013 年底提高 17 pct，龙头企业对市场的控制力明显增强。
- 2020~2021 年行业新增产能较少，目前国内氨纶产能低于 2 万吨/年的小企业有 9 家，在环保趋严情况下基本不具备竞争优势，或将在未来市场竞争逐步被淘汰，氨纶行业格局有望进一步改善。
- 公司现有氨纶产能 12 万吨/年，其中 2015~2019 年公司在新区建设的 2X2 万吨超柔软氨纶纤维，3X2 万吨/年超细旦氨纶纤维新项目陆续投产，新产能工艺技术先进，产品差异化比例高。

粘胶长丝行业呈寡头垄断格局，盈利能力明显增强。当前国内粘胶长丝在产企业仅 5 家，其中前三大企业产能合计 18.8 万吨/年，约占国内总产能 88.7%，国家严禁新建粘胶长丝项目，但以公司为代表的龙头企业允许扩产；受益于原材料价格下跌，粘胶长丝价差扩大，盈利能力明显增强。

- 未来几年仅新乡化纤和吉林化纤扩产，预计 2020 年国内前三大企业粘胶长丝产能占比将达到 90%，行业集中度进一步提升，寡头垄断格局下的粘胶长丝市场或有望迎来景气上行周期。
- 粘胶长丝价格近几年总体平稳，2018 年三季度以来，由于原材料浆粕和烧碱价格持续下跌，粘胶长丝价差扩大 2780 元/吨。
- 2018 年公司 1 万吨/年新型粘胶长丝项目投产，2020 年公司生物质纤维素项目一期 1 万吨/年产能有望投产，行业龙头地位稳固。

逐步淘汰粘胶短纤业务，降低对整体业绩拖累。公司粘胶短纤业务竞争力较低，近年来受环保执行力度加大、市场竞争等影响盈利较差，公司大幅缩减了粘胶短纤业务并决定最终退出，其对公司整体业绩拖累将大幅降低。

盈利预测及投资建议：公司是国内氨纶和粘胶长丝双龙头企业，新产能持续放量，市场地位不断提升，我们预计 2019~2021 年公司 EPS 分别为 0.11 元、0.19 元和 0.33 元，当前股价对应 PE 分别为 31.8 倍、18.4 倍和 10.9 倍，给予公司六个月目标价为 4.4~5.1 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产品价格下跌、原材料成本上升、新项目投产不及预期

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4107.42	4494.18	4919.98	5706.50	6507.70
增长率(%)	11.66%	9.42%	9.47%	15.99%	14.04%
归母净利润(百万)	30.27	113.01	141.80	244.42	413.44
增长率(%)	-73.68%	273.28%	25.48%	72.36%	69.15%
净资产收益率(%)	0.85%	3.09%	3.77%	6.17%	9.65%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.11	0.19	0.33
PE	148.55	39.82	31.75	18.42	10.89
PB	1.26	1.23	1.20	1.14	1.05

资料来源：公司财报、申港证券研究所

评级

买入(首次)

2019 年 11 月 27 日

曹承安

分析师

SAC 执业证书编号: S1660519070001

caochengan@shgsec.com

021-20639626

交易数据

时间 2019.11.26

总市值/流通市值(亿元)	45.02/45.0
总股本(万股)	125,765.6
资产负债率(%)	54.61
每股净资产(元)	2.99
收盘价(元)	3.58
一年内最低价/最高价(元)	2.57/4.37

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

内容目录

1. 公司是国内氨纶及粘胶长丝行业龙头.....	4
1.1 聚焦发展氨纶和粘胶长丝业务.....	4
1.2 周期弱勢行情下经营效益有所回升.....	5
2. 氨纶行业有望改善 公司新产能竞争力强.....	6
2.1 氨纶行业集中度提高 边际有望逐步改善.....	7
2.2 新产能投产助推公司氨纶业务快速增长.....	10
3. 粘胶长丝行业高度集中 公司龙头地位稳固.....	12
3.1 行业呈寡头垄断格局 龙头企业控制力强.....	12
3.2 公司粘胶长丝业务持续保持平稳增长.....	13
4. 缩减粘胶短纤业务 降低对整体业绩拖累.....	14
5. 关键假设及投资建议.....	15
5.1 关键假设.....	15
5.2 投资建议.....	15
6. 风险提示.....	16

图表目录

图 1: 2018 年公司主营业务收入构成.....	5
图 2: 公司主营业务毛利率变化.....	5
图 3: 公司营业收入及增速.....	5
图 4: 公司归母净利润及增速.....	5
图 5: 公司资本支出情况.....	6
图 6: 公司固定资产及在建工程情况.....	6
图 7: 公司股权结构图.....	6
图 8: 氨纶上下游产业链图.....	7
图 9: 国内氨纶产能产量及产能利用率.....	8
图 10: 国内主要企业氨纶产能占比.....	8
图 11: 国内氨纶表观消费量及增速.....	9
图 12: 我国氨纶进出口量.....	9
图 13: 氨纶价格及价差变化.....	9
图 14: 氨纶原材料价格走势图.....	9
图 15: 2018-2019 年氨纶行业单月产量.....	10
图 16: 2018-2019 年氨纶行业单月表观消费量.....	10
图 17: 氨纶下游需求分布.....	10
图 18: 公司氨纶产能扩张情况.....	11
图 19: 近几年公司氨纶业务经营情况.....	11
图 20: 近几年公司氨纶产量及增速.....	11
图 21: 粘胶纤维上下游产业链图.....	12
图 22: 粘胶纤维主要原材料价格走势图.....	13
图 23: 粘胶长丝价格及价差变化.....	13
图 24: 近几年公司粘胶长丝业务经营情况.....	14
图 25: 近几年公司粘胶长丝产量及增速.....	14
图 26: 近几年公司粘胶短纤业务经营情况.....	14

图 27: 近几年公司粘胶短纤产量及增速..... 14

表 1: 公司现有产能情况 4

表 2: 四种常见氨纶生产工艺对比 7

表 3: 国内氨纶生产企业及有效产能 8

表 4: 连续纺粘胶长丝工艺优点..... 12

表 5: 国内现有粘胶长丝生产企业及产能 13

表 6: 公司主营业务收入构成及预测 15

表 7: 可比公司估值..... 16

表 8: 公司盈利预测表 17

1. 公司是国内氨纶及粘胶长丝行业龙头

公司是国内纺织原料大型生产企业，主营粘胶长丝、粘胶短纤和氨纶的生产与销售，主导产品“白鹭”牌再生纤维素长丝、再生纤维素短纤维、氨纶三大系列上千个品种，综合实力在化纤行业中名列前茅。

1.1 聚焦发展氨纶和粘胶长丝业务

不断扩充氨纶和粘胶长丝产能，缩减粘胶短纤业务。近几年公司不断调整优化产品结构，扩大优势产品氨纶和粘胶长丝生产规模，成为两个细分化纤行业龙头，同时公司持续缩减竞争力较低的粘胶短纤业务。

- ◆ 公司氨纶产能不断扩充升级，现有产能 12 万吨/年，2015~2016 年公司 2x2 万吨超柔软氨纶项目建成投产，2018~2019 年公司 3X2 万吨超细旦氨纶项目建成投产，生产工艺及设备不断升级，均位居国际领先水平。
- ◆ 公司粘胶长丝产能不断扩充，现有产能 7 万吨/年，较 2015 年增长 40%，此外，公司年产 2 万吨生物质纤维素（粘胶长丝）一期项目有望 2020 年上半年投产，届时公司粘胶长丝产能将提升至 8 万吨/年。
- ◆ 公司粘胶短纤业务不断缩减，2014 年永久关停了 5 万吨/年产能，现有产能 10 万吨/年，2018 年公司粘胶短纤产量 4.74 万吨，产能利用率 47.4%，2019 年上半年产量降至 8622 吨，公司未来将逐步淘汰落后的粘胶短纤产能。

表1：公司现有产能情况

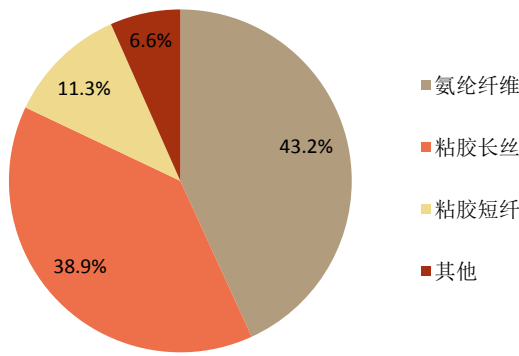
产品	现有产能 (万吨/年)	备注
氨纶	12	其中 2019 年新增 4 万吨/年超细旦丝产能
粘胶长丝	7	预计 2020 年产能扩至 8 万吨/年
粘胶短纤	10	产量逐步缩减，未来将淘汰退出

资料来源：公司公告、申港证券研究所

经过多年持续的业务调整，公司基本形成以氨纶和粘胶长丝为主业的经营模式，未来将进一步聚焦双主业协同发展，不断做大做强。

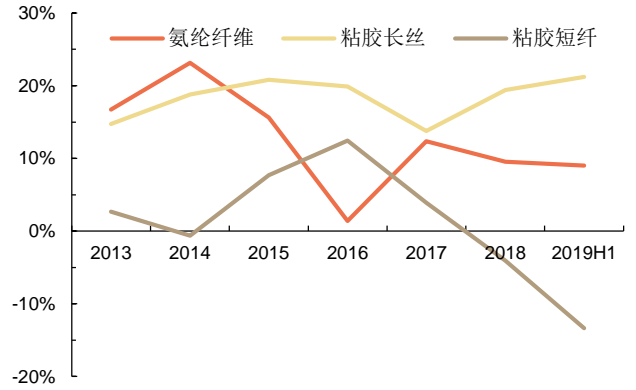
- ◆ 2018 年公司氨纶和粘胶长丝业务收入占比分别为 43.2%、38.9%，合计占比 82.1%，较 2013 年提高 16.5 pct，毛利润占比分别为 32.6%、59.7%，合计占公司毛利润总额的 92.3%，为公司业绩主要来源。
- ◆ 2018 年公司氨纶、粘胶长丝业务毛利率分别为 9.6%、19.4%，2016 年氨纶行业景气度低迷，导致公司氨纶毛利率较低；2017 年粘胶长丝业务受原材料价格较高影响，毛利率下降明显，随着原材料价格下跌，公司粘胶长丝业毛利率回升。
- ◆ 2018 年公司粘胶短纤业务毛利率-4.0%，2019 年上半年降至-13.4%，亏损较为严重，主要由于粘胶短纤行业大量新增产能投产，产品价格持续低迷，公司进一步缩减了粘胶短纤产量，从而降低了对公司整体业绩拖累。
- ◆ 随着粘胶短纤业务的逐步退出，公司将形成氨纶和粘胶长丝业务并重的产业格局，有助于促进公司长远健康发展。

图1: 2018 年公司主营业务收入构成



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图2: 公司主营业务毛利率变化

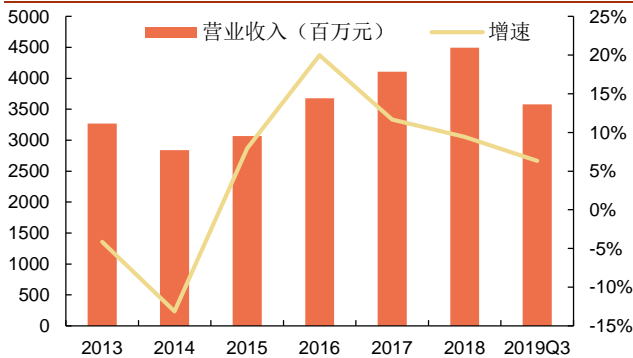


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

1.2 周期弱势行情下经营效益有所回升

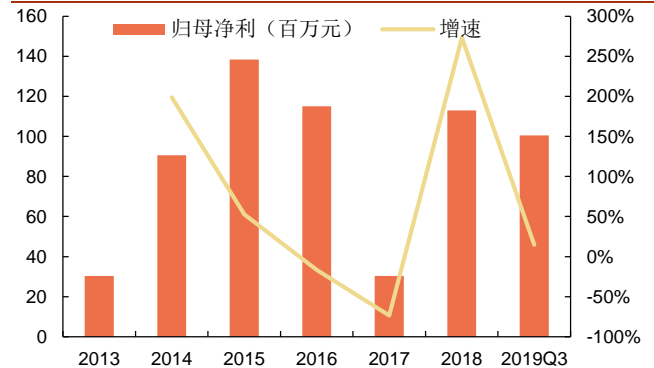
公司经营受周期性影响明显,近年来盈利大幅提升。2018 年公司实现营业收入 44.9 亿元,同比增长 9.4%,自 2013 年以来年均增长 6.6%;归母净利润 1.13 亿元,同比增长 273%,自 2013 年以来年均增长 30%,其中 2017 年业绩大幅下滑主要由于粘胶长丝和粘胶短纤业务盈利不佳。2019 年前三季度公司实现营业收入 33.8 亿元,同比增长 6.3%,归母净利润 1.01 亿元,同比增长 15%,在周期性行业景气度偏弱行情下仍保持增长,表明公司盈利稳定性有所提高。

图3: 公司营业收入及增速



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图4: 公司归母净利润及增速

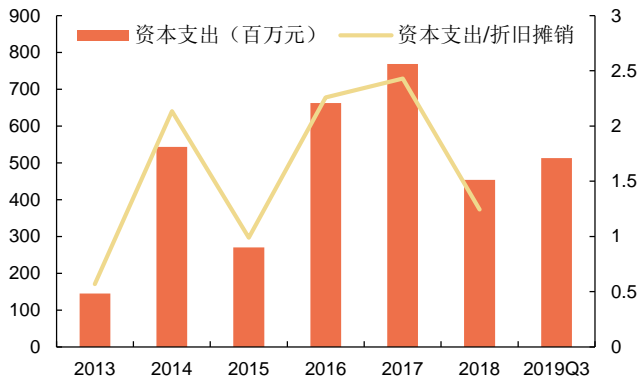


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

资本支出保持较高水平,未来成长可期。近几年公司不断扩充氨纶和粘胶长丝产能,新产能采用较为先进的生产工艺及设备,资本投入相对较高,因此公司近几年固定资产规模保持快速增长。

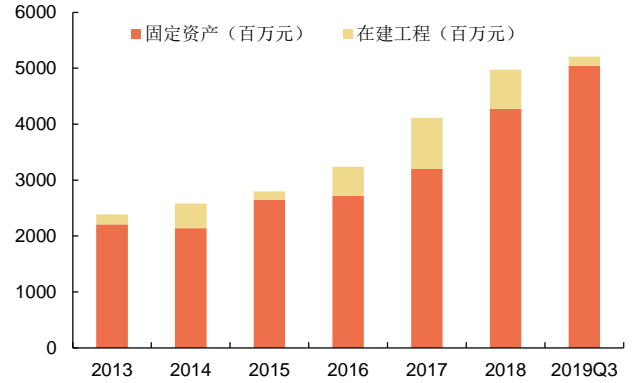
- ◆ 2013~2018 年公司资本支出累计达 28.4 亿元,2019 年前三季度资本支出 5.13 亿元,超过 2018 年全年水平。
- ◆ 2018 年公司固定资产规模 42.7 亿元,自 2013 年以来年均增长 14.1%,截至 2019 年三季度公司固定资产规模 50.4 亿元,较 2019 年初进一步增长 18%,近三年公司固定资产规模增速明显加快。
- ◆ 预计 2020 年公司 2 万吨/年生物质纤维素一期项目投产后,资本开支有望暂时放缓,随着一系列新项目的陆续投产放量,公司未来几年成长可期。

图5: 公司资本支出情况



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图6: 公司固定资产及在建工程情况

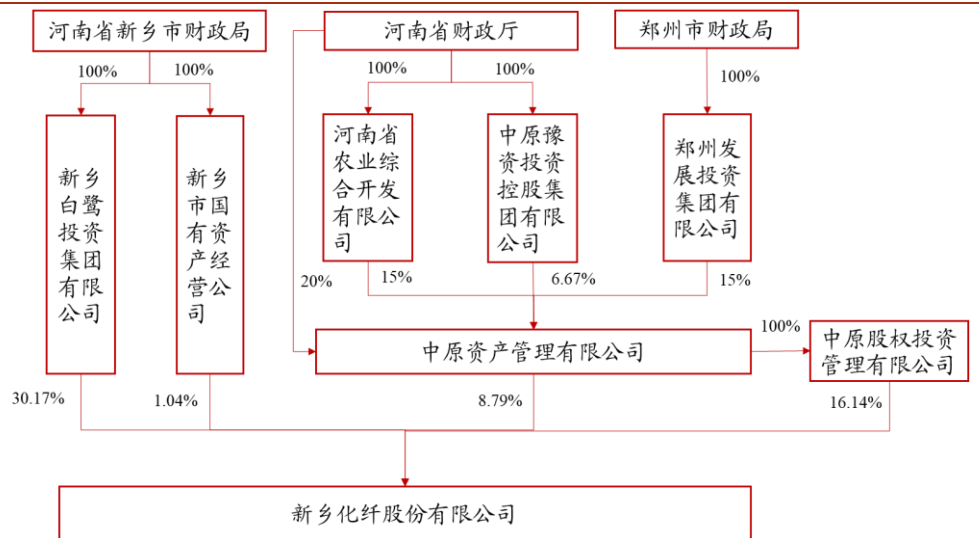


资料来源: 公司公告、申港证券研究所

公司实际控制人为新乡市财政局，中原资产及全资子公司持续增持。新乡市财政局控股新乡白鹭投资集团与新乡市国有资产经营公司，当前间接持有上市公司 31.21% 股份。自 2016 年下半年以来，中原资产及全资子公司中原股权不断增持上市公司，目前合计持有上市公司 24.93% 股份，未来不排除进一步增持可能。

- ◆ 中原资产管理有限公司成立于 2015 年 8 月，是河南省第一家具有金融不良资产批量收购业务资质的地方资产管理公司，目前注册资本 50 亿元，实际控制人为河南省财政厅。
- ◆ 2016 年 9 月中原股权投资管理公司首次持有上市公司 2.48% 股份，2018 年一季报显示，中原资产和中原股权合计持股比例提高至 22.12%，2019 年三季度中原股权进一步增持上市公司 2.81% 股份。

图7: 公司股权结构图



资料来源: wind 资讯、公司公告、申港证券研究所

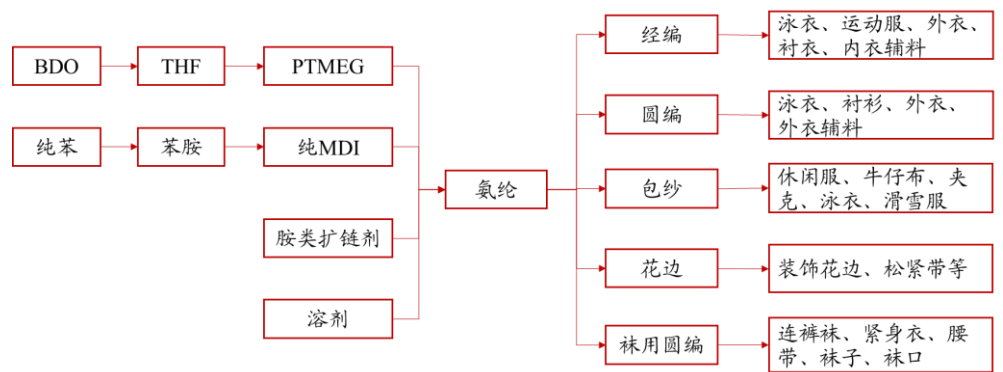
2. 氨纶行业有望改善 公司新产能竞争力强

氨纶是纺织品中的“味精型”纤维，是使用最广泛的弹性纤维。氨纶也称聚氨酯弹

性纤维，是以聚氨基甲酸酯为主要成分的一种嵌段共聚物制成的纤维，是服装和纺织工业必不可少的纺织服装面料。

- ◆ 氨纶性能优良，具有其他任何纤维都无法比拟的弹性，其断裂伸长率大于 400%，形变 300% 时的弹性回复率达 95% 以上；氨纶还具有白度保持性好、耐疲劳性好、弹性模量低、密度小、耐热性较好、吸湿性较好等特点。
- ◆ 由于弹性大、强度不足，氨纶不能单独做成纺织品，需要与其它纤维一起制成包覆纱、包芯纱、合捻纱等，再在经编、纬编、机织等设备上进行加工织造。
- ◆ 氨纶可用于一切为满足舒适性要求可以拉伸的服装，如专业运动服、游泳衣、防护服，一般使用含量为 5~25%。

图8：氨纶上下游产业链图



资料来源：产业信息网、申港证券研究所

2.1 氨纶行业集中度提高 边际有望逐步改善

氨纶最主要的生产工艺为溶液干法，产品综合性能好。根据纺丝工艺特点，目前氨纶生产工艺路线有溶液干法、溶液湿法、化学反应法和熔融纺四种，其中溶液干法纺丝是目前应用最广泛的氨纶纺丝方法，全球占比约 85%。干法纺丝工艺技术成熟，制成的纤维质量和性能都很优良，国际巨头杜邦、拜耳、东洋纺以及包括公司在内的国内大部分厂家均采用溶液干法纺丝工艺。

表2：四种常见氨纶生产工艺对比

工艺	占全球比例 (%)	综合性能	能耗	对环境污染	工艺流程	耐高温	生产成本
溶液干法	85	好	高	中	中	高	高
溶液湿法	5	较好	中	大	长	中	中
化学反应法	5	较好	中	大	长	中	中
熔融纺法	5	较好	低	小	短	低	低

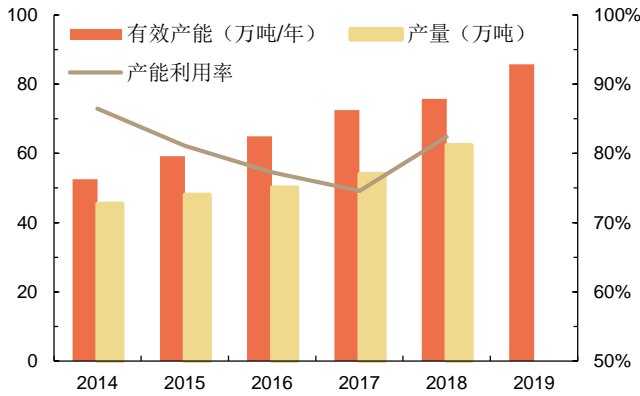
资料来源：德音化学、申港证券研究所

近几年国内氨纶产能保持稳步增长，目前我国已经是全球最大的氨纶生产国，产能全球占比约 65%。2018 年底国内氨纶有效产能 75.7 万吨/年，同比增长 4.4%，自 2014 年以来年均增长 9.6%；2018 年国内氨纶产量 62.4 万吨，同比增长 15.3%，自 2014 年以来年均增长 8.3%，产能利用率提高至 82.4%。截止当前，国内氨纶行

业产能增至 85.7 万吨/年, 较 2018 年底增长 13.2%, 其中新乡化纤增加 4 万吨/年产能, 华峰氨纶增加 6 万吨/年产能。

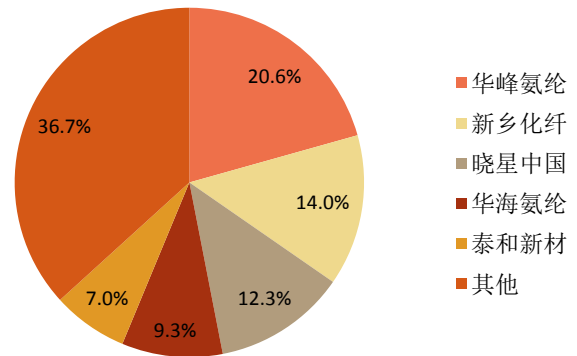
龙头企业扩张明显, 行业集中度提高。由于华峰氨纶、新乡化纤等龙头企业持续扩产, 当前国内前五大企业华峰氨纶、新乡化纤、晓星中国、华海氨纶、泰和新材(含宁夏越华) 合计产能占比达 63.2%, 较 2013 年底提高 17 pct, 行业集中度大幅提高, 龙头企业对市场的控制力明显增强。

图9: 国内氨纶产能产量及产能利用率



资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

图10: 国内主要企业氨纶产能占比



资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

未来几年新增产能较少, 行业格局有望逐步改善。2020~2021 年行业新增产能主要有宁夏越华 3 万吨/年、泰和新材 1.5 万吨/年, 华峰氨纶 4 万吨/年, 但泰和新材 4.5 万吨/年老产能将逐步关停。目前国内氨纶产能低于 2 万吨/年的小企业有 9 家, 合计产能 9.5 万吨/年, 在环保趋严情况下基本不具备竞争优势, 或将在未来市场竞争中逐步被淘汰, 氨纶行业格局有望进一步改善。

表3: 国内氨纶生产企业及有效产能

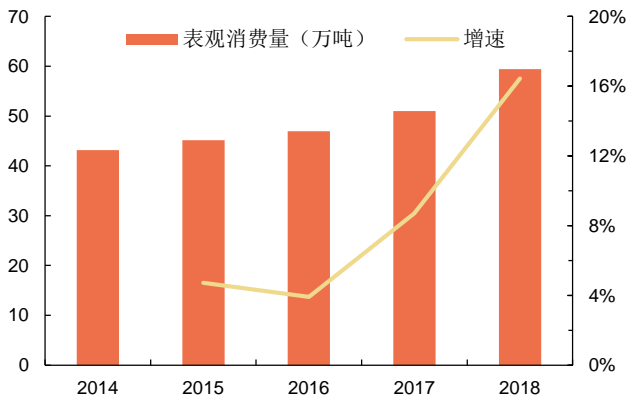
生产企业	有效产能 (万吨/年)	目前开工情况
华峰氨纶	17.7	稳定运行, 含最新投产产能
新乡化纤	12	开工 8 成
诸暨华海	8	稳定运行
晓星氨纶 (嘉兴)	5.44	稳定运行
泰和新材	4.5	开工 7-8 成
江苏双良	3.2	稳定运行
福建恒申	4	稳定运行
连云港杜钟新奥神	3	满负荷运行
宁夏越华新材料	3	稳定运行
泰光化纤 (常熟)	2.8	稳定运行
晓星氨纶 (珠海)	2.8	稳定运行
杭州邦联	2.5	开工 5 成
诸暨清荣新材料	2.5	稳定运行
英威达纤维 (佛山)	2.5	满负荷运行
杭州舒尔姿	2.3	稳定运行
浙江四海	1.9	开工 5 成
厦门力隆	1.55	满负荷运行

生产企业	有效产能 (万吨/年)	目前开工情况
浙江薛永兴	1.5	开工 5 成
晓星氨纶 (衢州)	1.5	稳定运行
浙江中柏	1	稳定运行
其他企业	2.05	稳定运行
合计	85.74	

资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

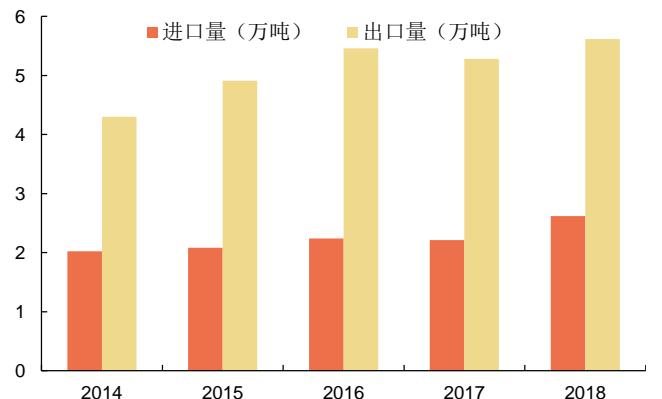
国内氨纶需求和进出口量总体平稳增长。2018 年我国氨纶表观消费量 59.4 万吨, 自 2014 年以来年均增长 8.3%, 但同比增长达 16.4%, 市场整体需求旺盛。2018 年我国氨纶进出口量分别 2.6 万、5.6 万吨, 2014 年以来年均增长分别增长 6.7%、7%, 出口量约占国内氨纶产量 9%。2018 年我国氨纶出口额约 3.2 亿美元, 同比增长 12.5%, 其中对土耳其、越南、韩国出口额合计占比 35%左右。

图11: 国内氨纶表观消费量及增速



资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

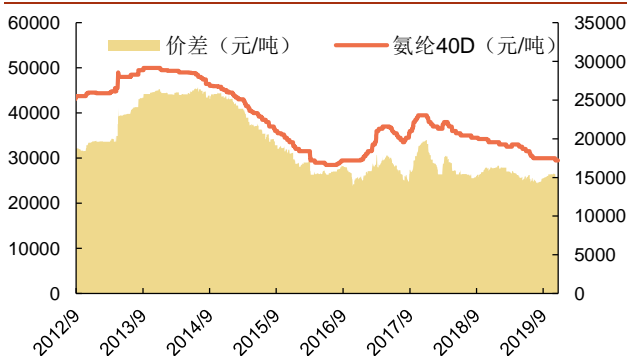
图12: 我国氨纶进出口量



资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

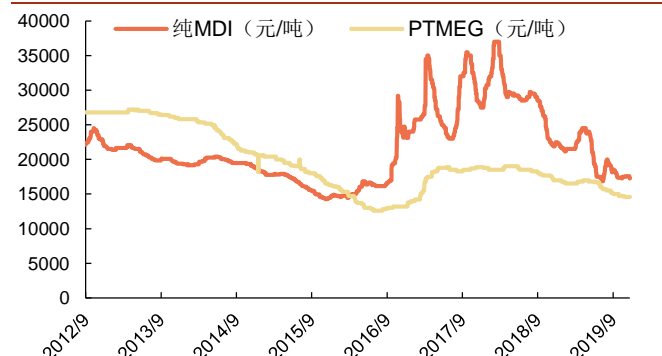
氨纶价格处于较低水平, 盈利较年初有所下降。2016-2018 年初, 受益于行业供需格局改善以及原材料涨价推动, 氨纶价格持续上涨, 但后期受新产能持续投放、下游需求不足等因素影响, 产品价格逐步下跌。今年以来氨纶行业总体偏弱运行, 当前 40D 氨纶价格 2.95 万元/吨, 较年初下跌 12% (4000 元/吨), 处于近年来较低水平, 但由于主要原材料 MDI 和 PEMEG 价格也大幅下跌, 氨纶价差较年初缩小 1490 元/吨, 盈利有所下降。

图13: 氨纶价格及价差变化



资料来源: Wind 资讯、申港证券研究所

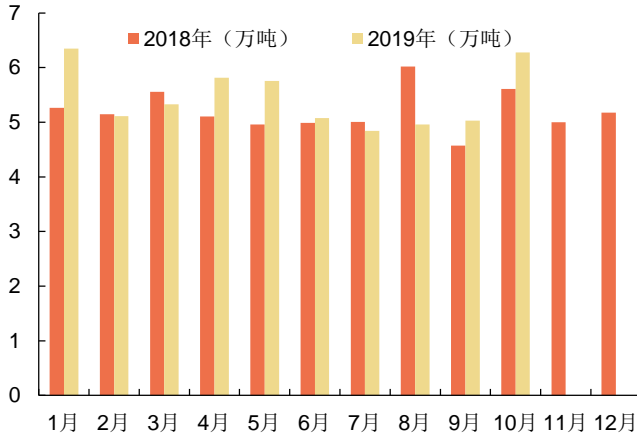
图14: 氨纶原材料价格走势



资料来源: Wind 资讯、申港证券研究所

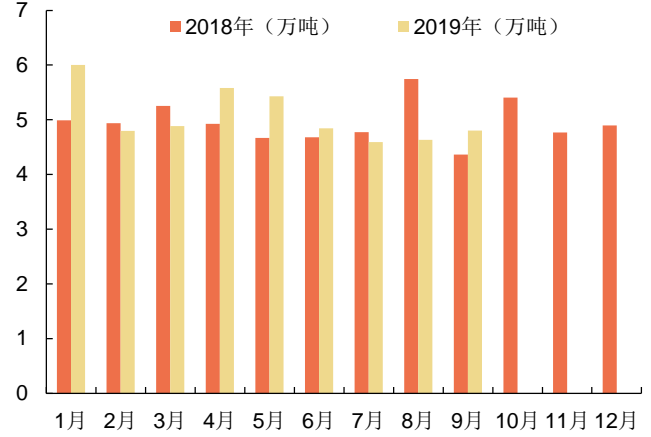
今年以来国内氨纶需求增速放缓，2019年1-9月国内氨纶产量48.3万吨，同比增长3.5%，表观消费量45.6万吨，同比增长2.8%，较2018年增速明显放缓，主要是今年以来国内纺服市场需求较为低迷。2019年10月氨纶产量6.3万吨，同比增长12%，厂家开工负荷84%左右，货源供应充足，行业平均库存维持在45天左右，但下游市场交投清淡，预计短期氨纶市场价格弱稳态势，随着中美贸易关系缓和，纺服市场对氨纶需求增速有望逐步回归正常水平。

图15: 2018-2019年氨纶行业单月产量



资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

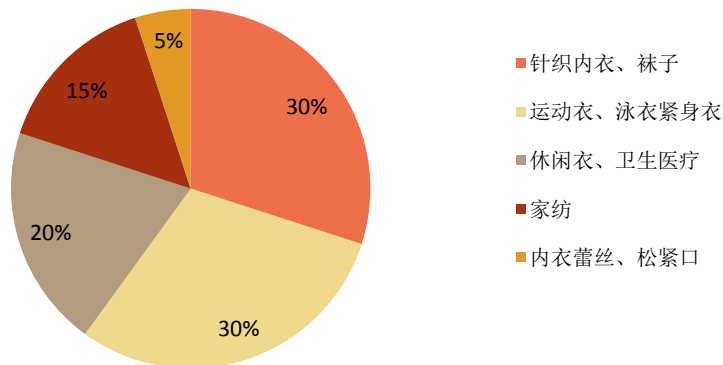
图16: 2018-2019年氨纶行业单月表观消费量



资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

氨纶下游需求主要来自纺织服装类，可用于所有为满足舒适性要求可以拉伸的服装，全球有50%以上纺织品及服装含有氨纶成分，下游需求主要有针织内衣与袜子（30%）、运动衣与泳衣紧身衣（30%）、休闲衣与卫生医疗（20%）、家纺（15%）、内衣蕾丝与松紧口（5%）。随着人们收入水平的提高，对高档面料需求将不断增长，氨纶的应用领域也在不断扩大，而随着氨纶产量的增加、价格的下降，为氨纶普及创造了有利条件，有望进一步刺激了市场需求。

图17: 氨纶下游需求分布



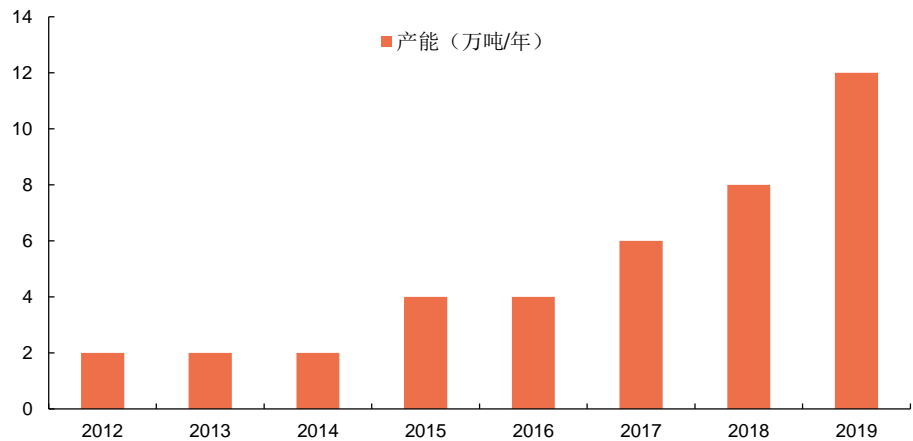
资料来源: 百川盈孚、申港证券研究所

2.2 新产能投产助推公司氨纶业务快速增长

公司氨纶新产能陆续投产，工艺技术行业领先。公司现有氨纶产能12万吨/年，其中2015~2019年公司在新区建设的2X2万吨超柔软氨纶纤维、3X2万吨/年超细旦氨纶纤维新项目陆续投产，新产能工艺技术先进，产品差异化比例高。

- ◆ 公司深入研究了超柔软氨纶生产技术，关键技术成功应用到生产阶段，氨纶设备已由最初的 24 头升级到 120 头，并增大了高附加值的差异化氨纶比例。
- ◆ 公司配套机器人自动分拣、自动仓储，生产线占地面积小，节约劳动力，能耗低，并深入研究氨纶废料再回收工艺。
- ◆ 公司与中纺院、蓝科石化共同出资成立的中纺院绿色纤维股份公司年产 3 万吨绿色纤维项目二期工程投产，产生了良好的经济效益，公司持股比例 33%。

图18：公司氨纶产能扩张情况

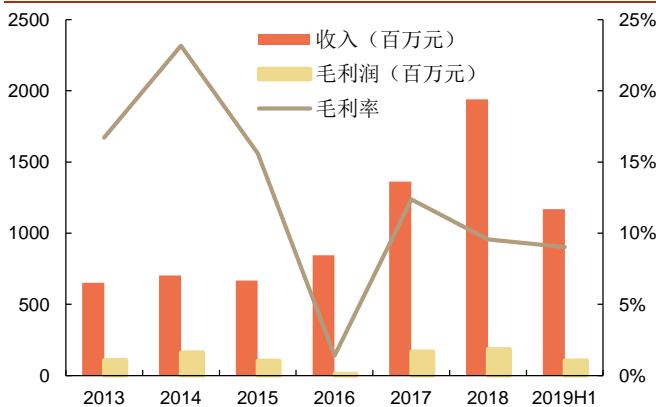


资料来源：公司公告、申港证券研究所

近几年公司氨纶业务保持较快的增长速度，2018 年公司氨纶业务实现营业收入 17.5 亿元，同比增长 42.3%，毛利润 1.85 亿元，同比增长 10%，主要是受益于氨纶持续放量；毛利率 9.6%，同比下降 2.8 pct，主要是由于氨纶价格有所下跌，以及原材料纯 MDI 和 PTMEG 价格同比有所上涨推升成本。

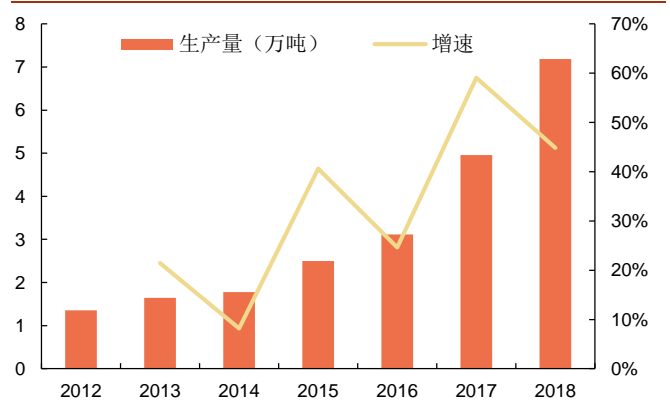
- ◆ 近五年公司氨纶业务收入和利润年均复合增速分别为 24.4%和 11.2%，经营规模持续扩大。产量方面，2018 公司氨纶业务实现产量约 7.2 万吨，同比增长 45%，近几年年均增长 34%。
- ◆ 随着 2019 年 4 月公司 4 万吨/年超细旦氨纶产能投产，公司氨纶产销量将进一步增加，进而促进公司氨纶业务持续增长。

图19：近几年公司氨纶业务经营情况



资料来源：公司公告、申港证券研究所

图20：近几年公司氨纶产量及增速

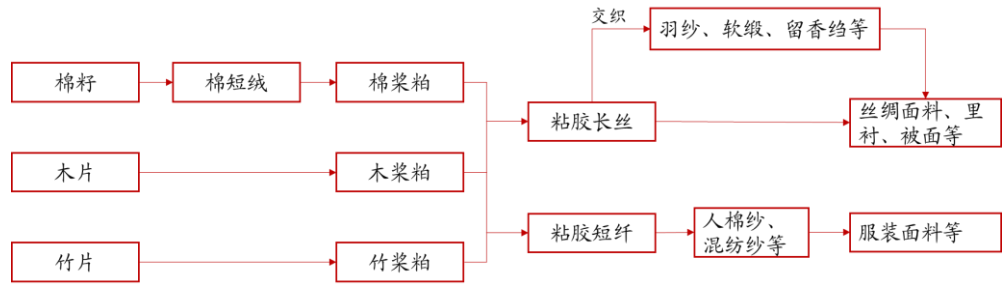


资料来源：公司公告、申港证券研究所

3. 粘胶长丝行业高度集中 公司龙头地位稳固

粘胶长丝俗称人造丝,适用于中高档织物。粘胶长丝主要原料为棉浆粕或木浆粕(溶解浆),是纺丝成形后的没有切段的单纤维,可单独织成美丽绸、富春纺等,也可以与棉、丝、涤纶、丙纶等纤维交织成羽纱、软缎、留香绉等各种绸缎。粘胶长丝具有天然棉纤维的吸湿、透气、易染色、抗静电和易纺等特性,其织物色泽鲜明、色牢度好,高雅华贵,适用于被面、里料、外衣、旗袍等。

图21: 粘胶纤维上下游产业链图



资料来源: 产业信息网、申港证券研究所

3.1 行业呈寡头垄断格局 龙头企业控制力强

粘胶长丝连续纺生产线的竞争优势较强,粘胶长丝通过原液制备、纺丝和后处理等工序制成产品,其中纺丝工艺分为连续纺和半连续纺。连续纺工艺生产周期短、成本低、产品质量高,较半连续纺工艺优势明显,而公司是全球最大的连续纺粘胶长丝生产基地,连续纺工艺产能比例超过70%,高出全球平均水平近一倍。

表4: 连续纺粘胶长丝工艺优点

类别	连续纺工艺优点	具体比较
技术特点	生产流程短, 维护方便	以 120D 粘胶长丝为例, 在半连续纺丝机上需要经过 4~5 天, 而在连续纺丝机仅需几分钟, 同时连续纺工艺出问题原因查找较简单。
	单台产能高	以 120 D 胶长丝为例, 半连续纺产能在 100 kg/(台·d) 左右, 连续纺则达 300 kg/(台·d), 主要是连续纺工艺纺锭数高、纺速快。
	生产成本降低	相同产能情况下, 连续纺车间人数不到半连续纺一半; 能耗降低幅度达 30% 以上, 省却了后处理精练用的各种化工原材料。
	生产环境改善	连续纺工艺中, 纺丝酸浴槽的改进和丝条精练的简化大幅减少了污染物的排放, 而且改善了生产车间的环境。
下游应用	染色均匀度高	在白坯染色、成衣染色等工艺中, 大幅减少了因染色不均造成的损失, 无需在使用过程中不断清批和接批, 避免了批与批之间的质量差异。
	织造效率高	连续纺工艺减少了换筒的停车次数, 从而减少了停车纬档; 在纱线加工和针织生产时, 由于上浆增强了长丝耐磨性, 从而保证了机台速度。
	沸水收缩率高	连续纺粘胶长丝 (120 D) 沸水收缩率达 7% 左右, 而半连续纺产品只有 3% 左右, 连续纺产品充分回缩, 可使布面手感丰满。

资料来源: CNKI、申港证券研究所

目前粘胶长丝行业呈寡头垄断格局, 2018 年国内粘胶长丝产量 20.1 万吨, 有效产

能利用率约 90%。经过多年的不断洗牌，落后产能大量退出，当前国内粘胶长丝在生产企业仅 5 家，总产能约 21.2 万吨/年，约占全球总产能 75%，其中前三大企业新乡化纤、吉林化纤、宜宾丝丽雅产能合计 18.8 万吨/年，约占国内总产能 88.7%，未来几年行业将不会有新进入者，龙头企业市场控制力将进一步增强。

- ◆ 2017 年工业和信息化部发布了《粘胶纤维行业规范条件（2017 版）》，严禁新建粘胶长丝项目，鼓励和支持现有企业通过技术改造淘汰落后产能；改扩建连续纺粘胶长丝产能需达 1 万吨/年以上，水耗、能耗等标准要求较高。
- ◆ 未来几年行业仅新乡化纤和吉林化纤扩产，合计产能 2.5 万吨/年，预计 2020 年国内前三大企业粘胶长丝产能占比将达到 90%，行业集中度进一步提升，寡头垄断下的粘胶长丝市场或有望迎来景气上行周期。

表5：国内现有粘胶长丝生产企业及产能

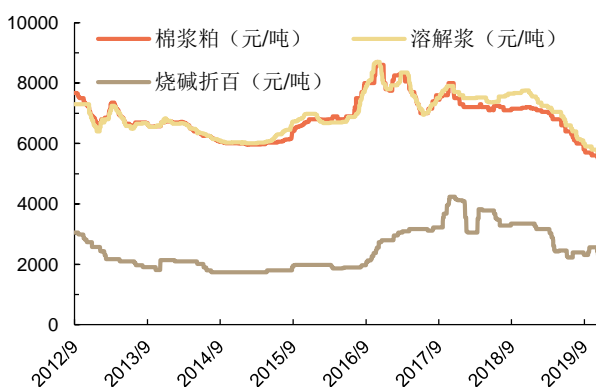
	现有产能 (万吨)	备注
新乡化纤	7	预计 2020 年产能扩至 8 万吨/年
吉林化纤	6.8	在建 1.5 万吨/年产能，预计 2019 年底投产
宜宾丝丽雅	5	均为半连续纺工艺
京汉股份	1.6	均为半连续纺工艺
九江盛君丝	0.8	租赁经营九江金源化纤粘胶长丝生产线

资料来源：公司公告、百川盈孚、申港证券研究所

粘胶长丝价格处于较低水平，盈利能力明显增强。粘胶长丝价格近几年总体保持平稳，2018 年三季度以来，由于原材料浆粕和烧碱价格下跌，粘胶长丝价差持续扩大，产品盈利能力提升明显。

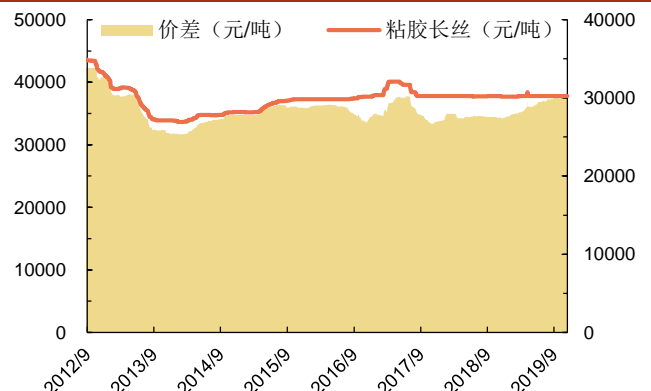
- ◆ 当前棉浆粕、溶解浆、烧碱（折百）市场价为 5500 元、5700 元、2300 元/吨，自 2018 年三季度以来累计分别下跌 24.1%、24.5%、33.8%。
- ◆ 当前粘胶长丝市场价 3.78 万元/吨，2018 年三季度以来累计上涨 0.13%（50 元/吨），但受益于主要原材料价格下跌，粘胶长丝价差扩大 2780 元/吨。

图22：粘胶纤维主要原材料价格走势图



资料来源：Wind 资讯、申港证券研究所

图23：粘胶长丝价格及价差变化



资料来源：Wind 资讯、申港证券研究所

3.2 公司粘胶长丝业务持续保持平稳增长

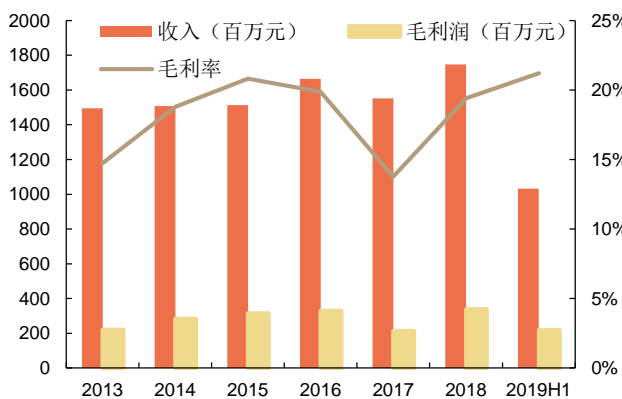
公司粘胶长丝行业龙头地位稳固，2018 年公司 1 万吨/年新型粘胶长丝项目投产，

现有粘胶长丝产能 7 万吨/年, 约占国内总产能 33%, 尽管吉林化纤有扩产动作, 但 2020 年公司 2 万吨/年生物质纤维素项目一期项目有望投产, 届时公司粘胶长丝产能将达到 8 万吨/年, 约占国内总产能 34%, 行业龙头地位稳固。

公司粘胶长丝业务有望继续保持平稳增长, 2018 年实现营业收入 17.5 亿元, 同比增长 12.6%, 毛利润 1.41 亿元, 同比增长 5.2%, 毛利率 19.4%, 同比提高 5.7 pct, 主要受益于粘胶长丝持续放量以及售价提升, 未来增长有望持续。

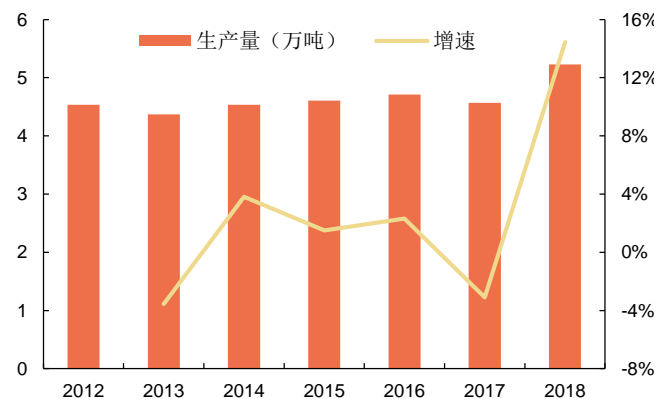
- ◆ 近五年公司粘胶长丝业务收入和利润年均复合增速分别为 3.2% 和 9%, 盈利能力总体提升。产量方面, 2018 年公司粘胶长丝实现产量约 5.2 万吨, 同比增长 14.4%, 近几年年均增长 3.6%。
- ◆ 公司是国内最大的粘胶长丝生产企业, 在国内外市场有较大的影响力, 2018 年公司粘胶长丝出口量占全国出口总量约 35%。
- ◆ 随着现有粘胶长丝产能利用率提升, 以及 2020 年公司 2 万吨/年生物质纤维素项目一期项目投产, 公司粘胶长丝业务增长有望持续。

图24: 近几年公司粘胶长丝业务经营情况



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

图25: 近几年公司粘胶长丝产量及增速



资料来源: 公司公告、申港证券研究所

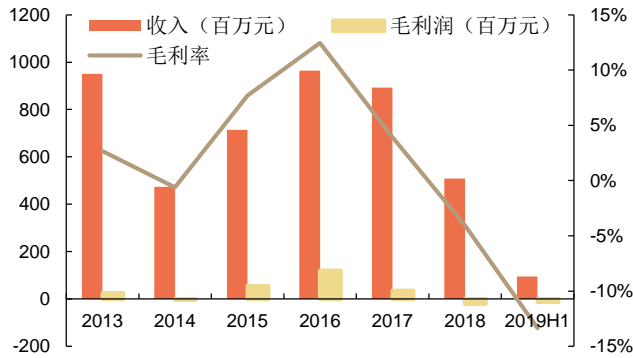
4. 缩减粘胶短纤业务 降低对整体业绩拖累

粘胶短纤业务拖累公司整体业绩, 未来将逐步被淘汰。2018 年公司粘胶短纤业务实现营业收入 5.1 亿元, 同比下降 43%, 毛利润-2060 万元, 同比增长 5.2%, 毛利率-4%, 同比下降 8 pct, 2019 年上半年毛利率进一步降至-13.4%, 主要粘胶短纤市场低迷, 同时公司降低了粘胶短纤产销量。

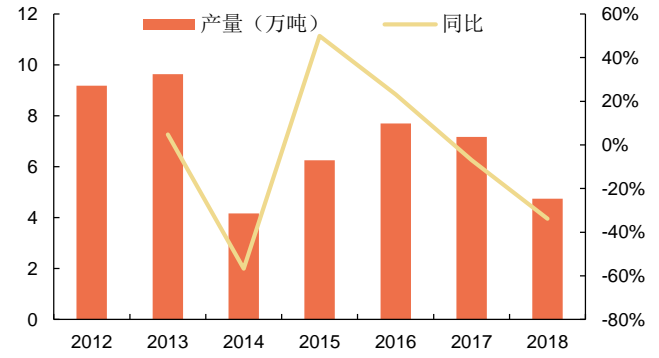
- ◆ 2018 年粘胶短纤市场均价 14511 元/吨, 同比下降 8.1%, 2019 年 1-11 月市场均价 11653 元/吨, 同比大幅下降 20%, 处于全行业亏损状态。
- ◆ 公司现有粘胶短纤产能 10 万吨/年, 2018 年实现产量 4.74 万吨, 同比下降 34%, 2019 年上半年产量 8622 吨, 同比下降 61%。
- ◆ 公司计划将新厂区现有粘胶短纤产能淘汰, 并在其前端装置基础上, 配套粘胶长丝纺丝车间等, 新建粘胶长丝产能。

图26: 近几年公司粘胶短纤业务经营情况

图27: 近几年公司粘胶短纤产量及增速



资料来源：公司公告、申港证券研究所



资料来源：公司公告、申港证券研究所

5. 关键假设及投资建议

5.1 关键假设

- 1、假设 2019~2021 年公司氨纶稳步放量，销量分别为 9 万、11 万、12 万吨，随着行业格局逐步改善，产品价格逐步上涨，含税销售均价分别为 2.97 万元、3.1 万元、3.25 万元/吨；
- 2、假设 2019~2021 年公司粘胶长丝新产能顺利投产，持续放量，销量分别为 5.8 万、6.2 万、7.2 万吨，2020 年市场整体供给有所增加，产品价格小幅下探后回升，含税销售均价分别为 4.3 万元、4.25 万元、4.3 万元/吨；
- 3、假设 2019~2021 年随着公司粘胶短纤业务不断缩减，销量分别为 2 万、1.5 万、1 万吨，粘胶短纤行业触底后持续上行，含税销售均价分别为 1.2 万元、1.28 万元、1.35 万元/吨。

5.2 投资建议

表6：公司主营业务收入构成及预测

		2018A	2019E	2020E	2021E
氨纶	收入 (百万元)	1940.07	2344.74	3017.70	3451.33
	增速 (%)	42.32%	20.86%	28.70%	14.37%
	毛利率 (%)	9.56%	8.88%	11.86%	15.18%
粘胶长丝	收入 (百万元)	1747.30	2187.72	2331.86	2739.82
	增速 (%)	12.57%	25.21%	6.59%	17.50%
	毛利率 (%)	19.41%	23.50%	23.34%	23.59%
粘胶短纤	收入 (百万元)	508.89	208.77	169.25	119.47
	增速 (%)	-43.00%	-58.98%	-18.93%	-29.41%
	毛利率 (%)	-4.05%	-15.16%	-7.33%	-3.25%

资料来源：公司公告、申港证券研究所

绝对估值：给予公司第二阶段 2024-2031 年增速 1%，长期增长率 0.5%，应付债券利率 4.5%，无风险利率为 3.2%，必要回报率 11.55%，Beta 为 1.1，WACC 计算为 8.94%，得到公司 DCF 估值为 5.1 元/股。

表7: 可比公司估值

代码	简称	现价/元	市净率 PB	TTM	市盈率 PE		EPS (摊薄)		
					2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
000420.SZ	吉林化纤	2.11	1.39	48.26	——	——	——	——	——
002064.SZ	华峰氨纶	5.72	2.33	21.63	15.54	11.62	0.27	0.31	0.41
002254.SZ	泰和新材	10.37	2.78	38.13	32.32	21.69	0.26	0.32	0.48

资料来源: Wind 一致预测、申港证券研究所

相对估值: 从行业比较看选取了几家业务相关的企业, 2020 年平均市盈率 17 倍, 考虑到中原资产及子公司进一步增持可能性、公司行业龙头地位不断提升、新产能投产后业绩有望迎来快速增长等因素, 按 2020 年 23 倍市盈率计算, 公司 2020 年 EPS 为 0.19 元, 相对估值为 4.4 元/股。

综上所述, 公司是国内氨纶和粘胶长丝双龙头企业, 新产能持续放量, 市场地位不断提升, 我们预计 2019~2021 年公司 EPS 分别为 0.11 元、0.19 元和 0.33 元, 当前股价对应 PE 分别为 31.8 倍、18.4 倍和 10.9 倍, 给予公司六个月目标价为 4.4~5.1 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1、产品价格下跌;
- 2、原材料成本上升;
- 3、新项目投产不及预期

表8: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4107	4494	4920	5706	6508	流动资产合计	2067	2612	2631	3101	3448						
营业成本	3630	3926	4194	4779	5295	货币资金	453	589	594	689	786						
营业税金及附加	21	42	42	49	55	应收账款	371	552	525	655	720						
营业费用	74	85	93	108	123	其他应收款	6	6	7	8	9						
管理费用	213	184	246	285	325	预付款项	37	120	86	98	108						
研发费用	0	12	13	14	16	存货	877	1177	1135	1363	1472						
财务费用	69	76	102	105	100	其他流动资产	85	39	73	84	96						
资产减值损失	32	59	46	52	49	非流动资产合计	4413	5266	5146	5114	4930						
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期股权投资	133	143	143	143	143						
投资净收益	-15	1	-7	-3	-5	固定资产	3195	4272	4639	4755	4318						
营业利润	72	134	198	332	560	无形资产	77	75	73	71	69						
营业外收入	3	1	2	1	2	商誉	0	0	0	0	0						
营业外支出	18	2	10	6	8	其他非流动资产	35	12	27	32	36						
利润总额	57	133	190	327	553	资产总计	6479	7878	7777	8215	8378						
所得税	26	19	47	82	138	流动负债合计	1348	2480	2321	2560	2401						
净利润	31	113	142	245	415	短期借款	405	593	625	729	449						
少数股东损益	0	0	1	1	2	应付账款	399	668	579	660	731						
归属母公司净利润	30	113	142	244	413	预收款项	65	57	70	81	92						
EBITDA	534	650	735	923	1148	一年内到期的非流动负债	294	694	694	694	694						
EPS (元)	0.02	0.09	0.11	0.19	0.33	非流动负债合计	1565	1731	1684	1684	1684						
主要财务比率						长期借款	1417	1582	1582	1582	1582						
						应付债券	0	0	0	0	0						
成长能力						负债合计	2914	4211	4005	4244	4085						
营业收入增长	11.66%	9.42%	9.47%	15.99%	14.04%	少数股东权益	6	6	7	8	9						
营业利润增长	-48.53%	86.79%	47.85%	67.67%	68.69%	实收资本(或股本)	1258	1258	1258	1258	1258						
归属于母公司净利润增长	-73.68%	273.28%	25.48%	72.36%	69.15%	资本公积	1692	1692	1692	1692	1692						
获利能力						未分配利润	400	490	572	739	999						
毛利率(%)	11.63%	12.64%	14.77%	16.25%	18.64%	归属母公司股东权益合计	3560	3660	3765	3963	4284						
净利率(%)	0.75%	2.52%	2.89%	4.30%	6.38%	负债和所有者权益	6479	7878	7777	8215	8378						
总资产净利润(%)	0.47%	1.43%	1.82%	2.98%	4.93%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	0.85%	3.09%	3.77%	6.17%	9.65%							2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
偿债能力						经营活动现金流						-224	28	527	651	928	
资产负债率(%)	45%	53%	52%	52%	49%	净利润						31	113	142	245	415	
流动比率	1.53	1.05	1.13	1.21	1.44	折旧摊销						318	367	435	486	488	
速动比率	0.88	0.58	0.64	0.68	0.82	财务费用						69	76	102	105	100	
营运能力						应付帐款减少						-147	-181	28	-130	-66	
总资产周转率	0.67	0.63	0.63	0.71	0.78	预收帐款增加						-32	-8	13	11	11	
应收账款周转率	14	10	9	10	9	投资活动现金流						-653	-430	-368	-509	-358	
应付账款周转率	11.49	8.43	7.89	9.22	9.36	公允价值变动收益						0	0	0	0	0	
每股指标(元)						长期股权投资减少						5	-10	0	0	0	
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.09	0.11	0.19	0.33	投资收益						-15	1	-7	-3	-5	
每股净现金流(最新摊薄)	-0.25	0.12	0.00	0.08	0.08	筹资活动现金流						561	559	-154	-47	-473	
每股净资产(最新摊薄)	2.83	2.91	2.99	3.15	3.41	应付债券增加						0	0	0	0	0	
估值比率						长期借款增加						1008	165	0	0	0	
P/E	148.55	39.82	31.75	18.42	10.89	普通股增加						0	0	0	0	0	
P/B	1.26	1.23	1.20	1.14	1.05	资本公积增加						0	0	0	0	0	
EV/EBITDA	11.55	10.44	9.26	7.39	5.61	现金净增加额						-316	157	5	95	97	

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

分析师简介

曹承安，上海交通大学硕士，曾就职于中化国际、浙商证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上