

投资评级：增持(首次)

新乡化纤(000949)

目标价:5.0元

粘胶长丝氨纶双龙头，绿色纤维布局值得期待

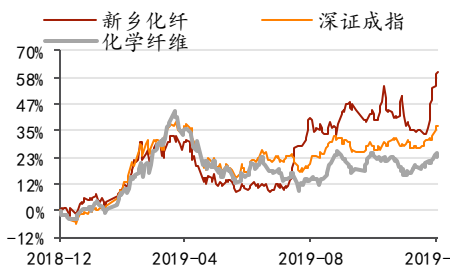
市场数据 2019-12-18

收盘价(元)	4.25
一年内最低/最高(元)	2.57/4.37
市盈率	30.2
市净率	1.28

基础数据

净资产收益率(%)	3.13
资产负债率(%)	53.5
总股本(亿股)	12.58

最近12月股价走势



联系信息

虞小波	分析师
SAC 证书编号: S0160518020001	
yuxb@ctsec.com	
张兴宇	分析师
SAC 证书编号: S0160518120001	
zhangxingyu@ctsec.com	
路辛之	联系人
luxz@ctsec.com	

相关报告

- 粘胶长丝和氨纶双龙头，河南省财政厅增持接近再次举牌。公司是粘胶长丝和氨纶双龙头，在产能、技术和成本上具有竞争优势。2014年后，由于氨纶产能释放，公司营收稳步增长，毛利周期性显著减弱。近期公司股权层面的边际变化是中原资管不断增持接近举牌。中原资管由河南省财政厅控股，是河南省首家AMC公司，实力雄厚，而新乡化纤是中原资管最重要的持股平台。在董事会换届选举后，中原资管有望进一步发挥其资源优势。
- 粘胶长丝：供需平衡，盈利稳定。2015-2018年粘胶长丝行业完成洗牌，目前已经形成5家寡头垄断格局，供需进入平衡期（每年20万吨产量，内需12万吨，出口8万吨）。今年粘胶长丝库存较低，寡头保价能力强，价格并未随着原料溶解浆价格下滑而下滑，利润改善明显。我们认为粘胶长丝仍将保持稳定盈利。
- 氨纶：新增产能消化后行业景气有望回升。氨纶CR5已达64%，但小企业生产技术落后，行业整合空间仍然较大。目前压制氨纶利润的主要因素为重庆华峰新产能释放，氨纶短期仍将继续触底，但未来两年产能增速不足5%。我们认为在新产能逐渐消化后氨纶有望触底回升。
- 公司未来主要资本开支为投资15亿的2万吨粘胶长丝项目，其中一期1万吨预计2020年下半年投产。除此之外，公司在绿色纤维上的布局值得期待，包括6万吨莱赛尔纤维项目（子公司）以及新型溶剂法长丝项目。公司有望借助与中纺院的技术合作以及自身的粘胶技术积累，成为国内领先的绿色纤维生产企业。
- 我们预测公司2019/20/21年归母净利润1.52/2.23/3.80亿，EPS 0.12/0.18/0.30元，对应现价PE 35.3/23.9/14.1倍。公司是粘胶长丝和氨纶双龙头，在生产成本和技术水平上竞争力较强，考虑到公司未来两年粘胶长丝和氨纶产量增长较快，且中原资管有望为公司带来更广阔的发展空间，参考可比公司，给予公司2020年28倍PE，目标价5.0元。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示:粘胶长丝、氨纶价格下滑，新产能释放进度不及预期

表 1:公司财务及预测数据摘要

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万)	4,107	4,494	4,760	5,200	6,284
增长率	11.7%	9.4%	5.9%	9.2%	20.9%
归属母公司股东净利润(百万)	30	113	152	223	380
增长率	-73.7%	273.3%	34.1%	47.3%	70.3%
每股收益(元)	0.02	0.09	0.12	0.18	0.30
市盈率(倍)	176.6	47.3	35.3	23.9	14.1

数据来源:贝格数据,财通证券研究所

内容目录

1、 粘胶长丝和氨纶双龙头，河南省财政厅增持接近再次举牌	4
1.1 “保长丝、扩氨纶”，粘胶长丝和氨纶双龙头	4
1.2 影响 2017 年业绩的两个因素已消除	5
1.3 公司已成为河南省财政厅重要持股平台，中原资管接近再次举牌	7
2、 粘胶长丝：供需平衡，盈利稳定	8
2.1 需求：总量比较稳定，高端化趋势明显	8
2.2 供给：寡头垄断格局已成，利润稳中有升	10
3、 氨纶：新增产能消化后行业景气有望回升	12
3.1 2019 年产能扩张较多压制利润	12
3.2 龙头企业盈利能力远超行业平均水平，落后产能有望逐渐退出	14
4、 公司未来发展方向：现有产能扩张与高端绿色纤维	15
4.1 2 万吨粘胶长丝新产能	15
4.2 中纺院绿色纤维 6 万吨莱赛尔纤维新产能	15
4.3 新型溶剂法长丝	15
5、 盈利预测和投资结论	15

图表目录

图 1：公司粘胶长丝产量平稳，氨纶产量稳步增长，粘胶短纤产量快速削减	4
图 2：公司营业收入构成（单位：百万）	5
图 3：公司毛利构成（单位：百万）	5
图 4：2017 年公司业绩表现不佳	5
图 5：2017 年新乡白鹭一次性计提大量资产减值损失	6
图 6：中纺院绿色纤维营收	7
图 7：中纺院绿色纤维净利润	7
图 8：新乡化纤股权结构	7
图 9：粘胶纤维产业链	8
图 10：我国每年粘胶长丝出口量约 6 万吨	9
图 11：我国每年人丝绣花线出口量约 1.2 万吨	9
图 12：粘胶长丝维持高负荷	10
图 13：一档丝产能占比不断增加	11
图 14：2019 年粘胶长丝库存较低	11
图 15：粘胶长丝价格稳定，未随原料价格下降而下降	11
图 16：氨纶产业链	12
图 17：氨纶需求有望维持增长	12
图 18：氨纶 CR5 达到 64%（单位：万吨）	13
图 19：2019 年氨纶行业出现亏损	13
图 20：氨纶库存有上升，但整体不算太高	14
图 21：华峰、新乡、泰和的氨纶毛利率出现分化	14
表 1：公司财务及预测数据摘要	1
表 2：新乡化纤是中原资管最重要的持股平台	8
表 3：不同长丝性质比较	9
表 4：我国粘胶长丝已形成寡头垄断格局	10
表 5：2019 年氨纶行业产能扩张稍多	13

表 6: 此处录入标题	16
表 7: 可比公司估值	16

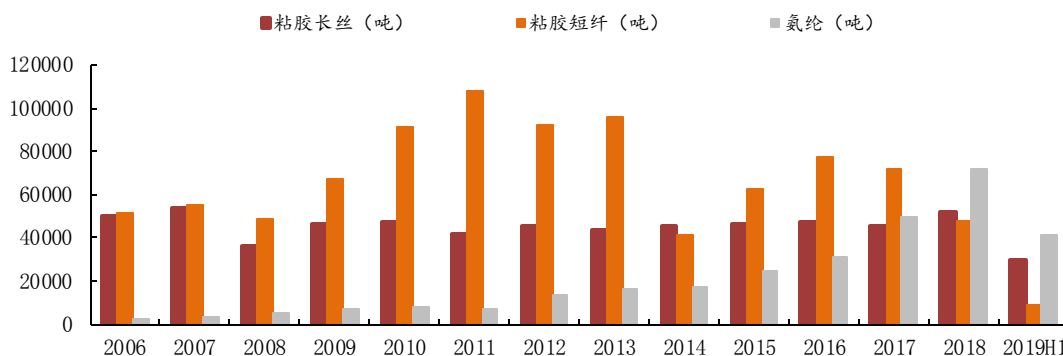
1、粘胶长丝和氨纶双龙头，河南省财政厅增持接近再次举牌

1.1 “保长丝、扩氨纶”，粘胶长丝和氨纶双龙头

公司主营粘胶长丝、粘胶短纤和氨纶的生产和销售，现具备7万吨粘胶长丝产能（国内第一）、12万吨氨纶产能（国内前三），是粘胶长丝和氨纶双龙头。

纵观公司历史，其发展的核心思路可以总结为“保长丝、扩氨纶”。粘胶长丝领域，公司本就是老牌龙头，经过十余年发展完成了行业洗牌；氨纶领域，公司主要借助郑州中远氨纶的先进技术，在2014年后成长为国内极具竞争力的氨纶企业；而粘胶短纤领域，公司产能和成本优势不强，因此在2013年后逐步削减产量，年产量由巅峰时的10.75万吨减少到2019年的不足2万吨。由于公司粘短产能投产早（6万吨老产能，2010年扩产至10万吨），已基本折旧完毕，因此停产损失较小。总体来说，公司在粘胶长丝和氨纶行业均形成了产能、技术和成本的核心竞争力，未来将继续深耕这两个行业。

图1：公司粘胶长丝产量平稳，氨纶产量稳步增长，粘胶短纤产量快速削减

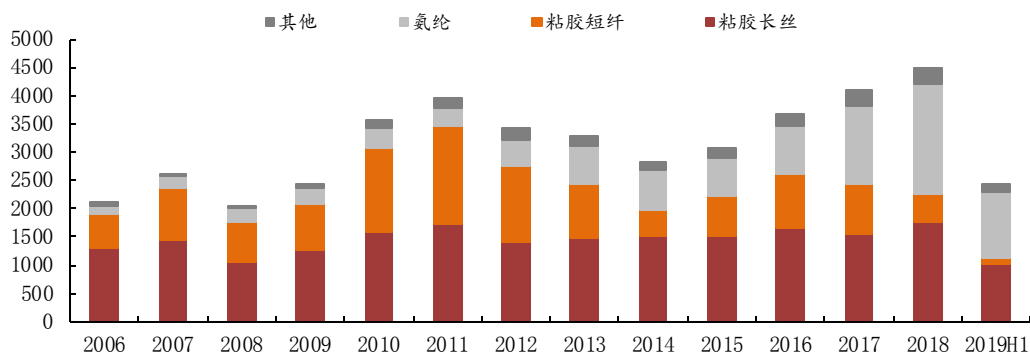


数据来源：公司公告，财通证券研究所

从公司收入和毛利占比中也能看出同样的趋势。公司粘胶长丝收入和毛利比较稳重有升，氨纶收入和毛利则整体处于快速上涨趋势。2019H1 公司实现营业收入 24.48 亿（同比+13%），其中粘胶长丝收入 10.33 亿（同比+33%、占比 42%）、氨纶收入 11.70 亿（同比+23%、占比 48%）；毛利 21.06 亿（同比+8%），其中粘胶长丝毛利 8.14 亿（同比+20%、占比 39%）、氨纶毛利 10.64 亿（同比+25%、占比 51%）。

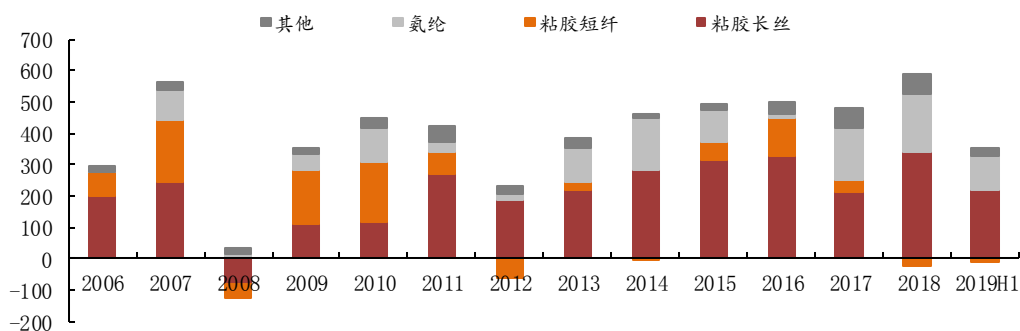
此外，尽管处于周期行业，但从 2014 年开始公司毛利周期性显著减弱，一方面因为公司氨纶产量快速增长，成为公司另一增长引擎；另一方面也因为公司竞争优势不断提高。

图 2：公司营业收入构成（单位：百万）



数据来源：wind，财通证券研究所

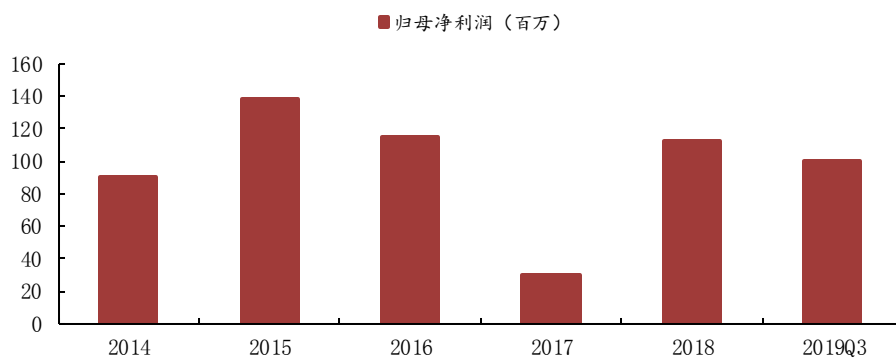
图 3：公司毛利构成（单位：百万）



数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 影响 2017 年业绩的两个因素已消除

图 4：2017 年公司业绩表现不佳



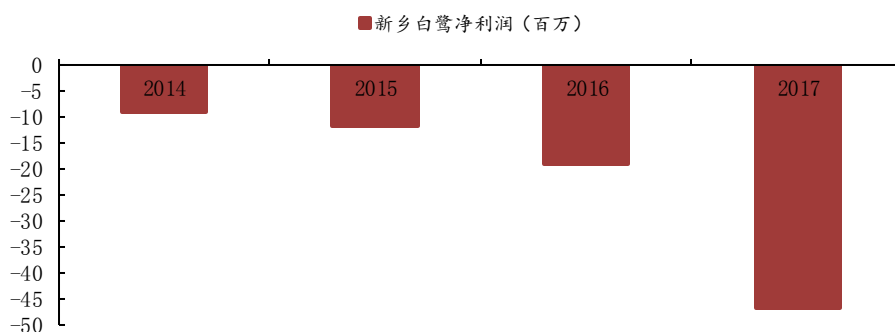
数据来源：wind，财通证券研究所

除了正常的行业周期波动外，市场关注的另一个问题是 2017 年公司业绩大幅下滑。我们认为，导致 2017 年公司业绩不及预期的两个因素已经消除，而且未来还会成为公司业绩的增长点。

(1) 2017 年子公司新疆白鹭纤维一次性计提损失，2018 年已经扭亏。

公司于 2012 年成立子公司新疆白鹭纤维，原计划提供稳定的棉浆粕。但由于环保趋严、原材料价格上涨，以及天气和运输因素导致产能未完全释放，业绩不及预期。2017 年，公司一次性计提大量资产减值损失。2018 年新疆白鹭调整管理方式，优化企业运营及企业精细化管理，实现扭亏为盈。

图 5：2017 年新乡白鹭一次性计提大量资产减值损失



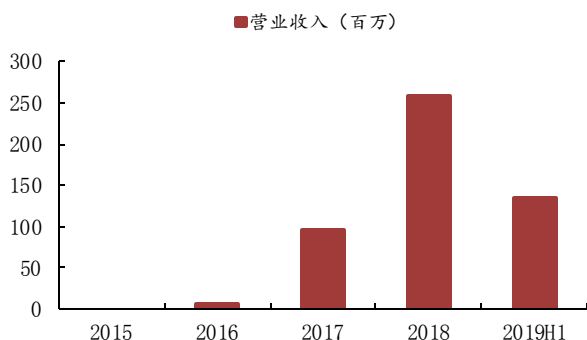
数据来源：公司公告，财通证券研究所

(2) 2017 年中纺院绿色纤维因莱赛尔纤维产能较低出现亏损，2018 后已经可以稳定盈利。

2015 年 6 月，中国纺织科学研究院（51%，技术提供方）、新乡化纤股份有限公司（33%）、甘肃蓝科石化高新装备股份有限公司（16%）共同出资成立中纺院绿色纤维股份公司，生产莱赛尔纤维。莱赛尔纤维俗称天丝，是一种新型的再生纤维素纤维。与粘胶纤维需要经过碱化、黄化溶解不同，莱赛尔纤维使用 NMMO（N-甲基吗啉-N-氧化物）溶剂直接溶解纤维素。其反应机理为形成纤维素-NMMO 络合物，不发生化学反应，溶剂 99.5%可回收，因此对环境非常友好，且形成的纤维具有高档手感。莱赛尔纤维由英国考陶尔兹公司发明，奥地利兰精集团发展完善。目前绝大多数 NMMO 溶剂和生产工艺仍由兰精垄断。

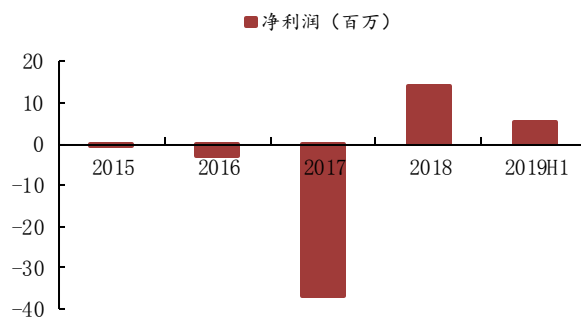
2016 年底，中纺院绿色纤维 3 万吨莱赛尔纤维项目（一期 1.5 万吨）投产，2018 年 12 月二期 1.5 万吨投产。由于规划和投资均按照 3 万吨标准，因此一期 1.5 万吨投产时出现较大亏损。在 3 万吨全部投产后，利润能够维持在 1000 万元左右，相比粘短（长期亏损）优势较大。

图 6：中纺院绿色纤维营收



数据来源：公司公告，财通证券研究所

图 7：中纺院绿色纤维净利润

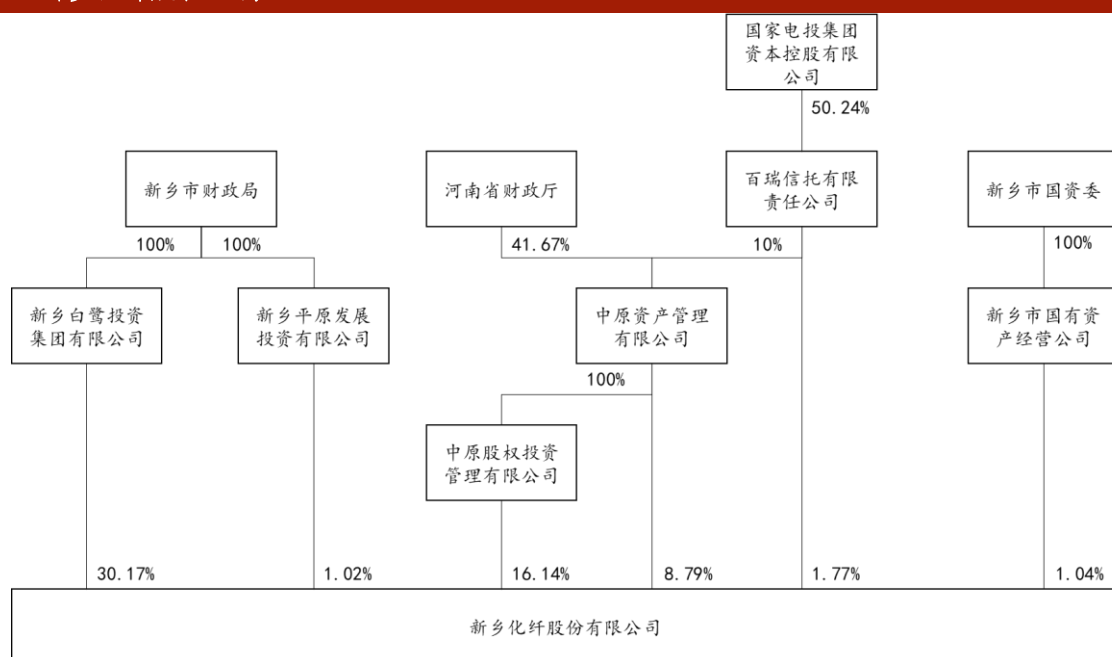


数据来源：公司公告，财通证券研究所

1.3 公司已成为河南省财政厅重要持股平台，中原资管接近再次举牌

新乡市财政局为公司实控人，通过新乡白鹭投资集团有限公司和新乡平原发展投资有限公司共持有公司 31.19% 股权。而河南省财政厅控股的中原资产管理有限公司（以下简称中原资管）和中原股权投资管理有限公司（以下简称中原股权）共持有公司 24.93% 股权，接近再次举牌。

图 8：新乡化纤股权结构



数据来源：公司公告，财通证券研究所

中原资管是河南省首家 AMC 公司，实力雄厚。中原资管是河南省首家具有金融不良资产批量收购业务资质的地方 AMC 公司，2015 年 8 月成立，2016 年底资产规模达到 359.5 亿元。2015 年 11 月 30 日，全资子公司中原股权成立，作为实施资本运营、对接资本市场的平台。

新乡化纤是中原资管最重要的持股平台。2016年10月13日定增完成后，中原资管和中原股权共持有公司14.69%股权，并在此后不断增持至24.93%。目前中原资管共持有6家上市公司股权，新乡化纤是其持股比例最高且能够施加重大影响的最重要的持股平台。

表 2：新乡化纤是中原资管最重要的持股平台

	持股比例	持股市值（2019/12/13）
上汽集团（通过信托）	0.95%	26.31
新乡化纤	24.93%	12.76
中国电建	2.02%	12.70
中铁工业	4.44%	10.39
中国国航	0.82%	9.91
黄河旋风（通过旗下私募资金）	5.86%	2.36

数据来源：wind，财通证券研究所

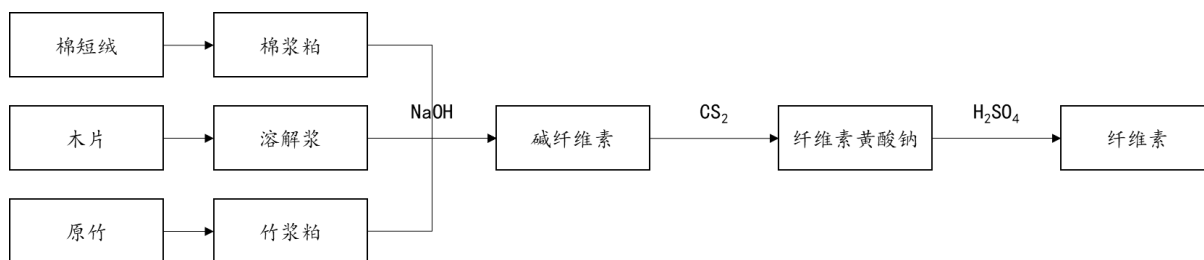
在董事会换届选举后，中原资管有望进一步发挥其资源优势。目前中原资管在公司董事会席位中拥有一个名额（1/6，中原资管总裁岳胜利）。上届董事会于2017年6月换届，在2020年6月换届选举后，中原资管拥有的名额有望扩大到两名，进一步发挥其资源优势。

2、粘胶长丝：供需平衡，盈利稳定

2.1 需求：总量比较稳定，高端化趋势明显

粘胶是历史悠久的化学纤维，其原理为使用NaOH、CS₂、H₂SO₄处理，让植物中的纤维素重新析出而进行纺丝。由于棉花资源的紧张，目前90%的粘胶浆粕需求由溶解浆提供。

图 9：粘胶纤维产业链



数据来源：财通证券研究所

按照工艺细节和产品的不同，粘胶纤维可分为粘胶长丝、粘胶短纤、特种粘胶纤维（如高湿模量粘胶纤维，即莫代尔纤维）。粘胶长丝是服装中较为高端和小众的原料。在各类纤维中，粘胶长丝是最接近真丝（蚕丝）的品种，主要用于织成丝绸和绣花线。

表3：不同长丝性质比较

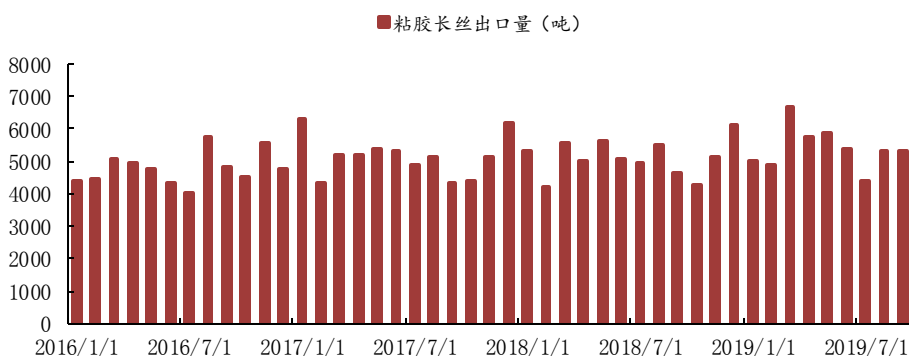
	真丝	粘胶长丝	铜氨长丝	醋酸长丝	涤纶长丝	莱赛尔长丝
强度 (cN/dtex)	2.6-3.5	2.2-2.6	1.6-2.4	1.3-1.6	4.0-5.2	3.6-4.0
撕裂伸长率 (%)	15-25	20-25	10-17	25-45	44-45	
湿态强度 (cN/dtex)	1.9-2.5	1.0-1.5	1.0-1.7	0.8-1.2	4.0-5.2	3.1-3.5
湿态伸长率 (%)	27-33	25-30	15-27	22-31	44-52	8-12
回潮率 (%)	11	13	11	7	0.4	14

数据来源：CCF，财通证券研究所

我国粘胶长丝国内总需求比较稳定，约12万吨左右，但结构上高端化（超细旦、连续纺）趋势明显。按档次分，粘胶长丝可分为一、二、三档，目前三档丝已无正常生产企业。究其原因，粘胶长丝生产成本低，即使最低端的产品也比涤纶贵3倍以上，下游对低端产品的接受程度不高。

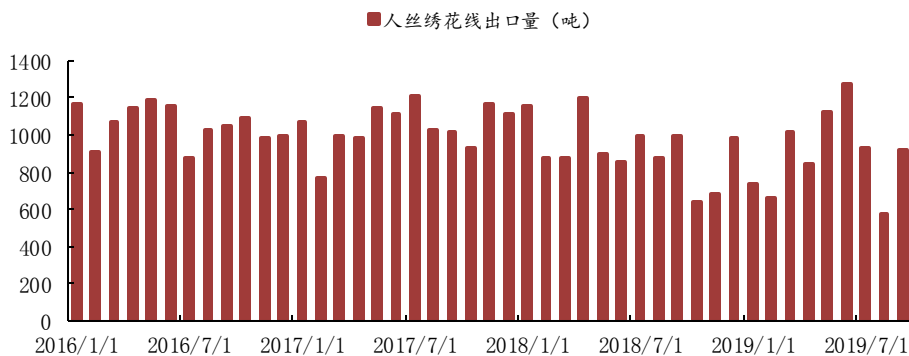
除中国外，欧洲和南亚为粘胶长丝的主要消费区域。我国每年粘胶长丝直接出口量约6万吨，加工成绣花线等其他织物出口量约2万吨，合计7.5万吨。

图10：我国每年粘胶长丝出口量约6万吨



数据来源：CCF，财通证券研究所

图11：我国每年人丝绣花线出口量约1.2万吨



数据来源：CCF，财通证券研究所

2.2 供给：寡头垄断格局已成，利润稳中有升

粘胶长丝世界主要产出国仅余中印，中国产能逐渐集中。印度的三家粘胶长丝企业均属博拉集团，总产能约4万吨，而其国内需求约6万吨，尚有2万吨缺口。因此全球供应主要由中国影响。我国在2000年前曾经历过粘胶产能的快速扩张期，但由于粘胶污染较大（废水和CS₂污染），经过准入限制和行业洗牌，2012年后粘胶长丝竞争格局逐步集中。尤其是2017年工信部颁布的《粘胶纤维行业规范条件》规定，严禁新建粘胶长丝项目，改扩粘胶长丝项目需达到连续纺年产10000吨及以上，加速了行业集中度提升。

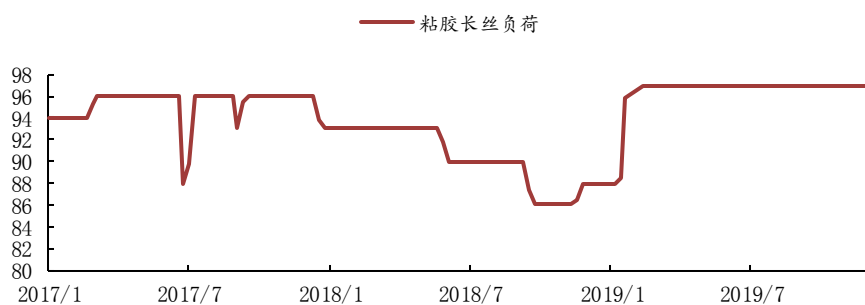
2015-2018年，恒天天鹅（2万吨）、山东海龙（0.7万吨）、丹东五兴（1万吨）和南京化纤（2万吨）等产能依次关停，同时龙头也在扩张一、二档丝产能。目前行业已经形成5家寡头垄断格局，开工率高，高端化长丝占比显著提升，具有议价权。此外，这些企业均有国资背景，抗风险能力强，也不会过度竞争。粘胶长丝行业洗牌已基本完成，供需进入平衡期（每年20万吨产量，内需12万吨，出口8万吨）。

表4：我国粘胶长丝已形成寡头垄断格局

公司	产能（万吨）
新乡化纤	7
吉林化纤	6.5
宜宾丝丽雅	5
湖北金环	1.5
九江化纤	1
合计	21

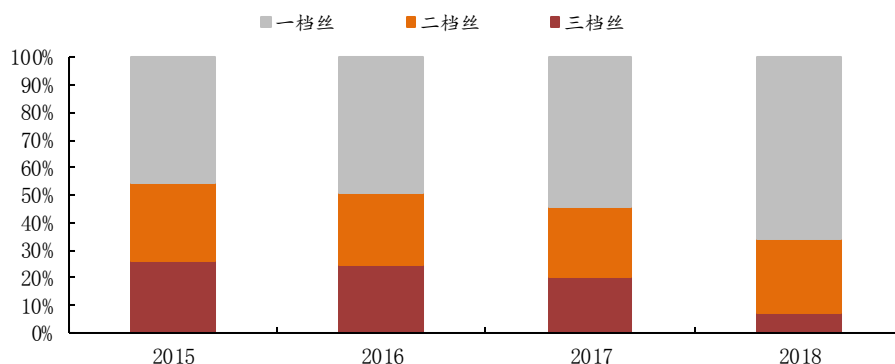
数据来源：CCF，财通证券研究所

图12：粘胶长丝维持高负荷



数据来源：CCF，财通证券研究所

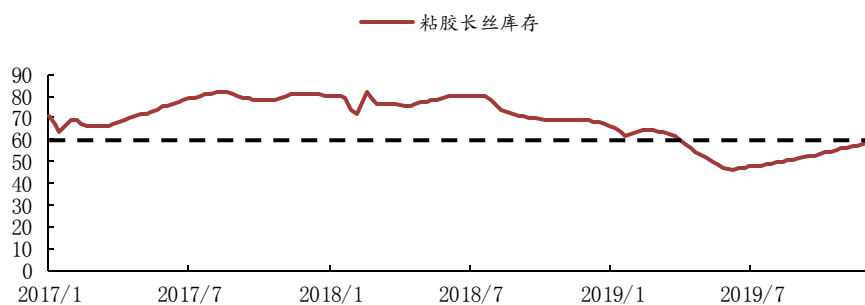
图 13：一档丝产能占比不断增加



数据来源：CCF，财通证券研究所

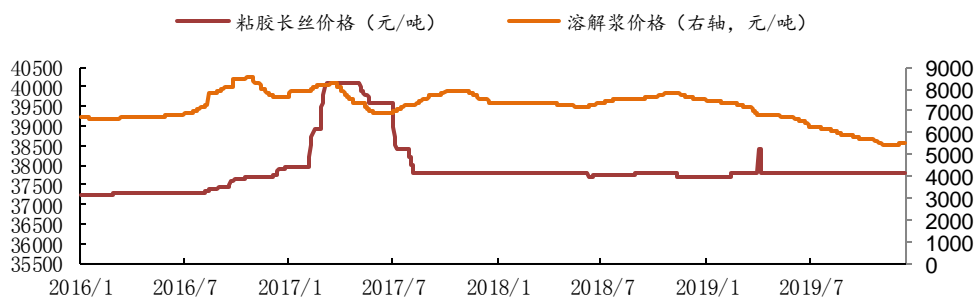
从行业微观数据上也能进行佐证。今年粘胶长丝库存较低（行业正常库存约 60 天），寡头保价能力强，因此价格并未随着原料溶解浆价格下滑而下滑，利润改善明显。

图 14：2019 年粘胶长丝库存较低



数据来源：CCF，财通证券研究所

图 15：粘胶长丝价格稳定，未随原料价格下降而下降



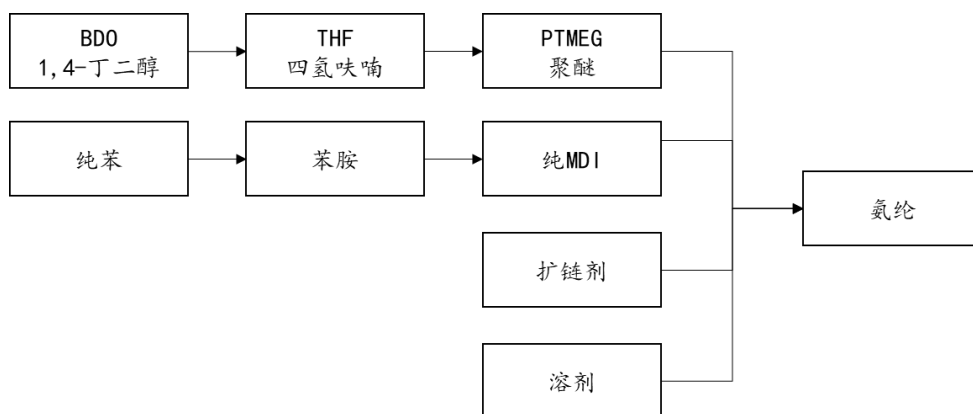
数据来源：wind，CCF，财通证券研究所

3、氨纶：新增产能消化后行业景气有望回升

3.1 2019 年产能扩张较多压制利润

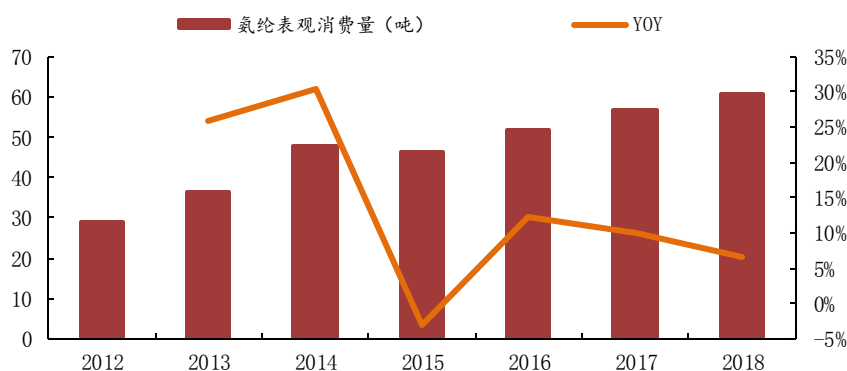
氨纶指聚氨酯纤维，由 PTMEG 和纯 MDI 聚合制成。弹性是氨纶的最大特点，氨纶一般不单独使用，织物中只需加入少许氨纶即可显著改善弹性。2015 年前我国氨纶添加比例不断增长，带动氨纶需求快速增长。在此之后，氨纶需求增速略超纺服整体。作为改善织物弹性的高端差别化纤维，氨纶需求有望维持增长。

图 16：氨纶产业链



数据来源：财通证券研究所

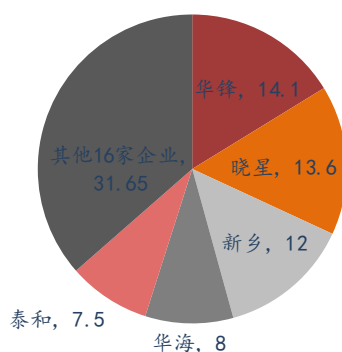
图 17：氨纶需求有望维持增长



数据来源：卓创资讯，财通证券研究所

氨纶行业集中度不断提高，2019 年新产能投产对利润形成压制。氨纶生产企业较多，但 2017 年开始氨纶即以龙头扩产为主导，行业集中度不断提高，目前 CR5 已达 64%。相对来说，2017、2018 年的产能扩张比较理性，行业也有不错的利润空间。2019 年产能扩张则稍多（尤其是在纺服整体需求不佳的情况下），因此 2019 年利润承受压力，行业普通企业出现亏损。

图 18：氨纶 CR5 达到 64%（单位：万吨）



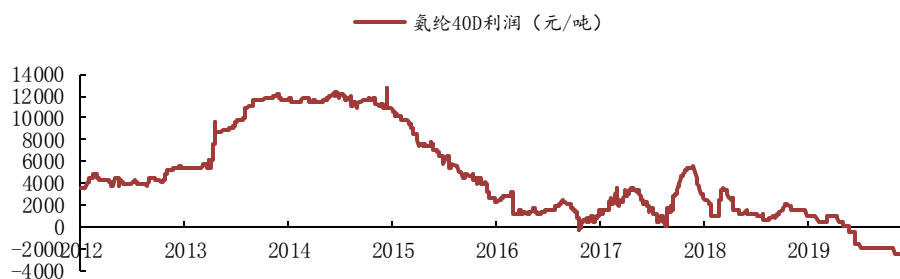
数据来源：CCF，财通证券研究所

表 5：2019 年氨纶行业产能扩张稍多

公司	新增产能 (万吨)	投产时间
衢州晓星	2	2017.3
宁夏泰和 (越华)	3	2017.10
衢州晓星	4	2018.1
新乡化纤	2	2018.3
杜钟	1.2	2019.1
新乡化纤	4	2019.4
重庆华峰	3	2019.11
重庆华峰	3	2020.3
重庆华峰	4	2021

数据来源：CCF，财通证券研究所

图 19：2019 年氨纶行业出现亏损

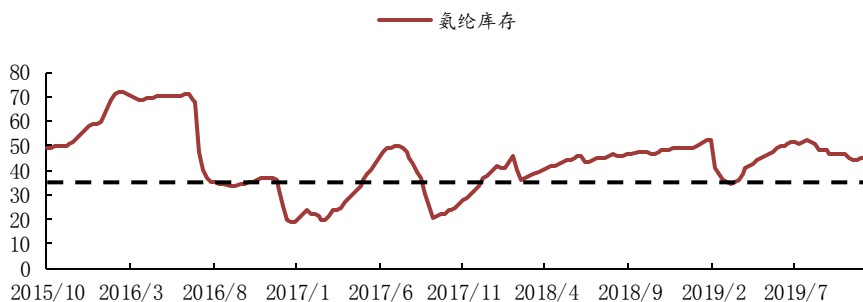


数据来源：wind，财通证券研究所

重庆华峰新产能压制价格，但未来两年新产能较少，氨纶有望触底回升。目前氨

纶行业库存不算很高（行业正常库存约 35 天），压制利润的主要因素为重庆华峰新产能的释放。考虑到 2020 年初重庆华峰仍有 3 万吨新产能投产，2020H1 氨纶仍将继续触底。但整个 2020 和 2021 年氨纶也仅有重庆华峰的扩产，年产能增速不足 5%。我们认为在重庆华峰新产能逐渐消化后氨纶有望触底回升。

图 20：氨纶库存有上升，但整体不算太高

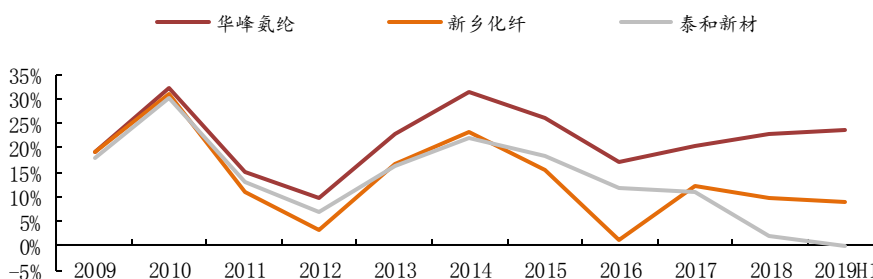


数据来源：CCF，财通证券研究所

3.2 龙头企业盈利能力远超行业平均水平，落后产能有望逐渐退出

作为差别化纤维，不同企业盈利水平差距较大是氨纶的重要特点。我们比较三个 A 股上市的氨纶企业：华峰、新乡和泰和。可以看出，三者 2009 年毛利率处于同一水平，但之后出现了较大分化。

图 21：华峰、新乡、泰和的氨纶毛利率出现分化



数据来源：wind，财通证券研究所

原料成本与生产技术是氨纶盈利能力差异的主要来源。华峰拥有原材料就近供应以及能源价格的巨大优势，因此毛利率稳定程度高。而新乡的优势则主要在于生产技术。

公司与中远氨纶签订技术排他协议，氨纶生产技术水平领先。郑州中远氨纶引进吸收并发展了杜邦氨纶技术，是国内唯一具有工程设计、工艺开发、生产培训、

设备制造及安装为一体的交钥匙工程服务能力的氨纶工程技术公司。其自主研发的第四代氨纶生产技术单甬道丝头数达到 64 头以上，能耗和产品稳定性均较前代技术明显提高。公司与中远氨纶深度合作，签订技术排他协议，2014 年后新增的 10 万吨氨纶新产能均采用中远研发的第四代氨纶生产技术，其中 2018 年 3*2 万吨氨纶项目一期 2 万吨采用全球第一条 120 头氨纶生产线。

与此同时，目前氨纶行业内仍然存在第二代生产技术（2002 年左右大规模使用），其生产成本较高，行业整合空间大。我们认为，氨纶龙头扩产有望加速技术落后的小企业退出。

4、公司未来发展方向：现有产能扩张与高端绿色纤维

4.1 2 万吨粘胶长丝新产能

2019 年 4 月 8 日，新乡市生态环境局受理新乡化纤 2 万吨生物质纤维素项目环评。该项目共投资 15 亿元建设 2 万吨粘胶长丝，其中前道的原液车间、酸站等使用现有的粘胶短纤设备，因此投资额相比其他企业有所缩小。项目一期投资 6 亿建设 1 万吨粘胶长丝，预计 2020 年下半年投产。

公司计划新的粘胶长丝产能主要用于出口，尤其是此前公司开发力度不大的东南亚、南亚分散市场，如巴基斯坦、孟加拉国等（宗教服装使用粘胶长丝较多）。

4.2 中纺院绿色纤维 6 万吨莱赛尔纤维新产能

由于新产能消化顺利，目前中纺院绿色纤维已开始建设三期 6 万吨莱赛尔纤维。考虑到中国每年仍需进口 7 万吨以上莱赛尔纤维，且中纺院技术具备竞争力，我们看好后续产能和利润的持续释放。

4.3 新型溶剂法长丝

莱赛尔纤维主要用于短纤，织成长丝比较困难，目前市面上仅有少数概念产品（如兰精的 TENCEL™Luxe），用于高端奢侈品领域。公司借助与中纺院的技术合作以及自身粘胶长丝的技术积累，目前正在进行新型溶剂法长丝中试，有望成为国内首家具有自主知识产权的量产溶剂法长丝企业。

5、盈利预测和投资结论

我们认为粘胶长丝整体保持利润稳定，氨纶在加速见底后将逐渐复苏。我们对公司粘胶长丝、粘胶短纤、氨纶的产销量、价格、毛利率预测见下表。

表 6：此处录入标题

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
粘胶长丝					
产销量 (吨)	45,667.00	52,256.00	65,000.00	70,000.00	75,000.00
平均售价 (元/吨)	33,990.10	33,437.36	34,500.00	34,500.00	34,500.00
营业收入 (百万)	1,552.23	1,747.30	2,242.50	2,415.00	2,587.50
毛利 (百万)	213.64	339.20	493.35	555.45	621.00
毛利率	13.76%	19.41%	22.00%	23.00%	24.00%
粘胶短纤					
产销量 (吨)	71,664.00	47,444.00	15,000.00	10,000.00	10,000.00
平均售价 (元/吨)	12,457.24	10,726.08	9,000.00	9,000.00	11,000.00
营业收入 (百万)	892.74	508.89	135.00	90.00	110.00
毛利 (百万)	34.99	-20.60	-18.23	-5.58	2.20
毛利率	3.92%	-4.05%	-13.50%	-6.20%	2.00%
氨纶					
产销量 (吨)	49,582.00	71,823.00	85,000.00	100,000.00	110,000.00
平均售价 (元/吨)	27,493.62	27,011.77	24,500.00	23,500.00	29,000.00
营业收入 (百万)	1,552.23	1,747.30	2,082.50	2,350.00	3,190.00
毛利 (百万)	213.64	339.20	166.60	176.25	382.80
毛利率	13.76%	19.41%	8.00%	7.50%	12.00%
其他					
营业收入 (百万)	299.27	297.93	300.00	345.00	396.75
毛利 (百万)	60.66	64.23	60.00	69.00	79.35
毛利率	20.27%	21.56%	20.00%	20.00%	20.00%

数据来源：财通证券研究所

注：预测的平均售价为调整后的不含税市场价格

我们预测公司 2019/20/21 年归母净利润 1.52/2.23/3.80 亿，EPS 0.12/0.18/0.30 元，对应现价 PE 35.3/23.9/14.1 倍。公司是粘胶长丝和氨纶双龙头，在生产成本和技术水平上竞争力较强，考虑到公司未来两年粘胶长丝和氨纶产量增长较快，且中原资管有望为公司带来更广阔的发展空间，参考可比公司，给予公司 2020 年 28 倍 PE，目标价 5.0 元。首次覆盖，给予“增持”评级。

表 7：可比公司估值

	市值 (2019.12.28)	PE (2019.12.18)		
		2019E	2020E	2021E
泰和新材	64.81	33.06	22.19	15.82
华峰氨纶	260.04	42.13	31.51	25.2
平均		37.60	26.85	20.51

数据来源：wind，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

公司财务报表及指标预测						公司财务报表及指标预测					
利润表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,107	4,494	4,760	5,200	6,284	成长性					
减: 营业成本	3,630	3,926	4,058	4,405	5,199	营业收入增长率	11.7%	9.4%	5.9%	9.2%	20.9%
营业税费	21	42	40	44	53	营业利润增长率	-48.5%	86.8%	49.4%	47.3%	70.3%
销售费用	74	85	95	101	119	净利润增长率	-73.7%	273.3%	34.1%	47.3%	70.3%
管理费用	213	184	243	260	314	EBITDA 增长率	-11.3%	28.3%	11.9%	19.8%	30.6%
财务费用	69	76	93	100	102	EBIT 增长率	-39.1%	62.2%	46.8%	34.5%	53.2%
资产减值损失	32	59	30	-	-	NOPLAT 增长率	-56.3%	136.9%	24.0%	34.5%	53.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	25.7%	14.2%	0.2%	-2.6%	3.8%
投资和汇兑收益	-15	1	-	5	6	净资产增长率	-0.2%	2.8%	3.1%	4.4%	7.3%
营业利润	72	134	200	295	502	利润率					
加: 营业外净收支	-15	-1	-	-	-	毛利率	11.6%	12.6%	14.7%	15.3%	17.3%
利润总额	57	133	200	295	502	营业利润率	1.7%	3.0%	4.2%	5.7%	8.0%
减: 所得税	26	19	48	71	120	净利润率	0.7%	2.5%	3.2%	4.3%	6.1%
净利润	30	113	152	223	380	EBITDA/营业收入	10.7%	12.6%	13.3%	14.6%	15.8%
资产负债表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/营业收入	3.0%	4.4%	6.2%	7.6%	9.6%
货币资金	453	589	381	416	503	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	259	299	320	285	227
应收账款	377	552	432	643	656	流动营业资本周转天数	80	72	70	72	72
应收票据	236	129	258	164	346	流动资产周转天数	185	187	179	171	168
预付账款	37	120	42	134	74	应收账款周转天数	28	37	37	37	37
存货	877	1,177	946	1,358	1,362	存货周转天数	67	82	80	80	78
其他流动资产	85	45	64	89	125	总资产周转天数	534	575	571	518	444
可供出售金融资产	11	-	-	-	-	投资资本周转天数	405	441	444	402	335
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	133	143	143	143	143	ROE	0.9%	3.1%	4.0%	5.7%	9.0%
投资性房地产	2	1	1	1	1	ROA	0.5%	1.4%	2.1%	2.9%	4.9%
固定资产	3,195	4,272	4,181	4,044	3,870	ROIC	1.9%	3.5%	3.8%	5.1%	8.0%
在建工程	917	699	629	580	546	费用率					
无形资产	77	75	73	71	69	销售费用率	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%
其他非流动资产	77	75	79	76	76	管理费用率	5.2%	4.1%	5.1%	5.0%	5.0%
资产总额	6,479	7,878	7,230	7,721	7,772	财务费用率	1.7%	1.7%	2.0%	1.9%	1.6%
短期债务	405	593	724	879	1,077	三费/营业收入	8.7%	7.7%	9.1%	8.9%	8.5%
应付账款	414	668	450	763	669	偿债能力					
应付票据	142	424	161	474	275	资产负债率	45.0%	53.5%	47.7%	48.9%	45.5%
其他流动负债	388	796	799	799	833	负债权益比	81.7%	114.9%	91.2%	95.5%	83.5%
长期借款	1,417	1,582	1,146	701	524	流动比率	1.53	1.05	0.99	0.96	1.07
其他非流动负债	148	149	169	155	158	速动比率	0.88	0.58	0.55	0.50	0.60
负债总额	2,914	4,211	3,449	3,772	3,536	利息保障倍数	1.79	2.62	3.14	3.95	5.91
少数股东权益	6	6	7	7	9	分红指标					
股本	1,258	1,258	1,258	1,258	1,258	DPS(元)	0.01	0.01	0.03	0.04	0.08
留存收益	2,302	2,403	2,516	2,684	2,969	分红比率	41.5%	11.1%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	3,566	3,667	3,781	3,949	4,235	股息收益率	0.2%	0.2%	0.7%	1.0%	1.8%
现金流量表	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	31	113	152	223	380	EPS(元)	0.02	0.09	0.12	0.18	0.30
加: 折旧和摊销	318	367	341	365	388	BVPS(元)	2.83	2.91	3.00	3.13	3.36
资产减值准备	32	59	23	22	23	PE(X)	176.6	47.3	35.3	23.9	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.5	1.5	1.4	1.4	1.3
财务费用	65	87	93	100	102	P/FCF	-17.6	39.1	-32.2	61.5	29.5
投资收益	15	-1	-	-5	-6	P/S	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
少数股东损益	0	0	0	1	1	EV/EBITDA	15.7	13.3	11.8	9.4	7.1
营运资金的变动	-622	-554	-181	-31	-430	CAGR(%)	94.1%	49.8%	9.8%	94.1%	49.8%
经营活动产生现金流量	-224	28	428	675	458	PEG	1.9	0.9	3.6	0.3	0.3
投资活动产生现金流量	-653	-430	-200	-195	-194	ROIC/WACC	0.2	0.4	0.5	0.6	1.0
融资活动产生现金流量	561	559	-436	-445	-177	REP	6.0	3.1	2.8	2.0	1.2

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地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，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。