

新乡化纤 (000949) 调研报告

评级 增持 维持

公司点评

太平洋证券股份有限公司

经营证券业务许可 Z32253000

已获业务资格：证券投资咨询

研究员： 姚鑫

电 话： 010-88321661

Email: vaoxin@tpyzq.com

执业证书编号：S1190210080004

市场表现



公司基础数据

当前价 (元): 4.61

30日股价区间 (元): 4.21-4.88

总股本/流通股 (百万股): 1027.24/828.50

每股净资产 (元): 2.32

资产负债率 (%): 48.47

主要观点:

- ◆ **产能概况：**公司粘胶长丝年产能 5 万吨，粘胶短纤 10 万吨，氨纶 2 万吨，在建 2 万吨氨纶产能预计 2015 年 3 月投产。
- ◆ **2015 年氨纶新产能投产，助推公司业绩持续增长。**公司年产 2*2 万吨超柔软氨纶纤维项目为连续聚合干法纺丝技术，能够稳定生产出低于 20D 的超细旦氨纶纤维，综合成本低，能耗较第三代技术减少 34%。从价格上看，氨纶 40D 市场价 49000 元/吨，20D 氨纶价 59000 元/吨。公司一期投产的氨纶项目主要生产 20D 氨纶，约占到 60%-70%，剩余的生产 40D，也可以生产 20D 以下的产品，但这部分需求少，主要看订单的情况。因此我们认为氨纶项目的投产不仅是扩大的公司业务，在盈利上，氨纶 20D 毛利率比 40D 高出至少 10 个百分点，因此新项目的作用更多是优化产品结构，提升公司在行业中的核心竞争力。我们假设 2015 年新增 2 万吨氨纶中 70% 为氨纶 40D，30% 为氨纶 20D，则增厚公司每股收益 0.06 元。
- ◆ **粘胶长丝在国内产能最大，盈利稳定但没有扩产计划。**与粘胶短纤不同，粘胶长丝价格具有周期性但波动范围较小，预计 2014 年均价下滑 0.54%，致使公司该产品收入下滑 7.57%，但由于棉浆粕和木浆价格也在下滑，因此成本下降使得长丝毛利率较去年普遍提升 5 个百分点。公司长丝规模国内第一，品质优良，销售较好，对公司业绩贡献稳定在 0.24 元左右。
- ◆ **粘胶短纤基本不盈利，处于行业周期底部。**目前粘胶短纤开工正常，几乎满产生产，客户也比较稳定。无奈于市场价格为 11650 元/吨，为 2011 年以来新低，年底市场库存呈上升趋势，因此未来 3-6 个月粘胶短纤市场依然处于低迷的态势。
- ◆ **业绩预测及敏感性分析：**根据市场已披露信息，我们预测公司 2014~2016 年 EPS 分别为 0.11、0.35 和 0.41 元/股。公司粘胶业务稳定，未来业绩弹性主要来自于氨纶业务。在其他假设不变的情况下，我们测算，氨纶每吨综合成本每下降 500 元，公司 EPS 增加 0.01 元；氨纶年产量每增长 0.1 万吨，公司 EPS 增加 0.01 元。
- ◆ **维持“增持”的投资评级。**氨纶业务扩张优化产业结构，提升盈利能力，同时公司还具有棉浆粕生产能力，能较好的控制原材料波动风险。
- ◆ **风险提示：**产品价格大幅下跌风险，项目建设受阻风险。

表 1：公司未来三年财务预测

资产负债表(百万)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	406.0	294.3	280.6	352.3	423.5
应收和预付款项	541.7	545.6	493.5	771.1	723.1
存货	843.8	903.8	701.0	1237.5	1108.4
其他流动资产	1789.7	1761.4	1473.6	2358.5	2252.8
长期股权投资	30.6	29.3	31.5	33.9	36.4
投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产和在建工程	2468.3	2385.2	2450.1	2694.4	2909.9
无形资产和开发支出	68.7	67.1	62.0	56.1	49.4
长期待摊费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
其他非流动资产	2627.0	2541.8	2567.1	2807.9	3019.5
资产总计	4421.0	4307.5	4044.6	5171.6	5277.5
短期借款	995.5	1343.5	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	1069.1	499.0	761.7	648.1	1054.5
长期借款	227.0	671.0	671.0	671.0	671.0
其他负债	0.4	0.1	0.8	1.7	1.1
负债合计	2719.1	2575.2	2217.3	3034.4	2788.2
股本	829.2	829.2	829.2	829.2	829.2
资本公积	567.8	567.8	567.8	567.8	567.8
留存收益	304.9	335.2	430.3	740.2	1092.2
归属母公司股东权益	1702.0	1732.3	1827.3	2137.2	2489.2
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	1702.0	1732.3	1827.3	2137.2	2489.2
负债和股东权益合计	4421.0	4307.5	4044.6	5171.6	5277.5
现金流量表	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
NOPLAT	-24.5	168.9	163.2	303.0	343.9
经营性现金流	695.3	-230.6	1035.4	-228.6	1370.1
投资性现金流	-181.0	-144.4	149.5	-1052.5	-536.9
融资性现金流	-572.6	325.0	-1426.4	-99.6	-109.6
现金增加额	-0.1	0.0	-0.2	-1.4	0.7
FCFF	568.3	-163.3	442.5	-328.2	578.4

利润表(百万)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	3410.7	3269.5	2805.6	3522.9	4235.0
营业成本	3243.3	2884.6	2440.6	2948.2	3567.7
营业税金及附加	6.7	11.3	9.8	12.3	14.8
销售费用	46.7	43.7	37.6	47.2	56.7
管理费用	116.9	128.1	109.9	138.1	166.0
财务费用	138.6	127.7	87.4	0.0	0.0
资产减值损失	23.3	33.4	16.8	21.1	25.4
投资收益	-0.2	-1.3	4.4	4.7	5.1
公允价值变动损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	-165.0	39.3	107.8	360.7	409.4
其他非经营损益	1.8	-3.0	3.6	4.6	5.5
利润总额	-163.2	36.3	111.5	365.3	414.9
所得税	-23.4	6.0	16.4	55.4	63.0
净利润	-139.8	30.3	95.0	309.9	352.0
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
母公司股东净利润	-139.8	30.3	95.0	309.9	352.0
财务指标(%)	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
毛利率	4.91	11.77	13.01	16.31	15.76
销售净利率	-4.10	0.93	3.39	8.80	8.31
ROE	-7.89	1.77	5.34	15.63	15.22
ROA	-3.05	0.69	2.28	6.73	6.74
ROIC	-0.60	4.28	4.25	7.11	7.16
销售收入增长率	-14.06	-4.14	-14.19	25.57	20.21
EBIT 增长率	-119.19	-767.04	21.23	83.72	13.59
净利润增长率	-2360.99	-121.69	213.43	226.13	13.57
估值倍数	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EPS(X)	-0.17	0.04	0.11	0.37	0.42
PE(X)	-27.35X	126.08X	40.23X	12.33X	10.86X
PB(X)	2.25X	2.21X	2.09X	1.79X	1.54X
PS(X)	1.12X	1.17X	1.36X	1.09X	0.90X
EV/EBITDA(X)	24.55X	12.43X	10.62X	8.69X	7.37X

资料来源：太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：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；

看淡：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。

2、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；

持有：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%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远 企业号 D 座

电话： (8610) 88321528

传真： (8610) 88321566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。