

新乡化纤(000949)

公司研究/点评报告

拟实施超细旦氨纶新项目，进一步加码氨纶业务

—新乡化纤(000949)公司点评

点评报告/化工行业

2017年2月9日

一、事件概述

公司发布第八届二十五次董事会决议公告，审议通过实施年产3X2万吨超细旦氨纶纤维项目一期工程的议案。

二、分析与判断

➤ 拟实施超细旦氨纶纤维项目，进一步加码氨纶业务

公司董事会决定实施年产3X2万吨超细旦氨纶纤维项目一期工程，总投资约10亿元，计划建设期为2017.2-2018.6。该项目核心技术及装备采用世界独有的120投纺丝甬道，不但可以大幅提升生产效率、降低能耗，而且能保证产品质量均匀与稳定性。一期项目投产后将实现2万吨5D-15D超细旦氨纶产能，超细旦氨纶市场供应相对偏紧，而需求保持良好增长，达产后预计可实现年销售收入8.5亿元，年销售利润1.4亿元。募投项目超柔软氨纶二期已于2016年12月开车试生产，公司氨纶产能达到6万吨，位居国内第四。氨纶价格自2016年三季度以来底部企稳，成本推动下有上涨预期。随着国家供给侧结构性改革推进，落后产能承压，行业整合有望加速，推动氨纶景气回升。

➤ 粘胶长丝盈利稳定，粘胶短纤盈利能力增强

公司拥有粘胶长丝产能6万吨，国内第一。粘胶长丝行业近几年无新增产能，下游需求稳定，行业供求平衡，产品价格稳定，公司连续法产品出口销路良好，毛利率逐年稳中有升，盈利能力稳定。在棉价走出底部、环保趋严、人民币贬值提振出口等多重利好的影响下，粘胶短纤价格自2016年三季度以来维持强势，近期价格又再次上涨，当前1.5D报价16,850元/吨，较年初上涨2.1%。虽然行业尚有扩产计划，但粘短建设期为两年，预计新增产能投放将在2017年底后，短期新增供给有限，景气度有望维持。公司2016年计划产量6.5万吨，参股公司绿色纤维项目一期工程1.5万吨进展顺利，有望受益于粘胶短纤景气向好。

➤ 股东中原股权持续增持彰显对公司未来发展充满信心

中原股权及其一致行动人中原资管为公司2016年增发参与方，其中中原资管是河南省唯一一家具有金融不良资产批量收购业务的地方资产管理公司。增持前中原股权和中原资管合计持有上市公司15.6%的股权，两次增持后两者合计持股比例上升至17.12%，显示了股东中原股权和中原资管对公司未来的发展充满信心。

三、盈利预测与投资建议：

预计公司16-18年净利润分别为1.41、3.49和4.53亿，EPS分别为0.11、0.28和0.36元，对应PE分别为55X、22X和17X，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示：产能释放不及预期、产品价格大幅波动。

盈利预测与财务指标

| 项目/年度 | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------|--------|--------|---------|--------|
| 营业收入（百万元） | 3,066 | 3,376 | 4,732 | 5,089 |
| 增长率（%） | 7.94% | 10.11% | 40.16% | 7.54% |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 138 | 141 | 349 | 453 |
| 增长率（%） | 52.72% | 1.89% | 147.71% | 29.87% |
| 最新摊薄每股收益（元） | 0.11 | 0.11 | 0.28 | 0.36 |
| PE | 56.29 | 55.24 | 22.30 | 17.17 |
| PB | 3.10 | 2.17 | 1.99 | 1.81 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐 维持

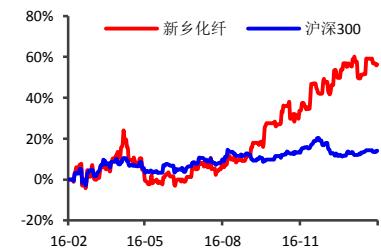
合理估值： 7.0-7.5元

交易数据

2017-2-8

| | |
|------------|-----------|
| 收盘价（元） | 6.19 |
| 近12个月最高/最低 | 6.50/3.64 |
| 总股本（百万股） | 1257.66 |
| 流通股本（百万股） | 1026.70 |
| 流通股比例（%） | 81.64 |
| 总市值（亿元） | 77.85 |
| 流通市值（亿元） | 63.55 |

该股与沪深300走势比较



分析师及研究助理

分析师： 范劲松

执业证号： S0100513080006

电话： 0755-22662087

邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理： 沈晓源

执业证号 S0100115030007

电话： 021-60876715

邮箱： shenxiaoyuan@mszq.com

研究助理： 张明烨

执业证号 S0100116080011

电话 0755-22662077

邮箱 zhangmingye@mszq.com

相关研究

1. 中原股权增持彰显对公司未来发展的信心

2. 增发顺利完成，三大业务向好

3. Q3环比大幅改善，三大业务向好

公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|------------------|--------------|--------------|-------------|-------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 项目 (百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 项目 (百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 一、营业总收入 | 3,066 | 3,376 | 4,732 | 5,089 | 货币资金 | 607 | 1,025 | 1,178 | 1,627 |
| 减：营业成本 | 2,574 | 2,850 | 3,916 | 4,146 | 应收票据 | 205 | 203 | 282 | 311 |
| 营业税金及附加 | 14 | 19 | 27 | 28 | 应收账款 | 194 | 202 | 289 | 312 |
| 销售费用 | 50 | 55 | 73 | 76 | 预付账款 | 29 | 48 | 55 | 60 |
| 管理费用 | 156 | 165 | 203 | 214 | 其他应收款 | 4 | 5 | 8 | 8 |
| 财务费用 | 100 | 89 | 70 | 60 | 存货 | 867 | 975 | 1,347 | 1,421 |
| 资产减值损失 | 29 | 32 | 32 | 31 | 其他流动资产 | 36 | 0 | 0 | 0 |
| 加：投资收益 | (2) | 0 | 0 | 0 | 流动资产合计 | 1,942 | 2,459 | 3,159 | 3,739 |
| 二、营业利润 | 141 | 166 | 411 | 533 | 长期股权投资 | 83 | 0 | 0 | 0 |
| 加：营业外收支净额 | 21 | 0 | 0 | 0 | 固定资产 | 2,646 | 2,356 | 2,728 | 2,693 |
| 三、利润总额 | 162 | 166 | 411 | 533 | 在建工程 | 151 | 801 | 301 | 151 |
| 减：所得税费用 | 24 | 25 | 62 | 80 | 无形资产 | 70 | 70 | 70 | 70 |
| 四、净利润 | 138 | 141 | 349 | 453 | 其他非流动资产 | 86 | 2 | 2 | 2 |
| 归属于母公司的利润 | 138 | 141 | 349 | 453 | 非流动资产合计 | 3,036 | 3,229 | 3,101 | 2,916 |
| 五、基本每股收益 (元) | 0.13 | 0.11 | 0.28 | 0.36 | 资产总计 | 4,978 | 5,688 | 6,260 | 6,654 |
| 主要财务指标 | | | | | | | | | |
| 项目 (百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 短期借款 | 750 | 478 | 569 | 538 |
| EV/EBITDA | 14.31 | 13.57 | 9.13 | 7.54 | 应付票据 | 108 | 77 | 109 | 124 |
| 成长能力: | | | | | | | | | |
| 营业收入同比 | 7.94% | 10.11% | 40.16% | 7.54% | 应付账款 | 230 | 248 | 343 | 364 |
| 营业利润同比 | 60.5% | 17.5% | 147.7% | 29.9% | 预收账款 | 41 | 40 | 57 | 63 |
| 净利润同比 | 52.72% | 1.89% | 147.71% | 29.87% | 其他应付款 | 12 | 0 | 0 | 0 |
| 营运能力: | | | | | | | | | |
| 应收账款周转率 | 15.39 | 15.13 | 17.35 | 15.26 | 应交税费 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 存货周转率 | 2.95 | 3.05 | 3.34 | 2.97 | 其他流动负债 | 18 | 0 | 0 | 0 |
| 总资产周转率 | 0.65 | 0.63 | 0.79 | 0.79 | 流动负债合计 | 1,165 | 844 | 1,079 | 1,089 |
| 盈利能力与收益质量: | | | | | | | | | |
| 毛利率 | 16.1% | 15.6% | 17.3% | 18.5% | 长期借款 | 978 | 978 | 978 | 978 |
| 净利率 | 4.5% | 4.2% | 7.4% | 8.9% | 其他非流动负债 | 319 | 268 | 283 | 284 |
| 总资产净利率 ROA | 2.8% | 2.5% | 5.6% | 6.8% | 非流动负债合计 | 1,297 | 1,246 | 1,261 | 1,262 |
| 净资产收益率 ROE | 5.5% | 3.9% | 8.9% | 10.5% | 负债合计 | 2,462 | 2,089 | 2,340 | 2,351 |
| 资本结构与偿债能力: | | | | | | | | | |
| 流动比率 | 1.67 | 2.92 | 2.93 | 3.43 | 股本 | 1,027 | 1,258 | 1,258 | 1,258 |
| 资产负债率 | 49.5% | 36.7% | 37.4% | 35.3% | 资本公积 | 950 | 1,692 | 1,692 | 1,692 |
| 长期借款/总负债 | 39.7% | 46.8% | 41.8% | 41.6% | 留存收益 | 189 | 189 | 189 | 189 |
| 每股指标(最新摊薄): | | | | | | | | | |
| 每股收益 | 0.11 | 0.11 | 0.28 | 0.36 | 少数股东权益 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 每股经营现金流量 | 0.27 | 0.31 | 0.29 | 0.64 | 所有者权益合计 | 2,516 | 3,599 | 3,920 | 4,303 |
| 每股净资产 | 2.00 | 2.86 | 3.11 | 3.42 | 负债和股东权益合计 | 4,978 | 5,688 | 6,260 | 6,654 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师及研究助理简介

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。2010年3月至今一直从事基础化工行业分析师工作，主要覆盖氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、新材料、复合肥、民爆等子行业。对PVC、橡胶等大宗品和生物降解塑料、碳四深加工、阻燃剂等细分行业研究深入细致。第十届“天眼”中国最佳证券分析师评选榜单“年度行业最佳选股分析师”化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2015年“天眼”中国最佳独立见解分析师。

沈晓源，浙江大学高分子材料与工程学士、材料科学与工程学博士，5年有机光电领域研究经验，曾就职于中国电子科技集团公司，2015年加入民生证券。

张明烨，清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，从事煤制烯烃、煤制油研发与工程设计工作，2015年10月起从事基础化工行业分析，2016年5月加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|------|-------------------------|
| 以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 强烈推荐 | 相对沪深300指数涨幅20%以上 |
| | 谨慎推荐 | 相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌10%以上 |

| 行业评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|------|-----------------------|
| 以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨幅为基准。 | 推荐 | 相对沪深300指数涨幅5%以上 |
| | 中性 | 相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%之间 |
| | 回避 | 相对沪深300指数下跌5%以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。