

粘胶长丝行业点评

国风需求提振提花面料景气，粘胶长丝供需格局改善

◆ 行业研究 · 行业快评

◆ 基础化工 · 化学纤维

◆ 投资评级: 超配(维持评级)

证券分析师:	杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120002
证券分析师:	张玮航	0755-81981810	zhangweihang@guosen.com.cn	执证编码: S0980522010001
证券分析师:	薛聪	010-88005107	xuecong@guosen.com.cn	执证编码: S0980520120001
联系人:	王新航	0755-81981222	wangxinhang@guosen.com.cn	

事项:

据百川盈孚数据,截至2024年4月8日,粘胶长丝市场均价为43500元/吨,较月初上涨约500-800元/吨,较年初上涨约1000元/吨。4月1日,新乡化纤发布价格变更通知称,鉴于国风潮流带动人造丝需求增长,加之成本上涨,即日起新乡白鹭粘胶长丝各品种价格上调1000元/吨。

国信化工观点:

1) 供给端:粘胶长丝行业高度集中,且新增产能增加受限。粘胶长丝行业高度集中,全球合计约25-28万吨产能,国内产能占比超过75%,且国内仅有四家企业(分别为新乡化纤、吉林化纤、丝丽雅、湖北金环)生产。粘胶长丝的生产过程中伴有极高的污染,且能耗较大。近年来,随着环保政策的推进、森林资源保护政策的出台、能源价格的上涨、限制新建产能及发达国家产能退出,全球粘胶长丝产能持续减少。**开工率方面**,近期粘胶长丝行业开工率稳步提升,基本处于80-90%之间,反应出市场需求持续高涨,厂商增长加大产能利用率,以应对快速增加的市场需求。**国内方面**,中国原则上不再新建常规粘胶短纤、长丝项目,鼓励现有粘胶纤维企业通过技术改造淘汰落后产能。值得一提的是,新乡化纤拟将菌草用于纤维制造,有望代替棉短绒、木材,是实现可持续利用的理想原料,推进了菌草技术在工业领域的应用,具有突破和开创性的意义。

2) 供需格局变化:传统需求稳步增长,国内新需求崛起,近期粘胶长丝供需格局明显改善。2023年,国内粘胶长丝产能/产量/表观消费量/出口量分别为23.5/20.7/11.7/9.01万吨,整体呈现出紧平衡的态势。**内需方面**,近2-3年来,国内汉服/新中式服饰如马面裙等国风兴起,下游服装销售火爆,大幅增加国内市场需求。粘胶长丝供需关系持续趋紧,短期内随着“金三银四”以及毕业季到来,马面裙等国风服饰预计将持续火爆,我们看好短期内粘胶长丝涨价持续性。据轻纺原料网数据,一台价值40万~50万的机器,每天平均能生产40~50米的马面裙面料,每台提花机一年大约消耗粘胶长丝15~20吨(1000台提花机增量将对应1.5万吨~2万吨粘胶长丝年需求增量)。**出口方面**,我国主要直接和间接出口到印度、中东等,整体出口价格仍处于历史高位。近三年来,印度等市场粘胶长丝需求稳步增长:2021/2022/2023年,我国向印度的出口量分别为3.51/5.00/5.22万吨,同比增长100.82%/42.51%/4.44%。一方面是粘胶长丝是为制作印度传统服饰纱丽的优质原料;另一方面,印度纱厂转产混纺纱、化纤纱的市场前景相对广阔。

投资建议:供需格局优化,看好国内粘胶长丝价格上行。目前粘胶长丝市场成交价为43500-44000元/吨,短期仍处于服装及面料行业“金三银四”旺季,叠加后续毕业季即将到来,我们看好粘胶长丝价格维持高位,并仍有进一步上涨的可能。**建议关注【新乡化纤】、【吉林化纤】公司:**

【新乡化纤】:粘胶长丝产能9万吨,另有20万吨氨纶产能,氨纶价格底部运行。粘胶长丝价格每上涨1000元/吨,业绩增厚约7000万元。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别达到2.45/3.13/3.47亿元,每股收益0.17/0.21/0.24元/股,对应当前PE分别为29.7/21.3/17.2倍;每股净资产分别为3.88/4.09/4.24元/股,对应当前PB分别为0.93/0.88/0.85倍。我们认为股票合理估值区间在4.90-5.04元之间,2023年动态市净率1-1.3X,相对于目前股价有29%-33%溢价空间。

2024年公司经营状况明显向好,调高评级至“买入”评级。

【吉林化纤】:粘胶长丝产能8万吨,价格每上涨1000元/吨,业绩增厚约6000万元。此外,近几年公司重点拓展碳纤维业务。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别达到0.31/2.54/2.50亿元,每股收益0.01/0.10/0.10元/股,对应当前PE分别为294.0/35.7/36.3倍。我们认为股票合理估值区间在3.72-4.28元之间,2023年动态市净率2-2.3X,相对于目前股价有3.62%-19.16%溢价空间。**首次覆盖,给予“增持”评级。**

风险提示:下游需求不及预期风险,贸易政策波动风险,产品价格大幅波动风险,原材料供应稳定性波动风险等。

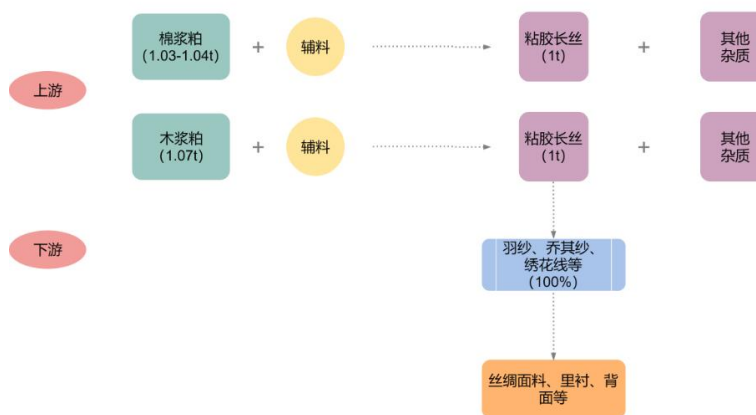
评论：

◆ 一、供给端：粘胶长丝行业高度集中，国内产能占比超过 75%，且新增产能增加受限，供给端约束明显

粘胶纤维简称粘纤，又名黏胶丝，是人造纤维的一种类型。由天然纤维素经碱化而成碱纤维素，再与二硫化碳作用生成纤维素黄原酸酯，溶解于稀碱液内得到的粘稠溶液称粘胶，粘胶经湿法纺丝和一系列处理工序后即成粘胶纤维。粘胶纤维有棉的本质，属于一种生态纤维，具有源于棉而优于棉的特点。

粘胶长丝属于再生纤维的一种，其具备天然真丝的特点，与其他纤维结合可制出服装面料、里料、提花面料、电脑绣花线等高档次织物。粘胶长丝是以棉浆粕、木浆粕或其他天然纤维为原料，经碱化、黄化等工序制成纺丝原液，经湿法纺丝而制成。粘胶长丝具备天然真丝的特点，质地轻薄、柔软、色泽亮丽、抗静电、透气、吸湿和穿着舒适。与其他纤维结合可制出服装面料、里料、提花面料、电脑绣花线等高档次织物，同时也应用于医用和工业领域。

图1：粘胶长丝产业链图



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

与合成纤维相比，粘胶长丝具有极佳的手感、吸湿透气性、染色性、悬垂性、抗静电及可自然降解等特性。其部分特性甚至更优于天然棉纤维和真丝，因此，它也成为天然棉纤维和真丝的优异代用品。此外，粘胶纤维中的粘胶长丝还具有丝绸的品质，由于其具有质地轻薄、柔软、光滑不皱、色彩艳丽的特点，与其他纤维结合可制出服装面料、里料、金丝绒、装饰布、电脑绣花线等高档次织物。粘胶纤维的纤维素分子含有活性羟基，这使得在生产过程中可以与其他分子接枝共聚，进行结合改性。这为粘胶纤维在高新技术领域的发展提供了广阔空间，也为其在各个领域的广泛应用创造了有利条件。

表1：粘胶长丝特性

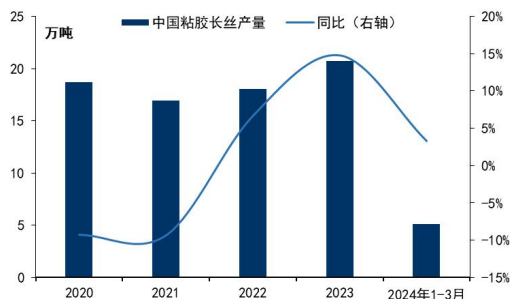
优点	缺点
吸湿透气： 粘胶长丝的吸湿性非常好，在一般大气条件下，回潮率约为 13%左右，这使得它具有良好的透气性，穿着时感觉舒适。	强度较低： 与天然纤维如棉相比，普通粘胶纤维的断裂强度较低。
柔软光滑： 它具有光洁柔软的质地，手感滑爽。	成本较高： 粘胶长丝的生产成本相对较高。
染色性能好： 粘胶长丝的染色性能优良，颜色鲜艳且不易褪色。	环境影响： 粘胶纤维的生产过程中会使用大量的水和化学物质，如果处理不当，可能对环境造成一定的影响。
不易产生静电： 由于其良好的吸湿性，粘胶长丝不易产生静电，这为穿着者提供了更多的舒适感。	

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

根据中国化纤信息网数据，我国是全球最大的粘胶长丝生产国，2023 年国内粘胶长丝总产能约为 23.5 万吨，全球总产能约 25~28 万吨，其中中国产能占比超 75%。目前国内粘胶长丝主要生产企业如新乡化纤、

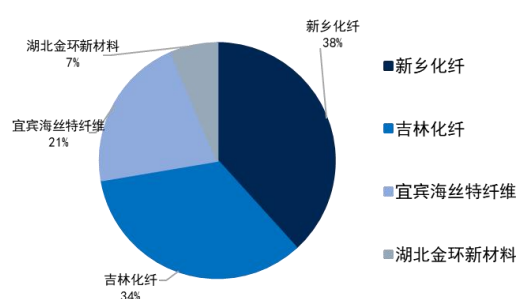
吉林化纤、宜宾丝丽雅、奥园美谷。新乡化纤是行业龙头，目前产能达到 9 万吨，吉林化纤产能约为 8 万吨，CR2 达 72.3%，行业市场集中度较高。

图1: 2020 年迄今我国粘胶长丝产量 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图2: 行业集中度



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

中国原则上不再新建常规粘胶短纤、长丝项目，鼓励现有粘胶纤维企业通过技术改造淘汰落后产能。粘胶长丝的生产过程中伴有极高的污染，且能耗较大。随着美、日和西欧等工业发达国家的粘胶纤维企业逐步减少或退出，近几年全球产能主要集中在中国和印度。由于潜在环境污染和能耗问题，目前我国已经严禁新建粘胶长丝项目。工业和信息化部消费品工业司《粘胶纤维行业规范条件（2023 版）》指出：原则上不再新建常规粘胶短纤、长丝项目；拟新建粘胶纤维项目应保证至少 20%的浆粕原料来自国内生产新型浆粕（竹浆、麻浆、菌草浆、循环再利用浆粕等）；改扩建粘胶纤维项目总生产能力应达到：连续纺粘胶长丝年产 1 万吨及以上、粘胶短纤维年产 8 万吨及以上；鼓励和支持现有粘胶纤维企业通过技术改造淘汰落后产能，优势企业并购重组，提升产业集中度和整体竞争能力。国家层面从环境保护角度促进粘胶纤维行业产业结构调整与升级，有利于促进高成本、高污染、设备落后产能的市场出清。未来，随着发达国家产能进一步削减，以及我国严控新项目建设，粘胶长丝供给将进一步趋于刚性。

表2: 国内主要企业产能情况

企业名称	产能 (吨)
新乡化纤	90000
吉林化纤	80000
宜宾海丝特纤维	50000
湖北金环新材料	15000

资料来源: 百川盈孚, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

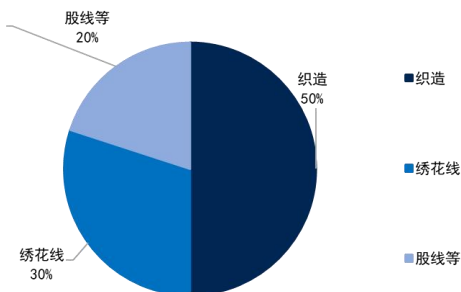
此外，粘胶长丝的主要原材料木浆主要来自于木材，国内的工业用木材供应量难以满足日益增长的木材消费需求，为适应国民经济发展需求和保护国内森林资源，国家鼓励进口木材。值得一提的是，新乡化纤研发人员发现菌草纤维素含量高，而且生长速度快，菌草的制浆能力优势明显，能够代替棉短绒、木材，是实现可持续利用的理想原料。新乡化纤将菌草用于纤维制造，推进了菌草技术在工业领域的应用，具有突破和开创性的意义。

◆ 二、需求端：粘胶长丝性能出众，国风潮流助力提花面料需求量明显增长

消费者力挺传统文化并认可美学意义和文化价值，国风服饰热度持续走红。近两年，由热衷国风的消费者、服饰品牌、电商平台共同点燃的新中式服饰消费热潮，正在席卷全国。截至 2024 年 2 月底，全国汉服相关企业 5700 余家，其中，2023 年新增注册企业 2600 余家，较 2022 年增加 354%。其中以抖音电商为例，根据抖音电商《2024 抖音电商女性消费趋势数据报告》的数据，2023 年，女性用户在抖音电商消费新中式服饰的订单量同比提升 195%，其中马面裙的订单量同比增长 841%，汉服、宋锦外套、香云纱服饰的订

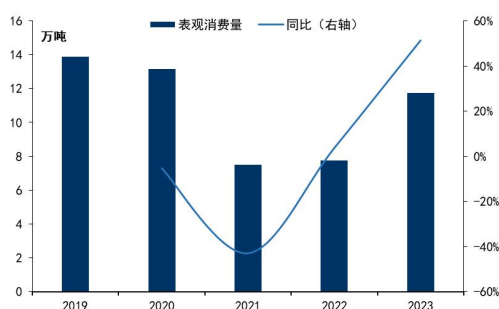
单量增速也相当可观，同比增长分别为 336%、225%、112%。国风面料主要分为温柔薄纱、奢华丝绒、肌理提花、水润缎面、花样蕾丝、科技混纺和国风印花共 7 类风格面料。其中，肌理提花是最传统基础的国风面料，材质包括：真丝、铜氨、醋酸、粘纤等再生纤维素纤维。

图3：粘胶长丝下游消费结构



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

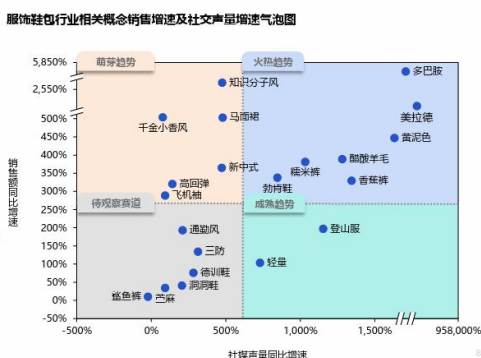
图4：粘胶长丝表观消费量



资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

马面裙成国潮“顶流”，在高端马面裙上织绣出繁密图案的提花机价格不菲。由于销售火爆，马面裙在 2023 年入选了淘宝年度十大商品。马面裙使用的便是提花面料，提花面料可让马面裙有更好的垂坠感，且可让裙摆上的花纹浑然天成。马面裙上的图案由人工设计，但面料制作需使用全自动化提花机。据轻纺原料网数据，一台价值 40 万~50 万的机器，每天平均能生产 40~50 米的马面裙面料，每台提花机一年大约消耗粘胶长丝 15~20 吨（1000 台提花机增量将对应 1.5 万吨~2 万吨粘胶长丝年需求增量）。随着“金三银四”以及毕业季到来，马面裙等国风服饰预计将持续火爆，需求端短期有望保持高热度。据魔镜洞察数据，2024 年 1 月以马面裙为主要商品的汉服半身裙，在淘系平台上录得超 3 亿元的销售额，占整个汉服品类的近 9 成。

图5：服饰鞋包行业相关概念销售增速及社交声量增速气泡图



资料来源：魔镜洞察《2023 年度消费新潜力白皮书》2024 年 1 月，国信证券经济研究所整理

图6：2022 年 3 月-2024 年 2 月线上马面裙市场整体销售走势



资料来源：魔镜洞察，沥金，21 财经，国信证券经济研究所整理

提花面料和印花面料是两种常见的织物类型，提花面料在制作过程中通常需要使用粘胶长丝。提花是纺织面料中的一种常见的工艺，提花面料的花纹是直接把手纹织在布料中（不是普通印花和绣花），用不同颜色的经纱和纬纱相互交错搭致、交织沉浮，从而形成不同花色的图案；图案是在织造过程中直接编织而成，而非后期印染。提花，就是纺织物以经线、纬线交错组成的凹凸花纹。印花面料则是在布料织成后，通过印花工艺将各种颜色的图案印染到织物表面上。印花工艺包括多种方式，如丝网印花、滚筒印花等。印花面料的图案色彩鲜艳，变化多样，但相比提花面料，图案较为平面。相比而言，提花面料的图案更为立体，手感也更加丰富。

图7：提花工艺可分为大提花和小提花两种



资料来源：家居生活研究院，国信证券经济研究所整理

图8：印花工艺可分为涂料印花和活性印花两种



资料来源：家居生活研究院，国信证券经济研究所整理

提花机分为横机和圆机，2023年市场规模约22亿元。提花机常见为圆机，适用于织制针织外衣和装饰用品的坯布。提花圆机是由选针机构控制织针处于编织、不编织和集圈等不同位置，以形成不同的花色组织。选针机构有机械、电子和射流三类，其中机械选针机构应用最广。据QY Research数据，2023年全球提花机市场销售额达到22亿元，预计2030年将达到34亿元，年复合增长率（CAGR）为5.9%（2024-2030）。

图9：单面电脑大提花机



资料来源：福建佰源智能装备股份有限公司官网，国信证券经济研究所整理

图10：机械式提花机：单动式上开口提花机



资料来源：汉马（福建）机械有限公司官网，国信证券经济研究所整理

国风潮流助力提花面料持续升温，驱动粘胶长丝内需迅速增长。粘胶长丝光滑凉爽、色泽亮丽、天然可降解，含湿率符合人体皮肤生理需求，主要应用于高端服装和家用纺织品。下游消费结构中，50%为股线、30%为绣花线、20%为织造。其中，粘胶长丝在提花面料中起到了重要的作用：它具有良好的延展性和强度，可以被用于织造具有立体感和纹理的提花图案。粘胶长丝可以作为提花图案的轮廓线或填充线，用于形成纹理和细节部分。通过调整粘胶长丝的线密度、颜色和细度等参数，可以实现不同图案的效果。在提花织造过程中，粘胶长丝通常与其他纱线一起使用。通过巧妙地组织和操纵粘胶长丝的位置和张力，可以实现不同的提花效果，如浮雕、阴影和层次感等。同时，粘胶长丝的柔软性和可塑性也使得提花面料更加舒适、富有立体感，并增加了面料的质感。国风服装订单量快速增长，助力粘胶长丝表现消费量近三年稳步上升。根据百川盈孚数据，2023年粘胶长丝表现消费量达到了11.73万吨，同比大幅增长51.28%。

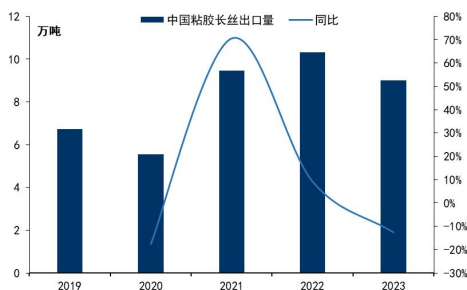
◆ 三、粘胶长丝出口：整体出口稳定，印度市场增长迅速，但需关注反倾销税落地风险

我国粘胶出口主要面向印度、巴基斯坦、土耳其、意大利、韩国等。无论是作为服装里料、面料的高档优质织物，还是装饰用织物，粘胶长丝均在发达国家以及中东、东南亚等地区广受消费者青睐。我国粘胶长

丝产量除了供应国内市场需求之外，还出口于海外多个地区，如巴基斯坦、印度、土耳其、意大利等地区。具体来看，2020年到2022年我国粘胶长丝出口数量一直为增长趋势，2023年略有下滑，出口量为9.01万吨。出口地区来看，出口印度数量增长迅速，2021/2022/2023年出口量分别为3.51/5.00/5.22万吨，同比增长100.82%/42.51%/4.44%，出口金额分别为18542.39/30829.25/32113.32万美元，主要一方面粘胶长丝是制作印度传统服饰纱丽的优质原料；另一方面，东南亚、南亚各国混纺纱、化纤纱的产量仍比较低，而近几年布厂、面料和服装企业等消费需求却持续增长，因此印度纱厂转产混纺纱、化纤纱的市场前景相对广阔。从月度出口量来看，2024年1-2月我国累计出口数量1.38万吨，较去年同期略有增加，同比增加1.02%。出口价格来看，1月有所回升，2月表现一般。2024年1-2月出口均价分别为5676.03和5464.19美元/吨，同比分别+0.88%、-9.96%。整体出口价格仍处于历史较高位。

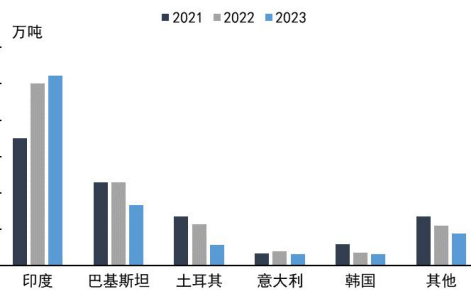
2023年9月29日，印度商工部发布公告，对原产于或进口自中国的粘胶长丝纱线(Viscose Rayon Filament Yarn, VFY)作出反倾销终裁，建议对中国涉案产品征收为期5年的反倾销税，税率为CIF5.48%~20.87%，征税详情见附表。涉案产品包括染色纱线和未染色纱线以及通过离心纺纱(PSY)和连续纺纱(CSY)工艺生产的粘胶长丝纱线。未来，税率落地或将对出口造成不利影响，需关注税率风险。

图11: 粘胶长丝年度出口量 (单位: 万吨)



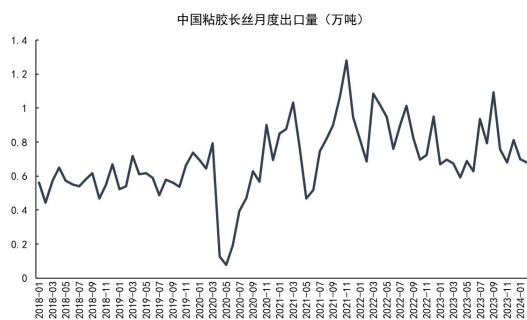
资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图12: 我国粘胶长丝出口国家: 集中于印度、巴基斯坦等



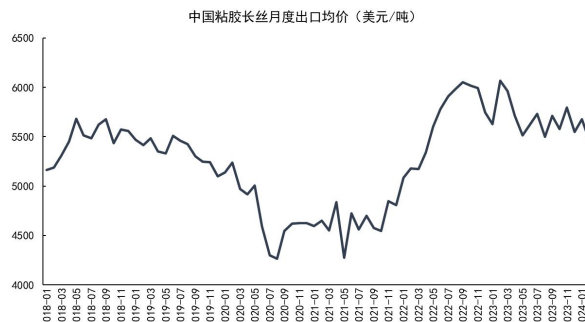
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图13: 粘胶长丝月度出口量



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图14: 粘胶长丝月度出口均价

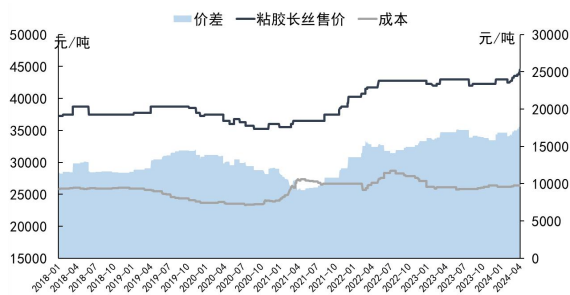


资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

◆ 四、国信化工观点: 预计粘胶长丝供需关系将持续趋紧, 看好行业保持高景气度

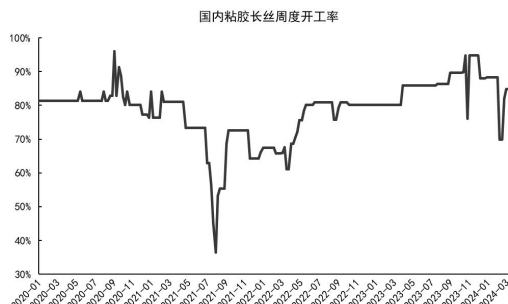
供需格局优化, 看好国内粘胶长丝价格上行。开工率方面, 粘胶长丝行业开工率也在稳步提升, 据百川盈孚数据, 近期粘胶长丝开工率为80-90%之间, 反应出市场需求持续高涨, 厂商增长加大产能利用率, 以应对快速增加的市场需求。**价格方面**, 2024年4月8日, 粘胶长丝市场均价为43500元/吨, 较月初上涨约500-800元/吨, 较年初上涨约1000元/吨, 较去年价格基本持平。目前仍处于服装及面料行业“金三银四”旺季, 叠加后续毕业季即将到来, 我们看好粘胶长丝价格维持高位, 并仍有进一步上涨的可能性。

图15: 国内粘胶长丝市场价格与价差走势



资料来源: 卓创资讯, 国信证券经济研究所整理

图16: 国内粘胶长丝开工率



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

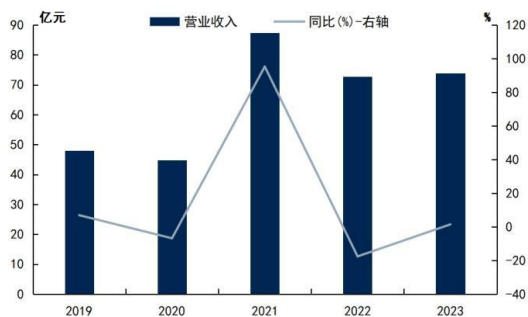
◆ 五、投资建议:

5.1 新乡化纤公司盈利预测及投资建议

新乡化纤公司中国化纤行业的重要企业之一，其生物质纤维素长丝产能（9万吨）位居行业第一，氨纶产能（20万吨）居国内前三位。新乡化纤以其产品的规模优势、品牌影响力、技术研发能力以及管理水平在行业中占据领先地位。**氨纶业务方面**，近年来，氨纶价格底部运行。2024年为又一个体育盛夏（欧洲杯、美洲杯、奥运会），运动服装有望带动氨纶行业景气边际向好。运动服装产量有望增加，叠加防晒衣、防晒口罩和冰丝袖套等装备也走俏市场，或将带动氨纶边际需求修复。**粘胶业务方面**，近期粘胶长丝价格开启上行趋势。粘胶长丝价格每上涨1000元/吨，业绩增厚约7000万元。

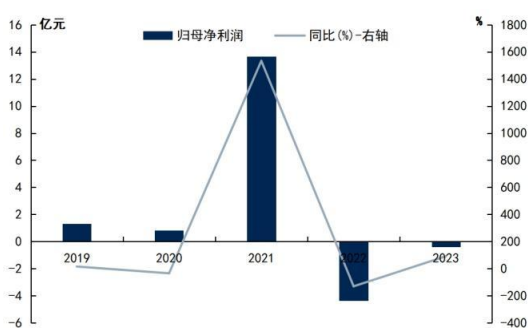
新乡化纤主要财务数据: 2023年，新乡化纤实现营业收入73.79亿元，同比增长1.43%；实现归母净利润-0.42亿元，同比增长90.3%，连续两年亏损。从公司营收及毛利构成看，2023年，粘胶长丝贡献了35%的营收和91%的毛利润，氨纶贡献了61%的营收和-2%的毛利润。

图1: 新乡化纤营业收入及增速



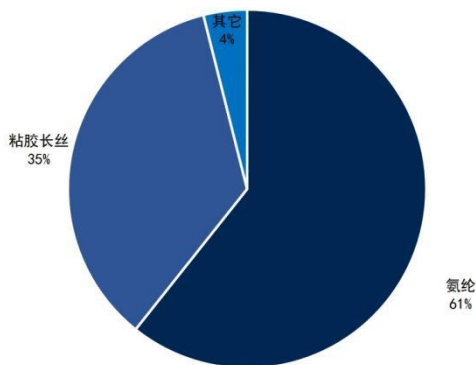
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 新乡化纤归母净利润及增速



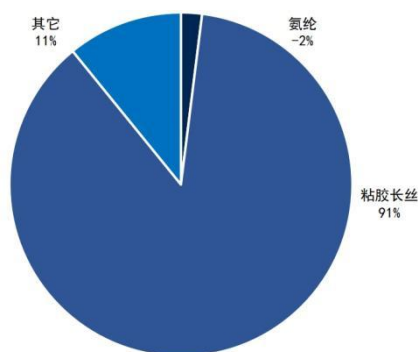
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 2023 年新乡化纤营收构成



资料来源: WInd, 国信证券经济研究所整理

图4: 2023 年新乡化纤毛利构成



资料来源: WInd, 国信证券经济研究所整理

5.1.1 新乡化纤盈利拆分: 假设前提

我们对新乡化纤的盈利预测基于以下假设条件:

1、氨纶产品: 自 2022 年起, 随着产能的持续投放, 氨纶行业步入景气下行周期, 目前氨纶价格已处于底部摸底阶段。2022-2023 年, 公司氨纶业务明显亏损, 拖累公司整体业绩。2023Q4, 氨纶主要原料 PTMEG 价格跌幅较大, 使得氨纶产品四季度盈利环比有所恢复, 2024Q1 延续小幅复苏趋势。公司具备 18 万吨/年的氨纶产能, 并有 2 万吨正在建设中。然而, 随着 2025 年后氨纶产能投产的结束, 并且伴随氨纶添加用量的渗透率增长, 氨纶行业供需状态有望改善。我们预计 2024-2026 年公司氨纶销量分别为 17、17、18 万吨, 基本高开工率运行; 价格逐步修复 3.1、3.3、3.5 万元/吨。考虑到原材料的波动性, 保守预计 2024-2026 年公司氨纶业务毛利率缓慢恢复, 分别为 3.2%、8.0%、10.5%。

2、粘胶长丝产品: 粘胶长丝性能出众, 国风潮流助力提花面料需求量明显增长。近三年来粘胶长丝景气度明显提升, 2021-2023 年公司粘胶长丝毛利率分别为 10.16%、14.30%、19.83%。2024 年 2 月至今, 粘胶长丝价格持续稳步上行。据我们及卓创资讯测算, 截至 4 月 8 日, 单吨粘胶长丝价差已达 1.3 万元/吨左右, 毛利润在 1 万元/吨左右, 净利润约 6000 元/吨。公司具备生物质纤维素长丝产能 9 万吨/年, 在建产能 1 万吨/年。粘胶长丝价格每上涨 1000 元/吨, 业绩增厚约 7000 万元。我们预计 2024-2026 年公司粘胶长丝销量分别为 8、8、7.5 万吨, 价格分别为 4.35、4.10、3.80 万元/吨, 毛利率分别为 25%、22%、20%, 呈下滑趋势。

3、其他: 假设其他业务基本保持稳定。

表3: 新乡化纤盈利拆分及预测

业务	项目	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
氨纶	营业收入(百万元)	2,803.71	6,425.60	4,231.60	4,478.20	5,270.00	5,610.00	6,300.00
	单价(元/吨)	27,408.62	66,407.61	38,258.32	28,016.59	31000	33000	35000
	销量(万吨)	10.23	9.68	11.06	15.98	17.00	17.00	18.00
	毛利率(%)	17.11	41.28	-1.44	-0.26	3.20	8.00	10.50
	毛利润(百万元)	479.71	2,652.49	-60.94	-11.64	168.64	448.80	661.50
粘胶长丝	营业收入(百万元)	1,338.02	2,045.19	2,560.35	2,611.14	3,480.00	3,280.00	2,850.00
	单价(元/吨)	32,338.07	30,469.74	36,880.43	37,955.93	43500	41000	38000
	销量(万吨)	4.14	6.71	6.94	6.88	8.00	8.00	7.50
	毛利率(%)	19.77	10.16	14.30	19.83	25.00	22.00	20.00
	毛利润(百万元)	264.53	207.79	366.13	517.79	870.00	721.60	570.00
面料坯布	营业收入(百万元)	51.05	29.16	21.15				
	毛利率(%)	15.04	18.83	8.78				
	毛利润(百万元)	7.68	5.49	1.86				
粘胶短纤维	营业收入(百万元)	55.83	1.56					
	毛利率(%)	-16.01	13.77					
	毛利润(百万元)	-8.94	0.21					
其它	营业收入(百万元)	65.09	66.23	3.85	289.40	300.00	300.00	300.00
	毛利率(%)	4.13	-2.50	9.17	22.32	23.00	22.00	22.00
	毛利润(百万元)	2.69	-1.66		64.59	69.00	66.00	66.00
其他业务	营业收入(百万元)	162.80	172.76	457.47		450.00	450.00	450.00
	毛利率(%)	33.31	14.56	3.09		15.00	15.00	15.00
	毛利润(百万元)	54.23	25.15	14.14		67.50	67.50	67.50
营业收入合计		4,476.50	8,740.50	7,274.42	7,378.74	9,500.00	9,640.00	9,900.00
营收增速		-6.8%	95.3%	-16.8%	1.4%	28.7%	1.5%	2.7%
营业成本/营业收入		82.1%	66.9%	95.6%	92.3%	87.6%	86.5%	86.2%
毛利润合计		799.90	2,889.48	321.19	570.74	1,175.14	1,303.90	1,365.00
毛利率		17.9%	33.1%	4.4%	7.7%	12.4%	13.5%	13.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所拆分并预测

备注: 盈利拆分及预测仅为国信证券经济研究所研究假设所得, 并非公司公告数据, 请以公司公告为准

综上所述, 预计未来 2024-2026 年公司营收 95.0/96.4/99.0 亿元, 同比增长 28.7%/1.5%/2.7%。预计未来 2024-2026 年公司毛利率分别为 12.4%/13.5%/13.8%, 毛利分别为 11.75/13.04/13.65 亿元。

5.1.2 新乡化纤相对估值: 3.88-5.04 元

考虑公司的业务特点, 我们采用相对估值方法来估算公司的合理价值区间。

新乡化纤主营产品为氨纶、粘胶纤维等, 成立时间为 1997 年 1 月, 实际控制人为新乡市财政局。选取业务相近、成立时间接近的公司作为可比公司: **1、泰和新材**: 主营产品氨纶、间位芳纶、对位芳纶, 成立时间为 1993 年 5 月, 仅比新乡化纤早 5 年。实际控制人为烟台市人民政府国有资产监督管理委员会; **2、华峰化学**: 是全国最大的氨纶纤维制造企业, 市占率为全国第一, 氨纶业务在全国具有较强的竞争力。公司成立日期为 1999 年 12 月, 仅比新乡化纤晚 2 年, 为民营企业; **3、三友化工**: 粘胶短纤产能约 78 万吨。公司成立日期为 1999 年 12 月, 实际控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会。粘胶长丝因其丝质细腻、光泽好, 常用于制作仿真丝、绸缎、绉纱等高档面料, 也可用于制作针织品和轻薄织物; 粘胶短纤则广泛应用于棉纺行业, 与棉、麻、羊毛等其他纤维混纺, 生产各种服装面料、家用纺织品和工业用纺织品。

化纤行业周期性显著, 周期性行业盈利波动较大, 使用 PB 估值可以减少盈利波动对估值的影响, 从而关注公司的资产价值。故相对估值方面我们采取 PB 估值法, 新乡化纤 2024E PB 低于可比公司估值。若按 PB

1-1.3X 估值，我们预计公司股价区间为 3.88-5.04 元。

表4: 新乡化纤: 可比公司估值

股票代码	股票简称 主营产品	股价 (2024.4.8)	BPS (每股净资产)			PB			PE (2024E)	总市值 (亿元)
			2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
002254.SZ	泰和新材 芳纶、氨纶、军工用品、 锂电用品等	12.11	5.77	7.90	6.83	2.10	1.53	1.77	15.72	104.61
002064.SZ	华峰化学 氨纶、聚醚多元醇、聚 氨酯产品、己二酸等	7.28	4.66	4.67	5.46	1.56	1.56	1.33	13.55	361.27
600409.SH	三友化工 粘胶短纤、纯碱、PVC 等	5.27	6.43	6.69	7.27	0.82	0.79	0.72	10.77	108.79
平均值						1.49	1.29	1.28	13.35	
000949.SZ	新乡化纤 氨纶、粘胶长丝等	3.79	3.76	3.71	3.88	1.01	1.02	0.98	21.52	55.59

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

备注: 新乡化纤盈利预测为国信证券经济研究所预测, 其余公司为 Wind 一致性预测

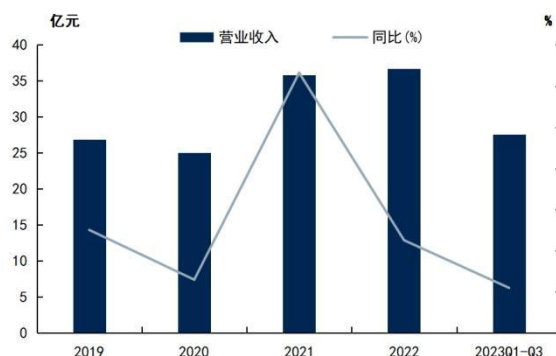
由相对估值法, 我们认为股票合理估值区间在 4.88-5.04 元之间, 2023 年动态市净率 1-1.3X, 相对于目前股价有 30%-33% 溢价空间。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别达到 2.45/3.13/3.47 亿元, 每股收益 0.17/0.21/0.24 元/股, 对应当前 PE 分别为 29.7/21.3/17.2 倍; 每股净资产分别为 3.88/4.09/4.24 元/股, 对应当前 PB 分别为 0.93/0.88/0.85 倍。**2024 年公司经营状况明显向好, 调高评级至“买入”评级。**

5.2 吉林化纤公司盈利预测及投资建议

吉林化纤始建于 1960 年, 是集化纤生产、商业贸易、建筑安装等为一体的大型、综合性企业, 公司主导产品为粘胶长丝和粘胶短纤, 均属纺织工业原料中化纤行业粘胶纤维产品系列, 是中国化纤行业十强企业之一。目前公司粘胶长丝产能为 8 万吨/年, 粘胶短纤产能 12 万吨/年。近几年公司重点拓展碳纤维业务, 现拥有碳纤维复材产能 1.2 万吨/年, 另有 1.2 万吨/年在建产能, 小丝束碳纤维产能 600 吨/年。**粘胶业务方面**, 近期粘胶长丝价格开启上行趋势, 我们预计粘胶长丝价格每上涨 1000 元/吨, 业绩增厚约 6000 万元。

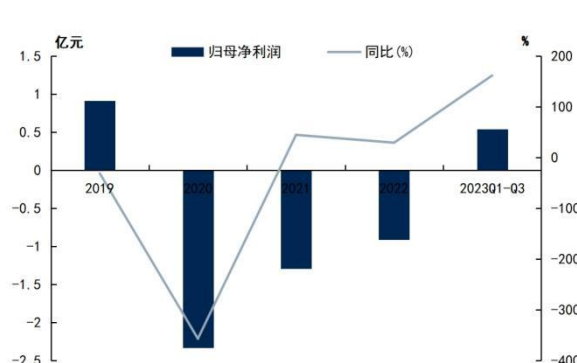
吉林化纤主要财务数据: 2023 年前三季度, 吉林化纤实现营业收入 27.56 亿元, 同比下降 9.08%; 实现归母净利润 0.54 亿元, 同比增长 161.6%, 另据公司业绩预告, 2023 年公司预计实现归母净利润 2400 万元 - 3500 万元, 连续三年亏损后实现扭亏为盈。从公司营收及毛利构成看, 2023 年上半年, 粘胶纤维 (主要为粘胶长丝) 贡献了 71% 的营收和 92% 的毛利润, 碳纤维贡献了 10% 的营收和 2% 的毛利润。

图5: 吉林化纤营业收入及增速



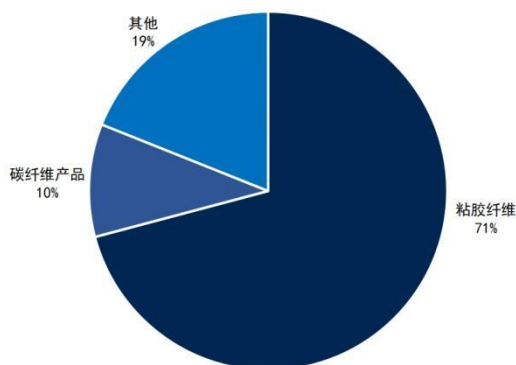
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 吉林化纤归母净利润及增速



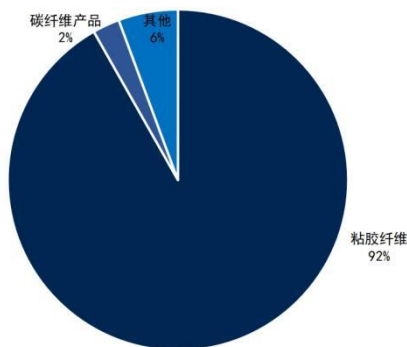
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 2023 年上半年吉林化纤营收构成



资料来源: WInd, 国信证券经济研究所整理

图8: 2023 年上半年吉林化纤毛利构成



资料来源: WInd, 国信证券经济研究所整理

5.2.1 吉林化纤盈利拆分: 假设前提

我们对吉林化纤的盈利预测基于以下假设条件:

1、**粘胶长丝产品:** 粘胶长丝性能出众, 国风潮流助力提花面料需求量明显增长。近三年来粘胶长丝景气度明显提升, 2020-2022 年公司粘胶长丝毛利率分别为 17.53%、12.01%、13.53%。2024 年 2 月至今, 粘胶长丝价格持续稳步上行。据我们及卓创资讯测算, 截至 4 月 8 日, 单吨粘胶长丝价差已达 1.3 万元/吨左右, 毛利润在 1 万元/吨左右, 净利润约 6000 元/吨。吉林化纤拥有粘胶长丝产能 8 万吨/年, 粘胶长丝价格每上涨 1000 元/吨, 公司业绩将增厚约 7000 万元。我们预计 2023-2025 年公司粘胶长丝销量分别为 7、7、7 万吨, 价格分别为 3.80、4.35、4.10 万元/吨, 毛利率分别为 16%、22%、22%。

2、**碳纤维产品:** 2023 年, 国内碳纤维产能持续增加, 而下游需求不及预期, 成本压力向上传导, 叠加上下游库存积压, 民用市场竞争激烈, 年内碳纤维市场价格连续走跌, 据百川盈孚, 2023 年 12 月底碳纤维市场均价为 9.48 万元/吨, 较年初下降近 6.23 万元/吨, 降幅为 39.65%。2024 年第一季度碳纤维国内市场价格低位盘整, 季度市场平均价格为 9.54 万元/吨, 较 2023 年四季度均价上涨 150 元/吨, 涨幅为 0.16%。4 月初碳纤维单吨毛利润约-6262 元/吨, 理论毛利率-6.61%, 亏损幅度较 2023 年末收窄但较 2024 年初扩大, 我们预计碳纤维行业供过于求矛盾仍将持续 2-3 年, 价格将长期在成本线附近运行, 假设 202-2025 年公司碳纤维销量分别为 3500、5000、7000 吨, 销售单价分别为 10.62、8.41、8.41 万元/吨, 毛利率分别为-6%、-6%、-5%。

3、**其他:** 假设其他业务基本保持稳定。

表5：吉林化纤盈利拆分及预测

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
粘胶纤维						
营业收入（万元）	239383.16	340182.06	318046.17	265991.51	304500.00	287000.00
营业成本（万元）	224232.20	311770.76	286502.66	223480.87	237510.00	223860.00
毛利润（万元）	15150.96	28411.31	31543.51	42510.64	66990.00	63140.00
毛利率	6.33%	8.35%	9.92%	15.98%	22.00%	22.00%
碳纤维						
营业收入（万元）			12684.28	37168.14	42035.40	58849.56
营业成本（万元）			12398.28	43539.82	47079.65	63053.10
毛利润（万元）			286.01	-6371.68	-5044.25	-4203.54
毛利率			2.25%	-6.00%	-6.00%	-5.00%
其他业务						
营业收入（万元）	10588.29	17833.40	36233.58	60000	60000	60000
营业成本（万元）	7503.88	14470.29	36964.01	60600	60000	59400
毛利润（万元）	3084.41	3363.10	-730.44	-600	0	600
毛利率	29.13%	18.86%	-2.02%	-1%	0%	1%
合计						
营业收入（万元）	249971.45	358015.46	366964.03	363159.65	406535.40	405849.56
营业成本（万元）	231736.08	326241.05	335864.95	327620.69	344589.65	346313.10
毛利润（万元）	18235.37	31774.41	31099.08	35538.96	61945.75	59536.46
毛利率	7.29%	8.88%	8.47%	9.79%	15.24%	14.67%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所拆分并预测

备注：盈利拆分及预测仅为国信证券经济研究所研究假设所得，并非公司公告数据，请以公司公告为准

综上所述，预计未来 2023-2025 年公司营收 36.32/40.65/40.58 亿元，同比增长-1.04%/11.94%/-0.17%。预计未来 2023-2025 年公司毛利率分别为 9.79%/15.24%/14.67%，毛利润分别为 3.55/6.19/5.95 亿元。

5.2.2 吉林化纤相对估值：3.72-4.28 元

考虑公司的业务特点，我们相对估值的方法来估算公司的合理价值区间。

吉林化纤主营产品为粘胶纤维等，选取业务相近接近的公司作为可比公司：**1、泰和新材**：主营产品氨纶、间位芳纶、对位芳纶，实际控制人为烟台市人民政府国有资产监督管理委员会；**2、华峰化学**：是全国最大的氨纶纤维制造企业，市占率为全国第一，氨纶业务在全国具有较强的竞争力，公司为民营企业；**3、三友化工**：粘胶短纤产能约 78 万吨。公司成立日期为 1999 年 12 月，实际控制人为唐山市人民政府国有资产监督管理委员会。粘胶长丝因其丝质细腻、光泽好，常用于制作仿真丝、绸缎、绉纱等高档面料，也可用于制作针织品和轻薄织物；粘胶短纤则广泛应用于棉纺行业，与棉、麻、羊毛等其他纤维混纺，生产各种服装面料、家用纺织品和工业用纺织品。

化纤行业周期性显著。周期性行业盈利波动较大，使用 PB 估值可以减少盈利波动对估值的影响，从而关注公司的资产价值。故相对估值方面我们采取 PB 估值法，吉林化纤 2024E PB 高于可比公司估值。若按 PB 2-2.3X 估值，我们预计公司股价区间为 3.72-4.28 元。

表6: 吉林化纤: 可比公司估值

股票代码	股票简称	主营产品	股价 (2024.4.8)	BPS(每股净资产)			PB			PE (2024E)	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
002254.SZ	泰和新材	芳纶、氨纶、军工用品、锂电用品等	12.11	5.77	7.90	6.83	2.10	1.53	1.77	15.72	104.61
002064.SZ	华峰化学	氨纶、聚醚多元醇、聚氨酯产品、己二酸等	7.28	4.66	4.67	5.46	1.56	1.56	1.33	13.55	361.27
600409.SH	三友化工	粘胶短纤、纯碱、PVC等	5.27	6.43	6.69	7.27	0.82	0.79	0.72	10.77	108.79
平均值							1.49	1.29	1.28	13.35	
000420.SZ	吉林化纤	粘胶长丝、碳纤维等	3.59	1.76	1.77	1.86	2.1	2.1	2.0	35.7	88.27

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

备注: 新乡化纤盈利预测为国信证券经济研究所预测, 其余公司为 Wind 一致性预测

由相对估值法, 我们认为股票合理估值区间在 3.72-4.28 元之间, 2023 年动态市净率 2-2.3X, 相对于目前股价有 3.62%-19.16% 溢价空间。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别达到 0.31/2.54/2.50 亿元, 每股收益 0.01/0.10/0.10 元/股, 对应当前 PE 分别为 294.0/35.7/36.3 倍。首次覆盖, 给予“增持”评级。

5.3 投资建议

我们建议关注粘胶长丝主要上市公司: 【**新乡化纤**】: 粘胶长丝产能 9 万吨, 另有 20 万吨氨纶产能, 氨纶价格底部运行。粘胶长丝价格每上涨 1000 元/吨, 业绩增厚约 7000 万元; 【**吉林化纤**】: 粘胶长丝产能 8 万吨, 价格每上涨 1000 元/吨, 业绩增厚约 6000 万元。此外, 近几年公司重点拓展碳纤维业务。

表7: 相关公司盈利预测及投资评级

股票代码	股票简称	投资评级	股价 (2024.4.8)	BPS			PB			PE (2024.4.8)	总市值 (亿元)
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E		
000949.SZ	新乡化纤	买入	3.79	3.76	3.71	3.88	0.96	0.97	0.93	21.52	55.59
000420.SZ	吉林化纤	增持	3.59	1.76	1.77	1.86	2.10	2.08	1.99	35.67	88.27

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示:

政策风险

宏观经济周期风险: 粘胶长丝下游主要为纺织轻工领域, 其发展状况与宏观经济周期紧密相连。在当前宏观经济面临下行压力的背景下, 粘胶长丝行业可能遭遇需求减缓的风险。经济增长放缓通常会导致消费者支出减少, 企业投资降低, 进而影响到粘胶长丝的市场需求量。此外, 宏观经济的不确定性也可能增加企业运营的难度, 导致生产和销售计划的调整, 对企业的盈利能力构成挑战。

产业政策风险: 在粘胶长丝行业中, 产业政策对行业的发展具有重要指导和限制作用。当前政策环境下, 新建产能受限的规定可能导致行业内部竞争格局固化, 限制了行业的扩张。另外, 政策的不连续性或未来可能的调整也给企业带来了不确定性。如果未来政策发生变化, 允许新建产能或对现有产能进行技术改造, 可能会引发市场竞争加剧, 对现有企业的市场份额和盈利能力构成威胁。同时, 环保政策的加强和资源配置的优化也可能对粘胶长丝行业的生产成本和运营模式产生影响。

贸易政策波动风险：粘胶长丝行业的出口业务易受贸易政策的影响。国际市场上的关税调整、贸易保护措施、出口限制等政策的变动都可能对行业的出口量和价格产生重大影响，如印度近几年对我国粘胶长丝的反倾销调查。全球贸易政策的不确定性增加了企业的经营风险，可能对企业的国际竞争力和市场份额产生不利影响。

经营风险

下游需求不及预期风险：粘胶长丝行业的发展受到下游需求的直接影响，尤其是马面裙等国风服饰等纺织品的需求。如果下游市场需求增长未达到预期，可能会导致粘胶长丝的销量下降，从而影响整个行业的盈利能力和发展势头。例如，消费者偏好的变化、宏观经济环境的波动或特定行业调整都可能导致下游需求减弱。

产品价格大幅波动风险：粘胶长丝产品价格的稳定性对企业的盈利模式至关重要。市场价格的大幅波动可能会导致企业收入和利润的不稳定，影响企业的财务规划和投资决策。价格波动可能由供需关系的变化、原材料成本的波动、市场竞争状况等多种因素引起，这些都可能对企业的定价策略和盈利能力造成挑战。

原材料供应稳定性波动风险：粘胶长丝的生产依赖于一系列原材料，如棉浆粕、木浆粕、化工原料和添加剂等。这些原材料的供应稳定性和价格波动对粘胶长丝的生产成本和产品质量有着直接的影响。原材料供应的不稳定可能导致生产中断或成本增加，而原材料价格的波动则可能侵蚀企业的利润空间，影响产品的市场竞争力。

安全生产风险：粘胶长丝的生产过程通常涉及高能耗和可能的环境污染问题。首先，高能耗的生产方式可能导致能源成本的增加，影响企业的经济效益。其次，生产过程中可能产生的废水、废气和固体废物若未得到妥善处理，不仅会对环境造成破坏，还可能引发环保法规的处罚和社会舆论的压力。粘胶长丝生产过程中可能涉及的化学物质和机械设备若管理不当，也可能带来安全隐患，如火灾、爆炸、泄漏等事故。一旦发生安全事故，不仅会导致生产中断，还可能面临法律责任和经济损失。

相关研究报告：

- 《化工行业 2024 年 4 月投资策略-看好油气、制冷剂、煤制烯烃、民爆的投资方向》 ——2024-04-02
- 《油气行业 2024 年 3 月月报——供给端持续收紧，国际油价创年内新高》 ——2024-04-02
- 《2024 年 2 月油气月报：地缘政治冲突加剧，原油价格持续上行》 ——2024-03-03
- 《化工行业 2024 年 3 月投资策略-看好油气、制冷剂、轮胎、MDI 的投资方向》 ——2024-03-01
- 《油气行业 2024 年 1 月月报-全球供给影响，原油价格上行》 ——2024-02-05

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032