

新乡化纤 (000949.SZ)

增持 (维持)

生物质纤维素长丝盈利大幅增长, 氨纶市场行情偏弱

事件: 公司发布 2024 年年报, 报告期内实现营业收入 73.66 亿元, 同比下降 0.18%, 归母净利润 2.46 亿元, 扣非净利润 2.32 亿元, 同比均扭亏为盈; 其中四季度单季实现收入 18.08 亿元, 同比下降 3.67%, 环比增长 2.61%, 归母净利润 0.46 亿元, 同比扭亏为盈, 环比下降 3.21%。

□ 生物质纤维素长丝盈利大幅增长, 氨纶市场行情偏弱。2024 年生物质纤维素长丝行业产能略有增长, 下游整体需求受新风等消费趋势影响有所增长, 生物质纤维素长丝的利润水平大幅增长; 氨纶纤维行业供需双增, 且行业集中度持续提升, 行业竞争环境及行业格局小幅改善, 但受主要原料 PTMEG 价格波动叠加下游织造开工偏弱影响, 氨纶纤维价格下行调整, 行业市场行情较差。报告期内, 公司氨纶纤维实现收入 40.80 亿元, 同比下降 8.88%, 毛利率 0.30%, 同比提高 0.56 pct, 销量 17.18 万吨, 同比增长 7.45%; 生物质纤维素长丝实现收入 29.83 亿元, 同比提高 14.25%, 毛利率 24.50%, 同比提高 4.67 pct, 销量 8.17 万吨, 同比增长 18.76%。

□ 生物质纤维素长丝市场平稳, 公司具有较强的竞争优势。2024 年生物质纤维素长丝市场均价 43734 元/吨, 同比上涨 1.39%, 目前市场基本保持平稳。我国是全球最大的生物质纤维素长丝生产国, 2024 年国内总产能约为 25 万吨, 近年来行业不断洗牌后集中度越来越高, 公司产能 10 万吨/年。多年来, 公司持续进行产品开发与技术创新, 菌草纤维、首赛尔、瑞赛尔等众多新品引领行业绿色发展, 进入新质发展新赛道。随着产能的扩大, 设备和工艺不断改进, 公司的一体化配套装备具有低能耗、高效率的优势, 公司生物质纤维素长丝产能规模、装备水平、产品质量均居行业龙头地位。

□ 氨纶价格处于近几年底部, 公司规模和技术国内领先。2024 年氨纶市场均价 2.64 万元/吨, 同比下跌 17.18%, 2025 年一季度价格触底小幅反弹, 处于近几年底部。我国是全球最大的氨纶生产和消费国, 2024 年国内氨纶纤维产能约为 137 万吨, 行业龙头企业具有规模优势, 核心竞争力较强, 逐步向差异化氨纶产品转化。氨纶下游需求自然增长与渗透率不断提高, 我国氨纶消费量整体处于增长状态。公司氨纶业务规模、技术水平在我国氨纶行业的第一梯队地位不断巩固。公司氨纶纤维产能为 20 万吨, 差异化氨纶生产线居国际领先水平, 公司“白鹭”牌氨纶纤维品种丰富、规格齐全, 可满足客户的多种需求, 超细旦超柔软等差异化氨纶品质优良, 获得市场的高度认可。

□ 维持“增持”投资评级。由于氨纶行业市场低迷, 我们调整盈利预测, 预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 2.56 亿、3.93 亿、5.08 亿元, EPS 分别为 0.15、0.23、0.30 元, 当前股价对应 PE 分别为 30、19、15 倍, 维持“增持”投资评级。

□ 风险提示: 产品价格下跌、原材料价格波动、下游市场需求不及预期。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 7379 | 7366 | 7560 | 8360 | 9000 |
| 同比增长 | 1% | -0% | 3% | 11% | 8% |
| 营业利润(百万元) | 16 | 264 | 305 | 466 | 600 |

周期/化工

目标估值: NA

当前股价: 4.47 元

基础数据

| | |
|-------------|--------------|
| 总股本(百万股) | 1700 |
| 已上市流通股(百万股) | 1700 |
| 总市值(十亿元) | 7.6 |
| 流通市值(十亿元) | 7.6 |
| 每股净资产(MRQ) | 3.8 |
| ROE(TTM) | 3.8 |
| 资产负债率 | 49.9% |
| 主要股东 | 新乡白鹭投资集团有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 26.02% |

股价表现

| % | 1m | 6m | 12m |
|------|----|----|-----|
| 绝对表现 | 1 | 33 | 63 |
| 相对表现 | 0 | 27 | 52 |



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

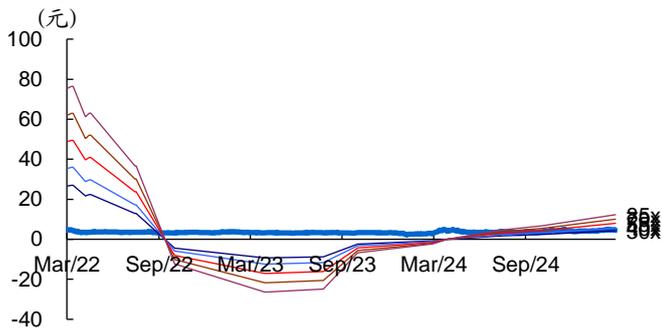
- 《新乡化纤(000949)一、二季度业绩环比大幅增长, 粘胶长丝景气度上行》2024-08-16
- 《新乡化纤(000949)一、二季度业绩拐点确认, 预计二季度环比继续大幅增长》2024-04-29
- 《新乡化纤(000949)一全球粘胶长丝行业龙头, 国潮风催生市场新需求》2024-04-17

□ 周锋 S1090515120001
zhouzheng3@cmschina.com.cn
曹承安 S1090520080002
caochengan@cmschina.com.cn

| | | | | | |
|------------|--------|-------|------|------|------|
| 同比增长 | -103% | 1500% | 16% | 52% | 29% |
| 归母净利润(百万元) | (42) | 246 | 256 | 393 | 508 |
| 同比增长 | -90% | 扭亏为盈 | 4% | 54% | 29% |
| 每股收益(元) | -0.02 | 0.14 | 0.15 | 0.23 | 0.30 |
| PE | -180.3 | 31.0 | 29.7 | 19.3 | 15.0 |
| PB | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |

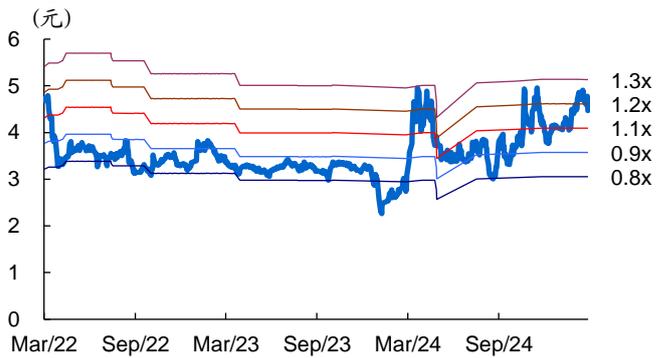
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 新乡化纤历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 新乡化纤历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 流动资产 | 4001 | 4719 | 4799 | 5178 | 5618 |
| 现金 | 1298 | 1014 | 1039 | 1052 | 1203 |
| 交易性投资 | 50 | 20 | 20 | 20 | 20 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收款项 | 1276 | 1445 | 1463 | 1618 | 1742 |
| 其它应收款 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 1171 | 1872 | 1900 | 2072 | 2207 |
| 其他 | 205 | 367 | 377 | 415 | 446 |
| 非流动资产 | 7992 | 8361 | 8201 | 8062 | 7939 |
| 长期股权投资 | 152 | 215 | 215 | 215 | 215 |
| 固定资产 | 6040 | 7223 | 7091 | 6976 | 6876 |
| 无形资产商誉 | 277 | 274 | 247 | 222 | 200 |
| 其他 | 1524 | 649 | 649 | 649 | 649 |
| 资产总计 | 11993 | 13080 | 13001 | 13240 | 13557 |
| 流动负债 | 3821 | 3558 | 3677 | 4077 | 3970 |
| 短期借款 | 812 | 819 | 869 | 1119 | 1893 |
| 应付账款 | 1805 | 1522 | 1552 | 1691 | 1802 |
| 预收账款 | 91 | 105 | 107 | 116 | 124 |
| 其他 | 1114 | 1112 | 1149 | 1150 | 151 |
| 长期负债 | 2725 | 2966 | 2566 | 2066 | 2066 |
| 长期借款 | 2527 | 2697 | 2297 | 1797 | 1797 |
| 其他 | 198 | 269 | 269 | 269 | 269 |
| 负债合计 | 6546 | 6524 | 6243 | 6143 | 6035 |
| 股本 | 1467 | 1700 | 1700 | 1700 | 1700 |
| 资本公积金 | 2335 | 2956 | 2956 | 2956 | 2956 |
| 留存收益 | 1645 | 1841 | 2046 | 2388 | 2817 |
| 少数股东权益 | 0 | 58 | 56 | 53 | 49 |
| 归属于母公司所有者权益 | 5447 | 6498 | 6702 | 7044 | 7474 |
| 负债及权益合计 | 11993 | 13080 | 13001 | 13240 | 13557 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------------|--------------|-----------|-----------|------------|
| 经营活动现金流 | 566 | (269) | 1243 | 1158 | 1289 |
| 净利润 | (42) | 244 | 253 | 390 | 504 |
| 折旧摊销 | 762 | 864 | 960 | 940 | 923 |
| 财务费用 | 135 | 131 | 132 | 122 | 112 |
| 投资收益 | 9 | 7 | (79) | (79) | (79) |
| 营运资金变动 | (355) | (1522) | (24) | (218) | (173) |
| 其它 | 58 | 8 | 0 | 3 | 2 |
| 投资活动现金流 | (623) | (744) | (721) | (721) | (721) |
| 资本支出 | (599) | (778) | (800) | (800) | (800) |
| 其他投资 | (24) | 35 | 79 | 79 | 79 |
| 筹资活动现金流 | (11) | 712 | (496) | (423) | (417) |
| 借款变动 | 102 | (107) | (313) | (250) | (227) |
| 普通股增加 | 0 | 234 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | (21) | 621 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | 0 | (51) | (51) | (79) |
| 其他 | (91) | (36) | (132) | (122) | (112) |
| 现金净增加额 | (68) | (301) | 25 | 13 | 150 |

利润表

| 单位：百万元 | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|-------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业总收入 | 7379 | 7366 | 7560 | 8360 | 9000 |
| 营业成本 | 6808 | 6552 | 6679 | 7280 | 7756 |
| 营业税金及附加 | 68 | 79 | 82 | 90 | 97 |
| 营业费用 | 33 | 31 | 32 | 35 | 38 |
| 管理费用 | 201 | 221 | 227 | 251 | 270 |
| 研发费用 | 104 | 119 | 122 | 135 | 145 |
| 财务费用 | 122 | 119 | 132 | 122 | 112 |
| 资产减值损失 | (44) | (60) | (60) | (60) | (60) |
| 公允价值变动收益 | (0) | (0) | (0) | (0) | (0) |
| 其他收益 | 27 | 86 | 86 | 86 | 86 |
| 投资收益 | (9) | (7) | (7) | (7) | (7) |
| 营业利润 | 16 | 264 | 305 | 466 | 600 |
| 营业外收入 | 3 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 营业外支出 | 3 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 利润总额 | 16 | 258 | 299 | 460 | 594 |
| 所得税 | 58 | 14 | 46 | 70 | 90 |
| 少数股东损益 | 0 | (2) | (2) | (3) | (4) |
| 归属于母公司净利润 | (42) | 246 | 256 | 393 | 508 |

主要财务比率

| | 2023 | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业总收入 | 1% | -0% | 3% | 11% | 8% |
| 营业利润 | -103% | 1500% | 16% | 52% | 29% |
| 归母净利润 | -90% | 扭亏为盈 | 4% | 54% | 29% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 7.7% | 11.1% | 11.7% | 12.9% | 13.8% |
| 净利率 | -0.6% | 3.3% | 3.4% | 4.7% | 5.6% |
| ROE | -0.8% | 4.1% | 3.9% | 5.7% | 7.0% |
| ROIC | -2.0% | 3.5% | 3.4% | 4.6% | 5.4% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 54.6% | 49.9% | 48.0% | 46.4% | 44.5% |
| 净负债比率 | 36.7% | 34.2% | 32.0% | 29.6% | 27.2% |
| 流动比率 | 1.0 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 1.4 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.8 | 0.8 | 0.8 | 0.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| 存货周转率 | 5.8 | 4.3 | 3.5 | 3.7 | 3.6 |
| 应收账款周转率 | 6.6 | 5.4 | 5.2 | 5.4 | 5.4 |
| 应付账款周转率 | 4.8 | 3.9 | 4.3 | 4.5 | 4.4 |
| 每股资料(元) | | | | | |
| EPS | -0.02 | 0.14 | 0.15 | 0.23 | 0.30 |
| 每股经营净现金 | 0.33 | -0.16 | 0.73 | 0.68 | 0.76 |
| 每股净资产 | 3.20 | 3.82 | 3.94 | 4.14 | 4.40 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.03 | 0.03 | 0.05 | 0.06 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | -180.3 | 31.0 | 29.7 | 19.3 | 15.0 |
| PB | 1.4 | 1.2 | 1.1 | 1.1 | 1.0 |
| EV/EBITDA | 14.4 | 10.4 | 9.2 | 8.4 | 7.9 |

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。