

打造全球“氨纶+粘胶长丝”双龙头，氨纶景气向上

新乡化纤 (000949)

氨纶行业景气持续提升。自 2020 年 8 月以来氨纶 40D 价格已从 2.8 万元/吨上涨至当前的 6.3 万元/吨以上，涨幅达 125%，氨纶 40D 价差从 1.5 万元/吨涨至 2.7 万元/吨左右，涨幅达 80%。氨纶 20D 价格已从 3.5 万元/吨上涨至 8.0 万元/吨以上，涨幅达 129%，氨纶 20D 价差从 2.2 万元/吨涨至 4.5 万元/吨左右，涨幅高达 105%。上游成本支撑，下游需求旺盛，原料成本与需求的双重驱动下氨纶价格和价差易涨难跌，预计 2021 年将延续卖方市场格局。**供应端来看**，2020 年国内氨纶产能达到 90 万吨，同比增速 3.5%。2021 年年内氨纶供应有限。库存天数低至 13 天，为近 4 年低点。**需求端来看**，2020 年 Q3 以来，下游纺织服装景气上行，开机率及新增机器大幅增加，带动氨纶需求快速改善。随着消费观念转变及消费需求升级，消费者对运动休闲类服装需求越来越多，对服装功能要求越来越高。随着海外经济复苏趋势显著，海外订单大幅回流，出口明显增长，未来氨纶需求有 6%-10% 的稳定增速。

产能持续扩张位居行业龙头，公司氨纶设备成本优势明显。2014-2020 年公司不断加码氨纶产业，公司氨纶产能从 2 万吨稳步提升至 10 万吨（均为 2015 年后的新增产能），全国产能占比 11% 左右，稳居氨纶行业龙头地位。“年产 10 万吨高品质超细旦氨纶纤维项目一期、二期投产后公司氨纶产能将达 16 万吨。公司氨纶产品 20D 占比 30% 以上，是国内最大的 20D 生产企业。20D 价差涨幅显著高于 40D，公司作为国内最大的氨纶 20D 生产企业，受益程度显著高于行业平均。公司氨纶装置加权平均总成本处于行业较低水平，公司保价能力强，利润改善明显。

粘胶长丝产能全球第一，成本优势保障毛利率行业领先。2020 年全国粘胶长丝产能 20 万吨，生产企业仅余 4 家，其中前三家产能占比 90% 以上，属于显著的寡头垄断行业。新乡化纤粘胶长丝产能 8 万吨，市场占有率 38%，产能全球第一，成本优势助力公司毛利行业领先。随着海外疫情的逐步改善，公司粘胶长丝销量已基本恢复至疫情前水平。随着全球宏观经济的回暖，仍处于低位的粘胶长丝价格有望迎来上涨。

盈利预测与估值：预计公司 2020 年、2021 年和 2022 年收入 45.5 亿元、64.0 亿元、72.9 亿元，归母净利润分别为 0.93 亿元、7.27 亿元和 8.91 亿元，EPS 0.07 元、0.58 元和 0.71 元，PE 58.3X、7.4X 和 6.1X。基于 2021 年盈利预测给予 15 倍 PE 估值，目标价 8.7 元，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，项目投产不及预期，需求不达预期

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

郑勇

zhengyong@csc.com.cn

010-85130262

SAC 执证编号：S1440518100005

发布日期：2021 年 03 月 16 日

当前股价：4.29 元

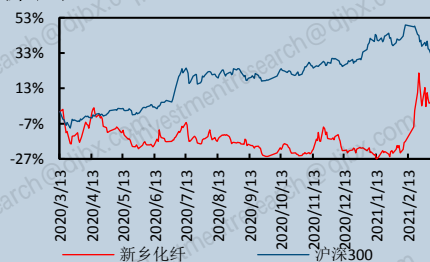
目标价格 6 个月：8.7 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
25.07/39.92	33.64/32.51	-5.64/-30.81
12 月最高/最低价 (元)		5.03/2.98
总股本 (万股)		125,765.6
流通 A 股 (万股)		125,707.74
总市值 (亿元)		53.95
流通市值 (亿元)		53.93
近 3 月日均成交量 (万股)		2,654.35
主要股东		
新乡白鹭投资集团有限公司		30.17%

股价表现



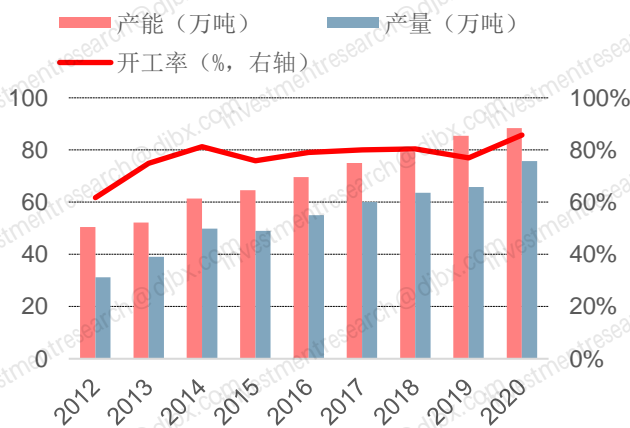
相关研究报告

20.04.16 【中信建投化学纤维】新乡化纤 (000949):2020 年一季度预告点评：一季度业绩预增 125%-186%，口罩带动粗旦氨纶需求增长

氨纶

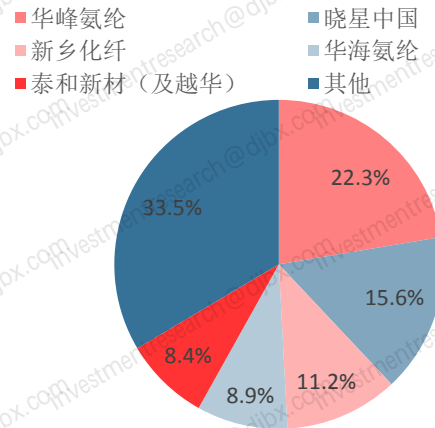
国内氨纶供应有序，龙头市占率大幅提升。2020 年国内氨纶产能达到 90 万吨，同比增速为 3.5%，开工率为 85.7%，产量为 75.8 万吨。2020-2021 两年，产能增长有限，氨纶供给有序，2022 年以后新增产能也集中在新乡化纤、华峰化学、泰和新材等龙头企业。氨纶行业具有明显的头部效应，行业产能集中度从 2015 年的 49.2% 提升至 2020 年的 66.5%。

图表1：氨纶产能与产量



资料来源：百川，中信建投

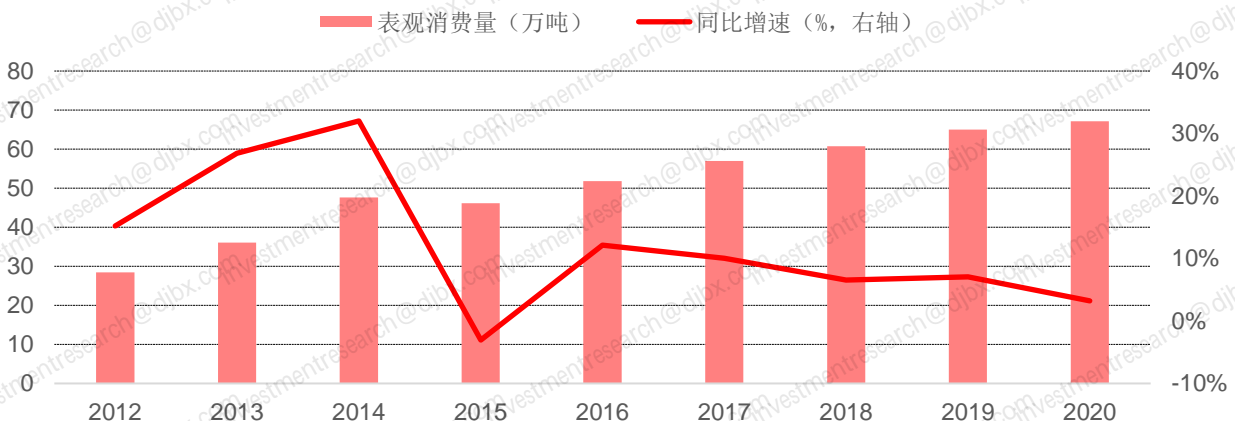
图表2：2020 年氨纶行业集中度



资料来源：公司公告，中信建投

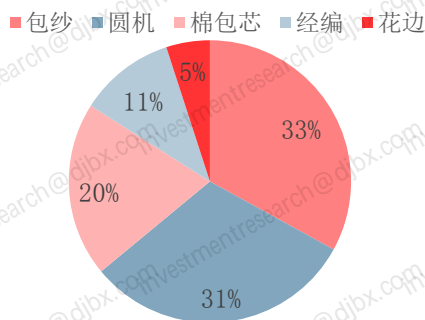
氨纶表观消费量呈逐年上升趋势。2020 年国内氨纶表观消费量 67 万吨，同比增长 3.2%。经过 2016 年的回暖之后，国内氨纶表观消费量持续逐年增长。2016-2020 年均复合增长率 6.7%。氨纶应用范围不断扩大，正所谓“无氨不成布”。一般面料氨纶含量为 5%-8%，运动面料为 15%-20%，运动服装需求大幅增加，添加比例提升，表观需求稳定增长。由于氨纶产品其特有的弹性以及不断丰富的差异化功能性，在可预见的将来没有优质的替代品，氨纶下游应用多样化趋势将不断扩大，预计未来氨纶需求有 6%-10%的稳定增速。

图表3：氨纶表观消费量

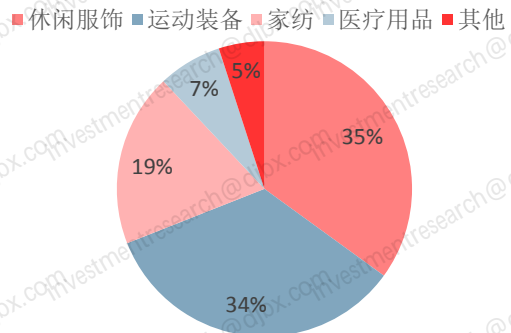


资料来源：卓创资讯，中信建投

图表4：氨纶下游应用分布



图表5：氨纶终端应用分布

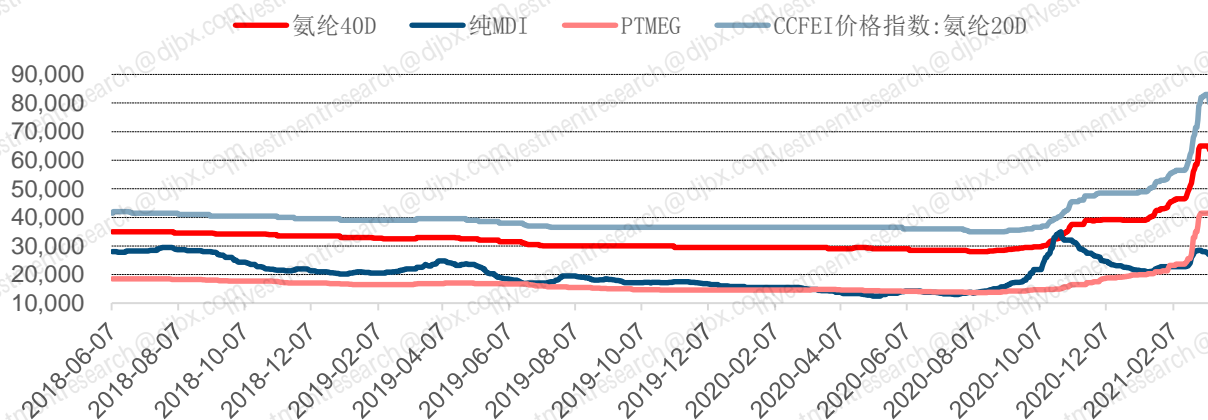


资料来源：百川，中信建投

资料来源：百川，中信建投

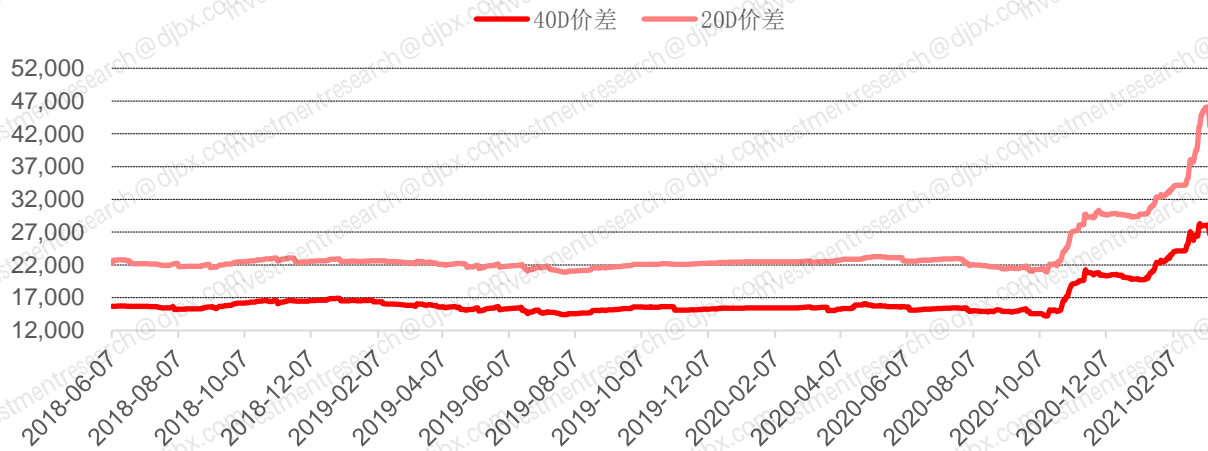
氨纶行业景气持续提升。自 2020 年 8 月以来氨纶 40D 价格已从 2.8 万元/吨上涨至当前的 6.3 万元/吨以上，涨幅达 125%，氨纶 40D 价差从 1.5 万元/吨涨至 2.7 万元/吨左右，涨幅达 80%。氨纶 20D 价格已从 3.5 万元/吨上涨至 8.0 万元/吨以上，涨幅达 129%，氨纶 20D 价差从 2.2 万元/吨涨至 4.5 万元/吨左右，涨幅高达 105%。上游成本支撑，下游需求旺盛，原料成本与需求的双重驱动下氨纶价差易涨难跌，预计 2021 年将延续卖方市场的格局。**从成本端来看**，氨纶原材料主要为 PTMEG 和纯 MDI，占比分别为 78%、20%。其中 PTMEG 市场处于供需平衡的状态，但随着 2020 年“限塑令”的出台，BDO 需求大幅增长，BDO 价格水涨船高，带动 PTMEG 价格的上涨。MDI 价格也有不同幅度的上涨，万华的 MDI 价格较 2020 年已经翻倍。原料价格的上行进一步推高氨纶价格。**从供应端来看**，2020 年国内氨纶产能达到 90 万吨，同比增速 3.5%，2021Q4 华峰化学将投产 4 万吨产能，2021 年氨纶供应有限。未来新增产能也集中在新乡化纤、华峰化学、泰和新材等龙头企业。库存天数低至 13 天，库存水平为近 4 年低点。**从需求端来看**，2020Q2 以来，下游纺织服装景气上行，开机率及新增机器大幅增加，带动氨纶需求快速改善。随着消费观念转变及消费需求升级，消费者对运动，休闲类服装及功能要求越来越高。随着新冠疫苗研发取得成功并开始大规模接种，海外经济复苏趋势显著，订单大幅回流，氨纶出口明显增长。考虑到未来氨纶需求有 6%-10% 的稳定增速，而氨纶供应有序，预计 2021 年氨纶卖方市场格局会持续存在，2022 年以后氨纶行业供需格局也将显著好于 2016-2020 年。

图表6：氨纶价格（元/吨）



资料来源：wind，中信建投

图表7: 氨纶价差 (元/吨)



资料来源: wind, 中信建投

图表8: 氨纶库存天数 (天)



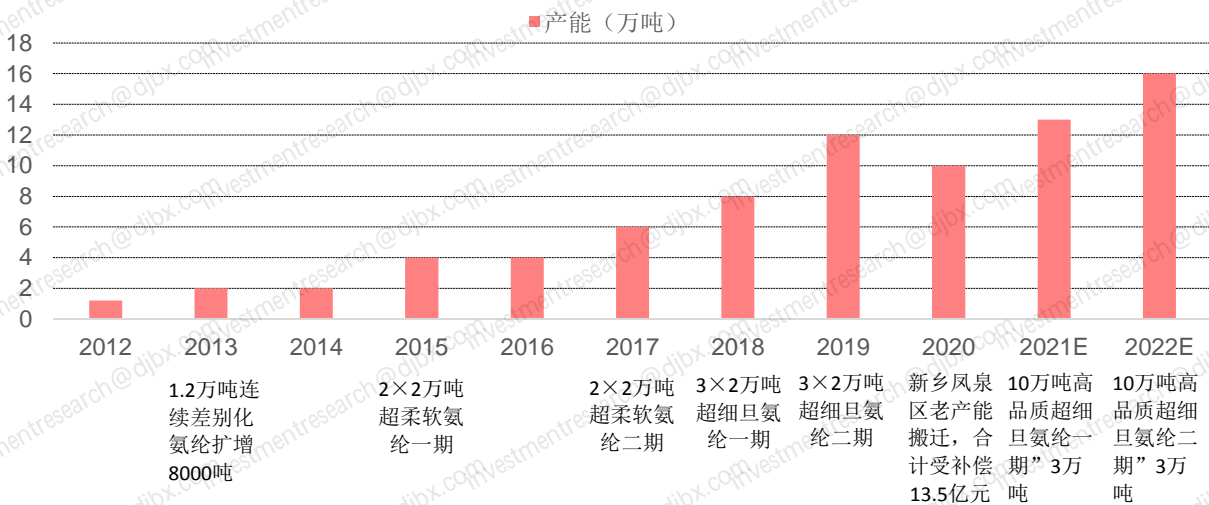
资料来源: 卓创资讯, 中信建投

1.4 公司作为氨纶龙头率先受益

公司作为氨纶龙头率先受益。公司作为氨纶龙头，在产能和技术两方面占据优势。**产能方面**：2014-2020年公司不断加码氨纶产业，公司氨纶产能从2万吨稳步提升至12万吨，“退城入园”后，公司新乡凤泉区2万吨老产能搬迁，合计受补偿13.5亿元，在产10万吨产能均为2015年后的新增产能，全国产能占比11%左右。2020年9月，新乡化纤投资10.48亿拟实施“年产10万吨高品质超细旦氨纶纤维项目一期工程”，年产3万吨超细旦氨纶纤维，已于2020年三季度开工，预计建设工期18个月，预计2021年底产能陆续投放；2021年2月28日，公司宣布继续推动二期产3万吨超细旦氨纶纤维工程建设，项目计划于2021年二季度开工，预计建设工期18个月，将于2022年四季度投产，届时公司氨纶规模进一步扩大，产能将达16万吨。公司产品主要有20D、30D、40D，其中20D占比30%以上，是国内最大的20D生产企业，40D占比40%左右。2020年8月以来，氨纶40D、20D价差涨幅分别为80%、105%。公司作为国内最大的氨纶20D生产企业，受益程度显著高于行业平均。**技术方面**：公司借助独家先进工艺，以低成本优势占领市场。新乡化纤在2014年后新增的10万吨产能中，全部采

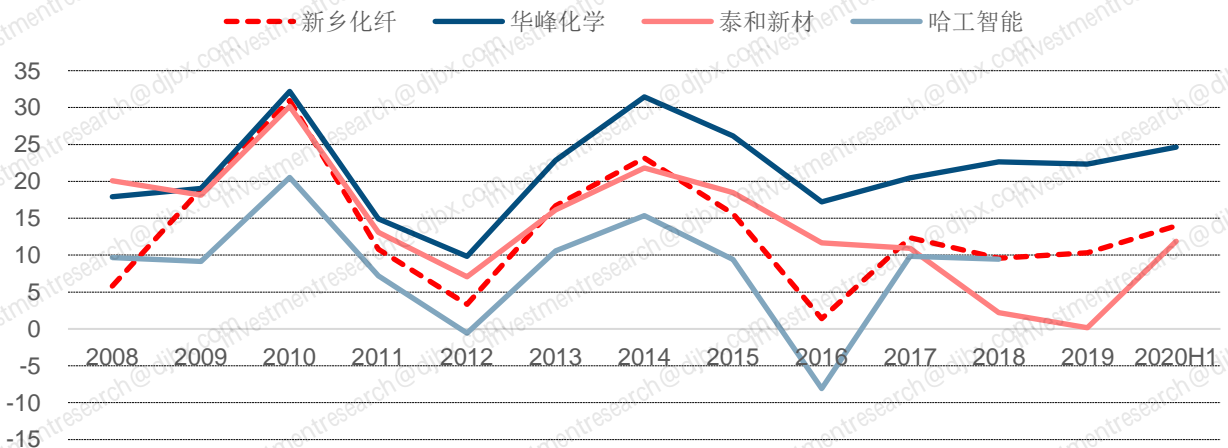
用郑州中远研发的、目前业内领先的第四代氨纶生产技术。该技术比第三代技术综合能耗降低了约 34.43%；DMAC（二甲基乙酰胺）的回收利用率从小于 97%，提高到 99%以上，比第三代约减少废液排放 70%；产品品质优异，可稳定生产出低于 20D 的超细旦氨纶纤维。在 2019 年投产的 4 万吨超细旦氨纶二期项目中，采用了中远更为先进的第五代技术，纺丝头数达到了 240（3×80）头，生产成本进一步降低，相比国内小产能生产成本要低 2000-3000 元/吨。新乡化纤与中远氨纶签订技术排他协议，保证自己技术领先地位。技术推动效益。从 2014 年起的新增氨纶产能，公司借助行业领先的氨纶生产技术，经过两年的生产消化，氨纶毛利率从 2016 年的 1.39% 持续提升至 2020H1 的 13.97%，涨幅远高于行业平均。预计未来公司依靠氨纶产能释放叠加毛利扩大的双重优势，持续受益于氨纶行业景气提升。

图表9： 公司氨纶产能发展图（万吨）



料来源：公司公告，中信建投

图表10： 氨纶行业不同公司毛利率（%）



料来源：公司公告，中信建投

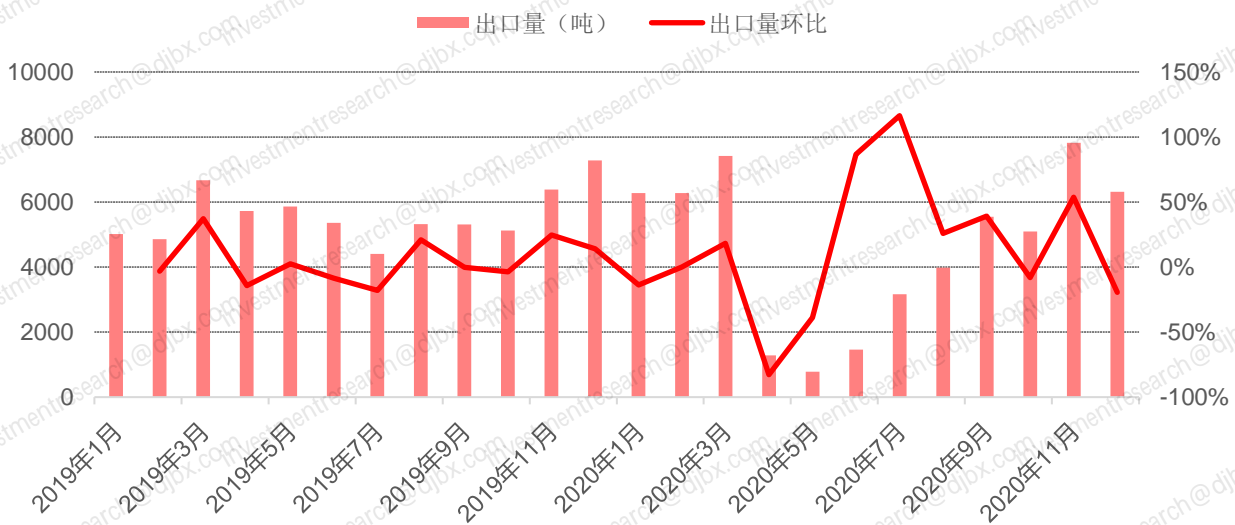
请参阅最后一页的重要声明

粘胶长丝

落后产能淘汰，行业集中度不断提升。2020 年全国总产能 20 万吨，国内粘胶长丝总产能长期稳定，落后产能逐渐清退，产业集中度日益提升。2010 年《粘胶纤维行业准入条件》颁布，2012 年国内仅有 8 家长丝企业获得准入资格；2017 年，国内长丝生产厂家剩余 7 家，产能 21.6 万吨；到 2019 年，淘汰掉南京化纤和中辉人造丝 2.8 万吨产能之后，国内长丝仅有 4 家企业在产（新乡化纤、吉林化纤、丝丽雅、湖北金环），总产能 20 万吨，连续纺占 4 万吨（新乡化纤占 3 万吨，吉林化纤 5000 吨），半连续纺 16 万吨。开工率由 2017 年的 82% 提升到 2018 年的 92%，产能利用率得到进一步提升，产业集中度 CR3 达到 90%，粘胶长丝成为显著的寡头垄断行业。

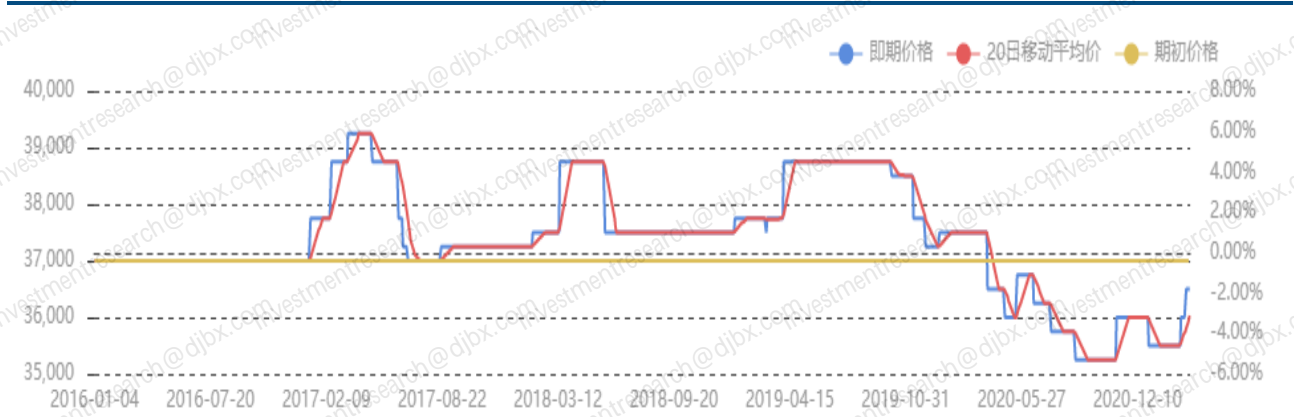
海外疫情好转，出口量逐渐复苏。2020 年国内粘胶长丝出口量 5.5 万吨，同比 2019 年 6.7 万吨下降 17.9%。受疫情影响，国内粘胶长丝出口量从 2020 年 3 月开始下滑，到 5 月份份值仅为 784 吨。6 月起，随着海外疫情逐渐好转，出口量不断回升，至 2020 年 12 月，粘胶长丝月均出口量已达 6000 吨以上，恢复至疫情前水平。另外，印度自有 6 万吨粘胶长丝产能，但由于工艺原因生产的大多为低端产品，因此对中国生产的粘胶长丝仍有较高的需求。随着海外产能的淘汰、国内长丝连续纺工艺占比的提升以及全球宏观经济的回暖，国内粘胶长丝出口量有望继续提高。2021 年年初粘胶长丝价格拐点已现，随着全球宏观基本面不断向好，目前仍处于低位的粘胶长丝价格有望继续上涨，逐步恢复至疫情前水平。

图表11：粘胶长丝出口量（吨）



资料来源：百川，中信建投

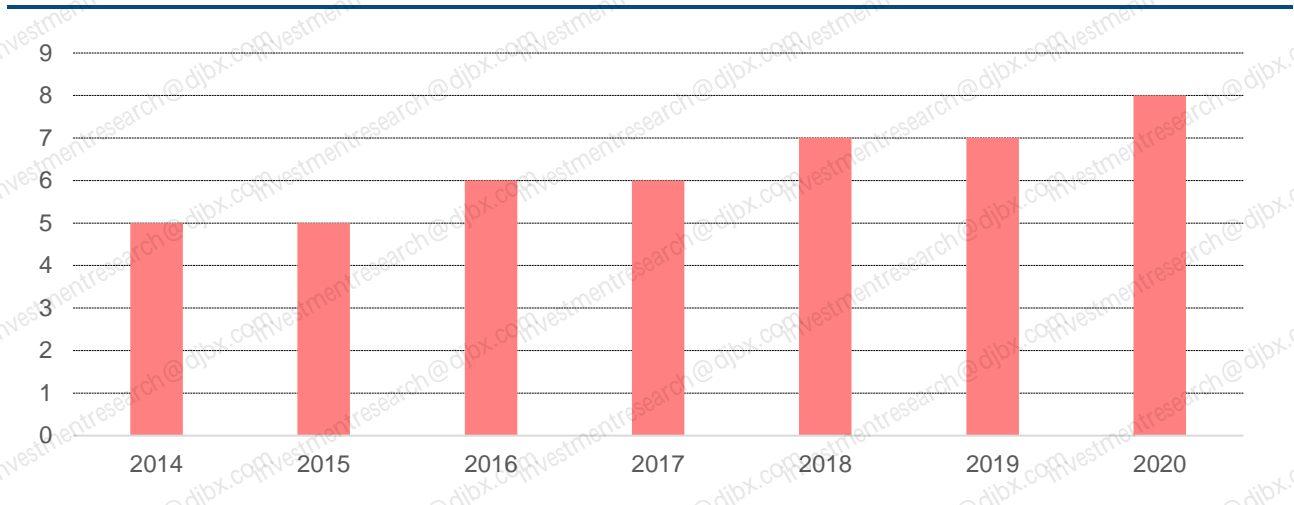
图表12：粘胶长丝价格（元/吨）



资料来源：百川，中信建投

粘胶长丝行业寡头垄断，新乡化纤产能全球第一。2020年国内粘胶长丝产能约20万吨，占全球总产能75%，前三大企业新乡化纤、吉林化纤、宜宾丝丽雅产能合计18.8万吨/年，CR3市占率90%以上，未来几年行业将难有新进入者。2020年新乡化纤粘胶长丝产能8万吨，位居全球第一。

图表13：公司粘胶长丝产能发展图（万吨）

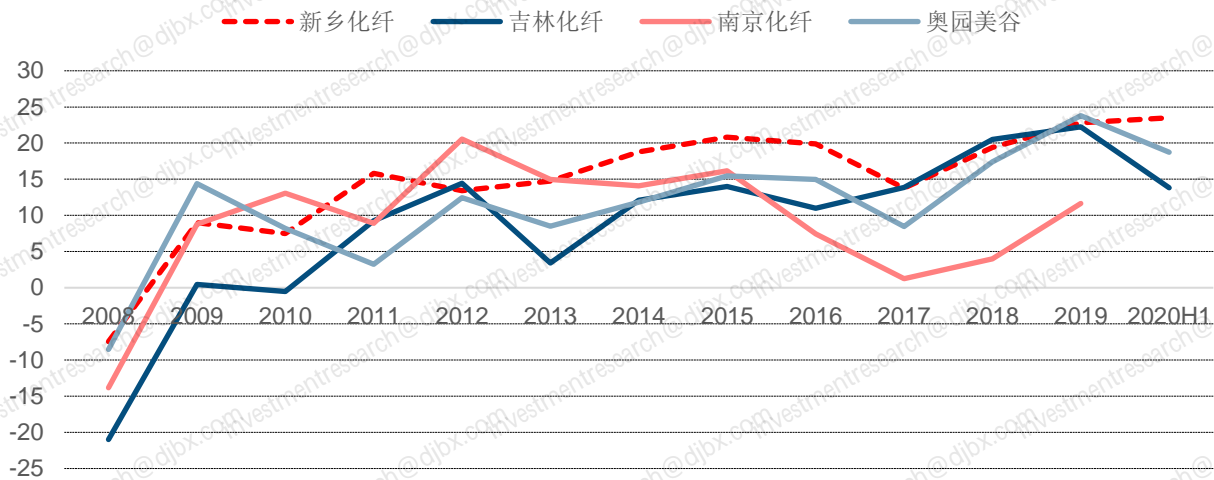


资料来源：公司公告，中信建投

连续纺工艺产能占比行业第一，是公司粘胶长丝高毛利的坚实保障。新乡化纤连续纺工艺产能占比71.4%，国内平均水平仅为42.9%。先进的生产工艺助力公司粘胶长丝产品毛利率行业领先。2009-2019年，公司粘胶长丝平均毛利率16.0%，远高于同行业其他公司（吉林化纤：11.2%；南京化纤：11.0%）。2020H1，公司粘胶长丝产品毛利率并未受到疫情的严重影响，反创历史新高达23.5%，继2019年后，坐稳行业第一。公司连续纺工艺为公司带来低成本优势的同时，也提高了产品的质量。作为高端面料的原料纤维，下游市场相比于价格对产品质量更为敏感，而连续纺粘胶长丝染色均匀性好，织造效率高，布面平整度高，深得下游市场青睐。公司产品同样颇受海外市场欢迎，50%直接出口，50%内销，内销部分加工成产成品后也会部分销往欧美市场，直接出口和间接出口比重共计达到70%-80%。随着海外疫情的逐步改善，长丝市场至暗时期已经过去，公司粘胶长丝销量已基本恢复至疫情前水平。预计随着全球宏观经济的回暖，目前仍处于低位的粘胶长丝价格有望迎来上涨，带动公司盈利水平进一步提升。

请参阅最后一页的重要声明

图表14：粘胶长丝行业不同公司毛利率（%）



资料来源：wind，中信建投

盈利预测与估值：预计公司 2020 年、2021 年和 2022 年收入 45.5 亿元、64.0 亿元、72.9 亿元，归母净利润分别为 0.93 亿元、7.27 亿元和 8.91 亿元，EPS 0.07 元、0.58 元和 0.71 元，PE 58.3X、7.4X 和 6.1X。相对于同行业其他公司，新乡化纤氨纶市值弹性极强，为 0.19 万吨/亿元；氨纶价差每扩大 1 万元/吨，公司 10 万吨氨纶业绩增厚 6.6 亿元。基于 2021 年盈利预测给予 15 倍 PE 估值，目标价 8.7 元，维持“买入”评级。

图表15：相关公司氨纶市值弹性测算

公司	氨纶产能(万吨)	股本(亿股)	市值(亿元)	氨纶市值弹性 (万吨/亿元)	氨纶业绩弹性 (上涨 1000 元 /吨, 亿元)	氨纶 EPS 弹性 (上涨 1000 元 /吨, 元)
新乡化纤	10.00	12.58	53.95	0.19	0.66	0.05
华峰化学	20.00	46.34	613.48	0.03	1.33	0.03
泰和新材	7.50	6.84	119.56	0.06	0.50	0.07

资料来源：wind，公司公告，中信建投

图表16：核心产品假设

产品		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
氨纶	销量(万吨)	7.0	9.0	9.5	10.0	12.0
	售价(元/吨, 不含税)	27715	25749	28319	41593	39823
	毛利率	9.60%	10.30%	17.00%	27.00%	26.00%
	收入(百万)	1940	2317	2690	4159	4779
	毛利(百万)	186	239	457	1123	1242
	销量(万吨)	5.1	6	4.5	5.5	6
粘胶长丝	售价(元/吨, 不含税)	34250	33352	32105	32744	33629
	毛利率	19.41%	22.81%	19.00%	22.00%	25.00%
	收入(百万)	1747	2001	1445	1801	2018
	毛利(百万)	339	456	274	396	504

资料来源: wind, 公司公告, 中信建投

图表17：盈利和预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4,494.18	4,804.15	4,554.14	6,396.36	7,289.04
主营收入增长率	9.42%	6.90%	-5.20%	40.45%	13.96%
EBITDA(百万元)	576.81	726.33	732.41	1,633.39	1,914.39
EBITDA 增长率	25.75%	25.92%	0.84%	123.01%	17.20%
净利润(百万元)	113.01	129.56	92.57	726.92	890.71
净利润增长率	273.28%	14.65%	-28.55%	685.24%	22.53%
ROE	3.09%	3.43%	2.49%	16.97%	17.75%
EPS(元)	0.090	0.103	0.074	0.578	0.708
P/E	66.81	58.31	58.28	7.42	6.06
P/B	1.47	1.43	1.45	1.26	1.07
EV/EBITDA	13.31	11.30	11.13	4.93	4.14

资料来源: wind, 中信建投



分析师介绍

邓胜：化工行业分析师，材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际期刊发表论文 10 余篇，5 年化工行业经验，从产业视角做研究找化工投资机会，18-20 年连续三年万得金牌分析师第一名团队核心成员。

郑勇：石化&化工行业首席。北京大学地质专业硕士、经济学双学位，2 年壳牌石油工作经验，5 年基础化工研究经验。

2018-2019 年万得金牌分析师第一名、2017-2019 中国证券分析师金翼奖第一名团队成员；2017 年新财富入围。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
	行业评级	减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
		强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,不因,也将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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

本报告由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk