

# 2020Q4 氨纶行业景气提升， 2021 年业绩有望腾飞

## 新乡化纤 (000949)

### 事件

2021 年 4 月 8 日，公司发布 2020 年年度报告：2020 年公司实现营业收入 44.77 亿元，同比 2019 年 48.04 亿元减少 6.8%；实现归母净利润 0.84 亿元，同比 2019 年 1.30 亿元减少 35.5%。

### 简评

**2020Q4 氨纶行业景气提升，氨纶营收占比 60% 以上。**2020Q1 公司实现归母净利润 4634 万元，同比 2019Q1 的 1865 万元增加 148.5%；然而，受海外疫情影响，粘胶长丝需求下滑，公司 2020Q2、Q3 业绩为-1788 万元、-309 万元；2020Q4 公司业绩大幅上涨，实现 5821 万元归母净利润，带动公司 2020 全年业绩大幅改善。**产品方面：**2020 年度公司粘胶长丝产能 8 万吨，产量 6.1 万吨，完成计划的 107.5%，考虑新增产能的实际投产月份，产能利用率 83.8%，销量 4.1 万吨；氨纶纤维产能 10 万吨，产量 9.4 万吨，完成计划的 125.3%，产能利用率 93.4%，因细旦丝的生产会减少实际产量，降低产能利用率，氨纶销量为 10.2 万吨。其中粘胶长丝产品实现营收 13.38 亿元，同比减少 10.9%，营收占比为 29.9%，主要原因是 2020 年二季度以后，受新冠疫情因素影响，下游开工率显著降低，造成粘胶长丝价格有所下滑；氨纶产品实现营收 28.03 亿元，同比增加 8.3%，占总营收的 62.6%，主要原因是 2020 年四季度以来，多种需求因素叠加带动了氨纶价格的上涨趋势，行业市场行情较好。2020 年度公司主主要产品粘胶长丝出口 7.8 亿元，占全国出口总量约 40%；氨纶纤维出口 1.8 亿元，占全国出口总量约 10%。**费用方面：**2020 年销售费用 0.34 亿元，同比减少 67.2%，主要原因是 2020 年开始执行新收入准则，运输费等作为合同履行成本计入“营业成本”核算；2020 年财务费用 1.92 亿元，同比增加 56.2%，主要是利息支出和汇兑损失增加所致；2020 年研发费用 0.94 亿元，同比增加 688.7%，主要是公司加大了新产品、新工艺、节能减排等方面的研发投入；2020 年资产减值损失 0.52 亿元，同比增加 53.2%，主要是 2020 年计提 3077 万元的固定资产减值准备。

**氨纶行业保持高景气。**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

**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

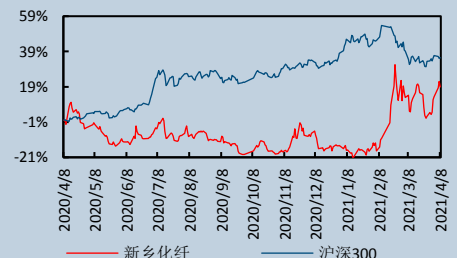
发布日期：2021 年 04 月 09 日

当前股价：4.55 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
	5.32/8.19	43.53/50.81	17.32/-17.29
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)			125,718.72
总市值 (亿元)			57.22
流通市值 (亿元)			57.2
近 3 月日均成交量 (万股)			3,640.45
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**

21.03.15	【中信建投化学纤维】新乡化纤 (000949):打造全球“氨纶+粘胶长丝”双龙头，氨纶景气向上
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
19.11.12	【中信建投石油化工】新乡化纤 (000949):逆势扩张，打造氨纶与粘胶长丝双龙头

纶 20D 价格已从 3.5 万元/吨上涨 8.0 万元/吨以上，涨幅达 129%，氨纶 20D 价差从 2.2 万元/吨涨至 4.3 万元/吨左右，涨幅高达 95%。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 年整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 16 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。

**氨纶产能持续扩张位居行业龙头，技术推动成本优势。****①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%、95%。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。**②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%；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 2020 年的 17.1%，涨幅远高于行业平均。

**粘胶长丝产能全球第一，先进的连续纺工艺助力公司毛利率行业领先。**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。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。2009-2020 年，公司粘胶长丝平均毛利率 16.3%，远高于同行业其他公司成本优势助力公司毛利行业领先。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 月份谷值仅为 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，公司粘胶长丝销量也已基本恢复至疫情前水平。粘胶长丝行业需求年增速在 4% 左右。因为粘胶长丝本身是替代天然蚕丝，以木浆作为原料，可以完全自然降解，很难被替代。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，进一步推动公司盈利水平的提升。

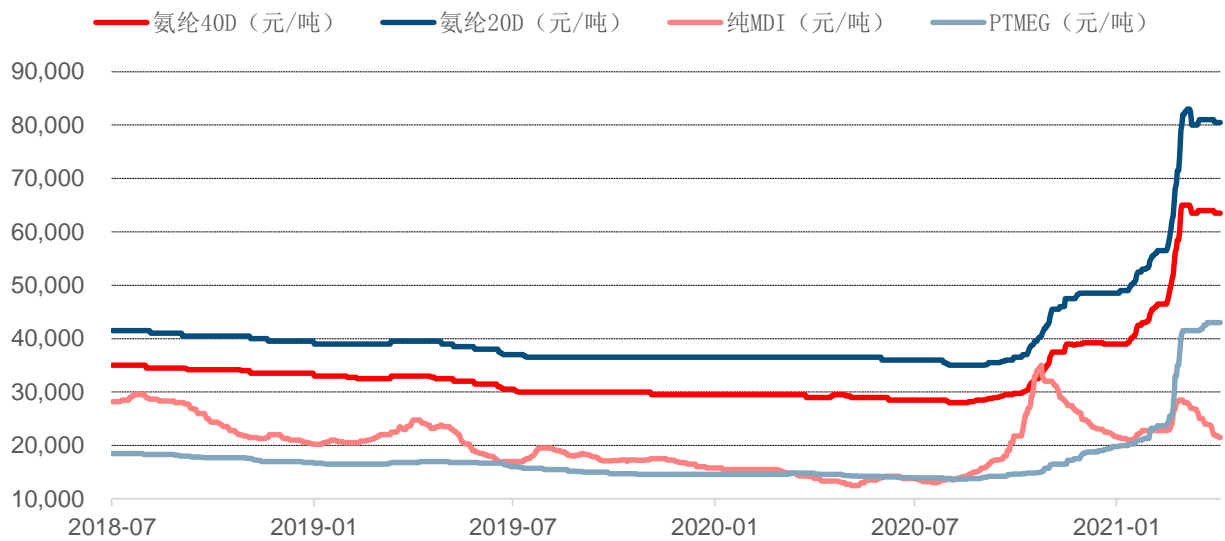
**盈利预测与估值：**预计公司 2021 年、2022 年和 2023 年归母净利润分别为 8.34 亿元、8.91 亿元和 9.37 亿元，EPS 分别为 0.66 元、0.71 元和 0.75 元，PE 分别为 6.9X、6.4X 和 6.1X。维持目标价 8.7 元/股，维持“买入”评级。

**风险提示：**项目投产不及预期，需求不达预期。

**图表1： 预测和比率**

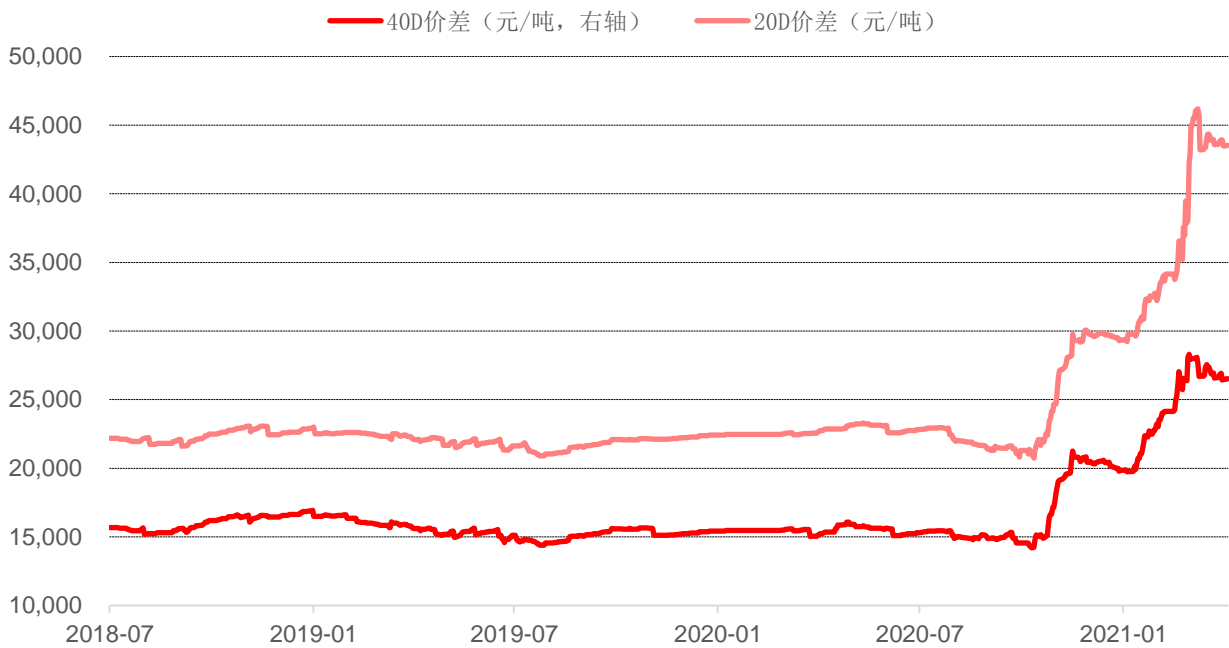
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入（百万元）	4,804.15	4,476.51	6,698.15	6,971.28	7,924.81
主营收入增长率	6.90%	-6.82%	49.63%	4.08%	13.68%
EBITDA（百万元）	662.79	732.91	1,694.17	1,825.24	1,947.82
EBITDA 增长率	25.46%	10.58%	131.16%	7.74%	6.72%
净利润（百万元）	129.56	83.59	834.04	891.39	937.14
净利润增长率	14.65%	-35.48%	897.84%	6.88%	5.13%
ROE	3.43%	2.17%	18.43%	16.94%	15.51%
EPS（元）	0.103	0.067	0.663	0.709	0.745
P/E	61.84	95.79	6.86	6.42	6.11
P/B	1.52	1.49	1.26	1.09	0.95
EV/EBITDA	12.88	12.11	1.43	4.25	4.02

资料来源: Wind, 中信建投

**图表2： 氨纶、纯 MDI、PTMEG 价格**


资料来源: Wind, 中信建投

图表3: 氨纶价差



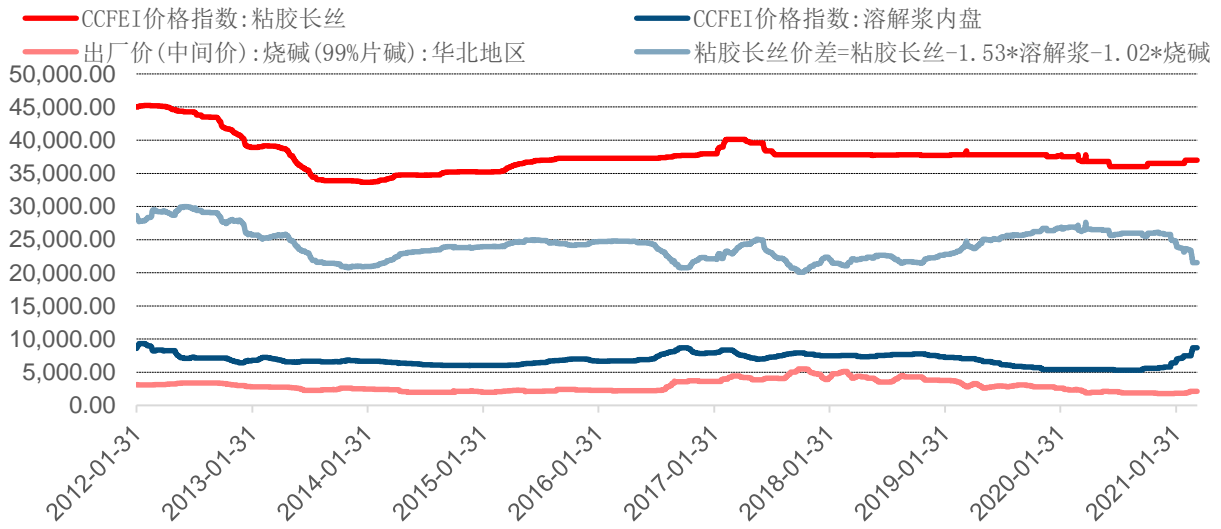
资料来源: Wind, 中信建投

图表4: 氨纶库存天数



资料来源: Wind, 中信建投

图表5: 粘胶长丝价格及价差(元/吨)



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》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇，6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名核心成员。

**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
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	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/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