

2009 年 04 月 29 日

市场数据(人民币)

市价(元)	3.67
已上市流通 A 股(百万股)	298.67
总市值(百万元)	2,160.48
年内股价最高最低(元)	7.32/1.95
沪深 300 指数	2518.53
深证成指	9104.30
2007 年股息率	0.39%



相关报告

- 1 《09 年仍将艰难度日》，2008.12.11
- 2 《预料之中的亏损》，2008.8.10

张斌

 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

新乡化纤 (000949.SZ)

——08 年报点评 - 粘胶价格下跌导致首次亏损

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.129	0.443	-0.487	-0.069	0.052	0.073
净利润增长率	827.43%	243.97%	-210.06%	-85.90%	N/A	39.95%
先前预期每股收益(元)				-0.187	0.138	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.100	0.050	N/A
市盈率(倍)	27.46	27.02	-4.99	-53.41	70.14	50.12
行业优化市盈率(倍)	41.96	67.26	22.51	22.51	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
PE/G(倍)	0.03	0.11	N/A	0.62	N/A	1.25
已上市流通 A 股(百万股)	249.00	249.00	298.67	298.80	298.80	298.80
总股本(百万股)	490.57	490.57	588.69	588.69	588.69	588.69

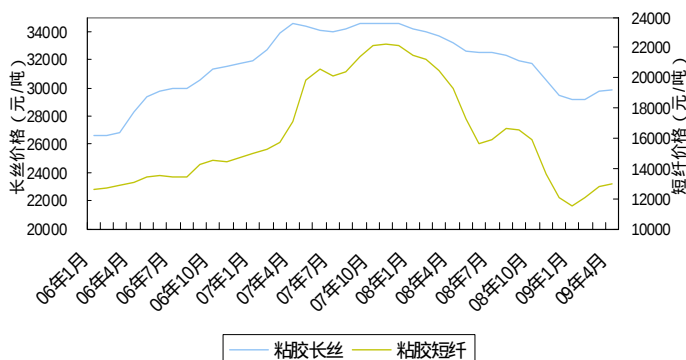
来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司公布 08 年报, 实现收入 20.41 亿元, 同比下降 22.4%, 亏损 2.87 亿元, 是公司上市以来首次亏损; 同时公司还公布了一季报, 实现收入 4.54 亿元, 同比下降 17.1%, 亏损 4222 万元; 公司还发布预亏公告, 预计 09 年上半年亏损约 6000 万元。公司 08 年不分配现金和转增股本:
 - ◆ 08 年粘胶长短丝价格暴跌, 短纤从年初的 21800 元跌至年底的 11600 元, 长丝从年初的 34530 元跌至 29250 元 (图表 1), 直接导致公司出现巨额亏损;
 - ◆ 尽管粘胶原料棉短绒价格也一路下跌, 但跌幅小于粘胶, 粘胶理论盈利空间不断缩小 (图表 3);
 - ◆ 公司另外产品氨纶价格也在 08 年不断下跌, 从年初的 68000 元跌至 40000 元 (图表 2);
 - ◆ 公司主要产品价格下跌, 不仅导致收入下降, 长丝、短纤收入分别下降 26.8% 和 23%; 还导致毛利率急剧下滑, 其中粘胶长丝和短纤毛利率分别为 -7.44% 和 -6.78%, 氨纶毛利率由 07 年的 44.05% 降至 5.8%;
 - ◆ 09 年一季度粘胶和氨纶价格依然低位运行, 尽管粘胶长短丝涨价, 但一直到 4 月中旬后, 13000 元以上的短纤价格才使得企业开始盈利, 因此上半年公司业绩仍将亏损。
- 粘胶纤维流通企业和用户在 08 年 10-12 月减少采购量后, 库存减少, 进入 09 年有补库的需要, 导致销量有所上升, 再加上粘胶企业全面亏损, 粘胶价格有反弹需要, 上述两点是今年价格反弹的供需方面的主要原因;
- 4 月棉价暴涨拉动棉短绒涨价, 以及市场流动性泛滥, 导致 4 月粘胶短纤价格再度拉升;

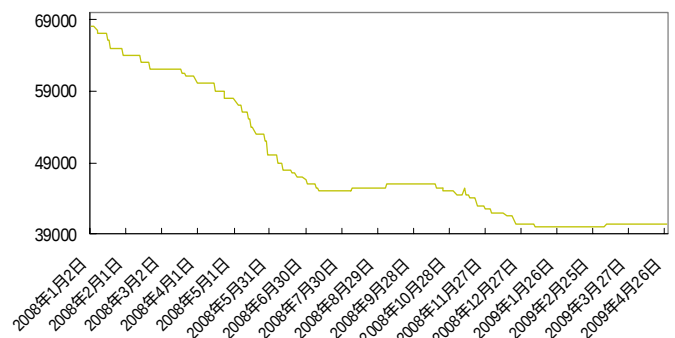
- 我们认为在 5 月下旬化纤旺季结束前，粘胶长短丝价格仍可能继续上涨、高位运行。目前国内服装零售刚刚有所恢复、出口刚刚有所反弹，作为主要原料的粘胶短纤涨价存在资金炒作可能，4 月轻纺城交易市场一度出现人棉布销量超过棉布的怪现象。目前 13780 元的价格对于粘胶短纤企业来说全面盈利，理论净利率在 5% 的高水平，我们认为 5 月下旬淡季开始后，短纤价格稳中有降的可能性大于继续上涨或者高位平稳的可能性；
- 一直到目前，氨纶价格仍没有起色，不过近期氨纶原料随油价有所上涨，而 1-3 月氨纶产量同比下降 18%，未来氨纶价格有反弹可能；
- 8 月下旬，化纤行业再次进入传统旺季，目前我们预期 4 季度出口和内销都可能企稳，因此公司下半年业绩可能好于上半年；
- 公司的主要产品都是强周期、波动剧烈品种，我们预计公司 09 年亏损，2010 年后业绩出现上升，主要是为了表示强周期产品的特点，实际业绩很可能超过我们预期，亏损可能超预期、盈利同样可能超预期；
- 公司股价随大盘一起反弹，基本反映了当时市场对粘胶价格反弹的预期，当短纤价格涨至成本以上后，未来价格波动的不确定性成为影响股价波动的关键因素。我们对未来产品价格持相对谨慎观点，维持持有建议。

图表1：粘胶长短丝价格波动

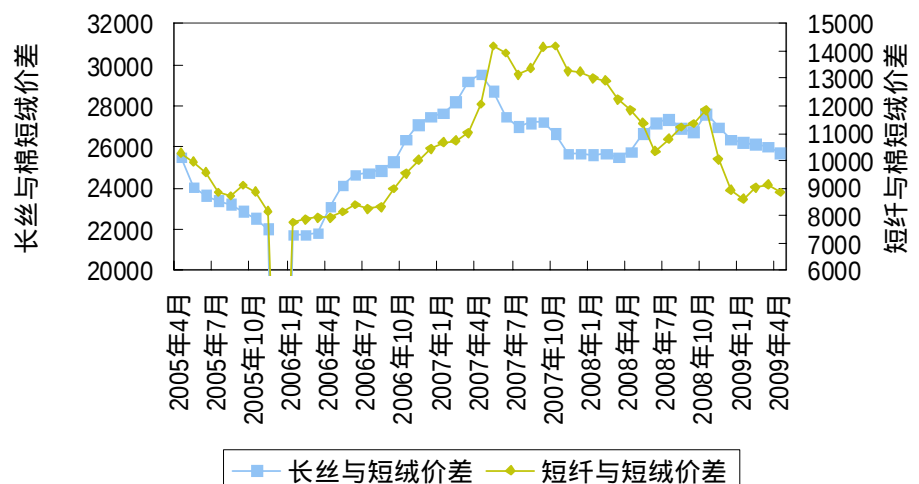


来源：中国化纤经济信息网、国金证券研究所

图表2：40D 氨纶 08 年以来走势



图表3：粘胶长短丝理论盈利空间



来源：第一纺织网、国金证券研究所（假定 1.4 吨棉短绒生产一吨粘胶）

图表4：公司产品盈利预测

项 目	2004	1H05	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008	2009E	2010E	2011E
粘胶长丝												
平均售价(元/吨)	26,004.12		23,500.00		25,003.91		26,877.90		29,238.29			
增长率(YOY)	-2.81%		-9.63%		6.40%		7.49%		8.78%			
销售数量(千吨)	34.00		38.20		52.24		53.95		36.31			
增长率(YOY)	29.28%		12.34%		36.77%		3.27%		-32.70%			
销售收入(百万元)	884.14	428.27	897.59	639.48	1,306.20	751.47	1,449.96	540.86	1,061.50	1,114.57	1,226.03	1,348.63
增长率(YOY)	25.65%	0.82%	1.52%	49.32%	45.52%	17.51%	11.01%	-28.03%	-26.79%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	19.62%	13.77%	12.95%	13.03%	15.37%	18.97%	16.86%	3.33%	-7.44%	3.00%	6.00%	6.00%
销售成本(百万元)	710.67	369.30	781.34	556.15	1,105.42	608.92	1,205.49	522.85	1,140.47	1,081.13	1,152.47	1,267.71
增长率(YOY)	53.80%	13.85%	9.94%	50.60%	41.48%	9.49%	9.05%	-14.13%	-5.39%	-5.20%	6.60%	10.00%
毛利(百万元)	173.47	58.97	116.25	83.32	200.78	142.55	244.46	18.01	-78.98	33.44	73.56	80.92
增长率(YOY)	-28.19%	-41.28%	-32.99%	41.29%	72.72%	71.08%	21.76%	-87.37%	-132.31%	-142.34%	120.00%	10.00%
占总销售额比重	63.16%	61.74%	62.06%	66.41%	63.22%	58.14%	56.05%	51.02%	53.08%	52.22%	50.33%	48.42%
占主营业务利润比重	59.72%	68.27%	78.74%	84.24%	71.66%	45.43%	45.18%	69.57%	70.15%	24.74%	28.90%	27.35%
粘胶短纤												
平均售价(元/吨)	14,132.59		11,600.00		11,943.29		16,238.12		14,206.34			
增长率(YOY)	23.25%		-17.92%		2.96%		35.96%		-12.51%			
销售数量(千吨)	34.50		40.00		51.00		55.51		48.83			
增长率(YOY)	14.24%		15.94%		27.50%		8.84%		-12.04%			
销售收入(百万元)	487.57	231.20	474.53	266.73	609.11	424.95	901.38	381.06	693.67	763.03	915.64	1,098.77
增长率(YOY)	40.80%	-1.19%	-2.68%	15.37%	28.36%	59.32%	47.98%	-10.33%	-23.04%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率	22.98%	12.97%	11.60%	10.93%	12.27%	28.07%	21.81%	-3.81%	-6.78%	10.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	375.53	201.21	419.49	237.57	534.37	305.67	704.79	395.58	740.70	686.73	778.29	933.95
增长率(YOY)	33.90%	14.31%	11.71%	18.07%	27.39%	28.66%	31.89%	29.42%	5.10%	-7.29%	13.33%	20.00%
毛利(百万元)	91.18	29.99	55.04	29.15	74.74	119.28	196.59	-14.52	-47.03	76.30	137.35	164.82
增长率(YOY)	38.51%	-48.26%	-39.64%	-2.78%	35.80%	309.16%	163.04%	-112.17%	-123.92%	-262.24%	80.00%	20.00%
占总销售额比重	34.83%	33.33%	32.81%	27.70%	29.48%	32.88%	34.85%	35.95%	34.68%	35.75%	37.59%	39.45%
占主营业务利润比重	31.39%	34.71%	37.28%	29.47%	26.67%	38.02%	36.33%	-56.08%	41.78%	56.46%	53.95%	55.70%
氨纶												
平均售价(元/吨)	38,076.56		40,000.00		48,051.47		62,591.11		44,385.00			
增长率(YOY)			5.05%		20.13%		30.26%		-29.09%			
销售数量(千吨)	0.06		1.30		2.72		3.60		5.40			
增长率(YOY)			1931.25%		109.23%		32.35%		50.00%			
销售收入(百万元)	2.44	29.73	60.00	56.73	130.70	108.10	225.33	133.95	239.68	251.66	289.41	332.82
增长率(YOY)			2362.14%	90.83%	117.83%	90.56%	72.40%	23.91%	6.37%	5.00%	15.00%	15.00%
毛利率	-18.58%	-9.31%	-40.00%	-23.90%	3.20%	47.25%	44.05%	16.58%	5.80%	10.00%	15.00%	15.00%
销售成本(百万元)	2.89	32.50	84.00	70.29	126.52	57.03	126.07	111.74	225.78	226.50	246.00	282.90
增长率(YOY)			2806.90%	116.31%	50.62%	-18.86%	-0.35%	95.93%	79.09%	0.32%	8.61%	15.00%
毛利(百万元)	-0.45	-2.77	-24.00	-13.56	4.18	51.07	99.26	22.21	13.90	25.17	43.41	49.92
增长率(YOY)			5200.63%	389.94%	-117.43%	-476.65%	2273.21%	-56.52%	-85.99%	81.03%	72.50%	15.00%
占总销售额比重	0.17%	4.29%	4.15%	5.89%	6.33%	8.36%	8.71%	12.64%	11.98%	11.79%	11.88%	11.95%
占主营业务利润比重	-0.16%	-3.20%	-16.26%	-13.71%	1.49%	16.28%	18.34%	85.78%	-12.35%	18.62%	17.05%	16.87%
纱线												
销售收入(百万元)	25.63	4.45	14.20		20.02	8.09	10.09	4.24	5.09	5.00	5.00	5.00
增长率(YOY)	-5.22%	-71.53%	-44.60%		40.99%		-49.59%	-47.61%	-49.59%	-1.73%	0.00%	0.00%
毛利率	21.10%	4.27%	2.50%		2.50%	10.65%	8.10%	4.46%	-9.28%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本(百万元)	20.22	4.26	13.85		19.52	7.22	9.28	4.05	5.56	4.75	4.75	4.75
增长率(YOY)	5.12%	-64.28%	-31.54%		40.99%		-52.48%	-43.97%	-40.05%	-14.57%	0.00%	0.00%
毛利(百万元)	5.41	0.19	0.36		0.50	0.86	0.82	0.19	-0.47	0.25	0.25	0.25
增长率(YOY)	-30.71%	-94.87%	-93.44%		40.99%		63.44%	-78.08%	-157.70%	-152.97%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	1.83%	0.64%	0.98%		0.97%	0.63%	0.39%	0.40%	0.25%	0.23%	0.21%	0.18%
占主营业务利润比重	1.86%	0.22%	0.24%		0.18%	0.27%	0.15%	0.73%	0.42%	0.18%	0.10%	0.08%
销售总收入(百万元)	1399.78	693.65	1446.31	962.94	2066.03	1292.61	2586.75	1060.11	1999.93	2134.27	2436.08	2785.22
销售总成本(百万元)	1109.32	607.27	1298.68	864.02	1785.83	978.84	2045.63	1034.22	2112.51	1999.11	2181.51	2489.32
毛利(百万元)	290.47	86.38	147.64	98.92	280.20	313.77	541.13	25.89	-112.58	135.16	254.57	295.91
平均毛利率	20.75%	12.45%	10.21%	10.27%	13.56%	24.27%	20.92%	2.44%	-5.63%	6.33%	10.45%	10.62%

来源：国金证券研究所（公司没有披露各产品销量，图表4显示的销量为年报中披露的产量）

图表5：公司报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,066	2,630	2,041	2,134	2,436	2,785
增长率		27.3%	-22.4%	4.6%	14.1%	14.3%
主营业务成本	-1,786	-2,067	-2,135	-1,999	-2,182	-2,489
% 销售收入	86.4%	78.6%	104.6%	93.7%	89.6%	89.4%
毛利	280	563	-94	135	255	296
% 销售收入	13.6%	21.4%	n.a	6.3%	10.4%	10.6%
营业税金及附加	-9	-12	-6	-7	-9	-10
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-14	-23	-16	-17	-22	-25
% 销售收入	0.7%	0.9%	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%
管理费用	-86	-90	-124	-96	-117	-134
% 销售收入	4.2%	3.4%	6.1%	4.5%	4.8%	4.8%
息税前利润（EBIT）	172	438	-240	15	107	127
% 销售收入	8.3%	16.6%	n.a	0.7%	4.4%	4.6%
财务费用	-77	-97	-114	-83	-81	-85
% 销售收入	3.7%	3.7%	5.6%	3.9%	3.3%	3.0%
资产减值损失	0	0	-39	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	95	341	-392	-69	26	42
营业利润率	4.6%	12.9%	n.a	n.a	1.1%	1.5%
营业外收支	15	4	15	15	15	15
税前利润	109	345	-377	-54	41	57
利润率	5.3%	13.1%	n.a	n.a	1.7%	2.1%
所得税	-34	-84	90	13	-10	-14
所得税率	30.7%	24.4%	n.a	n.a	25.0%	25.0%
净利润	76	261	-287	-40	31	43
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利	76	261	-287	-40	31	43
净利率	3.7%	9.9%	n.a	n.a	1.3%	1.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	76	261	-287	-40	31	43
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	177	184	236	211	229	243
非经营收益	69	80	2	166	70	78
营运资金变动	-270	-452	555	-155	-232	-21
经营活动现金净流	51	72	507	181	99	342
资本开支	-64	-230	-78	-46	-344	-195
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-64	-230	-78	-47	-344	-195
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	37	216	-315	36	431	57
其他	-69	-80	-101	-86	-85	-105
筹资活动现金净流	-32	136	-416	-50	345	-47
现金净流量	-45	-22	13	84	100	100

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	336	277	416	500	600	700
应收款项	162	178	103	121	145	165
存货	300	559	354	411	538	614
其他流动资产	42	222	92	102	133	151
流动资产	839	1,237	966	1,134	1,415	1,631
% 总资产	26.6%	34.0%	28.2%	33.7%	37.5%	41.2%
长期投资	11	11	11	12	11	11
固定资产	2,299	2,342	2,307	2,164	2,294	2,260
% 总资产	72.7%	64.3%	67.3%	64.4%	60.8%	57.1%
无形资产	12	50	49	50	51	52
非流动资产	2,322	2,405	2,462	2,228	2,359	2,326
% 总资产	73.4%	66.0%	71.8%	66.3%	62.5%	58.8%
资产总计	3,161	3,641	3,428	3,362	3,774	3,956
短期借款	1,088	1,243	928	964	1,395	1,451
应付款项	592	602	1,001	941	890	982
其他流动负债	36	27	25	14	28	36
流动负债	1,716	1,873	1,955	1,920	2,312	2,468
长期贷款	90	150	150	150	150	151
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	1,806	2,023	2,105	2,070	2,462	2,619
普通股股东权益	1,356	1,619	1,323	1,293	1,312	1,337
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	3,161	3,641	3,428	3,362	3,774	3,956

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.154	0.531	-0.487	-0.069	0.052	0.073
每股净资产	2.763	3.300	2.247	2.196	2.228	2.271
每股经营现金净流	0.104	0.147	0.861	0.308	0.167	0.581
每股股利	0.000	0.000	0.030	0.000	0.020	0.030
回报率						
净资产收益率	5.59%	16.10%	-21.68%	-3.13%	2.35%	3.22%
总资产收益率	2.40%	7.16%	-8.37%	-1.20%	0.82%	1.09%
投入资本收益率	5.11%	10.99%	-7.60%	0.45%	2.81%	3.25%
增长率						
主营业务收入增长率	42.85%	27.28%	-22.37%	4.55%	14.14%	14.33%
EBIT增长率	181.59%	134.09%	-154.82%	-106.07%	635.63%	18.86%
净利润增长率	827.43%	243.97%	N/A	-85.90%	N/A	39.95%
总资产增长率	-4.23%	15.18%	-5.86%	-1.92%	12.25%	4.83%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.2	17.6	16.4	17.0	18.0	18.0
存货周转天数	61.2	98.7	60.6	75.0	90.0	90.0
应付账款周转天数	28.5	55.5	54.8	55.0	50.0	45.0
固定资产周转天数	398.3	312.6	379.6	356.0	316.4	272.3
偿债能力						
净负债/股东权益	62.05%	68.94%	50.04%	47.49%	72.03%	67.47%
EBIT利息保障倍数	2.4	4.5	-2.1	0.2	1.3	1.5
资产负债率	57.12%	55.54%	61.41%	61.56%	65.25%	66.21%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	3.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2007-08-17	持有	10.59	N/A
2 2008-08-10	持有	4.02	N/A
3 2008-12-11	持有	2.80	N/A

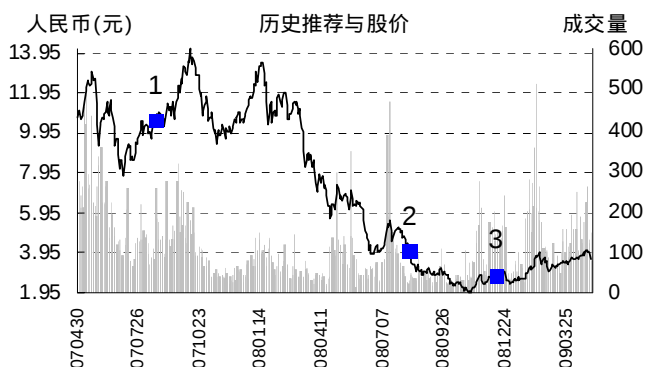
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；
- 持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；
- 卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。