

上市公司动态报告

短期需求下降降低盈利能力

国内国际龙头

四川北方硝化棉股份有限公司（以下简称“北化股份”）是兵器工业集团间接控股企业，是全球最大的硝化棉生产企业，公司以泸州为主要生产基地（单线规模世界第一），在整合了西安惠安、江西泸庆的硝化棉生产能力后，2004 年在全球硝化棉行业产销规模总量超越法国 SNPE，跃居全球第一，2006 年国际市场占有率达到 17.68%。2007 年国内市场占有率为 42.60%。是国内、国际硝化棉行业的领先企业。

下游需求逐步趋稳回暖

由于硝化棉具有快干、附着力强、修复性好、能保留木器的天然质感等优良特性，因此在木器漆的生产中广泛使用，木器漆行业的发展与家具产业密切相关，由于经济危机的影响，我国家具产量出现下滑，自 2009 年 2 月起，我国家具产量出现回升，单月产量同比均小幅上涨，其中木质家具 1-5 月实现销售收入 656.5 亿元，同比增长 11%。随着经济危机的影响逐步减弱，国内外经济逐步好转，我们预计我国家具出口自下半年逐步回暖。预计下半年硝化棉销量会有所上升。

预测与估值

公司作为硝化棉龙头企业，具有技术、规模、成本等多方面优势，在国内外市场具有很强的竞争力；募投项目的建设将使公司未来稳定发展，进一步提高与国际企业的竞争力。但由于金融危机的影响，出口和国内下游需求将有所减少，募投项目均在 2010 年中后期投产，我们预计公司 09 年、10 年每股收益分别为 0.11 元和 0.17 元，由于资产注入预期的不确定性以及公司目前股价相对较高，给予中性评级。

预测和比率

	2007A	2008A	2009F	2010F
主营收入（百万）	569.09	543.99	482.48	548.38
主营收入增长率	5.54%	-4.41%	-11.31%	13.66%
净利润（百万）	49.95	27.85	21.80	33.64
净利润增长率	-0.43%	-44.26%	-21.73%	54.34%
EPS（元）	0.26	0.16	0.11	0.17
P/E	50	84	122	79

北化股份（002246）

首次评级

中性

李静（化工组）

lijing@csc.com.cn
010-85130595

赵献兵

zxbcm2608@sina.com

021-68825012

分析日期：2009 年 08 月 20 日

当前股价：13.52 元

目标价格 6 个月：14.00 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
-17.7/-2.9	29.6/24.6	95.2/84.8
12 月最高/最低价（元）		17.51/3.47
总股本（万股）		19,789
流通 A 股（万股）		5,226
总市值（亿元）		23.45
流通市值（亿元）		6.19
近 3 月日均成交量（万）		395
主要股东		
泸州北方化学工业有限公司		52.21%

股价表现



相关研究报告

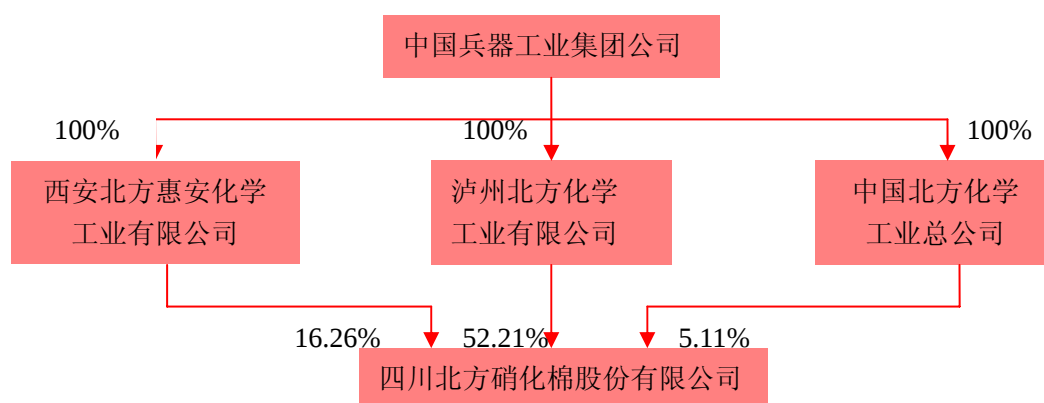
09.05.05

化纤行业动态报告：价格触底反弹，短期需求回暖

公司概况

四川北方硝化棉股份有限公司（以下简称“北化股份”）是兵器工业集团间接控股企业，是全球最大的硝化棉生产企业，目前拥有四川泸州、西安惠安、江西泸庆三个生产基地，年产 4.9 万吨各类硝化棉，募投项目投产后公司产能将达到 5.4 万吨/年。目前公司占据全球 18% 市场份额，国内 42.6% 市场份额。产品技术水平处于领先地位，拥有 H 型、L 型和含能型硝化棉，是国内唯一能够提供从低秒（1/32）到高秒（1500）之间任意粘度产品的硝化棉制造商，是唯一向国际比赛用乒乓球提供硝化棉元才来哦的企业，同时也是国内唯一可以同时提供乙醇、异丙醇、丁醇作润湿剂的硝化棉企业。

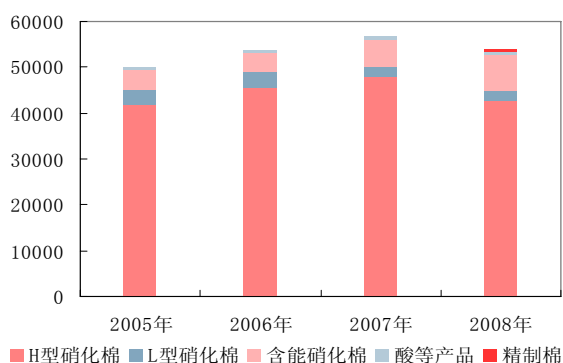
图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告

图 2：分产品收入走势

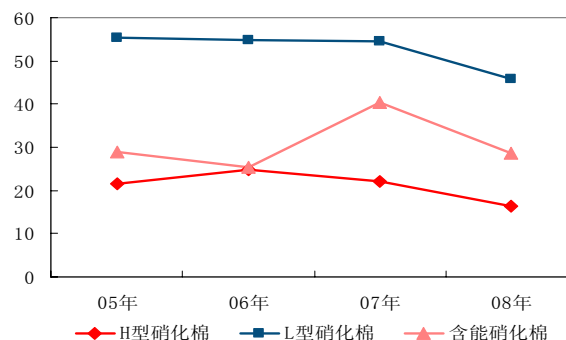
单位：万元



资料来源：公司公告

图 3：分产品毛利率

单位：%



2008 年下半年由于经济危机的影响，公司不仅要承受成本维持高位的压力，更主要的是要承受需求下降的压力，由于经济危机的全球的房地产市场出现下滑，房地产交易骤降，导致家具、涂料消费的下降，带来全球

性的硝化棉消费下降，产能过剩矛盾突出，公司 2008 年的销量下降 18%，为 3.93 万吨，为此进入 2009 年公司调整了战略，加大营销力度，采取降价保量的方式，提高市场占有率，2009 年上半年销量同比增加了 4.7%，达到 1.935 万吨，下半年公司继续保证销量开拓市场的战略，并且在适当的时机对外进行战略合作，与国内行业内部分企业形成战略联盟；二是延伸产业链，发展新产品，提高抗风险能力。

国际市场占有率第一

公司是目前世界最大的硝化棉产品制造商，公司以泸州为主要生产基地（单线规模世界第一），在整合了西安惠安、江西泸庆的硝化棉生产能力后，2004 年在全球硝化棉行业产销规模总量超越法国 SNPE，跃居全球第一，2006 年国际市场占有率达到 17.68%。

表 1：全球主要公司历年产量

单位：吨

序号	企业名称	2004 年	2005 年	2006 年
1	四川北方硝化棉股份有限公司	34,743	41,914	43,304
2	法国 SNPE（含投资公司）	33,375	33,375	33,000
3	台湾台硝（含投资公司）	25,375	25,375	26,100
4	德国伍尔夫	20,000	20,000	19,500
5	巴西 NQB	20,000	20,000	19,500
6	英国诺贝尔公司	15,000	15,000	14,800
7	泰国 NCI	10,000	10,000	11,000
合计		158,493	165,664	167,204

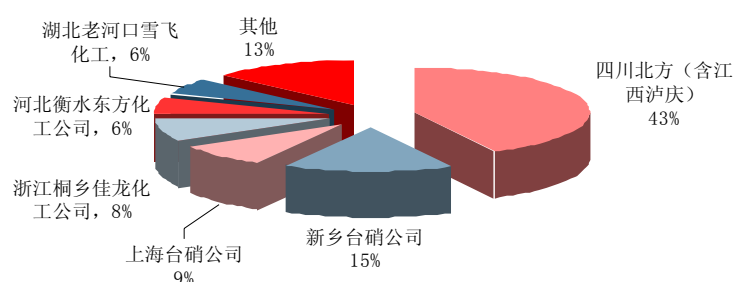
资料来源：公司招股意向书、

国内市场处于绝对领先地位

公司在国内市场上的竞争者主要有上海台硝公司、新乡台硝公司、浙江桐乡佳龙化工公司等。由于整合后公司的规模在国内市场已处于绝对优势地位，因此公司在立足规模优势的同时，加大研发投入，不但提高了产品质量，并且丰富的产品种类，降低了生产成本，使公司产品在国内具有绝对优势地位。2007 年国内市场占有率为 42.60%。是国内、国际硝化棉行业的领先企业。

图 4：分产品收入走势

单位：万元



资料来源：公司公告

下游需求逐步趋稳

公司的硝化棉主要分为三种，H 型硝化棉，主要作为成膜物质，用来生产涂料、油墨；L 型硝化棉目前主要用于赛璐珞制品（比赛用乒乓球）、部分油墨的制造；含能硝化棉，主要用于制造军品发射药，其中 H 型硝化棉占销售额的比重最大，近三年占收入的 85%左右。硝化棉主要作为涂料、油墨的成膜剂，主要用于制造中高档的涂料、油墨和赛璐珞制品等。涂料应用主要是木器涂料、纸张涂料、金属涂料和皮革涂料，其中木器涂料（主要是硝基油漆）使用最多。硝基漆具有成膜快、干燥速度快、漆膜坚硬、丰满、耐磨、光泽好、易于抛光擦蜡等优点，且可塑性强，修复性好。

表 2：主要产品用途及消费群体

主要产品	用途	主要消费群体
H 型硝化棉	制造各种硝基漆、油墨、打字蜡纸、瓶口密封套、粘合剂、皮革油、指甲油、酯溶性涂料	涂料、油墨等生产企业
L 型硝化棉	制造油墨、乒乓球、钢琴琴键、眼镜架等产品，也被广泛应用在化工、航天、机械以及印染	赛璐珞制品、油墨等生产企业
含能硝化棉	制造军品发射药及推进剂、射击发射药、建筑射钉弹药等	军方、体育、建筑器材厂家

资料来源：公司公告

2006 年，全球民用硝化棉的消费量约 24.5 万吨，其中涂料用消耗量占民用硝化棉总消费量的 45%左右，油墨用消耗量占 45%左右。硝化棉的其他应用领域包括赛璐珞(主要用于制造乒乓球、钢琴琴键及工艺饰品、化妆品、皮革油、粘合剂等，占总消费量的 10%左右。而在我国，木器漆用硝化棉占消费总量的约 75%，油墨用硝化棉仅占消费总量的 20%左右。

由于硝化棉具有快干、附着力强、修复性好、能保留木器的天然质感等优良特性，因此在木器漆的生产中广泛使用，其中硝基漆使用 15%-25%左右的硝化棉作为连接料，聚酯漆使用 3%。因此木器漆行业的发展制约着硝化棉的用量，木器漆行业的发展与家具产业密切相关，由于经济危机的影响，我国家具产量出现下滑，自 2009 年 2 月起，我国家具产量出现回升，单月产量同比均小幅上涨，其中木质家具 1-5 月实现销售收入 656.5 亿元，同比增长 11%。而家具的发展很大程度上受房地产行业影响，我国房地产行业也受到经济危机影响，但自 2009 年以来房地产行业数据逐渐转好，商品房新开工面积也于 5 月开始回升，因此房地产复苏将带动硝化棉消费需求回升。而木器漆的消费不仅与我国的房地产市场相关，而且与我国家具出口相关，2008 年 1-12 月全国家具制造工业总产值为 2921.02 亿元，比去年同期增长 20.51%，增幅比去年下降了 7.3 个百分点。家具及其零件出口 269.1 亿美元，增长 21.5%，2008 年我国家具出口总体情况不错，继续保持着高速的两位数增长，但是同比还是有所下降的。木家具的出口量大概下降 10.74%左右。2009 年我国家具及其零件出口同比出现下滑，1-6 月家具及其零件出口额为 117.6 亿美元，同比下降 9.8%。随着经济危机的影响逐步减弱，国内外经济逐步好转，我们预计我国家具出口自下半年逐步回暖。预计下半年硝化棉销量会有所上升。

图 5: 房地产行业数据

单位: %

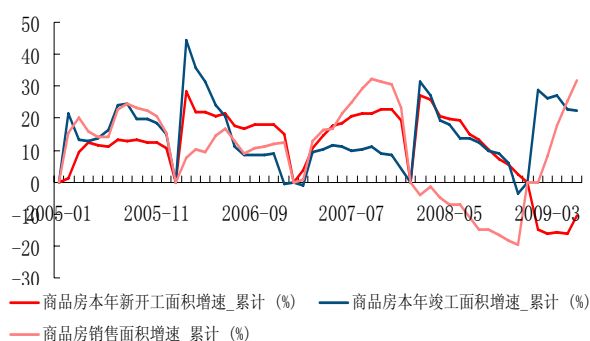
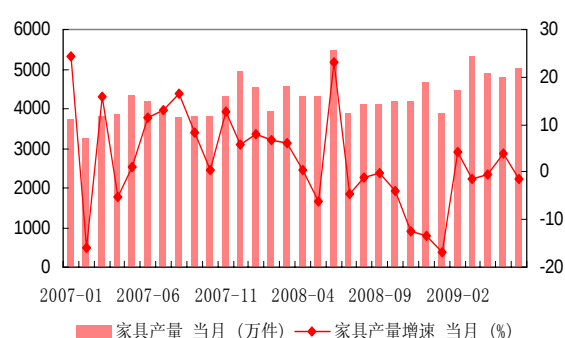


图 6: 我国家具单月产量及增速

单位: 万件, %



资料来源: 中经网

硝化棉的油墨应用主要是凹印油墨、柔性油墨、丝网油墨，具有着色好、干燥速度快等优点，主要用于软包装印刷。由于使用硝化棉的油墨无毒性，因此广泛用于食品、药品、香烟等包装的印刷，硝化棉油墨占油墨总量的 40% 左右。由于其下游消费的刚性，决定了油墨用硝化棉的消费较为稳定。

军用含能硝化棉是国家指令性计划产品，只能按国家规定由指定的供应商进行采购和销售，公司 2007 年 4 月经国防科工委批准，具备含能硝化棉的经营资质，用于制造军用发射药的含能硝化棉执行国家计划定价，其价格较为稳定，决定了公司军品业务的稳定性。

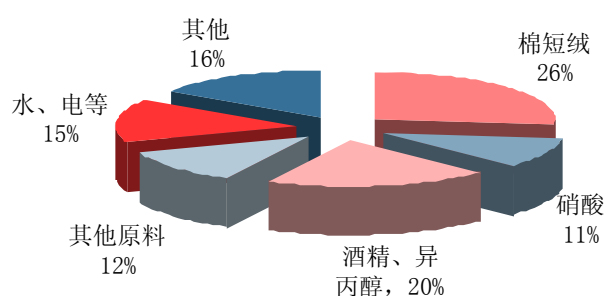
尽管公司含能型硝化棉的产量占比较少，但我们由图 1 可以看出，含能型硝化棉的收入在不断上涨由 2005 年的 8.8% 增加到 2008 年的 14.36%，2009 年上半年由于经济危机影响，产品价格下降，而含能型硝化棉由于其价格较稳定，收入占比迅速提高到 23.68%，且毛利率也在上升阶段，由 2008 年的 28.73% 提高到 2009 年上半年的 31.97%，提高了 3.24 个百分点，公司含能型硝化棉用于制造军用发射药的含能硝化棉执行国家计划定价，调整周期较长，在原料价格下跌过程中受益较大。

成本下降，09 年维持低位

硝化棉的主要原料是棉短绒、硝酸、酒精和异丙醇，他们占硝化棉成本的比例为 26%、11%、20%。原料价格的波动对产品影响较大。

图 7: H 型硝化棉原料成本构成

单位: %



资料来源: 公司公告

棉短绒（用削绒机从毛棉籽表面上剥下来的残留纤维）类别按纤维长度分，有一类绒、二类绒、三类绒三种。一类绒是指纤维手扯长度在 13 mm 及以上的棉短绒，一般为头道绒；二类绒是指纤维手扯长度在 13 mm 以下，其中长 3 mm 及以下的纤维质量占纤维总质量的 58% 及以上的棉短绒；三类绒是指纤维手扯长度在 13 mm 以下，其中长 3 mm 及以下的纤维质量占纤维总质量的 58% 及以上的棉短绒，色泽呈白色、灰白色或棕色。化学成分主要是纤维素，有的品种含量在 90% 以上，是提取纤维素的主要原料。棉短绒纤维粗短，成熟度比长纤维好，理化性能与细绒棉相同。棉短绒的主要用途。一类绒可配纺粗号纱，供制造棉毯等使用，也可作絮棉、脱脂棉等使用；二、三类绒作纤维素原料，可以制造人造革、赛璐珞、纸张、化学浆料、制药填料、人造纤维、电影照相胶片、炸药、硝酸以及高级涂料和塑料等产品。而二、三类绒的主要用途是作为化学浆料生产粘胶纤维，棉短绒产品价格不仅受原料棉花价格影响，而且受到下游粘胶纤维价格影响，棉短绒价格自 2007 年 11 月达到 6300 元/吨的最高点，2008 年处于下降趋势，2008 年 12 月为 2100 元/吨，降幅为 67%，2009 年 1 月起棉短绒价格继续上升趋势，2009 年 8 月最新价格为 3800 元/吨，随着经济的逐步回暖，预期粘胶纤维消费及出口出现回暖，粘胶纤维价格上涨，带动棉短绒价格逐步上涨，但由于化纤消费及出口旺季尚未到来，我们认为提前降价并不能促使旺季价格继续高速增长，因此预计化纤整体消费恢复较小，2009 年棉短绒价格整体涨幅不大，公司目前拥有 3 万吨/年的精制棉生产线，因此公司原材料成本主要受棉短绒价格影响。

2008 年化工产品价格受石油价格的大幅波动而有较大波动，硝酸价格 2008 年 9 月达到 4450 元/吨的高位，2008 年的均价也达到了 2900 元/吨，比 2007 年上涨 23.8%，从而使得公司产品成本上涨 2.6 个百分点，但我们预计 2009 年硝酸价格会维持在 07 年的水平；酒精价格 2008 年相对稳定，同比涨幅仅为 3%，异丙醇价格涨幅为 2%，但 2009 年已经降到 6890 元/吨。上述四种原料价格在 2008 年对产品价格的影响为 8.28 个百分点。长期来看原料价格将维持在低位，但同时产品价格也将同步下降，因此，公司民用产品并不能充分享受到原料价格下跌的收益。

图 8：棉短绒价格

单位：元/吨

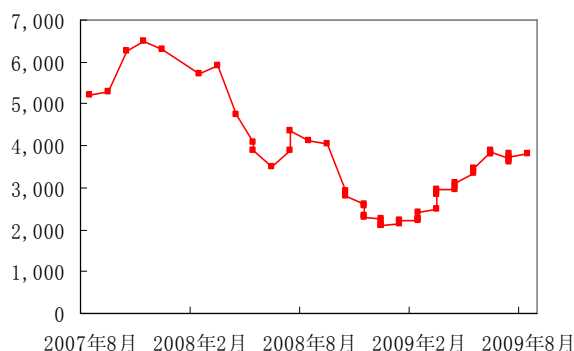
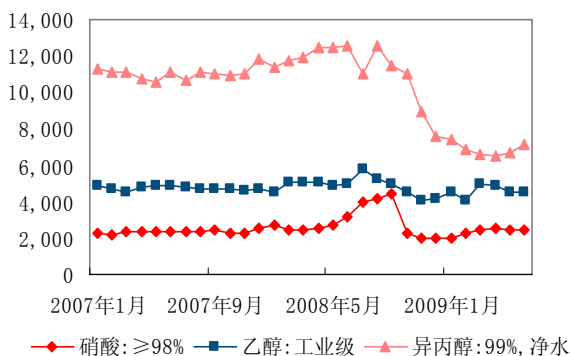


图 9：其他原材料价格

单位：元/吨



资料来源：石化工业协会

新建项目提升盈利能力

公司 IPO 募投项目为西安基地扩能改造工程；15000 吨/年高品质硝化棉建设项目；11500 吨/年聚阴离子纤维素醚（PAC）建设项目以及扩建研发中心项目，其中由于经济危机的影响，硝化棉市场发生巨大变化，公司于 2008 年 11 月变更募投资金项目，15000 吨/年高品质木浆粕硝化棉建设项目变更为改扩建 15000 吨/年高品质木浆粕硝化棉项目，项目建成后公司泸州生产基地的产能仍为 3 万吨/年。

项目进展情况：西安基地改造项目各项工作有序进行，现已全面完成驱水包装工序建设，开棉、硝化驱酸、冷冻、配酸等工序的土建工程按进度计划顺利进行，完成了标准和非标设备的招标、定购；15000 吨/年高品质木浆粕硝化棉项目顺利开展，已完成冰机系统、溶剂库改造等配套设施建设，完成了切片工房的建设以及关键进口设备切片机的安装、调试工作，有关硝化、配酸、调温等工序的土建、管网改造和设备安装调试等工作也已完成；驱水包装工房已于 8 月初开工建设；PAC 行业 2008 年以来受到较大冲击，本着谨慎原则，公司放缓了 11500 吨 PAC 项目的实施进度，公司仍在继续论证 PAC 项目的实施方式或选择新项目。四是公司的研发中心定位是围绕纤维素及其衍生物产业链开展产品预研、工艺研究及应用研究，为优化资源配置，公司目前正在深入论证研发中心的长远发展战略规划。

预测与估值

公司作为硝化棉龙头企业，具有技术、规模、成本等多方面优势，在国内外市场具有很强的竞争力；募投项目的建设将使公司未来稳定发展，进一步提高与国际企业的竞争力。但由于金融危机的影响，出口和国内下游需求将有所减少，募投项目均在 2010 年中后期投产，我们预计公司 09 年、10 年每股收益分别为 0.11 元和 0.17 元，由于资产注入预期的不确定性以及公司目前股价相对较高，给予中性评级。

风险分析

公司作为硝化棉龙头企业，受国内市场需求量骤降影响较大，虽然公司产品在行业内拥有较高的定价权，但在需求大幅下降的情况下，公司为了保持稳定的市场份额，产品价格不可避免的出现下降，因此未来不排除需求量继续降低带来的产品价格下降的风险。

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

李静，化工行业分析师；赵献兵，化工行业高级分析师

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010