

化学纤维

2009 年 9 月 22 日

南京化纤(600889) 当前股价: 8.86 目标价: 13.28 元

化纤、房地产双动力驱动业绩增长

投资要点:

- 1、当前公司粘胶业务产能情况为: 大丰厂区: 粘胶短纤: 3 万吨; 浆粕: 6 万吨; 六合厂区: 粘胶长丝: 1 万吨; 在建的粘胶短纤产能: 3 万吨。此外, 公司与奥地利兰精公司合作成立兰精(南京)公司, 公司持股比例 30%, 兰精(南京)公司生产莫代尔纤维, 产能 3 万吨。
- 2、今年 1 月份以来, 粘胶短纤价格由 11600 元/吨上涨至 16800 元/吨, 上涨幅度接近 50%。进入 9 月份, 粘胶价格基本稳定在 17000 元左右。粘胶价格能保持在这一水平, 粘胶行业景气将持续至 2010 年。
- 3、2007 年, 我国粘胶产量 126 万吨, 按 2008、2009、2010 三年增长率分别为 8%、15%、18%计算, 2009、2010 年粘胶需求分别为 $126 \times 1.08 \times 1.15 = 156$ 万吨; $126 \times 1.08 \times 1.15 \times 1.18 = 179$ 万吨。供需基本平衡。在供需平衡的情况下, 粘胶行业仍将维持景气运行。
- 4、粘胶各方面性能优于棉花, 在当前的棉花价格水平下, 下游纺织企业会选择粘胶短纤, 从而棉花价格对粘胶形成一定的支撑。预计 2010 年中国棉花供给减少 8%, 而需求将增加 3%, 棉花价格 2010 年上涨的可能性较大。粘胶价格将相应上涨。
- 5、棉短绒是轧棉厂的伴生产品, 除用作粘胶原材料外, 其余用途不大。并且轧棉厂规模小, 数量多, 议价能力弱于粘胶企业。在棉短绒、浆粕、粘胶产业链上, 粘胶议价能力最强。在行业景气的情况下, 粘胶行业将尽享景气带来的繁荣。
- 6、公司位于燕子矶的老厂区地块, 由公司控股 70%的金羚房地产公司中标, 该地块面积 32 万平米, 建筑面积 52 万平米, 土地中标价 13 亿元。楼面地价 2500 元/平方米。目前该项目周边房价 6300 元/平方米。我们保守估计该地区房价保持年增长率 2%。今年底, 可实现开盘销售, 2010 年可结算面积 20 万平方米。以该项目开发为依托, 公司将进入房地产开发领域, 房地产开发将成为公司的第二主业。
- 7、在不考虑投资兰精(南京)公司所获得的投资收益的情况下, 2009、2010、2011 年化纤业务 EPS 为 0.33、0.48、0.48 元。房地产业务 2010 年 EPS 为 0.36 元, 给化纤业务 20 倍估值, 房地产 10 倍估值, 公司的合理价值为 13.28 元

研究员: 高国

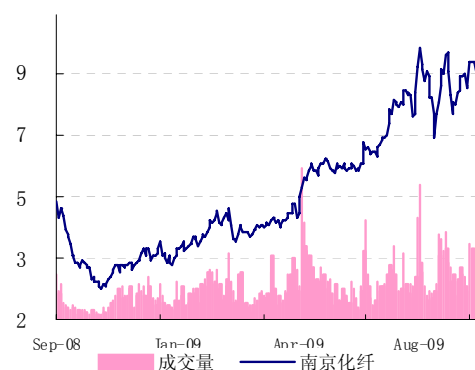
电话: 025-84457777-383

E-mail: GAOGU0108@163.COM

地址: 南京市, 中山东路 90 号

投资评级: 买入

股价走势图



相关研究

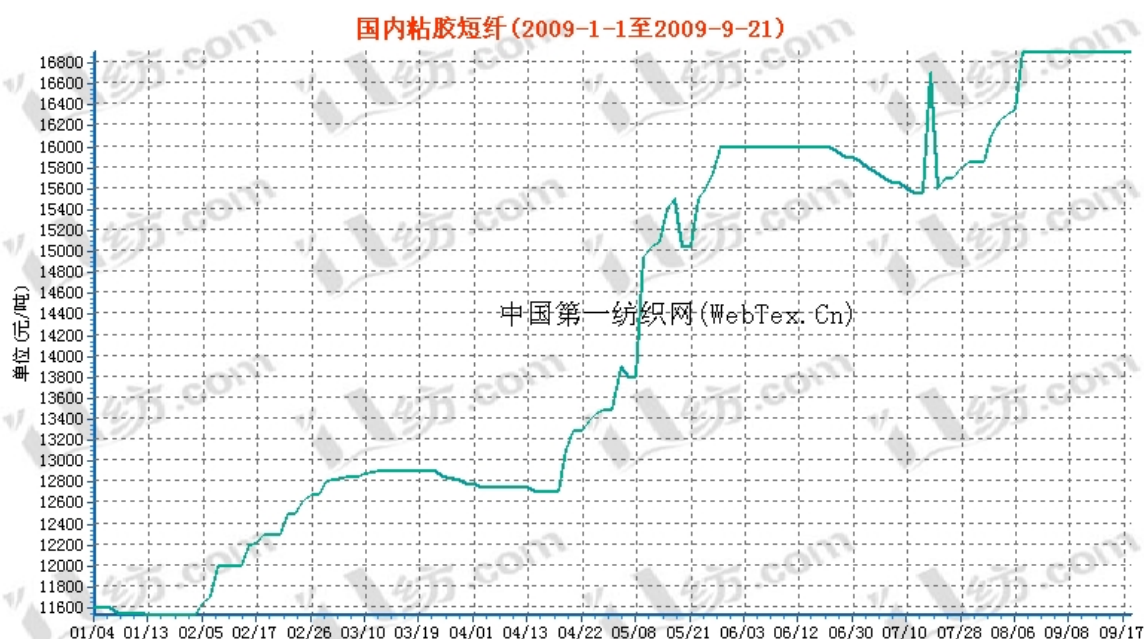
一、公司介绍

南京化纤主营业务是粘胶短纤与粘胶长丝的生产与销售。2007 年 12 月份之前，公司的主要厂区位于南京燕子矶，老厂区产能情况为：粘胶长丝 0.8 万吨；粘胶短纤：3 万吨；浆粕：2 万吨。2004 年开始，公司对老厂区实施搬迁，在南京六合地区及大丰建厂。至 2007 年 12 月份，位于燕子矶的老厂区产能全部关闭，原厂区土地由政府收储，改变土地使用性质为居住用地，并最终由南京化纤控股 70% 的子公司竞标所得。当前公司粘胶业务产能情况为：大丰厂区：粘胶短纤：3 万吨；浆粕：6 万吨；六合厂区：粘胶长丝：1 万吨；在建的粘胶短纤产能：3 万吨。此外，公司与奥地利兰精公司合作成立兰精（南京）公司，公司持股比例 30%，兰精（南京）公司生产莫代尔纤维，产能 3 万吨。兰精（南京）公司于 2007 年 9 月份建成投产。

二、粘胶业务

1、粘胶行业将进入新一轮景气周期

图 1：2009、1-9 粘胶短纤的价格变化



来源：第一纺织网

今年 1 月份以来，粘胶短纤价格由 11600 元/吨上涨至 16800 元/吨，上涨幅度接近 50%。进入 9 月份，粘胶价格基本稳定在 17000 元左右。粘胶价格能保持在这一水平，粘胶行业景气将持续至 2010 年，根据如下：

1. 1、粘胶供需基本平衡

从供给方面来说，至 2009 年 9 月份，我国实际运营中的粘胶短纤产能约有 158 万吨。2010 年新增产能约 30 万吨，同时，《纺织业振兴规划》计划 2009-2011 年淘汰落后产能 16 万吨，因此预计 2009、2010 年实际产能约 165 万吨、180 万吨。从需求方面来看，2007 年，我国粘胶产量 126 万吨，按 2008、2009、2010 三年增长率分别为 8%、15%、18% 计算，2009、2010 年粘胶需求分别为 $126 \times 1.08 \times 1.15 = 156$ 万吨； $126 \times 1.08 \times 1.15 \times 1.18 = 179$ 万吨。供需基本平

衡。在供需平衡的情况下，粘胶行业仍将维持景气运行。

另一方面，从历史上粘胶行业二次进入行业下降期的经验来看，产能的迅速增加不是引起行业进入下降通道的主要因素。2004、1-2006、1，2007、12-2008、12 是行业进入下降通道的二个周期，行业景气下降的诱导因素均是外部需求减弱。2004、1-2006、1，国外纺织企业对中国纺织品发起多起反倾销案，导致中国纺织品出口受阻，引起国内纺织企业的悲观情绪，从而导致了粘胶价格的下降。2007、12-2008、12，这一轮粘胶价格的下降更是由于金融危机引起需求的减弱。或者更准确的说，是下游客户出于悲观前景的预期，放慢拿货速度，延迟拿货时间，引起全产业链的恐慌，争相降价，才导致了粘胶产品价格的一路下降。供给的增加不会导致行业进入下降周期，这是因为供给具有一定弹性，粘胶行业内现在厂商均为有多年生产经验的企业，没有新进入的公司。各成熟厂商不会恶意降价竞争从而形成双输结局。

1. 2、棉花价格对粘胶价格构成支撑

棉花纺纱的比例是 1.2:1，粘胶纺纱的比例是 1: 1，当前 329 级棉花价格 13300 元/吨，纺 1 吨纱相应材料成本为 15960 元。相应的当前粘胶短纤 17000 元/吨，粘胶价格不高，并且，考虑到粘胶各方面性能优于棉花，在当前的棉花价格水平下，下游纺织企业会选择粘胶短纤，从而棉花价格对粘胶形成一定的支撑。预计 2010 年中国棉花供给减少 8%，而需求将增加 3%，棉花价格 2010 年上涨的可能性较大。粘胶价格将相应上涨。

1. 3、原材料供应不是粘胶行业步入景气期的制约因素

粘胶行业最主要的原材料是棉短绒，棉短绒是轧花厂轧棉后在棉籽上留存的二道绒，棉短绒是轧棉厂的伴生产品，除用作粘胶原材料外，其余用途不大。并且轧棉厂规模小，数量多，议价能力弱于粘胶企业。在棉短绒、浆粕、粘胶产业链上，粘胶议价能力最强。在行业景气的情况下，粘胶行业将尽享景气带来的繁荣。

2、化纤业务产能情况

表 1：公司产能情况

项目	2009	2010
普通粘胶短纤	大丰原有 3 万吨， 六合新建 3 万吨	合计 6 万吨
莫代尔纤维	与兰精公司合作 总产能 6 万吨, 权益 产能 1.8 万吨	年底权益产能 可达 3.6 万吨
长丝	六合长丝产能 1 万吨	1 万吨
浆粕	大丰总产能 6 万吨	6 万吨

来源：华泰证券研究所

3、化纤业务盈利预测

表 2：化纤业务收入成本预测

项目	2009	2010	2011
产量 吨			
短纤	35000	60000	60000
长丝	10000	10000	10000
天丝	18000	18000	36000
单价 元/吨			
短纤	12821	14530	14530
长丝	25641	27949	27949
天丝	20821	22530	22530
单位成本 元/吨			
短纤	10256	10897	10897
长丝	23077	23756	23756
天丝	11256	11897	11897
营业收入 万元			
短纤	44872	87179	87179
长丝	25641	27949	27949
浆粕			
天丝	37477	40554	81108
自来水	3837	4029	4230
收入合计(不含天丝)	74350	119157	119358
营业成本 万元			
短纤	35897	65385	65385
长丝	23077	23756	23756
天丝	20262	21415	42831
自来水	1623	1704	1789
成本合计(不含天丝)	60597	90845	90930

来源：华泰证券研究所

表 3：化纤业务预测利润表（万元）

项目	2008	2009	2010	2011
营业收入	47676	74350	119157	119358
营业成本	47403	60597	90845	90930
营业税金及附加	110	171	274	274
销售费用	365	743	834	836
管理费用	2846	4438	7112	7124
财务费用	7170	7435	3575	3581
投资净收益	94			
营业利润	-11681			
加：营业外收入	11913	10400		
减：营业外支出	21			
利润总额	211	11365	16517	16613
减：所得税	2	2841	4129	4153
净利润	209	8524	12388	12460
减：少数股东损益				

归属于母公司所有者的净利润	209	8524	12388	12460
基本每股收益	0.009	0.333	0.484	0.487

来源：华泰证券研究所

注：2009 年营业外收入为土地补贴收益。

在不考虑投资兰精（南京）公司所获得的投资收益的情况下，2009、2010、2011 年化纤业务 EPS 为 0.33、0.48、0.48 元。

三、房地产业务

公司位于燕子矶的老厂区地块，由公司控股 70%的金羚房地产公司中标，该地块面积 32 万平方米，建筑面积 52 万平方米，土地中标价 13 亿元。楼面地价 2500 元/平方米。目前该项目周边房价 6300 元/平方米。我们保守估计该地区房价保持年增长率 2%。今年底，可实现开盘销售，2010 年可结算面积 20 万平方米。以该项目开发为依托，公司将进入房地产开发领域，房地产开发将成为公司的第二主业。

表 4：地产业务盈利预测

项目	2010	2011	2012
销售面积	18.2	18.2	15.6
销售单价	6300	6426	6554.52
单位成本	4500	4500	4500
销售收入	114660	116953	102251
营业成本	81900	81900	70200
土地增值税	229	234	205
营业税金及附加	5733	5848	5113
期间费用	9173	9356	8180
营业利润	17625	19615	18553
所得税	4406	4904	4638
净利润	13219	14712	13915
少数股东权益	3966	4413	4175
上市公司净利润	9253	10298	9741
EPS	0.36	0.40	0.38

来源：华泰证券研究所

房地产业务 2010 年 EPS 为 0.36 元。

四、公司估值

给予公司化纤业务 2010 年 20 倍估值，得出化纤业务合理估值为 9.68 元。房地产业务将成为公司的第二大主业，公司将以开发老厂区这一项目为契机，进入房地产业，可以认为公司该项业务具有可持续性。但为保守估计，给予房地产业务 2010 年 10 倍估值水平，得出房地产业务的合理估值为 3.6 元。综合考虑，公司的合理价值为 13.28 元。

五、提示

本报告暂未考虑兰精（南京）公司投资收益，兰精（南京）公司投资收益将是未来业绩超预期因素。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

-报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

-投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现15%以上;

推荐：相对强于市场表现5%~15%;

观望：市场表现-5%~+5%之间波动;

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。