

澳洋科技(002172)调研简报

涨价赚吆喝

中性

首次评级

原材料/基础化工

2009 年 12 月 15 日

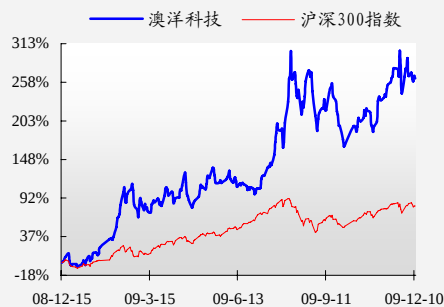
投资要点:

- 澳洋科技是国内最大的粘胶短纤生产企业之一。控制产能包括新疆玛纳斯 6 万吨，玛纳斯子公司新澳 5 万吨，阜宁 13 万吨。
- 澳洋科技的优势在于靠近终端市场，民营企业机制灵活。劣势在于进入市场较晚，沉淀和积累不如老牌国企。
- 粘胶短纤价格从今年春节以后开始上涨，累计涨幅已经超过 80%。粘胶价格上涨带来行业性机会，澳洋科技的单位市值权益产能最大。
- 粘胶短纤与棉花具有很强的替代性，棉花价格和粘棉比显示行业发展趋势向好。棉花价格对粘胶价格有推动作用，但不是涨价的必要条件。
- 浆粕价格上涨导致成本推动型上涨。浆粕供给刚性，国内产量不足以满足粘胶工业，浆粕涨价有可能抵消产品涨价带来的盈利贡献。
- 投资建议：产品价格仍有上涨潜力，涨价阶段仍可顺着趋势交易，提请注意成本上升的压力和风险，给予中性评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2008	163,464	(21.69)	(27,886)	(228.55)	-0.80	---	---	---
2009E	220,000	34.59	7,179	(127.95)	0.22	62.6	---	---
2010E	341,000	55.00	19,109	145.17	0.55	32.5	---	---
2011E								

走势图



市场数据

2009-12-15

收盘价:	13.78 元
52 周最高价:	16.26 元
52 周最低价:	3.57 元
平均持仓成本:	14.12 元

基本数据

2009Q3

总股本(万股):	34,800
流通 A 股(万股):	34,800
每股收益(元):	0.14
每股净资产(元):	2.42
每股经营现金流(元):	0.63
市净率:	5.69

分析师: 邵振华

TEL: (8621)6337 7000

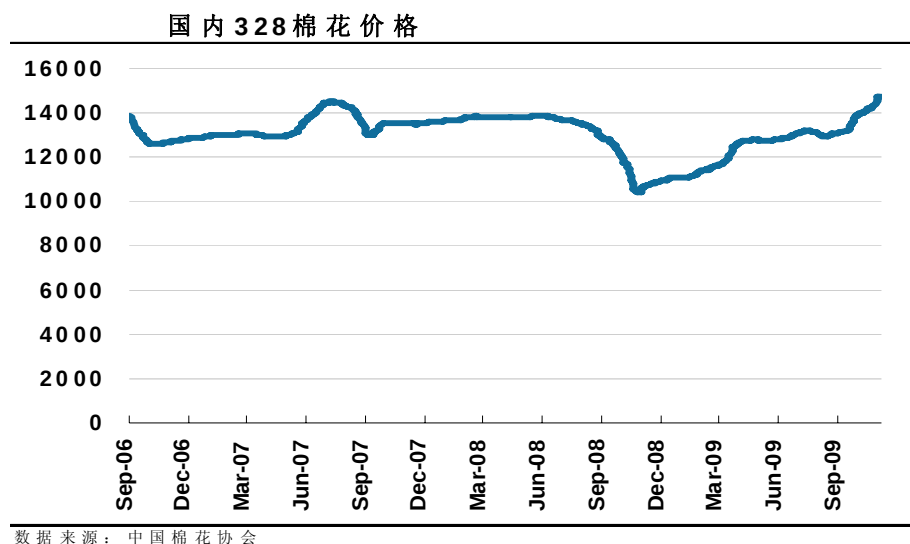
FAX: (8621)6337 3209

Email: shao_zhenhua@hotmail.com

地址: 上海市延安东路 45 号 20 F

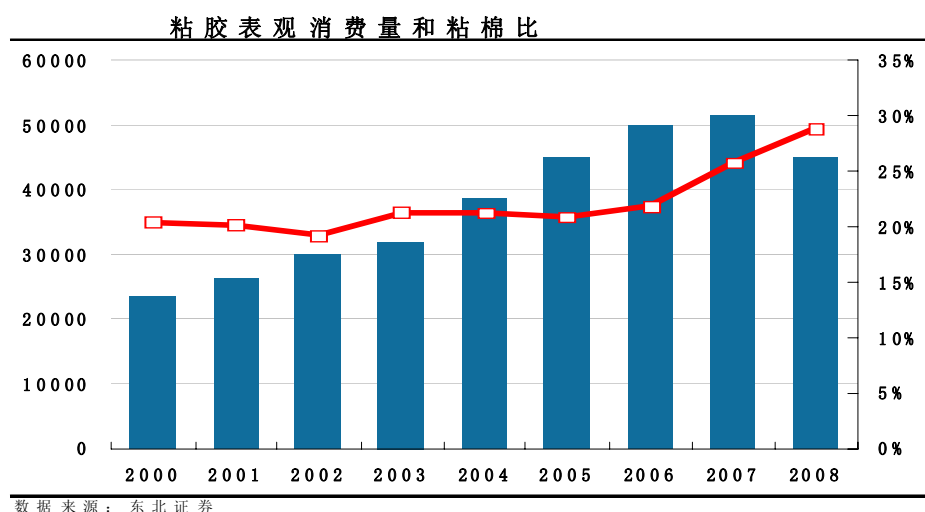
邮编: 200002

粘胶短纤具有大部分棉花的性质，而且在悬垂度、柔韧性等指标方面强于棉花，主要用于与其他纺织材料混纺，与棉花有很强的替代性，因此市场普遍将棉花价格上涨视为推动粘胶价格的一个理由，然而我们也发现，2007 年粘胶价格大涨期间，棉花价格保持平稳。



之前在新乡化纤的报告中，我们曾经提到，行业集中度高是粘胶价格上涨的一个因素。诚然，粘胶行业虽然整体产能略有过剩，但行业集中度在化工行业中比较高，前五家企业产能占总产能 50%。然而也是在这样的集中度下，粘胶价格从 20000 多跌倒 10000，可见集中度高并不是涨价的充分条件。

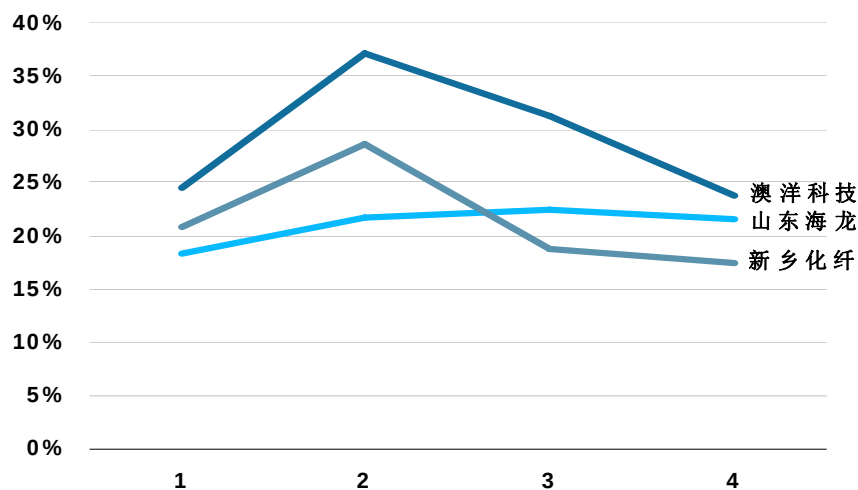
国内粘胶使用量快速增长是从 2003 年开始的，从 2003 年-2007 年，粘胶表观消费量增长率在 15%-20%之间。粘棉比从 2006 年开始逐年走高，我们认为主要有两个因素：外需方面，直接出口从 2006 年开始放量，2006、2007 年出口增量占表观消费量增量的 25% 左右。内需方面，粘胶纤维在消费者中的认知度和接受度提高，应用领域和种类越来越多。



根据上一轮（2006 年底到 2008 年初）粘胶短纤和浆粕价格的走势关系可以看到，浆粕涨价滞后于粘胶短纤。浆粕（棉短绒）主要用于生产粘胶纤维，因此浆粕价格被粘胶纤维价格带动。一旦浆粕价格开始启动，绝对涨幅与粘胶短纤涨幅接近，即粘胶企业盈利增长很难跟随粘胶价格的涨幅。主要原因是棉短绒供给的刚性，棉短绒属于上游初级原料，是棉花产业的副产品，国内供给基本稳定。按年产 700 万吨棉花估算，对应的浆粕大约 100 万吨，可满足大约 100 万吨粘胶纤维需求，2008 年粘胶产量为 132 万吨，不足部分需要通过进口（包括木浆）补充。

虽然产品价格 2007 年一直在涨，但是公司综合毛利率却在二季度创下高点之后就开始下行，只有山东海龙能够将毛利率保持稳定。综合考虑产品价格和毛利率，只有山东海龙在价格上涨的过程中单位绝对毛利提高，澳洋科技的单位绝对几乎没有提高。

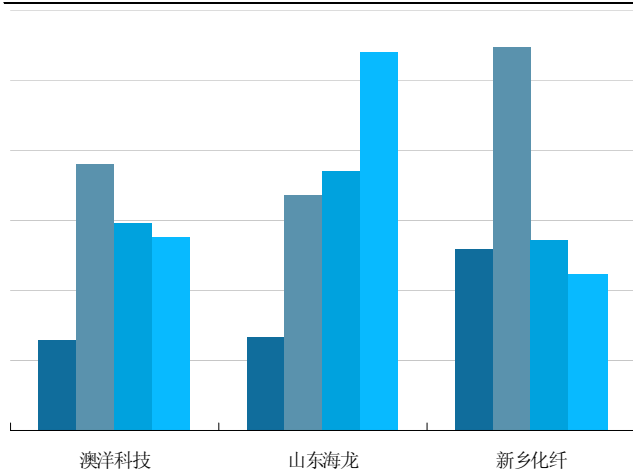
2007 各季度单季毛利率



数据来源：WIND

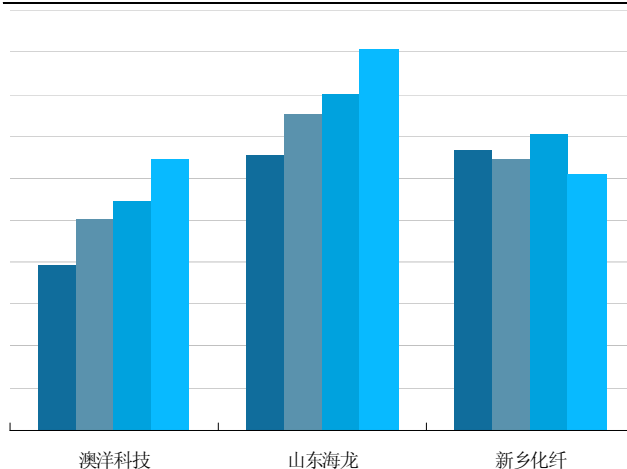
因此，澳洋科技的单季盈利高点出现在 2007 年的二季度而不是四季度！

2007 各季度单季净利润



数据来源：WIND

2007 各季度单季收入



数据来源：WIND

对比三家粘胶上市企业，澳洋科技静态的单位市值权益产能最大。

	股价	股本	市值	权益产能	在建	现有短纤	现有+长丝	现有+在建+长丝
澳洋科技	13.78	34800	479,544	17		3.55	3.55	3.55
新乡化纤	7.45	58869	438,574	9	5	2.05	3.19	4.33
山东海龙	9.41	86398	813,005	20.5	3+4.5	2.52	2.52	3.44

数据来源: WIND 新乡化纤、山东海龙即将增发, 增发后股本增大, 单位权益产能减小

估值比较

	2009PE	2010PE	PB
澳洋科技	56.2	21.1	5.7
新乡化纤	43.4	19.6	3.2
山东海龙	55.2	22.9	6.1

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。