



金属, 采矿, 制品/原材料

世纪光华 (000703)

转型化纤产业、盈利大幅增强

——拟增发购买恒逸石化资产点评

**任静**

010-59312820

renjing@gtjas.com

本报告导读:

收购的恒逸石化产业链完整、盈利能力强

事件:

- 2010 年 2 月 5 日, 世纪光华发布了《重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易预案》, 主要内容是世纪光华与汇诚投资、恒逸集团、鼎晖一期、鼎晖元博、邱建林及方贤水签署了《框架协议》——世纪光华将其全部资产和负债向汇诚投资出售, 且人随资产走, 汇诚投资以现金支付对价; 世纪光华以发行股份购买资产的方式购买恒逸集团及鼎晖一期、鼎晖元博、邱建林、方贤水 (合计) 所持有恒逸石化 100% 的股份; 同时, 汇诚投资以协议方式将其所持世纪光华 1223.705 万股股份转让给恒逸集团, 恒逸集团以现金支付对价
- 上述重大资产出售、发行股份购买资产和股份转让互为条件, 同步实施。协议实施完成后, 恒逸集团及其一致行动人 (邱建林、方贤水) 将取得世纪光华的控制权, 世纪光华的主营业务变更为生产和销售精对苯二甲酸 (PTA) 和聚酯纤维等产品。
- 本次交易以 2009 年 12 月 31 日作为交易基准日, 发行股份的价格为定价基准日前 20 个交易日上市公司股票交易均价, 即 9.78 元/股, 发行股份数量预计不超过 4.5 亿股, 最终的发行数量将参考具有证券从业资格的评估机构出具的评估报告的评估结果确定, 并且须经上市公司股东大会批准。

评论:

- **世纪光华原有铝加工业务持续亏损:** 世纪光华原有业务为铝加工, 生产、销售工业及建筑用铝型材、彩色铝型材、中高档门窗等, 注册地在广西北海、主要经营地在河南, 控股股东为河南汇诚投资。因为其主要产品技术含量较低、品牌附加值不高, 已经连续两年亏损, 08 年、09 年净利润分别亏损 1594 万元和 2043 万元, 分别对应 EPS-0.11 元和 -0.14 元。
- **恒逸石化化纤规模全国前列:** 恒逸集团成立于 1994 年 10 月, 位列 2008 年中国企业 500 强第 240 位, 2008 年中国制造业 500 强第 126 位, 化学纤维制造业第 1 位, 浙江省百强企业第 15 位, 历年 AAA 级资信企业。恒逸集团于 2004 年 7 月发起设立恒逸石化, 经过重组和整合, 恒逸石化成为恒逸集团主营业务的控股公司, 目前生产经营精对苯二甲酸 (PTA)、聚酯纺丝 (PET) 和加弹丝 (DTY) 的产业链高度整合的大型民营控股企业, 产业规模、装备技术、成本控制和品质管理等方面在同类企业中处于领先地位。截止 2009 年 12 月 31 日, 恒逸石化 (及其下属企业) 主要产品精对苯二甲酸 (PTA) 年设计产能 226 万

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 26.00

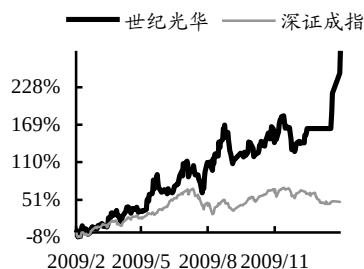
上次预测:

当前价格: 16.71

2010.02.24

交易数据

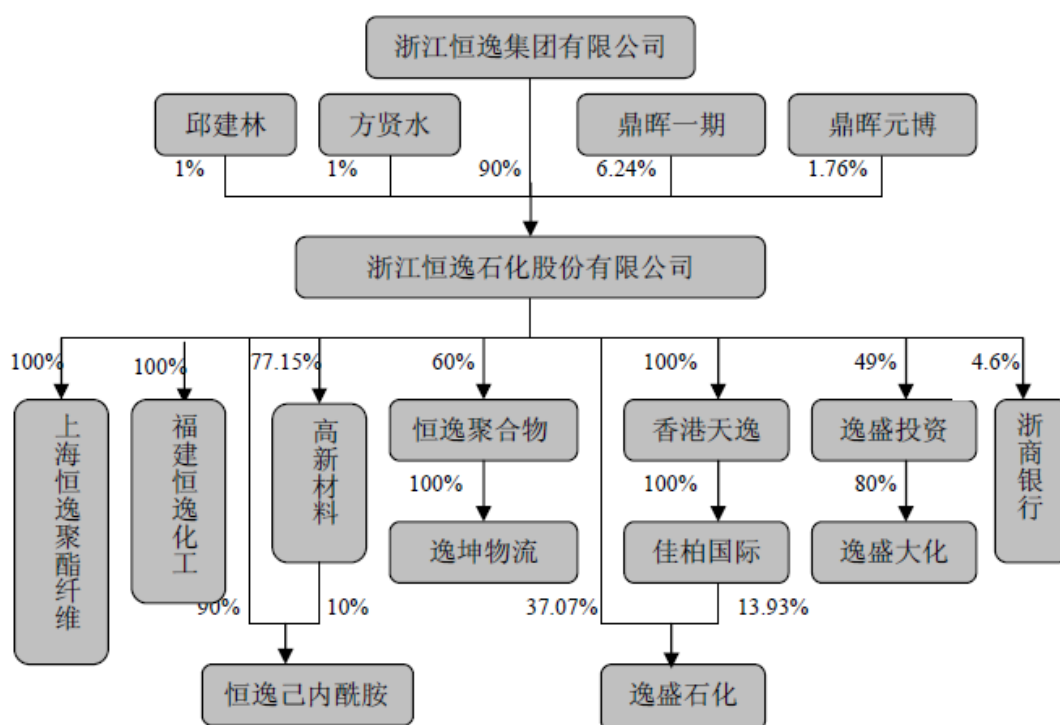
52 周内股价区间 (元)	3.44-16.71
总市值 (百万元)	2,405
总股本/流通 A 股 (百万股)	144/142
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	4
日均成交值 (百万元)	42

52 周内股价走势图**相关报告**

吨，增容改造后实际生产能力可达 290 万吨，居国内第一；聚酯纤维年设计产能 140 万吨，实际生产能力可达 150 万吨，居国内第三；聚酯涤纶后纺加弹年产能 30 万吨，居国内第一。

- **恒逸的盈利水平超行业平均：**恒逸较强的盈利能力，来自于产业的规模化带来的成本优势，原材料由公司内部提供，增大了原材料价格的可预见性，增强了定价能力，达到价格传导机制的顺畅，而且不同产业链上的产品周期性不同，完整的产业链使得公司规避单一产品所带来的周期风险，保证企业取得稳定的利润率；另外，其涤纶长丝差别化率达 50% 以上，超出行业平均值 20% 以上，使公司的盈利水平远高于行业平均居前列，净资产收益率接近 30%，而行业平均在 10% 以下。
- **恒逸的物流与区域优势：**恒逸石化除去装置的规模化和产业的一体化领先优势明显之外，在大连和宁波的 PTA 工厂及福建的新项目均自建码头、PET 和 DTY 靠近纺织发达的江浙地区，使公司具有高效的物流和突出的区域优势，未来产业链延伸还将覆盖长三角和福建地区、渤海湾。
- **评估与业绩承诺：**按照公告，截至 2009 年 12 月 31 日，恒逸石化母公司未经审计的账面净资产为 9.39 亿元。以 2009 年 12 月 31 日为评估基准日，恒逸石化的净资产预估值约为 40.68 亿元，增值额约为 31.29 亿元，增值率约为 333.23%。以贴现估值法得到的恒逸石化企业整体价值为 564,877 万元，付息债务为 158,119 万元，股东全部权益价值为 406,757 万元。09 年，恒逸石化 2009 年未经审计的归属于母公司所有者的净利润 6.44 亿元，其中聚酯和 PTA 业务的净利润分别超过 2 亿。10 年，在原有聚酯业务和 PTA 业务保持稳步发展的基础上，大连 PTA 产能的全部释放和上海恒逸 40 万吨/年聚酯产能的建成，恒逸初步估算归属于母公司所有者的净利润不低于 7.95 亿元。公司承诺以此预测为重组后 2010 年将达到业绩，若不能实现此业绩，则公司将按《上市公司重大资产重组管理办法》就补偿作出安排，具体内容将在重组报告书中披露
- **股价上涨空间犹存：**世纪光华拟以 9.78 元的发行价向恒逸集团、鼎晖投资等定向增发不超过 4.5 亿股。若按增发 4.5 亿股、恒逸承诺业绩，10 年世纪光华 EPS 将达 1.34 元。公司自 1 月 8 日停牌、2 月 11 日公布重组预案之后陆续 5 日涨停，目前股价 16.71 元，对应 PE12X。若以平均 20XPE 估值，股价上涨空间依然较大。
- **风险提示：**最大的风险来自重组的不成功。另外，因为恒逸业务归属强周期的化纤产业链，业绩的波动风险也较大。

图 1 恒逸石化的产权控制关系图



数据来源：公司公告

分析师声明

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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		