



基础化工/原材料

新乡化纤 (000949)

粘胶长丝龙头向短纤差别化领域发展



任静

010-59312820

renjing@gtjas.com

本报告导读:

公司业绩增长来源: 短纤产能的扩张、氨纶价格的回升

事件:

- 3月12日, 国泰君安销售交易总部组织基金及机构客户前往新乡化纤调研, 与公司副总经理、财务负责人、董秘王文新和负责技术开发的负责人等人就公司在粘胶长丝、粘胶短纤和氨纶业务方面目前的经营状况和发展计划等问题进行了交流, 并参观了公司位于小店工业园区的新厂区。

评级:

上次评级: 中性

目标价格: 7.4

上次预测: 0.00

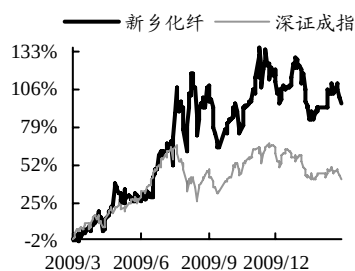
当前价格: 6.76

2010.03.17

交易数据

52周内股价区间(元)	3.23-8.40
总市值(百万元)	3,980
总股本/流通A股(百万股)	589/589
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量(百万股)	8
日均成交值(百万元)	55

52周内股价走势图



相关报告

《业绩接近预期, 后续发展平稳》	2008.02.05
《盈利高点在二季度》	2007.08.20
《业绩恢复, 继续增长》	2007.03.19
《行业复苏的最大受益者》	2006.10.26
《借助产品价格回升, 业绩恢复增长》	2006.08.21

评论:

- 09年扭亏为盈:** 09年公司实现营业收入24.26亿元、同比增加18.83%; 实现利润总额1.65亿元、归属于母公司的净利润9962万元, 同比扭亏; 摊薄后每股收益0.17元。主要产品粘胶长丝、粘胶短纤、氨纶产量同比分别增加28.02%、37.08%、27.50%, 行业回暖、产量增加和产品价格的回升是收入利润增加的主要原因, 粘胶长丝、粘胶短纤、氨纶的毛利率分别达到9.00%、20.08%、18.97%, 同比分别提高16.44、26.86、13.17个百分点。
- 产能状况及规划:** 公司目前有粘胶长丝产能6万吨/吨, 居亚洲第一, 其中连续纺长丝产能4万吨/年, 是世界最大; 另外2万吨/年产能是国内普遍采用的半连续纺粘胶长丝。至09年底, 公司有约11万吨/年粘胶短纤产能, 其中4万吨/年是09年9月份才投产的高品质差别化短纤。公司拟增发项目的4万吨/年高湿模量粘胶短纤已经开始建设, 预计在今年年底可以建成投产, 届时, 公司短纤产能扩大到15万吨。公司已经有氨纶产能8000吨/年, 暂时没有扩产计划。另外, 公司还有4万吨/年的棉浆粕, 对于

请务必阅读正文之后的免责条款部分

扩产后加大的棉浆粕缺口，公司占 20% 股权的合资公司将建成 4 万吨/年的棉浆粕产能，合计 8 万吨棉浆粕供应公司粘胶生产，不足部分将从三门峡等地采购。

- **粘胶长丝业务以维持为主：**作为国内最大的粘胶长丝企业，长丝的收入占比一直超过 50% 以上。公司为连续纺产能较大，以出口为主，市场主要为日本、欧洲、印度，其中有色丝开发色系较齐全、产量逐渐提高但需要根据国外客户的订单和提供的色卡来决定生产的品种和产量。09 年下半年市场恢复，产品价格基本稳定在 34500 元/吨（市场平均价），目前开机率 100%、但因为前几年长丝的低迷造成的库存还在逐渐消化中使产销率超过 100%。09 年公司生产长丝 46478 吨，收入 12.5 亿元，毛利率 9% 比上年扭亏且提高 16.44 个百分点。今年，相比于去年全年，因为产品价格相对较高、生产销售情况良好，毛利率还有望继续提高但原料成本相比也增加，毛利率将超过去年平均但低于 07 年的高点（16.86%）。从行业层面看，粘胶长丝因为应用领域的狭窄和需求的稳定，发展动力不足，多年来国内粘胶长丝进步缓慢、产能没有新的增长，且因为三分之一多的国内产量出口，出口形势的变化对国内长丝销售影响较大。随着今年纺织出口的继续复苏，预计长丝出口也将稳定恢复。
- **短纤继续扩产、向差别化发展：**公司原有的约 6 万吨粘胶短纤产能以常规品种为主，但因为一直配套 4 万吨棉浆粕，有一定的成本优势，随着行业复苏和粘胶短纤价格的不断上扬，09 年全年毛利率由上年的 -6.78% 提高到 20.08%。09 年 9 月份投产的 4 万吨/年高品质差别化粘胶短纤，以高白高强短纤为主，白度 85% 左右而一般短纤白度仅有 70% 左右，主要用于无纺布的生产，毛利比一般产品高 1000-3000 元，该项目今年全年的产量贡献，可提高公司的盈利水平；另外，公司计划新建的 4 万吨/年高湿模量粘胶短纤（即奥地利兰精公司的 Modal 纤维）也因为初始模量高、湿变态小、较好的耐碱性、与棉混纺后具有丝光工艺的光泽、宜人的柔软触摸感觉和悬垂感以及极好的耐穿性等，是制作内衣、外衣等服装的中高档新材料，产品附加值高，也有利于公司短纤盈利提高。
- **尝试溶剂纺纤维的生产：**公司的募投项目中还包括 1000 吨/年的绿色纤维国产化生产线的建设，据了解，该纤维将不用二硫化碳、以溶剂法生产，可自然降解为二氧化碳和水，制造、使用、废弃具有可持续发展的特点，国外品牌有兰精公司的 Lyocell、Tencell 等纤维，被称为 21 世纪的绿色纤维，且集天然纤维和合成纤维的优点于一身，具有棉的舒适性、粘胶的悬垂性、涤纶的强度、毛的挺爽和真丝的手感。用于当今顶级的一线成衣品牌中，也可用于高档无纺布、精细过滤材料和高级香烟过滤嘴等。公司已经与有关大学合作，基本解决了溶剂纺纤维中最关键的溶剂回收问题，将进一步在工业化生产方面取得新的进展，并为今后继续扩大生产规模奠定基础。
- **浆粕尚有一定库存：**公司目前有大约 2 万吨、约 2 个多月的棉浆粕库存，可适当缓解今年以来棉浆粕不断涨价带来的成本压力。但因为粘胶短纤扩产明显，造成棉短绒、棉浆粕供应紧张、价格上涨，目前棉短绒已经超过 8000 元/吨、长丝级棉浆粕超过 14000 元/吨、短丝级棉浆粕超过 13000 元/吨的历史高价。今年，棉浆粕的高价和供应紧张，将是影响粘胶企业成本和利润的主要因素。
- **定向增发将获批文：**公司在 2 月 24 日发布公告，公司向特定对象非公开发行 A 股股票申请获证监会发审委审核，获无条件通过。此次发行将定向增发 4000-10000 万股，发行价格不低于 4.54 元/股，募集资金不超过 3 亿元，用于年产 4 万吨/年高湿模量粘胶短纤维项目，预计达产后每年新增销售收入 61500 万元，销售利润 12000 万元
- **10 年业绩翻番：**今年以来，特别是春节后，棉短绒、棉浆粕、粘胶短纤价格再次飙升，而较高的棉短绒价格已经使棉浆粕生产企业亏损，促使棉浆粕还有上涨动力，而下游人棉纱市场因为织造业开工率的逐步提高而逐渐转旺、价格上涨空间尚存，如此，粘胶短纤价格在成本推动、需求拉动下还有上涨余地，特别是棉短绒、棉浆粕价格已经涨至历史高点、而粘胶短纤距离上次 22000 元/吨高点尚有空间，同时，因为其它粘胶生产的化工辅料价格尚在较低价位，粘胶短纤盈利尚可，整个产业链继续上涨的趋势可望持续到二季度纺织旺季到来，但毛利率因为成本上行而有下降的可能。因此，对公司而言，今年业绩增长的基础是，短纤 4 万吨产能的全部释放及其较高的毛利水平、氨纶价格的持续上涨和毛利率的提高，业绩对粘胶短纤和氨纶价格的弹性较大。明年的业绩增长则来自于 4 万吨/年高湿模量粘胶短纤的投产。09 年公司 EPS0.17 元，预计今明两年 EPS0.38 元和 0.51 元，动态市盈率 18 倍和 13 倍，目前的市净率为 2.6 倍，与目前申万化工行业平均 20 倍市盈率、3.4 倍市净率相比，约有 10-20% 的空间，而且因为对氨纶价格还有一定的敏感性，我们持中性偏乐观的观点。

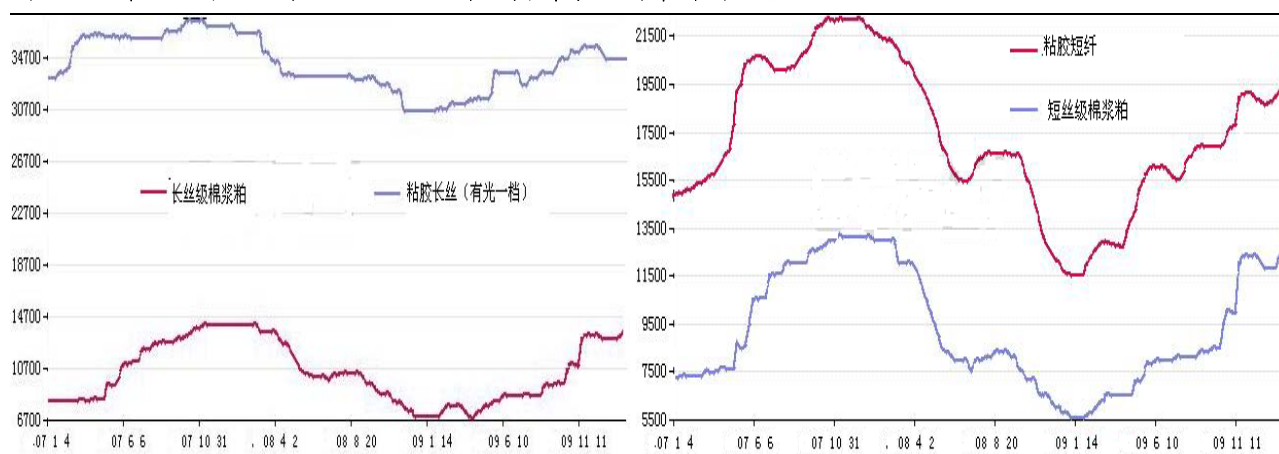
附：《化纤工业“十一五”发展指导意见》中指出，“我国作为全球最大的粘胶纤维生产国，在石油资源日趋紧缺的形势下，采用可再生、可循环的农林资源生产纤维素纤维，有着积极意义。一是加快环保型新型溶剂法纤维素纤维如 Lyocell 纤维等产业化进程，加强技术装备国产化攻关。二是加快粘胶纤维新产品开发和应用开发力度，如高湿模量纤维、细旦粘胶纤维（短纤单纤细度 ≤ 1 旦、长丝单纤细度 ≤ 2.5 旦）、异形纤维（含中空）、阻燃纤维、医用纤维、导电纤维、抗辐射纤维、水刺非织造布用粘胶纤维、粘胶活性炭纤维等差别化功能化纤维，提高产品附加值、提升国际竞争力。三是发展以竹浆、麻浆、兰桉等速生林材为原料的新型粘胶纤维。四是加强对新型纤维素纤维的发展和产业应用研究，结合市场情况，支持鼓励聚酯纤维等其它人造纤维品种，丰富人造纤维的产品种类。”

图 1 08 年 3 月以来棉短绒及进口溶解浆价格走势



数据来源：中国化纤经济信息网

图 2 07 年初至今粘胶长丝、粘胶短纤及其棉浆粕的中纤价格指数



数据来源：中国化纤经济信息网

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，需在允许的范围内使用，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:	gtjaresearch@gtjas.com		