

公司调研报告

主营未有明显增长，投资收益斩获较大

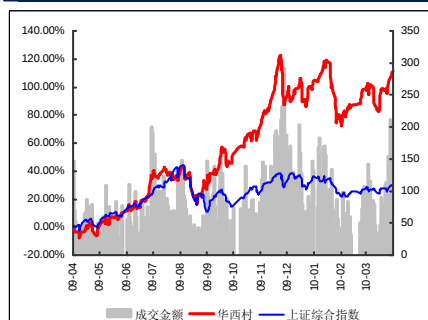
化工行业

2010 年 03 月 31 日

华西村（000936.SZ）调研快报

观望

最近 52 周走势：



报告作者：

国联证券研究所低碳小组

组长：杨平

执业证书编号：S0590210020003

联系人：

茅玉峰

021-58766036-216

maoyf@glsc.com.cn

王席鑫

0510-82833507

wangxx@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：

我们于近日对华西村进行调研，就公司主要业务的经营情况进行了交流。

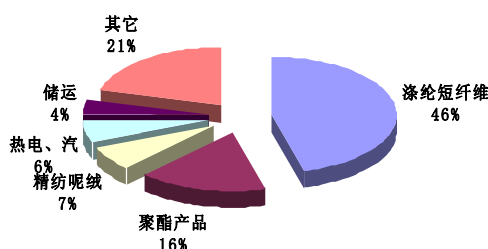
投资要点：

- **行业产能过剩，公司化纤业务盈利能力不高。**化纤是公司主导业务。2009 年受金融危机影响，公司短纤和聚酯切片业务受到较大冲击，毛利为近三年来最低。进入 2010 年后，随着下游纺织行业的逐渐复苏，涤纶短纤业务有所好转。但由于行业内企业众多，产能过剩，盈利能力恢复有限。
- **储运业务新增产能是公司最大亮点。**储运业务虽在公司收入中占比不高，但由于毛利高达 75%，是公司重要利润来源。09 年年末，公司扩建 13 万方储罐投入使用，将能较大提高公司 10 年储运能力，提升公司总体业绩。
- **投资收益是公司最大看点。**公司 09 年获得投资收益 4400 多万元，增长 99.87%。同时，公司拥有华泰证券 45,345,980 股股权和江苏银行 248,809,215 股股权，一旦可以变现，将给公司带来巨大收益。
- 如不考虑华泰证券等股权的变现收益，我们预测公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.33、0.36、0.38 元，给予公司 10 年业绩 20 倍的 PE，公司合理估值为 6.6 元。但考虑到公司拥有华泰证券和江苏银行股权所带来的潜在收益，我们认为当前公司股价的高溢价正反映了这些股权的价值。目前公司股价处于合理区间，给予公司观望的投资评级。

受金融危机等影响，公司化纤业务盈利能力不强

涤纶短纤是公司的主导业务，公司现有涤纶短纤生产能力约 25 万吨，聚酯切片产能约 35 万吨。除作为原料配套涤纶短纤生产外，聚酯切片部分多余产能主要用于外销。2009 年受金融危机影响，公司短纤业务受到较大冲击，毛利仅为 4%，为近三年来最低。进入 2010 年后，随着下游纺织行业的逐渐复苏，涤纶短纤业务有所好转。但涤纶短纤行业内企业众多，产能过剩，盈利能力恢复有限。

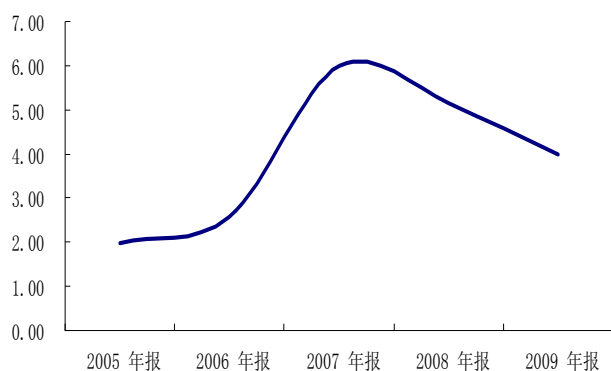
图 1：公司主营收入构成



数据来源：公司年报、国联证券研究所

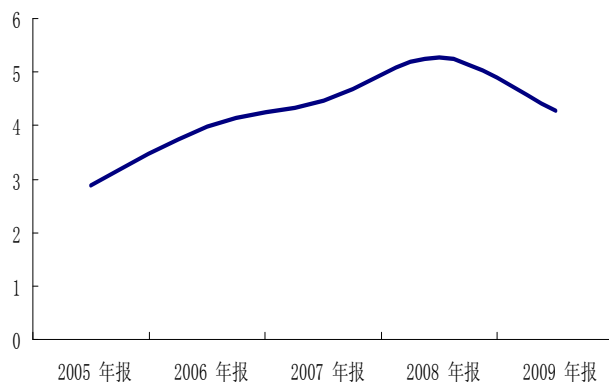
国内聚酯切片行业同样产能过剩，行业内竞争激烈，其盈利能力受原料成本和下游需求影响很大。公司聚酯切片的毛利水平与涤纶短纤相仿，同样维持在较低水平。

图 2：涤纶短纤毛利水平一直不高（%）



数据来源：公司年报、国联证券研究所

图 3：聚酯切片毛利水平同样较低（%）



数据来源：公司年报、国联证券研究所

储运业务新增产能是公司重要亮点

公司储运和热电、气业务在收入中占比不高，但却贡献了公司的主要利润，其中储运业务利润贡献在 30%左右，热电、气在 18%左右。公司热电、气业务在 2010 年没有新增产能，并且去年已经通过掺烧煤泥来降低成本，实现了较高毛利，预计 10 年该业务将维持 09 年的盈利水平，成长性不大。

而储运业务在 09 年扩建了 13 万立方的化工储罐，10 年储罐容量将达到 30 万立方。随着国内外经济的恢复，化工品进出口贸易增加，我们判断公司仓储业务将能迅速达产，提升公司总体业绩。

图 4: 储运业务毛利很高，是重要利润来源 (%)

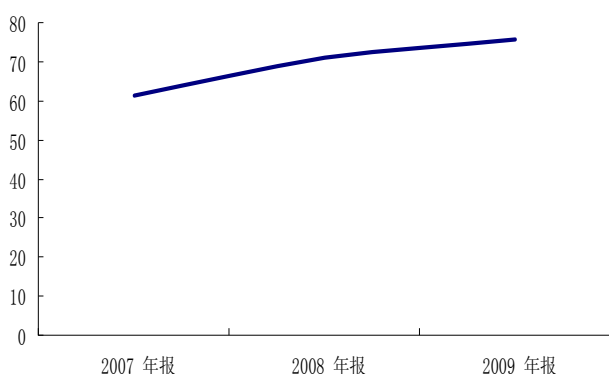
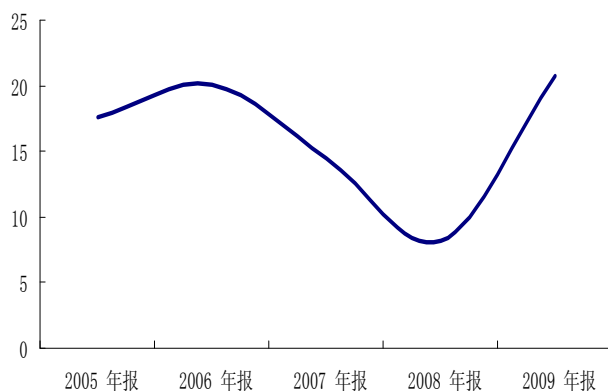


图 5: 热电、气业务毛利去年大幅上涨 (%)



数据来源：公司年报、国联证券研究所

数据来源：公司年报、国联证券研究所

投资收益是公司最大看点

公司在 09 年利润表上投资净收益为 4466.53 万元，比去年同期增长了 99.87%。主要为公司当期处置期货产品等交易性金融资产取得的收益增加。

值得注意的是，公司年报显示持有华泰证券 45,345,980 股股权，该股权限售期为一年。我们按照华泰证券 3 月 31 日收盘价 21.62 元计算，该股权价值 9.8 亿元左右，折合公司每股 2.2 元。此外公司还拥有江苏银行 248,809,215 股股权，这也将是未来公司在投资收益方面的看点。

虽然在股权投资上面公司屡有斩获，但考虑到这仅是一次性投资收益，且在华泰证券上市前后，市场已对此有所反应，目前股价已基本反映了其市场价值。

投资建议及评级

根据我们预测，不考虑华泰证券等股权的变现收益，公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.33、0.36、0.38 元，如果给予公司 10 年业绩 20 倍的 PE，公司合理估值为 6.6 元。但考虑到公司拥有华泰 45,345,980 股股权和江苏银行 248,809,215 股股权。一旦能够变现，将获得巨大投资收益。我们认为当前公司的高溢价正反映了这些股权的价值，目前股价处于合理区间，给予公司观望的投资评级。

利润表		单位: 百万元		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2429	3801	3941	3938
营业成本	2253	3470	3599	3591
营业税金及附加	9	14	15	15
营业费用	23	30	33	33
管理费用	32	77	88	99
财务费用	38	10	1	-11
资产减值损失	4	0	0	0
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	45	27	36	42
营业利润	114	227	242	253
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	115	227	242	253
所得税	10	57	61	63
净利润	104	171	182	190
少数股东损益	13	27	24	23
归属母公司净利润	91	143	157	167
EBITDA	245	319	325	325
EPS (元)	0.21	0.33	0.36	0.38
资产负债表		单位: 百万元		
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1587	1306	1548	1822
现金	583	852	1077	1373
应收账款	92	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0
预付账款	75	0	0	0
存货	460	454	472	449
其他流动资产	376	0	0	0
非流动资产	1205	738	655	573
长期投资	364	0	0	0
固定资产	796	713	631	548
无形资产	24	24	24	24
其他非流动资产	21	0	0	0
资产总计	2792	2043	2204	2395
流动负债	1451	554	533	534
短期借款	499	554	533	534
应付账款	121	0	0	0
其他流动负债	830	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	1451	554	533	534
少数股东权益	85	112	136	159
股本	440	440	440	440
资本公积	357	357	357	357
留存收益	459	580	738	905
归属母公司股东权益	1256	1377	1535	1702
负债和股东权益	2792	2043	2204	2395

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。