

公司公告报告

氨纶连续涨价，公司业绩提升

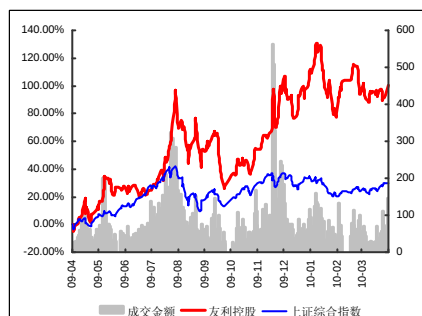
化工行业

2010 年 04 月 07 日

友利控股（000584.SZ）时评报告

推荐

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：

氨纶价格近期继续上涨，目前市场主流价格已经达到 58000~59000 元/吨，而且从趋势上看，由于需求旺盛，短期内无新增产能投入生产，未来还有上涨空间。

投资要点：

- **氨纶价格上涨，新产能上涨带来大机遇。**从 09 年中期开始，氨纶价格不断上涨。主要原因是经济恢复和氨纶在纺织服装中的用量从 3%提升到 5~8%。而供给面，行业只有少量新增装置投产，我们判断氨纶的上涨趋势短期内还未结束。另一方面，公司新增 1.2 万吨产能投产，正好契合了氨纶价格的上涨时间。而且新装置采用了较为先进的连续纺技术，将能大幅提高生产效率，降低生产成本。
- **公司新获成都高新区地块，预计将为未来提供较大收益。**根据公司公告，公司在 9 月 28 日拍到成都市高新区商务商业核心区内规划 D3 地块土地。在该合同项下，该宗地规划建设净用地面积约 22345.71 平方米（33.5186 亩）。再加上公司现有地块项目，我们认为在帕丽湾项目后，公司房地产业务在未来两年内将有较大的利润贡献，可相应提高公司市场价值预期。
- **不考虑房地产，我们预测公司 09~11 年的每股收益分别为 0.04、0.60 和 0.61 元。**考虑到目前氨纶价格还处于上升过程中，且公司房地产业务未来可能有较大收益，给予推荐的投资评级。

氨纶上涨，新产能投产带来大机遇

友利控股是国内重要的氨纶生产企业，在 1.2 万吨新建氨纶生产线投入投产后，公司氨纶产能已经达到 3.2 万吨，仅次于华峰氨纶，位于国内第一集团。09 年公司受金融危机影响，盈利大幅下滑，但从该年中期开始，随着氨纶需求的不断恢复，氨纶价格不断上升，公司盈利能力也不断上升。

1. 氨纶价格上涨，提升公司盈利能力

此次氨纶价格上涨主要有两个原因：

需求面大幅上升。一方面随着经济的恢复，国内纺织业订单恢复，纺织服装产量数据在 09 年末迅速回暖。剔除 2 月的春节因素，可以看到纺织服装同比增速迅速提高。而根据我们实际了解情况，目前纺织服装业的开工率水平都处在高位，带动了氨纶需求的增长。

图 1：氨纶价格走势

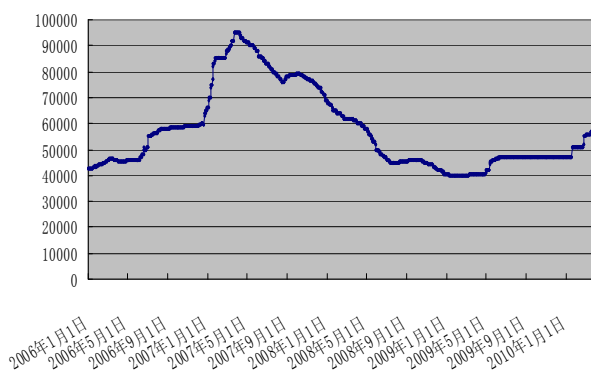
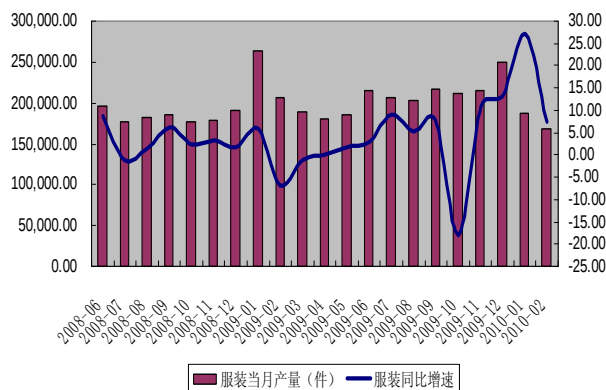


表 2：服装产量在 09 年末迅速恢复



数据来源：百川咨询、国联证券研究所

数据来源：wind、国联证券研究所

图 3：布产量在 09 年末迅速恢复

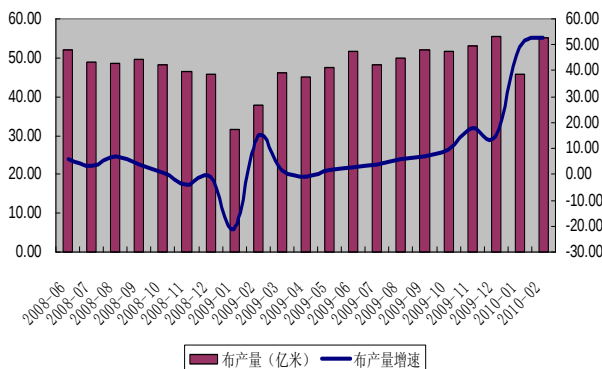
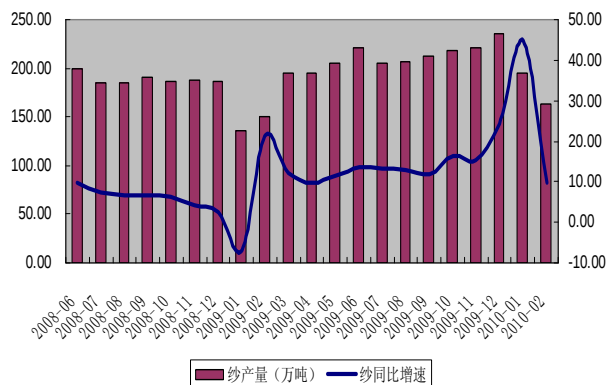


表 4：纱产量在 09 年末迅速恢复



数据来源：wind、国联证券研究所

数据来源：wind、国联证券研究所

另一方面，纺织品中氨纶用量增加，从原来的 3%左右，上升到 5~8%，使用比例提高，同样使氨纶需求大幅上升。

供给面增长放缓。由于前两年受金融危机影响，氨纶行业毛利水平大幅下降，大部分企业均在成本线附近挣扎。因此，09 年以来国内氨纶新增产能很少。除公司的 1.2 万吨新增产能外，仅有英威达的 7000 吨/年新增产能。

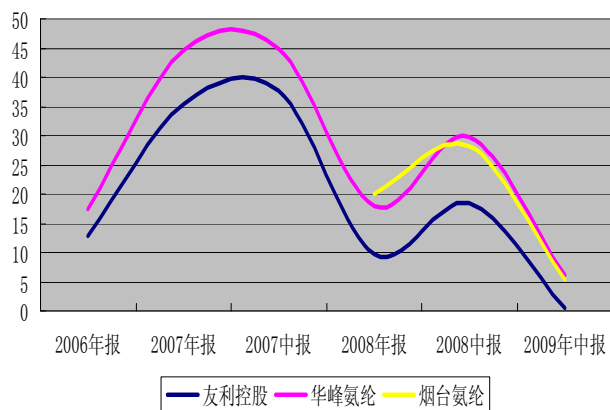
一般，夏季面料对氨纶的需求较大，当前正处于氨纶生产旺季。受需求拉动和供给产能限制，氨纶价格有望进一步走高。

2.公司氨纶生产能力大幅提升

公司 1.2 万吨新增产能于今年投产，正好契合了氨纶价格的上涨时间。在这一意义上，公司是最大的受益者。另一方面，公司此次新增装置采用的是较为先进的连续纺技术，将能大幅提高生产效率，降低生产成本。而且此装置属募投项目，公司具有全部产能权益。

从历史上看，公司氨纶毛利水平要低于同类的华峰氨纶和烟台氨纶，我们判断和公司主要使用东洋纺和日清纺技术，纺速和效率不高有关。所以当新装置投产后必然将带动公司毛利水平的上升。

表 5: 主要上市公司纺织化纤毛利水平对比



数据来源: wind、国联证券研究所

量价齐升下，我们非常看好公司氨纶业务近两年的发展。

房地产屡有斩获，新地块带来新机遇

根据公司公告，公司在 9 月 28 日拍到成都市高新区商务商业核心区内规划 D3 地块土地。在该合同项下，该宗地规划建设净用地面积约 22345.71 平方米（33.5186 亩）。再加上公司现有地块项目，我们认为在帕丽湾项目后，公司房地产业务在未来两年内将有较大的利润贡献，可相应提高公司市场价值预期。

投资建议和评级

按照我们预测，在不考虑房地产收益的情况下，公司 09~11 年的每股收益分别为 0.04、0.60 和 0.61 元。考虑到目前氨纶价格还处于上升过程中，且公司房地产业务未来可能有较大收益，给予推荐的投资评级。

利润表		单位: 百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1149	1120	1983	1984
营业成本	961	996	1414	1419
营业税金及附加	18	13	24	25
营业费用	49	38	70	72
管理费用	55	36	72	66
财务费用	43	25	32	35
资产减值损失	21	0	0	0
公允价值变动收益	-4	0	0	0
投资净收益	98	0	3	10
营业利润	96	13	374	377
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	96	13	374	377
所得税	25	3	94	94
净利润	70	10	281	283
少数股东损益	-12	-6	33	33
归属母公司净利润	83	16	247	249
EBITDA	235	117	496	507
EPS (元)	0.20	0.04	0.60	0.61
资产负债表		单位: 百万元		
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1124	1100	2554	2772
现金	534	403	1455	1718
应收账款	26	24	43	43
其他应收款	25	21	40	39
预付账款	340	249	427	391
存货	164	368	531	521
其他流动资产	35	35	59	59
非流动资产	1689	1659	1576	1468
长期投资	7	8	8	8
固定资产	1106	1245	1264	1224
无形资产	41	40	39	37
其他非流动资产	536	366	265	199
资产总计	2813	2758	4130	4240
流动负债	1055	1013	1354	1184
短期借款	655	531	562	567
应付账款	156	105	267	110
其他流动负债	243	377	526	508
非流动负债	0	18	768	765
长期借款	0	0	750	750
其他非流动负债	0	18	18	15
负债合计	1055	1031	2122	1949
少数股东权益	217	210	244	277
股本	409	409	409	409
资本公积	896	896	896	896
留存收益	237	212	459	708
归属母公司股东权益	1542	1517	1764	2013
负债和股东权益	2813	2758	4130	4240

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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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。