

新乡化纤 (000949.SZ) 化学纤维行业

评级：持有 首次评级
业绩点评

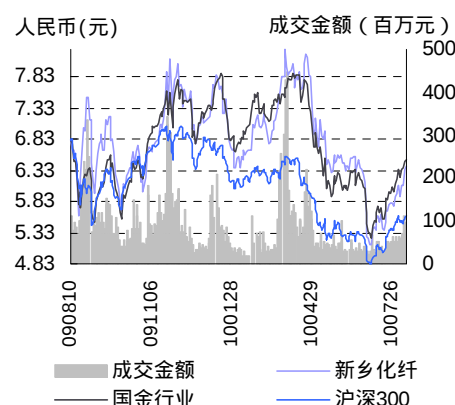
市价（人民币）：6.41 元

新乡化纤中报点评

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	588.55
总市值(百万元)	4,088.70
年内股价最高最低(元)	8.28/5.14
沪深 300 指数	2918.24
深证成指	11017.41



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	-0.487	0.169	0.172	0.205	0.256
每股净资产(元)	2.25	2.42	2.62	2.80	3.03
每股经营性现金流(元)	0.86	0.22	0.60	0.55	0.57
市盈率(倍)	-4.99	42.14	37.32	31.34	25.06
行业优化市盈率(倍)	17.28	45.41	45.41	45.41	45.41
净利润增长率(%)	N/A	N/A	9.98%	9.88%	25.07%
净资产收益率(%)	-21.68%	7.00%	7.10%	7.29%	8.44%
总股本(百万股)	588.69	588.69	637.86	637.86	637.86

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司公布 2010 年中报：上半年实现营业总收入 15.9 亿元，归属于上市公司股东的净利润 6659 万元，分别同比增长 52.66%和 934.51%，实现每股收益 0.11 元，产品价格上涨是业绩大幅提升的主要原因。

经营分析

- **产品价格上涨导致销售收入高增长**：2009 年年初至今年一季度，公司产品粘胶短纤、长丝和氨纶价格一直处于上涨过程中，其中粘胶短纤从 11530 元涨至上半年最高点 20300 元、长丝从 29100 元涨至 35500 元、氨纶价格（40D）从 4 万元涨至 57000 元，这是公司主营收入实现 52.66%增速的主要原因，粘胶长丝、短纤和氨纶收入分别达到 7.76 亿元、5.87 亿和 1.74 亿元，同比增幅分别为 34.98%、80%和 53%；分区域看，出口市场回暖，公司上半年实现海外收入 4.81 亿元，同比增长 78.21%，内销市场实现收入 10.8 亿元，同比增幅超过 40%；
- **产品价格上涨也导致毛利率提高**：由于涨价，粘胶短纤、长丝和氨纶毛利率分别较去年同期提高 1.19 个、1.39 个和 18.56 个百分点。上半年由于粘胶涨价主要是原料棉短绒价格上涨所致，粘胶长短丝毛利率环比反而下滑，分别下降了 4.83 和 3.14 个百分点；而氨纶产品价格持续上涨，导致毛利率环比上升了 13.83 个百分点至 32.81%；
- **募集资金项目将在 9 月达产**：公司 3 月非公开发行募集资金 3 亿元，用于年产 4 万吨高湿模量粘胶短纤项目，该项目 2010 年 9 月将投产。

盈利调整

- **各产品价格继续下降**。我们在之前的报告中已经详细分析研究了棉价未来走势，认为 7-8 月棉价开始下降，9 月下降速度可能加快，粘胶原料棉短绒也将随棉价下跌而下跌，而粘胶短纤产能继续高速释放，国内外需求难以出现明显增长，上述因素将导致粘胶长短丝价格继续下跌。氨纶价格从 5 月中旬的传统旺季开始下跌，目前跌幅达到了 6000 元。氨纶旺季价格不旺，我们认为 8-11 月的传统旺季，价格仍然难有起色，继续下跌可能性较大；

刘宇袖 联系人
 (8621)61038285
 liuyx@gjzq.com.cn

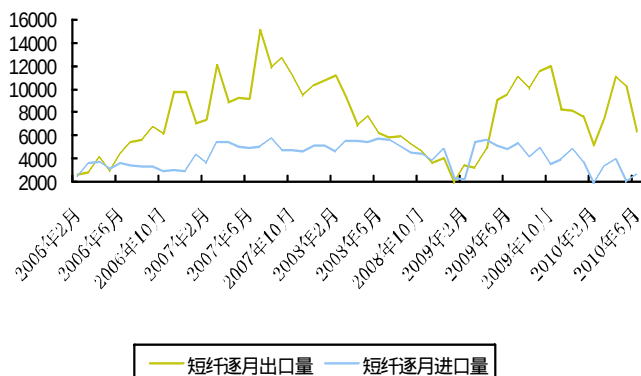
张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130206080208
 (8621)61038278
 zhangbin@gjzq.com.cn

- **产品毛利率继续环比下降。**粘胶长丝由于用途较为单一，产品价格随棉价波动，企业可能继续保持微利状态；未来如果棉短绒降价，而粘胶短纤产能仍处于高速释放期，毛利率难有改善，氨纶毛利率主要与价格相关，两者毛利率可能继续环比下降；
- **明年粘胶短纤价格存在上涨可能：**我们认为下半年粘胶短纤全行业将陷入亏损，而如果棉花降价，棉短绒价格也将触底，这样就为 2011 年价格上涨打下基础。而长丝由于需求不振、氨纶则由于价格下跌空间不够大，明年上半年价格反弹的可能性也就相应较小；
- **综合以上分析，我们预计公司 10-12 年净利润将分别达到 1.1 亿元，1.2 亿元和 1.51 亿元，分别同比增长 19%，9.9%和 25.1%，对应的每股收益分别为 0.172 元，0.205 元和 0.256 元。**

投资建议

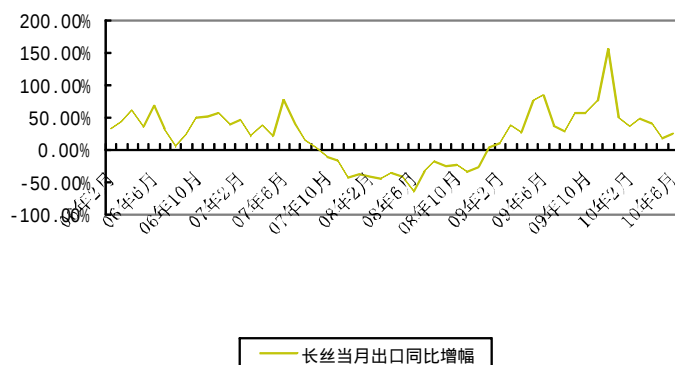
- 我们预计下半年粘胶短纤和氨纶价格难超预期，强周期的化纤品种介入的最好时机是传统淡季，因此投资机会可能需要到 11 月后的淡季才能再次来临。

图表1：粘胶短纤逐月进出口数量

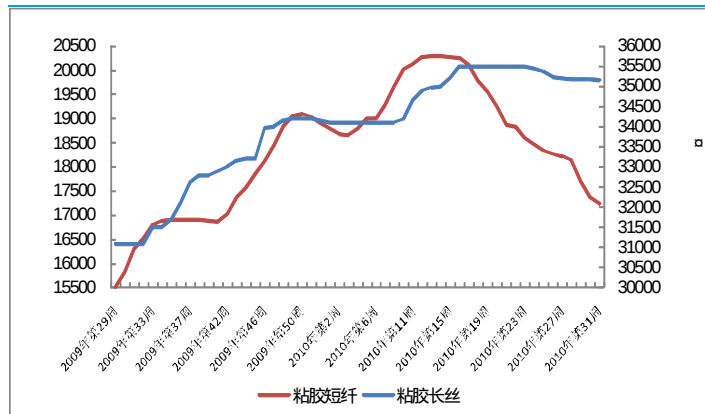


来源：化纤经济信息网，国金证券研究所

图表2：粘胶长丝逐月出口波动

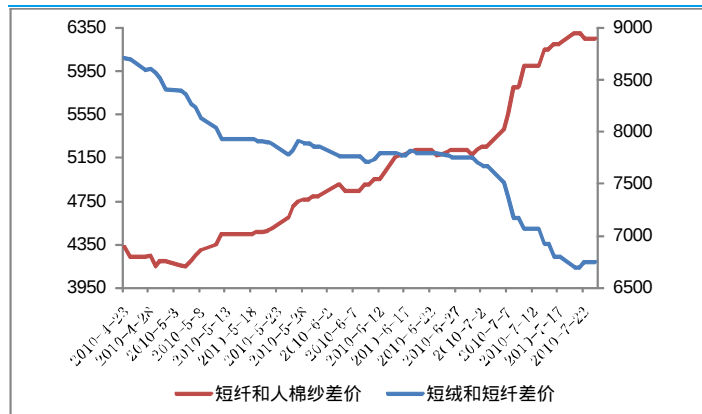


图表3：粘胶长短丝周平均价格

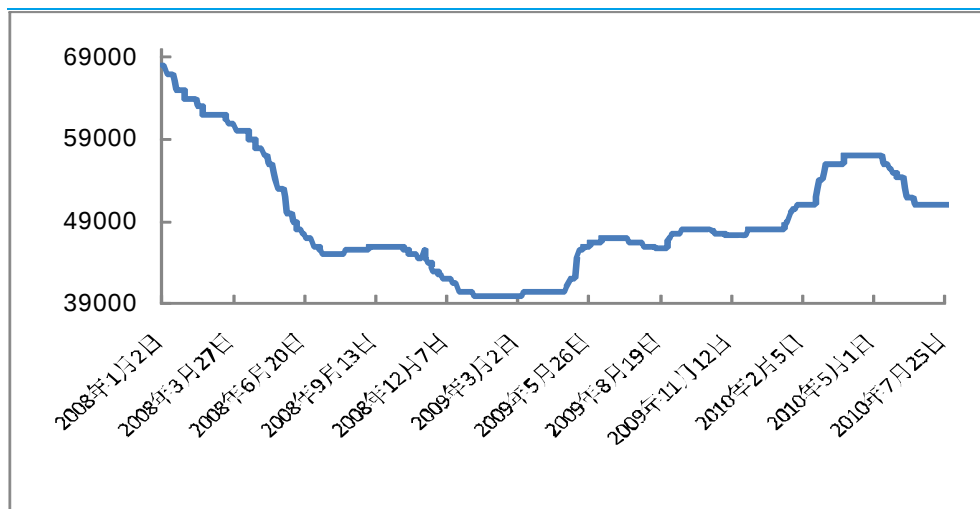


来源：化纤经济信息网，国金证券研究所

图表4：短纤和人棉纱，棉短绒差价



图表5：氨纶产品价格走势



来源：化纤经济信息网，国金证券研究所