

## 动态报告/公司快评

基础化工

华西村 (000936)

推荐

化学纤维

公司快评

2010 年 11 月 13 日

# 受益棉花涨价、业绩弹性高

分析师: 张栋梁 0755-82130532

zhangdl@guosen.com.cn

SAC 执业编号: S0980210060047

## 事项:

前日, 我们调研了华西村, 与公司管理层沟通了行业及公司经营情况, 以及未来公司发展的规划。

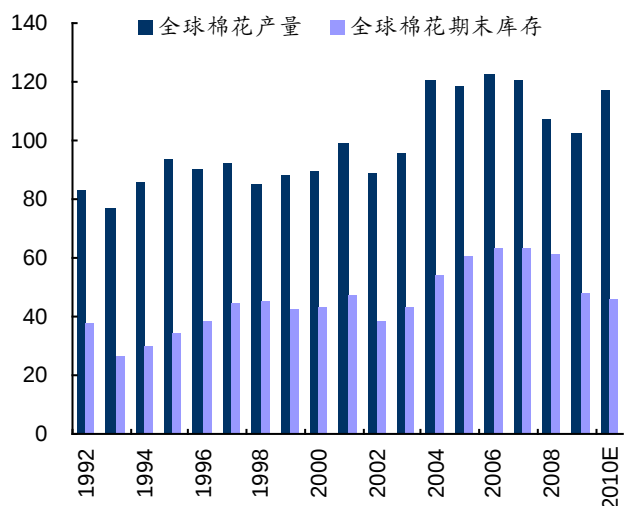
## 评论:

### ■ 棉花产量下降将进一步推高棉花价格

国内棉花价格创 2002 年以来新高, 09 年以来的持续上涨将棉花价格推高至 20000 元/吨以上。此前, 国储棉的抛售也并未能压制棉花价格, 支撑棉花价格持续上涨的原因在于棉花供需状况的改变。

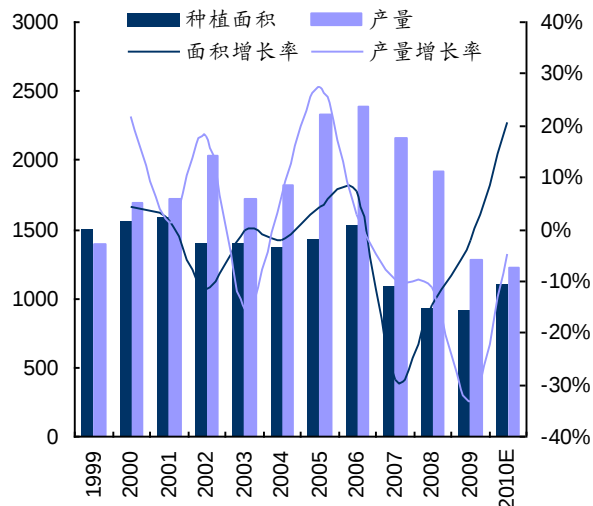
国际棉花咨询委员会的报告指出, **2009/2010 年度全球棉花产量由 2008/09 年度的 2334 万吨降至 2180 万吨, 而消费量却由 2350 万吨增加至 2460 万吨。**供需的不平衡导致棉花库存大幅下降, 推动价格上涨。预计 2010/2011 年度全球棉花产量将增长 15%, 而纺织用棉量会增长 2%, 因此全球棉花产需预计会大体平衡在 2510 万吨。**2010/2011 年度全球期末库存有望保持在 910 万吨, 而库存消费比会由 37% 下降为 36%, 是自 1989/1990 年度以来的最低值。**此外, **2010/2011 年度的期初库存将仅占全球供应量的 27%, 较前一年度下降 35%。**

图 1: 全球棉花库存处于低位 (百万包)



资料来源: USDA, 国信证券经济研究所

图 2: 美国棉花种植面积和产量处于低位 (万英亩、万包)

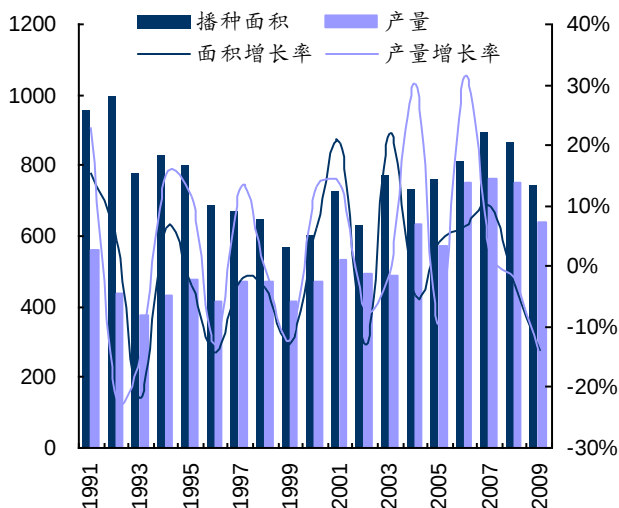


资料来源: USDA, 国信证券经济研究所

美国是世界第一大棉花出口国，2010 年美国棉花种植面积仍处于历史相对低位。我国棉花种植面积和产量自 2007 年以后持续下降，农民种植积极性的下降是导致这一变化的主要原因，我们预计未来棉花价格仍将保持高位。

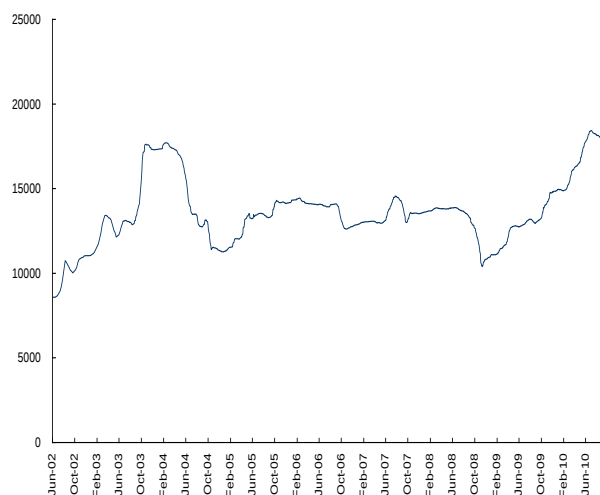
从长期来看，随着土地资源日益稀缺以及经济性作物的推广，棉花作为经济作物的优势将日益减少，预计未来种植面积将进一步下降。

图 3：我国棉花播种面积和产量自 07 年后持续下降（十万亩，万吨）



资料来源：中国棉花协会，国信证券经济研究所

图 4：国内棉花价格创 2002 年以来新高 单位：元/吨



资料来源：中国化纤经济信息网，国信证券经济研究所

#### ■ 替代效应推动涤纶短纤产品受益棉花涨价

棉花、粘胶和涤纶短纤通过混纺生产混纺纱，在一定范围内可相互替代，纺织企业根据客户需求及性价比优势调整使用比例，因而三者之间具有一定的替代关系。棉花价格的上涨，将会推动涤纶短纤、粘胶短纤产品用量的增长。

从根本上来看，这三种产品的替代，是土地资源与化石原料的相互替代。粘胶短纤原料来自于棉籽提取棉花后剩下的那部分棉籽上粘附着的短绒，即棉短绒，因此粘胶价格受到棉花的影响。棉花的生产需要占用大量的土地资源，涤纶生产所需土地资源大为节约，这是化学纤维相对于人造纤维最大的优势。

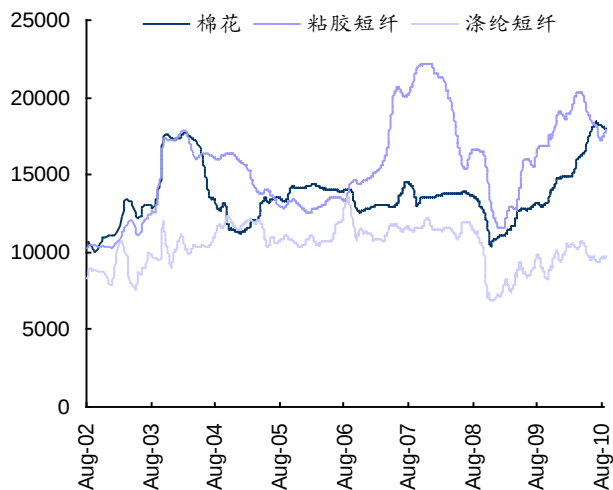
因此，随着土地资源日益稀缺，占用土地资源的成本也将水涨船高。棉花等天然纤维以及粘胶等人造纤维价格将会长期上涨，进而利好化纤行业，尤其是最具有价格优势的涤纶纤维。

自 08 年下半年以来，伴随着棉花价格的持续上涨，粘胶短纤价格也随着上涨，涤纶短纤和棉花、粘胶短纤之间的价差扩大，涤纶短纤对于棉花的替代作用将会显现，推动涤纶短纤需求增长。目前棉花与涤纶短纤的价差已超过 10000 元/吨，达到 02 年以来的高点。

我们认为，随着涤纶和棉花、粘胶短纤之间的价差持续扩大，涤纶的替代优势将会逐步显现。未来随着棉花价格的上涨，将推动涤纶短纤价格向好。

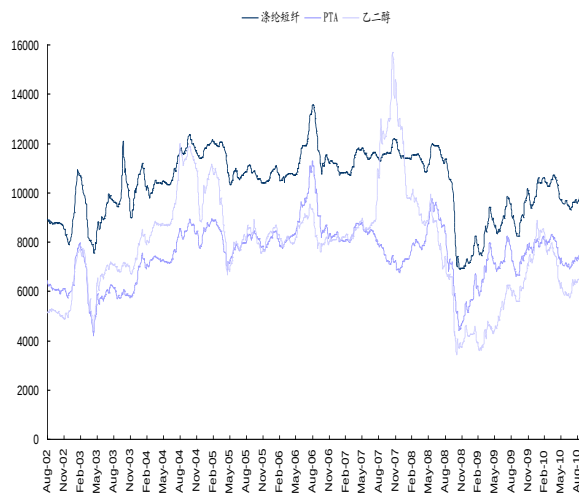
涤纶短纤生产主要原料 PTA、乙二醇产品为石油化工产品，价格受原油价格影响较大，在目前原油价格相对稳定、不出现大幅上涨条件下，涤纶短纤成本压力不大，预计不会出现上游产品价格压力导致涤纶短纤失去利润空间的风险。

图 5: 涤纶短纤和棉花、粘胶短纤间的价差持续扩大 元/吨



资料来源: wind, 中纤网, 国信证券经济研究所

图 6: PTA、乙二醇价格涨幅明显小于涤纶短纤 单位: 元/吨



资料来源: 中国化纤经济信息网, 国信证券经济研究所

## ■ 华西村--受益棉花涨价弹性最大品种

江苏华西村股份有限公司（以下简称“华西村”）拥有精毛纺厂、热电厂、化纤厂、特种纺织厂以及化工仓储码头等资产，主营业务包括涤纶短纤、毛纺、发电供汽及化工仓储业务，以及参股江苏银行、华泰证券和未来将置入的东海证券。公司大股东华西集团持有公司约 41% 的股权。其中，2010 年 5 月公司与控股股东华西集团签署资产置换，以公司毛纺、热电及特种纺织业务置换大股东持有的东海证券 1 亿股股权。置出资产价格约 3.2 亿元，置入股权估值 6.22 亿元，置入价格为 3.98 亿元。

华西村合计拥有 20 万吨涤纶短纤、10 万吨聚酯切片产能，聚合装置产能为 30 万吨，包括 1 条 20 万吨、1 条 4 万吨、2 条 3 万吨生产线，其中 20 万吨熔体直纺装置生产 10 万吨涤纶短纤及 10 万吨切片，以及 1 条 3 万吨熔体直纺涤纶短纤生产线、1 条 3 万吨和 1 条 4 万吨切片纺涤纶短纤生产线。

受近期棉花价格大幅上涨影响，部分棉纱企业开始提高涤纶短纤使用比例，推动涤纶短纤市场价格单月上涨 2750 元至 12600 元/吨。受此影响，华西村涤纶短纤单吨毛利从此前的 500 元上涨至 2000-2500 元/吨，聚酯切片单吨毛利也在 1200-1500 元/吨，年化公司涤纶短纤及聚酯切片业务毛利约 5.5-6 亿元。如公司涤纶短纤及聚酯切片产品价格上涨 1000 元/吨，则公司每股收益增厚约 0.25 元。

## ■ 金融资产股权提升估值水平

华西村持有 0.45 亿股华泰证券、2.488 亿股江苏银行以及即将置入 1 亿股东海证券等公司股权。

华西村持有的华泰证券 4535 万股，按 10 月 8 日收盘价 13.84 元/股计算，华泰证券股权价值 6.28 亿元；持有江苏银行 2.488 亿股，按照 2010 年江苏银行定向增发价格 5 元/股计算，江苏银行股权价值 12.44 亿元，目前江苏银行正在推进上市进程，存在上市预期，公司股权价值存在增值可能。

2010 年 5 月公司与控股股东华西集团签署资产置换，以公司毛纺、热电及特种纺织业务置换大股东持有的东海证券

1 亿股股权，东海证券股权评估值为 6.22 元/股。

华西村合计持有金融资产股权价值 24.94 亿元，和每股华西村的股权价值为 3.33 元/股。

**表 1：华西村拥有金融资产情况**

|      | 拥有股数（亿<br>股） | 每股价格（元） | 股权价值（亿<br>元） | 合华西村股票所含<br>股权（摊薄前） | 合华西村股权<br>价值（摊薄前） | 合华西村股票所含<br>股权（摊薄后） | 合华西村股权<br>价值（摊薄后） |
|------|--------------|---------|--------------|---------------------|-------------------|---------------------|-------------------|
| 江苏银行 | 2.49         | 5.00    | 12.44        | 0.5655              | 2.83              | 0.3326              | 1.66              |
| 华泰证券 | 0.45         | 13.84   | 6.28         | 0.1031              | 1.43              | 0.0606              | 0.84              |
| 东海证券 | 1.00         | 6.22    | 6.22         | 0.2273              | 1.41              | 0.1337              | 0.83              |
| 合计   |              |         | 24.94        |                     | 5.67              |                     | 3.33              |

资料来源：国信证券经济研究所

## ■ 即将转型为集团现代服务业平台

华西村作为华西集团唯一的上市平台，将在集团转型现代服务业过程中发挥重要作用，集团将逐步推动公司转型为以物流+金融为主现代服务业公司。

华西村已拥有华泰证券、江苏银行等公司股权，即将置入东海证券股权，金融资产股权初见雏形。华西村拥有仓储总容量 30 万立方米的化工仓储业务以及配套码头，业务稳定，毛利率达到 75%，预计 10 年将贡献毛利约 0.9-1 亿元。

华西集团旗下现代服务业务包括金融、航运仓储、海工服务等，包括银行、证券、PE 公司、典当、信托、财务公司等金融资产，以及棉花仓储库、远洋运输船队、中转码头等物流资产，以及海洋工程服务等业务。集团现代服务业资产实力雄厚，将支持和推动华西村的业务转型。

## ■ 首次给予“推荐”评级

棉花价格的持续上涨推动涤纶短纤需求提升，我们预计棉花价格未来将保持高位运行，推动涤纶短纤价格的上涨，提升华西村涤纶短纤业务盈利提升；公司金融资产股权隐含价值每股 3.33 元，且存在金融资产上市提升股权价值的预期；公司作为集团唯一上市平台，在集团现代服务业转型中将获得集团支持，逐步转型为现代服务业的主业。

不考虑公司金融资产股权投资收益，我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 0.20、0.53、0.55 元/股。其中，公司涤纶短纤及聚酯切片产品价格每上涨 1000 元/吨，则公司每股收益增厚约 0.25 元。

我们给予公司涤纶短纤业务 11 年 15 倍估值、化工仓储业务 10 年 20 倍估值，考虑到公司金融股权价值 3.3 元/股，公司目标价 11.78 元/股，首次给予“推荐”评级。

### 国信证券投资评级

| 类别         | 级别   | 定义                                 |
|------------|------|------------------------------------|
| 股票<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上          |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间      |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间  |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上          |
| 行业<br>投资评级 | 推荐   | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上        |
|            | 谨慎推荐 | 预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间   |
|            | 中性   | 预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间 |
|            | 回避   | 预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上         |

### 分析师承诺:

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，特此声明。

### 免责条款:

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。