

2010-10-14

化纤

华西村 000936.SZ

涤纶短纤重拾景气，公司转型正当时

◇ 报告起因：调研

◇ 潜在催化因素：聚酯、涤纶短纤价格继续上涨；金融资产未来上市、大股东加快上市公司业务转型步伐。

◆受益棉花涨价，公司聚酯涤纶短纤业务业绩弹性十足，估值空间打开

公司是国内涤纶短纤的主要生产企业，涤纶短纤因与棉花可以混纺，所以是棉花涨价最直接的受益者。公司自己采购 pta 和乙二醇，生产聚酯和涤纶短纤，因此只要 pta 和乙二醇价格保持稳定，公司将享受聚酯和涤纶短纤涨价的丰厚利润。从盈利弹性看，假设涤纶短纤吨毛利增加 1000 元/吨，同时聚酯切片吨毛利增加 500 元/吨，则约增厚每股业绩 0.23 元，公司的盈利和估值空间被打开。

◆涤短和棉价差支撑涤短量价齐升、未来原材料供应平稳，景气维持

目前市场对于涤纶短纤的分歧在于担心原材料价格大幅上涨，侵蚀涤纶短纤的盈利空间。我们则认为，一方面，涤纶短纤替代产品棉的价格在下次棉花收获来临前，都将保持坚挺，涤纶短纤和棉花的巨大价差，将支撑涤纶短纤价格和需求保持强势。另一方面，涤纶短纤上游原材料的供应随着未来 3 年内国内新产能的逐渐投放，将保持总体稳定的态势，可以预期，今明两年涤纶短纤的高景气度将维持。

◆涤纶短纤业务盈利弹性十足、金融、储运业务提供安全边际，维持“买入”的投资评级。

由于公司各主营业务所属行业不同，我们对各业务分开进行估值，公司涤纶涨价是股价短期上涨的催化剂，这一块对应年化 EPS 为 0.51 元，给予 15—20 倍 PE，支撑每股价值 7.65—10.2 元。不考虑公司金融资产投资收益，只考虑金融资产的股权价值，合计为 25.5 亿元，折合每股 3.41 元。另外公司储运业务预计年贡献权益净利 7500 万元，折合每股 EPS 0.1 元。参照同类上市公司估值给予该业务 20 倍 PE，支撑每股价值 2 元。三块业务合计支撑股价 15.61 元，目前股价 9.61 元，仍有 60% 的上涨空间，维持“买入”评级，给予 6 个月目标价格 15.61 元。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3,193	2,429	2,764	3,876	3,876
营业收入增长率	-2.43%	-23.94%	13.79%	40.25%	0.00%
净利润（百万元）	76	91	223	376	388
净利润增长率	8.24%	18.84%	144.96%	68.74%	3.16%
EPS（元）	0.10	0.12	0.30	0.50	0.52
ROE（归属母公司）	6.44%	7.24%	15.28%	21.22%	18.83%
P/E	84	71	29	17	17
P/B	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	19	20	14	10	9

影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

维持

买入

当前价格	9.61 元
目标价格	15.61 元
目标期限	6 个月

分析师：

王席鑫(执业证书编号：S0590210040003)

张力扬(执业证书编号：S0930209060206)

021-22169167 zhangly@ebsecn.com

程磊(执业证书编号：S0930209070211)

021-22169165 chenglei@ebsecn.com

联系人：

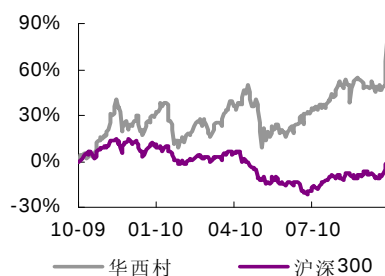
孙琦祥 sunqx@ebsecn.com

021-22169163

市场数据

总股本(百万股)	748
总市值(百万元)	6,448
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	4225.45/2659.39
近 3 月日均成交量(百手)	200.68
主要股东	江苏华西集团公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.93	15.06	83.13
绝对收益	23.54	37.19	83.73

相关报告：

寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在

投资要件

关键假设

- 1、涤纶短纤 10 年~12 年不含税价分别为 9223 元/吨, 11111 元/吨和 11111 元/吨, 11、12 年吨毛利 2500 元/吨; 聚酯切片 10 年~12 年不含税价分别为 8473 元/吨, 9401 元/吨, 和 9401 元/吨, 11、12 年吨毛利 1200 元/吨。
- 2、下游棉花价格不出现大幅下跌, 上游 pta 价格不出现大幅上涨
- 3、各项费用率及税率维持不变

我们区别于市场的观点

目前市场对于涤纶短纤的分歧在于担心原材料价格大幅上涨, 侵蚀涤纶短纤的盈利空间。我们则认为, 一方面, 涤纶短纤替代产品棉的价格在下次棉花收获来临前, 都将保持坚挺, 涤纶短纤和棉花的巨大价差, 将支撑涤纶短纤价格和需求保持强势。另一方面, 涤纶短纤上游原材料的供应随着未来 3 年内国内新产能的逐渐投放, 将保持总体稳定的态势, 可以预期, 今明两年涤纶短纤的高景气度将维持。

股价上涨的催化因素

- 1、聚酯、涤纶短纤价格上涨、吨盈利水平持续提升。
- 2、11、12 年公司所持有的江苏银行及东海证券股份成功过会并上市。
- 3、未来大股东加快上市公司业务转型步伐。

估值和目标价格

由于公司各主营业务所属行业不同, 我们对各业务分开进行估值, 公司涤纶涨价是股价短期上涨的催化剂, 这一块对应年化 EPS 为 0.51 元, 给予 15—20 倍 PE, 支撑每股价值 7.65—10.2 元。不考虑公司金融资产投资收益, 只考虑金融资产的股权价值, 合计为 25.5 亿元, 折合每股 3.41 元。另外公司储运业务预计年贡献权益净利 7500 万元, 折合每股 EPS 0.1 元。参照同类上市公司估值给予该业务 20 倍 PE, 支撑每股价值 2 元。三块业务合计支撑股价 15.61 元, 目前股价 9.61 元, 仍有 60% 的上涨空间, 继续维持“买入”的投资评级, 给予 6 个月目标价格 15.61 元。

投资风险

- 1、原材料价格大幅上涨侵蚀聚酯、涤纶短纤盈利空间
- 2、棉花价格大幅下跌

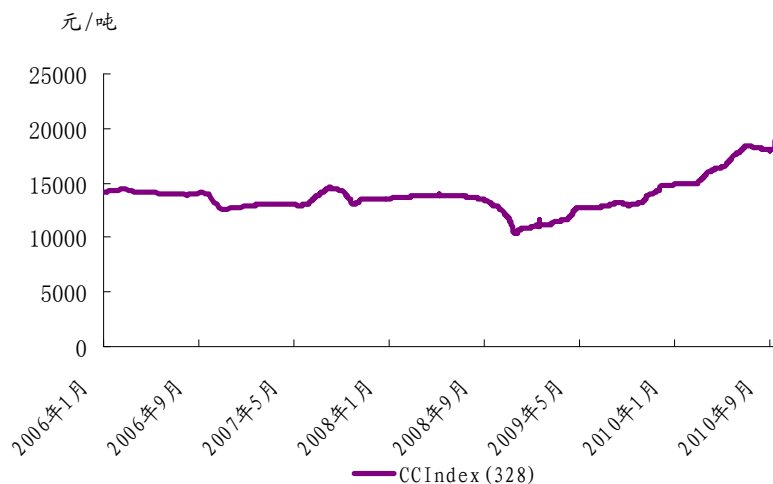
事件：

近期棉花价格大幅上涨带动涤纶短纤价格大幅上涨，我们于 2010 年 10 月 12 日组织华西村的联合调研，就公司聚酯涤纶短纤业务、及公司未来发展规划进行深入了解。

一、涤纶短纤进入景气周期，都是棉花惹的“火”

2010 年国内棉花价格由年初的不到 14000 元/吨上涨到目前的 24000 元/吨，国内外棉价创出十几年来来的新高。我们认为，本轮棉花价格上涨供求规律仍起主导作用，资金炒作迹象并不明显。上半年度棉花减产是推动市场上升的主要因素，下半年度强劲的消费则成为棉价上涨的新引擎。棉花市场所处的外围大环境及其自身的供需情况(供少求多+资金过剩)，都决定了本轮棉价上涨具备了比较坚实的支撑，当前棉花价格是正常供求关系的反映，可以初步判断，“低棉价时代”将一去不复返。棉花市场的“高棉价时代”已经到来。

图1：国内棉花价格指数09年以来牛气冲天

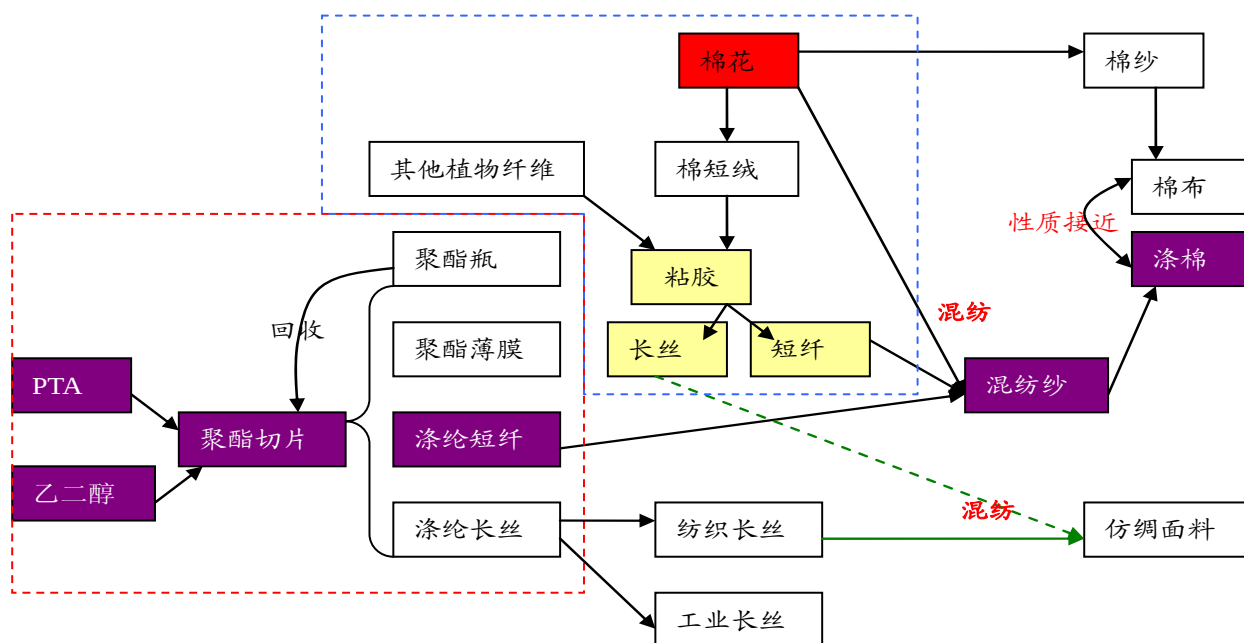


资料来源：光大证券研究所

目前在纺纱原料的基本消费方面，棉花占比约在 50%左右，涤纶短纤在 35%左右，粘胶短纤在 7-10%，剩余份额则被其他原料所占有。棉花与化纤即有替代，又有互补的消费关系。三者之间存在一定的可相互取代的交叉应用领域，以价格为杠杆的“此进彼退”的竞争过程往往多发生在这一交叉应用领域之中。

以棉花为例，目前纺纱用棉量约在 50%左右，其中有 45%左右用棉量需求弹性几乎为零。其他 10%左右用棉量的需求则比较有弹性，当价格上涨时，与化纤替代效应将显现。棉花价格高企，会增加涤纶短纤和粘胶短纤的使用量。化纤价格高位，会封住棉花的下跌空间。近期，棉价大幅上涨后，企业已经开始加大涤纶、粘胶纤维使用比例来规避风险，这将势必会推动涤纶、粘胶纤维的需求，进而推动其价格的上涨。

图 2: 涤纶、粘胶、棉花产业链

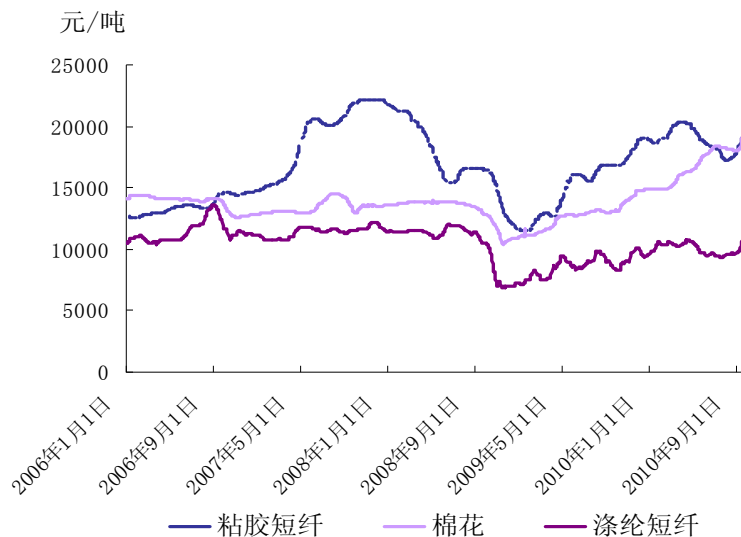


资料来源：光大证券研究所

涤纶短纤与棉花混纺可生产涤棉,棉布和涤棉性质接近,可以做衬衣,内衣等面料的衣服和家纺用品。当棉花大幅涨价时,短纤在混纺时的比例会提高,棉花比例下降,短纤的需求量会上升。此外涤棉的性质与棉花相近,成本也比棉花更有优势,所以短纤对棉花的替代性最强,棉花涨价对短纤无论是价格还是需求都构成直接的利好。

事实上，今年上半年涤纶短纤价格一直处于波动之中，价格底部已经基本确定，加上淡季过去，化纤行业今年最坏的时期已经过去，近期限电以、停产维修以及原材料价格上涨对其价格形成了有效的支撑，3季度以来涤纶短纤行业景气向上的主要推力来自于下游需求增长以及出口复苏，目前涤纶短纤价格已涨至 13000 元/吨，以华西村为例，即使按照目前的原材料价格（pta8500 元/吨，乙二醇 8000 元/吨），涤纶短纤的吨毛利也达到 3000 元/吨，净利 1500 元/吨以上。

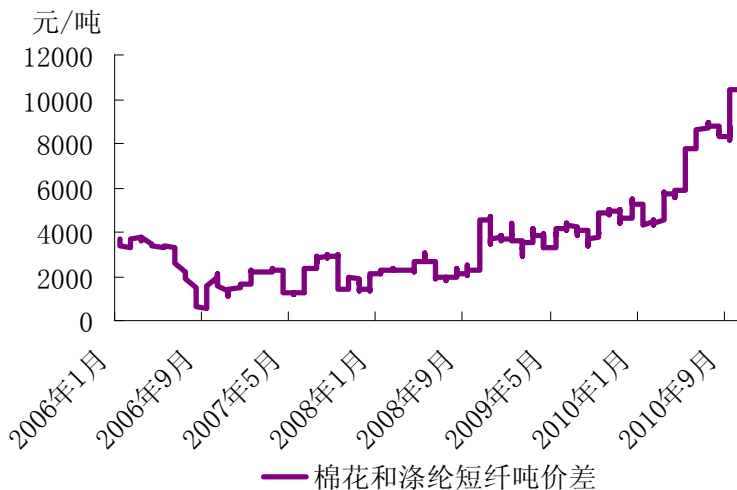
图3: 涤纶短纤、棉花、粘胶短纤价格



资料来源：光大证券研究所

目前，棉花价格和涤纶短纤吨价差已扩大至万元以上，而从历史来看，涤纶短纤和棉花的价差在 4000 元/吨属于正常情况，如此巨大的价差，无论对涤纶短纤的价格还是需求增量都构成利好，涤纶短纤行业的景气周期已然来临。

图4：棉花和涤纶短纤吨价差



资料来源：光大证券研究所

我们认为，本轮涤纶短纤涨价及盈利好转根本原因在于替代产品棉花价格大幅上涨，从而能带动涤纶短纤量价齐升，而上游 pta、乙二醇由于和涤纶短纤的价格关联性不高，因此涨幅较小，并且我们认为这样的局面在未来仍将维持。接下来我们将通过分析替代产品棉花未来供需及价格走势和上游 pta、乙二醇的未来供需及价格走势来论证我们对于涤纶短纤景气度仍将维持的观点。

二、高棉价时代，涤纶短纤量价齐升

推动本轮棉花价格大幅上涨最根本的原因仍然是供需关系起主导，没有特别明显的炒作现象。国内外棉花产量持续下降，需求恢复超预期的大背景下，高棉价时代已经到来。

受金融危机影响，全球纺织行业陷入景气低谷，影响上游棉花的需求和价格，整个棉花在全球来讲都属于一个低估的产品，相对于小麦、玉米、大豆的收益率都是比较低的，这导致了全球棉花种植面积大幅下降，产量也出现大幅下降，天气的不利，则使得棉花的供应雪上加霜。

从未来供给趋势来看，全球棉花的产量和库存消费比在不断下降。而国内棉花种植面积减少的趋势也还将延续，因为当前我国粮食安全的战略地位不会改变，只有当棉花价格继续涨到足够高的时候才会带来棉花种植面积增加，而棉花种植并不像工业生产具有连续性，从种植到收获需要半年时间，棉花 1 年 1 熟，播种期一般在 3~5 月份，收获期在 8~11 月份。今年国内棉花产量预计在 700 万吨以下，而需求达到 1000 万吨以上，国内棉花供需缺口达到 350 万吨左右，巨大的供需缺口，为棉花价格的继续上涨提供了一定的想象空间。

从需求面来看，经过 08 年金融危机之后，全球经济复苏势头强劲，刺激全球棉花消费市场恢复的速度远远超出市场预期。在上述这两个方面的影响下，棉花供需矛盾越来越突出，USDA 数据显示，在 2009 - 2010 年度，全球的棉花消费量超过产量 15 个百分点，这导致国际棉花库存锐减，致使棉花价格疯狂上涨。而今年农产品价格的普遍上涨，更是加大的市场的看多气氛。除了纺织企业今年效益好，扩大生产外，价格的上涨也客观上拉动了投资、投机的需求。因此棉花牛市的转折性改变只有当产生过剩，需求恶化时才会出现。也就是说，如果人民币大幅度升值，或者宏观经济再次衰退，宽松的货币环境结束，导致需求恶化，才能改变棉花上行的大趋势。否则，高棉价将会成为一种“常态”。

综合考虑目前全球棉花低库存水平，我们认为，在下一轮棉花收获期到来，棉花价格都将保持在高位运行，涤纶的价格和需求将因此得到其强有力的支撑。

图5：全球棉花连年低于需求，库存消费比不断下降

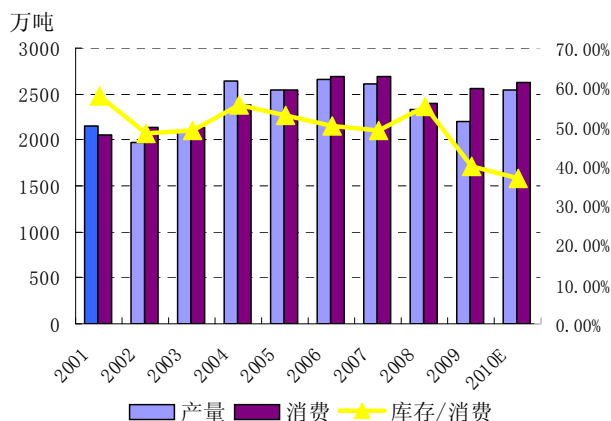
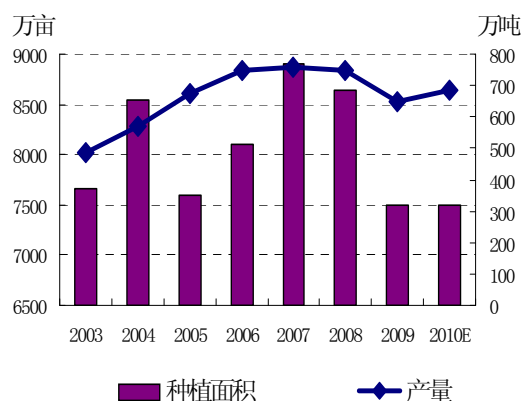


图6：国内棉花种植面积不断下降，供应危机显现

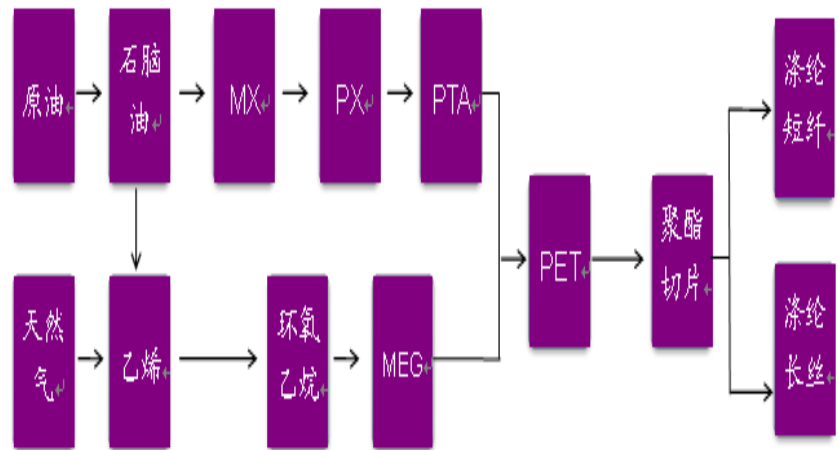


三、原材料供应逐渐宽松，未来涤纶短纤成本稳定

3.1 pta、乙二醇价格决定涤纶短纤成本

涤纶短纤的上游原料主要是 pta 和乙二醇，生产 1 吨涤纶短纤大约需要 0.85~0.86 吨的 pta 和 0.33~0.34 吨的乙二醇，pta 占涤纶短纤的成本比重最大，因此 pta 的价格对涤纶短纤成本影响最大，pta 的上游是 px，再往上是石脑油（石油蒸馏或二次加工）

图7：聚酯涤纶产业链



资料来源：光大证券研究所

3.2 国内石化行业发展解决 pta、px 原料瓶颈，涤纶短纤景气度仍将维持

pta（精对苯二甲酸）是生产聚酯涤纶的主要原材料，全球目前 pta 产能在 5000 多万吨，全球 99% 的产能集中在亚洲、北美和西欧，而亚洲 70% 左右的产能集中在中国、韩国和中国台湾地区。

受制于过去国内原油加工能力，pta 的原材料 px 的进口依存度一直非常高。但是随着我国政府对石化行业的政策扶持，大型炼化一体化项目的投产，我国化工子行业的原料自给率大幅提高，极大地改变着我国诸多化工行业的供给与成本结构。国家统计局数据显示，2009 年国内 PX 产能增长率达到 85.2%。正是由于上游 px 的供应大幅增加，所以在下游需求景气提升下，pta 行业目前盈利情况良好，06 年以来制约 PTA 行业发展的原料短缺瓶颈已经彻底解决。从 09 年 7 月至 2010 年上半年，国内 PTA 装置负荷由 09 年上半年的 60% 普遍提高到了 90% 以上。

也正是在 pta 行业高景气度的利益驱动下，pta 行业的扩产正在悄然进行。预计国内新增 PTA 产能将在 2011 年中期~2014 年逐渐投产，新增产能达到 1000 万吨左右。PTA 上游 PX 和下游聚酯新增产能高峰将于 2010 年结束，PTA 行业在 2012~2013 年将面临产能过剩状态，产业链结构再次由橄榄型向圆柱形转变，PTA 行业部分利润将向上游 PX 和下游聚酯行业转移，整个上下游产业链利润分配趋向均衡。

我们认为，目前尽管 pta 仍然需要依赖进口，但是随着未来 3 年内新增产能的逐渐投产，上游石油价格保持稳定的情势下，预计未来 pta 价格将保持稳定，而乙二醇随着国内煤质乙二醇项目逐渐起来，乙二醇

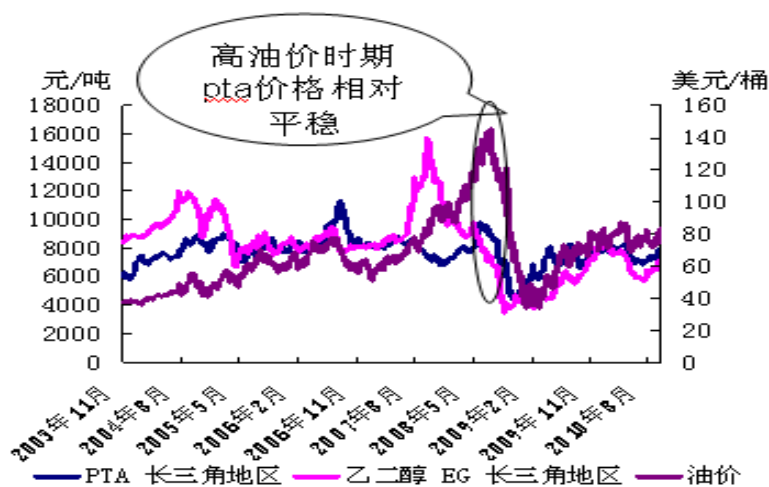
的供给情况也在逐渐好转。

图8：未来3年国内将有1000万吨以上pta投产（单位：万吨）

公司	一级区域	新增产能	预计投产时间	项目状态
佳龙石化	华南	60	10年3月	建成
汉邦石化	华东	60	10年11月份	在建
逸盛大化	东北	75	11年中旬	在建
逸盛三期	华东	150	11年中下旬	在建
三房巷	华东	60	11年三季度	在建
嘉兴石化	华东	80	12-13年	在建
翔鹭二期	华南	150	12年	在建
亚东二期	华东	60	13-14年	拟建
逸盛洋浦	华南	200	13-14年	在建
江苏恒力	东北	180	14年	在建
合计			1075	

我们进一步比较 pta 和油价的关系可以发现,即使在 08 年油价高达 140 美金的时期,PTA 的价格也仅仅在 9000 多元/吨,可见 pta 的价格更多取决于供需而非上游成本。考虑目前涤纶短纤的盈利能力和供需情况,我们认为能够消化甚至转嫁 PTA 价格的上涨。

图9：pta价格更多取决于供需而非上游成本



资料来源：光大证券研究所

四、产业链价格传导情况良好、较高的开工率水平和较长的投资周期是涤纶短纤景气能够维持的重要保障

全球经济的持续好转给中国的纺织服装行业复苏带来强大利好支撑。数据显示,1至8月,我国纺织品服装出口同比增长23.75%;而纺织工业生产也继续保持快速增长;同时,纺织企业盈利能力也增长强

劲，1-7月，纺织业和服装鞋帽制造业实现利润同比分别增长52.2%和28.1%。纺织业的强劲复苏，带动对纺织原料的消费增多，需求加大，给棉花、涤纶短纤价格上涨带来坚实的支撑。

3月开始纱厂利润开始大幅飙升，而部分纺企由于在年初低价时囤积大量库存，利润大幅增加，据测算，此阶段部分企业毛利润率达到20%以上。6月纱厂理论利润达到4600元/吨的超高利润，利润率达到19%以上。随后稍有回落，但纺织企业理论利润仍达到3000元/吨左右。纱线价格坚挺保障了纺织厂高位购进原料仍有盈利空间。这也是能够支撑这波棉花上涨的一个非常大的动力。

目前涤纶短纤产业链成本传递十分顺利。多数企业库存处于近些年低点，行业开机负荷持续攀升，目前由于，纯棉纱需求大幅走低，过高价格下游不敢批量采购，内销面料改换纯涤纱产品很多。

涤纶行业投资周期在1年半左右和长丝频繁扩能不同，涤纶近年来鲜闻新扩建，而由于上半年亏损以及节能减排的要求，部分工厂转产货降负，导致当前供应偏少。目前国内聚酯3000万吨，其中涤纶短纤产能500多万吨，仿大化300多万吨，长丝1500万吨左右，其余用于生产切片。目前涤纶短纤行业开工率已达到80%（包括已经关停的）的行业最佳开工率水平，开工率再提升空间不大。

综合分析，我们认为，一方面，涤纶短纤替代产品棉的价格在下次棉花收获来临前，都将保持坚挺，从而能对涤纶短纤构成强有力的支撑，另一方面，涤纶短纤上游原材料的供应随着未来3年新产能的逐渐投放，将保持总体稳定的态势，可以预期，今后两年涤纶短纤的高景气度将维持。

五、涤纶短纤业务重拾景气，公司转型正当时。

5.1、聚酯、涤纶短纤业务盈利弹性大，支撑每股价值7.65元

公司是国内涤纶短纤的主要生产企业，涤纶短纤因与棉花可以混纺，所以是棉花涨价最直接的受益者。公司是自己采购pta和乙二醇，生产聚酯和涤纶短纤，因此只要pta和乙二醇价格保持稳定，公司将享受聚酯和涤纶短纤涨价的丰厚利润。目前，公司涤纶短纤月生产能力1.7万吨（其中有光丝7000吨，目前价格14000元/吨），开足的情况下年生产能力20万吨。聚酯产能约32万吨，其中外卖约12-15万吨，其余用于生产涤纶短纤。

目前按照节后PTA价格8500元/吨，乙二醇价格8000元/吨，公司涤纶短纤成本在9900多元/吨，而涤纶短纤价格在13000元/吨，聚酯价格在11000元/吨。因此即使按照现价采购pta和乙二醇，公司涤纶短纤的吨毛利在3000元/吨，吨净利保守在1500元/吨。聚酯切片吨毛利在1200元/吨（目前聚酯切片和涤纶短纤价差在2000元，主要是因为近期涤纶价格涨幅快于聚酯，而正常情况下两者价差在500-800元，因此后续聚酯切片价格仍会往上走，公司聚酯切片毛利仍将继续扩大。），吨净

利在 650 元/吨。假设该盈利能够维持，则公司聚酯和涤纶短纤业务的月净利润贡献在 3150 万元/吨，年净利润贡献在 3.78 亿元，年化 EPS 在 0.51 元，给予 15—20 倍 PE，支撑每股价值 7.65—10.2 元。

从盈利弹性看，假设涤纶短纤吨毛利增加 1000 元/吨，同时聚酯切片吨毛利增加 500 元/吨，则约增厚每股业绩 0.23 元，公司的盈利和估值空间被打开。

需要指出的是，公司截止 9 月底，原材料库存 PTA 和乙二醇的采购成本较低（其中 pta 成本 7300 元/吨，乙二醇成本 6600 多元/吨），库存能支撑 2-3 个月的生产，如果按照目前涤纶短纤和聚酯的市场价格，则涤纶短纤的吨毛利达到 4500 元/吨以上，聚酯吨毛利也达到 2500 元/吨以上，超出我们此前预期，因此我们上调 10 年 EPS 至 0.3 元。

5.2、未上市金融资产提供股价安全边际，支撑每股 3.41 元

公司拥有金融资产包括江苏银行约 2.49 亿股、华泰证券股权约 4534.6 万股，此次拟资产置换置入集团 1 亿东海证券股权，这三块金融资产合计支撑市值 25.5 亿元，折合每股 3.41 元。未来江苏银行、东海证券上市都将大幅提升股权价值。

图10：pta价格更多取决于供需而非上游成本

	拥有股数	股价（元）	股权价值
江苏银行	2.49 亿股	5（增发价）	12.45 亿元
华泰证券	0.45 亿股	15.27（二级市场价）	6.87 亿元
东海证券	1.00 亿股	6.22（资产评估价）	6.22 亿元
合计			25.5 亿元
每股含金融资产			3.41 元

资料来源：光大证券研究所

5.3 储运业务运行良好，贡献稳定收益，支撑每股价值 2 元。

公司 09 年末新增了 13 万立方的化工储罐，储罐容量较 09 年增长 76.5%，目前储罐已全部投入使用，毛利率稳定在 70%以上。预计 10 年贡献权益净利 7500 万元，折合每股 EPS 0.1 元。参照同类上市公司估值给予该业务 20 倍 PE，支撑每股价值 2 元，支撑市值 15 亿元。

5.4 公司转型正当时，向现代综合服务业进军

我们此前跟踪华西村，主要是关注其在集团支持下，未来向轻资产、高收益的现代综合服务业转型的机会，从公司仓储业务扩容，到此次资产置换置出重资产、低附加值的纺织、热电业务置入金融资产，可以看出公司正朝着轻资产、高收益的现代综合服务业进军。

我们判断，此次资产置换仅是公司战略转型的开始，未来公司将继

续围绕现代综合服务业的发展方向，对主营业务不断进行转型和优化。公司控股股东华西集团旗下资产优良，包括矿产、海洋工程、物流仓储、旅游、金融服务等，我们判断公司未来将继续依托资本市场和大股东的雄厚实力，对现有业务进行不断优化。

六、盈利预测与估值

6.1: 盈利预测

假设 1: 涤纶短纤 10 年~12 年不含税价分别为 9223 元/吨, 11111 元/吨和 11111 元/吨, 11、12 年吨毛利 2500 元/吨。

聚酯切片 10 年~12 年不含税价分别为 8473 元/吨, 9401 元/吨, 和 9401 元/吨, 11、12 年吨毛利 1200 元/吨。

假设 2: 营业税率占主营收入百分比不变。

假设 3: 营业费用率、管理费用率保持稳定。

假设 4: 公司及子公司所得税率维持 25%。

假设 5: 公司各项业务收入及毛利率情况见下表。

图 11: 公司收入结构预测

分类	项目	2009A	2010E	2011E	2012E
涤纶短纤	销量(万吨)	13.95	15.55	18.7	18.7
	单价(元/吨)	8,000.00	9223	11111.11	11111.11
	收入(万元)	111,561.74	143,417.65	207,777.78	207,777.78
	销售毛利(万元)	4,459.69	22,611.27	39,957.26	39,957.26
	销售毛利率	4.00%	15.77%	19.23%	19.23%
聚酯切片	销量(万吨)	6.61	8.50	12.00	12.00
	单价(元/吨)	6000	8473	9401.7	9401.7
	收入(万元)	39,632.7	66,483.9	112,820.5	112,820.5
	销售毛利(万元)	1,701.03	5,672.50	12,307.69	12,307.69
	销售毛利率	4%	8.53%	10.91%	10.91%
储运	销量(万立方)	17	29	30	30
	收入(万元)	53,754.45	93,105.41	121,282.05	148,376.07
	成本(万元)	2,297.81	4,484.80	4,473.75	4,308.06

	销售毛利 (万元)	7,091.6	11532.3	12095.7	12261.4
	销售毛利率	76%	72.00%	73.00%	74.00%
其他	收入 (万元)	50,443.94	50,443.94	50,443.94	50,443.94
	成本 (万元)	51,124.37	50,443.94	50,443.94	50,443.94
	销售毛利 (万元)	-680.43	0	0	0
	销售毛利率	-1.35%	0.00	0.00	0.00
合计	销售收入合计 (万元)	242,877.35	276,362.62	387,611.69	387,611.69
	YOY	-23.94%	13.79%	40.25%	0.00%
	销售成本合计 (万元)	225,340.10	236,546.50	323,251.03	323,085.33
	综合毛利率	7.22%	14.41%	16.60%	16.65%

资料来源：光大证券研究所

图表12： 盈利预测 单位：百万元

利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,193	2,429	2,764	3,876	3,876
营业成本	2,974	2,253	2,365	3,233	3,231
折旧和摊销	92	92	123	124	124
营业税费	12	9	10	15	15
销售费用	22	23	28	39	39
管理费用	32	32	36	50	50
财务费用	74	38	36	29	19
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	22	45	28	28	28
营业利润	79	114	330	534	550
利润总额	89	115	330	534	550
少数股东损益	13	13	25	25	25
归属母公司净利润	76.49	90.90	222.67	375.72	387.59
EPS	0.10	0.12	0.30	0.50	0.52
NOPLAT	131.95	97.33	253.79	401.10	406.16
EBIT	130.69	107.14	338.38	534.80	541.54
EBITDA	222.45	199.59	461.36	658.41	665.81

资料来源：光大证券研究所

6.2 估值及投资建议

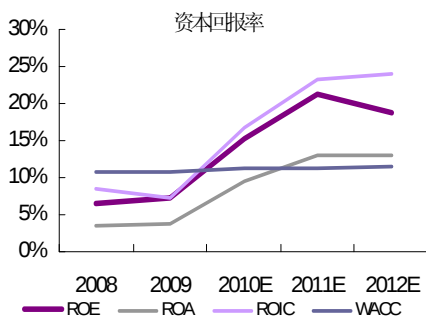
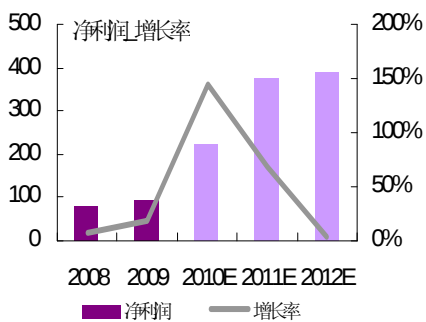
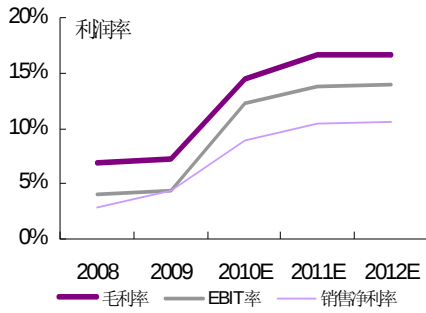
由于公司各主营业务所属行业不同，我们对各业务分开进行估值，公司涤纶涨价是股价短期上涨的催化剂，这一块对应年化 EPS 为 0.51 元，给予 15—20 倍 PE，支撑每股价值 7.65—10.2 元。不考虑公司金融资产投资收益，只考虑金融资产的股权价值，合计为 25.5 亿元，折合每股 3.41 元。另外公司储运业务预计年贡献权益净利 7500 万元，折合每股 EPS 0.1 元。参照同类上市公司估值给予该业务 20 倍 PE，支撑每股价值 2 元，支撑市值 15 亿元。

三块业务合计支撑股价 15.61 元，目前股价 9.61 元，仍有 60% 的上涨空间，继续维持“买入”的投资评级。

风险分析

- 1、上游原材料价格大幅上涨侵蚀聚酯和涤纶的盈利空间。
- 2、棉花价格大幅下跌，带动聚酯和涤纶价格下跌。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,193	2,429	2,764	3,876	3,876
营业成本	2,974	2,253	2,365	3,233	3,231
折旧和摊销	92	92	123	124	124
营业税费	12	9	10	15	15
销售费用	22	23	28	39	39
管理费用	32	32	36	50	50
财务费用	74	38	36	29	19
公允价值变动损益	0	1	0	0	0
投资收益	22	45	28	28	28
营业利润	79	114	330	534	550
利润总额	89	115	330	534	550
少数股东损益	13	13	25	25	25
归属母公司净利润	76.49	90.90	222.67	375.72	387.59

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	2,600	2,792	2,611	3,093	3,195
流动资产	1,451	1,587	1,515	2,098	2,301
货币资金	556	583	553	775	930
交易型金融资产	24	21	0	0	0
应收帐款	95	92	92	130	130
应收票据	400	355	404	567	567
其他应收款	0	0	0	0	0
存货	357	460	418	562	610
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	326	364	367	369	372
固定资产	772	796	690	584	478
无形资产	28	24	23	22	21
总负债	1,331	1,451	1,044	1,188	977
无息负债	796	951	738	990	977
有息负债	535	499	306	197	0
股东权益	1,269	1,341	1,567	1,905	2,218
股本	440	440	748	748	748
公积金	433	441	171	231	293
未分配利润	314	375	538	792	1,017
少数股东权益	81	85	110	135	160

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	433	60	196	417	466
净利润	76	91	223	376	388
折旧摊销	92	92	123	124	124
净营运资金增加	-225	-196	259	331	62
其他	489	73	-409	-414	-108
投资活动产生现金流	-61	-88	26	5	5
净资本支出	-31	-26	20	20	20
长期投资变化	326	364	-3	-3	-3
其他资产变化	-357	-425	9	-12	-12
融资活动现金流	-327	-119	-252	-199	-317
股本变化	0	0	308	0	0
债务净变化	-220	-36	-194	-109	-197
无息负债变化	-94	155	-213	252	-14
净现金流	45	-146	-30	222	155

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-2.43%	-23.94%	13.79%	40.25%	0.00%
净利润增长率	8.24%	18.84%	144.96%	68.74%	3.16%
EBITDA 增长率	-12.29%	-10.28%	131.15%	42.71%	1.12%
EBIT 增长率	-26.39%	-18.02%	215.83%	58.05%	1.26%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	84	71	29	17	17
PB	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	19	20	14	10	9
EV/EBIT	32	37	20	12	12
EV/NOPLAT	32	41	26	16	15
EV/Sales	1	2	2	2	2
EV/IC	3	3	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	6.87%	7.22%	14.41%	16.60%	16.65%
EBITDA 率	6.97%	8.22%	16.69%	16.99%	17.18%
EBIT 率	4.09%	4.41%	12.24%	13.80%	13.97%
税前净利润率	2.78%	4.72%	11.95%	13.78%	14.19%
税后净利润率 (归属母公司)	2.40%	3.74%	8.06%	9.69%	10.00%
ROA	3.44%	3.73%	9.49%	12.96%	12.92%
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.44%	7.24%	15.28%	21.22%	18.83%
经营性 ROIC	8.59%	7.16%	16.85%	23.14%	24.02%
偿债能力					
流动比率	1.09	1.09	1.45	1.77	2.36
速动比率	82.23%	77.63%	105.05%	129.35%	173.07%
归属母公司权益/有息债务	2.22	2.52	4.76	8.98	-
有形资产/有息债务	4.79	5.52	8.45	15.57	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.10	0.12	0.30	0.50	0.52
每股红利	0.03	0.03	0.08	0.13	0.14
每股经营现金流	0.58	0.08	0.26	0.56	0.62
每股自由现金流(FCFF)	0.55	0.44	0.11	0.24	0.60
每股净资产	1.59	1.68	1.95	2.37	2.75
每股销售收入	4.27	3.25	3.69	5.18	5.18

资料来源：光大证券、上市公司

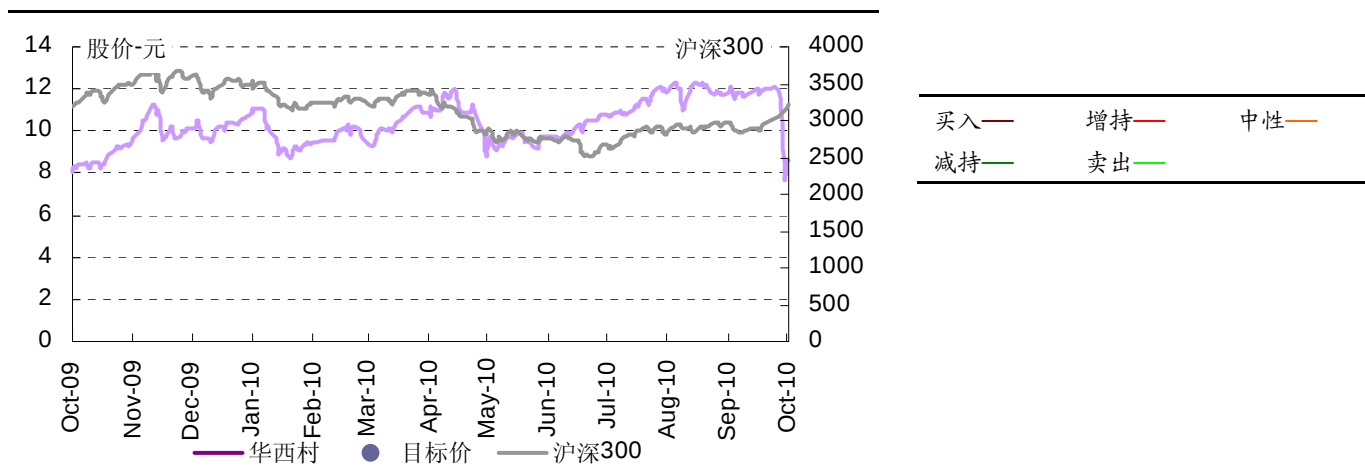
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

华西村（000936）

分析师：张力扬



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。