

产品涨价业绩增

推荐 维持评级

分析师: 李国洪 邮箱: liguohong@chinastock.com.cn 电话: 010-66568876 执业证书编号: S0130207091551

1. 事件

11月5日, 粘胶短纤维价格出现了历史少有的价格暴涨。

2. 我们的分析与判断

(一)、出口退税连续提高、下游复苏、棉花价格上涨、淘汰落后产能四大因素造成粘胶纤维价格大幅上升

图 1: 国内粘胶短纤价格图



资料来源: 中国纺织网

出口退税连续提高、下游复苏、棉花价格上涨、淘汰落后产能四大因素造成粘胶纤维价格大幅上升。首先, 自 2008 年以来, 粘胶纤维出口退税率 3 次提高, 2008 年 11 月 1 日提高到 14%, 2009 年 2 月 1 日提高到 15%, 4 月 1 日继续提高到 16%, 对改善粘胶纤维出口局面起到很大作用。粘胶短纤出口环比增长较快, 6~10 月 5 个月单月出口量超过 1 万吨, 接近 2007 年水平。第二是下游市场需求有所恢复。2009 年 1~11 月, 纺织行业实际完成工业总产值 34268 亿元, 增长 9.7%; 主营业务收入 32961 亿元, 增长 10.54%; 利润总额 1331 亿元, 增长 25.39%。化纤下游相关 9 大品种中, 大部分生产增速同比有所提高, 特别是化学纤维纱和无纺织的增速达两位数。第三是由于化纤短纤与棉花存在较强的替代关系, 因此棉花价格的上涨和高位运行, 使下游加大化纤短纤使用量的意愿明显增强。由于棉花减产进一步确定, 预计中国今年棉花产量为 31.5 百万包(686 万吨), 预测值较上月降低 3.08%, 预计期末库存为 17.04 百万吨, 较 10 月预测数据调低 2.85%。在棉花价格走强的带动下, 粘胶纤维价格大幅上升。第四, 化纤行业淘汰速度明显加快。2009 年, 化纤行业的一大亮点是在淘汰落后方面做得非常好, 共淘汰落后产能 137.2 万吨, 是淘汰落后力度最大、程度最深的一年, 如江苏盛虹集团, 分别淘汰了 10 万吨间歇聚合和 10 万吨连续聚合产能, 并根据国内外市场需求的差异, 决定在今后几年内大力发展 PTT 纤维。作为粘胶行业的龙头企业之一, 江苏澳洋实业有限公司关闭了张家港 4.5 万吨粘胶短纤产能等等。

(二)、2011 年化纤行业看好，粘胶纤维价格还有上升空间

化纤行业先于其它行业复苏，2011 年化纤行业看好，粘胶纤维价格还有上升空间。首先，从宏观经济环境看，世界经济已经出现明显复苏信号，中国经济在 2010 年实现较快复苏的基础上，2011 年会继续复苏。在此大的背景下，我国纺织工业正在加快复苏步伐，最明显的就是出口已经呈现正增长。其次，中央经济工作会议给化纤行业发展带来了信心，国家各项应对危机的政策都有着较强的稳定性和持续性，这就为化纤行业的复苏奠定了基础。第三，当前中国化纤行业的优质产能占到总产能的 76%。这些优质产能近几年还在不断进行技术改造，再上新水平的空间很大。此外，这场危机不仅没有减弱反而提升了中国化纤产业在全球产业的地位，这是中国化纤人奋斗的成果，也是化纤产业走向成熟的标志。第四，中国化纤协会对行业的把握与服务更加自信，特别是在行业运行和行业发展方面有固定的思路和程序，得到了国家有关部门的积极评价和广大企业的认可。

(三)、公司搬迁改造工程基本完成，产能提高正逢时

2009 年 6 月公司粘胶长丝搬迁改造项目一期工程 5000 吨/年投入试生产，2009 年 12 月年产 30000 吨粘胶短纤搬迁改造工程开始试生产。3 万吨/年差别化短纤二期工程目前已经基本完成，也进入生产阶段，近期，粘胶短纤维价格出现了历史少有的价格暴涨，从今年 8 月中旬的 17100 元/吨低点涨到目前的 26400 元/吨，涨幅达到 54.4%，公司搬迁改造工程基本完成，产能提高正逢时。另外，公司控股 70% 的南京金羚房地产开发有限公司开发的乐居雅花园一期工程已经封顶，即将进入销售阶段，也将大幅增加公司利润。

表 1: 非募集资金项目情况

项目名称	项目金额	项目进度	项目收益情况
1 万吨/年粘胶长丝搬迁改造工程	55,815,613.54	90%	648 万元（一期工程已试生产，二期工程正在建设中）
3 万吨/年差别化短纤项目	84,514,443.93	100%	636 万元
3 万吨/年差别化短纤二期工程	25,645,718.01	95%	正在建设中
浆粕设备改造	7,713,906.34	95%	正在建设中
黑液厌氧工程	3,386,272.24	100%	
其他	232,085.77		
合计	177,308,039.83		

资料来源：2010 中期报告

3. 投资建议

因出口退税连续提高、下游复苏、棉花价格上涨、淘汰落后产能四大因素造成粘胶纤维价格大幅上升，2011 年化纤行业看好，粘胶纤维价格还有上升空间，公司搬迁改造工程基本完成，产能提高正逢时，南京金羚房地产项目锦上添花，我们预计公司 10-12 年业绩为 0.22 元、0.68 元和 0.83 元。对应目前股价 PE 为 37.76 倍、12.02 倍和 9.61 倍，给予推荐的投资评级。

表 2: 南京化纤 (600889) 财务报表预测

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	174.13	62.34	1261.18	17.54	1918.45	营业收入	476.76	747.38	997.90	1754.31	2029.56
应收和预付款项	46.34	170.64	55.83	336.72	116.93	营业成本	474.03	640.11	762.99	1311.35	1514.46
存货	105.02	1486.70	-952.55	1870.59	-810.35	营业税金及附加	1.10	1.82	2.42	4.26	4.93
其他流动资产	213.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	3.65	8.11	10.82	19.03	22.01
长期股权投资	199.80	107.47	107.47	107.47	107.47	管理费用	28.46	64.31	85.87	150.95	174.64
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	71.70	58.83	84.03	74.80	67.40
固定资产和在建工程	1133.05	1294.59	1163.44	1032.29	901.15	资产减值损失	15.57	-14.59	-14.59	-14.59	-14.59
无形资产和开发支出	36.01	35.23	31.50	27.78	24.05	投资收益	0.94	12.84	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	7.76	3.31	1.65	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1915.11	3160.29	1668.53	3392.40	2257.70	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	-116.81	1.63	66.35	208.52	260.71
短期借款	822.67	1510.00	0.00	1143.26	0.00	其他非经营损益	118.92	67.78	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	239.94	749.03	700.92	1073.01	820.86	利润总额	2.11	69.41	66.35	208.52	260.71
长期借款	150.00	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	0.02	0.31	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	84.66	84.66	84.66	84.66	净利润	2.09	69.10	66.35	208.52	260.71
负债合计	1212.61	2343.69	785.58	2300.93	905.52	少数股东损益	0.00	-0.02	0.00	0.00	0.00
股本	255.89	255.89	255.89	255.89	255.89	归属母公司股东净利润	2.09	69.11	66.35	208.52	260.71
资本公积	181.03	181.03	181.03	181.03	181.03	每股收益 (EPS)	0.007	0.225	0.216	0.679	0.849
留存收益	265.58	334.69	401.05	609.56	870.27	财务指标					
归属母公司股东权益	702.50	771.61	837.97	1046.49	1307.20	毛利率	0.57%	14.35%	23.54%	25.25%	25.38%
少数股东权益	0.00	44.98	44.98	44.98	44.98	销售净利率	0.44%	9.25%	6.65%	11.89%	12.85%
股东权益合计	702.50	816.60	882.95	1091.47	1352.18	ROE	0.30%	8.96%	7.92%	19.93%	19.94%
负债和股东权益合计	1915.11	3160.29	1668.53	3392.40	2257.70	ROA	0.11%	2.20%	5.49%	6.62%	11.93%
						ROIC	9.05%	9.35%	4.03%	-60.96%	12.05%
现金流量表						销售收入增长率	-42.71%	56.76%	33.52%	75.80%	15.69%
净利润	2.09	69.11	66.35	208.52	260.71	EBIT 增长率	-97.87%	3195.12%	31.90%	145.19%	19.96%
折旧与摊销	6,273.24	15,112.14	15,112.14	14,946.64	14,946.64	净利润增长率	-94.67%	3207.02%	-3.97%	214.25%	25.03%
经营性现金净流量	158.13	-1433.70	2734.03	-2370.93	3052.74	估值倍数					
投资性现金净流量	-134.71	284.06	0.00	0.00	0.00	EPS(X)	0.007	0.225	0.216	0.679	0.849
筹资性现金净流量	138.07	1137.24	-1535.20	1127.29	-1151.83	PE(X)	1199.22	36.25	37.76	12.02	9.61
现金流量净额	161.45	-12.39	1198.83	-1243.63	1900.91	PB(X)	3.57	3.25	2.99	2.39	1.92
EBITDA	42.50	132.14	242.68	375.61	418.75	PS(X)	5.26	3.35	2.51	1.43	1.23
NOPLAT	-98.99	11.49	91.56	224.48	269.29	EV/EBITDA(X)	64.50	27.15	3.63	8.72	0.56

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

石油化工行业分析师，覆盖股票范围：

港股：中国石油（0857.HK）、中国石化（0386.HK）

A 股：中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、浙江龙盛（600352.SH）、三友化工（600409.SH）、四川美丰（000731.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908